



# القرار الاستثماري على المستويين الجزئي والتجميحي

يعتبر إنشاء المشروع الاستثماري بمثابة عملية زراعة عضو في جسم الاقتصاد القومي ، ومن ثم فسوف يتفاعل مع البيئة الاقتصادية الكلية المحيطة التي يعمل بها . ويعتبر هذا التفاعل مع الظروف الاقتصادية الكلية دالة في السمات والظروف الداخلية للمشروع وبالتالي يجب فحص واختبار هذه العلاقة بشكل منظم ودورى بحيث تصبح جزءاً أساسياً لعملية تطوير المشروع على مختلف مراحله .



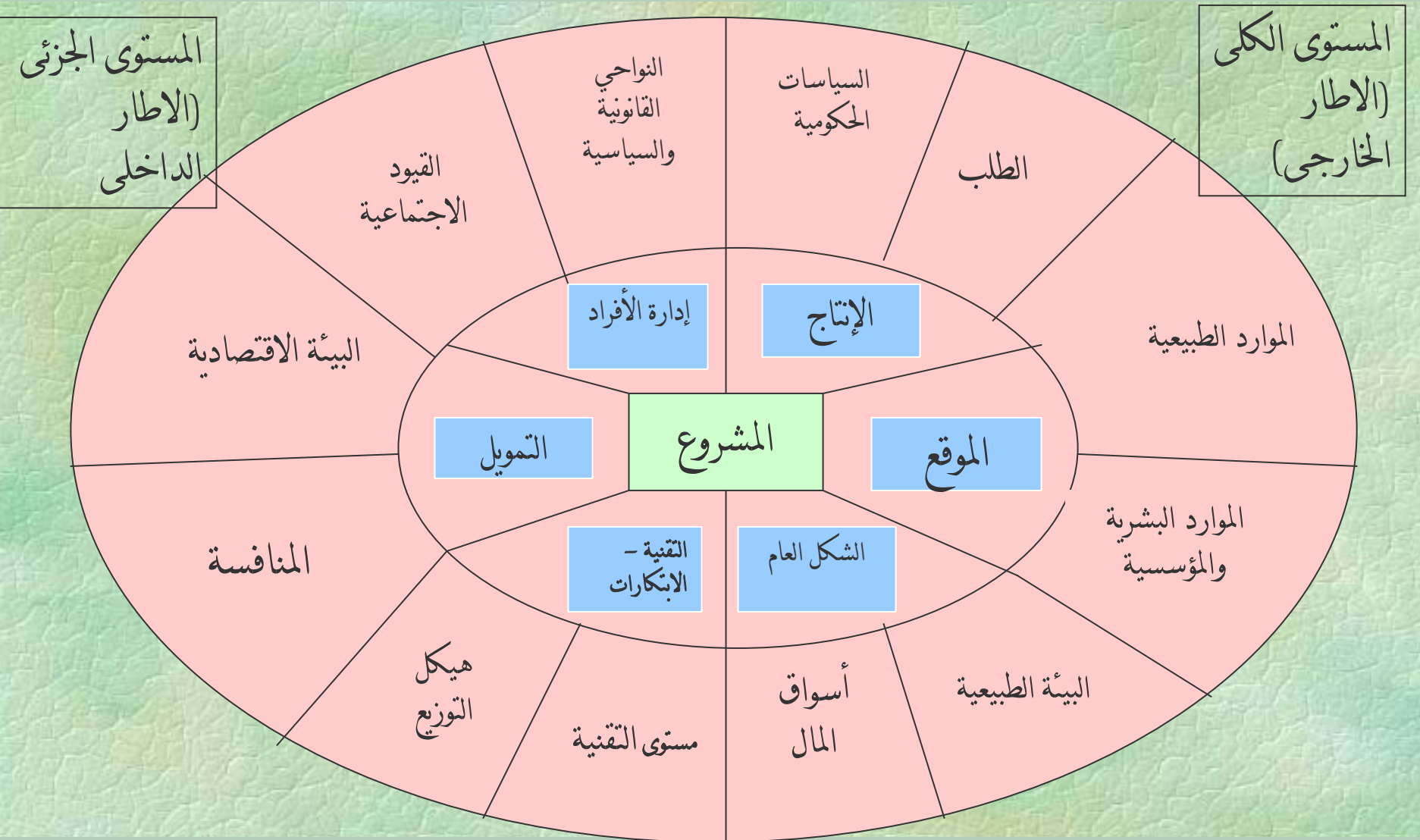
# القرار الاستثماري على المستويين الجزئي والتجميحي

وعلى ذلك فيجب على المستثمر:

- الإلمام بالسياسات الحكومية مثل السياسة الضريبية وسياسة الدعم والأسعار الجبرية - التي قد تنتهجها الحكومة وما يصاحب هذه السياسات من تغييرات متوقعة تؤثر في تصميم المشروع الاستثماري وصناعة القرارات الاستثمارية.
- إدراك العلاقة فيما بين المشروع والاقتصاد الذي يعمل به ، حيث أن تأثير الظواهر الاقتصادية الجزئية أو الكلية يزداد كلما زاد حجم المشروع ونما حجم السلع والخدمات التي يستخدمها المشروع أو يقدمها للاقتصاد ككل . وكلما ارتفعت درجة التأثير الإيجابي للمشروع نحو تحقيق الأهداف المحددة من قبل السلطات سواء على مستوى القطاع أو المستوى القومي ، كلما حظي المشروع على التشجيع والدعم الحكومي .



# بيئة المشروع الاستثماري على المستويين الجزئي والكلّي





# أمثلة عملية على ملائمة وعدم ملائمة البيئة الاستثمارية

تشرح الأمثلة التالية كيف أن أداء المشروعات الاستثمارية يتأثر سلبيا ويتسم بالفقر في ظل مناخ استثماري تسوده حوافز السوق غير الملائمة ، ويغيب عنه دور الاستثمار العام المساند والمكمل للاستثمار الخاص:

## حالة جاميكا:

المشروع : شرعت الحكومة في جاميكا (1973) في تنفيذ مشروعين في نطاق خطة التنمية لديها ، أحدهما مشروع البنية التحتية في الريف (تمهيد الطرق وتنقية وتوصيل مياه الشرب) ، والآخر هو إعادة تأهيل مصانع تكرير السكر المملوكة للقطاع العام .



## السياسات السائدة:

وقد تزامن مع هذا القرار عدد من السياسات الاقتصادية تمثلت في انتهاج سياسة سعر صرف مقدر بأكبر من قيمته الحقيقية ، سياسة تجارة خارجية حمائية بما في ذلك سياسة الرقابة على الواردات وتطبيق نظام التراخيص الاستيرادية وتحديد الاسعار إداريا (الأسعار الجبرية) مما ساهم بدرجة كبيرة في نقص ملحوظ في الواردات من السلع الرأسمالية والوسيلة اللازمة لعملية التنمية.



## النتيجة:

- اقتصار المنفذ من مشروعات تمهيد الطرق على جزء بسيط فقط من المخطط تنفيذه وذلك بسبب النقص الشديد في عدد الشاحنات وقطع غيارها .
- تأجيل تصميم وتنفيذ مشروع توصيل المياه إلى القرى نتيجة لنقص المعدات اللازمة وغياب الإدارة المؤهلة .
- تثبيط الاستثمار الخاص في صناعة السكر كنتيجة لمزاحمة حصص شركات القطاع العام من جهة ، وتراجع إنتاج قصب السكر إلى النصف تقريبا كنتيجة للتسعير الجبري من جهة أخرى ، فضلا عن تدهور كفاءة مصانع تكرير السكر نتيجة نقص المعدات والآلات والصيانة والإدارة المؤهلة .



## حالة السودان:

### المشروع :

خلال حقبة السبعينيات ، تم اتخاذ قرار استثماري بإقامة مشروع خاص باستثمارات بلغت ملايين الدولارات لإنتاج لحوم الماشية بهدف التصدير الخارجي والاستهلاك المحلي . وكانت خطة المشروع تستهدف شراء 40 ألف رأس ماشية في السنة وتصدير 80% من الإنتاج السنوي .

## السياسات والنتيجة:

لم يحظ المنتج على الطلب الخارجي المتوقع نتيجة للمغالاة في سعر الصرف ، وفرض ضريبة جمركية على الصادرات مما ساهم في تخفيض إيرادات المشروع المتوقعة .

ومن جهة أخرى ، فقد تعرضت المبيعات المحلية للتسعير الجبري على الرغم من حصول المشروع على مدخلاته بأسعار السوق . وفي سبيل التغلب على مشاكل سياسة البيع بالجملة ، حاول المشروع فتح منافذ خاصة به في الأسواق للبيع بسعر التجزئة ولكن لم يستطع استصدار تراخيص لهذه المنافذ .





## تابع الامثلة

وليت الأمر توقف عند هذا الحد بل امتد ليشمل عدم قدرة الشركة العامة للكهرباء عن الإنتاج بالقدر الكافي (بسبب عدم ملائمة حوافز السوق وعدم كفاية الخدمات العامة) مما دفع إدارة المشروع لشراء مولد كهرباء ولكنه عجز عن توفير الكمية الكافية من وقود الديزل نتيجة لنقص المخصص من النقد الأجنبي . وبالتالي اقتضت دائما مشتريات المشروع من رؤوس الماشية على 10% فقط من الطاقة الاستيعابية للمشروع (40 ألف راس) مما جعل المشروع يحقق خسائر مستمرة حتى أغلق أبوابه في بداية الثمانينات .



## تابع الامثلة

وتوضح حالة شيلي كيف أن المناخ الاستثماري المحلي الذي يتسم بالمنافسة يؤثر ايجابيا على أداء الشركات الاستثمارية ، ففي أواخر حقبة السبعينيات ، أقام المستثمر توماس جوميز مصنع مكون من غرفتين لإنتاج الأحذية الجلدية . وفي هذا الوقت كانت المنافسة المحلية لهذه الصناعة على أشدها . وقد قرر التركيز على جودة المنتج والتسويق المحلي نظراً لسعر الصرف المغالى فيه وارتفاع التعريفات الجمركية على الواردات المنافسة . وفي أعقاب تحرير التجارة الخارجية في بداية الثمانينات ، استطاع المصنع أن يصدر 20% من إنتاجه نتيجة لارتفاع جودة المنتج وانخفاض تكلفته . وفي عام 1991 نجح المصنع في تصدير 80% من إنتاجه أي 2.5 مليون \$ أو 10/1 من صادرات شيلي من الأحذية آنذاك فضلا عن توفير فرص عمل لنحو 350 عامل .



# كيفية الحكم على مدى عمق وتطور سوق المال

اقترح كل من Laurens and Piedra (1998) طريقة للحكم على مدى عمق الأسواق المالية ومدى نضجها في إطار التنسيق مع السياسات الاقتصادية ، وتكون هذه الطريقة من توصيف لاربعة مراحل تمر بها الأسواق المالية كما يلي:



# كيفية الحكم على مدى عمق وتطور سوق المال

المرحلة الأولى: عدم وجود سوق أو وجود سوق صغير الحجم للأوراق المالية.  
وفي هذه المرحلة:

- يتولى البنك المركزي تمويل عجز الموازنة بشكل شبه كامل وتظهر الحاجة إلى تشريعات رسمية تحد من هذا التمويل، وذلك بهدف تجنب التوسع الزائد عن الحد في الائتمان المحلي وعملية خلق النقود.
- من المفيد أن يتم في هذه المرحلة الاعتماد على إطار برجة النقود بمعناها الواسع للتنبؤ بحجم الطلب على النقود ومصادر الائتمان المحلي.



# كيفية الحكم على مدى عمق وتطور سوق المال

المرحلة الثانية: مرحلة مبدئية لتطوير السوق. وفي هذه المرحلة:

- يشهد سوق المال إدخال الأدوات المالية الحكومية قصيرة الأجل (أذون الخزانة) ، وتبقى سوق الإقراض بين البنوك غير ناضجة ، واستمرار السوق الثانوي في مرحلة عدم التطوير ، واستمرار التحكم الإداري في تحديد أسعار الفائدة أو تميزها بدرجة مرونة غير كافية .
- يتم في هذه المرحلة إتباع سياسات متسقة لتخفيض تكاليف أعباء خدمة الدين بينما يظل الاعتماد على إطار برجة النقود بمعناها الواسع ، واستخدام أذون الخزانة الحكومية والأدوات غير المباشرة الأخرى لتنفيذ السياسة النقدية .



# كيفية الحكم على مدى عمق وتطور سوق المال

المرحلة الثالثة: سوق مالية متطورة لم تصل إلى مرحلة التطور الكامل . وفي هذه المرحلة:

- تكسب سياسة تحديد أسعار الفائدة مزيد من المرونة ، واستخدام أكثر توسعا لأذون الخزانة الحكومية وإتباع اسلوب المزادات العلنية للائتمان فى تنفيذ السياسة النقدية بينما يتم استبدال القروض الرديئة بالأوراق المالية الحكومية .
- إدخال أدوات الدين متوسطة الأجل ذات أسعار فائدة محددة إداريا أو مربوطة بسعر الفائدة السائد على أذون الخزانة الحكومية .
- زيادة حجم وتوسيع مدى حاملي الأوراق المالية مع رسم خطط للترتيبات المؤسسية والتشريعية التى تنظم وتحكم التعامل فى السوق الثانوي .



# كيفية الحكم على مدى عمق وتطور سوق المال

تابع المرحلة الثالثة:

- يظل البنك المركزي المصدر الرئيسي لتوفير السيولة فيما يتعلق بأدوات الدين الحكومي .
- يتم تقوية سوق الإقراض فيما بين البنوك ، وإدخال ترتيبات المقاصة والتسوية .
- انتهاج عمليات مراجعة مدى كفاية الإشراف المصرفي فيما يتعلق بإدارة الأصول والخصوم .
- يقل الاعتماد على أسلوب برجة النقود بمعناها الواسع ، ويكتسب أسلوب الاعتماد على النقود الاحتياطية اهتماما أكبر كمرشد للبنك المركزي في سياسة التدخل في ظل سياسة مالية منضبطة .



# كيفية الحكم على مدى عمق وتطور سوق المال

المرحلة الرابعة: نضوج السوق المالية. وفي هذه مرحلة:

- أسعار الفائدة يتم تحديدها بمرونة كاملة .
- تقوية وتوسيع الترتيبات المؤسسية والتشريعية والإشرافية للسوق الثانوي .
- توفير درجة عالية من السيولة لأدوات الدين العام من خلال السوق المالية ، وتوفير استقلالية للبنك المركزي تكفل له إدارة السيولة بشكل لا يملى عليه .
- إدخال أسلوب المزادات العلنية لأدوات الدين متوسطة وطويلة الأجل .
- تناسق إصلاح نظام الدفع المحلي مع التوسع في انتهاج أنظمة المقاصة والتسوية والسجلات المحاسبية .





# كيفية الحكم على مدى عمق وتطور سوق المال

## تابع المرحلة الرابعة:

○ تصل السوق المالية من النضج إلى الدرجة التي تتفاعل عندها بسرعة وقوة مع الإشارات الناجمة عن تنفيذ السياسة النقدية .

○ ربما ترسم الترتيبات المؤسسية أهدافا منفصلة لإدارة الدين والسياسة النقدية مدعومة بأسلوب الاعتماد على عمليات السوق ، وإشارات السوق والترتيبات العملية بين صناعات السياسات لتأكيد اتساق وانضباط السياسة المالية ، وذلك لأن نجاح البنك المركزي في تنفيذ السياسة النقدية مرتبط بتحقيق التناسق مع السياسة المالية واكتساب ثقة الجمهور .



# كيفية الحكم على مدى عمق وتطور سوق المال

وتطبق هذه الطريقة على الأسواق العربية بصرف النظر عن الدول العربية التي ليس لديها سوق أ.م (سوريا وليبيا واليمن ، جيبوتي والصومال وموريتانيا) ، نجد ان بعضها لم يصل إلى المرحلة الرابعة ، والبعض الآخر لم يتخطى المرحلة الثانية. فالسوق المصرية (كمثال) ، مازالت في المرحلة الثالثة ولم تنتقل بعد إلى مرحلة النضج. فما زال الأمر يتطلب تقوية وتوسيع الترتيبات المؤسسية والتشريعية والإشرافية للسوق الثانوي بحيث يتم توفير درجة عالية من السيولة لأدوات الدين العام من خلال السوق المالية (بدأ مؤخرًا تطبيق نظام المتعاملين الرئيسيين) ، كما لم يتم إدخال أسلوب المزادات العلنية لأدوات الدين متوسطة وطويلة الأجل ، وأيضا لا تتوفر للبنك المركزي درجة استقلالية تكفله إدارة السيولة بشكل لا يملى عليه. ولم تصل السوق المالية من النضج إلى الدرجة التي تتفاعل عندها بسرعة وقوة مع الإشارات الناجمة عن تنفيذ السياسة النقدية.



يصدر البنك الدولي تقرير سنوي دوري عن بيئة الأعمال في العالم يستند فيه علي عدد من المؤشرات تحدد مدي جاذبية بيئة الاستثمار في بلد ما ، وتتنوع تلك المؤشرات ما بين إجراءات تأسيس الكيان القانوني للمشروع وقوانين العمل (توظيف العمالة والاستغناء عنها) إلى مدي إتاحة معلومات عن الائتمان والحصول عليه وإجراءات حماية المستثمر ودخول العقود حيز التنفيذ وإغلاق المشروع ، وتسجيل الملكية .