

حركة رأس المال الأجنبي في ظل اختيار أنظمة الصرف في الدول الإفريقية -دراسة قياسية-

أ/ترقو محمد*

جامعة الشلف - الجزائر

Abstract:

This paper aims to test the extent of foreign capital mobility in African countries with respect to the nature of exchange rate regime's, so that applied the dilemma of Feldstien and Horioka model's on a sample of 27 African countries during the period 1990-2013 using the panel data models, The study concluded that the African countries direct to flotation regimes after the collapse of the Bretton Woods system, especially during the nineties with its focus on the managed flotation and the traditional arrangements of peg the exchange rate, in addition the lack mobility of foreign capital in these countries, whether in light of inclusion the nature of exchange rate regime practice or not taken into account.

Keywords: foreign capital, exchange rate regime, Feldstien - Horioka dilemma, panel data models, African countries.

مقدمة:

اهتمت مختلف المدارس الاقتصادية بدراسة وتحليل حركة رأس المال وأهمية انتقاله على المستوى الدولي، فبعد أن ركزت المدرسة الكلاسيكية على تراكم رأس المال على المستوى المحلي لتحقيق أهداف التنمية الاقتصادية، توجهت المدارس الحديثة إلى أهمية تبادل رأس المال بين الدول وتوظيفه في الخارج بهدف تعظيمه وتحقيق عوائد مالية من جهة وتحقيق مكاسب اقتصادية وسياسية من جهة أخرى.

تتطلب قدرة رأس المال على الحركة الدولية توفر مجموعة من الشروط، فهناك وجهة نظر تؤكد على أهمية الاستقرار الاقتصادي الكلي من خلال تحرير حركة رأس المال في المراحل المتأخرة من

* أستاذ بكلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي بالشلف، الجزائر، مايل

med.tergou@gmail.com

الإصلاح الاقتصادي، أما وجهة النظر المعاكسة تؤكد على ضرورة الإزالة المبكرة للقيود على رأس المال وترى بأن الانفتاح المالي للدولة عامل مساعد على نجاح سياسة الإصلاح الاقتصادي. إن وجهة النظر الوسيطة ترى بأن السماح لرأس المال بالانتقال دولياً يكون بالتوازي مع سياسات الإصلاح الاقتصادي الأخرى خاصة تلك المتعلقة بالإصلاح الخارجي كتحرير سعر الصرف والتحرير التجاري، فاختيار نظام الصرف وتحرير حركة رأس المال إجراءين هامين يتطلبان التدرج والتسلسل في عملية التحرير.

تركز بعض الدراسات في اختبار قدرة رأس المال على الحركة الدولية على درجة الارتباط بين معدل الادخار ومعدل الاستثمار المحليين، في حين ركزت دراسات أخرى على مبدأ إحلال العملة وأسعار الفائدة وحجم الطلب على الأصول المحلية والأجنبية، ومن أهم النماذج المفسرة لإمكانية حركة رأس المال على المستوى الدولي ما يسمى بمعضلة Horioka و Feldstien التي تدرس طبيعة العلاقة بين معدلي الادخار والاستثمار والمحليين.

أهمية الدراسة:

انصب تركيز مختلف الدراسات على اختبار قدرة حركة رأس المال سواء في الدول المتقدمة أو الدول النامية دون تقسيم هذه الأخيرة حسب الأقاليم الجغرافية من جهة أو الاختبار على أساس طبيعة نظام الصرف المتبع من جهة أخرى حيث تعتمد هذه الدراسة إلى اختبار مدى قدرة رأس المال على الحركة في الدول الإفريقية وعلى أساس طبيعة نظام الصرف المتبع بها.

أهداف الدراسة:

يهدف هذا البحث إلى تحليل أهمية حركة رأس المال على المستوى الدولي وفق معضلة "فلدشتاين وهوريوكا"، وتحليل طبيعة أنظمة الصرف على المستوى الدولي وفق التصنيفين الرسمي والواقعي، مع تحليل سلوك أنظمة الصرف في الدول الإفريقية وفق تصنيف صندوق النقد الدولي، إضافة إلى اختبار مدى قدرة رأس المال على الحركة وفق نظام الصرف المتبع باستخدام اختبار "فلدشتاين وهوريوكا".

مشكلة الدراسة:

تتميز الدول الإفريقية بمجاذبية كبيرة لرأس المال على المستوى الدولي نظراً للمزايا التي تتوفر عليها سواء الاقتصادية والجغرافية إلا أن قرار هذه الدول بتحرير رأس المال الأجنبي يمكن أن يؤدي إلى نتائج غير مرغوبة نظراً لإمكانية عدم قدرته على الانتقال من جهة أو تكاليف ومخاطر العملة الناجمة عن طبيعة نظام الصرف المتبع من جهة أخرى وعلى هذا الأساس يمكن طرح السؤال الجوهرى التالي:

- ما مدى إمكانية قدرة رأس المال الأجنبي على الانتقال إلى الدول الإفريقية وفقا لطبيعة نظام الصرف المتبع فيها؟

فرضية الدراسة:

- تنطلق الدراسة من فرضيتين أساسيتين مفادهما أن:
- هناك قدرة كبيرة لحركة رأس المال في الدول الإفريقية نظرا للطبيعة الاستثمارية الجاذبة والحاجة الكبيرة إلى التمويل الأجنبي.
 - عدم وجود أي اختلاف في انتقال رأس المال الأجنبي إلى الدول الإفريقية على أساس طبيعة نظام الصرف المتبع.

منهج الدراسة:

اعتمدت الدراسة على المنهج الاستنباطي في الجزء النظري من خلال وصف وتحليل حركة رأس المال وفق معضلة فلدشتاين وهوريوكا، إضافة إلى استخدام المنهج الاستقرائي في الجزء التطبيقي من خلال تقدير نموذج قدرة رأس المال على الحركة استنادا إلى طبيعة نظام الصرف المتبع.

حدود الدراسة:

تم إسقاط الدراسة على عينة مكونة 27 دولة وذلك خلال الفترة 1990-2013 نظرا لانتهاج غالبية هذه الدول لسياسات الإصلاح الاقتصادي في بداية التسعينات، إضافة إلى استخدام نماذج بيانات السلاسل الزمنية المقطعية (Panel) في الدراسة القياسية.

تقسيمات الدراسة: للإجابة على إشكالية الدراسة واختبار صحة الفرضية تم تقسيم البحث إلى أربعة محاور أساسية:

- يتضمن **المحور الأول** الطرح النظري والتجريبي لمعضلة "فلدشتاين وهوريوكا" في إطار قدرة رأس المال الأجنبي طويل الأجل على الحركة الدولية.
- يُخصّص **المحور الثاني** إلى تحليل تاريخ أنظمة الصرف الدولية وتصنيفاتها سواء التصنيفات الواقعية (الطبيعية)، أو التصنيفات الرسمية (القانونية) الصادرة عن صندوق النقد الدولي.
- يطرح **المحور الثالث** مسار سلوك أنظمة الصرف في الدول الإفريقية من خلال تحليل سلوك مؤشر استقرار سعر الصرف على مستوى الدول الإفريقية، إضافة إلى تحليل أنظمة الصرف المتبعة سنة 2013.

- يمثل **المحور الرابع** الدراسة التطبيقية للبحث حيث يتم اختبار قدرة رأس المال الأجنبي على الحركة في عينة من الدول الإفريقية باستخدام النموذج المقترح من طرف "فلدشتاين وهوريوكا"، ثم تعديل النموذج بإدراج متغير طبيعة نظام الصرف.

المحور الأول: معضلة "فلدشتاين وهوريوكا" وحركة رأس المال الأجنبي.

ركزت بعض النماذج على العلاقة بين معدلي الادخار والاستثمار المحليين في تفسير قدرة رأس المال على الحركة الدولية (معضلة FH)، في حين اعتمد Maurice Obstfeld على معادلة Euler الذي يميز السلوك الأمثل للاستهلاك، كما اعتمد كل من Edwards و Khan على متغير سعر الفائدة في تفسير حركة رأس المال دولياً إضافة إلى أن حجم التدفقات الرأسمالية يمكن أن يكون دليلاً على إمكانية قدرة رأس المال على الحركة بين الدول.

أولاً: حركة رأس المال الأجنبي على المستوى الدولي:

يرى كل من (Obstfeld و Krugman سنة 1991، Obstfeld و Rogoff سنة 1996) أن هناك نوعين أساسيين من المبادلات الدولية، تتعلق الأولى بحركة السلع والخدمات (تصدير واستيراد)، في حين تهتم الثانية بمشتريات ومبيعات مختلف الأصول والثروات التي تسجل في حساب رأس المال، فرصيد حساب رأس المال يبين الفرق بين صادرات وواردات أصول الدولة، إذ أن الدولة تحصل على مداخيل من خلال تصدير السلع والخدمات وتقوم بمدفوعات من خلال عملية استيراد السلع والخدمات وبالتالي فهي تحصل ثروة من الخارج وتدفع ثروة إلى الخارج وفي حالة توازن حساب رأس المال يكون الفرق مساوياً للصفر.¹

والأصل في التدفقات الرأسمالية أنها تعكس تدفقات عينية بين الدول، إذ أن حجم التجارة الدولية من السلع والخدمات يعكس حجماً معيناً من تدفقات رؤوس الأموال.²

هناك العديد من الدراسات³ التي قامت بتحليل حركة التجارة ورأس المال الدوليين، ومكاسب وخسائر كل دولة وبصفة خاصة يتعلق هذا التحليل بنموذج Jones سنتي 1980 و1994 الذي اعتمد على النموذج الريكاردي.

أما من الناحية التجريبية قدمت العديد من الدراسات التجريبية التي اختبرت قدرة رأس المال على الحركة وسيتم تقديم الدراسات الحديثة منها:⁴

- في دراسة لـ Lenza و Giannone سنة 2004 أجريت على عينة مكونة من 24 دولة من دول منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية خلال خمس (5) فترات تراوحت بين 1970 و1999 توصلنا من خلالها إلى أن هناك تزايد في قدرة رؤوس الأموال على الحركة في ظل تكامل الأسواق المالية الدولية.

- في دراسة لـ Katsimi و Moutos سنة 2007 استهدفا من خلالها 25 دولة من دول منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية خلال خمسة (5) فترات زمنية تراوحت بين 1986 و 2002 توصلا من خلالها إلى عدم قدرة رأس المال على الحركة الدولية.
- في دراسة لـ Fachin و Di Iorio سنة 2007 استهدفا من خلالها 12 دولة من دول الاتحاد الأوروبي خلال الفترة 1960-2002 توصلا من خلالها إلى وجود تكامل مشترك بين الادخار والاستثمار المحليين وبالتالي هناك قدرة كبيرة لحركة رأس المال في هذه الدول.
- في دراسة لـ Grier وآخرون سنة 2008، حيث أجريت الدراسة على الولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة (الربع الأول من سنة 1947 – الربع الأول من سنة 2007) باستخدام النماذج الديناميكية، وتوصلت إلى أن رأس المال ليس له القدرة على الانتقال.
- في دراسة لـ Fouquau وآخرون سنة 2009 التي أجريت على عينة مكونة من 24 دولة من دول منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية خلال الفترة 1960-2000، وتوصلت الدراسة إلى عدم وجود تجانس كبير في درجة حركة رؤوس الأموال الدولية.

ثانيا: ظهور معضلة "Feldstein-Horioka":

تعد الدراسة التي قام بها "فلدشتاين وهوريوكا" سنة 1980 والتي نتج عنها ما يسمى بـ "معضلة فلدشتاين وهوريوكا" من أهم الدراسات التي ناقشت العلاقة بين الاستثمار والادخار المحليين، حيث حفزت الدراسة وما توصلت إليه من نتائج غير متوقعة العديد من الدراسات التطبيقية التي أجريت على عينات مختلفة من الدول سواء على شكل دراسات مقطعية أو دراسات تجميعية.

قام "سارنو وتايلور" سنة 1998 بتطبيق اختبار التكامل المشترك على بيانات المملكة المتحدة ولم يتمكنوا من إيجاد أي علاقة في المدى الطويل بين الاستثمار والادخار. استخدم "دي فيتا وبوت" سنة 2002 نموذج حدود الارتباط الذاتي المتباطئ الموزع ARDL ووجدا أن الاستثمار والادخار في الولايات المتحدة متكاملان، وهي النتيجة التي تدعم فكرة "فلدشتاين وهوريوكا".⁵

ثالثا: مدلول معضلة "Feldstein-Horioka":

تشير درجة التكامل المالي إلى درجة انفتاح اقتصاد ما ويظهر ذلك في الواقع من خلال مجموعة من النتائج، فإذا كان اقتصاد بلد ما ذو انفتاح مالي كبير فإن ذلك يدل على أن تراكم

رأس المال لا يقتصر على المصدر المحلي فقط (الادخار المحلي) وإنما يعتمد كذلك على رؤوس الأموال الأجنبية، فالعلاقة بين الادخار والاستثمار درست من طرف "فلدشتاين و هوريوكا" سنة 1980، ثم أعيدت من طرف فلدشتاين سنة 1983، ثم من طرف فلدشتاين وباكشيتا سنة 1991⁶، ويمكن اختبار فرضية القدرة التامة لرأس المال طويل الأجل على التنقل من خلال الصيغة التالية:

$$\left(\frac{I}{Y}\right)_{i,t} = a + b \left(\frac{S}{Y}\right)_{i,t} + U_{i,t} \dots \dots \dots (1)$$

حيث يعبر $\left(\frac{I}{Y}\right)_i$ عن معدل الاستثمار الوطني في الدولة i ، ويشير $\left(\frac{S}{Y}\right)_i$ إلى معدل الادخار الوطني.

هناك افتراض بأن معدل الادخار يتحدد من خارج النموذج وهو إلى حد كبير يتحقق في الأجل الطويل، فإذا كان رأس المال طويل الأجل على درجة عالية من القدرة على التنقل، فمن المتوقع أن تكون قيمة b صفراً (الدولة الصغيرة)، أو بقيمة تقل كثيراً عن الواحد (الدولة الكبيرة).

في كلتا الحالتين تؤدي الزيادة في الادخار المحلي إلى خروج رأس المال، وبطرح المقدار $\left(\frac{S}{Y}\right)_i$ من طرفي المعادلة ثم إعادة ترتيبها نحصل على:

$$[(I - S)/Y]_{i,t} = a + (b - 1)(S/Y)_{i,t} + U_{i,t}$$

يعبر المقدار $[(I - S)/Y]$ عن صافي الاستثمار الأجنبي، لذلك إذا كانت $b = 0$ فإن ذلك يضمن أن معدلات العائد الحقيقي تتعادل على المستوى الدولي، أما إذا كانت $b = 1$ فإن ذلك يشير إلى أن رأس المال طويل الأجل على درجة عالية من عدم القدرة على التنقل دولياً.

قام Horioka و Feldstien بتقدير المعادلة (1) باستخدام بيانات سنوية لـ 16 دولة من دول منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية خلال الفترة 1960-1974، وباستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية حصلاً على:

$$\left(\frac{I}{Y}\right) = 0.035_{(0.018)} + 0.89_{(0.074)} \left(\frac{S}{Y}\right)$$

حيث كانت قيمة معامل التحديد $R^2 = 0.91$ وعند مستوى معنوية 5% تم قبول الفرض القائل بأن: $b = 1$ ، وهذه النتيجة تشير إلى عدم قدرة رأس المال طويل الأجل على التنقل دولياً.⁷

رابعاً: التفسير التجريبي لمعضلة "Feldstein-Horioka":

اعتبر Obstfeld و Rogoff سنة 2000 معضلة FH من بين أحد أهم المعضلات الست في مجال الاقتصاد الكلي الدولي التي تولدت من خلال الدراسات الاقتصادية سواء النظرية أو التجريبية، حيث ركزت هذه الأخيرة على الأسباب الرئيسية لظهور هذه المعضلة، وانتهت أهم الاختبارات إلى التفسيرات التالية لهذه المعضلة:⁸

- عدم تجانس عينة الدراسة، حسب دراسة Cadoret سنة 2001.
- الصدمات الحديثة المشتركة وعدم التوافق الآني للادخار المحلي، إضافة إلى تكاليف المبادلات التجارية الدولية التي تسبب التحيز في توزيع السيولة محلياً، حسب دراسة Obstfeld و Rogoff سنة 2000.
- السلوك اللاخطي لرصيد الحساب الجاري، حسب دراسة Chortareas وآخرون سنة 2004.
- سياسة سعر الصرف وطبيعة نظام الصرف المتبع، حسب دراسة Sarno و Taylor سنة 1998 ودراسة Özmen و Parmaksız سنة 2003.
- المعنى الرئيسي لطبيعة الاستثمار من وجهة نظر المستثمر، حسب دراسة Rossini و Zanghieri سنة 2003.
- درجة التكامل المتزامن بين الادخار والاستثمار المحليين، حسب دراسة Coakley، Kulasi و Smith سنة 1998.
- استهداف السياسة الحكومية للحساب الجاري يفسر العلاقة طويلة الأجل بين الادخار والاستثمار المحليين، حسب دراسة Artis و Bayoumi سنة 1990.

المحور الثاني: التطورات الحديثة لاختيار أنظمة الصرف الدولية

تعتبر إشكالية اختيار نظام من أهم القضايا الكلاسيكية في مجال سياسات الاقتصاد النقدي الدولي التي عادت إلى النقاش من جديد في الفترة الأخيرة (منذ بداية التسعينات)، حيث أن الانتقال غير المنظم من أنظمة الصرف الثابتة إلى أنظمة التعويم عصفت بمعظم هذه الدول إلى

أزمات اقتصادية ومالية نظرا لعدم توفر الشروط الأولية للانتقال من جهة وعدم أخذ بعين الاعتبار استراتيجيتي التدرج والتسلسل من جهة أخرى.

أولا: تاريخ اختيار أنظمة الصرف الدولية:

تطور اختيار نظام الصرف بشكل ملحوظ خلال القرن العشرين فبعد أن كان خيار الدول وحيدا تمثل في تثبيت قيمة العملة المحلية مقابل الذهب، أصبحت الدول تفاضل بين حوالي 15 نوعا من ترتيبات الصرف (حسب Rogoff و Reinhart) تتراوح بين التثبيت والتعويم.

وبالعودة إلى تاريخ أنظمة الصرف الدولية يمكن تقسيم تطورها إلى أربعة (4) مراحل أساسية:⁹

- 1- الفترة 1880-1914:** تمثلت أهم الأنظمة في هذه الفترة: قاعدة الذهب (نظام المعدنين، نظام المعدن الواحد)، الاتحادات النقدية، مجالس العملة، التعويم.
- 2- الفترة 1919-1945:** تميزت الفترة بأنظمة الصرف وفق المراحل التالية: نظام الصرف بالذهب، التعويم، التعويم المدار، الاتحادات النقدية، التعويم الحر، التعويم المدار.
- 3- الفترة 1946-1971:** نظام بريتون وودز القابل للتعديل، التعويم (دولة كندا)، أسعار الصرف الثنائية وأسعار الصرف المتعددة.
- 4- فترة ما بعد 1973:** ظهرت العديد من الترتيبات أهمها: التعويم الحر، التعويم المدار، الربط القابل للتعديل، الربط الزاحف، الربط إلى سلة من العملات، الربط وفق هوامش مستهدفة، التثبيت مقابل عملة واحدة، الاتحادات النقدية، مجالس العملة.

ثانيا: التصنيفات الواقعية والتصنيفات الرسمية لأنظمة الصرف الدولية:

تستند مختلف اختيارات أنظمة الصرف على الصفة القانونية للاختيار اعتمادا على التصنيفات الواردة في تقارير صندوق النقد الدولي والتي على أساسها يتم الإعلان عن طبيعة نظام الصرف المتبع من طرف البلد وعُرفت هذه التصنيفات بالتصنيفات القانونية أو الرسمية (Jure).

في مقابل ذلك ومن الناحية العملية هناك العديد من الدول تلجأ إلى عمليات التدخل في سوق الصرف لتعديل قيمة العملة رغم إعلانها عن اتباع أنظمة التعويم، السبب الذي أدى بالاقتصاديين إلى إجراء دراسات استشرافية استنبطت من خلالها تصنيفات تختلف في بعض الأحيان عن التصنيفات الرسمية عُرفت ما يسمى بالتصنيفات الواقعية أو الطبيعية (Facto)، وتمثل أهم هذه التصنيفات في ما يلي:

-
- تصنيف Ghosh سنة 1997.¹⁰
 - تصنيف Frankel سنة 1999.¹¹
 - تصنيف (LYS) Levy-Yeyati and Sturzenegger سنة 2002.¹²
 - تصنيف (RR) Reinhart and Rogoff سنة 2002.¹³
 - تصنيف (BOR) Bubula and Otker-Robe سنة 2003.¹⁴
- بالعودة إلى التصنيفات الرسمية قدم خبراء صندوق النقد الدولي العديد من التصنيفات خاصة بعد انهيار نظام بريتون وودز سنة 1971 وحددت بحوالي سبعة (7) تصنيفات آخرها تصنيف سنة 1999، حيث يعرض صندوق النقد الدولي تقريراً سنوياً بعنوان: " Exchange Rate Arrangements and Exchange Rate Restrictions " يُفصّل من خلاله عدد الدول المتبعة لأنظمة الصرف استناداً إلى تصنيف 1999، إضافة إلى مختلف التحولات التي شهدتها الدول في ظل هذه الأنظمة، وفيما يأتي تقديماً مفصلاً لمحتويات هذه الأنظمة:¹⁵
- 1- ترتيبات الصرف بغير عملة قانونية مستقلة:** تقتضي هذه الترتيبات أن تكون العملة القانونية المتداولة الوحيدة هي عملة بلد آخر (الدولة الرسمية)، أو أن يكون البلد عضواً في اتحاد نقدي أو اتحاد يشترك أعضاؤه في عملة قانونية موحدة.
 - 2- مجلس العملة:** هو نظام نقدي يقوم على أساس التزام قانوني صريح بصرف العملة المحلية مقابل عملة أجنبية محددة بسعر صرف ثابت، مع فرض قيود ملزمة على سلطة الإصدار لضمان وفائها بالتزاماتها القانونية.
 - 3- ترتيبات تقليدية أخرى من أنواع الربط الثابت:** تنطوي هذه الترتيبات على ربط العملة المحلية على أساس سعر ثابت بعملة بلد آخر أو بسلة تضم أهم شركائه التجاريين أو المالكين، مع إعطائها أوزاناً ترجيحية تعكس التوزيع الجغرافي للتجارة أو الخدمات أو التدفقات الرأسمالية، وفي هذا الحالة يكون السعر المركزي قابلاً للإلغاء والسماح لسعر الصرف بالتحرك في حدود ضيقة تقل عن ($\pm 1\%$) حول سعر الصرف المركزي، أو بقاء القيم القصوى والدنيا لسعر الصرف ضمن هامش ضيق مقداره 2% لمدة ثلاثة (3) أشهر على الأقل.
 - 4- أسعار الصرف المربوطة ضمن نطاقات تقلب أفقية:** تظل قيمة العملة في هذا الترتيب محصورة ضمن نطاقات تقلب لا تقل عن ($\pm 1\%$) حول السعر المركزي الثابت، أو يكون الهامش بين القيمة القصوى والقيمة الدنيا لسعر الصرف أكثر من 2%.
-

5- أنظمة الربط الزاحف: تُعدّل قيمة العملة وفقاً لهذا الترتيب تعديلاً دورياً طفيفاً بمعدل ثابت استجابة للتغيرات في مؤشرات مختارة كالفرق في معدلات التضخم مقارنة بأهم الشركاء التجاريين في فترة سابقة.

6- أسعار الصرف المربوطة ضمن نطاقات تقلب زاحفة: تظل قيمة العملة في هذا الترتيب ضمن هوامش تقلب لا تقل عن $(\pm 1\%)$ حول السعر المركزي الثابت، أو يكون الهامش بين القيمة القصوى والقيمة الدنيا لسعر الصرف أكثر من 2%، مع تعديل السعر المركزي أو هوامش التقلب دورياً بمعدل ثابت استجابة للتغيرات في مؤشرات كمية مختارة.

7- التعويم المدار (الموجه، المسير): تسعى السلطة النقدية في هذا النظام إلى التأثير على سعر الصرف دون مسار أو هدف محدد سلفاً لهذا التأثير، ومن بين المؤشرات المستخدمة في توجيه سعر الصرف مركز ميزان المدفوعات، ومستوى الاحتياطات الدولية، وتطورات السوق الموازية، ولا يمكن أن تكون التعديلات تلقائية، وقد يكون التدخل بمقتضى هذا النظام بشكل مباشر أو غير مباشر.

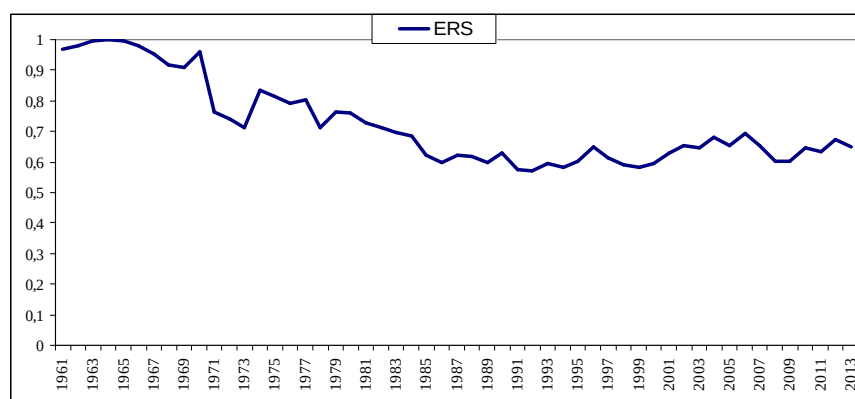
8- التعويم الحر: يتحدد سعر الصرف في هذا النظام وفق قوى السوق، ويكون التدخل الرسمي في سوق النقد الأجنبي على شكل استثنائي ولا يحدث بشكل متكرر، وعادة ما يستهدف تخفيضاً محدوداً في معدل تغير سعر الصرف والحيلولة دون تقلباته المفرطة، وليس تحديداً لمستوى معين له.

المحور الثالث: مسار سلوك أنظمة الصرف في الدول الإفريقية:

يضع كل من Ito و Chinn، Aizenman صيغة لاختبار طبيعة نظام الصرف من خلال تحديد درجة مرونته، ويتم الاعتماد في ذلك على مؤشر استقرار سعر الصرف (ERS)، ولقياس استقرار سعر الصرف يتم استخدام الانحرافات المعيارية السنوية لأسعار الصرف الشهرية للبلد المحلي والبلد الذي يمثل القاعدة الأساسية، ويأخذ المؤشر قيمة بين 0 و 1 حيث أن القيمة

$$ERS = \frac{1}{1 + \frac{stdev(exch_rate)}{|d \log E, / dt| + 0.01}}$$

الشكل رقم 01: تطور مؤشر استقرار سعر الصرف في الدول الإفريقية



شهدت سنوات الستينات قيمة مرتفعة جدا لمؤشر استقرار سعر الصرف (0.9737) حيث أن غالبية الدول الإفريقية كانت تحت سيطرة نظام بریتون وودز، من خلال ربط عملاتها بالدولار الأمريكي مع ربط الدولار مقابل قيمة معينة من الذهب منذ سنة 1944، وبأختيار هذا النظام سنة 1971 أصبحت مختلف الدول حرة في اختيار القاعدة الاسمية لعملاتها فحافظت معظمها على أنظمة التثبيت بأشكالها المختلفة (نيجيريا، غينيا، غامبيا، بوندى،

الجزائر، كينيا،...)، في حين انتقلت دولاً أخرى إلى أنظمة التعويم (زامبيا، مالاوي،...)، بينما اتبعت بقية الدول أنظمة وسيطية مستحدثة (جمهورية الكونغو الديمقراطية، موريشيوس، جنوب إفريقيا، غانا،...) (

الجدول رقم 01: تطور متوسط مؤشر استقرار سعر الصرف ERS في الدول الإفريقية

الفترة	1969-1961	1979-1970	1989-1980	1999-1990	2013-2000
متوسط مؤشر ERS	0,9737	0,8041	0,6805	0,6004	0,6384
متوسط معدل نمو مؤشر ERS %	-0,7904	-2,0377	-1,3042	-0,3167	1,0503

المصدر: من إعداد الباحث

خلال فترة الثمانينات ازداد عدد الدول المنتقلة إلى أنظمة التعويم وهذا ما تبرره انخفاض قيمة ERS إلى 0.6805 مقارنة بفترة السبعينات (0.8041)، فانتقلت كل من نيجيريا وغينيا إلى نظام التعويم سنة 1986، غامبيا سنة 1987، وغانا سنة 1988.

استمر زحف الدول الإفريقية إلى الأنظمة المرنة خلال فترة التسعينات من خلال انخفاض قيمة ERS إلى 0.6004 حيث انتهجت العديد من هذه الدول سياسات الإصلاح الاقتصادي على غرار دول شمال إفريقيا، فاتبعت كل من الجزائر وتونس نظام التعويم المدار سنتي 1994 و 1995 على التوالي، وانتقلت ليبيريا سنة 1998، مع بقاء دولاً أخرى محافظة على نظام الصرف الثابت بمختلف ترتيباته.

شهدت فترة الألفية الجديدة عودة المؤشر إلى الارتفاع إلى قيمة 0.6384 وهذا ما يُفسّر بعودة مجموعة من الدول الإفريقية إلى الأنظمة الثابتة وحدث ذلك بظهور اليورو سنة 1999 ودخوله حيز التطبيق سنة 2001 فغيرت العديد من الدول قاعدتها الاسمية لربط قيم عملاتها إلى اليورو (البنين، بوركينا فاسو، الكاميرون، كوت ديفوار وغينيا الاستوائية...).

يوضح الجدول رقم 02 طبيعة أنظمة الصرف المتبعة في الدول الإفريقية المنضمة إلى صندوق النقد الدولي وفقاً للتصنيفات الرسمية لهذا الأخير (التفاصيل مدرجة في الملحق رقم 06)، حيث يلاحظ تركيز الدول الإفريقية على الترتيبات التقليدية الأخرى من أنواع الربط الثابت أكثر من تركيز كل دول العالم، إضافة إلى اعتمادها على الترتيبات المدارة (المسيرة) سواء التعويم المدار بنسبة 23.53% أو الترتيبات المدارة الأخرى بنسبة 11.76%.

الجدول رقم 02: طبيعة أنظمة الصرف في الدول الإفريقية سنة 2013

كل الدول الأعضاء في IMF		الدول الإفريقية		
النسبة	عدد الدول	النسبة	عدد الدول	طبيعة النظام
6.8	13	1,96	1	1- ترتيبات الصرف بغير عملة قانونية مستقلة
6.3	12	1,96	1	2- مجلس العملة
23.6	45	43,14	22	3- ترتيبات تقليدية أخرى من أنواع الربط الثابت
9.9	19	9,8	5	4- أسعار الصرف المربوطة ضمن نطاقات تقلب أفقية
1.0	2	1,96	1	5- أنظمة الربط الزاحف
7.9	15	3,92	2	6- ترتيبات الربط شبه الزاحف
0.5	1	0	0	7- أسعار الصرف المربوطة ضمن نطاقات تقلب زاحفة
9.9	19	11,76	6	8- ترتيبات مسيرة أخرى
18.3	35	23,53	12	9- التعويم المدار
15.7	30	1,96	1	10- التعويم الحر

المصدر:

Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions 2013, International Monetary Fund, Washington, U.S.A, 2013.

المحور الرابع: اختبار قدرة رأس المال على الحركة في الدول الإفريقية وفقا لطبيعة نظام الصرف المتبع.

سيتم من خلال الدراسة التطبيقية تقدير النموذج الأصلي لمعضلة FH ثم إجراء تعديل على نموذج المعضلة من خلال إضافة متغير طبيعة نظام الصرف المتبع كمتغير مستقل بالإضافة إلى معدل الاستثمار المحلي، وهذا بعد اختبار استقرارية السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة.

أولاً: التحليل الوصفي لسلاسل متغيرات الدراسة:

يشير مقياسي النزعة المركزية (الوسط الحسابي، الوسيط) (الملحق رقم 03) إلى الفرق الكبير بين معدل الاستثمار (2.95% و 1.76%) ومعدل الادخار (15.48% و 15.04%) وهذا ما يفسر السلوك الادخاري في الدول الإفريقية وعدم توجيه الأموال إلى الاستثمارات المحلية.

يفسر الانحراف المعياري التشتت الكبير الذي يسلكه معدل الادخار في الدول الإفريقية $(SY \pm 11.29)$ ، ومعدل الاستثمار $(IY \pm 5.38)$ وهذا يؤدي إلى عدم قدرة المستثمرين الأجانب على توقع معدلات العائد على الاستثمار. أما بالنسبة لطبيعة نظام الصرف في الدول الإفريقية يتضح أن هذه الدول تتبع أنظمة الصرف ذات الربط الزاحف أو هوامش تقلب زاحفة في حدود $\pm 2\%$.

ثانيا: نتائج دراسة الاستقرار:

خلصت نتائج دراسة الاستقرار إلى أن سلسلتي معدل الادخار ومعدل الاستثمار مستقرة عند المستوى والنتائج موضحة في الجدول التالي:

الجدول رقم 03: نتائج دراسة الاستقرار لمعدل الادخار ومعدل الاستثمار

SY?			IY?			المؤشر
1	2	3	1	2	3	النموذج
- 2.67 (0.00)	- 4.59 (0.00)	- 6.86 (0.00)	- 2.62 (0.00)	- 5.69 (0.00)	- 8.24 (0.00)	Levin, Lin & Chu t*
-	-	- 4.65 (0.00)	-	-	- 3.01 (0.00)	Breitung t-stat
-	- 5.07 (0.00)	- 6.36 (0.00)	-	- 6.63 (0.00)	- 9.50 (0.00)	LM, Pesaran and Shin W-stat
86.38 (0.00)	124.27 (0.00)	141.00 (0.00)	95.30 (0.00)	174.07 (0.00)	191.25 (0.00)	ADF - Fisher Chi-square
81.13 (0.00)	125.13 (0.00)	152.65 (0.00)	126.16 (0.00)	167.88 (0.00)	204.71 (0.00)	PP - Fisher Chi-square
I(0)			I(0)			القرار

المصدر: مخرجات برنامج Eviews7

ثالثا: تقدير وتحليل النماذج:

من خلال تقدير النموذج الإجمالي (1) ونماذج الأثر الثابت ((2) و(3)) ونماذج الأثر العشوائي ((4) و(5)) لنموذج معضلة "فلدشتاين وهوريوكا" حصلنا على النتائج التالية:
الجدول رقم 04: نتائج اختبار "فلدشتاين وهوريوكا" في الدول الإفريقية

المتغير التابع: IY

النماذج	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
C	2.893 (8.054)***	1.838 (11.946)***	2.968 (53.432)***	3.385 (6.391)***	2.936 (6.939)***
SY	0.004 (0.211)	0.022 (2.517)**	- 0.001 (- 7.694)***	- 0.027 (- 1.296)	0.001 (0.060)
R^2	0.000	0.0097	0.3576	0.0025	0.000
F	0.044	6.335	14.456	1.675	0.0037
b	1.000	1.022	0.999	1.000	1.000
اختبار الأثر	الإحصائية	113.30	14.954	3.477	0.957
	الاحتمال	0.0000	0.0000	0.062	0.327

***، ** و*: معنوي عند 1%، 5% و10% على التوالي.

المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على مخرجات برنامج Eviews7

- معلمة معامل الادخار معنوية إحصائياً في نموذج الأثر الثابت للدول، ونموذج الأثر الثابت للسنوات وهو ما تثبته إحصائية ستودنت، إضافة إلى أن الثابت معنوي إحصائياً في النماذج الخمسة.

- معامل التحديد يبين القوة التفسيرية الضعيفة لتأثير معدل الادخار على معدل الاستثمار.

- إحصائية فيشر تثبت المعنوية الكلية لمعاملات النموذج في النموذجين (2) و(3).

- قيمة المعامل b تقترب من الواحد "1" في كل النماذج وهذا يدل على عدم قدرة رؤوس الأموال على الحركة في الدول الإفريقية وفقاً لفرضية (فلدشتاين وهوريوكا).

- إحصائية فيشر تثبت وجود أثر ثابت فردي للأفراد (الدول) وللزمن (السنوات) لأن احتمالها أقل من 0.05 بمعنى أن الأثر الثابت لعدم قدرة رأس المال على الحركة في الدول الإفريقية يختلف من دولة إلى أخرى (بيانات العمود 1 الملحق رقم 04) ويختلف من سنة إلى أخرى (بيانات العمود 1 الملحق رقم 05).

- إحصائية LM تثبت عدم وجود أثر عشوائي للأفراد (الدول) وعدم وجود أثر عشوائي للزمن (السنوات) لأن احتمالها أكبر من 0.05 بمعنى أن الأثر العشوائي لعدم قدرة رأس المال على الحركة في الدول الإفريقية يختلف من دولة إلى أخرى (بيانات العمود 2 الملحق رقم 04) ويختلف من سنة إلى أخرى (بيانات العمود 2 الملحق رقم 05).

رابعاً: تقدير وتحليل النماذج بإدراج طبيعة نظام الصرف:

بإعادة تقدير نفس النماذج السابقة مع إدراج متغير طبيعة نظام الصرف في نموذج FH وتحليل مدى تغير قيمة المعامل b ، ووفقاً لتصنيف RR يأخذ نظام الصرف حسب طبيعته القيم التالية:

الجدول رقم 05: طبيعة نظام الصرف وقيمته حسب Rogoff و Reinhart

القيمة	طبيعة النظام
1	ترتيبات الصرف بغير عملة قانونية مستقلة
1	الربط المعلن أو ترتيبات مجالس العملة
1	أسعار الصرف المربوطة ضمن نطاقات تقلب أفقية أقل أو تساوي $\pm 2\%$
1	الربط الواقعي (الطبيعي)
2	الربط الزاحف
2	أسعار الصرف المربوطة ضمن نطاقات تقلب زاحفة أقل أو تساوي $\pm 2\%$
2	الربط الزاحف الواقعي (الطبيعي)
2	أسعار الصرف المربوطة واقعياً ضمن نطاقات تقلب زاحفة أقل أو تساوي $\pm 2\%$
2	أسعار الصرف المربوطة ضمن نطاقات تقلب زاحفة أكبر أو تساوي $\pm 2\%$
3	أسعار الصرف المربوطة ضمن نطاقات تقلب زاحفة أقل أو تساوي $\pm 5\%$
3	الربط وفق هوامش متحركة أقل أو تساوي $\pm 2\%$
3	التعويم الموجه (المسير)
4	التعويم الحر
5	السقوط (الانهيار) الحر

المصدر:

Carmen M. Reinhart, Kenneth S. Rogoff, The Modern History Of Exchange Rate Arrangements: A Reinterpretation, Working Paper 8963, National Bureau Of Economic Research (NBER), Cambridge, June 2002, P:21.

بإدراج متغير طبيعة نظام الصرف في نموذج FH يصبح النموذج كالتالي:

$$[(I - S)/Y]_{i,t} = a + (b - 1)(S/Y)_{i,t} + gERR_{i,t} + U_{i,t}$$

خلصت عملية التقدير إلى النتائج التالية:

الجدول رقم 06: نتائج اختبار "فلدشتاين وهوريوكا" في الدول الإفريقية بعد إدراج متغير

طبيعة نظام الصرف

المتغير التابع: IY					
النماذج	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)

2.436 (4.832)***	3.518 (4.463)***	2.384 (24.962)***	3.137 (13.752)***	1.472 (7.44)***	C
0.001 (0.064)	- 0.028 (- 1.313)	- 0.003 (- 6.537)***	0.011 (1.711)*	- 0.009 (2.208)**	SY
0.246 (1.353)	- 0.0624 (0.220)	0.303 (8.729)***	- 0.175 (- 1.794)*	0.221 (2.593)***	ERR
0.000	0.000	0.3536	0.4287	0.019	$\bar{R}^2$
0.899	0.876	15.158	18.343	7.387	F
1.000	1.000	0.997	1.011	0.991	b
23.777	5.877	13.688	17.985	الإحصائية	اختبار الأثر
0.000	0.052	0.0000	0.0000	الاحتمال	
***، **، * : معنوي عند 1%، 5% و10% على التوالي.					

المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على مخرجات برنامج Eviews7

- معلمة معامل الادخار معنوية إحصائياً في النموذج الإجمالي ونموذج الأثر الثابت للدول ونموذج الأثر الثابت للسنوات، إضافة إلى أن الثابت معنوي إحصائياً في النماذج الخمسة عند مستوى معنوية 1%.

- معامل التحديد يبين القوة التفسيرية الضعيفة، عدا في نماذج الأثر الثابت أين بلغت 42.87% و 35.36% على التوالي وهو ما يفسر التأثير المتوسط لمعدل الادخار على معدل الاستثمار.

- إحصائية فيشر تثبت المعنوية الكلية لمعاملات النموذج في النماذج (1)، (2) و(3).
- قيمة المعامل b تقترب من الواحد "1" في كل النماذج وهذا يدل على عدم قدرة رؤوس الأموال على الحركة في الدول الإفريقية مع أخذ بعين الاعتبار طبيعة نظام الصرف المتبع في هذه الدول.

- إحصائية فيشر تثبت وجود أثر ثابت فردي للأفراد (الدول) وللزمن (السنوات)، بمعنى أن الأثر الثابت لعدم قدرة رأس المال على الحركة في الدول الإفريقية يختلف من دولة إلى أخرى (بيانات العمود 3 الملحق رقم 04) ويختلف من سنة إلى أخرى (بيانات العمود 3 الملحق رقم 05).

- إحصائية LM تثبت عدم وجود أثر عشوائي للأفراد (الدول) ووجود أثر عشوائي للزمن (السنوات)، بمعنى أن الأثر العشوائي لعدم قدرة رأس المال على الحركة في الدول الإفريقية يختلف

من دولة إلى أخرى (بيانات العمود 4 الملحق رقم 04) ولا يختلف من سنة إلى أخرى (بيانات العمود 4 الملحق رقم 05).

من خلال مقارنة المعامل b قبل إدراج نظام الصرف وبعده نلاحظ الانخفاض الطفيف في قيمة المعامل وهذا دلالة على اقتراب قيمة المعامل من "0" في حالة أخذ بعين الاعتبار نظام الصرف مقارنة بعدم أخذه بعين الاعتبار، وبالتالي يمكن استخلاص أن طبيعة أنظمة الصرف المتبعة في الدول الإفريقية ساهمت بقسط ضئيل جداً في قدرة رأس المال على الانتقال إليها وهذا وفقاً لفرضية نموذج FH، والجدول الموالي يوضح هذا الاختلاف.

الجدول رقم 07: نتائج الاختلاف في قيمة المعامل b قبل إدراج متغير طبيعة نظام

الصرف وبعده

قيمة المعامل b	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
قبل إدراج متغير طبيعة نظام الصرف	1.000	1.022	0.999	1.000	1.000
بعد إدراج متغير طبيعة نظام الصرف	0.991	1.011	0.997	1.000	1.000

المصدر: من إعداد الباحث

نتائج الدراسة:

خلصت الدراسة إلى أهم النتائج التالية:

- تأخذ معضلة فلدشتاين وهوريوكا بعين الاعتبار طبيعة العلاقة بين معدلي الادخار والاستثمار المحليين، ففي ظل وجود فجوة كبيرة بينهما فإن هناك قدرة كبيرة لرأس المال على الحركة الدولية.
- تتميز تصنيفات أنظمة الصرف الدولية بوجود قطبين رئيسيين (التثبيت والتعويم) إضافة إلى وجود أنظمة وسيطية مستحدثة وكل نظام من هذه الأنظمة يتفرع إلى مجموعة من الترتيبات.

- عرفت الفترة 1961-2013 توجه الدول الإفريقية إلى الأنظمة المرنة خاصة في فترة التسعينات من خلال القيمة المتناقصة لمؤشر استقرار سعر الصرف ERS رغم عودة مجموعة من الدول إلى ترتيبات الصرف الثابتة بعد ظهور اليورو سنة 1999 وبداية العمل به سنة 2001.
- تركز الدول الإفريقية بالدرجة الأولى على الترتيبات التقليدية لأنواع الربط الثابت في اختيار نظام الصرف، إضافة إلى نظام التعويم المدار والترتيبات المسيرة الأخرى بدرجة أقل.
- يتميز رأس المال الأجنبي بعدم القدرة على الانتقال في الدول الإفريقية سواء في ظل إدراج طبيعة نظام الصرف أو عدم ذلك.
- الأثر الثابت لعدم قدرة رأس المال على الحركة في الدول الإفريقية يختلف من دولة إلى أخرى ويختلف من سنة إلى أخرى، إضافة إلى أن الأثر العشوائي يختلف من دولة إلى أخرى ويختلف من سنة إلى أخرى.
- في ظل أنظمة الصرف المتبعة في الدول الإفريقية فإن الأثر الثابت لعدم قدرة رأس المال على الحركة في الدول الإفريقية يختلف من دولة إلى أخرى ويختلف من سنة إلى أخرى، إضافة إلى أن الأثر العشوائي يختلف من دولة إلى أخرى ولا يختلف من سنة إلى أخرى.
- طبيعة أنظمة الصرف المتبعة في الدول الإفريقية ساهمت بقسط ضئيل جدا في قدرة رأس المال على الانتقال إليها وهذا وفقا لفرضية نموذج FH.

اختبار فرضيات الدراسة:

انطلقنا في الدراسة من فرضيتين أساسيتين والتي حاولنا اتخاذ القرار بشأنهما نفيا أو إثباتا، فبالاستناد إلى الدراسة النظرية والتطبيقية والنتائج السابقة تم نفي الفرضية الأولى بحكم عدم وجود قدرة لحركة رأس المال الأجنبي في الدول الإفريقية، إضافة إلى إثبات الفرضية الثانية حيث أنه تم الوصول إلى عدم قدرة رأس المال الأجنبي على الحركة في الدول الإفريقية سواء في ظل إدراج طبيعة نظام الصرف أو عدم أخذ نظام الصرف بعين الاعتبار.

الاقتراحات والتوصيات:

- بناء على النتائج السابقة المنبثقة من الدراسة النظرية والتطبيقية لمدى قدرة رأس المال الأجنبي على الحركة في الدول الإفريقية في ظل طبيعة نظام الصرف المتبع بها نقدم الاقتراحات والتوصيات التالية:
- دراسة وتحليل الأسباب الرئيسية لعدم قدرة رأس المال على الحركة في الدول الإفريقية واستخلاص عوامل الدفع من جهة وعوامل الجذب من جهة أخرى.

- العمل على تقليص (ثم التخلي) القيود التي لا تزال تحكم حركة القطاع المالي، وضرورة تأهيل هذا الأخير ورفع قدراته التقنية والمعلوماتية بما يتناسب مع المعايير الدولية.
- العمل على تفعيل دور السوق المالي كسبيل لجذب الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة، إذ تعتبر هذه الأخيرة ممولا هاما للنشاط الحقيقي للاقتصاد الوطني.
- ضرورة مراعاة شروط التدرج والتسلسل والتوقيت في التحول إلى مرونة أكبر لسعر الصرف، وكذا تحرير حركة رأس المال الأجنبي.
- ضرورة الاستفادة من التجارب الدولية المتعلقة باختيار نظام سعر الصرف بالشكل الذي لا يُحدث تقلبات حادة في الاقتصاد الوطني للبلد.
- ضرورة الاختيار الأنسب لنظام الصرف والتطبيقات المتزنة لسياسة سعر الصرف بالشكل الذي يُسهم في المزيد من تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية إلى الدول الإفريقية بهدف تمويل التنمية بها.

ملاحق الدراسة:

الملحق رقم 01: الدول المكونة لعينة الدراسة ورموزها في الدراسة التطبيقية

الرمز	الدولة				
BDI	بوروندي	GIN	غينيا	NER	النيجر
BEN	بنين	GMB	غامبيا	NGA	نيجيريا
BFA	بوركتينا فاسو	GNB	غينيا-بيساو	SEN	السنغال
BWA	بوتسوانا	KEN	كينيا	SWZ	سوازيلند
CIV	كوت ديفوار	LSO	ليسوتو	TGO	توغو
CMR	الكاميرون	MAR	المغرب	TUN	تونس

تنزانيا	TZA	مالي	MLI	الجزائر	DZA
أوغندا	UGA	موريشيوس	MUS	مصر	EGY
زامبيا	ZMB	ملاوي	MWI	غانا	GHA

الملحق رقم 02: طبيعة نظام الصرف حسب تصنيف RR

السنوات	BDI	BEN	BFA	BWA	CIV	CMR	DZA	EGY	GHA	GIN	GMB	GNB	KEN	LSO	MAR	MLI	MUS	MWI	NER	NGA	SEN	SWZ	TGO	TUN	TZA	UGA	ZMB
90	3	1	1	2	1	1	3	3	5	2	4	2	3	1	3	1	3	4	1	3	1	1	1	2	1	5	5
91	3	1	1	2	1	1	3	3	3	2	4	2	3	1	3	1	3	4	1	3	1	1	1	2	1	5	5
92	3	1	1	2	1	1	3	1	3	2	2	2	5	1	3	1	3	4	1	5	1	1	1	2	5	5	5
93	3	1	1	2	1	1	3	1	3	2	2	2	5	1	3	1	3	4	1	5	1	1	1	2	5	3	5
94	3	1	1	2	1	1	5	1	5	2	2	2	5	1	3	1	2	5	1	5	1	1	1	2	3	3	5
95	3	1	1	2	1	1	5	1	5	2	2	2	3	1	3	1	2	1	1	5	1	1	1	2	3	3	5
96	3	1	1	2	1	1	2	1	5	2	2	2	3	1	3	1	2	1	1	5	1	1	1	2	3	3	5
97	5	1	1	2	1	1	2	1	3	2	2	1	3	1	3	1	2	5	1	3	1	1	1	2	2	3	5
98	2	1	1	2	1	1	2	1	3	2	2	1	3	1	3	1	2	5	1	3	1	1	1	2	2	3	5
99	2	1	1	2	1	1	2	1	3	2	2	1	3	1	3	1	2	3	1	3	1	1	1	2	2	3	5
00	2	1	1	2	1	1	2	1	5	3	2	1	3	1	3	1	2	3	1	3	1	1	1	2	2	3	5
01	2	1	1	2	1	1	2	1	5	3	2	1	3	1	3	1	2	3	1	3	1	1	1	2	2	3	5
02	2	1	1	2	1	1	2	1	3	3	2	1	3	1	3	1	2	3	1	3	1	1	1	2	2	3	4
03	2	1	1	2	1	1	2	1	3	3	2	1	3	1	3	1	2	3	1	3	1	1	1	2	2	3	4
04	2	1	1	2	1	1	2	1	3	3	2	1	3	1	3	1	2	3	1	3	1	1	1	2	2	3	4
05	2	1	1	2	1	1	2	1	3	3	2	1	3	1	3	1	2	3	1	3	1	1	1	2	2	3	4
06	2	1	1	2	1	1	2	1	3	3	2	1	3	1	3	1	2	3	1	3	1	1	1	2	2	3	4
07	2	1	1	2	1	1	2	1	3	3	2	1	3	1	3	1	2	3	1	3	1	1	1	2	2	3	4
08	2	1	1	2	1	1	2	1	3	3	2	1	3	1	3	1	2	3	1	3	1	1	1	2	2	3	4
09	2	1	1	2	1	1	2	1	3	3	2	1	3	1	3	1	2	3	1	3	1	1	1	2	2	3	4
10	2	1	1	2	1	1	2	1	3	3	2	1	3	1	3	1	2	3	1	3	1	1	1	2	2	3	4
11	2	1	1	2	1	1	2	1	3	3	2	1	3	1	3	1	2	3	1	3	1	1	1	2	2	3	4
12	2	1	1	2	1	1	2	1	3	3	2	1	3	1	3	1	2	3	1	3	1	1	1	2	2	3	4
13	2	1	1	2	1	1	2	1	3	3	2	1	3	1	3	1	2	3	1	3	1	1	1	2	2	3	4

المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على:

Carmen M. Reinhart, Kenneth S. Rogoff, The Modern History Of Exchange Rate Arrangements: A Reinterpretation, Working Paper 8963, National Bureau Of Economic Research, Cambridge, June 2002

الملحق رقم 03: الخصائص الوصفية لمتغيرات الدراسة

	IY?	SY?	ERR?
Mean	2.954217	15.48224	2.024691
Median	1.768489	15.04105	2.000000
Maximum	83.88835	57.92890	5.000000
Minimum	-6.442856	-14.48180	1.000000
Std. Dev.	5.381837	11.29572	1.139162
Skewness	8.210535	0.792438	0.993816
Kurtosis	102.8125	4.200865	3.330488

Jarque-Bera	276268.8	106.7555	109.6174
Sum	1914.332	10032.49	1312.000
Sum Sq. Dev.	18739.82	82552.88	839.6049
Observations	648	648	648
Cross sections	27	27	27

المصدر: مخرجات برنامج Eviews7

الملحق رقم 04: الأثر الثابت والأثر العشوائي للأفراد (الدول)

قبل إدراج طبيعة نظام الصرف المتبع		بعد إدراج طبيعة نظام الصرف المتبع	
(1)	(2)	(3)	(4)
Fixed Effects (Cross)	Random Effects (Cross)	Fixed Effects (Cross)	Random Effects (Cross)
_BDI--C	-3.217940	_BDI--C	-2.366648
_BEN--C	-1.413026	_BEN--C	-1.058872
_BFA--C	-2.699183	_BFA--C	-2.016355
_BWA--C	0.905086	_BWA--C	0.376249
_CIV--C	-1.534543	_CIV--C	-1.078559
_CMR--C	-1.725513	_CMR--C	-1.318771
_DZA--C	-1.714194	_DZA--C	-1.404707
_EGY--C	-0.380432	_EGY--C	-0.374320
_GHA--C	0.912984	_GHA--C	0.681722
_GIN--C	0.643829	_GIN--C	0.557081
_GMB--C	0.485381	_GMB--C	0.447418
_GNB--C	-2.096775	_GNB--C	-1.483133
_KEN--C	-2.224593	_KEN--C	-1.738720
_LSO--C	5.255534	_LSO--C	3.949943
_MAR--C	-0.654801	_MAR--C	-0.654636
_MLI--C	-0.944050	_MLI--C	-0.700325
_MUS--C	6.945888	_MUS--C	5.252493
_MWI--C	-1.340974	_MWI--C	-0.965368
_NER--C	0.290540	_NER--C	0.325855
_NGA--C	1.372214	_NGA--C	1.012140
_SEN--C	-1.425901	_SEN--C	-1.047721
_SWZ--C	0.344232	_SWZ--C	0.284940
_TGO--C	-0.414553	_TGO--C	-0.203776
_TUN--C	0.361245	_TUN--C	0.193991
_TZA--C	0.497444	_TZA--C	0.392323
_UGA--C	0.669297	_UGA--C	0.507576
_ZMB--C	3.102805	_ZMB--C	2.430180

المصدر: مخرجات برنامج Eviews7

الملحق رقم 05: الأثر الثابت والأثر العشوائي للزمن (السنوات)

بعد إدراج طبيعة نظام الصرف المتبع	قبل إدراج طبيعة نظام الصرف المتبع
-----------------------------------	-----------------------------------

(1)	(2)	(3)	(4)
Fixed Effects (Period)	Random Effects (Period)	Fixed Effects (Period)	Random Effects (Period)
1990--C	-1.613110	1990--C	-0.901908
1991--C	-2.012623	1991--C	-1.124161
1992--C	-1.938691	1992--C	-1.080391
1993--C	-1.587805	1993--C	-0.883674
1994--C	-1.230514	1994--C	-0.686259
1995--C	-0.804507	1995--C	-0.446155
1996--C	-0.601210	1996--C	-0.332512
1997--C	-0.335389	1997--C	-0.184700
1998--C	-0.175581	1998--C	-0.093253
1999--C	-0.679565	1999--C	-0.373935
2000--C	-0.708071	2000--C	-0.391986
2001--C	-1.375650	2001--C	-0.765054
2002--C	-0.089113	2002--C	-0.048492
2003--C	-0.540537	2003--C	-0.301450
2004--C	-0.323030	2004--C	-0.180483
2005--C	0.024194	2005--C	0.010541
2006--C	0.715210	2006--C	0.394272
2007--C	1.058360	2007--C	0.585876
2008--C	1.116744	2008--C	0.619763
2009--C	0.557848	2009--C	0.310962
2010--C	3.510508	2010--C	1.954715
2011--C	3.283862	2011--C	1.830034
2012--C	1.111522	2012--C	0.620963
2013--C	2.637147	2013--C	1.467288

المصدر: مخرجات برنامج Eviews7

الملحق رقم 06: طبيعة أنظمة الصرف في الدول الإفريقية سنة 2013

الدولة	طبيعة النظام
زيمبابوي	1- ترتيبات الصرف بغير عملة قانونية مستقلة
جيبوتي	2- مجلس العملة
إريتريا، الرأس الأخضر، جزر القمر، البنين، بوركينا فاسو، كوت ديفوار، غينيا-بيساو، مالي، النيجر، السنغال، الطوغو، الكامرون، إفريقيا الوسطى، تشاد، جمهورية	3- ترتيبات تقليدية أخرى من أنواع الربط الثابت

الكونغو، غينيا الاستوائية، الغابون، ليبيا، المغرب، ليسوتو، ناميبيا، سوازيلاند	
بورندي، جمهورية الكونغو الديمقراطية، غينيا، أنغولا، مصر	4- أسعار الصرف المربوطة ضمن نطاقات تقلب أفقية
بوتسوانا	5- أنظمة الربط الزاحف
إثيوبيا، تونس	6- ترتيبات الربط شبه الزاحف
/	7- أسعار الصرف المربوطة ضمن نطاقات تقلب زاحفة
ليبيريا، الجزائر، نيجيريا، رواندا، موريتانيا، السودان	8- ترتيبات مسيرة أخرى
كينيا، مالاوي، مدغشقر، الموزمبيق، السيشل، سيراليون، تنزانيا، غانا، جنوب إفريقيا، أوغندا، موريشيوس، زامبيا	9- التعويم المدار
الصومال	10- التعويم الحر

المصدر:

Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions
2013, International Monetary Fund, Washington, U.S.A, 2013.

الهوامش

¹ Bambang Sayaka, Implications of capital account liberalization on capital flows, Indonesian center for agricultural socio-economic research and development ministry of agriculture department, 2005, P:01.

² هزاع مفلح، التمويل الدولي، منشورات جامعة حلب، 2007، ص:22.

³ Mundell (1957), Purvis (1972), Uekawa (1972), Jones and Ruffin (1975), Markusen (1983), Jones and Dei (1983), Ohyama (1989), Suzuki (1989), Neary (1995)

⁴ Bhaskara Rao, Artur Tamazian, Saten Kumar, Systems GMM Estimates of the Feldstein-Horioka Puzzle for the OECD Countries and Tests for Structural Breaks, Munich Personal RePEc Archive (MPRA), May 2009, PP:05-06.

⁵ محمد عبد الله الجراح، "معضلة فلدشتاين - هوريوكا وحركة رأس المال، حالة تطبيقية على دول مجلس التعاون الخليجي"، مجلة جامعة الملك عبد العزيز، الاقتصاد والإدارة، المجلد 26، العدد 1، الرياض، المملكة العربية السعودية، 2012، ص ص: 284-285.

⁶ João Sousa Andrade, La thèse de Feldstein-Horioka: une mesure de la mobilité internationale du capital, Panoeconomicus, 2007,,P:55.

⁷ سي بول هالود، رونالد مكدونالد، تعريب: محمود حسن حسني، النقود والتمويل الدولي، دار المريخ للنشر، 2007، ص ص: 603-606.

⁸ Erdal Özmen, Financial Development, Exchange Rate Regimes and the Feldstein-Horioka Puzzle: Evidence from the MENA Region, Economic Research Center, Working Papers in Economics 04/18 December 2004, Ankara, Turkey, P:2.

⁹ Michael Bordo, Exchange Rate Regime Choice In Historical Perspective, Working Paper 9654, National Bureau Of Economic Research (NBER), Cambridge, April 2003, P:20.

¹⁰ Sfia Mohamed Daly, Le choix du régime de change pour les économies émergentes ,Munich Personal RePEc Archive,MPRA, 2007, PP:11-12.

¹¹ Michael D. Bordo, Josef Christl, Christian Just, harold James, Exchange Rate Regimes Past, Present and Future, Working Paper 92, Oesterreichische National bank, November 3, 2004, PP:3-4.

¹² Barry Eichengreen, Raul Razo-Garcia, How Reliable Are De Facto Exchange Rate Regime Classifications?, Working Paper 17318, National Bureau Of Economic Research (NBER), Cambridge October 2011, P:5.

¹³ Barry Eichengreen, Raul Razo-Garcia, How Reliable Are De Facto Exchange Rate Regime Classifications?, op.cit, PP:4-5.

¹⁴ Jean Pierre Allégret, Les régimes de change dans les payés émergents, Vuibert , 2005 , P:20.

¹⁵ روبا دوتا غوبتا، وغيلدا فرنانديز، سيم كاراكاداج، التحرك نحو مرونة سعر الصرف: كيف، ومتى، وبأي سرعة؟، قضايا اقتصادية رقم 38، صندوق النقد الدولي، 2006، ص ص: 2-4.

¹⁶ يقدم Aizenman صيغة أخرى للمؤشر:

$$ERS = 0.01/[0.01 + stdev(\tilde{N}(\log(exch_rate)))]$$

¹⁷ Joshua Aizenman, Menzie D. Chinn, Hiro Ito, The “Impossible Trinity” Hypothesis in an Era of Global Imbalances: Measurement and Testing, October 2009, PP:6-8.

- Carmen M. Reinhart, Kenneth S. Rogoff, The Modern History Of Exchange Rate Arrangements: A Reinterpretation, Working Paper 8963, National Bureau Of Economic Research (NBER), Cambridge, June 2002

- Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions 2013, International Monetary Fund, Washington, U.S.A, 2013.

- قاعدة بيانات البنك الدولي 2013 على الرابط <http://data.albankaldawli.org/indicator>.

- EViews 7 User’s Guide, Quantitative Micro Software, United States of America, 2009.

- Wiliam Green , Econométrie, 5e édition , Pearson Education, France, 2005.