

# تطور تدفقات رؤوس الأموال الخاصة الوافدة إلى أفريقيا

عادل عبد العظيم حسنين ابراهيم<sup>(\*)</sup>، أ.د فرج عبد الفتاح فرج، د. سماح سيد أحمد المرسي

## موضوع الدراسة:

ظلت دول أفريقيا جنوب الصحراء، على مدى عقود، تعتمد بدرجة كبيرة على قروض المساعدات الإنمائية الرسمية لتمويل العجز المزمّن في ميزان المدفوعات. ونظرا لضعف السياسات الاقتصادية المتبعة آنذاك، وانخفاض مستويات الدخل لديها، لم تكن معظمها محط اهتمام مستثمري القطاع الخاص الدوليين، وبالتالي استقبلت هذه الدول مستويات متواضعة من تدفقات رؤوس الأموال الخاصة. وعلى أثر تحسن مناخ الاستثمار وبيئة ممارسة الأعمال لدى العديد من الدول الأفريقية، واتباعها برامج للتحرير الاقتصادي وإزالة القيود من خلال تنقيح التشريعات على مدى السنوات الأخيرة، بالتزامن مع وفرة السيولة العالمية وتحسن الآفاق الاقتصادية المستقبلية للعديد من الدول الأفريقية إلى زيادة حادة في تدفقات رؤوس الأموال الخاصة إليها، حيث ركزت معظم هذه الدول على إصدار السندات السيادية في الأسواق الدولية خلال الفترة (٢٠١٣-٢٠١٦) بغرض الحصول على احتياجاتها التمويلية، نظرا لفشل الدول المانحة في الوفاء بوعودها بدعم الاقتصاد الإفريقي. واندفعت الدول الأفريقية بشكل متزايد إلى أسواق السندات، وفي المقابل استغل المستثمر الدولي إقبالها على إصدار تلك السندات بفرض أسعار فائدة مرتفعة عند الإصدار، مما دفع مستويات الدين في المنطقة إلى مستويات قياسية جديدة خاصة مع استمرار ارتفاع أسعار الفائدة العالمية مؤخرا.

(\*) باحث ببرنامج الدكتوراة بقسم السياسة والاقتصاد بمعهد البحوث والدراسات الأفريقية - جامعة

القاهرة، عدد ٤٥، يناير ٢٠١٩ ص ١٠٩ - ١٤٠ .



## أولاً : أهمية الدراسة

تستمد هذه الدراسة أهميتها من تسليط الضوء على تغير نمط ونوعية أشكال تدفقات رؤوس الأموال المالية الوافدة إلى أفريقيا في الأونة الأخيرة وخاصة تدفقات الاستثمارات الأجنبية بنوعيتها؛ المباشرة ومحفظة الأوراق المالية وتحديداً في صورة اصدارات السندات السيادية الدولية، ومحاولة الوقوف على مدى نزاهة وحيادية تسعير السندات الأفريقية عند اصدارها في الاسواق الدولية.

## ثانياً: أهداف الدراسة

تهدف الدراسة إلى الوقوف على مدى التغير الذي طرأ على هيكل الالتزامات الخارجية للدول الافريقية، وفحص مدى نزاهة وحيادية تسعير السندات الأفريقية عند اصدارها في الاسواق الدولية.

## ثالثاً: إشكالية الدراسة

تصبح المشكلة الرئيسية للدراسة أنه على الرغم من نجاح الدول الافريقية في اصدار سندات الدولية وتوفير التمويل اللازم لاحتياجاتها التنموية إلا أنها جاءت على حساب الاقتراض الميسر وبتكلفة تمويل مرتفعة.

## رابعاً: تساؤل الدراسة

تثير الدراسة تساؤلاً عما إذا كان نمط أشكال تدفقات رؤوس الأموال المالية الوافدة إلى أفريقيا في الأونة الأخيرة قد تغير وإلى أي مدى، وكذا مدى نزاهة وحيادية تسعير السندات الأفريقية عند اصدارها في الاسواق الدولية وكيفية تأثيرها على الاسواق المالية المحلية.

## خامساً: فرضية الدراسة

من المتوقع وجود شواهد وبراهين على تغير نمط الاقتراض الخارجي وتنوع الجهات الدائنة ولجوء معظم الدول الافريقية إلى اصدار السندات السيادية في اسواق

رأس المال الدولية. ونتائج اصدار السندات السيادية الدولية على تطوير السوق المالية الافريقية وتوسيع قاعدة المستثمرين وتطوير سوق رأس المال الخاص.

#### سادسا: منهج الدراسة

تعتمد الدراسة بالأساس على منهج التحليل البسيط الاستقرائي لاحصاءات التدفقات الرأسمالية في دول أفريقيا جنوب الصحراء خلال الفترة (١٩٩٧-٢٠١٦) مع التركيز على اصدار السندات السيادية الدولية خلال الفترة (٢٠٠٧-٢٠١٦) ومدى نزاهة تسعيرها ونتائج هذه الاصدارات على تطوير السوق المالية الافريقية وتوسيع قاعدة المستثمرين وتطوير سوق رأس المال الخاص.

#### سابعا: الاطار المكاني والزمني للدراسة

يتمثل الاطار المكاني لهذه الدراسة في الدول الافريقية وخاصة دول افريقيا جنوب الصحراء. أما الاطار الزمني لهذه الدراسة فهو مرتبط بتطور أداء التدفقات الرأسمالية في دول أفريقيا جنوب الصحراء خلال الفترة (١٩٩٧-٢٠١٦) وتغير نمط الاقتراض الخارجي وتنوع الجهات الدائنة ولجوء معظم الدول الافريقية إلى اصدار السندات السيادية في اسواق رأس المال الدولي. ونتائج اصدار السندات السيادية الدولية على تطوير السوق المالية الافريقية وتوسيع قاعدة المستثمرين.

#### المبحث الأول: تطور التدفقات الرأسمالية في دول أفريقيا جنوب الصحراء

ظلت دول أفريقيا جنوب الصحراء، على مدى عقود، تعتمد اعتمادا كبيرا على قروض المساعدات الإنمائية الرسمية لتمويل العجز المزمّن والمستمر في ميزان المدفوعات. ونظرا لضعف السياسات الاقتصادية المتبعة آنذاك، وكونها مجموعة دول منخفضة الدخل، لم تكن معظمها محط أنظار واهتمام مستثمري القطاع الخاص الدوليين، وبالتالي استقبلت هذه الدول مستويات متواضعة من تدفقات رؤوس الأموال الخاصة، باستثناء تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر (FDI) وبالتحديد في القطاعات الاستخراجية للموارد الطبيعية.

ويرجع ذلك لما تتمتع به العديد من دول أفريقيا جنوب الصحراء بوفرة في الموارد الطبيعية التي لم تستخرج بعد من باطن أراضيها، وتوفر للمستثمر معدل عائد مرتفع على الاستثمار مما ساهم في اجتذاب مليارات الدولارات في صورة استثمارات اجنبية مباشرة من كل من المملكة المتحدة وفرنسا والولايات المتحدة على مدى عقود بالإضافة إلى الصين التي نشطت في الأونة الاخيرة. فمثلاً، اجتذب قطاع النفط في أنجولا وجنوب السودان، والنحاس في زامبيا والكوبالت في الكونغو الديمقراطية، والحديد في ليبيريا الاستثمارات الصينية التي اتخذت في أفريقيا شكلاً تمويلياً يشبه نظام المقايضة، ففي مقابل مشاريع رأس المال ومشاريع تطوير البنية التحتية تمنح بعض الدول الأفريقية امتيازات الموارد الطبيعية للصين. وكانت مشروعات مناجم سيكومينس للنحاس في الكونغو الديمقراطية وفي مختلف المشاريع البترولية في أنجولا نموذج لهذا النمط. لكن الترتيبات تختلف في بعض الأحيان، فقد تأخذ الكيانات الصينية حصة ملكية في مشروع البنية التحتية أو تقدم قروضاً مضمونة مقابل الموارد كشكل من أشكال الضمان. وفي بعض الأحيان الأخرى، يتم دفع خدمة الدين في شكل موارد بدلاً من المال. ورغم دعم القرض بأصل مثل السلع الأساسية، إلا أنه يمكن أن يتعثر مع تراجع عمليات الاستخراج أو البيع بما يكفي من الموارد الطبيعية لخدمة الدين، ويؤدي هذا النوع من الاتفاق إلى ترك البلد المقترض دون ما يكفي من إنتاجه السلعي لتوليد إيراداته الخاصة وقد واجهت أنجولا والكونغو هذه المشكلة.

كما أن العمل على تحسين مناخ الاستثمار وبيئة أداء وممارسة الأعمال لدى العديد من دول أفريقيا جنوب الصحراء، حيث ادخلت مؤخراً تدابير تيسير الأعمال التجارية وإصلاح الأطر القانونية للاستثمار الأجنبي المباشر، أدى إلى خلق بيئة مواتية لجذب الاستثمارات الخارجية إلى قطاعات اقتصادية أخرى بخلاف قطاع الموارد الطبيعية. وقد ساعد على ذلك تحقيق هذه الدول أداء أفضل على مستوى



الاقتصاد الكلي ، من خلال ظروف اقتصادية كلية مستقرة نسبيا مع انخفاض معدلات التضخم، وتحسن الموازين المالية والخارجية. فعلى سبيل المثال، اجتذبت الدول ذات الأوضاع المالية القوية مثل بتسوانا تأسيس كبرى شركات البناء والتشييد الصينية التي ترغب في توفير العطاءات الحكومية (Rogoff and Reinhart، 2003)<sup>(١)</sup>.

وقد اتبعت العديد من هذه الدول برامج للتحرير الاقتصادي وازالة القيود من خلال تنقيح التشريعات والقوانين على مدى السنوات القليلة الماضية، وبالتالي منح الشركات الأجنبية حق النفاذ إلى أسواقها، مثلما حدث في إثيوبيا. كما انتهجت العديد من تلك الدول برنامج لخصخصة الشركات المملوكة للدولة (التحول إلى الملكية الخاصة) لتخفيف العبء على الميزانية وتحويل هذه الشركات إلى نماذج أكثر كفاءة. وقد نجح برنامج الخصخصة في اجتذاب تدفقات الاستثمار المباشر كونه قناة يسيرة لنفاذ المستثمر الاجنبي إلى أسواق تلك الدول. فعلى سبيل المثال، اجتذب قطاع التعدين في زامبيا العديد من الشركات الأجنبية التي استحوذت على الشركات التي كانت مملوكة للحكومة. وقد ساعدت برامج التجارة التفضيلية المبرمة مع الاتحاد الأوروبي (برنامج كل السلع ماعدا الأسلحة) (The EU's Everything but Arms (EBA) program والولايات المتحدة الأمريكية (قانون النمو والفرص) (the U.S. African Growth and Opportunity Act (AGOA) على منح الشركات الأجنبية المزيد من الحوافز للاستثمار في الدول الأفريقية كقاعدة للتصدير إلى أوروبا والولايات المتحدة، وخاصة في قطاعات مثل قطاع الملابس حيث التكلفة المنخفضة هي الاعتبار الأساسي (Mlachila and Takebe، 2011)<sup>(٢)</sup>.

أولاً؛ تطور تدفقات الاستثمارات الأجنبية المباشرة خلال الفترة (١٩٩٧-٢٠١٦)؛ تشير بيانات تقرير الاستثمار الدولي لعام ٢٠١٧، إلى أن تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر إلى أفريقيا ظلت تتراجع خلال عام ٢٠١٦ لتصل إلى ٥٩ مليار دولار أي بمعدل انخفاض بلغ ٣٪ عن مستواها عام ٢٠١٥، وهو انخفاض يعكس في الغالب انخفاض في أسعار السلع الأساسية في دول اقليم أفريقيا جنوب الصحراء مما أدى إلى تراجع اهتمام المستثمرين، حيث تراجعت التدفقات إلى انجولا مرة اخرى (١,٢ مليار دولار)، وظلت في مستويات متدنية في نيجيريا (٤,٣ مليار دولار) وجنوب أفريقيا (٣,٩ مليار دولار) بينما نجحت اثيوبيا في اجتذاب مستويات غير مسبوقة من الاستثمارات المباشرة عام ٢٠١٦ وجاءت مصر في المركز الأول بنحو ٦,٣ مليار دولار. وتشير البيانات التاريخية إلى أن حصة أفريقيا من تدفقات رؤوس الأموال الخاصة لم تكن دائما منخفضة، حيث بلغت من إجمالي حصة الاقتصادات النامية ٢٨٪ عام ١٩٧٦ على سبيل المثال إلا أنها انخفضت منذ ذلك الحين إلى حوالي ٩٪ عام ٢٠٠٧.

وقد أدت الوفرة في السيولة العالمية جنبا إلى جنب مع تحسن السياسات الاقتصادية المتبعة والآفاق الاقتصادية المستقبلية الايجابية في العديد من دول أفريقيا جنوب الصحراء إلى زيادة حادة في جميع صور وأشكال تدفقات رؤوس الأموال الخاصة إليها، والتي تشمل على؛ تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر وتدفقات استثمار محفظة الأوراق المالية ، وتدفقات قروض وديون القطاع الخاص. ونتيجة لذلك، شهد عام ٢٠٠٧ زيادة غير مسبوقة في التدفقات الرأسمالية الخاصة بما يقرب من ستة أمثال نظيرتها في عام ٢٠٠٠ لتصل إلى نحو ٨٤ مليار دولار<sup>(٤)</sup>، (ضعف مبلغ قروض المساعدات الإنمائية الرسمية الموجهة إلى دول أفريقيا جنوب الصحراء). ومع ذلك، أحدثت الأزمة المالية العالمية تغييراً جذرياً في الصورة، حيث انعدمت التدفقات الرأسمالية تماماً، وفي بعض الحالات مثل جنوب أفريقيا، انسحبت من الاقتصاد.

## جدول رقم (١)؛ حصة أفريقيا في التدفقات العالمية للاستثمار المباشر

خلال الفترة (١٩٩٧-٢٠١٦) بمليارات الدولارات

٢٠١٢-٢٠١٦	٢٠٠٧-٢٠١١	٢٠٠٢-٢٠٠٦	١٩٩٧-٢٠٠١	
٨,١٢٧,٤٦	٧,٤٩٧,٦٨	٤,١٨٥,٥٥	٤,٣٧٩,٧٨	العالم
٤,٤٢٢,٦١	٤,٢٣٤,٣٨	٢,٦٨١,٥٣	٣,٣١٧,٣٢	الدول المتقدمة
٣,٣٩٩,٥٢	٢,٨٥٣,٤٥	١,٣٥٧,٦٤	١,٠٢٤,١٧	الدول النامية
٢٦٥,٠٤	٢٥٩,٢٢	١١٤,٧٢	٦٢,٥٤	أفريقيا
٣,٢٦	٣,٤٦	٢,٧٤	١,٤٣	حصة أفريقيا للعالم
٧,٨٠	٩,٠٨	٨,٤٥	٦,١١	حصة أفريقيا للدول النامية

Source: United Nations Conference on Trade and Development UNCTAD, FDI/MNE database (www.unctad.org/fdistatistics).

وتشير البيانات المعروضة في الجدول رقم (١) إلى أن هذه النسبة ارتفعت من ٦,١١٪ خلال فترة السنوات الخمس (١٩٩٧-٢٠٠١) إلى ٨,٥٪ خلال الفترة (٢٠٠٢-٢٠٠٦)، ثم تجاوزت ٩٪ خلال الفترة (٢٠٠٧-٢٠١١) قبل أن تنخفض إلى ٧,٨٪ خلال الفترة (٢٠١٢-٢٠١٦). وفي المقابل، ارتفعت حصة أفريقيا من العالم من ١,٤٪ خلال فترة السنوات الخمس (١٩٩٧-٢٠٠١) إلى ٣,٣٪ خلال الفترة (٢٠١٢-٢٠١٦). وقد اشار Osei Morrissey, Lensink (٢٠٠٢)<sup>(٦)</sup> أن التدفقات الرأسمالية الخاصة إلى الدول الأفريقية تتقلب بدرجة أكبر عن تلك السائدة في آسيا وأمريكا اللاتينية، نظرا لعدم الاستقرار الاجتماعي والسياسي. ويدعي Sidiqqi (٢٠٠٧)<sup>(٧)</sup> أنه بسبب الشفافية والانضباط المطلوبين من الدول الأفريقية للحصول على تصنيف ائتماني سيادي جيد والحفاظ عليه، فقد يساعد هذا الانضباط في تحسين التدفقات الرأسمالية إلى أفريقيا. ويضيف أيضاً بأن التصنيفات الائتمانية توفر المعلومات المطلوبة وبالتالي تحل مشكلة عدم تماثل المعلومات في الأسواق المالية. وتري Kaminsky، وآخرون (٢٠٠٤) أن التصنيف الائتماني السيادي وأخبار وكالات التصنيف الائتماني تفسر نسبة كبيرة من التدفقات الرأسمالية إلى دول الأسواق الناشئة. كما يوافق العديد من الاقتصاديين Ferreira and Laux

(٢٠٠٧) على اقتراح بأن التصنيف الائتماني السيادي لا يؤثر فقط على التدفقات الرأسمالية إلى المشروعات الحكومية، بل والشركات الخاصة أيضاً.

جدول رقم (٢)؛ التوزيع الجغرافي لتدفقات الاستثمار المباشر في أفريقيا

خلال الفترة (١٩٩٧-٢٠١٦) بمليارات الدولارات

٢٠١٦-٢٠١٢	٢٠١١-٢٠٠٧	٢٠٠٦-٢٠٠٢	٢٠٠١-١٩٩٧	
٢٦٥,٠٤	٢٥٩,٢٢	١١٤,٧٢	٦٢,٥٤	أفريقيا
٢٩,٩٣	٣٣,٦٩	١٨,٤٦	٤,٧٧	مصر
١٥,٠٠	١١,٣٩	٧,٧٩	٦,٢١	المغرب
٥,٦٧	٨,٧٢	٦,١٣	٢,٦٧	تونس
١,٣٣	٠,٩٠	٠,٢٣	٠,١٩	بنين
١,٨٠	٠,٧٣	٠,١٣	٠,٠٥	بوركينافاسو
٢,٢٥	١,٨٩	١,٢٩	١,٩٢	ساحل العاج
١٦,٥٥	١٠,٧٤	١,٠٩	٠,٧٠	غانا
٢,٤٦	١,٨٤	٠,٤٤	٠,١١	غينيا
٢٤,٩٤	٣٨,٠٠	١٦,٢١	٦,٦٢	نيجيريا
١,٨٧	١,٦٢	٠,٤٧	٠,٤٩	السنغال
٣,٣٢	١,١٩	١,٢٧	٠,٥١	الكامبيون
٩,٣٥	٥,٨٩	١,٥٩	٠,٨٨	الكونغو
١٠,١٣	٨,٨٢	١,٥١	٠,٢٢	الكونغو الديمقراطية
٣,٨٣	٣,٥٣	٠,٩٥	-٠,٥٧	الجابون
١,٦٩	٠,٦٧	٠,٠٥	٠,٠٤	رواندا
١٠,٠٩	١,٤٧	٢,٠٨	١,١٠	اثيوبيا
٤,٣٣	٥,٧٣	٠,٢٣	٠,١٩	كينيا
٢,٥٣	٤,٩٦	٠,٦٣	٠,٢٦	مدغشقر
١,٨٦	١,٨٣	٠,٢٥	٠,٣٧	موريشيوس
١,٠١	٠,٩٥	٠,٣٨	٠,٢٥	شيبيل
٤,٧٢	٣,٨٠	١,٧١	٠,٧٥	اوغندا
١,٢٩	-٣,٢٦	٦,١٨	٧,٠٢	انجولا
٢,٢١	٢,٨١	٢,١٢	٠,٣٢	بتسوانا
١,٧٩	٠,٥٩	٠,٣٧	٠,١٧	مالاوي
٢٣,٦٧	٧,٩٨	١,٣٨	١,٠٨	موزمبيق
٣,٩٤	٣,٤٠	١,٣٣	٠,٧٣	ناميبيا
٢٢,٥٩	٣١,١٣	١٠,٠٦	١٣,٥٥	جنوب أفريقيا
٧,٢٩	٥,٨٠	١,٩٨	٠,٨١	زامبيا

Source: United Nations Conference on Trade and Development UNCTAD, FDI/MNE database ([www.unctad.org/fdistatistics](http://www.unctad.org/fdistatistics)).

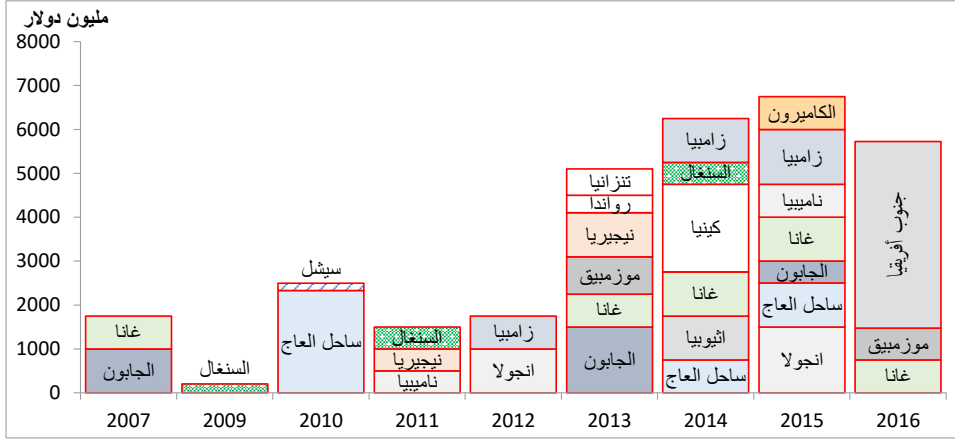


## ثانياً؛ تحركات رؤوس الاموال إلى الدول الأفريقية مؤخراً؛

ولما فشلت الدول المانحة في الوفاء بوعودها بدعم الاقتصاد الإفريقي، فلم تجد الحكومات مفرأً من اللجوء إلى سوق الديون العالمي لتوفير التمويل اللازم لنهضتها. ورغم ارتفاع تكلفة الاقتراض، إلا أنها بالنسبة للمسؤولين الأفارقة أخف ضرراً من الانصياع لخطط صندوق النقد الدولي وشروطه التعجيزية في أغلب الأحيان. وتحتاج القارة السمراء إلى مليارات الدولارات خلال العقد المقبل للوفاء بالتزامات الديون الحالية أو إعادة هيكلتها وكذلك لتمويل مشروعات بنية تحتية حيوية لإنجاح خططها التنموية.

ونتيجة لذلك، ازدهرت أسواق الديون في دول أفريقيا جنوب الصحراء، حيث أدى ارتفاع أسعار الفائدة وتراجع حدة التوتر السياسي في بعض الدول الهامة إلى استجابة متحمسة من جانب المستثمر المتعطش للعائدات المرتفعة. وتحول الدول الأفريقية بشكل متزايد إلى أسواق السندات لتمويل مشروعاتها، حيث من المقرر أن تفي بمواعيد استحقاق مليارات الدولارات من القروض، مما يضعها في موقف المضطر لإعادة التمويل في الفترات المقبلة. وفي المقابل يسعى المستثمر للاستفادة من إقبال الدول الأفريقية التي تصطف حالياً من أجل إصدار سندات جديدة. ويرجع هذا الإقبال إلى السعي وراء العائد، فمثلاً، تحمل ديون كينيا التي مدتها ١٠ سنوات عائداً قدره ٧,٢٥٪، في حين أن دينها لمدة ٣٠ عاماً يدفع ٨,٢٥٪. وجاءت مبيعات نيجيريا مؤخراً لسندات مدتها ١٢ سنة بعائد بلغ ٧,١٤٪، في حين أن ورقتها فئة ٢٠ عاماً بلغ عائدها ٧,٦٩٪.. وعلى ذلك، سارعت الحكومات الأفريقية إلى أسواق الديون الدولية بغرض تجنب ارتفاع تكلفة الاقتراض خلال الفترة المقبلة وخاصة مع استمرار ارتفاع عائدات الخزنة الأمريكية على اثر رفع الاحتياطي الفيدرالي لأسعار الفائدة مجدداً، مما دفع مستويات الدين في المنطقة إلى مستويات قياسية جديدة. فوفقاً لبنك التسويات الدولية، فإن موجة الإصدار ساهمت في تضاعف رصيد الديون المسجلة بالفعل لأفريقيا جنوب الصحراء إلى أكثر من ٢٠٠ مليار دولار مقابل أقل من ٣٠ مليار في عام ٢٠٠٧.

شكل رقم (١)؛ اصدارات السندات السيادية لدول افريقيا جنوب الصحراء (٢٠٠٧-٢٠١٦)؛



Source: <http://blogs.worldbank.org/opendata/sub-saharan-africa-s-sovereign-bond-issuance-boom>

كما أشارت إحصاءات الديون الدولية (IDS)<sup>(٨)</sup> الصادرة عن البنك الدولي ٢٠١٦ أيضا إلى الارتفاع السريع في إصدار السندات السيادية عن عدد متنامي من الدول الأفريقية في أسواق رأس المال الدولية، بما في ذلك الدول التي استفادت من برامج تخفيف المديونية الخارجية والتي تشمل مبادرة الدول الفقيرة المثقلة بالديون (Heavily Indebted Poor Countries (HIPC) ومبادرة تخفيف الديون المستحقة للمؤسسات الدولية والاقليمية (MDRI (Multilateral Debt Relief Initiative).

يبين الشكل رقم (١) والجدول رقم (٣)، أن إصدار بعض الدول الافريقية لسندات السيادية قد ارتفع بشكل ملحوظ على مدى السنوات الاربعة الأخيرة. ففي حين شهد عام ٢٠١١، إجمالي إصدارات بما قيمته ١,٥ مليار دولار، ارتفع إجمالي هذه الإصدارات خلال عام ٢٠١٥ إلى ٦,٧٥ مليار دولار قبل أن ينخفض إلى ٥,٧٣ مليار دولار في ٢٠١٦. وقد مهدت ظروف السوق العالمية وارتفاع عوائد الاستثمار على تلك السندات الطريق لمزيد من قدرة هذه الدول على النفاذ إلى الأسواق الدولية، حيث بلغ متوسط العائد نحو ٦,٦٪ سنويا على هذه السندات ذات اجال الاستحقاق التي تبلغ ١٠ سنوات. وتعد هذه الاصدارات بمثابة اسعار مرجعية

يمكن الاسترشاد بها في الاصدارات المستقبلية للسندات الحكومية أو الخاصة للدول الأفريقية وذلك بهدف إدارة محفظة الدين العام، وكذا لأغراض تمويل مشروعات البنية التحتية. وقد تزايد عدد الدول الأفريقية التي لجأت إلى الاسواق الدولية للسندات السيادية ليلعب ١٦ دولة خلال الفترة (٢٠١٣-٢٠١٦)، علما بأن أكبر هذه الاصدارات (عام ٢٠١٣) كانت للجابون (١,٥ مليار دولار)، تلتها نيجيريا (مليار دولار)، ثم موزمبيق (٠,٨٥ مليار دولار). وفي عام ٢٠١٤، اصدرت كينيا أكبر هذه الاصدارات من حيث القيمة (مليارا دولار)، تلتها كل من؛ إثيوبيا، وغانا، وزامبيا، حيث اصدرت كل منها ما قيمته (مليار دولار).

جدول رقم (٣)؛ اصدارات السندات السيادية لدول افريقيا جنوب الصحراء بالمليون دولار (٢٠٠٧-٢٠١٦)؛

م	الدولة	2007	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	الاجالي
1	انجولا			1,000					1,500		2,500
2	ساحل العاج		2,330					750	1,000		4,080
3	اثيوبيا						1,000				1,000
4	الجابون	1,000			1,500				500		2,000
5	غانا		750			750	1,000	1,000	1,000	750	3,500
6	كينيا						2,000				2,000
7	موزمبيق			850					727		1,577
8	ناميبيا				500				750		1,250
9	نيجيريا				500		1,000				1,500
10	رواندا					400					400
11	السنغال		200			500		500			1,200
12	سيشل		168								168
13	توزانيا					600					600
14	زامبيا					750		1,000	1,250		3,000
15	ج. افريقيا								4,250		4,250
16	الكامبيون								750		750
	الاجالي	1,750	200	2,498	1,500	1,750	5,100	6,250	6,750	5,727	29,775

\* لم يشهد عام 2008 إصدارات للسندات السيادية الأفريقية نظرا لوقوع الأزمة المالية الاقتصادية العالمية

Source: <http://blogs.worldbank.org/opendata/sub-saharan-africa-s-sovereign-bond-issuance-boom>

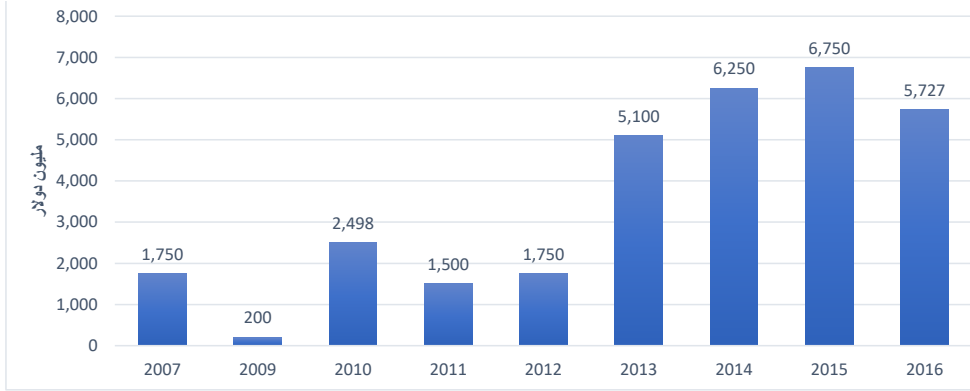


وفي عام ٢٠١٥، أصدرت الدول الأفريقية (انجولا، ساحل العاج، غانا، الجابون، ناميبيا، زامبيا والكاميرون) سندات دولية سيادية بنحو ٦,٧٥٠ مليار دولار، استحوذت انجولا على أكبر اصداراتها (١,٥ مليار دولار)، تلتها زامبيا (١,٢٥ مليار دولار)، ولكل من ساحل العاج وغانا مليار دولار. وفي سبتمبر ٢٠١٦، جمعت كل من موزمبيق وغانا ٧٢٧، ٧٥٠ مليون دولار أمريكي من السندات الدولية، بينما أصدرت جنوب إفريقيا سندات دولية بقيمة ٤,٢٥٠ مليار دولار أمريكي لمدة عشر سنوات. ويذكر أن السندات الصادرة عن غانا<sup>(٩)</sup> تم الاكتتاب فيها بسعر فائدة ٩,٢٥٪ في مزاد علني تجاوز أكثر من خمسة أضعاف (ما يزيد عن ٤ مليارات دولار أمريكي)، يتم سدادها على ثلاثة أقساط متساوية بين سبتمبر ٢٠٢٠ والشهر نفسه في عام ٢٠٢٢. ووفقاً لذلك بغرض إعادة تمويل الديون القائمة واستثمارات رأس المال. وقد استقر عائد السندات الدولية عند ٧,٦١٩٪ بنهاية ديسمبر ٢٠١٦. أما جنوب أفريقيا، فقد تم تسعير سنداتنا بسعر فائدة بلغ ٤,٨٧٥٪، أي نقطة أساس فوق السندات المرجعية للخرزاة الأمريكية لمدة ١٠ سنوات. وستمول حصيلة السندات جزئياً التزامات الحكومة بالعملة الأجنبية بمبلغ ٦,٤ مليار دولار على المدى المتوسط.

وبالنظر إلى مستوى الديون، فإن اجمالي الرصيد القائم للسندات الدولية الذي أصدرته الجهات الإفريقية الحكومية بلغ ٤٥,٥١ مليار دولار أمريكي في نهاية ديسمبر ٢٠١٦، منها؛ ٢٩,٧٧٥ مليار دولار تراكمت على مدار الفترة (٢٠٠٧-٢٠١٦)، (مقابل ١٨، ١،٨ مليار دولار بنهاية ٢٠١٤، ٢٠٠٧ على التوالي)، مع ملاحظة اتساع درجة تنوع الدول المصدرة. كما يتضح من جدول رقم (٣). فقبل عام ٢٠٠٩ كانت إصدارات السندات السيادية للدول الأفريقية الواقعة جنوب الصحراء محدودة للغاية. وقد انعكس هذا الاتجاه منذ عام ٢٠١٠ عندما بدأت هذه الإصدارات في الزيادة المضطردة. وقد شهدت الفترة (٢٠١٠-٢٠١٢) مستويات

معتدلة تراوحت ما بين (١,٥-٢,٥ مليار دولار) سنويا. ولكن بحلول عامي ٢٠١٣، ٢٠١٤، تضاعفت معدلات النمو لتتعدى ما قيمته ٥,١ مليار دولار ثم ٦,٢٥٠ مليار دولار على التوالي، واستمرت على هذا المنوال عامي ٢٠١٥، ٢٠١٦.

شكل رقم (٢)؛ إصدارات السندات السيادية الدولية  
لدول أفريقيا جنوب الصحراء (٢٠٠٧-٢٠١٦)



\* لم يشهد عام ٢٠٠٨ إصدارات للسندات السيادية الأفريقية نظرا لوقوع الأزمة المالية الاقتصادية العالمية  
Judith E. Tyson, (2015), "Sub-Saharan Africa International Sovereign Bonds, Part I: "Investor and Issuer Perspectives", Economic and Private Sector, Provisional Evidence and Applied Knowledge Services, Overseas Development Institute, January 2015, p 1-20.

وقد شمل تنوع الدول ما بين دول مصدرة للسلع الأساسية مثل؛ زامبيا ونيجيريا وأنجولا، ودول غير مصدرة للسلع الأساسية مثل؛ كينيا وغانا، علاوة على دول أصغر مثل إثيوبيا ورواندا وناميبيا وسيشيل. وجديرا بالذكر، أن هناك بعض الدول تعددت إصداراتها خلال الفترة بما في ذلك السنغال، نيجيريا، غانا وساحل العاج، حيث أصدرت ساحل العاج سندات عام ٢٠١٠ بلغت ٢,٣ مليار دولار، كانت جزءا من برنامج إعادة هيكلة الديون المتعثرة منذ عام ١٩٩٨، وقد توقفت مدفوعات الفوائد المستحقة عليها عام ٢٠١١ بالتزامن مع الاضطرابات السياسية. هذا الاصدار كان جزءا من برنامج تخفيف الديون قيمته ٤,٤ مليار دولار في إطار

مبادرة الدول الفقيرة المثقلة بالديون (HIPC) في عام ٢٠١٢ من قبل صندوق النقد الدولي والبنك الدولي<sup>(١٠)</sup>.

وقد مثلت الديون السيادية مرارا وتكرارا مصدر للمخاطر وكذلك فرصة للدول النامية. وفي بعض الحالات، أدت الديون السيادية إلى خسائر مالية للدول المصدرة. وفي هذا الصدد، يمكن لمستويات الديون التي أصبحت تمثل عبئا لا يمكن للدول الاستمرار في تحملها أن تؤدي إلى التخلف عن السداد في مواعيد الاستحقاق إذا ما تم إدارتها بشكل سيئ. فمع تأثر معدلات النمو بأزمة صادرات السلع الأساسية أدى ذلك إلى انخفاض كبير في التصنيفات الائتمانية السيادية في المنطقة، فقد انخفضت تصنيفات ستاندرد آند بورز في الدول الأفريقية جنوب الصحراء منذ عام ٢٠٠٨ من BB- إلى B. وما زالت بعض البور القارية متوترة ففي عام ٢٠١٧، تعثرت ٣ دول على الأقل وهي موزمبيق والكونغو برازافيل وتشاد في التفاوض بشأن الديون أو حاولت إعادة التفاوض بشأنها وأعلنت أنجولا أنها تريد تمديد آجال استحقاقها في عام ٢٠١٨. ففي شهر أبريل، دخلت موزمبيق إلى السوق لإعادة هيكلة ديون بقيمة ٨٥٠ مليون دولار أمريكي، والتي تم إصدارها في عام ٢٠١٣ لتمويل مشروع صيد سمك التونة، ولكن تم استخدامها من قبل الحكومة لشراء المعدات العسكرية. وتم إصدار السندات الجديدة بقيمة ٧٢٧ مليون دولار بفائدة ١٠,٥٪ مع سداد أصل الدين في ٢٠٢٣. وفي الآونة الأخيرة، أخفقت موزامبيق في سداد ٥٩,٨ مليون دولار أمريكي على سندات الدولية في يناير ٢٠١٧، وبالتالي من الناحية الفنية فهي في حالة توقف عن السداد، مما ترتب عليه تخفيض وكالة فيتش للتصنيف الائتماني لموزامبيق إلى "RD<sup>(١١)</sup> Restricted Default" في نوفمبر ٢٠١٧.

نسبة اصدارات السندات السيادية في اسواق المال الدولية كنسبة من الناتج المحلي الاجمالي؛

يوضح الشكل رقم (٣) تلك الإصدارات كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي، حيث تبدو جميعها منخفضة نسبياً حيث سجلت أقل من ٥٪ لمعظم هذه الدول باستثناء كل من موزمبيق ورواندا والجابون حيث بلغت ما نسبته ٥٪ عام ٢٠١٣ في موزمبيق ورواندا، وفي الجابون ارتفعت هذه النسبة بدرجة ملحوظة لتصل إلى ١٠٪ من ناتجها المحلي الإجمالي.

شكل رقم (٣)؛ إصدارات السندات السيادية لدول أفريقيا جنوب الصحراء كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي

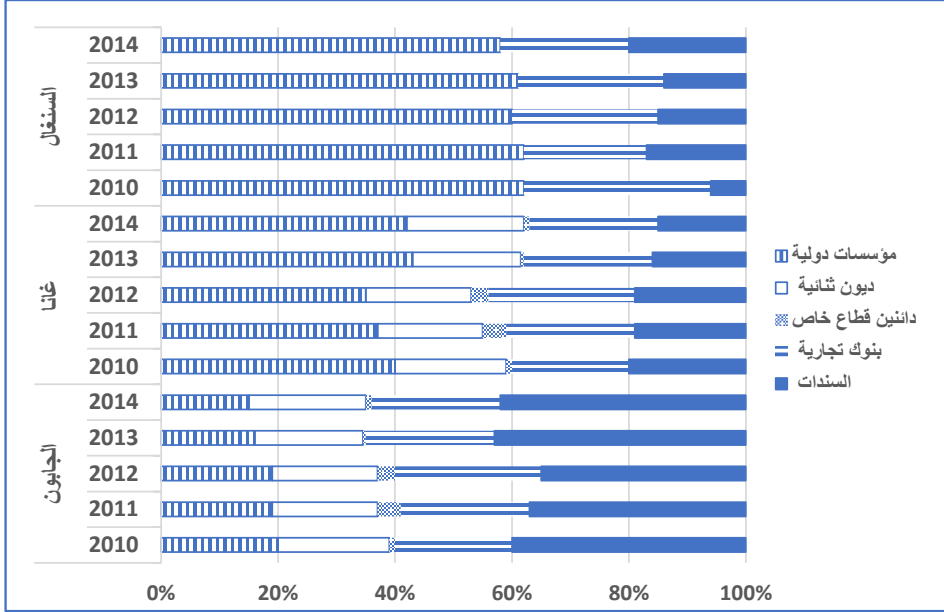


Source: <http://blogs.worldbank.org/opendata/sub-saharan-africa-s-sovereign-bond-issuance-boom>

تحركات رؤوس الأموال وتغير نمط الاقتراض الخارجي وتنوع الجهات

الدائنة؛

شكل رقم (٤)؛ دول أفريقية مختارة؛ توزيع اجمالي الدين الخارجي العام والمضمون (٢٠١٠-٢٠١٤)



Source: <http://blogs.worldbank.org/opendata/sub-saharan-africa-s-sovereign-bond-issuance-boom>

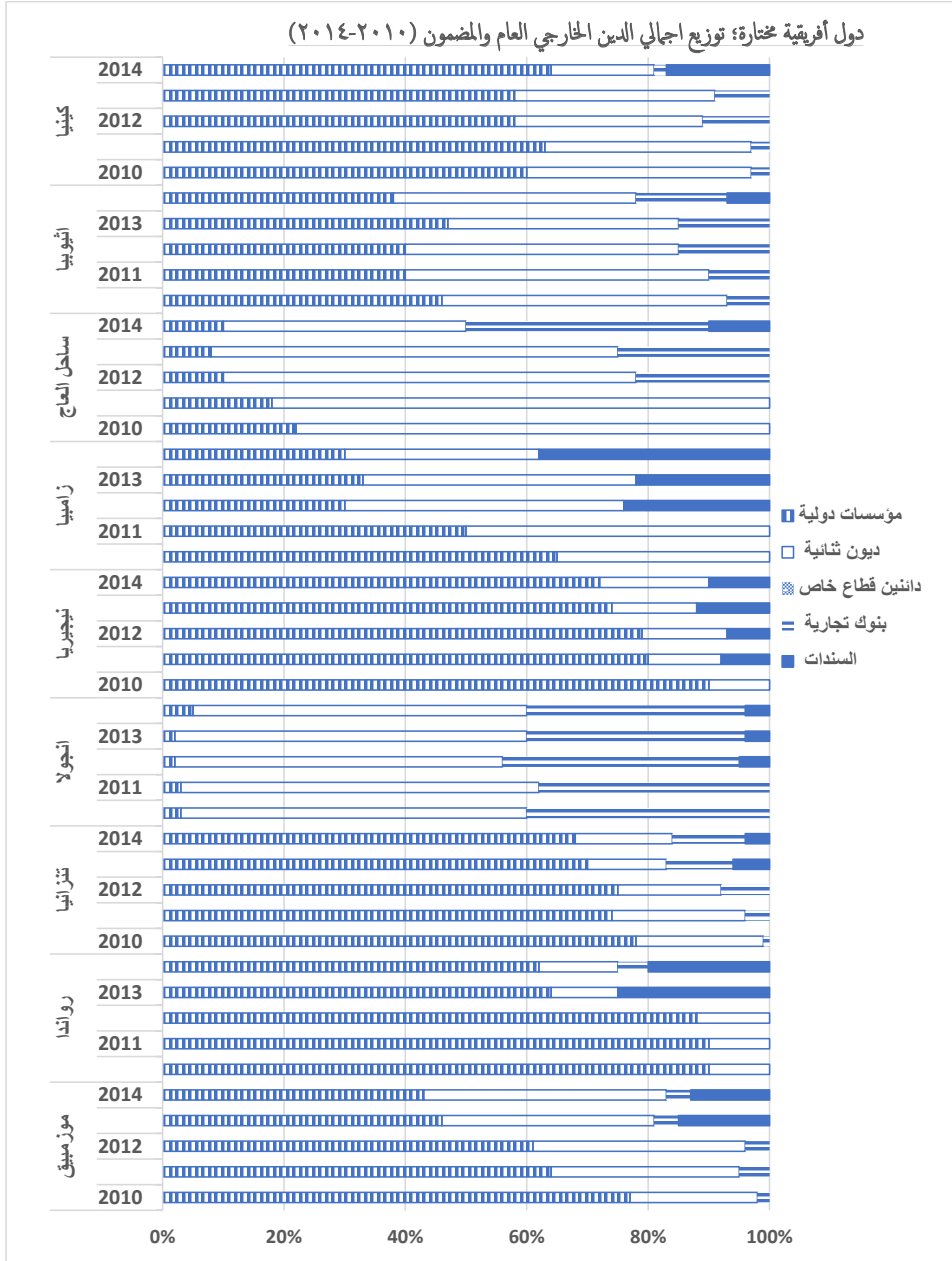
يظهر الشكلين رقمي (٤)، (٥) الرصيد القائم للدين العام والمضمون Public and Publicly Guaranteed Debt المستحق على بعض دول أفريقيا جنوب الصحراء (التي أصدرت سندات سيادية مؤخرا في أسواق المال العالمية) موزعا حسب الجهات الدائنة وفقا للمركز في نهاية السنوات (٢٠١٠-٢٠١٤). وتظهر مكونات الدين الخارجي الحكومي والمضمون حسب الجهات الدائنة وحصص مشاركتها في الاجمالي، أن هناك تغيرا ملحوظا في نمط الاقتراض الخارجي لهذه الدول وتنوعا في الجهات الدائنة. ففي حين اقتصر اصدار السندات السيادية على كل من الجابون، غانا، والسنگال عام ٢٠١٠ (كما هو واضح من الشكل رقم ٤)، شهد عام ٢٠١٤، طفرة في اصدارات السندات السيادية من كافة دول الاقليم الواردة بالشكل رقم (٥)، إضافة إلى كل من الجابون، غانا، والسنگال الواردة بالشكل رقم



(٤)، حيث يلاحظ أن اصدار السندات السيادية في الاسواق العالمية اصبح احد مصادر التمويل التي اعتمدت عليها الدول الافريقية المشار إليها. كما يلاحظ أنه، في حين اقتصر هيكل الدين الخارجي في السنغال على كل من ديون المؤسسات الدولية، وديون البنوك التجارية والسندات السيادية فقط، يتنوع هيكل الدين الخارجي لدى غانا والجابون ليشمل أيضا ديون القطاع الخاص والديون الحكومية الثنائية.

ويلاحظ من الشكل رقم (٥) أيضا، أن أنجولا تنفرد بهيكل للدين الخارجي العام والمضمون المستحق عليها عن باقي دول أفريقيا جنوب الصحراء التي أصدرت سندات سيادية مؤخرا في أسواق المال العالمية، حيث أن اصدار السندات السيادية خلال السنوات الثلاث؛ ٢٠١٢، ٢٠١٣، ٢٠١٤ (بحصة ٥٪، ٤٪، ٤٪ من اجمالي المديونية المستحقة عليها على التوالي) جاء على حساب حصة كل من القروض الثنائية (من ٥٠٪ عام ٢٠١٠ إلى ٤٦٪ فقط من الاجمالي عام ٢٠١٤)، وقروض البنوك التجارية (من ٤٠٪ عام ٢٠١٠ إلى ٣٥٪ فقط من الاجمالي عام ٢٠١٤)، بينما ارتفعت حصة المؤسسات الدولية والقطاع الخاص.

شكل رقم (٥)؛ دول أفريقية مختارة؛ توزيع إجمالي الدين الخارجي العام والمضمون (٢٠١٠-٢٠١٤)



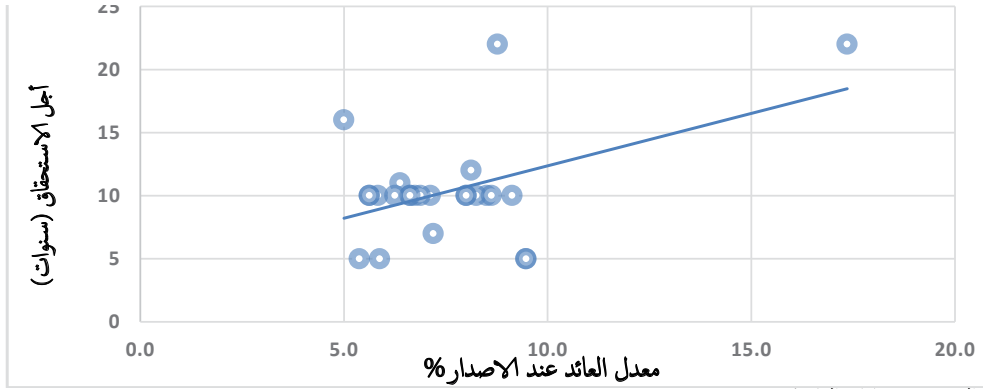
Source: <http://blogs.worldbank.org/opendata/sub-saharan-africa-s-sovereign-bond-issuance-boom>



## معقولية أسعار كوبونات السندات السيادية الأفريقية؛

وقد اختلفت أسعار كوبونات السندات السيادية وفقا للتصنيف الائتماني السيادي الصادر للدولة المصدرة لتلك السندات وأجال استحقاقها. فكلما انخفض التصنيف الائتماني وطالت أجل الاستحقاق، كلما ارتفعت أسعار الفائدة. ويتم الاعتماد على التصنيف الائتماني الصادر عن وكالات التصنيف الدولية مثل: موديز وستاندرد آند بورز وتعتبر تلك التصنيفات من الأهمية بمكان في تحديد جاذبية فئات مختلفة من المستثمرين. وقد اتبعت العوائد لتلك الاصدارات الجديدة، على نطاق واسع، منحنى العائد المتوقع ذو الميل الصاعد مع زيادة المعدلات للأجل الأطول (شكل رقم ٦). وكان متوسط العائد للإصدار الواحد ما معدله ٧,٠٧٪ للسندات ذات أجل الاستحقاق ١٠ سنوات.

شكل رقم (٦)؛ علاقة عائد السندات السيادية لدول افريقيا بأجل الاستحقاق (٢٠٠٧-٢٠١٦)؛

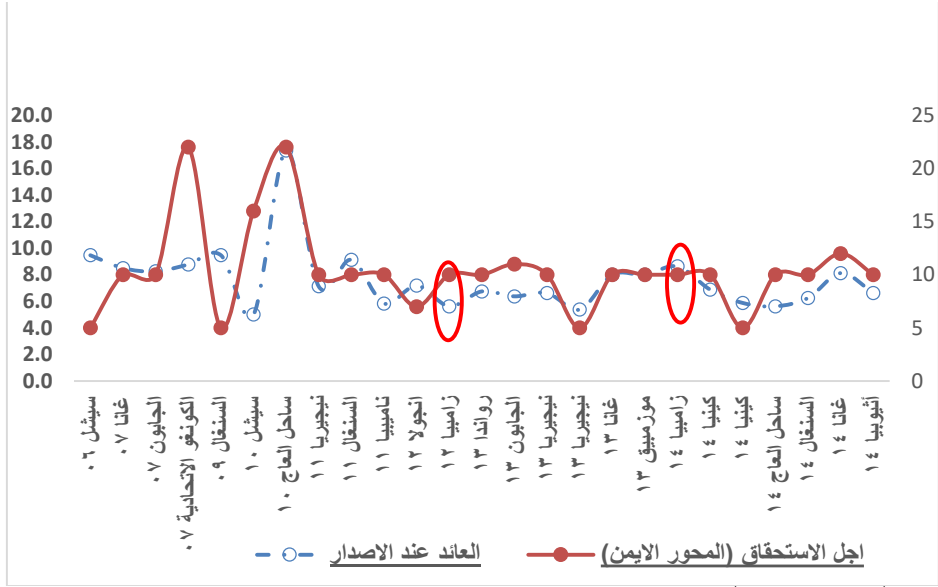


المصدر؛ حسابات الباحث

أن متوسط أسعار الفائدة على تلك الاصدارات والتي تم تحديدها وفقا لقوى السوق، كانت أعلى بكثير من نظيرتها وفقا لمصادر تمويل المؤسسات الدولية التي تتميز بالشروط الميسرة (Stiglitz & Rashid ٢٠١٣؛ Hou وآخرون، ٢٠١٤) ولكنها

اقتربت بشدة من نظيرتها على السندات الصادرة عن شركات القطاع الخاص مع تصنيفات ائتمانية مماثلة. وفيما يتعلق بأجال الاستحقاق والتي تراوحت ما بين (٥-١٠ سنوات) فقد كانت ايجابية بسبب المزايا التي وفرتها للدول المصدرة كونها متوسطة الاجل. هذه الاجال كانت طويلة بشكل معقول مقارنة بنظيرتها السائدة في اسواق السندات الصادرة عن القطاع الخاص الأخرى. كما أكدت دراسة (Tyson et al, 2014) على عدم ملائمة اسعار فائدة تلك السندات مقارنة بتكلفة التمويل المتاح من المؤسسات الدولية والتي تمتد أجال استحقاقها إلى ٤٠ عاما. وأخيرا، فإن كافة الاصدارات تمت حصرا بالدولار الأمريكي، مما ينقل مخاطر الصرف الأجنبي إلى الحكومات المقترضة. وحول التساؤل عما إذا كان قد تم تسعير العائد على تلك السندات بنزاهة وحيادية، وجدت دراسة Michael Olabisi, Howard Stein (٢٠١٥) أنه على الرغم من تحسن أداء مؤشرات الاقتصاد الكلي خلال الفترة (٢٠٠٥-٢٠١٤) من ارتفاع متوسط معدل نمو الصادرات والنتاج المحلي الإجمالي في العديد من الدول الأفريقية، وبما يعني أن اقتراضها من الأسواق الدولية قد أصبح أقل خطورة، إلا أن الحكومات الأفريقية قد تحملت بعلاوة مخاطر، إضافة إلى تكلفة اقتراضها (إصدارها لسندات دولية خلال نفس الفترة) بهامش يواقع ٢,٩٪ أكثر من التكلفة التي كان من المفترض أن تتحملها وفقا لأساسيات اقتصادها الكلي أو تصنيفها الائتماني السيادي، وعليه فلا يمكن تفسير الارتفاع غير المبرر لمدفوعات هذه العوائد إلا كعقوبة على هذه الحكومات بسبب تحيز المستثمر. وقد تم تقدير هذه العقوبة على اساس صافي القيمة الحالية للدفوعات المدفوعة بمبلغ ٢,٢ مليار دولار كمدفوعات عوائد هذه السندات، وذلك بدلا من تقديم دعم مالي يوفر أفاق مستقبلية أفضل للتنمية الشاملة لدول القارة الافريقية. وفي السياق ذاته، يلاحظ تباين العوائد عبر الدول المصدرة، كما في شكل (٧)، وهو ما يمكن تفسيره إلى حد كبير بالاختلافات بين التصنيف الائتماني لتلك الدول أو بسبب اختلاف ظروف السوق في مختلف توقيتات الاصدارات، ولا سيما فيما يتعلق برغبة واقبال المستثمرين. وفي الاقليم الأفريقي، هناك تباين كبير بين الدول المصدرة وسنوات الاصدار.

شكل رقم (٧)؛ أجل الاستحقاق ومعدل العائد عند الاصدار (٢٠٠٦-٢٠١٤)



ويمكن تفسير ذلك من خلال تحليل ومقارنة العوائد على السندات ذات التصنيف الائتماني المماثل. فعلى سبيل المثال، من المتوقع أن يتماثل العائد على سندات مدتها ١٠ سنوات صادرة عن دولتان ذات تصنيف ائتماني B+ في سوق تتوفر فيه السيولة. ففي عام ٢٠١١، أصدرت كل من نيجيريا والسنغال سندات ذات أجل استحقاق ١٠ سنوات، وكلاهما كان تصنيفه الائتماني B+. ونظرا لتماثل التصنيف، فقد كان من المتوقع تماثل عائديهما (عندما تكون الاصدارات في ظل ظروف متشابهة للسوق). لكن السنغال تحملت سعر فائدة أعلى بكثير (٩,١٣٪ مقابل ٧,١٣٪ تحملته نيجيريا)، بما يوازي تكلفة إضافية على الحكومة السنغالية قيمتها ١٠٠ مليون دولار خلال أجل استحقاق السند. وبحلول عامي ٢٠١٣، ٢٠١٤، تراجع العائد لكلا الدولتين إلى مستويات أقرب إلى التشابه. ويعزى ذلك على الأرجح إلى اختلاف رؤى المستثمرين حول الافاق المستقبلية لكلا الدولتين عام ٢٠١١، مثل؛ عدم الاقتناع بالاقتصاد السنغالي كموقع جاذب للاستثمار مقارنة

بالاقتصاد النيجيري، وإن كان قد تحسن بحلول عام ٢٠١٣. وبالمثل لزامبيا، يلاحظ الاتجاه المعاكس للعائد على السندات حيث تزايد ما بين عامي ٢٠١٢، ٢٠١٤ بفارق بواقع ٣٪، على الرغم من ثبات التصنيف الائتماني. وهو ما يمكن تفسيره بتزايد مخاوف المستثمرين بشأن هشاشة الاقتصاد الزامبي نتيجة لانخفاض أسعار النحاس (الذي يشكل نحو ٧٠٪ من إجمالي حصة الصادرات)، وتقلب أسعار العملات ومشاورات الحصول على دعم صندوق النقد الدولي عام ٢٠١٤. لقد أدت الزيادة في معدلات العائد إلى زيادة مدفوعات الفائدة على سندات الحكومة الزامبية عام ٢٠١٤ بمبلغ ٣٠٠ مليون دولار خلال مدتها التي بلغت ١٠ سنوات وذلك بالمقارنة مع نظيرتها التي اصدرتها الحكومة الزامبية عام ٢٠١٢. هذه الاختلافات تثير مسألة ما إذا كانت السندات السيادية الأفريقية قد تم تسعيرها على اساس محايد. (جدول رقم ٤).

جدول رقم (٤)؛ عوائد اصدارات سندات سيادية مختارة لها نفس التصنيف الائتماني وأجل الاستحقاق (+B، ١٠ سنوات)

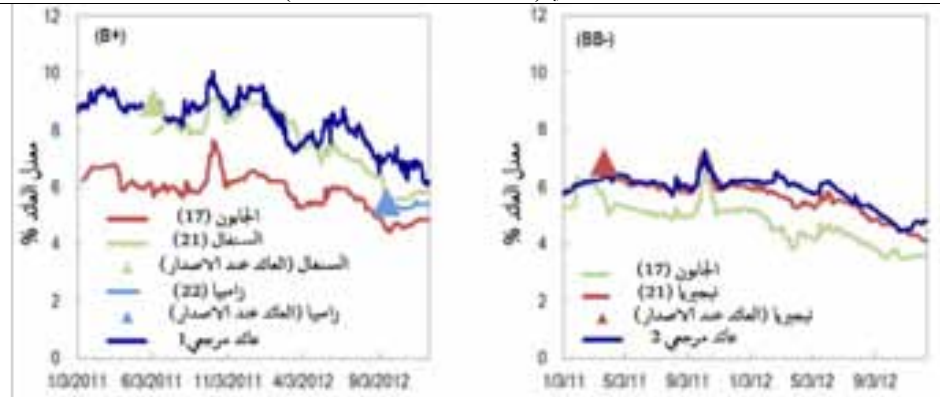
الدولة	سنة الاصدار	معدل العائد	التغير	(+ أو -)	التصنيف الائتماني
نيجيريا	2011	7.13			B+
	2013	6.63	0.50-	↓	B+
السنغال	2011	9.13			B+
	2014	6.25	2.88-	↓	B+
زامبيا	2012	5.63			B+
	2014	8.63	3.00	↑	B+

**Source:** Judith E. Tyson, (2015), "Sub-Saharan Africa International Sovereign Bonds, Part I: "Investor and Issuer Perspectives", Economic and Private Sector, Provisional Evidence and Applied Knowledge Services, Overseas Development Institute, January 2015, p 1-20.

وفي الغالب، يتم طرح هذه السندات طرحا عاما تحت إدارة ضامن متخصص في هذا المجال (بنك استثماري عالمي)، وقد تم إدارة الاصدارات الأخيرة بمعرفة بنوك عالمية (دويتشه بنك، وباركليز، وسيتي بنك). وبطبيعة الحال يقوم ضامن السندات بتحديد العائد على السندات ويكون المسئول عن تحديد اقل العائد للحكومات

المصدرة بما يكفل تغطية الاصدار بالكامل من قبل المستثمرين. وفي حالة بقاء جزء من الاصدار لم يتم الاكتتاب فيه، يكون ضامن السندات ملزما بشرائها بالكامل عند عائد الاصدار المعلن. وفي هذا السياق، شهدت اصدارات السندات السيادية خلال عامي ٢٠١١، ٢٠١٢ اقبالا شديدا من المستثمرين وتم تغطيتها بالكامل، إلا أنه سرعان ما تراجعت عوائدها عقب الاصدار مباشرة وبدء تداولها في الأسواق الثانوية، وبما يشير إلى أن عوائد الاصدار كانت مرتفعة بصورة مبالغ فيها. وفيما يلي بعض هذه الامثلة المختارة، كما هو مبين في الشكلين رقمي (٨)، (٩)، حيث شهدت عوائد سندات كل من ناميبيا ونيجيريا والسنغال وجنوب افريقيا تراجعاً بصورة مباشرة عقب الاصدار الأولي وتداولها في الأسواق الثانوية (صندوق النقد الدولي (٢٠١٤f)). ومن جهة أخرى، تشير مقارنات أخرى أن عوائد الاصدار عكست معدلات أقل مما كان متوقعا. فعلى سبيل المثال، تم تحديد عائد اصدار سندات ساحل العاج عام ٢٠١٤ عند مستويات مشابهة لتلك الصادرة عن المملكة المتحدة مما يوحي بأن العائد كان منخفضا للغاية. وبوجه عام، فإن حيادية عملية تسعير عوائد إصدارات السندات السيادية تبدو مختلطة بين جزء تم تسعير عوائده بحيادية ونزاهة وبين جزء آخر تم تسعير عوائده عند أسعار فائدة مرتفعة للغاية مما حمل الحكومات الأفريقية بأعباء عوائد مرتفعة على تلك السندات.

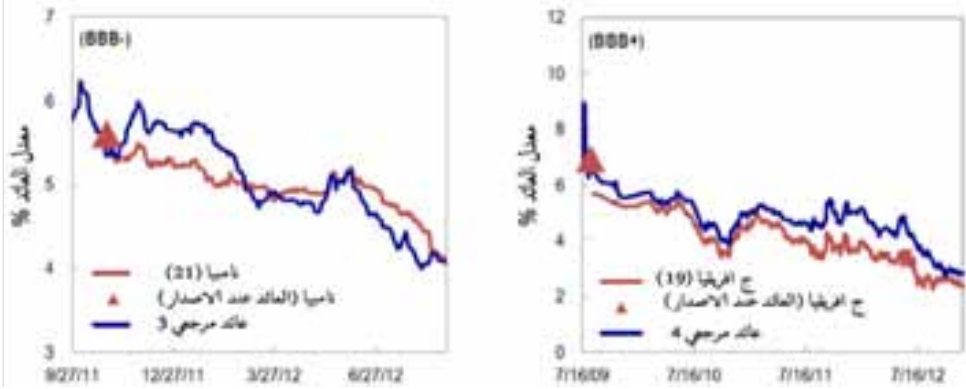
شكل رقم (٨)؛ معدل العائد على السندات الإفريقية عند الاصدار واتجاهاته بعد الاصدار



المصدر؛ بلومبرج؛ 1؛ متوسط العائد لسندات مصر، فنزويلا وفيتنام،

2؛ متوسط العائد لسندات السلطادور، جورجيا وسيريلانكا.

شكل رقم (٩)؛ معدل العائد على السندات الإفريقية عند الإصدار واتجاهاته بعد الإصدار والتصنيف الائتماني السيادي (نامبيا وجنوب أفريقيا)



المصدر؛ بلومبرج؛ ٣؛ متوسط العائد لسندات البحرين، روسيا وليتوانيا، ٤؛ متوسط العائد لسندات كولومبيا، كرواتيا، اندونيسيا وتركيا.

المبحث الثاني؛ نتائج إصدارات السندات السيادية الإفريقية في الأسواق الدولية

أولاً؛ المستثمر وتوجهات الدولة المصدرة للسندات السيادية

تمثل أسواق السندات السيادية جزءاً هاماً من الأنظمة المالية المتقدمة، حيث توفر تلك الأسواق آلية لإدارة السياستين النقدية والمالية في الدول المتقدمة، بما في ذلك إدارة النفقات الرأسمالية والجارية. كما أنها تساعد بشكل غير مباشر على تسويق السندات وعقود المشتقات المالية التي تصدرها شركات القطاع الخاص وذلك من خلال توفير سعر مرجعي benchmark لتحديد أسعار هذه السندات وأسعار عقود التحوط hedging. ولا تزال هذه الأسواق غير متطورة في الاقتصادات النامية، وينطبق ذلك على دول أفريقيا جنوب الصحراء حيث بلغ الرصيد القائم للأوراق المالية الحكومية في هذا الإقليم ما نسبته ١٤,٨٪ من الناتج المحلي الإجمالي عام ٢٠١٠، أي أقل بكثير مما كانت عليه في الاقتصادات النامية الأخرى، وكذلك في الاقتصادات المتقدمة. ومنذ وقوع الأزمة المالية العالمية، شهدت دول الإقليم زيادة مطردة في إصدارات السندات السيادية، مما يدعو للتفاؤل بأن هذه الزيادة ستؤدي



إلى تطوير وتعميق أسواق السندات السيادية وبما ييسر إدارة السياسة المالية والنقدية بصورة أفضل. والأهم بالنسبة للدول النامية، فإن اسواق السندات توفر فرصة لتمويل احتياجات التنمية الشاملة، مثل مشروعات البنية التحتية والتعليم والصحة. وقد كان ضمن العوامل الجاذبة وراء إقبال المستثمرين على الاستثمار في هذه السندات عامل "البحث عن العائد"، حيث يرجع استجابة المستثمرين لأسعار الفائدة المنخفضة بشكل استثنائي إلى تدني اسعار الفائدة السائدة في الدول المتقدمة بدرجة أكبر نتيجة انتهاجها سياسات نقدية توسعية. كما كان لتحسن سيناريوهات آفاق الاقتصاد الكلي في دول أفريقيا جنوب الصحراء أهمية في إقبال المستثمرين على سندات تلك الدول والذي انعكس على التصنيف الائتماني السيادي لتلك الدول، وإن كانت لا تزال دون "درجة الاستثمار". وقد شجعت الحكومات المصدرة آنذاك توفر السيولة بصورة استثنائية، شروط التمويل الإيجابية والمواتية وعدم وجود بند الشرطية (Conditionality) احد شروط الحصول على قروض المؤسسات الدولية)، والآخر يمثل أهم المزايا مقارنة بشروط التمويل المالية الميسرة المتاحة من المؤسسات الدولية. وقد جاءت متابعة ومراقبة استخدام حصيلة بيع هذه السندات السيادية للوقوف على مدى مساهمة هذه الإصدارات في التنمية الاقتصادية من عدمه. وفي هذا الصدد، استخدمت بعض الدول تلك الحصيلة بشكل إيجابي، مثل تمويل مشروعات البنية التحتية أو الإنفاق الجاري لتطوير قطاعي الصحة والتعليم. بينما استخدم البعض الآخر الحصيلة لتمويل أغراض ذات أثر تنموي محدود أو معدوم مثل الإنفاق السياسي من خلال زيادة رواتب موظفي القطاع العام وشراء المعدات العسكرية، وكذلك مشروعات حكومية مثل مساعدة المرشحين السياسيين والتي قد تأخذ شكل الدعم في صورة زيادة الأصوات الانتخابية أو زيادة التبرعات السياسية.

## ثانياً؛ تطوير السوق المالية

يقوم المستثمرين بإدارة مخاطر استثمار السندات السيادية في اعقاب الاصدار الأساسي للسندات. ولعل السيولة التي توفرها السوق الثانوية واسواق المشتقات المالية تسهل مهمة المستثمرين نحو إدارة مثل هذه المخاطر. ويتمثل ذلك في توفير معايير لتحديد أسعار السوق وتوفير سيولة التداول والفرص المتاحة لضبط درجات المخاطر التي من شأنها أن تغير تفضيلات المستثمرين خلال فترة تداول السندات حتى حلول اجال استحقاقها. وتشمل عقود المشتقات المالية المستخدمة؛ عقود التحوط ضد مخاطر تقلبات سعر صرف العملة الأجنبية، وسعر الفائدة والائتمان. كما أنها يمكن أن يتم تداولها في البورصات العامة وعلى هامش البورصة "over-the-counter" في الأسواق العالمية، وكذلك في كل من الأسواق المالية الدولية والمحلية. وكما إن غياب مثل هذه الفرص لإدارة المخاطر يحد من رغبة المستثمر وقدرته على تحقيق اهدافه، ويجعل استراتيجية المستثمر تقتصر على "الشراء والحيازة" بعملة الاصدار. لذلك فإن تطوير السوق الثانوية لتداول السندات علاوة على اسواق عقود المشتقات المالية من شأنه أن يسهل مهمة تطوير أسواق السندات السيادية وسندات الشركات على السواء. وجدير بالذكر، فإن أسواق أدوات إدارة المخاطر في دول أفريقيا جنوب الصحراء تعتبر غير عميقة وغير سائلة. وقد اهتم المستثمرين بالسندات الأفريقية لقدرتهم على إدارة مخاطر تقلبات اسعار الصرف الأجنبي ومخاطر الائتمان. لكن النقص الحالي في أدوات التحوط ضد تقلبات اسعار صرف العملات الأجنبية، مثل عقود الخيارات والعقود المستقبلية، أدى إلى اقتصر طلب المستثمرين حصرياً على السندات السيادية الصادرة بالدولار الأمريكي. وفي هذا الصدد، وكما تم الاقتراح في السابق، فإنه يجب على البورصات الأفريقية الدولية التي تم تأسيسها في الآونة الاخيرة أن تساعد على تطوير اسواق المشتقات. أما بالنسبة لمساهمة تلك الاصدارات وتطور اسواقها المحلية في تنمية القطاع

المالي المحلي فهي لاتزال تخضع للدراسة والبحث وتظل نتائجها تمثل نتائج مختلطة. وفي هذا الصدد، يلاحظ اتساع قاعدة المستثمرين في دول أفريقيا جنوب الصحراء، بل وتنوعها حيث تتألف في الغالب من المستثمرين الدوليين الجدد. ومع ذلك، فإن اقبال هؤلاء المستثمرين لا يزال متقلبا. وهناك مخاوف أثرت بشأن مدى ملاءمة الأسواق الرائدة للمستثمرين الأفراد من قبل المنظمين في الولايات المتحدة بسبب طبيعة المخاطر العالية لهذه الأسواق. أما دور هذه السندات كسعر مرجعي لتسعير سندات الشركات فقد كانت محدودة. وفيما يتعلق بالأدلة على وجود تأثير إيجابي للاصدارات يحد من مزاحمة القطاع الخاص في الأسواق المحلية، فلا تزال غامضة.

### ثالثا؛ توسيع قاعدة المستثمرين

إن السندات السيادية في دول أفريقيا جنوب الصحراء كان لديها في السابق قاعدة مستثمرين صغيرة أو تكاد تكون غير موجودة بالفعل، وعلى الرغم من أن بعض الأسواق المحلية قد نضجت واصبحت أكثر عمقا مؤخرا مثل نيجيريا وكينيا، إلا أنها تظل صغيرة بالنسبة إلى حجم الناتج المحلي الإجمالي. وعلى النقيض من ذلك، فقد كان المستثمرون في إصدارات السندات الأخيرة في الغالب مستثمرين دوليين جدد ، حيث شملت صناديق التقاعد، والاستثمار، والثروة السيادية، وهو ما يمثل مصادر تمويل محتملة كبيرة للاقليم. ومع ذلك، يمكن لاقبال المستثمرين أن يتقلب على غرار ما حدث في مناطق أخرى، مثل آسيا وأمريكا اللاتينية (Griffith-Jones and Ty-son، 2014) ، وأفريقيا جنوب الصحراء عام ٢٠١٤ (Velde، 2014) .

### رابعا؛ تسهيل تطوير سوق رأس المال الخاص

يمكن للسندات السيادية أن تساعد على تكوين سعر مرجعي لتسعير السندات والمشتقات المالية التي تصدرها شركات القطاع الخاص مما يسهل تعميق الأسواق المالية. وقد كان هذا هو الهدف الواضح من بعض هذه الاصدارات، مثلما هو الحال في نيجيريا . ومع ذلك، فإن تكوين سعر مرجعي يتطلب تطوير الأسواق المالية

بالإضافة إلى تلك الاصدارات الأولية للسندات السيادية، بما في ذلك السوق ذات السيولة المرتفعة سواء كانت السوق الأولي أو الثانوي لاصدار وتداول السندات والمشتقات المالية ذات الصلة (عقود الخيارات والمبادلة والعقود المستقبلية ضد مخاطر تقلبات اسعار صرف العملات الأجنبية وسعر الفائدة). وفي هذا الصدد، تحتاج الأسواق المالية لتأسيس صناع السوق (بما في ذلك المتعاملون الرئيسيون)، إضافة إلى توفر السيولة مع تكرار التداول باحجام وقيم كافية، وأجال استحقاق وأسعار متنوعة من شأنها توفير منحني عائد حقيقي وسوق لتسوية عقود المشتقات المالية. وعلى الرغم من أن هذه العوامل قد تنشأ على المدى الطويل، فإنها لا تزال حاليا غير متطورة، كما أنه، على المدى القصير، من غير المرجح للمستويات الحالية من إصدارات السندات السيادية الابتدائية أن تساعد بفعالية في تنمية تلك الاسواق.

#### خامسا؛ توسيع أسواق رأس المال للمشاركين من القطاع الخاص

هناك احتمال بأن النجاح في جذب التمويل من المستثمرين الدوليين للاستثمار في السندات السيادية من شأنه أن يحد من تأثير المزاخمة لتمويل الحكومات من خلال القطاع الخاص في الأسواق المحلية. وهو أمر هام لأن أسواق رؤوس الاموال الخاصة المحلية محدودة للغاية وتعاني من ندرة رأس المال والذي بطبيعة الحال تم توجيهه إلى الاستثمار في الأوراق المالية الحكومية (تمثل السندات الحكومية ما نسبته ٨٩٪ من القيمة السوقية للسندات الصادرة بالعملة المحلية). وبالتالي فإن نقص التمويل اللازم للشركات الخاصة المحلية يظل يشكل قيودا على النمو (Beck and Maimbo، 2013). ومع ذلك، فهناك محدودية في الدراسات التجريبية التي تناولت تأثير إصدارات السندات السيادية المزاحم crowding-out Effect لاستثمارات القطاع الخاص. وفي الواقع، تشير نتائج تحليل الانحدار، إلى احتمال زيادة المزاخمة بين الأوراق المالية الحكومية وسندات الشركات، كونها تعمل كبدايل لبعضها البعض.



## الخلاصة والتوصيات

تواجه الدول الأفريقية تحديات بيئة الاقتصاد الكلي، حيث أن هذه الدول في أمس الحاجة لانتهاج سياسات اقتصادية سليمة، والاستفادة من وفرة السيولة في الأسواق المالية الدولية بالتزامن مع تنفيذ السياسات الرامية إلى الحفاظ على معدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي. وفي السياق ذاته، تقدم السندات السيادية فرصة لتمويل الاستثمار اللازم للتنمية الشاملة إلا أنها تضيف أيضا إلى التحديات التي تواجه تلك الدول. وقد شهدت فترة ما بعد ٢٠٠٨ إصدارات ملحوظة من السندات السيادية الدولية في دول أفريقيا جنوب الصحراء. وقد كان لهذه الإصدارات خصائص إيجابية بالقياس لمصادر التمويل المتاحة في الأسواق الأخرى. وقد جاءت أجال الاستحقاق، التي تراوحت بين ٥-١٠ سنوات، جيدة. إلا أن عائداتها جاءت مختلطة فبعضها يعتبر مقبول والأخر مرتفع للغاية، علاوة على أن جميعها تم إصدارها بالدولار الأمريكي مما تولد عنها مخاطر الصرف الأجنبي للدول المصدرة. وتتطلب هذه المخاطر إدارة واعية بما في ذلك مخاطر سعر الفائدة وتقلبات اسعار صرف العملات الأجنبية ومخاطر إعادة التمويل. كما تعتبر هذه الإصدارات ذات شروط مالية مجحفة إذ ما قورنت بالتمويل الميسر من المؤسسات المالية الدولية، علاوة على أن معظمها جاء مبالغاً فيه ولا يتناسب مع الأداء الاقتصادي للدول المصدرة أو تصنيفاتها الائتمانية السيادية.

وما يثير القلق أكثر هو أن استخدام حصيلة هذه الإصدارات لأغراض التنمية كان مختلطاً، حيث ارتبطت في بعض الدول بتطوير البنية التحتية ذات التأثير الإيجابي على نتائج التنمية، بينما تم استخدامها في دول أخرى لأغراض ذات تأثير تنموي محدود أو معدوم، مثل الإنفاق السياسي، كزيادة رواتب موظفي القطاع العام أو تمويل الشركات الحكومية وشراء المعدات العسكرية. إن القدرة على الاستمرار في تحمل الديون تعتمد على تحقيق معدلات نمو قوية للناتج المحلي الإجمالي



واستخدام حصيلة السندات لدعم معدلات النمو بدلاً من تبديدها، وهو ما يميز بين الدول التي لديها القدرة على سداد ديونها في تواريخ استحقاقها وبين تلك التي تتخلف عن سداد تلك الديون. الأمر الذي يمكن المستثمرين من التمييز بشكل دقيق فيما بين هذه الدول، وبالتالي فيما بين السندات الجيدة والرديئة. وهناك مخاطر أخرى، تتعلق باستمرار اقبال المستثمرين على تلك السندات وخاصة قاعدة المستثمرين الجدد. ويهدد استمرار هذا الاقبال انتهاج الاقتصادات المتقدمة لسياسات نقدية غير متسقة (Velde، ٢٠١٤). كما اثارت تلك الاصدارات مخاطر انعكاس تدفقات رؤوس الاموال إلى الخارج. وعليه، فإن الامر يتطلب إخضاع الحكومات للالتزام بمسئولية الاستخدام الامثل لحصيلة هذه السندات الداعمة للنمو بالتوازي مع انتهاج السياسات الملائمة لإدارة وتخفيف المخاطر المصاحبة لهذه الاصدارات.



## الهوامش

1. Reinhart, Carmen M., and Kenneth S. Rogoff, and Miguel Savastano. "Debt Intolerance ", William Brainerd and George Perry (eds.), Brookings Papers on Economic Activity, 2003.
2. Montfort Mlachila and Misa Takebe, "FDI from BRICs to LICs: Emerging Growth Driver?", IMF working Paper, WP/11/178, Washington D.C, PP. 1-31, July 2011.

٣. يعرف الاستثمار الأجنبي المباشر دولياً، وفقاً للطبعة الخامسة و/أو السادسة من دليل ميزان المدفوعات الصادرين عن صندوق النقد الدولي عامي ١٩٩٣، ٢٠٠٩، على أنه "ذلك النوع من أنواع الاستثمار الدولي الذي يعكس حصول كيان مقيم في اقتصاد ما على مصلحة دائمة في مؤسسة مقيمة في اقتصاد آخر". ويشار إلى الكيان المقيم باصطلاح "المستثمر المباشر"، وإلى المؤسسة باصطلاح "مؤسسة الاستثمار المباشر". وتتطوي المصلحة الدائمة على وجود علاقة طويلة الأجل بين المستثمر المباشر والمؤسسة، إضافة إلى تمتع المستثمر بدرجة كبيرة من النفوذ في إدارة المؤسسة. وتعتمد العديد من الدول معيار امتلاك المستثمر المباشر ١٠٪ أو أكثر في رأس مال المشروع كاستثمار اجنبي مباشر، بينما يتم تسجيل ما نسبته أقل من ١٠٪ في رأس مال المشروع على أنه استثمارات محفظة الأوراق المالية. ولا يقتصر الاستثمار المباشر على المعاملة المبدئية أو الأصلية التي أدت إلى قيام العلاقة المذكورة بين المستثمر والمؤسسة، بل يشمل أيضاً جميع المعاملات اللاحقة بينهما. ويتفق هذا التعريف مع تعريف مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية UNCTAD والمفهوم الصادر عن منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية OECD.

4. Ashford C. Chea, Global Private Capital Flows and Development Finance in Sub-Saharan Africa: Exemplary Performers, Lessons for Others, and Strategies for Global Competitiveness in the Twenty-First Century, School of Business, Kentucky Wesleyan College Journal of Sustainable Development, Vol. 4, No.5; October 2011.
5. Osei, R., Morrissey, O., & Lensink, R., "The volatility of capital inflows: measures and trends for developing countries", Centre for Research in Economic Development and International Trade, University of Nottingham, 2002.
6. Siddiqi, M., "Private Capital better than aid", 2007. Retrieved May 02, 2009, from [http://findarticles.com/p/articles/mi\\_qa5327/is\\_331/ai\\_n29347974/](http://findarticles.com/p/articles/mi_qa5327/is_331/ai_n29347974/)
7. Ferreira, M. A., & Gama, P. M., "Does sovereign debt ratings news spill over to international stock markets?" Journal of Banking & Finance, 31(10), 2007, PP. 3162-3182.
8. Data on international Debt statistics 2009-2014, are derived from the following world Bank's website, <http://blogs.worldbank.org/opendata/sub-saharan-africa-s-sovereign-bond-issuance-boom>.



9. African Sovereign Eurobonds: Recap and Prospects in 2017, Posted on February 7, 2017 by The Editorial Team. Accessed June 2018. <http://www.capitalmarketsinafrica.com/african-sovereign-eurobonds-recap-and-prospects-in-2017/>.

١٠. المصدر: صندوق النقد الدولي، بيان صحفي رقم ٢٦ ٢٣٩/١٢ يونيو ٢٠١٢.

١١. تعني توقف جزئي للمدين عن سداد قرض أو سند أو أي التزام مالي آخر، ولكنه لم يدرج بعد ضمن قائمة الإفلاس أو الحراسة القضائية أو التصفية أو أي إجراءات رسمية أخرى للتصفية، كما أنه لم يتوقف عن ممارسة النشاط بعد.

12. Stiglitz, J and Rashid H. (2013). "Sub-Saharan Africa's Eurobond borrowing spree gathers ". The Guardian, 26th June, 2013. <http://www.theguardian.com/business/economics-blog/2013/jun/26/subsaharan-africa-eurobondborrowing-debt>

13. Michael Olabisi, Howard Stein, "Sovereign bond issues: Do African countries pay more to borrow?", Journal of African Trade 2 (2015) 87–109

14. Judith E. Tyson, (2015), "Sub-Saharan Africa International Sovereign Bonds, Part I: "Investor and Issuer Perspectives", Economic and Private Sector, Provisional Evidence and Applied Knowledge Services, Overseas Development Institute, January 2015, p 1-20.

15. International Monetary Fund, "Issuing international sovereign bonds: Opportunities and challenges for sub-Saharan Africa". WP 14/02.", (2014f). <http://www.imf.org>

16. Tyson, J., Te Velde D. and Griffiths-Jones, S., "Current and Future Trends In International Finance To Developing Countries", (2014b). [www.Odi.Org](http://www.Odi.Org)

17. Velde, D. Te, "Sovereign bonds in sub-Saharan Africa: Good for growth or ahead of time?" Overseas Development Institute, 2014.

18. Mauro Mecagni, Jorge Ivan Canales Kriljenko, Cheikh Anta Gueye, Yibin Mu, Masafumi Yabara, and Sebastian, "Weber, "Issuing International Sovereign Bond; "opportunities and Challenges for Sub-Saharan Africa", IMF, African Department, paper No. 14/2, pp. 1-31, 2014.

19. International Monetary Fund, Regional Economic Outlook Report, Sub-Saharan Africa, "Building Momentum in a Multi-Speed World", Washington D.C, May 2013, PP. 37-57.

20. Thorsten Beck and Samuel Munzele Maimbo, Editors, "Financial Sector Development in Africa: Opportunities and Challenges", the World Bank, Washington D.C, PP. 1-231, 2013.

21. International Monetary Fund, op.cit., P.38.

22. Mauro Mecagni, Jorge Ivan Canales Kriljenko, Cheikh Anta Gueye, Yibin Mu, Masafumi Yabara, and Sebastian, "Weber, op.cit., P. 13.



## قائمة المراجع

### Articles

- Ashford C. Chea, "Global Private Capital Flows and Development Finance in Sub-Saharan Africa: Exemplary Performers, Lessons for Others, and Strategies for Global Competitiveness in the Twenty-First Century", School of Business, Kentucky Wesleyan College Journal of Sustainable Development, Vol. 4, No.5; October 2011.
- Ferreira, M. A., & Gama, P. M., "Does sovereign debt ratings news spill over to international stock markets?", Journal of Banking & Finance, 31 (10), 3162–3182, 2007.
- Judith E. Tyson, "Sub-Saharan Africa International Sovereign Bonds, Part I: "Investor and Issuer Perspectives", Economic and Private Sector, Provisional Evidence and Applied Knowledge Services, Overseas Development Institute, January 2015.
- Judith E. Tyson, "Sub-Saharan Africa International Sovereign Bonds, Part II: "Investor and Issuer Perspectives", Economic and Private Sector, Provisional Evidence and Applied Knowledge Services, Overseas Development Institute, January 2015.
- Osei, R., Morrissey, O., & Lensink, R., "The volatility of capital inflows: measures and trends for developing countries", Centre for Research in Economic Development and International Trade, University of Nottingham, 2002.
- Siddiqi, M., "Private Capital better than aid", 2007. Retrieved May 02, 2009, from [http://findarticles.com/p/articles/mi\\_qa5327/is\\_331/ai\\_n29347974/](http://findarticles.com/p/articles/mi_qa5327/is_331/ai_n29347974/)

### **Papers:**

- International Monetary Fund, "Bond markets in Africa". IMF working Papers, WP/13/12, (2013b). [www.imf.com](http://www.imf.com).
- Mauro Mecagni, Jorge Ivan Canales Kriljenko, Cheikh Anta Gueye, Yibin Mu, Masafumi Yabara, & Sebastian, "WeberIssuing International Sovereign Bond; "opportunities and Challenges for Sub-Saharan Africa", IMF, African Department, paper No. 14/2, pp. 1-31, 2014.
- Reinhart, Carmen M., and Kenneth S. Rogoff, and Miguel Savastano. "Debt Intolerance" in William Brainerd and George Perry (eds.), Brookings Papers on Economic Activity, 2003.
- Yibin Mu, Peter Phelps, and Janet G. Stotsky, "Bond Markets in Africa", IMF working Papers, WP/13/12, p 1-52, 2013.

### Reports:

- African Sovereign Eurobonds: Recap and Prospects in 2017, Posted on February 7, 2017 by The Editorial Team. Accessed June 2018. <http://www.capitalmarketsinafrica.com/african-sovereign-eurobonds-recap-and-prospects-in-2017/>.
- International Monetary Fund (2014a). "Regional Economic Outlook Report. Sub-Saharan Africa: Fostering Durable and Inclusive Growth".
- <https://www.imf.org/external/pubs/ft/reo/2014/afr/eng/sreo0414.pdf>.
- International Monetary Fund, Regional Economic Outlook Report, Sub-Saharan Africa, "Building Momentum in a Multi-Speed World", Washington D.C, May 2013, PP. 37-57.
- International Monetary Fund, "Issuing international sovereign bonds: Opportunities and challenges for sub-Saharan Africa". WP 14/02. ", (2014f). <http://www.imf.org>
- Thorsten Beck and Samuel Munzele Maimbo, "Financial Sector Development in Africa: Opportunities and Challenges", the World Bank, Washington D.C, PP. 1-231, 2013.
- United Nations Conference on Trade and Development UNCTAD, FDI/MNE database ([www.unctad.org/fdistatistics](http://www.unctad.org/fdistatistics)).
- World Bank Database. "Data on international Debt statistics 2009-2014", world Bank's website; <http://blogs.worldbank.org/opendata/sub-saharan-africa-s-sovereign-bond-issuance-boom>.



## المراجع

- 1- السيد حافظ الأسود (١٩٩٣). تصورات رؤية العالم في الدراسات الأنثروبولوجية في: أحمد أبو زيد وآخرون، رؤى العالم، تمهيد ونظريات، المركز القومي للبحوث الاجتماعية والجنائية، القاهرة.
- 2- Adams KM. 1984. Come to Tana Toraja, "Land of the Heavenly Kings": Travel agents as brokers in ethnicity. Ann. Tour. Res. 11:469-85
- 3- Adams KM. 1995. Making-up the Toraja? The appropriation of tourism, anthropology, and museums for politics in upland Sulawesi, Indonesia. Ethnology 34:143-54
- 4- Adler J. 1989. Origins of sightseeing. Ann. Tour. Res. 16:7-29
- 5- Albers PC, James WR. 1983. Tourism and the changing photographic image of the Great Lakes Indians. Ann. Tour. Res. 10:123-48
- 6- Barkin D. 1996. Ecotourism: a tool for sustainable development in an era of international integration? See Miller & Malek-Zadeh 1996, pp. 263-72
- 7- Begley S. 1996. Beware of the humans (ecotourism is hurting ecosystems). Newsweek 127:52-54
- 8- Belsky JM. 1999. Misrepresenting communities: the politics of community-based rural ecotourism in Gales Point Manatee, Belize. Rural Sociol. 64:641-66
- 9- Bennett J. 1999. The dream and the reality: tourism in Kuna Yala. Cult. Surviv. Q. 23:33-35
- 10- Boo E. 1990. Ecotourism: The Potentials and Pitfalls, Vol. 1. Washington, DC: World Wildlife Fund Bookbinder MP, Dinerstein E, Rijal A, Cauley
- 11- Bruner EM. 1991. Transformation of self in tourism. Ann. Tour. Res. 18:238-50
- 12- Burns PM. 1999. An Introduction to Tourism and Anthropology. London: Routledge
- 13- Castner J. 1990. Pay your respects to the rainforest. Sierra 75:82-84
- 14- Cater E, Lowman G, eds. 1994. Ecotourism: A Sustainable Option? Chiches-



ter, UK: Wiley

- 15- Ceballos-Lascurain H. 1996. Tourism, Ecotourism, and Protected Areas: the State of Nature-Based Tourism Around the World and Guidelines for its Development. Gland, Switzerland: Int. Union Conserv. Nat.
- 16- Chambers E, ed. 1997. Tourism and Culture: An Applied Perspective. New York: State Univ.NY
- 17- Chambers E. 1999. Native Tours: The Anthropology of Travel and Tourism. Prospect Heights, IL: Waveland
- 18- Chicch´on A. 1995. Gesti´on de Bases: Experienciasy propuestas sobre la participaci´on de poblaciones ind´igenas en la operaci´on tur´istica en la Amazon´ia peruana. Med. Ambient., Feb:19–21
- 19- Cohen E. 1972. Towards a sociology of international tourism. Soc. Res. 39:164–82
- 20- Cohen E. 1974. Who is a tourist?: a conceptual clarification. Soc. Rev. 22:527–55
- 21- Cohen E. 1979. The impact of tourism on the Hill Tribes of Northern Thailand. Int. Asienforum 10:5–38
- 22- Cohen E. 1984. The sociology of tourism: approaches, issues and findings. Annu. Rev. Sociol. 10:373–92
- 23- Cohen E. 1988. Authenticity and commoditization in tourism. Ann. Tour. Res. 15:371–86
- 24- Crandall R. 1980. Motivations for leisure. J. Leis. Res. 12:45–54
- 25- Crick M. 1989. Representations of international tourism in the social sciences: sun, sex, sights, savings, and servility. Annu. Rev. Anthropol. 18:307–44
- 26- Dann G. 1981. Tourist motivation: an appraisal. Ann. Tour. Res. 8:187–219
- 27- de Kadt E, ed. 1979. Tourism: Passport to Development? New York: Oxford Univ. Press
- 28- Dobkin de Rios M. 1994. Drug tourism in the Amazon: why Westerners are desperate to find the vanishing primitive. Omni 16:6



- 29- Eadington WR, Smith VL, eds. 1992. *Tourism Alternatives: Potentials and Problems in the Development of Tourism*. Philadelphia: Univ. Penn. Press
- 30- Erisman HM. 1983. Tourism and cultural dependency in the West Indies. *Ann. Tour. Res.* 10:337–61
- 31- Evans-Pritchard D. 1989. How “they” see “us”: Native American images of tourists. *Ann. Tour. Res.* 16:89–105
- 32- Gamper J. 1981. Tourism in Austria: a case study of the influence of tourism on ethnic relations. *Ann. Tour. Res.* 8:432–46
- 33- Giannecchini J. 1993. Ecotourism: new partners, new relationships. *Conserv. Biol.* 7:429–32
- 34- Graburn N. 1983. The anthropology of tourism. *Ann. Tour. Res.* 10:9–33
- 35- Graburn N. 1989. Tourism: the sacred journey. See Smith 1989, pp. 21–36
- 36- Greenwood DJ. 1977. Tourism as an agent of change: a Spanish Basque case. *Ann. Tour. Res.* 3:128–42
- 37- Greenwood DJ. 1989. Culture by the pound: an anthropological perspective on tourism as cultural commoditization. See Smith 1989, pp. 171–85
- 38- Groom MA, Podolsky RD, Munn CA. 1991. Tourism as a sustained use of wildlife: a case study of Madre de Dios, Southeastern Peru. In *Neotropical Wildlife Use and Conservation*, ed. JG Robinson, KH Redford, pp. 393–412. Chicago: Univ. Chicago Press
- 39- Guillen HA. 1998. Sustainability of ecotourism and traditional agricultural practices in Chiapas, Mexico. PhD thesis. Univ. Florida, Gainesville, Fla. 248 pp.
- 40- Hall CM, Johnston ME, eds. 1995. *Polar Tourism: Tourism in the Arctic and Antarctic Regions*. New York: Wiley
- 41- Hall CM. 1994. *Tourism and Politics: Policy, Power and Place*. West Sussex, UK: Wiley
- 42- Harkin M. 1995. Modernist anthropology and tourism of the authentic. *Ann. Tour. Res.* 25:650–70

- 43- Honey M. 1999. *Ecotourism and Sustainable Development: Who Owns Paradise?* Washington, DC: Island
- 44- Howell BJ. 1994. Weighing the risks and rewards of involvement in cultural conservation and heritage tourism. *Hum. Org.* 53:150–59
- 45- Jafari J. 1977. Editor's page. *Ann. Tour. Res.* 5:6–11
- 46- Jafari J. 1990. Research and scholarship: the basis of tourism education. *J. Tour. Stud.* 1:33–41
- 47- Jayal MM, ed. 1986. *Conservation, Tourism, and Mountaineering in the Himalayas.* Dehra Dun: Natraj
- 48- Kincaid J. 1988. *A Small Place.* New York: Penguin
- 49- King DA, Stewart WP. 1996. Ecotourism and commodification: protecting people and places. *Biodivers. Conserv.* 5:293–305
- 50- Kirshenblatt-Gimblett B. 1998. *Destination Culture: Tourism, Museums, and Heritage.* Berkeley: Univ. Calif. Press
- 51- Kusler JA, ed. 1991. *Ecotourism and Resource Conservation: A Collection of Papers from the 1st International Symposium.* Berne, NY: Ecotour. & Resource Conserv. Proj.
- 52- Lamont SR. 1999. The effects of ecotourism on plant resource use and management in Amazonian Peru. PhD thesis. Miami Univ., Miami, FL. 252 pp.
- 53- Lanfant M-F, Allcock JB, Bruner EM, eds. 1995. *International Tourism: Identity and Change.* London: Sage
- 54- Laxson JD. 1991. How "we" see "them": tourism and Native Americans. *Ann. Tour. Res.* 18:365–391
- 55- Lett J. 1989. Epilogue. In *Hosts and Guests: An*
- 56- Levy DE, Lerch PB. 1991. Tourism as a factor in development: implications for gender and work in Barbados. *Gend. Soc.* 5:67–85
- 57- Lindberg K, Enriquez J. 1994. *An Analysis of Ecotourism's Economic Contribution to Conservation and Development in Belize.* Washington, DC: World Wildlife Fund



- 58- Lindberg K. 1991. Economic Policies for Maximizing Nature Tourism's Contribution to Sustainable Development. Washington, DC: World Resour. Inst.
- 59- Linden E. 1991. Taking a guided tour through Eden. *Time* 137:80–81
- 60- Lippard LR. 1999. *On the Beaten Track: Tourism, Art and Place*. New York: New Press
- 61- MacCannell D. 1976. *The Tourist*. New York: Schocken. 2nd ed.
- 62- MacCannell D. 1984. Reconstructed ethnicity tourism and cultural identity in third world communities. *Ann. Tour. Res.* 11:375–91
- 63- Mamiya CJ. 1992. Greetings from paradise: the representation of Hawaiian culture in postcards. *J. Commun. Inq.* 16:86–102
- 64- Mansperger MC. 1995. Tourism and cultural change in small-scale societies. *Hum. Org.* 54:87–94
- 65- Matthews HG, Richter LK. 1991. Political Sciences and tourism. *Ann. Tour. Res.* 18:120–35
- 66- McEachern J. 1995. *Prospects for Tourism in Manaslu*. Gland, Switz.: IUCN–World Conserv. Union
- 67- McLaren D. 1997. *Rethinking Tourism and Ecotourism: The Paving of Paradise and What You Can Do to Stop It*. West Hartford, CN: Kumarian
- 68- Miller JA, Malek-Zadeh E, eds. 1996. *The Ecotourism Equation: Measuring the Impacts*. New Haven, CT: Yale Univ. Press
- 69- Munt I. 1994. Eco-tourism or ego-tourism? *Race Class* 36:49–60
- 70- Nash D, Smith VL. 1991. Anthropology and tourism. *Ann. Tour. Res.* 18:12–25
- 71- Nash D. 1981. Tourism as an anthropological subject. *Curr. Anthropol.* 22:461–81
- 72- Nash D. 1989. Tourism as a form of imperialism. See Smith 1989, pp. 171–85
- 73- Nash D. 1996. *Anthropology of Tourism*. New York: Pergamon
- 74- Nuñez TA. 1963. Tourism, tradition, and acculturation: weekendismo in a Mexican village. *Ethnology* 2:347–52



- 75- Oliver-Smith A. 1989. Tourist development and struggle for local resource control. *Hum. Org.* 48:345–52
- 76- Oppermann M, ed. 1998. *Sex Tourism and Prostitution: Aspects of Leisure, Recreation, and Work*. New York: Cognizant Commun. Corp.
- 77- Orams M. 1999. *Marine Tourism: Development, Impacts and Management*. London: Routledge
- 78- Pearce PL. 1982. *The Social Psychology of Tourist Behavior*. Oxford: Pergamon
- 79- Picard M. 1990. Cultural tourism in Bali: cultural performance as tourist attractions. *Indonesia* 49:37–47
- 80- Redfoot D. 1984. Touristic authenticity, touristic angst, and modern reality. *Qual. Sociol.* 7:291–309
- 81- Reed R. 1995. Household ethnicity, household consumption: commodities and the Guaran'í. *Econ. Dev. Cult. Change* 44:129–45
- 82- Richter L. 1982. *Land Reform and Tourism Development. Policy-making in the Philippines*. Cambridge, MA: Schenkman
- 83- Rogers T. 1998. Space tourism: a response to continuing decay in US civil space financial support. *Space Policy* 14:79–81
- 84- Rosenberg H. 1988. *A Negotiated World*. Toronto: Univ. Toronto Press
- 85- Rossel P. 1988. *Tourism: Manufacturing the Exotic*. Copenhagen: IWGIA
- 86- Schwartz R. 1997. *Pleasure Island: Tourism and Temptation in Cuba*. Lincoln: Univ. Nebr. Press
- 87- Seiler-Baldinger A. 1988. Tourism in the Upper Amazon and its effects on the indigenous population. In *Tourism: Manufacturing the Exotic*, ed P Rossel, pp. 177–93. Copenhagen: IWGIA
- 88- Sherman PB, Dixon JA. 1991. The economics of nature tourism: determining if it pays. See Whelan 1991, pp. 89–131
- 89- Sills EO'D. 1998. Ecotourism as an integrated conservation and development strategy: econometric estimation of demand by international tourists and im-





- pacts on indigenous households on Siberut Island, Indonesia. PhD thesis. Duke Univ., Durham, NC. 324 pp.
- 90- Silver I. 1993. Marketing authenticity in third world countries. *Ann. Tour. Res.* 20:302–18
- 91- Silverman EK. 2001. Tourism in the Sepik River of Papua New Guinea: favoring the local over the global. *Pac. Tour. Rev.* 4:105–19
- 92- Smith V, ed. 1989. *Hosts and Guests: The Anthropology of Tourism*. Philadelphia: Univ. Penn. Press. 2nd ed.
- 93- Smith V. 1982. Tourism to Greenland: renewed ethnicity? *Cult. Surviv. Q.* 6:27
- 94- Stonich SC. 2000. *The Other Side of Paradise: Tourism, Conservation, and Development in the Bay Islands*. New York: Cognizant Commun. Corp.
- 95- Stronza A. 2000. "Because it is Ours:" Community-Based Ecotourism in the Peruvian Amazon. PhD thesis. Univ. Florida, Gainesville, Fla. 229 pp.
- 96- Swain MB. 1989. Gender roles in indigenous tourism: Kuna Mola, Kuna Yala, and cultural survival. See Smith 1989, pp. 83–104
- 97- Swain MB. 1995. Gender in tourism. *Ann. Tour.Res.* 22:247–66
- 98- Towner J. Wall G. 1991. History and tourism. *Ann. Tour. Res.* 18:71–84.
- 99- Turner V, Turner E. 1978. *Image and Pilgrimage in Christian Culture: Anthropological Perspectives*. New York: Columbia Univ. Press
- 100- Turner V. 1969. *The Ritual Process: Structure and Anti-structure*. Chicago: Aldine
- 101- Turner V. 1982. *From Ritual to Theater: The Human Seriousness of Play*. New York: Perform. Arts J.
- 102- Urry J. 1990. *The Tourist Gaze: Leisure and Travel in Contemporary Societies*. London: Sage
- 103- Urry J. 1996. Tourism, culture and social inequality. In *The Sociology of Tourism: Theoretical and Empirical Investigations*, ed. Y Apostolopoulos, S Leivadi, A Yiannakis, pp. 115–33. New York: Routledge
- 104- Van den Berghe P. 1994. *The Quest for the Other: Ethnic Tourism in San*



Crist'obal, Mexico. Seattle: Univ. Wash. Press

- 105- Vickers WT. 1997. The new invaders: Siona- Secoya responses to thirty years of tourism. Presented at 20th Int. Congr. Latin Am. Stu. Assoc., Guadalajara, Mexico, April 18
- 106- Vidas D. 1993. Antarctic Tourism: A Challenge to the Legitimacy of the Antarctic Treaty System? New York: United Nations
- 107- Volkman TA. 1990. Visions and revisions: Toraja culture and the tourist gaze. *Am. Ethnol.* 17:91–111
- 108- Wildes FT. 1998. Influence of ecotourism on conservation policy for sustainable development: the case of Costa Rica. PhD thesis. Univ. Calif., Santa Barbara. 372 pp.
- 109- Wilkinson PF, Pratiwi W. 1995. Gender and tourism in an Indonesian village. *Ann. Tour. Res.* 22:283–99
- 110- Young EH. 1999. Balancing conservation with development in small-scale fisheries: Is ecotourism an empty promise. *Hum. Ecol.* 27:581–620
- 111- Ziffer K. 1989. *Ecotourism: The Uneasy Alliance*. Washington, DC: Conserv. Int.