

## تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية وأثرها على معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي "GDP" دراسة حالة: ماليزيا خلال الفترة 1995-2011

الإسنادة: سامية مقماش  
قسم النسيير  
جامعة الحاج لخضر- بانه

الملخص:

تهدف هذه الورقة البحثية إلى معرفة أثر تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية على معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي في ماليزيا، اعتمادا على دراسة قياسية للفترة الممتدة ما بين 1995 و2011، وذلك باستعمال طريقة المربعات الصغرى العادية. وقد توصلت هذه الدراسة إلى أن هذه التدفقات تؤثر إيجابا على معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي وخاصة تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر والمحفظي. الكلمات المفتاحية: التدفقات الرأسمالية، التحرير المالي، النمو الاقتصادي في ماليزيا.

### Abstract:

This paper aims to find the impact of the foreign capital flows on the real GDP growth rate in Malaysia, and depending on the econometric study for the period 1995-2011, and using the Least Squares Method.

This study found that The foreign capital flows have a positive impact on the GDP growth rate, and Specifically the foreign direct investment and portfolio investments.

**Keywords:** Capital flows, Financial Liberalization, Economic Growth in Malaysia.

**Mots-clés:** Flux de Capitaux, Libéralisation Financière, croissance Économique en Malaisie.

المقدمة:

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 لزاما عليها مواكبة التطورات العالمية والسعي إلى

استغلال الفرص لمواجهة التحديات التي تفرضها عملية التحرير. ومن أجل ذلك، قامت العديد من الدول بإعادة هيكلة قطاعاتها المالية والمصرفية، من خلال القيام بسلسلة من الإجراءات لتحرير معاملاتها المالية، للتكيف مع المستجدات.

وتعد ماليزيا<sup>(1)</sup> من الدول التي آمنت بأن الاندماج في الاقتصاد العالمي ضرورة لا مناص منها، لذا اعتمدت على إستراتيجية النمو القائمة على تشجيع تدفق رؤوس الأموال الأجنبية، فقامت بفتح المجال أمام الاستثمار الأجنبي في مختلف قطاعاتها الزراعية والصناعية. ولقد 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 النمر الآسيوية. مما 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 التدفقات الأجنبية ذات أهمية بالنسبة لكل الدول، وخاصة تلك التي تتطلع إلى السير على خطاها للنهوض باقتصادياتها والتحرر من التبعية.

وبناءً عليه، فإن هذه الورقة تسعى لتأكيد فرضية رئيسية مفادها " أن تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية تؤدي إلى رفع معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي في ماليزيا".

ومن بين ما تهدف إليه هذه الورقة هو الوقوف على مجموعة من النقاط أهمها:

- تقديم رؤية واضحة عن رؤوس الأموال الأجنبية، أقسامها، وخصائصها؛

- تبيان مساهمتها في تحقيق التنمية في ماليزيا وأثرها على معدل النمو؛
- إبراز أهم الإيجابيات التي تميز تجربة ماليزيا باعتبارها مثالا مشجعا جديرا بأن يحتذى به.

ومنه، ولتحقيق هدف البحث، وفي ضوء الفرضية الموضوعية له، فقد تم تسليط الضوء على ثلاث محاور هي: الإطار النظري لمفهوم التدفقات الرأسمالية الأجنبية؛ السياسات المالية في مجال استقطاب رؤوس الأموال الأجنبية، وأخيرا قياس أثر هذه التدفقات على معدل نمو "GDP" الحقيقي في ماليزيا.

### المحور الأول: الإطار النظري لمفهوم التدفقات الرأسمالية الأجنبية.

شهدت فترة ما بعد الحرب العالمية الثانية نموا سريعا للتدفقات الرأسمالية عبر الحدود، نتيجة تعاضم ظاهرة تحرير حركة رؤوس الأموال، والتي جاءت استجابة لظروف كثيرة أملت متغيرات جمة أثناء هذه الفترة، منها تصاعد البعد الدولي للرأسمالية، والرضوخ لقرارات المنظمات الدولية أو التكتلات الاقتصادية الكبرى، وغيرها.

### أولاً: تعريف التدفقات الرأسمالية الأجنبية.

تعرف التدفقات الرأسمالية الأجنبية على أنها صافي التدفقات من القروض مطروحا منها التسديدات، بالإضافة إلى المساعدات الرسمية وصافي الاستثمار الأجنبي وصافي الاستثمار في محافظ الأسهم.<sup>(2)</sup> ما يستنتج من التعريف أن التدفقات الرأسمالية تتمثل في الاستثمار الأجنبي المباشر، الاستثمارات المحفظة، القروض والمساعدات.

### ثانياً: أنواع التدفقات الدولية لرؤوس الأموال.

تنقسم من حيث الآجال الزمنية إلى تدفقات قصيرة الأجل وتدفقات طويلة الأجل، كما تنقسم حسب الجهات الدانئة إلى رسمية وخاصة، وعموماً

يمكن إجمالها في: الاستثمار الأجنبي المباشر، والاستثمار المحفظي، والندفقات المالية الأخرى (أهمها القروض العامة).

أ- 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 (البلد المستقبل للاستثمار).<sup>(3)</sup> وتعرّف الشركة الأم على أنها تلك الشركة التي تمتلك أصولاً في شركة أو وحدة إنتاجية تابعة لبلد آخر غير البلد الأم، وعادة ما تأخذ الملكية شكل حصة في رأس مال الشركة التابعة للبلد المستقبل للاستثمار، وتساوي أو تفوق 10% من الأسهم العادية أو القوة التصويتية في مجلس الإدارة، وتسمى الشركات المحلية، وحدات أو فروع.<sup>(4)</sup>

استناداً إلى التعريف، ينطوي الاستثمار الأجنبي المباشر على تملك المستثمر الأجنبي المباشر لجزء أو كل الاستثمارات في المشروع المعني على أن لا تقل نسبة التملك عن 10%. ويكون الاستثمار مشتركاً إذا شارك المستثمر الأجنبي والوطني في إدارة المشروع، وفي حالة سيطرته الكاملة على الإدارة والتنظيم يكون مملوكاً ملكية مطلقة له.

وتتحدد وجهة الاستثمارات الأجنبية المباشرة نحو المناطق التي توفر فرصاً جيدة للاستثمار، حيث يتوقع المستثمر تحقيق عائداً يفوق ما تحققه الفرص البديلة في دول أخرى، ويتطلب ذلك ثبوت جدوى المشروع من كل جوانبه الفنية، المالية، الإدارية والتسويقية.<sup>(5)</sup> ولا يتم ذلك إلا من خلال دراسة مستفيضة لمحددات الاستثمار الاقتصادية والاجتماعية بل حتى السياسية.

فالدول التي لديها مؤشرات اقتصادية إيجابية (معدل التضخم، سعر الصرف، معدلات الفائدة) بإمكانها أن تستقطب استثمارات أجنبية مباشرة،

حيث تكتسي هذه العوامل أهمية كبرى بالنسبة للمستثمر الأجنبي. وتشمل العوامل الاقتصادية أيضا عدم تدخل الدولة للتأثير على المنافسة والنظام الضريبي، لما لهذين العاملين من تأثير على التكلفة وبالتالي الأسعار.<sup>(6)</sup> كما ينبئ كبر حجم السوق واتساعها عن زيادة حجم الطلب وإمكانية تحقيق أرباح أكثر، ويقاس حجم السوق بجملة من المؤشرات منها الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الجارية، متوسط دخل الفرد المعبر عنه بمتوسط الناتج المحلي الإجمالي للفرد والقدرة الشرائية.<sup>(7)</sup> ويعتبر توفر الموارد من العوامل المؤثرة على وجهة الاستثمار الأجنبي، وهذه الموارد قد تكون طبيعية (مواد أولية، أو مصادر الطاقة)، أو بشرية (تكلفة عنصر العمل وجودته وكفاءته)، أو موارد تكنولوجية (مراكز البحث والمخابر)، أو تمويلية (الحصول على التمويل اللازم للمشاريع الاستثمارية وخاصة القروض).

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.<sup>(8)</sup> حيث تساهم هذه العناصر في سهولة التواصل والاتصال بالمستهلكين.

ب- 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.<sup>(9)</sup>

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).

وتختلف أدوات الاستثمار المحفظي، فمنها أدوات دين، تتمثل في السندات أو أدوات الخزنة وشهادات الإيداع، وتعطي لحاملها الحق في الحصول على فوائد سنوية أو فائدة في نهاية المدة، ومنها أدوات الملكية، تشمل الأسهم العادية والأسهم الممتازة، وتمنح لحاملها الحق في التوزيعات والأرباح والحقوق الأخرى المرتبطة بإدارة الشركة كالتصويت والمراقبة. وقد تم استحداث أدوات جديدة تسمى المشتقات، وتتمثل في عقود الخيارات والعقود المستقبلية، وعقود المبادلات. أما الأدوات المركبة فتتمثل في محفظة الأوراق المالية، وهي عبارة عن مزيج من الأسهم والسندات.

**ج- القروض العامة والإعانات:** القروض العامة "مقدار الخصوم التعاقدية القائمة في وقت بعينه على المقيمين في بلد ما لغير المقيمين، مع تحديد الأقساط لسداد الأصل مع الفائدة أو بدونها أو لسداد الفائدة بالأصل أو بدونه".<sup>(10)</sup> وتنقسم القروض من حيث الفترة الزمنية إلى قصيرة الأجل أو طويلة، وبحسب مصدرها إلى خاصة أو رسمية. الخاصة تقدم من قبل الأفراد أو المؤسسات الخاصة مثل البنوك التجارية في الدول، أما الرسمية فتقدمها مؤسسات دولية مثل صندوق النقد الدولي والبنك الدولي، أو مؤسسات إقليمية مثل بنك التنمية الإفريقية، صندوق النقد العربي.<sup>(11)</sup>

أما الإعانات فهي مجموعة من المساهمات المتكونة من منح لا ترد، أو قروض ميسرة واجبة السداد تتم وفقا لقواعد وشروط أيسر عن مثيلاتها في الأسواق المالية الدولية؛ حيث تقل أسعار الفائدة لهذه القروض عن المعدلات العادية، أو من حيث احتوائها على فترات سماح تكون أطول، أو من حيث طول مدة السداد".<sup>(12)</sup>

### ثالثا: أسباب التدفقات الدولية لرؤوس الأموال.

وتنقسم إلى أسباب داخلية وخارجية.

#### أ- الأسباب الداخلية: وتنقسم بدورها إلى:

- فجوة التمويل المحلي: تدخل التدفقات الدولية لرأس المال في إطار ما يعرف بالتمويل الدولي والذي يمثل جانبا مهما من العلاقات الاقتصادية الدولية المرتبطة بتوفير رؤوس الأموال دوليا، وتأتي أهميتها كوسيلة لسد الفجوة في المدخرات المحلية للبلد الممول، وتعادل 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 المستمر في ادخاراتها المحلية والإيفاء بالتزاماتها المالية في خضم تفاعلاتها الاقتصادية الدولية.<sup>(13)</sup>

يعتبر 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.

- الزيادة المستقلة في دالة الطلب المحلية: تقود الزيادة الحاصلة في الطلب على النقود إلى جذب رأس المال الأجنبي بمختلف أشكاله وخاصة الاستثمارات المحفظية والأموال قصيرة الأجل. ومن

الاقتصاديين الذين تناولوا هذا الموضوع بإسهاب الاقتصادي ميلتون فريدمان. فقد جاء في تحليله أن النقود يمكن اعتبارها أصل كباقي الأصول الأخرى سواء كانت أوراق مالية أو أصول حقيقة. وبذلك، فالطلب على النقود شأنه شأن الطلب على أي سلعة يتوقف على القيود التي تفرضها الميزانية وعلى سعر النقود. فبالنسبة لقيود الميزانية (مستوى الدخل) تتحدد بمقدار الثروة الكلية التي تمتلكها الوحدات الاقتصادية، أما سعر النقود فيتحدد طبقاً لتكلفة الفرص البديلة.<sup>(14)</sup> وعليه فزيادة الطلب على النقود تعد من الأسباب المؤدية للتدفقات الرأسمالية سواء كان الطلب عليها بشكلها السائل أو عن طريق طلبها في صورة أوراق مالية أو أصول حقيقة.

- **الزيادة في إنتاجية رأس المال:** إن قرار الاستثمار يُبنى على أساس المقارنة بين معدل الربحية المتوقع وبين الكلفة المقترحة للمشروع، وعادة ما يعبر عن الإيرادات المستقبلية بالإنتاجية الحدية لرأس المال، فالعلاقة بين الإنتاجية الحدية لرأس المال والأموال المستثمرة طردية؛ فارتفاع الإنتاجية الحدية يعني ارتفاع المداخل، وبالتالي التشجيع على الاستثمار، ومنه زيادة الأموال المستثمرة، والعكس صحيح. وعليه فالتدفقات الرأسمالية تتأثر بدافع الربح، فبافتراض ثبات العوامل الأخرى، فإن رأس المال ينجذب إلى الدول التي يرتفع فيها عائد الاستثمار نسبياً، وهذا ما نلاحظه بالنسبة لمختلف أنواع التدفقات الدولية لرأس المال وخاصة الاستثمارات الأجنبية المباشرة.<sup>(15)</sup>

ب- **الأسباب الخارجية:** ولما كانت تدفقات رؤوس الأموال الدولية تدخل في إطار التمويل الدولي فإنها لا تتأثر بالأسباب السابقة فقط، بل تتأثر أيضاً بعدة أسباب خارجية منها:



- الاختلاف بين أسعار الفائدة الدولية: يعتبر سعر الفائدة السائد في دولة ما الموجه الأساسي لحركة الاستثمار والمفاضلة بين الخيارات المطروحة، وتختلف أسعار الفائدة بين الدول تبعاً لوفرة أو ندرة رأس المال فيها، ومن المعروف أن سعر الفائدة يرتفع في الدول التي تعاني من ندرة رأس المال، وينخفض في الدول التي لديها فائض منه. وعلى هذا الأساس تنتقل رؤوس الأموال من الدول التي يتوفر فيها رأس المال (فائض) إلى تلك التي تعاني من نقص فيه (عجز)، والتي تتسم بأسعار فائدة مرتفعة.<sup>(16)</sup> والهدف الأساسي لهذه الحركة هو تحقيق أكبر ربح، من خلال شراء أصول أجنبية قصيرة الأجل أو بإيداع رأس المال في إحدى البنوك الأجنبية، حيث يرتفع سعر الفائدة نسبياً.

- التوقعات في أسعار الصرف: تتأثر حركة انسياب رؤوس الأموال من وإلى الدولة بسعر صرف عملتها، وتتم عملية التأثير من خلال ما يتوقعه المستثمرون من تغيير في الأسعار الحقيقية لأصولهم المالية مقدرة بالعملة الأجنبية. فإذا ساد شعور عام في الأوساط المالية بأن قيمة عملة دولة ما ستتخفيض، فإن ذلك سيدفع بالمستثمرين وأصحاب المشاريع إلى تصفية مشاريعهم ونقل أصولهم إلى الخارج حتى يتجنبوا التخفيض الذي سيطرأ على أصولهم من جراء هذا التخفيض.<sup>(17)</sup> والعكس صحيح في حالة ارتفاع سعر صرف العملة.

- أغراض المضاربة: المضاربة هي بيع أو شراء صوريين ليس بغرض الاستثمار، ولكن للاستفادة من التغيرات التي تحدث في القيمة السوقية للأوراق المالية في الأجل القصير.<sup>(18)</sup> أي هي عملية شراء أو بيع آجلة بقصد الاستفادة من الفرق بين السعر الآجل يوم التعاقد والسعر الحاضر يوم الاستحقاق، فغرض المضارب من شراء أوراق مالية أو عملات أجنبية ليس

تملكها، وإنما إعادة بيعها في موعد آجل بسعر أعلى بناءً على توقعاته لتحقيق أكبر ربح من هذه العملية. ولقد ساهمت المضاربة في خروج ودخول كميات كبيرة من رؤوس الأموال الأجنبية نتيجة تحويل المضاربين لأموالهم من دولة إلى أخرى.

- بيانات ميزان المدفوعات: إن العجز في ميزان المدفوعات يمثل إحدى المشكلات التي تحظى باهتمام الدول، ولعلاج هذه المشكلة اتجهت إلى فتح أسواقها أمام التدفقات الرأسمالية الأجنبية كأحد الحلول. فعجز ميزان المدفوعات يدفع بالدولة إلى عرض عملتها الوطنية وشراء العملة الأجنبية، ما يعني وجود تدفق عكسي لمواردها من النقد الأجنبي (قصيرة أو طويلة الأجل)، ومن ثم يلجأ بلد العجز إلى استقدام رؤوس الأموال الدولية لغرض تسوية حالة العجز، مقابل هذا يقوم بلد الفائض بإقراض دول العجز بعملية أشبه باستثمار ذلك الفائض في دول تكون بحاجة إليه.<sup>(19)</sup> والعكس في حالة تحقيق الميزان لفائض.

إضافة إلى الأسباب السابقة والتي تؤثر على حركة التدفقات الدولية لرؤوس الأموال وتحدد كمياتها واتجاهاتها، فإنه توجد أسباب أخرى لا تقل أهمية منها، تفادي المخاطر السياسية والاقتصادية، إذ يعد الاستقرار السياسي من المؤشرات التي تتحكم في اتجاه تدفق رؤوس الأموال الأجنبية وتختلف هذه المخاطر من دولة إلى أخرى، وهي ثلاثة أنواع، مخاطر تؤثر على الأرواح والممتلكات، ومخاطر تؤثر على التشغيل، وأخرى على العمليات المالية كتحويل الأرصدة.<sup>(20)</sup> وعادة ما يتعرض المستثمر الأجنبي إلى هذه المخاطر نتيجة تغير نظام الحكم وما يتبعه من تغير في الاتجاهات السياسية والاقتصادية للنظام الجديد، أو المخاطر الناجمة عن عدم الاستقرار السياسي مثل حوادث الشغب والعنف.<sup>(21)</sup> والمخاطر السياسية تحوّل المستثمر إلى

مضارب حيث تدفع بالمستثمرين إلى التخلص السريع من الأصول المالية التي بحوزتهم تجنباً للمخاطر التي قد تصيب هذا الاستثمار.<sup>(22)</sup> وذلك بنقل أموالهم إلى خارج الدولة بحثاً عن الثقة والأمان. أما المخاطر الاقتصادية التي يسعى المستثمر إلى تفاديها فتشمل المخاطر التجارية والمالية. التجارية تتلخص في خطر العائد على الاستثمار، إذ يعتبر تحقيق الأرباح الهدف الأول والأساسي لانتقال المستثمر إلى الاستثمار خارج بلده، وينبغي أن تكون هذه الأرباح أكبر مما يحققه في بلده الأصلي. إضافة إلى خطر المنافسة، فقد يكون دافع المستثمر من الاستثمار خارج وطنه هو الهروب من المنافسة المحلية، غير أنه ينبغي التأكد من عدم وجود وضع تنافسي مماثل في البلد المضيف حاضراً أو مستقبلاً.<sup>(23)</sup>

وتتمثل المخاطر المالية في خطر منع تحويل أموال المستثمر إلى الخارج، أو تقييدها مما يفقد المستثمر الأجنبي تحقيق هدفه الأساسي، ففي حالة المنع الكلي أو الجزئي يصبح هذا المستثمر ملزماً بإعادة استثمار أرباحه في نفس البلد أو اللجوء إلى طرق غير قانونية لتحويل أرباح استثماره إلى دول أخرى أو إلى بلده الأصلي. إضافة إلى خطر الازدواج الضريبي، فقد تخضع الأرباح المحولة من البلد المضيف إلى البلد الأصلي للمستثمر إلى ضريبة على الدخل للمرة الثانية على الرغم من أنها خضعت لنفس الضريبة في البلد الذي تحققت فيه هذه الأرباح، مما يقلص من صافي أرباح هذا الاستثمار.<sup>(24)</sup>

تأسيساً على ما سبق، يمكن القول أنه توجد مجموعة من الأسباب المحددة لحركة تدفقات رؤوس الأموال منها الداخلية والخارجية. وتساهم هذه الأسباب مجتمعة في التأثير على ثقة المستثمر وتشجيعه لتوجيه استثماره إلى دولة دون أخرى. وهذه الأسباب لا تقتصر على بعض المؤشرات الاقتصادية

كسعر الصرف ومعدلات الفائدة وبيانات ميزان المدفوعات بل تتجاوزها إلى الظروف السياسية والاجتماعية والتشريعية للدولة.

**المحور الثاني: أهم السياسات المالىزية في مجال استقطاب رؤوس الأموال الأجنبية.**

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 التدفقات المالية الأجنبية.

**أولاً: التحرير المالي في ماليزيا.**

على عكس غيرها من الدول النامية، التي قامت بتفكيك كل الضوابط على أنظمتها المالية وتحرير أسواقها المالية فجأة؛ اعتمدت ماليزيا النهج التدريجي في عملية التحرير، حيث تبنت عملية التحرير بوتيرة تدريجية بما يتفق واحتياجاتها الاقتصادية والأحداث الاقتصادية العالمية الكبرى التي حدثت في كل مرحلة.

منذ استقلال ماليزيا وحتى نهاية السبعينيات من القرن العشرين، كانت ماليزيا نموذجاً عن الدول الأقل نمواً، مع انخفاض معدل النمو الاقتصادي، وارتفاع معدل الفقر والاعتماد على الزراعة واستخراج المعادن؛ لكن وعلى إثر أعمال الشغب التي وقعت في ماي 1969،<sup>(25)</sup> أدركت الحكومة أن الحاجة إلى إصلاحات كبرى وعميقة ضرورة ملحة. ونتيجة لذلك، قامت بتنفيذ جملة من الاستراتيجيات والبرامج المختلفة لإنعاش اقتصادها الوطني،<sup>(26)</sup> أهمها تحرير قطاعها المالي والذي مر بالمراحل التالية:

أ- تحرير أسعار الفائدة (1978-1985): أجرت ماليزيا سلسلة من الإصلاحات المالية قبل قيامها بتحرير أسعار الفائدة منها: (27)

- تعويم العملة الماليزية في سنة 1973؛ تم ربطها بسلة من العملات سنة 1975، استنادا إلى شركائها التجاريين الرئيسيين.

- اعتماد نظام الصرف أكثر ليبرالية؛

- إنشاء سوق مستقلة للصرف الأجنبي، وإنشاء كوالالمبور للأوراق المالية.

وانطلقت المرحلة الرئيسية للتحرير في أكتوبر 1978، عندما سمح البنك المركزي الماليزي للبنوك التجارية بحرية تحديد حجم الائتمان ومعدلات الإقراض، والحد الأقصى لأسعار الفائدة. إلا أن ماليزيا علّقت تحرير سعر الفائدة في وقت لاحق بسبب الركود الاقتصادي الذي اجتاح العالم سنة 1985. وتم تحديد أسعار الفائدة للفترة من أكتوبر 1985 إلى جانفي 1987، خوفا من أن ارتفاع أسعار الفائدة بشكل مفرط من شأنه أن يعرض الانتعاش الاقتصادي في ماليزيا للخطر. وتدخل البنك المركزي الماليزي للسيطرة على معدلات الفائدة على إثر الصدمة النفطية (1979-1980) وانعكاساتها الخطيرة على النشاط الاقتصادي العالمي والتي لم يسلم منها الاقتصاد الماليزي، حيث تعرض لانخفاض أسعار السلع الأساسية وارتفاع أسعار الفائدة. (28)

ب- التحرير المالي الإضافي (1987-1997): انتعش الاقتصاد الماليزي سنة 1987 بعد فترة الركود؛ وتماشيا مع أهداف تحرير الأسواق المالية أُستؤنفت عملية تحرير أسعار الفائدة، باستثناء أسعار الفائدة على بعض القروض الخاصة ببعض القطاعات الأولوية، التي ظلت خاضعة لتوجيهات البنك المركزي. كما تم اعتماد المزيد من التدابير للحد من الرقابة على أسعار الصرف، وشهدت بداية التسعينيات عددا من المبادرات لمواصلة إزالة

معوقات تدفقات رأس المال، لتعزيز مكانة ماليزيا بوصفها مركز ماليا إقليميا ودوليا، وكخطوة أولى، تم فصل كوالالمبور للأوراق المالية عن بورصة سنغافورة لتكون سوقا مستقلة. كما تم إنشاء مركز أوفشور (Offshore) المالي العالمي، والسماح للمؤسسات المالية الخارجية بالعمل بحرية، وتحويل العملات الأجنبية ونقل الأموال من وإلى ماليزيا دون الخضوع لأية رقابة. (29) وهو الأمر الذي أدى إلى استقطاب حجم كبير من رؤوس الأموال كانت سببا في زعزعة استقرار ماليزيا فيما بعد.

**ج- مسار التحرير المالي بعد أزمة 1997-1998:** سجل الاقتصاد الماليزي معدلات نمو غير مسبوق ابتداء من عام 1987، واستمرت اثني عشر سنة متتالية وبلغ متوسط معدل النمو 7.8٪ قبل أزمة العملة،<sup>(30)</sup> التي ظهرت في تايلاند ثم انتقلت عدواها "للرنجيت" الماليزي في 14 يونيو 1997 وشهدت ماليزيا حركات مضاربة كبيرة على عملتها. فكان رد فعل الحكومة الماليزية أن قامت بوضع سياسات وإجراءات لاحتواء الأزمة منها تدخل البنك المركزي للدفاع عن العملة الوطنية، ووضع ميزانية لوقف تدهور الاقتصاد وحمايته من الدخول في حالة كساد، وتخفيض الإنفاق الحكومي بنسبة 2% وتأجيل المشروعات الكبيرة، وتقييد نمو الائتمان بنسبة 25% مع نهاية 1997 وبنسبة 15% مع نهاية عام 1998، كما أعلنت ماليزيا تثبيت عملتها مؤقتا لاحتواء عمليات المضاربة.<sup>(31)</sup>

لقد اتبعت ماليزيا نمونجا مختلفا في مواجهة هذه الأزمة والتعامل معها، فقد رفضت اللجوء إلى صندوق النقد الدولي وعالجت الأزمة من خلال فرض قيود صارمة على سياستها النقدية وإعطاء صلاحيات واسعة للبنك المركزي لتنفيذ ما يراه صالحا لوقف التدفق العكسي لرؤوس الأموال الأجنبية نحو الخارج، والعمل على رفع حصيلة الصادرات بالعملة الصعبة.

وخلال عامين تمكنت من الخروج من الأزمة ومواصلة مسيرتها التتموية.<sup>32</sup> ومنذ ذلك التاريخ أصبحت ماليزيا تفرض بعض الضوابط الانتقائية مثل الضرائب على بعض مكونات رأس المال، كما قامت بتثبيت عملتها بالدولار الأمريكي.<sup>(33)</sup> ولقد استطاعت ماليزيا استرجاع الثقة في نظامها المالي، فمنذ سنة 1999 شهدت تحسنا ملحوظا في نشاطها الاقتصادي واستقرارا في أسواقها المالية.

### ثانيا: السياسات الماليزية المحفزة لجلب التدفقات المالية الأجنبية.

من بين ما اعتمدت عليه سياسة ماليزيا التتموية التركيز على جلب التدفقات المالية الأجنبية والاستفادة من المزايا المرافقة لها وفي سبيل ذلك عملت على تهيئة المناخ الملائم وتقديم الحوافز لجذبها، ويمكن تلخيص أهم هذه الحوافز في:

أ- الحوافز الضريبية المتعلقة بالاستثمار الأجنبي المباشر: انتهجت ماليزيا سياسة التعديل المستمر للحوافز الضريبية وفقا لأهدافها التتموية، فقد اتبعت سياسة إحلال الواردات لسنوات قليلة عقب الاستقلال، حيث عملت على تقديم مزايا تفضيلية في هذا المجال، تلاها التركيز على الاستثمار في الصناعات التكنولوجية والصناعات كثيفة رأس المال بهدف زيادة القدرة التنافسية للاقتصاد الماليزي فمنحت حوافز لهذا النوع من الاستثمار. وعموما يمكن عرض أهم هذه الحوافز والمتمثلة في:<sup>(34)</sup>

- إعفاءات ضريبية لفترة من 2 إلى 5 سنوات للاستثمار في صناعات إحلال الواردات كالأغذية وبعض الكيماويات، وذلك بموجب القانون الصادر سنة 1958.

- إعفاءات من ضريبة الأرباح تتراوح بين 2 إلى 10 سنوات واقتطاعات ضريبية تتراوح بين 25% إلى 40% من تكلفة رأس المال للاستثمار في صناعات كثيفة رأس المال، وذلك بموجب القانون الصادر سنة 1968.
- وفي السبعينيات قامت ماليزيا بإنشاء عشر مناطق حرة لجذب الاستثمار الأجنبي المباشر في قطاع الإلكترونيات والنسيج منحها إعفاءات من الرسوم الجمركية والضريبة على الأرباح.
- وبهدف جذب أكبر قدر من الاستثمار الأجنبي المباشر، وضعت الحكومة حوافز أكثر بموجب قانون تشجيع الاستثمار (PIA)، الصادر سنة 1986، والذي ساهم في نمو تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر بمتوسط معدل سنوي قدره 38.7% بين عامي 1986 و1996.<sup>(35)</sup> ومن بين ما نص عليه هذا القانون تقديم إعفاءات ضريبية للشركات التي تنتج منتجات محددة في هذا القانون، إضافة إلى الإعفاء من بعض الضرائب المستحقة على الدخل للشركات العاملة في مجال التصدير. كما تم تقديم حوافز ضريبية لقيام المستثمرين بعمليات البحث والتطوير وإعفاؤها لمدة 5 سنوات لتشجيعها على التوطن في ماليزيا.<sup>(36)</sup>
- أما في التسعينيات واستجابة لحجم التدفقات الضخمة قامت الحكومة بتعديل هيكل الحوافز بالتركيز على نوعية الاستثمار، ففي سنة 1991 قامت بمراجعة شاملة لسياسة الحوافز وذلك بتقليص نطاق الإعفاءات الضريبية، وإلغاء بعض الحوافز التي تتعارض مع اتفاقيات منظمة التجارة العالمية. وتم سنة 1995 تقليل الحوافز المقدمة للاستثمارات كثيفة الاستخدام لعنصر العمل والتركيز على الاستثمارات الرأسمالية.<sup>(37)</sup> وكان اهتمام ماليزيا فيما بعد منصبا على كيفية مواجهة الأزمة التي ضربتها سنة 1997.



- وفي ذات السياق، وبعد تجاوز ماليزيا أزمتهما أصدرت الحكومة سنة 2003 حزمة جديدة من حوافز الاستثمار في أنشطة التصنيع والزراعة والسياحة تضمنت إعفاءات مؤقتة أو محدودة أو كاملة من الضرائب. (38)

ب- الحوافز الخاصة بحقوق الملكية في الشركات: قامت ماليزيا بتحرير القيود الخاصة بحقوق الملكية في الشركات، حيث سمحت للمستثمرين الأجانب بالاستحواذ على نسبة 100% من حقوق الملكية في شركاتهم بشرط قيامهم بتصدير 80% فما فوق من منتجات تلك الشركات. والسماح للشركات التي تصدر من 51 إلى 79% من منتجاتها بتملك نفس النسبة من حقوق الملكية في الشركة، ونسبة 51% للشركات التي تصدر ما بين 20 إلى 50% من منتجاتها. أما الشركات التي لا تستطيع تصدير أكثر من 20% فنسبة ملكيتها لا تتعدى 30%. كما قامت الحكومة الماليزية بتوقيع اتفاقيات ضمان الاستثمار مع مختلف الدول تتعلق بحماية الشركات الأجنبية من التأميم الإلزامي، وإمكانية لجوئها إلى قانون فض المنازعات الدولي للحصول على التعويضات القانونية. (39)

أما فيما يخص الحوافز المقدمة للاستثمارات المحفزية، فبالإضافة إلى إجراءات التحرير المالي وخاصة المتعلقة بتحرير أسعار الفائدة والتي تم الإشارة إليها سابقا، فقد قامت ماليزيا بسلسلة من التدابير لاستقطاب أكبر للاستثمارات المحفزية، منها: (40)

- توسيع نطاق عمل البنوك في مجال التعامل بالعملة الأجنبية، عن طريق إلغاء الحد الأقصى المفروض عليها للتعامل بالعملات الأجنبية، والترخيص لبنوك الاستثمار في ماليزيا بإجراء صفقات بالعملة الأجنبية، والسماح لها بإنشاء فروع في الخارج.

— إزالة القيود المفروضة على البنوك الأجنبية للتعامل في المنتجات المالية بـ "الرنجيت" نيابة عن العملاء غير المقيمين في ماليزيا.  
— السماح للأفراد المقيمين والشركات بفتح حسابات بالعملة الأجنبية لأي غرض.

— تطوير سوق رأس المال بطرح أسهم عالية الجودة بتوفير وتنويع العروض، وتعزيز الروابط عبر الحدود مع الأسواق الأخرى، وذلك عن طريق السماح للشركات غير المقيمة للاستفادة من العائدات الناتجة عن إدراج أسهم من خلال طرحها على اللوحة الرئيسية لبورصة ماليزيا؛ والسماح للشركات المقيمة للاستفادة من عائدات الناتجة عن إدراج أسهم من خلال الاكتتاب العام في مجلس بورصة ماليزيا لأغراض الاستثمار في الخارج.

ثالثاً: تدفقات رؤوس الأموال الدولية إلى ماليزيا: منذ أواخر التسعينيات، أصبحت تدفقات رأس المال مصدراً هاماً للاستثمار بالنسبة لماليزيا، لكن هذه التدفقات متقلبة للغاية، إذ يمكن أن يؤدي التوقف المفاجئ لهذه التدفقات إلى إحداث صدمة مالية. ويعتبر الاستثمار الأجنبي المباشر أكثر استقراراً بالمقارنة بالاستثمارات المحفظية، وأقل عرضة للتقلب وهو ما جعل ماليزيا تقدم جملة من الحوافز لجذبه.

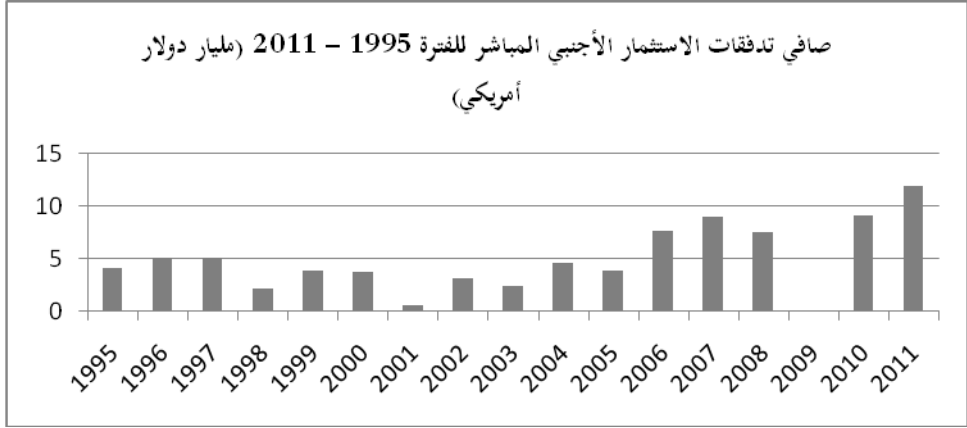
أ — صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر: قامت ماليزيا بتشجيع الاستثمار الأجنبي باعتباره وسيلة لتعزيز النمو الاقتصادي، ومن بين العوامل التي ساهمت في ارتفاع معدلات الاستثمار الأجنبي المباشر في ماليزيا، الاستقرار السياسي، والبيئة الاقتصادية المواتية، التي خلقت مناخاً جذاباً لرأس المال الأجنبي، فقد سعى صناع السياسة في ماليزيا لخلق والحفاظ على نمو الاستثمار وتخفيف تقلباته والحفاظ على المناخ الملائم لاستقطابه. وتعتبر

إجراءات التحرير الاقتصادي، التي باشرتها ماليزيا عاملا مهما في تفسير النمو الملحوظ في حجم الاستثمار الأجنبي المستقطب.<sup>(41)</sup>

ظل الاستثمار الأجنبي المباشر مستقرا إلى غاية سنة 1998 أين سجل انخفاضا ملحوظا بسبب الأزمة المالية الآسيوية، ولقد أدى قيام البنك المركزي الماليزي بتحرير القيود الرأسمالية على جميع فئات الأصول إلى تحسن صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر بعدها، وارتفع باستمرار منذ ذلك الحين 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 والتي أطلق عليها فقاعة الدوت كوم، إذ كان لها 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.<sup>(42)</sup>

وعاودت تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر الارتفاع مرة أخرى قبل أن تتعرض لأكبر صدمة بانخفاضها الحاد في 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 2009 أكثر من تضررها بسبب أزمة 1998.<sup>(43)</sup> والشكل رقم 1، يوضح ذلك.

الشكل رقم 1، صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر في ماليزيا خلال الفترة  
1995-2011.



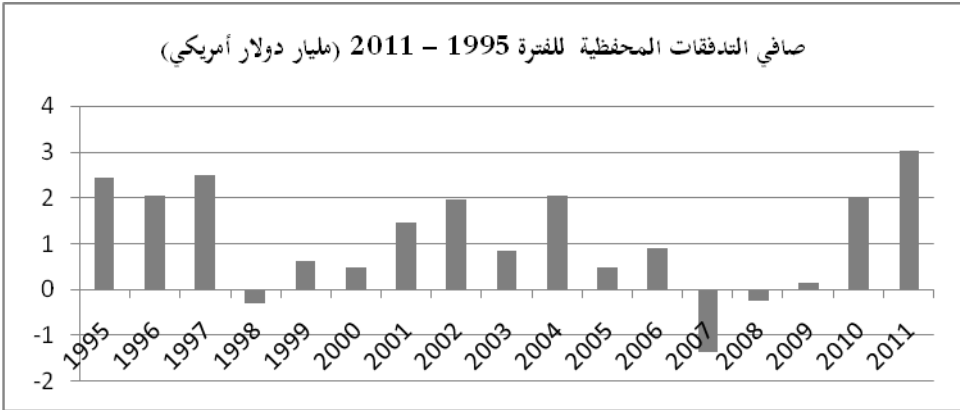
المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على:

Finance, (2004 ; 2007) Development – The World Bank, Global  
- <http://databank.worldbank.org/data/views/reports/tableview.aspx>

ب- صافي تدفقات الاستثمارات المحفظة: من التطورات الحاصلة في ماليزيا مع مطلع التسعينيات الارتفاع الكبير في التدفقات المحفظة، وهذا ما يعكس ثقة المستثمرين الناتجة عن الطفرة الاقتصادية التي عرفتها ماليزيا خلال هذه الفترة. استمر هذا الارتفاع 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.<sup>44</sup> وعاودت هذه التدفقات الارتفاع في أعقاب الأزمة نتيجة التغييرات في الظروف الاقتصادية المحلية لماليزيا والتي جاءت استجابة لمواجهة الأزمة، إضافة إلى التطور السريع لسوق السندات المحلية. وبعدها ظل التقلب السمة المميزة للتدفقات المحفظة، إلى أن سجلت أكبر تدفق عكسي لها خلال فترة الدراسة وذلك سنة 2007، حيث بلغ إجمالي التدفقات المحفظة الخارجة 1.37 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.<sup>(45)</sup> واستمر التدفق العكسي لمدة سنتين، وشهدت سنة 2010 و 2011 تدفقات محفظية كبيرة عكست التقاء عوامل الجذب الإيجابية والأسس القوية للقطاع المالي الماليزي، إضافة إلى تأثير أسعار الفائدة المنخفضة في الاقتصاديات المتقدمة.<sup>(46)</sup> والشكل رقم 2، يوضح ذلك.

الشكل رقم 2، صافي التدفقات المحفظية في ماليزيا خلال الفترة 1995 - 2011.



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على:

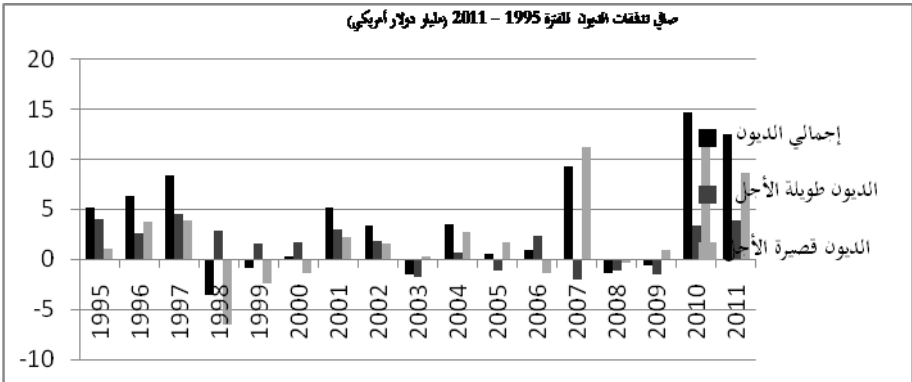
Finance, (2004 ; 2007) Development – The World Bank, Global  
- <http://databank.worldbank.org/data/views/reports/tableview.aspx>

**ج- صافي تدفقات الديون:** وتتمثل في صافي القروض الخارجية للقطاعات الرسمية والخاصة، بالإضافة إلى صافي ودائع المؤسسات المصرفية وكذلك تدفقات الائتمان التجاري، وقد سجل صافي 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 1998 وأزمة الرهن العقاري، اللتين أثرتا على وضع الودائع في الخارج والقروض بين البنوك، حيث تستجيب تدفقات القطاع المصرفي لتحركات أسعار الفائدة والسيولة. (47) وهذا ما يبدو جليا من خلال الشكل رقم 3.

وعرفت تدفقات الدين الخارجي زيادة قوية بعد الأزمة العالمية والدين الخارجي قصير الأجل تحديدا، حيث ارتفع بشكل كبير وخاصة منذ 2010 وذلك بسبب نشاط القطاع المصرفي، إضافة إلى زيادة 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. (48)

الشكل رقم 3، صافي تدفقات الديون في ماليزيا خلال الفترة 1995 - 2011.



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على:

- World Bank, International Debt Statistics, Available on the site :

<http://databank.worldbank.org/data/views/reports/tableview.aspx>.

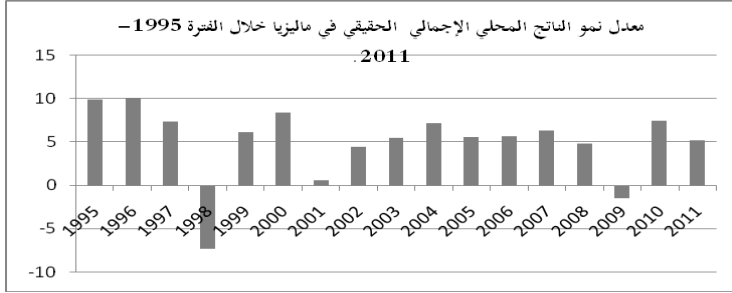
د - معدل نمو "GDP" الحقيقي في ماليزيا: نما الاقتصاد الماليزي بخطى ثابتة منذ نهاية سبعينيات القرن العشرين، ويعزى هذا النمو إلى برامج الحكومة الماليزية التي سعت جاهدة إلى تحسين المركز الاقتصادي للدولة، من خلال

إعطاء الأولوية للاستثمارات وتنويع قاعدة الصادرات السلعية، وتطوير الأسواق المالية، فقد سجلت ماليزيا معدل نمو "GDP" الحقيقي تجاوز 7% سنويا خلال الفترة من 1967 إلى 1997،<sup>(49)</sup> إلى أن واجهت الأزمة الآسيوية التي أثرت على معظم الدول الآسيوية وليس فقط ماليزيا، ففي سنة 1997 سجلت ماليزيا انخفاض معدل نمو "GDP" الحقيقي من 7.3% إلى -7.4%.

سرعان ما تداركت ماليزيا الوضع وواصلت مسارها السابق، فقد أدت خطة الإنعاش الاقتصادي الذي وضعت في أوت 1998 لمعالجة آثار الأزمة الآسيوية إلى ارتفاع معدل نمو "GDP" الحقيقي خلال الفترة 1999-2000. <sup>(50)</sup> وفي سنة 2001 وبسبب انهيار فقاعة الدوت كوم والانخفاض الحاد في الاستثمار الأجنبي المباشر انخفض معدل النمو إلى 0.5% بعد أن كان 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. <sup>(51)</sup>

وساهم تباطؤ النمو الاقتصادي في الدول المتقدمة، إضافة إلى توسع الصادرات السلعية لماليزيا، وخاصة صادراتها من المواد الطبيعية مثل المطاط وزيت النخيل في الرفع من الناتج المحلي الإجمالي لماليزيا ومعدل النمو الحقيقي منذ عام 2010. <sup>(52)</sup> 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 1995-2011



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على:

World economic and financial surveys, (2004, 2006, 2014). -International Monetary Fund,

### المحور الثالث: قياس العلاقة بين التدفقات الرأسمالية الأجنبية ومعدل نمو "GDP" الحقيقي.

يتم في هذا الجزء إجراء دراسة قياسية من أجل تحديد إن كان للتدفقات الرأسمالية الأجنبية أثر إيجابي على معدل نمو (GDP) الحقيقي خلال الفترة من 1995 إلى 2011، وذلك باستخدام الأسلوب الإحصائي المتمثل في الانحدار الخطي المتعدد، وبالاستعانة بطريقة المربعات الصغرى العادية (Ordinary Least Squares)، واستعمال البرمجة الإحصائية "SPSS version 20". كما تم الاعتماد على البيانات المستخرجة من تقارير صندوق النقد الدولي والبنك الدولي وهي عبارة عن سلاسل زمنية سنوية تغطي فترة الدراسة 1995-2011.

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

المتغيرات المفسرة، (المستقلة): وهي:

- صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر (NFDI) -Net Foreign Direct Investment Flows

- صافي تدفقات الاستثمارات المحفزية (NPI) -Net Portfolio Investment Flow



- صافي تدفقات الديون (ND) -Net Debt Flows
- صافي تدفقات الديون طويلة الأجل (NLD) -Net Long-Term debt Flows
- صافي تدفقات الديون قصيرة الأجل (NSD) -Net Short-Term Debt Flows

كما تم إضافة متغير آخر والمتمثل في عرض النقود والمعبر عنه بـ M2 باعتبارها واحدة من المتغيرات الهامة شديدة الارتباط بالنتائج المحلي الإجمالي الحقيقي كما ورد في كثير من الدراسات في هذا المجال، فالتحكم في نمو الكتلة النقدية وجعله يقترب من معدل نمو الناتج الداخلي الخام يخدم التوازنات الاقتصادية الكلية ويخفض من معدل التضخم. (53) ولقد تم الحصول على بيانات السلسلة الزمنية المتعلقة بـ M2 من تقرير البنك الدولي. (54) وعليه، يمكن التعبير عن المتغير التابع المعبر عن الظاهرة محل الدراسة والمتغيرات المفسرة بالصيغة الرياضية التالية:

$$GDP = F(NFDI, NPI, ND, NLD, NSD, M2)$$

أولاً: تحديد الشكل الرياضي للنموذج.

بعد تحديد المتغيرات التابعة والمتغيرات المفسرة، يتم بعدها تحديد الشكل الرياضي للمعادلة السلوكية التي يمثلها النموذج. وهنا سيتم الاعتماد على الشكل الخطي. وهو الشكل الرياضي المناسب المتوصل إليه من خلال دراسة انتشار البيانات الفعلية للمتغيرات المفسرة (انظر الملحق رقم 1). ويتحدد الشكل الرياضي للنموذج بالصيغة التالية:

$$GDP_t = \alpha_1 NFDI_t + \alpha_2 M2_t + \alpha_3 \varepsilon + \alpha_4 ND_t + \alpha_5 NLD_t + \alpha_6 NSD_t + \alpha_7$$

حيث:

$\alpha_1$ : تعكس تأثير جميع المتغيرات التفسيرية التي لم تؤخذ بعين الاعتبار في الدالة، كدور الصادرات السلعية والخدماتية مثلاً، أو الاستثمار المحلي.

$\alpha_2$ : تمثل مقدار التغير في معدل نمو (GDP) الحقيقي نتيجة تغير صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر، وحسب القاعدة النظرية تكون إشارتها موجبة.

$\alpha_3$ : تمثل مقدار التغير في معدل نمو (GDP) الحقيقي نتيجة تغير صافي تدفقات الاستثمار المحفطي، وحسب القاعدة النظرية فهي الأخرى يجب تكون إشارتها موجبة.

$\alpha_4$ : تمثل مقدار التغير في معدل نمو (GDP) الحقيقي نتيجة تغير صافي تدفقات الديون، وحسب القاعدة النظرية تكون إشارتها سالبة نتيجة الأثر السلبي للديون على GDP.

$\alpha_5$ : تمثل مقدار التغير في معدل نمو (GDP) الحقيقي نتيجة تغير صافي تدفقات الديون طويلة الأجل، وإشارتها يجب أن تكون سالبة.

$\alpha_6$ : تمثل مقدار التغير في معدل نمو (GDP) الحقيقي نتيجة تغير صافي تدفقات الديون قصيرة الأجل، وإشارتها أيضا سالبة.

$\alpha_7$ : تمثل مقدار التغير في معدل نمو (GDP) الحقيقي نتيجة تغير عرض النقود، وحسب القاعدة النظرية تكون إشارتها موجبة.

$\varepsilon$ : تمثل الخطأ العشوائي.

ثانيا: تقدير معاملات المعادلة السلوكية لمعدل "GDP" الحقيقي.

تتم عملية تقدير معاملات المعادلة السلوكية لمعدل نمو (GDP) الحقيقي للفترة 1995-2011 بواسطة البرمجة الآلية "SPSS Version 20"، وباعتماد أسلوب الانحدار الخطي المتعدد واستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية (OLS)، ولقد تم التوصل إلى النتائج التالية (انظر الملحق رقم 1):

$$\text{NSD}_t - \text{NPI}_t - 2,751 \text{ND}_t + 1,289 \text{NLD}_t + 3,030 \text{GDP}_t = 6,846 + 0.947 \text{NFDI}_t + 2,593 \text{M2}_t, 0130 \\ (2,612) (2,779) (-0,480) (0,220) (0,520) (-3,509) t=(3,058)$$

Sig= (0,012) (0,006) (0,614) (0,830) (0,641) (0,019) (0,026)

R= 0.855

R<sup>2</sup>= 0.730

DW=1.845

- عند مستوى 5%،  $\alpha_1$  تؤثر معنويا وإيجابيا على معدل (GDP) الحقيقي، وهذا ما يفسر وجود متغيرات أخرى تؤثر على معدل (GDP) الحقيقي لم تظهر في النموذج.

- عند مستوى 5%، المتغير  $NFDI_t$ ؛ يؤثر معنويا وإيجابيا على معدل (GDP) الحقيقي، وهو ما يعني أن صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر تفسر جزء من التغير الحاصل في معدل (GDP) الحقيقي.

- عند مستوى 5%، المتغير  $NPI_t$ ؛ يؤثر معنويا وإيجابيا على معدل (GDP) الحقيقي، وهذا معناه أن معدل (GDP) الحقيقي يتأثر بصافي تدفقات الاستثمارات المحفظية.

- عند مستوى 5%، المتغير  $ND_t$ ؛ غير معنوي.

- عند مستوى 5%، المتغير  $NLD_t$ ؛ غير معنوي.

- عند مستوى 5%، المتغير  $NSD_t$ ؛ غير معنوي.

- عند مستوى 5%، المتغير  $M2_t$ ؛ يؤثر معنويا على معدل (GDP) الحقيقي.

لكن الملاحظ هو أن المعلمة المقدرة كانت سالبة ولا تتوافق مع النظرية الاقتصادية من حيث طبيعة العلاقة بين المتغير المستقل والمتغير التابع، والسبب يعود إلى أن هذه الدراسة تغطي فترة قصيرة، ولتجاوز ذلك يجب حساب قيم الأثر في الأجل الطويل، وذلك بتحديد فترة الإبطاء المناسبة للمتغير المستقل من خلال تعظيم قيمة معامل التحديد المعدل.  $\bar{R}^2$

- معامل الارتباط قوي يقدر بـ 85%، وهذا ما يفسر وجود علاقة بين

المتغيرات المفسرة والمتغير التابع، وهو ما يعكس القوة التفسيرية للنموذج.

كما أنه ومن خلال نتائج اختبار DW (Durbin Watson stat) والذي يكشف عن مدى الارتباط بين الأخطاء العشوائية في النموذج، فقد بلغت قيمته 1.84، وبدلالة إحصائية، مما يدل على عدم وجود مشكلة الارتباط الذاتي في بواقي الانحدار في النموذج، وهذا ما يفسر أن الانحدار المقدر غير زائف (No Spurious Regression).

وبناءً عليه، فإن هذه النتائج تبين أن معدل (GDP) الحقيقي يتأثر بالتدفقات الرأسمالية الأجنبية وتحديداً بتدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر والاستثمار المحفظي، وتؤكد النتائج أن هذين المتغيرين لهما معنوية إحصائية بمستوى ثقة 95% في تفسير نمو معدل (GDP) الحقيقي في ماليزيا خلال الفترة 1995-2011، وهذا ما يؤكد صدق الفرضية الرئيسية لهذه الدراسة.

#### الخلاصة:

استطاعت ماليزيا في فترة زمنية وجيزة الخروج من قائمة الدول النامية واللاحق بركب 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.

ومن خلال دراسة تأثير تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية باعتبارها متغيرات مستقلة على نمو معدل (GDP) الحقيقي والذي يمثل المتغير التابع، تبين أن السياسة التي تبنتها ماليزيا لجذب الاستثمارات الأجنبية المباشرة آتت أكلها، حيث نجحت هذه الأخيرة في استقطاب رؤوس الأموال الأجنبية والاستفادة منها. وتجلت مظاهر نجاحها في مؤشرات الاقتصاد، وفي معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي تحديداً.

فقد تم التوصل من خلال اختبار العلاقة بين مؤشر معدل (GDP) الحقيقي خلال الفترة الممتدة من 1995 إلى غاية 2011 والتدفقات الرأسمالية الأجنبية في ماليزيا إلى أنه تأثر إيجابا بها، إذ أظهرت نتائج تقدير النموذج القياسي أن تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر والاستثمارات المحفزية استطاعا تفسير جزء من التغيرات التي حدثت في معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي.

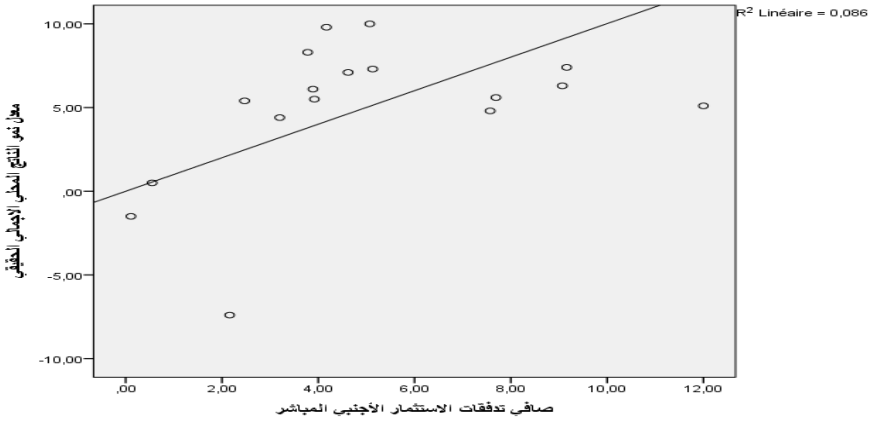
وفي ختام هذه الورقة يمكن القول أن تجربة ماليزيا في الاستفادة من رؤوس الأموال الأجنبية تكتسي أهمية بالغة لأنها أكدت الدور الهام الذي تلعبه هذه الأموال في دعم التنمية الاقتصادية. وعلى الدول النامية والجزائر خصوصا اللجوء إلى هذا المصدر كوسيلة لتجميع المدخرات وتغطية العجز ودعم التنمية خاصة بعد أن تضاعلت مصادر التمويل أمامها في ظل تفاقم الاختلالات الهيكلية الاقتصادية الداخلية التي تعاني منها في ظل تدهور أسعار صادراتها من المحروقات.

### الملاحق

#### الملحق رقم 1، انتشار البيانات التقاطعية للنموذج

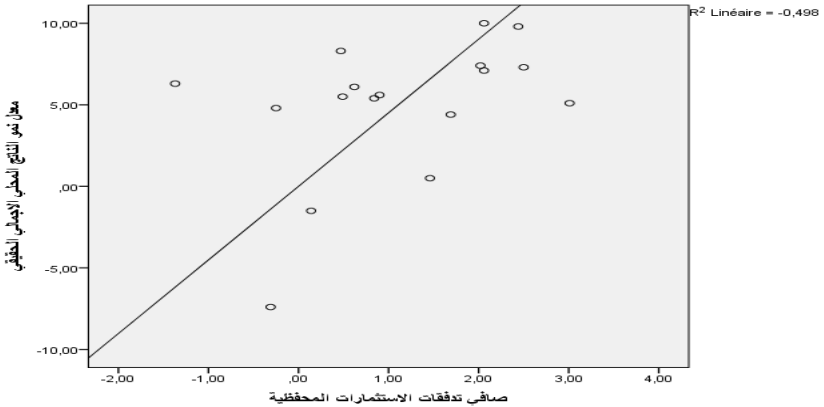
للتأكد من شكل المعادلة السلوكية لمعدل نمو "GDP" الحقيقي خلال الفترة 1995-2011 لا بد من معرفة انتشار البيانات التقاطعية الخاصة بالمتغيرات التفسيرية المقترحة في المعادلة وعلاقتها بمتغير معدل نمو "GDP" الحقيقي. ويتم ذلك من خلال ملاحظة الأشكال التالية:

الشكل رقم 5، علاقة معدل "GDP" الحقيقي بصافي تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر.



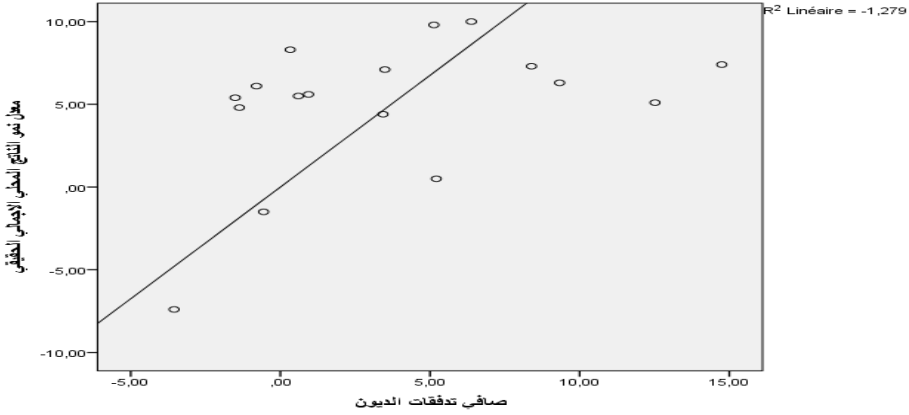
ما يلاحظ من الشكل هو أن انتشار البيانات التقاطعية لها اتجاه عام خلال فترة الدراسة وهو ما يؤكد ملائمة الشكل الخطي للعلاقة بين معدل "GDP" الحقيقي بصافي تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر.

الشكل رقم 6، علاقة معدل "GDP" الحقيقي بصافي تدفقات الاستثمارات المحفظة.



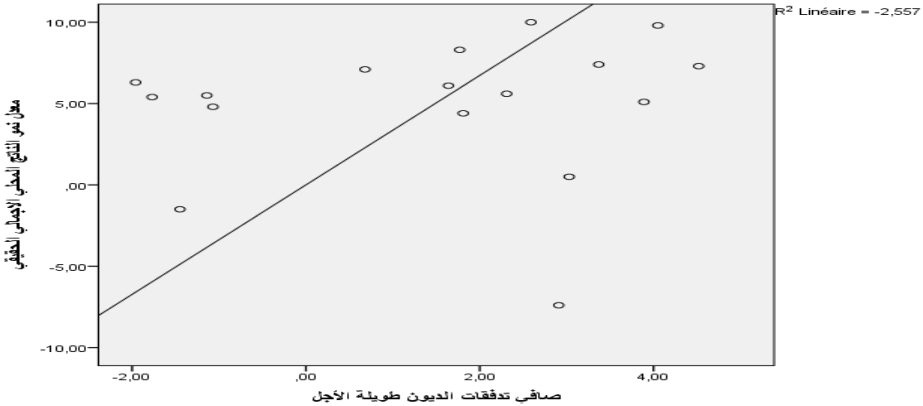
يظهر الشكل أن انتشار البيانات التقاطعية لصافي تدفقات الاستثمارات المحفظة في علاقتها بمعدل نمو "GDP" الحقيقي لها اتجاه عام مما يؤكد صلاحية الشكل الخطي للعلاقة بين المتغيرين.

الشكل رقم 7، علاقة معدل "GDP" الحقيقي بصافي تدفقات الديون.



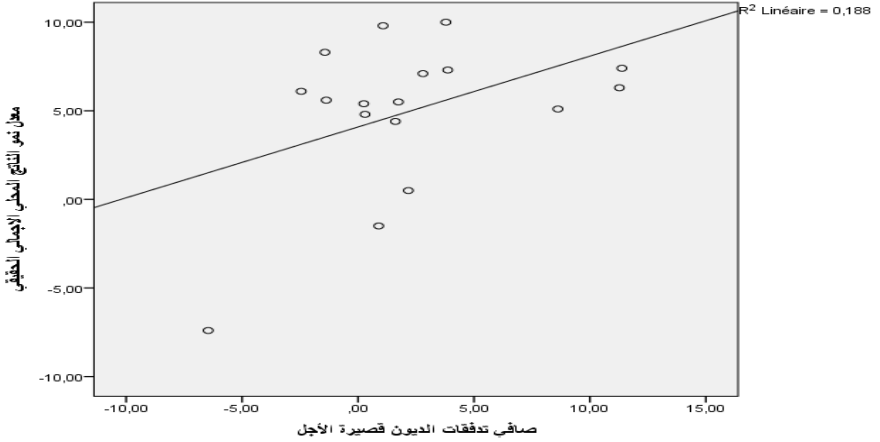
انتشار البيانات التقاطعية كما هو مبين في الشكل له اتجاه عام واضح، وهو ما يعطي فكرة أولية عن ملاءمة الشكل الخطي للعلاقة بين معدل نمو "GDP" وصافي تدفقات الديون.

الشكل رقم 8، علاقة معدل "GDP" الحقيقي بصافي تدفقات الديون طويلة الأجل.



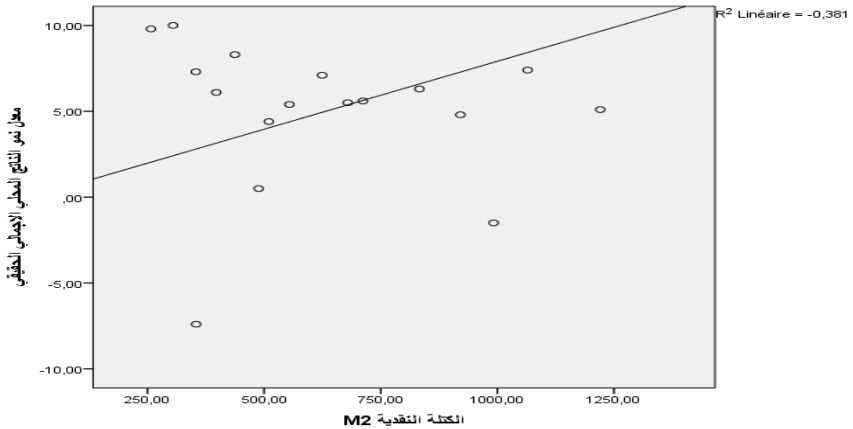
ما يلاحظ على انتشار البيانات الخاصة بمتغير معدل "GDP" الحقيقي وصافي تدفقات الديون طويلة الأجل خلال فترة الدراسة والمبينة في الشكل رقم 8 أن هذه البيانات لها اتجاه عام يؤكد صلاحية الشكل الخطي للعلاقة بين المتغيرين.

الشكل رقم 9، علاقة معدل "GDP" الحقيقي بصافي تدفقات الديون قصيرة الأجل



يظهر الشكل رقم 9 أن انتشار البيانات التقاطعية لصادفي تدفقات الديون قصيرة الأجل في علاقتها بمعدل "GDP" الحقيقي، أن هذه البيانات ليس لها اتجاه عام كما أن تذبذبها فوق وتحت خط الاتجاه العام يؤكد عدم صلاحية الشكل الخطي للعلاقة بين المتغيرين.

الشكل رقم 10، علاقة معدل "GDP" الحقيقي بالكتلة النقدية M2.



ما يلاحظ من الشكل هو أن انتشار البيانات التقاطعية لها اتجاه عام خلال فترة الدراسة وهو ما يؤكد ملائمة الشكل الخطي للعلاقة بين معدل "GDP" الحقيقي والكتلة النقدية M2.



ما يلاحظ من الأشكال السابقة أن معظم انتشارات البيانات التقاطعية لها اتجاه عام، وهو يؤكد ملائمة الشكل الخطي لدراسة العلاقة بين المتغير التابع (GDP) والمتغيرات المفسرة (NFDI, NPI, ND, NLD, NSD, M2).

الملحق رقم 2، تقدير معاملات النموذج بواسطة البرنامجية الآلية "SPSS Version 20".

## Régression

Récapitulatif des modèles<sup>b</sup>

Modèle	R	R-deux	R-deux ajusté	Erreur standard de l'estimation	Changement dans les statistiques					Durbin-Watson
					Variation de R-deux	Variation de F	ddl1	ddl2	Sig. Variation de F	
1	,855 <sup>a</sup>	,730	,569	2,81897	,730	4,515	6	10	,018	1,845

a. Valeurs prédites : (constantes), M2, NPI, NFDI, NSD, NLD, ND

b. Variable dépendante : GDP

Modèle	Coefficients non standardisés		Coefficients standardisés	t	Sig.	Statistiques de colinéarité	
	A	Erreur standard	Bêta			Tolérance	VIF
(Constante)	6,846	2,238		3,058	,012		
NFDI	,947	,363	,704	2,612	,026	,371	2,695
NPI	2,593	,933	,717	2,779	,019	,406	2,466
ND	-2,751	5,726	-3,353	-,480	,641	,001	1805,793
NLD	1,289	5,863	,658	,220	,830	,003	332,263
NSD	3,030	5,828	3,287	,520	,614	,001	1482,514
M2	-,013	,004	-,852	-3,509	,006	,457	2,188

## الإحالات والمراجع:

- <sup>1</sup> - ماليزيا شبه جزيرة تقع في أقصى جنوب شرق القارة الآسيوية، عاصمتها كوالا لمبور، مساحتها 329.758 كم<sup>2</sup>، عملتها رنجيت "Ringgit" ورمزها RM، أهم شركائها التجاريين أمريكا، اليابان، كوريا الجنوبية، سنغافورة، وألمانيا.
- <sup>2</sup> - أحمد طفاح ، التدفقات المالية: تعريفها أشكالها وخواصها، المعهد العربي للتخطيط، على الموقع الإلكتروني:

[www.arab-api.org/images/training/.../31\\_C23-1.pdf](http://www.arab-api.org/images/training/.../31_C23-1.pdf)

- <sup>3</sup> - World Investment Report 2007, Transnational Corporations, Extractive Industries and Development, 245.

<sup>4</sup> - Ibid.

- <sup>5</sup> - سالم الفرجاني، "عوامل انسياب الاستثمار الأجنبي المباشر"، مجلة الكويت للاستثمار (الكويت: الصفاة البنك الكويتي الصناعي، 2002)، ص. 97.

- <sup>6</sup> - مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية، "فعاليات التدابير المتعلقة بسياسات الاستثمار الأجنبي المباشر"، مذكرة من إعداد الأونكتاد، جنيف، 2003، ص. 6.

- <sup>7</sup> - نسرين نصر الدين حسين، نظرة عالمية على الاستثمار الأجنبي المباشر مع التطبيق على مصر (الإسكندرية: منشأة المعارف، 2007)، ص. 61.

- <sup>8</sup> - دريد محمود السامري، الاستثمار الأجنبي المعوقات والضمانات القانونية (بيروت: مركز دراسات الوحدة العربية، 2006)، ص. 83.

- <sup>9</sup> - نوزاد عبد الرحمن الهيثي، منجد عبد اللطيف الخشالي، مقدمة في المالية الدولية (عمان: دار المناهج للنشر والتوزيع، 2007)، ص.ص. 180-181.

- <sup>10</sup> - هيثم صاحب عجم ، علي محمود سعيد، فح المديونية الخارجية للدول النامية (الأردن: دار الكندي للنشر، 2006)، ص. 89.

- <sup>11</sup> - زينب حسين عوض الله، الاقتصاد الدولي (الإسكندرية: الدار الجامعية، 1998)، ص. ص. 245-246.

- <sup>12</sup> - سمير محمد عبد العزيز، التمويل العام (الإسكندرية: مكتبة الإشعاع الفنية، 1998)، ص. 309.

- <sup>13</sup> - عرفان تقي الحسني، التمويل الدولي (عمان: دار مجدلاوي للنشر، 1999)، ص. 29.

- <sup>14</sup> - يقصد بتكلفة الفرصة البديلة احتفاظ الفرد بالنقود في شكلها النقدي والتخلي عن استخدامها في شراء مختلف الأصول المالية والعينية، وهو ما يسمى تكلفة الإضاعة أو تكلفة الفرصة البديلة، بمعنى أن الاحتفاظ بالنقود في شكلها السائل يضيع على حاملها إمكانية الحصول على دخل في حالة استثمارها. وتتكون تكلفة الفرصة البديلة من المردود الذي ينتج عن الاحتفاظ بمختلف الأصول (سندات، أسهم، أصول لعينية). ويتكون المردود من عنصرين الأول يتمثل في الدخل الذي يدره الأصل في شكل معدل فائدة، أو في شكل خدمات بالنسبة للأصول العينية، ويتمثل العنصر الثاني في الربح أو الخسارة في

- رأس المال الذي يترتب عن تغيرات أسعار السوق لهذه الأصول، وتغيرات المستوى العام للأسعار. انظر، أحمد فريد مصطفى، وسهير محمد السيد حسن، **النقد والتوازن الاقتصادي** (مصر: مؤسسة شباب الجامعة للنشر، 2000)، ص.ص. 145-146.
- <sup>15</sup> - الحسني، المرجع السابق، ص.ص. 280-281.
- <sup>16</sup> - الحسني، المرجع السابق، ص. 282.
- <sup>17</sup> - صبحي حسون الساعدي، أياد حماد عبد، أثر تخفيض سعر الصرف على بعض المتغيرات الاقتصادية مع التركيز على انتقال رؤوس الأموال إلى بلدان مختارة، **مجلة جامعة الأنبار للعلوم الاقتصادية والإدارية**، العدد 7، 2011، ص. 96.
- <sup>18</sup> - محمود فهد مهيدات، "المضاربات الوهمية" السوقية ودورها في الأزمة المالية، عقود الخيارات"، **جامعة العلوم الإسلامية العالمية، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، المؤتمر الدولي العلمي حول: الأزمة المالية والاقتصادية العالمية المعاصرة من منظور اقتصادي إسلامي، عمان، (1-2 ديسمبر 2010)**، ص. 4.
- <sup>19</sup> - Charles P. Kindleberger, **Les Mouvements Internationaux de Capitaux** (Paris: Ed, Dunod, 1990), p.p. 45-46.
- <sup>20</sup> - طاهر مرسي عطية، **أساسيات إدارة الأعمال الدولية** ( القاهرة: دار النهضة العربية، 2000)، ص. 138.
- <sup>21</sup> - عطية، المرجع نفسه، ص. 198.
- <sup>22</sup> John S. Ahlquist, "Economic Policy, Institutions, and Capital Flows: Portfolio and Direct Investment Flows in Developing Countries", **International Studies Quarterly, University of Washington, 2006, p. 685.**
- <sup>23</sup> - عبد الكريم بعداش، "الاستثمار الأجنبي المباشر وآثاره على الاقتصاد الجزائري خلال الفترة 1996-2005"، أطروحة دكتوراه غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2008-2007، ص. 123.
- <sup>24</sup> - بعداش، المرجع نفسه، ص. 124.
- <sup>25</sup> - اندلعت أعمال شغب عنصرية في العاصمة كوالالمبور في ماي 1969 بين الملايو السكان الأصليين لماليزيا والصينيين السكان المهاجرين إليها، ثم انتشرت إلى جميع أنحاء البلاد. أعمال الشغب العرقية كانت أساسا نتيجة عدم الرضا عن السياسات الاقتصادية للحكومة، فالملايو اعتبروا أن الحكومة تمارس المحسوبية والتمييز لفائدة الصينيين حيث أن هذه الطبقة تعيش في رخاء، بينما طبقة الملايو تعاني التخلف والفقر، على إثر ذلك سارعت الحكومة بسد الفجوة بين الملايو والمجموعات العرقية الأخرى (الصينيين والهنود). ومن أجل تحقيق الاستقرار والازدهار على المدى الطويل تبنت الدولة عدة إصلاحات للنهوض بالتنمية الاقتصادية. انظر،

-Bartholomew M. Nyagetera," Malaysian Economic Development: Some Lessons for Tanzania", [Tanzanian Economic Trends : A Biannual Review Of The Economy](#), 2002, p.p. 2-3.

<sup>26</sup> - Ibid.

<sup>27</sup> - Goh Soo Khoo, Financial Liberalisation and Openness in Malaysia, Journal of Dissertation, Volume1, Issue 2, Malaysia, 2007, p. 11.

<sup>28</sup> - Ibid, p.p. 12 -13.

<sup>29</sup> - Ibid, p.p. 14 -15.

<sup>30</sup> - Ibid.

<sup>31</sup> - سلوى صادر، الأزمة المالية في جنوب شرق آسيا بين حالتي ماليزيا، وأندونيسيا، مركز الحضارة

للدراسات السياسية، ص.ص. 11-12.

<sup>32</sup> - سناء عبد الكريم الخناق، حوكمة المؤسسات المالية ودورها في التصدي للزمات المالية التجربة

الماليزية، جامعة ملايا، ماليزيا، على الموقع الإلكتروني،

[iefpedia.com/arab/wp-content/uploads/2009/.../38.pdf](http://iefpedia.com/arab/wp-content/uploads/2009/.../38.pdf)

<sup>33</sup> - Goh Soo Khoo , Op. Cit., p. 24.

<sup>34</sup> - عادل عبد العظيم، التجارب الدولية: تجربة ماليزيا، المعهد العربي للتخطيط، على الموقع الإلكتروني:

[www.arab-api.org/images/training/.../32\\_C22-4.pdf](http://www.arab-api.org/images/training/.../32_C22-4.pdf)

<sup>35</sup> - Mohammad Sharif Karimi and Zulkornain," FDI and Economic Growth in Malaysia", **Munich Personal Repec Archive**, 2009, p. 5.

<sup>36</sup> - عبد العظيم، المرجع السابق.

<sup>37</sup> - عبد العظيم، المرجع نفسه.

<sup>38</sup> - إيمان فخري أحمد، الدور الإنمائي للدولة في ماليزيا خلال الفترة من (1991-2010)، على الموقع

الإلكتروني،

<http://www.ssrcaw.org/ar/show.art.asp?aid=376769>

<sup>39</sup> - عبد العظيم، المرجع السابق.

<sup>40</sup> - K. K. Foong, "Managing Capital Flows: The Case of Malaysia", **Asian Development Bank Institute**, 2008, p. p. 27-30.

<sup>41</sup> - Thamir 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>.

<sup>42</sup> - Bank Negara Malaysia, Annual Report 2009, Economic Developments in 2009, p.36.

<sup>43</sup> - MOHAMMED YUSUF, " Foreign Direct Investment in Developing countries An overview YRIA,EGYPT,MALAYSIA,VIETNAM", Syria, 2012, p.12, available at: <http://iefpedia.com/arab/wp-content/uploads/2012/06/INTERNATIONAL-FINANCE-BANKING-SECTOR.pdf>

<sup>44</sup> - Jarita Duasa and Salina H. Kassim, "Foreign Portfolio Investment and Economic Growth in Malaysia", **The Pakistan Development Review**, (Summer 2009), p. 111.

<sup>45</sup> - Bank Negara Malaysia, Op. Cit., p.p. 39-40.

<sup>46</sup> - International Monetary Fund, IMF Country Report No, 14/80, MALAYSIA, March 2014, p. 52.

<sup>47</sup> - Bank Negara Malaysia, Op.Cit., p. 40.

<sup>48</sup> - International Monetary Fund, IMF Country Report, Op.Cit., p.p. 53; 56.

<sup>49</sup> - <http://www.worldbank.org/en/country/malaysia/overview>.

<sup>50</sup> - Nyagetera, Op. Cit., p. 12.

<sup>51</sup> - **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](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2121763)

<sup>52</sup> - Andrew Kim, and Others, "Economic Policy in Malaysia: Paths to Growth", Woodrow Wilson School of Public and International Affairs, United States, 2014, p. 13.

<sup>53</sup> - أنظر،

-Vinothiny Subramaniam, and Others, "The Relationships Between Capital Outflows and Real GDP Product of Malaysia" , Op. Cit., p. 10.

<sup>54</sup> - <http://databank.worldbank.org/data/views/reports/tableview.aspx>.