

قياس العلاقة بين التمويل الأجنبي والنمو الاقتصادي في ماليزيا خلال الفترة 1995-2014.
the Measuring of the relationship between the foreign financing and
economic growth in Malaysia during the period 1995-2014

د. نادية العقون
جامعة باتنة 1، الجزائر

د. سامية مقعاش
جامعة باتنة 1، الجزائر

magasamia@yahoo.fr

تاريخ التسليم: 2018/04/25، تاريخ التقييم: 2018/05/28، تاريخ القبول: 2018/06/05

Abstract

الملخص

This paper aims to find the impact of the Financing of foreign capital on the economic growth in Malaysia, and depending on the econometric study for the period between 1995 - 2014, and using the Least Squares Method.

This study found that The Foreign funding have an impact on the GDP growth rate, and Specifically the foreign direct investment flows and the External_Debt Flows.

Key words: foreign financing, Malaysia, Financial Liberalization, FDI, Economic Growth in Malaysia.

تهدف هذه الورقة البحثية إلى معرفة أثر التمويل برؤوس الأموال الأجنبية على النمو الاقتصادي في ماليزيا، اعتماداً على دراسة قياسية للفترة الممتدة ما بين 1995 و2014، وذلك باستعمال طريقة المربعات الصغرى العادية.

وقد توصلت هذه الدراسة إلى أن هذه التمويل الأجنبي يؤثر على معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي وخاصة منها تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر وتدفقات المديونية الخارجية. **الكلمات المفتاحية:** التمويل الأجنبي، ماليزيا، التحرير المالي، الاستثمار الأجنبي المباشر، النمو الاقتصادي في ماليزيا.

مقدمة:

مع ما يشهده الاقتصاد العالمي من موجة واسعة من التحرير المالي، وما يفرضه ذلك من اندماج الأسواق المالية المحلية بالعالم الخارجي من خلال عملية تفكيك القيود على حركة رؤوس الأموال المحلية والأجنبية؛ أدركت الدول أنه أصبح لزاماً عليها مواكبة التطورات العالمية والسعي إلى استغلال الفرص للحصول على التمويل اللازم لعملياتها التنموية، ومواجهة التحديات التي تفرضها عملية التحرير المالي. ومن أجل ذلك، قامت العديد من الدول بإعادة هيكلة قطاعاتها المالية والمصرفية، وتحرير معاملاتها المالية، للتكيف مع هذه المستجدات.

وتعد ماليزيا من الدول التي آمنت بأن الاندماج في الاقتصاد العالمي ضرورة لا مناص منها، لذا اعتمدت على إستراتيجية النمو القائمة على تشجيع تدفق رؤسأمال الأجنبي، فقامت بفتح المجال أمام الاستثمار الأجنبي في مختلف قطاعاتها الزراعية والصناعية. وقد استفادت من انفتاحها المالي واندماجها في الاقتصاد العالمي، حيث حققت قفزات هامة في التنمية الاقتصادية خلال العقود الأربعة الأخيرة من القرن العشرين. وهكذا تحولت من دولة تعتمد على تصدير المواد الأولية إلى دولة مصدرة للسلع الاستهلاكية والصناعية، وهو ما أهلها لتصبح ضمن فريق النور الآسيوية.

ومما لا شك فيه أن التطور الذي حققته ماليزيا في مجال استقطاب رؤوس الأموال والرفع من معدل النمو ما هو إلا ثمرة من ثمار سياستها الناجحة. لذا تعد دراسة تجربتها في الاستفادة من التمويل الأجنبي ذات أهمية بالنسبة لكل الدول، وخاصة تلك التي تتطلع إلى السير على خطاها للنهوض باقتصادياتها والتحرر من التبعية.

إشكالية الدراسة:

سعت ماليزيا إلى بناء اقتصاد متكامل من خلال تبني عدة استراتيجيات من بينها إستراتيجية استقطاب رأس المال الأجنبي، وعلى إثر ذلك قامت بتحرير حركية رؤوس الأموال وتشجيع الاستثمارات الأجنبية الوافدة إليها. وإذا كانت هذه التدفقات تتيح بدائل عديدة وخيارات متنوعة من أجل تلبية حاجياتها الدول من رؤوس الأموال، فإنها في الوقت ذاته قد تفرز مشاكل أخطر، وتحدث اضطرابات شديدة تصيب المتغيرات الاقتصادية للدول المستقطبة. ومن هذا المنطلق، يمكن طرح الإشكالية التالية: "ما هو أثر تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية على معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي في ماليزيا.

فرضية الدراسة:

لقد تم الاعتماد على الفرضية الصفرية (H_0) والتي ستخضع للاختبار الإحصائي للتحقق من صحتها أو نفيها وهي "لا توجد علاقة ذات دلالة بين تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية ومعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي في ماليزيا".

وبناءً عليه، فإن هذه الورقة تهدف إلى الوقوف على مجموعة من النقاط أهمها:

- تقديم رؤية واضحة حول مفهوم التمويل الأجنبي وأهم أشكاله؛
 - إظهار مدى مساهمة رأس المال الأجنبي في تحقيق التنمية والرفع من معدل النمو الاقتصادي في ماليزيا؛

- إبراز أهم الإيجابيات التي تميز تجربة ماليزيا باعتبارها مثلا مشجعا جديرا بأن يحتذى به.
 ومنه، ولتحقيق هدف البحث، وفي ضوء الفرضية الموضوعية له، فقد تم تسليط الضوء على ثلاث محاور هي: الإطار النظري للتمويل الدولي وأشكاله، تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية إلى ماليزيا، وأخيرا قياس أثر هذه التدفقات على معدل نمو "GDP" الحقيقي في ماليزيا.

المحور الأول: الإطار النظري للتمويل الأجنبي.

شهدت التدفقات الرأسمالية عبر الحدود نموا سريعا، نتيجة تعاظم ظاهرة تحرير حركة رؤوس الأموال، وخاصة منذ تسعينيات القرن العشرين، وذلك استجابة لظروف كثيرة أملتتها متغيرات جمة، منها تصاعد البعد الدولي للرأسمالية، والرضوخ لقرارات المنظمات الدولية أو التكتلات الاقتصادية الكبرى، وغيرها.

أولا: مفهوم التمويل الأجنبي.

يعتبر التمويل أحد الركائز التي تعتمد عليها المؤسسات باختلاف أنواعها في إنشائها ومتابعة نشاطها وتطويرها. ويعرف التمويل بأنه توفير الأموال (السيولة النقدية) من أجل إنفاقها على الاستثمارات، وتكوين رأس المال الثابت، بهدف زيادة الإنتاج والاستهلاك. ويتوفر مصادر التمويل يمكن لعملية التنمية الاقتصادية والاجتماعية السير بخطى أسرع، ما دام رفع المستوى المعيشي والثقافي والصحي للمواطنين يعتمد أساسا على زيادة حجم الإنتاج والاستهلاك من السلع والخدمات. (هيثم عجام، 2008، ص.23)، وطالب التمويل بهذا المفهوم ليس فقط الشركات بأنواعها بل وأيضا الأفراد، الأسر والدول.

وفي هذا الإطار تجدر الإشارة إلى أن العائلات، في مجملها، تحقق قدرة على التمويل. ومن جهتها، الإدارات والمؤسسات، في الكثير من الأحيان، تحقق حاجة إلى التمويل. أما على المستوى الدولي، فإن عدم كفاية الادخار المحلي، تدفع إلى اللجوء إلى مدخرات باقي العالم (الخارج)، وفي الحالة المعاكسة، فإن القدرة التمويلية الفائضة التي لا يتم استخدامها محليا يتم تقديمها للخارج (paul-jacques lehmann,) (1998, p. 7).

إن التدفقات الدولية لرأس المال تدخل في إطار ما يعرف بالتمويل الدولي الذي يمثل جانبا مهما من العلاقات الاقتصادية الدولية المرتبطة بتوفير رؤوس الأموال دوليا، وتأتي أهميتها كوسيلة لسد الفجوة في المدخرات المحلية للبلد الممول. وتعاذل رأس المال الأجنبي اللازم لتحقيق معدل النمو المطلوب. وهنا يبرز الدور الحيوي لرأس المال الأجنبي في عملية التنمية الاقتصادية خاصة بالنسبة للدول النامية التي تسعى إلى معالجة النقص في ادخاراتها المحلية والإيفاء بالتزاماتها المالية في خضم تفاعلاتها الاقتصادية الدولية(عرفان تقي الحسني، 1999، ص. 29).

ويعتبر القصور في التمويل المحلي الذي تعاني منه الدول من الأسباب الرئيسية لحركة تدفقات رؤوس الأموال، فالاعتماد على القروض الأجنبية والاستثمارات الأجنبية لتعويض النقص في الموارد المحلية يعتبر من بين الحلول التي تلجأ إليها هذه الدول.

وتوف التدفقات الرأسمالية الأجنبية على أنها صافي التدفقات من القروض مطروحا منها التسديدات، بالإضافة إلى المساعدات الرسمية وصافي الاستثمار الأجنبي وصافي الاستثمار في محافظ الأسهم (أحمد طفاح، المعهد العربي للتخطيط). أي أن التدفقات الرأسمالية تتمثل في الاستثمار الأجنبي المباشر، الاستثمارات المحفزية، القروض والمساعدات.

ثانيا: أنواع التمويل الأجنبي: تنقسم التدفقات الرأسمالية الأجنبية من حيث الأجل الزمنية إلى تدفقات قصيرة الأجل وتدفقات طويلة الأجل، كما تنقسم حسب الجهات الدائنة إلى رسمية وخاصة، وعموما يمكن إجمالها في: الاستثمار الأجنبي المباشر، والاستثمار المحفزي، والتدفقات المالية الأخرى (أهمها القروض العامة).

1. الاستثمار الأجنبي المباشر.

يعرفه مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية (UNCTAD) على أنه ذلك الاستثمار الذي ينطوي على علاقة طويلة المدى، تعكس مصالح دائمة ومقدرة على التحكم الإداري بين شركة في البلد الأم (البلد الذي تنتمي إليه الشركة المستثمرة)، وشركة أو وحدة إنتاجية في بلد آخر أي البلد المستقبل للاستثمار (World Investment Report 2007, p.245).

ويعرف أيضا بأنه "تملك المستثمر الأجنبي لجزء أو كل الاستثمارات في مشروع معين، بالإضافة إلى قيامه بالمشاركة في إدارة المشروع مع المستثمر الوطني في حالة الاستثمار المشترك أو سيطرته الكاملة على الإدارة والتنظيم في حالة الملكية المطلقة للمشروع، فضلا عن قيام المستثمر الأجنبي بتحويل كمية من الموارد المالية والتكنولوجية والخبرة الفنية للدولة المضيفة (عبد السلام أبو قحف، 1998، ص.10).

وتعتبر العوامل السياسية والاجتماعية مهمة في قرارات المستثمر لأنه لن يخاطر بنقل رأسماله إلى دولة ما في غياب الاستقرار السياسي، حتى ولو كانت مردودية الاستثمار كبيرة. أما العوامل الاجتماعية فتبرز في سلوك المستهلكين وتفضيلاتهم، إضافة إلى التقارب الثقافي والمعتقدات الدينية للدولة المستقطبة (دريد محمود السامري، 2006، ص. 83)، حيث تساهم هذه العناصر في سهولة التواصل والاتصال بالمستهلكين.

2. الاستثمار الأجنبي غير المباشر أو الاستثمار المحفزي.

وهو الاستثمار الذي "يشمل كل التوظيفات المالية في السندات والأسهم المملوكة من قبل الأجانب بهدف تحقيق الأرباح وتوظيف رأس المال. أي امتلاك الأوراق المالية من أسهم وسندات، والتي يحتفظ بها المستثمر بهدف توزيع المخاطر وتحقيق مزيج من الاستثمار يحقق له أرباح قصيرة أو طويلة الأجل إذا توقع ارتفاع في القيمة على المدى الطويل" (نوزاد عبد الرحمن الهيثي، منجد عبد اللطيف الخشالي، 2007، ص.ص. 180-181).

ويمكن القول أن الاستثمار الأجنبي غير المباشر ذو طابع مالي، لا يصاحبه نقل لأصول مادية أو خبرات فنية أو تكنولوجية؛ ويكون دافع المستثمر في المحافظ المالية هو الحصول على الأرباح وتقليل المخاطر عن طريق تنويع الأوراق المالية، ويتم هذا النوع من الاستثمارات الأجنبية من خلال الأسواق المالية والمشاركين فيها (شركات، أفراد، مؤسسات التمويل كالبنوك وصناديق الاستثمار، وصناديق التقاعد وشركات التأمين).

وعموماً يتجه هذا المصدر للتمويل إلى البلدان التي تملك أسواقاً مالية متطورة نسبياً، وأجهزة وأدوات للوساطة المالية وأنظمة متحررة للاستثمار.

3. القروض الأجنبية:

القروض الخارجية تمثل التزامات خارجية على القطر المستفيد منها وتتجسد هذه الالتزامات بحتمية سدادها أو ما يسمى بحتمية الدين، والتي تتضمن مدفوعات أصل الدين ومدفوعات سعر الفائدة المستحقة ضمن آجال يحددها الطرفان المتعاقدان على القرض (عرفان تقي الحسني، 1999، ص.68)

4. المنح والإعانات:

تتكون الإعانات الأجنبية من منح لا ترد، لا تدخل في نطاق المديونية الخارجية العامة للدولة، والى قروض ميسرة واجبة السداد تدخل في نطاق المديونية الخارجية، وتتم وفقاً لقواعد وشروط أيسر من مثيلاتها في الأسواق المالية الدولية؛ حيث تقل أسعار الفائدة لهذه القروض الميسرة عن المعدلات العادية أو من حيث احتوائها على فترات سماح تكون عادة أطول، أو من حيث طول مدة السداد (سمير محمد عبد العزيز، 1998، ص.309).

ثالثاً: تصنيف أنظمة تمويل الاقتصاد.

يشكل النظام المالي جزءاً هاماً في النظام الاقتصادي، وتظهر أهميته بظهور مشكل التمويل الذي كان محل دراسة العديد من الاقتصاديين انطلاقاً من آدم سميث في كتابه الشهير ثروة الأمم (1776). وهو يضم العمليات التي يتم من خلالها اتخاذ وتنفيذ القرارات المالية، ويتضمن ثلاثة عناصر أساسية هي المؤسسات المالية الأسواق المالية والأدوات المالية (Jean-francois goux, 2011, P.93) لكل عنصر منها دور في تسهيل عملية انتقال الموارد بين الوحدات الاقتصادية، من خلال تجميع المدخرات الفائضة عن احتياجات أصحابها وتوجيهها لتمويل مختلف الأنشطة والمشروعات. وهنا يمكن أن نميز بين شكلين أو نظامين تمويليين وهما اقتصاد الاستدانة و اقتصاديات الأسواق المالية (عبد الرزاق كبوط، عبد الرزاق بن الزاوي، 2006، ص. 2).

1. اقتصاد الاستدانة "Economie d'endettement": يتميز اقتصاد الاستدانة بسيطرة التمويل غير المباشر، الذي يسند للنظام البنكي فيه المسؤولية الأولى في تمويل الاقتصاد، حيث يعتمد فيه المتعاملين غير

الماليين على القروض التي يحصلون عليها من البنوك لتشغيل استثماراتهم وأنشطتهم المختلفة (عبد الرزاق كبوط، عبد الرزاق بن الزاوي، 2006، ص. 2).

كما يتميز اقتصاد الاستدانة بشكلين من المديونية: مديونية المؤسسات اتجاه البنوك ومديونية البنوك اتجاه اتجاه البنك المركزي (Sylvie Lecarpentier-Moyal, 2011, P. 277). ولعل أهم ما يميز النظام في ظل اقتصاد الاستدانة هي ظاهرة الكبح المالي التي تعبر عن المستوى المرتفع نسبيا للقيود الرسمية على القطاع المالي والبنكي.

2. اقتصاديات السوق المالي "Economie du marché financière": وهو النظام الذي يعتمد فيه المتعاملين غير الماليين في تمويلهم لتلبية احتياجاتهم المختلفة الاستثمارية أو الاستغلالية، على إصدار الأصول المالية في أسواق المال (عبد الرزاق كبوط، عبد الرزاق بن الزاوي، 2006، ص. 3)، التي شهدت انطلاقا من ثمانينيات القرن العشرين، تطورا كبيرا وتوسعا فيما يتعلق بأسواق الأسهم وأسواق السندات، وخاصة المشتقات المالية التي ظهرت مع حاجة الأعوان الاقتصادية إلى التغطية ضد تصاعد الأخطار المرتبطة بعدم استقرار أسعار الصرف وأسعار الفائدة. إلى جانب ظهور فاعلين جدد كالأسواق الناشئة والمستثمرين المؤسسيين وصناديق المعاشات (Jean-luc, & Autre, 2000, P.51). ولعل ما يميز اقتصاد الأسواق المالية ظاهرة التحرير المالي وتقلص دور الوساطة في التمويل، بالإضافة إلى تراجع دور السياسة النقدية، حيث تظهر النظرية الاقتصادية أن هدف التحرير الكامل لحركة رؤوس الأموال لا يمكن أن يتحقق في نفس الوقت مع ثبات سعر الصرف واستقلالية السياسة النقدية (جاك أدا، 1998، ص. 124). وهناك العديد من المعايير للتمييز بين اقتصاد سوق رأس المال واقتصاد الاستدانة: (Jean-francois goux, 2011, P.P. 142-148)

- **المعيار الأول:** يتعلق بنمط تمويل الاقتصاد، ففي اقتصاد السوق يتم التوفيق بين قدرات التمويل وحاجيات التمويل من خلال سوق المال (تمويل مباشر). أما في اقتصاد المديونية فيسيطر التمويل غير المباشر الذي يوفره الوسطاء الماليون (مصرفيون أو غير المصرفيون)؛

- **المعيار الثاني:** يتعلق بطريقة تحديد سعر الفائدة، ففي اقتصاد سوق رأس المال، يكون معدل الفائدة مرنا ويتحدد بحرية في إطار سوق تنافسي، أو من طرف للمؤسسات المالية المهيمنة في السوق. أما في اقتصاد الاستدانة فإن معدل الفائدة ثابت تقريبا، ويتم تحديده بطريقة إدارية من طرف السلطة النقدية؛

- **المعيار الثالث:** في اقتصاد المديونية يكون الوسطاء الماليون المصرفيون مدينون بشكل هيكلي للبنك المركزي، الذي يعتبر بمثابة مقرض ملاذ أخير مقيد (المقرض النهائي). فالحصول على الأموال يتم من خلال القروض التي تمنحها البنوك، وإعادة التمويل تتم من طرف البنك المركزي من خلال عملية إعادة الخصم أو من خلال التدخل في سوق ما بين البنوك. أما في سوق رأس المال، فإن البنك المركزي يعتبر مقرض ملاذ أخير غير مقيد، أي أنه لا يتدخل إلا إذا كانت استدامة النظام المصرفي مهددة.

- المعيار الرابع: يتعلق بالدور الذي تلعبه الحكومة ضمن النظام المالي، بإعطاء الأولوية سواء للرقابة والتحكم في المجاميع النقدية، الرقابة على عملية خلق النقود، التنظيم الوقائي (التحوطي) للنظام المالي، تعزيز اللوائح الخاصة ببعض أنواع المؤسسات...، أو أنها تتدخل كأى متعامل اقتصادي في الأسواق، أو بشكل إداري.

في الأخير، تجدر الإشارة إلى أن البعض يرى أن الفصل بين النظام المالي القائم على الائتمان والنظام القائم على سوق رأس المال غير مفيد. فالابتكارات المالية أدت إلى مزج الاثنين في نظام مالي هجين (un système hybride). حيث وضعت الطفرة المالية الحالية عدة روابط تكاملية بين نشاط البنوك والأسواق المالية لتصبح بذلك أقل انفصالاً.

المحور الثاني: تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية إلى ماليزيا

استطاعت ماليزيا الحصول على مركزٍ مرموقٍ على مستوى العالم، وتعتبر من الدول النامية التي حققت تطوراً اقتصادياً في فترة زمنية وجيزة. فقد تحولت إلى قوة صناعية وتجارية إقليمية ودولية بعد أن كانت دولة زراعية محدودة الموارد. ويعود سبب هذا التحول السريع إلى جملة من العوامل من أبرزها استفادتها من التمويل الأجنبي.

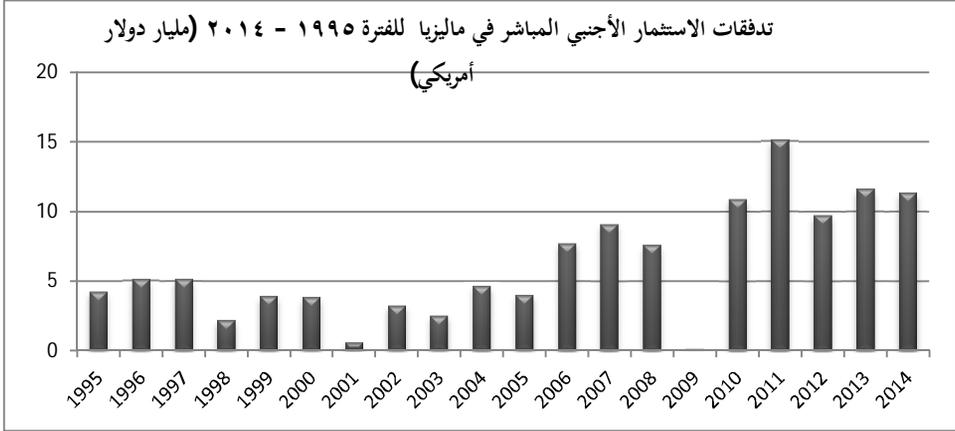
لقد مثّلت تدفقات رأس المال مصدراً هاماً للاستثمار بالنسبة لماليزيا، لكن، وكما هو معروف، أن هذه التدفقات متذبذبة ومتقلبة بل وخطرة أيضاً، خاصة الاستثمارات المحفّضية على عكس الاستثمار الأجنبي المباشر الذي كان أكثر استقراراً وأقل عرضة للتقلب.

أولاً، تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر:

قامت ماليزيا بتشجيع الاستثمار الأجنبي المباشر باعتباره وسيلة هامة لتعزيز النمو الاقتصادي، واستطاعت جذب قدر منه. ومن بين العوامل التي ساعدتها في ذلك، توفر الاستقرار السياسي فيها، والبيئة الاقتصادية المواتية، التي خلقت مناخاً جاذباً لرأس المال الأجنبي، فقد عمل صناع السياسة في ماليزيا على الحفاظ على نمو الاستثمار وتخفيف تقلباته والحفاظ على المناخ الملائم لاستقطابه. وتعتبر إجراءات التحرير الاقتصادي التي باشرتتها ماليزيا عاملاً مهماً في تفسير النمو الملحوظ في حجم الاستثمار الأجنبي المستقطب (Thamir M Salih, p. 16).

الشكل رقم 1:

تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر في ماليزيا للفترة 1995 - 2014 (مليار دولار أمريكي)



المصدر: تم إعداده بالاعتماد على:

-World Bank, <http://databank.worldbank.org/data/views/reports/tableview.aspx>.-Malaysia, Ministry of Finance, Economic Report 2014/2015, MALAYSIA: KEY ECONOMIC INDICATORS, Available on the site : http://www.treasury.gov.my/index.php?option=com_content&view=category&id=262&Itemid=2478&lang=en.

كان حجم الاستثمار الأجنبي المباشر مستقرا في السنوات التي سبقت الأزمة المالية الآسيوية 1997، والتي أثرت سلبا عليه إذ سجل تراجع ملحوظا في سنة 1998، حيث انخفض من 5.13 مليار دولار في عام 1997 إلى 2.16 مليار دولار في عام 1998 (انكماش بنسبة 57.89%)، لكن سرعان ما ارتفعت تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر في السنة الموالية نتيجة قيام البنك المركزي الماليزي بإصدار حزمة من التدابير لعبت دورا في تحقيق نمو تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية. واستمر كذلك إلى غاية عام 2001، أين عرف انخفاضا نتيجة تضافر عدة أسباب منها ركود التجارة العالمية، والأزمة الناتجة عن المضاربة في الأسهم والسندات المستثمرة في قطاع الإنترنت (فقاعة الدوت كوم) * والتي كان لها

* نتيجة التوسع الكبير في شبكة الإنترنت وتكنولوجيا المعلومات والاتصالات شهدت الشركات العاملة في هذه القطاعات في غضون سنوات قليلة نموا كبيرا خاصة منذ سنة 1995، إذ حققت مؤشرات مالية جيدة، على إثر ارتفاع أسهم هذه الشركات عدة مرات أكبر من قيمتها الفعلية، فنتيجة قيام هذه الشركات بالاقتراف من المستثمرين وطرح أسهمها للاكتتاب العام حققت أرباح طائلة بسرعة كبيرة نتج عنها تشكل فقاعة في عام 2000، سميت فقاعة الدوت كوم، والتي أثرت بشكل كبير على البورصات العالمية كما أدت إلى حالة من الركود الاقتصادي ليس فقط في قطاع الدوت كوم ولكن في جميع قطاعات الاقتصاد في جميع أنحاء العالم.
انظر:

انعكاس على جميع فئات الأصول بما فيها الاستثمار الأجنبي المباشر، فخلال هذه السنة كان الاستثمار الأجنبي المباشر المتدفق إلى ماليزيا منحصرا في الاستثمارات ذات القيمة المضافة العالية في قطاع الخدمات. إضافة إلى سبب آخر يتمثل في المنافسة المتزايدة على الاستثمار الأجنبي المباشر في المنطقة من قبل اقتصاديات الدول الناشئة، وخاصة الصين والهند (Bank Negara Malaysia, 2009, p.36).

لقد عادت تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر للارتفاع مرة أخرى قبل أن تتعرض لأكبر صدمة بانخفاضها الحاد سنة 2009 في ذروة الأزمة المالية العالمية، حيث بلغ معدل الانخفاض في الاستثمار الأجنبي المباشر أكثر من 80% مقارنة بعام 2008، ويمكن القول أن ماليزيا تضررت بسبب أزمة 2008 أكثر من تضررها بسبب أزمة 1998 (Mohammed Yusuf, 2012, p.12).

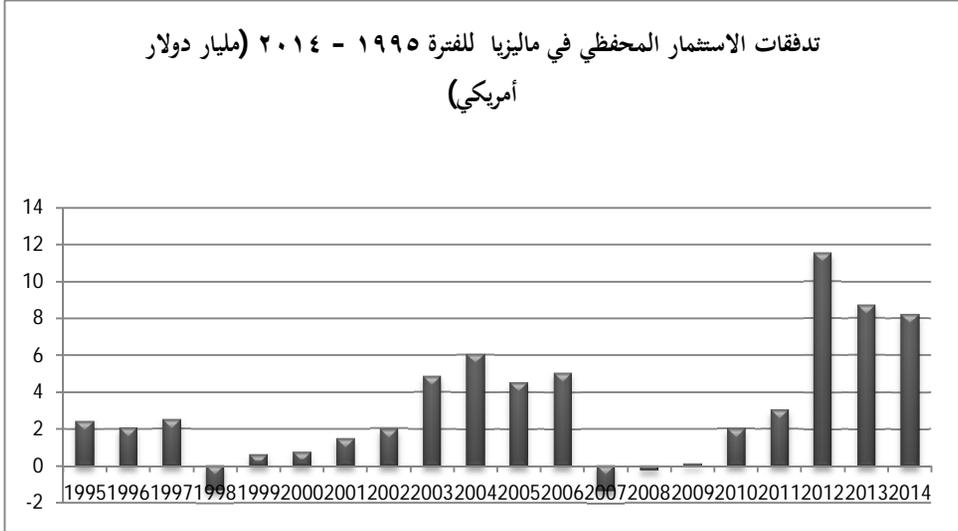
وفي سنة 2010 قامت الحكومة الماليزية بإطلاق سلسلة من المبادرات، منها برنامج التحول الاقتصادي ETP (Economic Transformation Program)، والذي هدف إلى التركيز على تدابير السياسة العامة لتحسين القدرة التنافسية والاستثمار في 12 منطقة اقتصادية رئيسية في ماليزيا لتسريع النمو الاقتصادي وتجاوز آثار أزمة 2008. لقد قامت الحكومة الماليزية من خلال هذا البرنامج بتشجيع الاستثمار الأجنبي والمحلي في قطاعات محددة منها: الكهرباء والالكترونيات، الأجهزة الطبية، معدات النفط والغاز، كما استهدفت أيضا النمو في من عدد القطاعات الخدمية كالنقل مثلا، فكانت النتيجة إنشاء مشاريع استثمارية ضخمة وخاصة سنة 2011، وهو ما ساهم في الارتفاع الكبير للاستثمار الأجنبي المباشر في ماليزيا في هذه السنة (Clayton Hays, p. 1).

ثانيا، تدفقات الاستثمارات المحفظية:

تحولت ماليزيا مع مطلع التسعينيات إلى قِلة للتدفقات المحفظية وساهم في ذلك عدة عوامل منها الإصلاحات المعتمدة وسياسات التحرير المالي المنتهجة والطفرة الاقتصادية التي حققتها خلال هذه الفترة، وهذا ما انعكس على ثقة المستثمرين فيها، لكن ذلك لم يدم طويلا نتيجة الاضطرابات في الأسواق المالية التي اندلعت في النصف الثاني من عام 1997، والتي أدت إلى انخفاض حاد لهذه التدفقات في ماليزيا، وهذا ما يظهر جليا من خلال الشكل الموالي:

الشكل رقم 2:

تدفقات الاستثمار المحفظي في ماليزيا للفترة 1995 - 2014 (مليار دولار أمريكي)



المصدر: تم إعداده بالاعتماد على:

- <http://www.indexmundi.com/facts/malaysia/portfolio-investment>.

- Ministry of Finance. Economic Report 2014/2015. MALAYSIA : KEY ECONOMIC INDICATORS.

تميزت الفترة التي سبقت الأزمة باستقرار نسبي في حجم تدفقات المحافظ الأجنبية إلى غاية سنة 1997 أين عرفت تدفقا عكسيا قدره 0.31 مليار دولار أمريكي بسبب هجمات المضاربة الشديدة على العملة الماليزية مع انطلاق الأزمة الآسيوية (Jarita Duasa and Salina H. Kassim, 2009, p. 111). وعاودت هذه التدفقات الارتفاع في السنوات التي تلت الأزمة نتيجة التغيرات في الظروف الاقتصادية المحلية لماليزيا مع انتعاش النشاط الاقتصادي وتسجيل نمو إيجابي قدر بـ 6.1% في عام 1999، وكذلك الإجراءات التي تبنتها ماليزيا استجابة لمواجهة الأزمة، منها خفض التدرجي لتدابير الرقابة على الصرف التي باشرتها مع نهاية سنة 1998، (Ahmad Razi, Ahmad Mohd. Ripin and Mohd. Nozlan, 2012, p. 348) والقواعد التي أقرها البنك المركزي لماليزيا خاصة تلك التي صدرت في 21 سبتمبر 1999 التي تم من خلالها استبدال الضريبة على إعادة تحويل رؤوس الأموال المحفظية والتي كانت تقدر بنسبة 75% إلى ضريبة بنسبة 10% وهو ما أدى إلى استقرار السوق المالية الماليزية فيما بعد. (Clayton Hays, p. 27) لقد ظلّ الانقلاب السمة المميزة للتدفقات المحفظية بعد الأزمة الآسيوية، إلى أن سجلت أكبر تدفق عكسي لها خلال فترة الدراسة وذلك سنة 2007، حيث بلغ إجمالي التدفقات المحفظية الخارجة 1.35 مليار دولار

أمريكي، وهذا راجع إلى سببين الأول حالة عدم اليقين في السوق العالمي في أعقاب مشكلة الرهن العقاري التي بدأت تظهر في الولايات المتحدة في أوت 2007، والثاني تقليص المديونية الضخمة من قبل المؤسسات المالية الأجنبية في أعقاب الأزمة المالية العالمية والتي أدت على نطاق واسع إلى تصفية صناديق الاستثمار في المحفظة من قبل المستثمرين الدوليين (Bank Negara Malaysia, 2009, p.p. 39-40). واستمر التدفق العكسي سنة 2008. وشهدت سنة 2012 تدفقات محفظية كبيرة عكست التطورات العالمية والإقليمية التي اتسمت باضطراب الأسواق المالية والذي نشأ أساسا من المخاوف المالية في الولايات المتحدة، التطورات في أوروبا، مستويات الديون في اليابان واعتدال النمو في اقتصاديات الأسواق الناشئة، إضافة إلى تأثير أسعار الفائدة المنخفضة في الاقتصاديات المتقدمة، وهذا ما عزز اتجاه التدفقات المحفظية نحو ماليزيا، بدعم من التقاء عوامل الجذب الإيجابية والأسس القوية للقطاع المالي الماليزي وانخفاض العجز في الميزانية الحكومية وسط توقعات النمو الإيجابية لماليزيا وتوقع استمرار انخفاض أسعار الفائدة في الاقتصاديات المتقدمة، وأعلن بنك نيغارا ماليزيا أن هذه التدفقات الضخمة مثلت تحدي للسياسة النقدية في ماليزيا، ولقد استطاع النظام المالي تسييره لهذه التدفقات دون إحداث تشوهات في الأسواق المالية المحلية والأوضاع النقدية، وساهم ذلك في تعميق وزيادة مرونة النظام المالي الماليزي. (

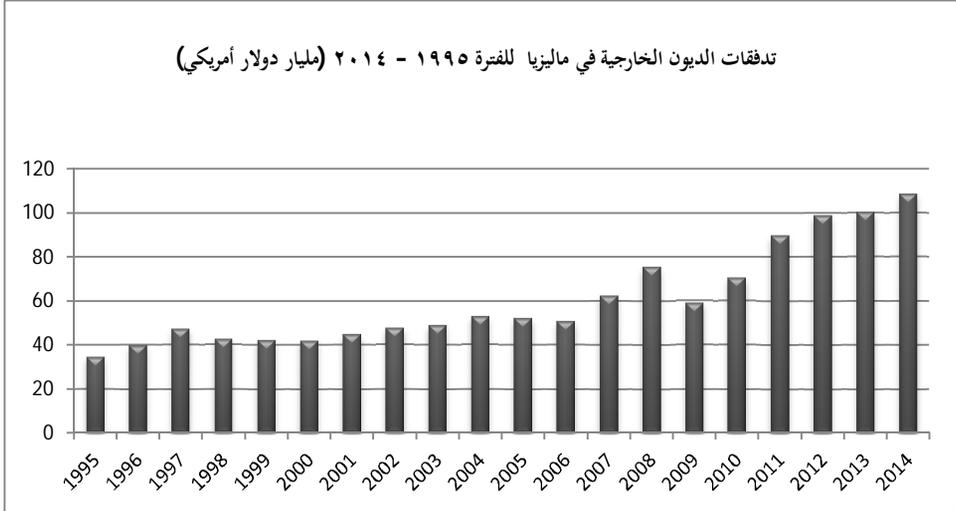
Bank Negara Malaysia, 2013,)

ثالثا، تدفقات الديون الخارجية:

وتتمثل في تدفقات القروض الخارجية للقطاعات الرسمية والخاصة، بالإضافة إلى ودائع المؤسسات المصرفية وكذلك تدفقات الائتمان التجاري، وقد سجلت هذه التدفقات ارتفاعا مستمرا على مدى فترة الدراسة، تخللها انخفاض ملحوظ لها نتيجة سداد القروض الخارجية من قبل كل من القطاعات الرسمية والخاصة أو نتيجة تقليص المديونية من قبل المؤسسات المالية الأجنبية في أعقاب الأزمات الماليتين الآسيوية 1998 وأزمة الرهن العقاري 2008، اللتين أثرتا على وضع الودائع في الخارج والقروض بين البنوك، حيث تستجيب تدفقات القطاع المصرفي لتحركات أسعار الفائدة والسيولة (40 Bank Negara Malaysia, 2009, p.) ، وعرفت تدفقات الدين الخارجي (الدين الخارجي قصير الأجل تحديدا) زيادة قوية بعد الأزمة العالمية، حيث ارتفع بشكل كبير وخاصة منذ سنة 2010 وذلك بسبب نشاط القطاع المصرفي، وزيادة الأصول الخارجية قصيرة الأجل المغطاة بالاحتياطيات الأجنبية. كما ارتفع صافي تدفقات الديون في هذه الفترة بسبب ارتفاع إجمالي الدين الحكومي، نتيجة تراجع النمو الحقيقي وانخفاض أسعار النفط (International Monetary Fund, 2014, p.p. 53; 56)

الشكل رقم 3:

تدفقات الديون الخارجية في ماليزيا للفترة 1995 - 2014 (مليار دولار أمريكي)



المصدر: تم إعداده بالاعتماد على:

-World Bank, <http://databank.worldbank.org/data/views/reports/tableview.aspx>.

-<http://mecometer.com/whats/malaysia/total-external-debt>.

-Bank Negara Malaysia, <http://www.bnm.gov.my/files/publication/msb/2014/11/xls/3.7.xls>

-Ministry of Finance. Economic Report 2014/2015. MALAYSIA : KEY ECONOMIC INDICATORS

رابعاً، معدل نمو "GDP" الحقيقي في ماليزيا:

نما الاقتصاد الماليزي بخطى ثابتة منذ نهاية سبعينيات القرن العشرين، ويعزى هذا النمو إلى برامج الحكومة الماليزية التي سعت جاهدة إلى تحسين المركز الاقتصادي للدولة، من خلال إعطاء الأولوية للاستثمارات وتنويع قاعدة الصادرات السلعية، وتطوير الأسواق المالية، فقد سجلت ماليزيا معدل نمو "GDP" الحقيقي تجاوز 7% سنويا خلال الفترة (1967- 1997) (www.worldbank.org/en/country/malaysia/overview). إلى أن واجهت الأزمة الآسيوية التي أثرت على معظم الدول الآسيوية بما فيها ماليزيا التي سجلت سنة 1997 انخفاضا في معدل نمو "GDP" الحقيقي من 7.3% إلى -7.4%.

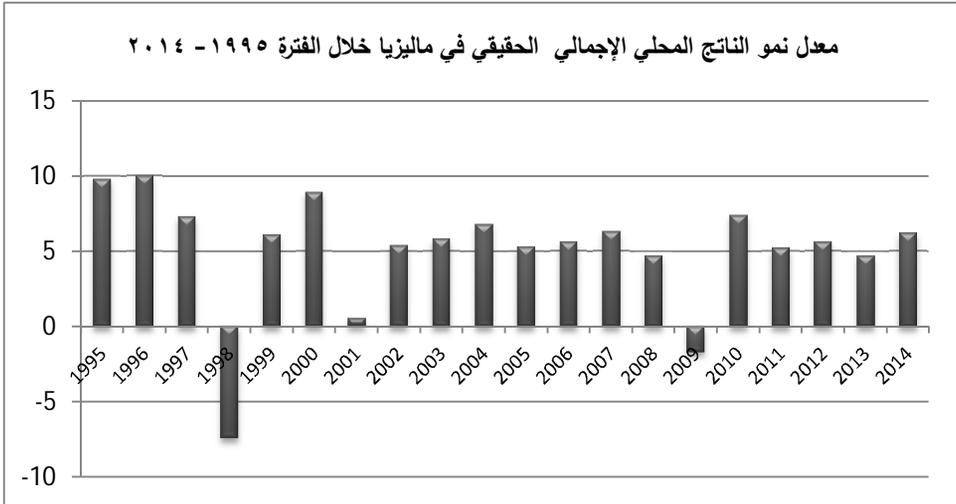
سرعان ما تداركت ماليزيا الوضع وواصلت مسارها السابق، فقد أدت خطة الإنعاش الاقتصادي التي وضعت في أوت 1998 لمعالجة آثار الأزمة الآسيوية إلى ارتفاع معدل نمو "GDP" الحقيقي خلال الفترة

(1999-2000)، وفي سنة 2001 وبسبب انهيار فقاعة الدوت كوم والانخفاض الحاد في الاستثمار الأجنبي المباشر انخفض معدل النمو إلى 0.5% بعد أن كان يقدر بـ 8.3% سنة 2000. ليعرف انتكاسة أخرى سنة 2009 بسبب تداعيات أزمة الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية، ومرد ذلك الاعتماد الكبير لماليزيا على الولايات المتحدة باعتبارها من أهم الشركاء التجاريين لها (Vinothiny (Subramaniam, and Others).

وقد ساهم تباطؤ النمو الاقتصادي في الدول المتقدمة وتوسع الصادرات السلعية لماليزيا، وخاصة صادراتها من المواد الطبيعية مثل المطاط والنخيل في الرفع من الناتج المحلي الإجمالي لماليزيا ومعدل النمو الحقيقي منذ عام 2010 (Andrew Kim, and Others, 2014, p. 13). ويؤكد الشكل رقم 4، وجود صلة قوية بين معدل نمو "GDP" الحقيقي والأزمات المالية.

الشكل رقم 4:

معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي في ماليزيا خلال الفترة (1995 - 2014)



المصدر: تم إعداده بالاعتماد على:

-World Bank, <http://databank.worldbank.org/data/views/reports/tableview.aspx>.

-Ministry of Finance. Economic Report 2014/2015. MALAYSIA : KEY ECONOMIC INDICATORS

المحور الثالث: قياس العلاقة بين التدفقات الرأسمالية الأجنبية ومعدل نمو "GDP" الحقيقي في ماليزيا. يتم في هذا الجزء إجراء دراسية قياسية من أجل تحديد إن كان للتدفقات الرأسمالية الأجنبية أثر إيجابي على معدل نمو (GDP) الحقيقي في ماليزيا خلال الفترة (1995 - 2014)، وذلك بالاعتماد على أسلوب الانحدار الخطي المتعدد واستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية (Ordinary Least Squares)، والاستعانة بالبرمجة الإحصائية "Eviews 8". ويتم دراسة النموذج تحت الفرضيات التالية:

1- وجود علاقة خطية بين المتغير التابع Y والمتغيرات المستقلة $x_1, x_2 \dots x_k$

2 - المتغيرة العشوائية U_i تخضع للتوزيع الطبيعي والتوقع الرياضي للمتغيرة العشوائية معدوم، أي:

$$E(u_i) = 0 \quad i=1, \dots, n$$

3- ثبات تباين المتغيرات العشوائية والتباين المشترك لها مساوي للصفري أي:

$$Cov(U) = E(UU') = \sigma^2 I_n \quad / \quad Var(U_i) = E(U_i)^2 = \sigma^2_u$$

4- استقلالية حد الخطأ عن جميع قيم المتغيرات المستقلة، أي أن التباين المشترك لحد الخطأ U_i وكل

متغير من المتغيرات المستقلة في معادلة الانحدار يساوي الصفري، أي: $Cov(u_i, x_{it}) = 0$

5- يجب أن يكون عدد المعلمات المطلوب تقديرها أقل من عدد المشاهدات، ولا توجد علاقة خطية بين المتغيرات المستقلة.

1- متغيرات النموذج

المتغير التابع: والمراد تفسير سلوكه من خلال النموذج، هو معدل نمو (GDP) الحقيقي.

المتغيرات المفسرة: وهي:

- Foreign Direct Investment Flows (FDI) تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر
- Portfolio Investment Flow (PI) تدفقات الاستثمارات المحفظية
- Debt Flows External (ED) تدفقات الديون الخارجية

وعليه يمكن التعبير عن المتغير التابع المعبر عن الظاهرة محل الدراسة والمتغيرات المفسرة بالصيغة

$$GDP = F(FDI, PI, ED) \quad \text{الرياضية التالية:}$$

ولقد تم استخدام الصيغة اللوغاريتمية لتلافي وجود مشاكل قياسية محتملة وعليه تصبح الصيغة الرياضية

$$GDP = F(LFDI, LPI, LED) \quad \text{كالتالي:}$$

بعد تحديد المتغيرات التابعة والمتغيرات المفسرة، فإن الشكل الرياضي للمعادلة السلوكية التي يمثلها النموذج تأخذ الصيغة التالية:

$$LGDP_t = \alpha_1 + \alpha_2 LFDI_t + \alpha_3 LPI_t + \alpha_4 LED_t + U_t$$

حيث: α_1 : معامل التقاطع، وهي قيمة المتغير التابع إذا كانت قيمة كل المتغيرات المستقلة تساوي الصفر، وتعكس تأثير جميع المتغيرات التفسيرية التي لم تؤخذ بعين الاعتبار في الدالة، كدور الصادرات السلعية والخدمية مثلاً، أو الاستثمار المحلي.

α_2 : تمثل مقدار التغير في معدل نمو (GDP) الحقيقي نتيجة تغير تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر، وحسب القاعدة النظرية تكون إشارتها موجبة.

α_3 : تمثل مقدار التغير في معدل نمو (GDP) الحقيقي نتيجة تغير تدفقات الاستثمار المحفظي، وحسب القاعدة النظرية فهي الأخرى يجب تكون إشارتها موجبة.

α_4 : تمثل مقدار التغير في معدل نمو (GDP) الحقيقي نتيجة تغير تدفقات الديون، وحسب القاعدة النظرية تكون إشارتها سالبة نتيجة الأثر السلبي للديون على GDP.

U_t : تمثل الخطأ العشوائي.

- تقدير معاملات المعادلة السلوكية لمعدل "GDP" الحقيقي: تتم عملية تقدير معاملات المعادلة السلوكية لمعدل نمو (GDP) الحقيقي للفترة (1995-2014) بواسطة البرمجية الآلية "Eviews 8"، ومن خلال تطبيق طريقة المربعات الصغرى العادية التي أعطت النتائج التالية:

Dependent Variable: LGDP
Method: Least Squares
Date: 07/07/15 Time: 10:53
Sample: 1995 2014
Included observations: 16

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LFDI	1.015464	0.148264	6.849035	0.0000
LPI	0.114307	0.140591	0.813045	0.4320
LED	-1.730188	0.385690	-4.485953	0.0007
C	6.912182	1.351729	5.113584	0.0003
R-squared	0.799428	Mean dependent var		1.710669
Adjusted R-squared	0.749285	S.D. dependent var		0.680363
S.E. of regression	0.340667	Akaike info criterion		0.896498
Sum squared resid	1.392651	Schwarz criterion		1.089645
Log likelihood	-3.171981	Hannan-Quinn criter.		0.906388
F-statistic	15.94296	Durbin-Watson stat		2.259047
Prob(F-statistic)	0.000174			

وفقاً للجدول أعلاه كانت نتائج التقدير كما يلي

$$LGDP_t = 6,91 + 1.01 LFDI_t + 0.11 LPI_t - 1.73 LED_t$$

$$T = (5.11) (6.84) (0.81) (-4,48)$$

$$Prop = (0,00) (0,00) (0,43) (0,00)$$

$$R^2 = 0.79$$

F= 15.94

Prop= 0.000

3- اختبار النموذج

أ- اختبار معامل التحديد: من خلال النتائج أعلاه نلاحظ أن معامل التحديد والذي يبين القدرة التفسيرية للنموذج، أي مساهمة المتغيرات المفسرة في تفسير التغيرات الحاصلة في المتغير التابع. يساوي 0.79 أي 79% من التغيرات الحاصلة في معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي سببها المتغيرات المفسرة المدرجة في النموذج.

ب- اختبار فيشر F: والذي يبين صحة الشكل الرياضي للنموذج، حيث أنه كلما كانت القيمة المحسوبة أكبر من القيمة الجدولية دل ذلك على معنوية معادلة الانحدار، أي سلامة المعادلة من مشكل تخصيص المعادلة Specification error. وتبعا للجدول الإحصائي الخاص بالتوزيع F وعند درجة حرية للبسط k-1=4-1=3 ودرجة حرية للمقام n-k= 20-4=16 وعند مستوى ثقة 95% نجد أن F= 3.24 في حين القيمة المحسوبة كانت 15.94 مما يعني سلامة المعادلة من مشكل تخصيص المعادلة، وهذا ما يؤكد الاحتمال والذي يساوي prob=0.00 أي أقل من 0.05.

ج- اختبار التعدد الخطي: يعني الامتداد الخطي وجود ارتباط خطي بين عدد من المتغيرات المفسرة في النموذج، ومن أجل اختبار سلامة النموذج نستخدم اختبار كلاين، ويكون مشكل الامتداد الخطي مطروحا إذا كانت الارتباطات الجزئية للمتغيرات المفسرة أكبر من معامل التحديد. ويوضح الجدول الموالي أن الارتباطات الداخلية كلها أقل من معامل التحديد، وهو ما يعني سلامة النموذج من مشكل الامتداد الخطي المتعدد.

	LFDI	LPI	LED
LFDI	1	0.7348879490145795	0.4099401469459761
LPI	0.7348879490145795	1	0.4751033634168625
LED	0.4099401469459761	0.4751033634168625	1

د- اختبار عدم ثبات التباين: تعني مشكلة عدم ثبات التباين تغير تباين الحد العشوائي مع تغير قيم المتغير التفسيري، مما يعني الإخلال بافتراض أساسي من افتراضات طريقة المربعات الصغرى العادية وهو ما يؤثر على عدم كفاءة المعلمات المقدر في التقدير والتنبؤ. ومن الاختبارات المستخدمة نجد اختبار Pagan & Breush، والذي يوضح من خلال الجدول أدناه عدم وجود علاقة بين الحد العشوائي والمتغيرات المفسرة المدرجة في النموذج، وهذا ما يؤكد الاحتمال prob والذي يفوق 0.05 في كل المتغيرات.

Heteroskedasticity Test: Breusch-Pagan-Godfrey

F-statistic	0.225639	Prob. F(3,12)	0.8767
Obs*R-squared	0.854361	Prob. Chi-Square(3)	0.8364
Scaled explained SS	0.452924	Prob. Chi-Square(3)	0.9291

Test Equation:

Dependent Variable: RESID^2

Method: Least Squares

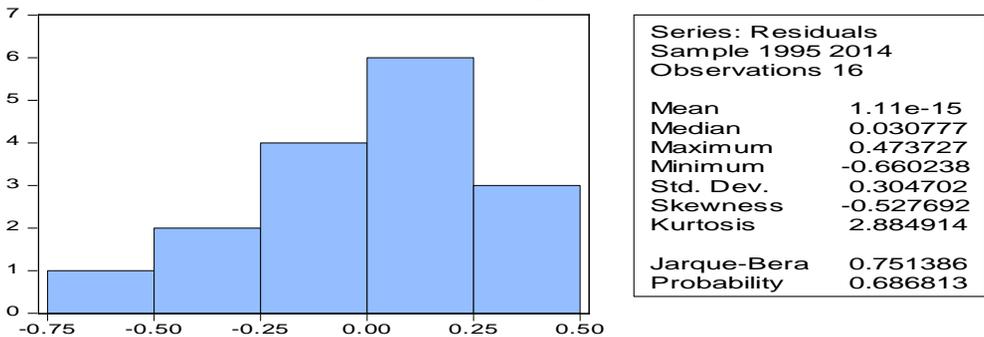
Date: 07/07/15 Time: 11:03

Sample: 1995 2014

Included observations: 16

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.104806	0.532697	0.196747	0.8473
LFDI	-0.040973	0.058429	-0.701248	0.4965
LPI	0.020563	0.055405	0.371143	0.7170
LED	0.006442	0.151995	0.042383	0.9669
R-squared	0.053398	Mean dependent var		0.087041
Adjusted R-squared	-0.183253	S.D. dependent var		0.123419
S.E. of regression	0.134252	Akaike info criterion		-0.965876
Sum squared resid	0.216284	Schwarz criterion		-0.772729
Log likelihood	11.72701	Hannan-Quinn criter.		-0.955985
F-statistic	0.225639	Durbin-Watson stat		1.941246
Prob(F-statistic)	0.876747			

هـ- اختبار التوزيع الطبيعي لبواقي النموذج: من أجل هذا الاختبار نستخدم اختبار Jarque-Bera حيث أن فرضية العدم لسلسلة البواقي لها توزيع طبيعي، ومن خلال النتائج نجد أن القيمة الاحتمالية 0.68 Prob=، وهو ما يعني أن سلسلة البواقي لها توزيع طبيعي كما هو موضح في الشكل التالي.



4- تقييم النموذج

من خلال الاختبارات السابقة تتأكد صلاحية النموذج من الناحية القياسية لتقدير علاقة معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي بالمتغيرات المدرجة. وعليه، نتوصل إلى تقييم النموذج بالشكل التالي:

- العلاقة بين معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي ومؤشر تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر طردية وهو ما يتوافق مع ما تقره النظرية الاقتصادية، كما أن المتغير FDI_t معنوي عند مستوى 5%، وهو ما يعني أنه يفسر جزء من التغير الحاصل في معدل (GDP) الحقيقي في ماليزيا خلال الفترة (1995-2014).

- إن التأثير السلبي بالنسبة لمؤشر المديونية الخارجية على علاقة معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي يتفق مع ما تقضي به النظرية الاقتصادية، وتبين النتائج أن المتغير ED_t معنوي وسلبى عند مستوى 5%، وهذا معناه أن معدل (GDP) الحقيقي في ماليزيا يتأثر سلبا بتدفقات الديون الخارجية خلال فترة الدراسة.

- المتغير PI_t عند مستوى 5%، غير معنوي أي ليس لها دلالة إحصائية، وهذا معناه أن معدل (GDP) الحقيقي لا يتأثر بتدفقات الاستثمارات المحفظية، ولعل تفسير هذه النتيجة هو أن الاستثمارات المحفظية لها علاقة بسياسة الانفتاح المالي وتحرير حساب رأس المال والتي تؤثر بشكل واضح على متغيرات الاقتصاد المالي مثل سعر الصرف والاحتياطي الأجنبي، في حين أن (GDP) الحقيقي يتأثر بمتغيرات الاقتصاد الحقيقي مثل الاستهلاك والاستثمار.

وبناءً عليه، فإن النتائج السابقة تبين أن معدل نمو (GDP) الحقيقي يتأثر بالتدفقات الرأسمالية الأجنبية وتحديدًا بتدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر، وتدفقات المديونية الخارجية، وتؤكد النتائج أن هذين المتغيرين لهما معنوية إحصائية بمستوى ثقة 95% في تفسير التغيرات الحاصلة في معدل نمو (GDP) الحقيقي في ماليزيا خلال الفترة (1995-2014)، وهذا ما ينفي صدق الفرضية الرئيسية لهذه الدراسة.

الخلاصة:

استطاعت ماليزيا في فترة زمنية وجيزة الخروج من قائمة الدول النامية واللاحق يركب الدول المتقدمة، وساعدها في ذلك عدة عوامل منها السياسات الاقتصادية التي تبنتها، وخاصة تلك المتعلقة بدعم وتشجيع تدفق رؤوس الأموال الأجنبية وتوفير البيئة الاستثمارية الملائمة لها. وفي سبيل ذلك قامت بتبني عدة إجراءات سعت من خلالها إلى تخفيف القيود على تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية والغاء الحواجز المعيقة لانسيابها كالإعفاءات من الضرائب والرسوم وإقامة المناطق الحرة. وذلك في ظل الاعتقاد السائد بأن هذه التدفقات تعزز إنتاجية البلدان المضيفة وتعزز التنمية وتنشط الاستثمار المحلي.

ومن خلال اختبار العلاقة بين تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية وواحد من أهم المتغيرات نمو (GDP) الحقيقي، وعلاقة عكسية بين مؤشر المديونية الخارجية ومؤشر معدل نمو (GDP) الحقيقي، أما مؤشر تدفقات الاستثمارات المحفظية فقد أظهرت النتائج بأنه غير معنوي، أي أن معدل (GDP) الحقيقي لا يتأثر بتدفقات الاستثمارات المحفظية، ولعل تفسير هذه النتيجة يكمن في أن الاستثمارات المحفظية لها صلة بمتغيرات الاقتصاد المالي عكس معدل (GDP) الحقيقي الذي يتأثر بمتغيرات الاقتصاد الحقيقي.

قائمة المراجع:

1. طفاح، أحمد، التدفقات المالية: تعريفها أشكالها وخواصها، المعهد العربي للتخطيط، على الموقع الإلكتروني:
-www.arab-api.org/images/training/.../31_C23-1.pdf
2. أدا، جاك. (1998). عولمة الاقتصاد من التشكل إلى المشكلات. ترجمة مطانيوس حبيب، لبنان: دار طلاس للترجمة والنشر.
3. السامري، دريد محمود. (2006). الاستثمار الأجنبي المعوقات والضمانات القانونية. بيروت: مركز دراسات الوحدة العربية.
4. عبد العزيز، سمير محمد. (1999). التمويل العام المدخل الإداخي والضريبي، المدخل الإسلامي، المدخل الدولي. ط2. الإسكندرية: مكتبة الإشعاع الفنية.
5. كبوط، عبد الرزاق، وبن الزاوي، عبد الرزاق. (2006) " أثر التمويل الدولي على الاقتصاديات النامية "، الملتقى الدولي حول: "سياسات التمويل وأثرها على الاقتصاديات والمؤسسات دراسة حالة الجزائر والدول النامية". جامعة محمد خيضر - بسكرة.
6. أبو قحف، عبد السلام. (1998). مقدمة في إدارة الأعمال الدولية، ط 4، القاهرة: مكتبة الإشعاع للطباعة والنشر والتوزيع.
7. الحسني، عرفان تقي. (1999). التمويل الدولي. عمان: دار مجدلاوي للنشر.
8. الهيثي، نوزاد عبد الرحمن، والخشالي، منجد عبد اللطيف. (2007). مقدمة في المالية الدولية. عمان: دار المناهج للنشر والتوزيع.
9. عجام، هيثم. (2008). التمويل الدولي . عمان: دار زهران للنشر.
10. Razi, Ahmad, Mohd, Ahmad. Ripin and Mohd. Nozlan, (2012) "Managing Short-Term Capital Flows–Do We Have The Right Framework? Drawing Lessons From Malaysia’s Experience", **SEACEN Research and Training Centre**, Kuala Lumpur, .
11. Andrew, Kim, and Others. (2014). "Economic Policy in Malaysia: Paths to Growth", **Woodrow Wilson School of Public and International Affairs**, United States.
12. Bank Negara Malaysia, Annual Report 2009, Economic Developments in 2009.

13. Bank Negara Malaysia.(20 March 2013). Intermediation Of Short-term Portfolio Flows Supports Financial Market Resilience, Kuala Lumpur
14. <http://www.worldbank.org/en/country/malaysia/overview>.
15. International Monetary Fund, IMF Country Report No, 14/80, MALAYSIA, March 2014.
16. Jarita Duasa and Salina H. Kassim.(Summer 2009). "Foreign Portfolio Investment and Economic Growth in Malaysia", *The Pakistan Development Review*,.
17. Jean-francois goux, macroéconomie monétaire et financière, théories, institution, politiques, 6^e édition, economica, paris, 2011)
18. Jean-luc, & Autre.(2000). Economie Monétaire et Financière, Ed,Bréal, Paris, 2000.
19. Mohammed Yusuf, " Foreign Direct Investment in Developing countries An overview Syria, Egypt, Malaysia,Vietnam", Syria, 2012, p.12, available at: <http://iefpedia.com/arab/wp-content/uploads/2012/06/INTERNATIONAL-FINANCE-BANKING-SECTOR.pdf>
20. paul-jacques lehmann, le financement de l'économie, sewil, paris, 1998.
21. Sylvie Lecarpentier-Moyal.(2011).Pascal Gaudron, Economie Monétaire et Financier, 6^e édition, Ed . , Paris : Economica.
22. Thamer M Salih, Growth, Policymaking, Trade and Economic Development in Malaysia, p. 16, available at: <http://ageconsearch.umn.edu/bitstream/124437/2/2012AC%20Salih%20CP.pdf>.
23. Vinothiny Subramaniam, and Others, "The Relationships Between Capital Outflows and Real GDP Product of Malaysia" , available at:http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2121763
24. World Investment Report 2007, Transnational Corporations, Extractive Industries and Development.