

العلاقة بين الدين الخارجي والاستثمار المحلي والأجنبي المباشر في الاقتصاد المصري

د. إيناس فهمي حسين

أستاذ الاقتصاد المساعد كلية التجارة وإدارة الأعمال جامعة حلوان

enas_fahmy74@yahoo.com

enasfahmy@commerce.helwan.edu.eg

المخلص:

يعاني الاقتصاد المصري من تراكم الديون الخارجية وفوائدها فقد بلغ حجم الدين حوالي ٤٤.٤% من الدخل القومي الإجمالي والذي تجاوز حد الأمان الأول والذي يبلغ ٣٠% المعروف من قبل صندوق النقد الدولي ، في الوقت الذي تشير فيه الدراسات النظرية والتطبيقية إلى أن تراكم الديون الخارجية يعزز التوقعات غير المواتية لاقتصاد الدولة، مما قد يؤدي إلى انخفاض الاستثمار بشكل عام و تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر FDI بشكل خاص. وتهدف الدراسة إلى تحديد اتجاه وحجم العلاقة بين الدين الخارجي والاستثمار المحلي والأجنبي المباشر في مصر للفترة من ١٩٧٠ إلى ٢٠٢٣. وتختبر الدراسة فرضية أساسية مؤداها " توجد علاقة عكسية في اتجاهين بين كل من الدين الخارجي والاستثمار المحلي والاستثمار الأجنبي المباشر" وذلك باستخدام منهجية التكامل المشترك Cointegration وبالاتماد على نموذج متجه تصحيح الخطأ VECM لتحديد العلاقة التوازنية طويلة الأجل بين المتغيرات. وتوصلت الدراسة إلى عدم صحة الفرضية حيث أن اتجاه العلاقة من الدين الخارجي والاستثمار المحلي إلى FDI وليس العكس. وبتقدير معادلة التكامل المشترك للاستثمار الأجنبي المباشر كمتغير تابع اتضح أن تأثير رصيد الدين الخارجي سالب ومعنوي، حيث تؤدي زيادة نسبة الدين الخارجي إلى GNI بمعدل نمو ١% إلى انخفاض تدفقات FDI (أي بمعدل نمو سالب) ٦.٦%. وهناك تأثير موجب ومعنوي للاستثمار المحلي على صافي التدفقات الوافدة من FDI، حيث تؤدي زيادة نسبة التكوين الرأسمالي الثابت الإجمالي إلى GDP بمعدل نمو ١% إلى ارتفاع FDI بمعدل نمو موجب ٢٧.٤%. كما أن هناك تأثير معنوي وموجب بين معدل الصرف الاسمي وصافي التدفقات الوافدة من FDI، حيث يؤدي ارتفاع سعر

الدولار (انخفاض قيمة العملة المحلية) في السوق المصري بمعدل نمو ١% إلى ارتفاع FDI بمعدل نمو ٢.٥%. وبالنسبة لمعدل التضخم فإن تأثيره غير معنوي. ويُظهر تحليل التباين Variance Decomposition أن العوامل الداخلية للاستثمار الأجنبي المباشر نفسه هي المصدر الأهم لتقلباته على المدى القصير والمتوسط؛ ومع مرور الوقت، يتناقص هذا التأثير ليصبح ٤٥%، وتصبح العوامل الأخرى أكثر تأثيراً في الأجل الطويل وهي على الترتيب الاستثمار المحلي، الدين الخارجي، معدل التضخم، ثم معدل الصرف. **الكلمات المفتاحية:** الدين الخارجي – الاستثمار الأجنبي المباشر - الاقتصاد المصري - نموذج متجه تصحيح الخطأ.

Abstract:

The Egyptian economy suffers from the accumulation of external debt and its interest. The debt has reached approximately 44.4% of the gross national income, exceeding the first safety threshold of 30% defined by the International Monetary Fund. Meanwhile, theoretical and applied studies indicate that the accumulation of external debt reinforces unfavorable economic prospects, which may lead to a decline in investment in general and foreign direct investment (FDI) inflows in particular. This study aims to determine the direction and magnitude of the relationship between external debt and domestic and foreign direct investment (FDI) in Egypt for the period from 1970 to 2023. The study tests the basic hypothesis that "there is an inverse two-way relationship between external debt, domestic investment, and FDI" using the cointegration methodology and the vector error correction model (VECM) to determine the long-term equilibrium relationship between the variables. The study concludes that the hypothesis is invalid, as the direction of the

relationship is from external debt and domestic investment to FDI, not vice versa. By estimating the cointegration equation for foreign direct investment (FDI) as the dependent variable, it became clear that the effect of external debt stock is negative and significant. Increasing the external debt-to-GNI ratio by a 1% growth rate leads to a 6.6% decrease in FDI flows (i.e., a negative growth rate). There is a positive and significant effect of domestic investment on net FDI inflows. Increasing the gross fixed capital formation-to-GDP ratio by a 1% growth rate leads to a positive growth rate of 27.4%. There is also a significant and positive effect of the nominal exchange rate on net FDI inflows. A rise in the dollar price (local currency depreciation) in the Egyptian market by a 1% growth rate leads to a 2.5% increase in FDI. The effect of the inflation rate is insignificant. Variance decomposition shows that internal factors of FDI itself are the most important source of its volatility in the short and medium term. Over time, this effect decreases to 45%, while other factors become more influential in the long term, namely domestic investment, external debt, inflation rate, and exchange rate respectively.

Keywords: External debt, foreign direct investment, Egyptian economy, vector error correction model.

١. مقدمة

يُعدّ نقص الموارد المالية أحد المعوقات الرئيسية التي تواجه الدول النامية لرفع معدلات الاستثمار وتحقيق النمو الاقتصادي والتنمية المستدامة. ولهذا الغرض تسعى الاقتصادات النامية للتغلب على فجوة التمويل بالاعتماد على التدفقات الخارجية، خاصة الاستثمار الأجنبي المباشر والديون الخارجية، والتي يُفترض أن تكون المصادر الرئيسية للتمويل الخارجي.

وقد أظهرت عديد من الدراسات النظرية الآثار الإيجابية غير المباشرة التي يُمكن أن يُولِّدها التمويل الخارجي على النمو الاقتصادي من خلال خفض تكاليف المعاملات، وتعزيز الرقابة المالية، وتشجيع المزيد من الانضباط الاقتصادي، وتسهيل تنويع المخاطر.

إلا أن هذه التدفقات تتسم بالتقلب. ونتيجة لذلك، تقل احتمالية دعمها للنمو الاقتصادي المستدام طويل الأجل، وفي المقابل، تميل إلى أن تكون أحد العوامل الرئيسية وراء الأزمات المالية. وقد يكون هذا نتيجة ضعف الإطار الاقتصادي والمؤسسي والتغيرات المالية والاقتصادية والسياسية غير المتوقعة التي تميز الدول النامية. ويتضح من الأدبيات الحديثة أن الاستثمار الأجنبي المباشر، على عكس الدين الخارجي، يُعدّ مُحركاً مُحفزاً للنمو في الدول النامية من خلال تأثيره الإيجابي المباشر على تراكم رأس المال وآثاره غير المباشرة الداعمة للاستقرار (Gaies & Nabi, 2021; Abraham & Schmukler, 2018; Gaies, Goutte, & Guesmi, 2019; Mertzanis, 2019)

ورغم أنه من الناحية النظرية، الاقتراض الخارجي قد يحدث آثاراً إيجابية دائمة على الاقتصاد من خلال خفض تكاليف المعاملات، وتعزيز الحوكمة المالية، وتشديد الانضباط الاقتصادي الكلي، إلا أن الأدلة التطبيقية تُظهر أنه لا يعود بالنفع على الدول المتلقية إلا إذا تم استخدامه في مشروعات استثمارية تتجاوز عوائدها تكلفتها. كما أن للقروض الخارجية آثاراً سلبية على كل من الاقتصادات الناشئة والمتقدمة، فتراكم الديون الخارجية يعزز التوقعات غير المواتية لاقتصاد الدولة، مما يؤدي إلى انخفاض

الاستثمار الأجنبي المباشر. ومنذ بداية الثمانينيات، عندما ظهرت أزمة الديون الخارجية، انخفضت معدلات الاستثمار انخفاضاً حاداً في معظم الدول المدينة المتعثرة، سواءً بالمعايير التاريخية أو مقارنةً بالدول الأخرى. وقد ارتبط انخفاض الاستثمار بدوره بانخفاض القدرة على خدمة ديونها وانخفاض تدفقات رأس المال الأجنبي (Borensztein, 1989; Prah & Ofori, 2022).

ويصاحب التراكم الهائل لرصيد الدين تفاقم الزيادة في خدمة الدين مما قد يؤدي إلى زيادة عجز الموازنة. ولتمويل هذا العجز، يتعين على الحكومة الاقتراض من مصادر خارجية أو داخلية، ولكن في حالة الإفراط في هذا الاقتراض، فقد يؤدي ذلك إلى إزاحة الاستثمار في القطاع الخاص وبالتالي، هناك تنافس بين الحكومة والقطاع الخاص على المدخرات الخاصة، وهذا سيرفع أسعار الفائدة مما يشكل تهديداً للاستثمارات الأجنبية المباشرة. وفي المقابل قد تستطيع الدولة تحويل بعض الديون إلى ملكية لبعض الأصول المحلية مما ينتج عنه زيادة تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر.

وفي الوقت ذاته لعب الاستثمار الأجنبي المباشر (FDI) دوراً حاسماً في أجندة التنمية للعديد من الاقتصادات، وعلى الرغم من بعض الشكوك حول تأثير FDI على الصناعة المحلية للبلد المضيف، إلا أن صانعي السياسات الاقتصادية يتفقون على أن FDI يجلب معه التنمية الاقتصادية، والموارد المالية، والخبرة التسويقية، وزيادة فرص العمل، وغير ذلك من الآثار الإيجابية (Karuiki, 2015). وبالتالي، يوفر FDI مصدراً لرأس المال والتكنولوجيا الحديثة دون مخاطر الاستدانة. إذ يُعدّ وسيلةً لسد الفجوة في الموارد التكنولوجية ورأس المال في الدول الأقل نمواً. وفي الدول التي يكون فيها الاستثمار المحلي غير كافٍ، يُمكن أن يُعوّض FDI هذه الفجوة (Adegbite & Ayadi, 2010; Alhassan, 2016).

ولا تُوفر الدراسات السابقة إطاراً تفسيرياً شاملاً لتفاعل الاستثمار المحلي والأجنبي المباشر والديون الخارجية في الدول النامية.

وتُظهر الدراسات التطبيقية السابقة نتائج متباينة، إذ يُشير مؤيدو الدين الخارجي إلى أهميته في سد عجز الموازنة، مما يُمكن الحكومات من توفير سلع عامة تُعزز

النمو الاقتصادي للدول. في المقابل، يُشير الباحثون إلى أن الدين الخارجي يُضر بالنمو الاقتصادي. حيث يؤدي ارتفاع الدين الخارجي إلى زيادة خدمة الدين ، مما يُثني المستثمرين الأجانب، وذلك لأن ارتفاع خدمة الدين الخارجي يُترجم إلى ضرائب أعلى في الاقتصاد، مما يُقلل من أرباحهم.

ويعاني الاقتصاد المصري من تراكم الديون الخارجية وفوائدها فقد بلغ حجم الدين الخارجي ٤١.٧% من الناتج المحلي الإجمالي وحوالي ٤٤.٤% من الدخل القومي الإجمالي في مصر عام ٢٠٢٣ (World Bank, 2025). وبينما تُسهم هذه الديون في سد الفجوة المالية التي تحتاجها الدولة لتحسين بيئة الأعمال وتعزيز النمو، فإن توجيهها إلى قطاعات غير منتجة يُلحق الضرر بالمستثمرين المحتملين في الوقت الذي تحتاج فيه لجذب المزيد من FDI.

وتتمثل أهمية الدراسة في اتجاه أغلب الدراسات إلى قياس أثر الدين الخارجي على النمو الاقتصادي أو الاستثمار المحلي، أو الاستثمار الخاص ولكن في مجموعة من الدول أو الاقتصادات الأخرى بخلاف الاقتصاد المصري. في حين تُركّز الدراسة الحالية على العلاقة بين مصادر تمويل مختلفة - التمويل الذاتي لرأس المال المحلي (الاستثمار الخاص)، وFDI والديون الخارجية في الاقتصاد المصري.

كما اقتصرَت الدراسات السابقة على استخدام مؤشرات محدودة للدين الخارجي مثل رصيد الدين الخارجي طويل الأجل فقط. على سبيل المثال، دراسة (Alhassan, 2016) ، (Kombui & Kotey, 2019)

وتهدف الدراسة إلى تحديد اتجاه وحجم العلاقة بين الدين الخارجي والاستثمار المحلي و الأجنبي المباشر في مصر للفترة من ١٩٧٠ إلى ٢٠٢٣، حيث اتبعت الدولة سياسة الانفتاح في منتصف السبعينيات وتلتها بعدد من برامج الإصلاح والتكيف الهيكلي بداية من التسعينيات لعلاج الاختلالات الهيكلية ومن أزمات المديونية المتتالية ، كبديل لمعالجة نقاط الضعف وعدم فعالية التخطيط التنموي السابق، لذا، تغطي الدراسة كلاً من سنوات ما قبل برامج الإصلاح والتكيف الهيكلي وما بعدها.

وتختبر الدراسة فرضية أساسية مؤداها "توجد علاقة عكسية في اتجاهين بين كل من الدين الخارجي والاستثمار المحلي والاستثمار الأجنبي المباشر" وذلك باستخدام منهجية التكامل المشترك Cointegration لتحديد العلاقة التوازنية طويلة الأجل بين المتغيرات، كما تعتمد الدراسة على الأسلوب الوصفي والتحليلي في تفسير العلاقة بين المتغيرات وتحليل الاتجاه العام للمؤشرات المعبرة عن أهم متغيرات الدراسة في الاقتصاد المصري.

وتشتمل الدراسة على ستة أجزاء فإلى جانب المقدمة والخاتمة واستنتاجات السياسة، يتضمن الجزء الثاني الإطار النظري للعلاقة بين متغيرات الدراسة. ويتناول الجزء الثالث الدراسات التطبيقية السابقة. ويشتمل الجزء الرابع على نظرة تحليلية لتطور الدين الخارجي والاستثمار المحلي والأجنبي المباشر في مصر خلال الفترة (١٩٧٠-٢٠٢٣). ويتضمن الجزء الخامس النموذج القياسي والتقدير الكمي للعلاقة بين المتغيرات في الاقتصاد المصري.

٢. الإطار النظري للعلاقة بين الدين الخارجي والاستثمار المحلي والأجنبي المباشر:

أظهرت عديد من النظريات الاقتصادية وجود علاقة تشابكية بين الدين الخارجي والاستثمار الأجنبي والاستثمار المحلي، فالدين الخارجي، كمؤشر رئيسي للاقتصاد الكلي، يرسم صورة الدولة في الأسواق الدولية، وهو أيضاً مُحدد لحجم الاستثمارات المحلية والأجنبية.

فقد أشارت النماذج النظرية الرائدة لكلٍ من (McKinnon 1973) و Shaw(1973) إلى أن التمويل الخارجي يُمكن أن يُخفف من مشكلة الموارد المالية في الاقتصادات النامية، لدرجة أن الفجوة بين انخفاض مدخراتها المحلية واستثماراتها ستُسد من خلال مدخرات فائضة من الدول المتقدمة. وبالتالي، يُمكن للمستثمرين المحليين الاستفادة من موارد مالية أكبر وأقل تكلفة، وتقاسم المخاطر والصدمات المالية مع المستثمرين الأجانب، مما يُتيح تنويعاً أفضل للمخاطر مما قد يشير إلى علاقة موجبة بين التمويل الخارجي من خلال الاقتراض والاستثمارات الأجنبية المباشرة والاستثمار المحلي (Gaies & Nabi, 2021).

وأشار (Rothgeb, 1986) إلى أن هناك أربع روابط أساسية بين الاستثمار الأجنبي والدين الخارجي. الرابط الأول أن الدين ناتج عن إعادة المستثمرين الأجانب أرباحهم إلى دولهم. ويرى الثاني أن الدين ناتج عن آثار الاستثمار الأجنبي على النمو في الدولة المضيفة. ويفترض الثالث أن الاستثمار الأجنبي يؤدي إلى الديون نظرًا لتأثيره على شروط التبادل التجاري للدولة المضيفة. وأخيرًا، يُنظر إلى الوجود الأجنبي الكبير على أنه يؤدي إلى زيادة الديون من خلال خلق الرغبة في موازنة الدور الذي يلعبه الأجانب.

وطور (Krugman (1998) نظرية تراكم الديون، موضحًا أن هناك علاقة سلبية بين الدين الخارجي والاستثمار، مما يؤدي إلى انخفاض تكوين رأس المال في أي اقتصاد، فإذا كان على الدولة ديون خارجية ضخمة متراكمة، فإن المستثمرين قد يترددون في ضخ أموال جديدة فيها، لأنهم يعتقدون أن معظم أرباحهم ستذهب لسداد الديون القديمة. وهذا يقلل من الاستثمار الأجنبي والمحلي، ويعيق النمو، مما يجعل الدولة أكثر عرضة للركود وعدم القدرة على سداد ديونها. (Oche, Mah & Mongale, 2016; Awuor et. al, 2021).

وتشير نظرية تراكم الديون إلى أن هذا التراكم يحدث في الدول عندما تبدأ في مواجهة صدمات سلبية في اقتصاداتها، أو تكون غير قادرة على وضع سياسات اقتصادية سليمة، أو تواجه ظروف معينة تجعلها غير قادرة على سداد ديونها. وقد حظيت نظرية تراكم الديون بدعم واسع النطاق من عديد من الدراسات النظرية مثل (Krugman, 1988; ; Greene & Villanueva, 1991; Elbadawi et al. 1997) وأكدت على أن إحدى العواقب السلبية لتراكم الديون هي تثبيط الاستثمار مما يشير إلى أن التأثير السلبي لتراكم الديون على الأداء الاقتصادي يتم من خلال انخفاض الاستثمار (Deshpande, 1997; Udomkerdmongkol, Görg & Morrissey, 2013; Prah & Ofori, 2022).

وتقوم نظرية تأثير المزاحمة **Crowding Out effect** على فرضية أساسية مفادها أن الديون العامة تلتهم جزءًا أكبر من المدخرات المحلية المخصصة للاستثمار، مما يؤدي إلى زيادة تكلفة التمويل مع ارتفاع الطلب على المدخرات مع ثبات العرض.

وبسبب أسعار الفائدة المرتفعة، يحدث تأثير المزامحة عندما تكون الحكومة وأجهزتها فقط قادرة على الاقتراض. نتيجةً لذلك، لا يستطيع رواد الأعمال الأفراد والشركات المنافسة، ويدفعون للخروج من السوق. ويضر فشل الاقتضادات في توفير رأس مال كافٍ للاستثمار بالنمو الاقتصادي. ووفقاً للنظرية الاقتصادية الكلاسيكية، فإن تأثير المزامحة هو انخفاض في التأثير المضاعف للإنفاق الحكومي الممول بالعجز والذي يستهدف تعزيز الاقتصاد. ويحصل الدائنون الخارجيون على جزء كبير من الإيرادات المستحقة من الاستثمار داخل الاقتصاد المحلي مع ارتفاع تكاليف خدمة الدين بشكل كبير بسبب الاقتراض الحكومي المفرط. ونظراً لأن خدمة الدين الخارجي تُعد أحد المحددات الرئيسية لتدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر، فزيادة خدمة الدين الخارجي تؤدي إلى ارتفاع الضرائب، مما يُثني المستثمرين الأجانب المباشرين (Oche, Mah & Mongale, 2016; Mugambi & Murunga, 2017; Prah & Ofori, 2022; Shiyalini & Suresh, 2022).

وإن كان مفهوم تأثير المزامحة هو محل جدل بين الاقتصاديين، فقد يؤدي الاقتراض الخارجي إلى زيادة الاستثمار المحلي والأجنبي، إذا كان الإنفاق الحكومي الممول بالاقتراض يذهب إلى استثمارات في البنية التحتية أو البحث والتطوير، فقد يحفز ذلك الاستثمار الخاص على المدى الطويل بدلاً من مزاحمته.

مجرد تجاوز الحد الأقصى للدين، يمكن أن يكون له تأثير ضار على نمو الناتج المحلي الإجمالي. وإلى جانب حجم الدين فإن فتكلفة خدمة الدين يمكن أن تزامح الإنفاق الاستثماري العام (النفقات الرأسمالية)، من خلال تقليل الاستثمار الإجمالي بشكل مباشر وتقليل الاستثمار الخاص (المحلي والأجنبي) بشكل غير مباشر (Shiyalini & Suresh, 2022).

وأشار (Borensztein, 1989) إلى أن الدين الخارجي قد يؤثر على الاستثمار من خلال قناتين: قناة "تراكم الديون" وقناة "تقنين الائتمان". فيحدث تراكم الديون عندما تعجز الدول عن خدمة ديونها بالكامل، وبالتالي تُحدد المدفوعات الفعلية من خلال عملية تفاوض بين الدولة المدينة ودائنيها. في هذه الظروف، عادةً ما يرتبط مبلغ مدفوعات الدين

بالأداء الاقتصادي للدولة المدينة بدلاً من الشروط التعاقدية للدين. في هذه الحالة، إذا تحسن الأداء الاقتصادي للمدين، فسيتم امتصاص جزء من المكاسب من خلال سداد ديون أعلى. أي أن جزءاً على الأقل من عائد أي استثمار من المرجح أن يعود إلى الدائنين (كمدفوعات خدمة دين أكبر) بدلاً من أن يعود إلى الدولة نفسها، وبالتالي لن يزيد من إجمالي استهلاك الدولة المدينة. وبالتالي، فإن الديون المتراكمة سابقاً تمثل "ضريبة" أجنبية على الإنتاج الحالي والمستقبلي، مما يضعف الحافز للاستثمار ويُشجع على هروب رؤوس الأموال حتى في حال توفر التمويل. ومن المرجح أيضاً أن يُعيق الأثر المُنبط لتراكم الديون جهود الحكومة في تطبيق سياسات التكيف، وقد يؤثر سلباً على حوافز القطاع الخاص للاحتفاظ بالأصول المحلية (Borensztein, 1989; Shiyalini & Suresh, 2022). وينشأ تأثير ترشيد الانتماء في حالة عدم قدرة المدين المتعثر على الحصول على أي قروض أجنبية جديدة. ولتحقيق توازن بين الادخار والاستثمار، قد يتعين عندئذٍ إبقاء أسعار الفائدة المحلية أعلى من أسعار الفائدة في الأسواق المالية الدولية، مما يؤثر سلباً على قدرته على الاستثمار.

ورغم ارتباط هذين التأثيرين عادةً ببعضهما البعض، إلا أنهما قد لا يتواجدان معاً. فرغم أن المدين المثقل بعبء الديون سيواجه عادةً قيوداً ائتمانية أيضاً، فمن الممكن أن يتمكن المدين من الحصول على تمويل جديد في ظل ظروف معينة. على سبيل المثال، يمكن لدولة ما الحصول على قروض جديدة ذات أولوية (صراحةً أو ضمناً) على الدين المستحق سابقاً، أي أنها ستكون لها الأولوية في أي سداد. ومن الممكن أيضاً أن تكون دولة ما مقيدة ائتمانياً ولكن لا تعاني من عبء ديون متراكم. على سبيل المثال، على الرغم من مستوى المديونية الحالي المعتدل، قد تجد دولة ما أن المقرضين لا يرغبون في إقراضها. وقد يحدث هذا بسبب ما يُسمى بآثار العدوى الناشئة عن الوضع الصعب للدول المدينة الأخرى، مما يسهم في زيادة خطر التنازل عن الدين. وتوضح أهمية التمييز بين هذين الأثرين عند النظر في رد الفعل المُحتمل للاستثمار والإنتاج في الدولة المدينة تجاه الوسائل البديلة (مثل خفض الدين أو الإقراض الإضافي الجديد) لتحسين وضع الدين الخارجي. ورغم أن أي مبادرة تتعلق

بالديون ستؤثر على الأرجح على كلٍّ من فائض الدين وقناة ترشيد الائتمان، إلا أن آثارها ستتركز بشكل أكبر على إحدى القناتين. على سبيل المثال، ستؤدي تدابير خفض الديون (مثل إعادة شراء الدول للديون بقيم مخفضة، أو مبادلات الديون بالأسهم، أو الإعفاء من جزء من الفائدة أو أصل الدين) إلى خفض عبء الديون، ولكنها قد لا تحسّن فرص حصول الدولة المدينة على قروض جديدة، وبالتالي قد لا تخفف من قيود الاقتراض الأجنبي. على النقيض من ذلك، فإن القروض الجديدة، مع أنها تزيد من حجم التمويل الأجنبي متاح، قد لا تحسّن موقف الدولة المدينة التفاوضي تجاه الدائنين "القدامى"، وبالتالي قد لا تساعد في خفض عبء الديون (Borensztein, 1989; Shiyalini & Suresh, 2022). ويشير ما سبق إلى إمكانية انخفاض الاستثمار المحلي إلا أن الاستثمار الأجنبي المباشر قد يزيد نتيجة لتحويل بعض الديون إلى أسهم وتملك للأصول المحلية.

٣. الدراسات التطبيقية السابقة:

أشارت كثير من الدراسات التطبيقية إلى أن الاستثمار قناة رئيسة يمكن من خلالها للدين الخارجي أن يؤثر على النمو الاقتصادي، إلا أن الدراسات التي تتناول العلاقة المباشرة بين الدين الخارجي والاستثمار أقل شيوعاً من تلك التي تركز على العلاقة بين الدين الخارجي والنمو. وقد تمت دراسة العلاقة بين الاستثمار (المحلي والأجنبي) والديون الخارجية ضمناً أو بشكل غير مباشر، من حيث العلاقة بين الدين الخارجي والنمو من خلال فرضية تراكم الديون.

وبالرغم من قلة الدراسات التي تركز على العلاقة المباشرة بين الدين والاستثمار، فقد كانت النتائج التطبيقية متباينة وغير حاسمة. فتشير بعض الدراسات إلى وجود تأثير سالب، بينما تدعم دراسات أخرى الرأي المعاكس بوجود تأثير موجب، كما ركزت أغلب الدراسات على العلاقة أحادية الاتجاه من الدين الخارجي إلى الاستثمار سواء المحلي أو الأجنبي أو كلاهما.

فقد قام (Elbadawi, Ndulu & Ndung'u, 1997) بدراسة تأثير خدمة الدين على الاستثمار في أفريقيا جنوب الصحراء الكبرى باستخدام نموذج الانحدار.

وأظهرت النتائج أن معامل خدمة الدين سلبى ومعنوي. وهذا يعني أن خدمة الدين تُعدّ مُحددًا مهمًا للاستثمار في المنطقة.

ودرس (Udo & Obiora, 2006) تأثير الاستثمار الأجنبي المباشر على النمو الاقتصادي في منطقة الاتحاد النقدي لدول غرب أفريقيا باستخدام نموذج الانحدار الخطي. وكان أحد أهداف البحث تحديد العوامل المؤثرة في الاستثمار الأجنبي المباشر. وكشفت النتائج أن معامل عدم الاستقرار السياسي وحصة خدمة الدين الخارجي في الناتج المحلي الإجمالي سلبى وذو معنوية إحصائية.

ودرس (Khrwash and Siam, 2010) محددات الاستثمار الأجنبي المباشر في الأردن باستخدام نموذج المربعات الصغرى العادية. وكشفت النتائج أن معاملات حصة خدمة الدين في الناتج المحلي الإجمالي، وحصة الحساب الجاري في الناتج المحلي الإجمالي، وسعر الصرف موجبة وذات معنوية إحصائية.

وبحثت دراسة (Abuzaid, 2011) في تأثير الدين الخارجي على النمو الاقتصادي وخدمة الدين الخارجي على الاستثمار في ثلاث دول عربية (تونس ومصر والمغرب) من فئة الدخل المتوسط في شمال إفريقيا خلال الفترة ١٩٨٢-٢٠٠٥. وتستخدم الدراسة نماذج Chowdhury للنمو والاستثمار لتحديد التأثير المباشر وغير المباشر للدين الخارجي على النمو الاقتصادي خلال فترة ما بعد أزمة الديون.

ولوجود علاقة معقدة بين خدمة الديون الخارجية والنمو الاقتصادي. استخدمت الدراسة معادلتين لبحث تأثير الدين الخارجي على النمو الاقتصادي وخدمة الدين الخارجي على الاستثمار في الدول الثلاثة باستخدام نموذج الاقتصاد القياسي الكلي المقدر للفترة (١٩٨٢-٢٠٠٥). وأشارت النتائج التطبيقية إلى أن الدين الخارجي لا يؤثر على النمو بشكل مباشر. كما تشير النتائج إلى أن الدين الخارجي يؤثر على الاستثمار بشكل إيجابي وتشير إحصائياً بشكل كبير إلى أن الدين الخارجي في دول مختارة يشجع الاستثمار بدلاً من تقليله.

وقامت دراسة (Khan & Khan, 2011) باختبار تأثير الدين العام على الاستثمار الأجنبي المباشر في باكستان باستخدام بيانات السلاسل الزمنية للفترة من

١٩٨١ إلى ٢٠٠٧ وبالاعتماد على نموذج انحدار خطي لوغاريتمي بسيط، وباستخدام المربعات الصغرى العادية (OLS) توصلت إلى أن الدين العام كان ذا معنوية إحصائية، ويؤثر سلبياً على تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر إلى باكستان.

و تهدف دراسة (Udomkerdmongkol, Görg & Morrissey, 2013) إلى التنبؤ بأهمية النسبية لثلاثة مصادر تمويل مختلفة، وهي: التمويل الذاتي لرأس المال المحلي (الاستثمار المحلي)؛ والاستثمار الأجنبي المباشر؛ و الدين الخارجي، وذلك في ظل نوعين من الأنظمة السياسية - أنظمة غير مستقرة سياسياً وأنظمة مستقرة، وذلك بناءً على عينة من الدول منخفضة ومتوسطة الدخل خلال الفترة ١٩٩٥-٢٠٠١. وتوصلت إلى أن الاستثمار لا يتأثر بأي شكل من الأشكال بالدين الخارجي في كينيا.

واختبرت دراسة Ostadi et al. (2014) فرضية أن الاقتراض الخارجي يؤدي إلى تأثير سلبى كبير على الاستثمار الأجنبي المباشر، وأن الديون الخارجية الإضافية قد قوضت رؤية المستثمر، وأدت إلى توقعات اقتصادية مستقبلية غير مرغوب فيها، مما قلل من حجم الاستثمارات في الاقتصادات المختلفة. وأشارت النتائج أيضاً إلى أن حجم الحكومة يقلل بشكل ملحوظ من الاستثمار الأجنبي المباشر، مما يقلل من تأثيره على مزاحمة الشركات والمؤسسات الخاصة.

و درس Abala (2014) العلاقة بين النمو الاقتصادي والاستثمار الأجنبي المباشر في كينيا باستخدام نموذج المربعات الصغرى العادية. وكان أحد أهداف الدراسة تقدير محددات الاستثمار الأجنبي المباشر في كينيا. وأظهرت النتائج أن معاملات خدمة الدين الخارجي غير ذات معنوية إحصائية، مما يعني أنها محدد غير هام للاستثمار الأجنبي المباشر في كينيا.

بحث Ostadi and Ashja (2014) في تأثير خدمة الدين الخارجي على الاستثمار الأجنبي المباشر في ٨ دول نامية باستخدام نموذج السلاسل الزمنية للبيانات المقطعية. وأظهرت معاملات خدمة الدين الخارجي وحجم الحكومة أنها سلبية وذات معنوية إحصائية، مما يشير إلى أن خدمة الدين الخارجي وحجم الحكومة من العوامل المهمة في تحديد الاستثمار الأجنبي المباشر.

ووفقاً لدراسة أجراها (Cornel Kiprotich, 2015) ، توجد علاقة وطيدة بين الاستثمار الأجنبي المباشر والدين العام. واستنتجت الدراسة أن للاقتراض الخارجي آثار سلبية كبيرة على الاستثمار الأجنبي المباشر. فقد تتبدد رؤية المستثمر نتيجةً لزيادة حجم الدين، مما يؤدّ نظرة مستقبلية سلبية للاقتصاد المحمل بديون خارجية متراكمة.

واختبرت دراسة (Alhassan, 2016) العلاقة بين الاستثمار الأجنبي المباشر (FDI) وعدة متغيرات مصاحبة، بما في ذلك الدين الخارجي، ونصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي، والتكوين الرأسمالي الثابت الإجمالي، في غانا خلال الفترة من عام ١٩٨٠ إلى عام ٢٠١٣. وأجريت الدراسة في ظل ارتفاع مستويات الدين وانخفاض قيمة العملة الوطنية بشكل حاد مقابل الدولار، لتحديد مقدار التغير في تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر الواردة إلى غانا (بنسبة مئوية لكل وحدة زيادة في رصيد دينها الخارجي)، وذلك باستخدام نموذجي انحدار المربعات الصغرى العادية: نموذج "المستوى اللوغاريتمي" ونموذج "اللوغاريتمي-اللوغاريتمي". وكانت معاملات الدين الخارجي، ونصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي، وتكوين رأس المال الثابت الإجمالي (وهو مؤشر للبنية التحتية) جميعها ذات معنوية إحصائية. وخلصت الدراسة إلى أنه لكي تجذب الحكومة المزيد من الاستثمار الأجنبي المباشر، يجب التركيز على الانضباط المالي، والسياسات الاقتصادية السليمة، وتطوير البنية التحتية.

وقامت دراسة (Oche, Mah& Mongale, 2016) بالاختبار القياسي لتأثير الدين العام على الاستثمار الأجنبي المباشر في جنوب أفريقيا خلال الفترة ١٩٨٣-٢٠١٣. واستخدمت الدراسة نموذج متجه تصحيح الخطأ ، الذي يوضح العلاقات طويلة الأجل وقصيرة الأجل بين المتغيرات. وتشير النتائج طويلة الأجل إلى أن العلاقة بين الدين العام والاستثمار الأجنبي المباشر، وكذلك سعر الفائدة والاستثمار الأجنبي المباشر، إيجابية وذات معنوية إحصائية.

وهدفَت دراسة (Mugambi& Murunga, 2017) إلى بحث تأثير خدمة الدين الخارجي على تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر في كينيا باستخدام بيانات السلاسل الزمنية الممتدة من عام ١٩٨٠ إلى عام ٢٠١٤. وقدرت الدراسة معادلة التكامل

طويلة الأجل، وأظهرت النتائج أن خدمة الدين الخارجي لها تأثير سلبي على الاستثمارات الأجنبية المباشرة المتدفقة للدولة.

وهدفت دراسة (Chaudhry, Iffat, & Farooq, 2017) إلى تحليل العلاقة بين الاستثمار الأجنبي المباشر والدين الخارجي والنمو الاقتصادي. واستندت الدراسة إلى عينة من ٢٥ دولة نامية مختارة إقليمياً وباستخدام بيانات للفترة من عام ١٩٩٠ إلى عام ٢٠١٤، وتشير نتائج طريقة FMOLS (Fully Modified Ordinary Least Squares) إلى أن للمتغيرات الأساسية، الاستثمار الأجنبي المباشر والدين الخارجي، علاقة إيجابية معنوية بالنمو الاقتصادي، وأن الدول النامية المختارة أكثر جذباً للاستثمار الأجنبي المباشر من الدين الخارجي. تُظهر نتائج اختبار التكامل المشترك وجود علاقة طويلة الأجل بين جميع المتغيرات المتضمنة في النموذج. وللتحقق من العلاقة السببية بين المتغيرات المختارة، استخدم اختبار السببية لجرانجر.

ويبحث دراسة (Senibi et. al, 2017) في استجابة الاستثمار المحلي والاستثمار الأجنبي المباشر لصدمات الدين العام. وتعتمد على منهجية متجه الانحدار الذاتي الهيكلي (SVAR) لتتبع استجابة المتغيرات غير المتعلقة بالسياسات (الدين العام، والاستثمار المحلي، والاستثمار الأجنبي المباشر) لصدمات متغيرات السياسة المحلية (سعر الصرف الحقيقي وسعر فائدة الإقراض). وتغطي الدراسة الفترة من ١٩٨١ إلى ٢٠١٥. وتوصلت إلى أن ارتفاع الدين الخارجي يؤدي في الوقت نفسه إلى زيادة الدين الداخلي، حيث أن جزءاً من الاقتراض المحلي يذهب إلى خدمة التزامات الدين الخارجي، والفوائد، وسداد رأس المال. وهكذا، مع ارتفاع الدين العام، تتقلص القروض الممنوحة للقطاع الخاص، وبالتالي ينخفض الاستثمار المحلي بمرور الوقت. إلا أن الاستثمار الأجنبي المباشر لم يُظهر استجابة كبيرة لصدمات الدين العام، ولكن بوجه عام تواجه الدول ذات المديونية العالية انخفاض في تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر.

وحللت دراسة (Abdelaziz, Rim& Majdi, 2019) ما إذا كان الدين الخارجي عاملاً دافعاً للاستثمار والنمو الاقتصادي باستخدام بيانات الفترة ٢٠٠٠-٢٠١٧، في عينة من ٢٣ دولة من الدول منخفضة الدخل حيث تم إجراء التحليل

ليشمل ٢٣ دولة في العينة، وتحليلاً لعينة مقسمة، حيث تم فصل الدول الأقل مديونية عن الدول الأكثر مديونية. وأشارت نتائج نموذج الانحدار إلى أن الدين الخارجي **يُقلل** بشكل كبير من الاستثمار والنمو الاقتصادي لكل من العينة الكلية والعينات الفرعية. كما تشير النتائج إلى أن مستوى النمو يُمارس تأثيراً إيجابياً وهاماً على الاستثمار لكل من العينة الكلية والدول الأقل مديونية.

وبحثت دراسة (Fonchamnyo, Dinga & Ngum, 2021) في الآثار قصيرة وطويلة الأجل للدين الخارجي والاستثمار الأجنبي المباشر على الاستثمار المحلي في أفريقيا جنوب الصحراء (SSA) خلال الفترة من ١٩٩٠ إلى ٢٠١٧، وذلك باستخدام منهجية ARDL واختبار السببية لجرانجر. وتشير النتائج إلى أن الاستثمار الأجنبي المباشر يمارس تأثيراً **موجباً** ودالاً إحصائياً على الاستثمار المحلي في الأجل القصير، بينما يكون للدين الخارجي تأثير **سلبي** ضئيل. أما في الأجل الطويل، فتُظهر النتيجة أن الدين الخارجي والاستثمار الأجنبي المباشر لهما **تأثير مزاحم** على الاستثمار المحلي في أفريقيا جنوب الصحراء. وبالمثل، وُجدت **علاقة دائرية أحادية الاتجاه** بين متغيرات الاستثمار المحلي والاستثمار الأجنبي المباشر، والاستثمار الأجنبي المباشر والديون الخارجية، وبين الدين الخارجي والاستثمار المحلي.

و هدفت دراسة (Gaies & Nabi, 2021) إلى تسليط الضوء على التفاعل بين الاستثمار الأجنبي المباشر والديون الخارجية في التأثير على اقتصادات الدول النامية. ولتحقيق ذلك، بدأت بصياغة نموذج نمو متداخل الأجيال يدمج القطاع المصرفي، بالتطبيق على ٦٧ دولة نامية خلال الفترة ١٩٧٢-٢٠١٥، وباستخدام تقديرات نموذج الطريقة المعممة للعزوم (GMM) لنماذج النمو للتنبؤ بمحددات الأزمات المصرفية. وتوصلت الدراسة إلى نتيجتين، الأولى أن التمويل الخارجي **يعزز** المشروعات الاستثمارية ويسرع ديناميكية تراكم رأس المال والنمو الاقتصادي. أما النتيجة الثانية، فتُخفف من حدة هذه القناة من خلال إظهار أثرين غير مباشرين متعاكسين للدين الخارجي والاستثمار الأجنبي المباشر، فبينما يزيد تمويل الدين الخارجي من التعرض لخطر

التهاافت على سحب الودائع المصرفية، مما يحدث تأثيراً ركودياً على النمو الاقتصادي، يُخفف الاستثمار الأجنبي المباشر من هذا التأثير الركودي ويلعب دور مُمتص الصدمات. و هدفت دراسة (Awuor et. al, 2021) إلى تحديد تأثير الدين العام على الاستثمارات الأجنبية المباشرة في كينيا. وقد توصلت الدراسة إلى أن نسبة الدين العام إلى الناتج المحلي الإجمالي وسعر الفائدة يرتبطان ارتباطاً **موجباً** بالاستثمار الأجنبي المباشر.

وتناولت دراسة (Prah & Ofori, 2022) تأثير الدين **الخارجي** لغانا على قدرتها على جذب **الاستثمار الأجنبي**. وتستخدم الدراسة بيانات تغطي الفترة من عام ١٩٩١ إلى عام ٢٠١٩. و يُقاس الدين الخارجي باستخدام مؤشرين: رصيد الدين الخارجي العام والمضمون حكومياً، ورصيد الدين طويل الأجل. وباستخدام نموذج ARDL، توصلت الدراسة إلى أن كلا مؤشري الدين الخارجي لهما تأثير **سلبى** كبير على المدى الطويل على تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر. في حين أن تحسن الأداء الاقتصادي للدولة يعزز تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر. ويعني ذلك أنه عند استخدام الأموال المقرضة بشكل جيد لأغراض اقتصادية، فإن ذلك يُحيد الآثار السلبية للدين، ومن شأن تحسن الأداء الاقتصادي أن يزيد من تدفقات الاستثمار الأجنبي.

وبحثت دراسة (Shiyalini & Suresh, 2022) في تأثير الديون المحلية والخارجية على أشكال الاستثمار المختلفة (الاستثمار المحلي والاستثمار الأجنبي المباشر) في سريلانكا في الأجلين القصير والطويل بتطبيق منهجية اختبار حدود ARDL خلال الفترة ١٩٨٠-٢٠٢٠. وقد توصلت إلى أن ارتفاع الاقتراض الحكومي المحلي والخارجي **يقلل** من الاستثمارات المحلية على المدى القصير والطويل، مما يؤكد تأثير الإزاحة للدين العام على حجم الاستثمار المحلي. كما توصلت إلى أن الدين المحلي يساعد في **زيادة** تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر في الأجل القصير، ولكنه **يزاحم** الاستثمار الأجنبي المباشر في الأجل الطويل. في المقابل، فإن للدين الخارجي علاقة عكسية كبيرة مع تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر في الأجل القصير، كما هو متوقع، ولكنه لا يؤثر على الاستثمار الأجنبي المباشر في الأجل الطويل.

وبحثت دراسة (Zahra et. al, 2023) في تأثير سعر الصرف والعجز المالي والاستثمار الأجنبي المباشر والتوسع الاقتصادي على الدين الخارجي باستخدام بيانات السلاسل الزمنية من باكستان للفترة من ١٩٧٣ إلى ٢٠٢١. وذلك بالاعتماد على نموذج الانحدار الذاتي لفترات الابطاء الموزعة ARDL لتحليل التكامل المشترك للمتغيرات. وتؤكد الدراسة وجود علاقة إيجابية ومعنوية بين سعر الصرف والاستثمار الأجنبي المباشر والعجز المالي والنمو الاقتصادي والديون الخارجية في الأجل الطويل. ومع ذلك، في الأجل القصير، يرتبط سعر الصرف الفعلي الحقيقي والعجز المالي سلبيًا بالدين الخارجي، بينما يرتبط النمو الاقتصادي إيجابًا بالدين الخارجي.

وقيمت دراسة (Muwando & Nzou, 2024) تأثير الدين الخارجي على الاستثمار الأجنبي المباشر في زيمبابوي للفترة من ١٩٨٠ إلى ٢٠١٦. واستخدمت نموذج الانحدار الذاتي لفترات الابطاء الموزعة ARDL البيانات السنوية للفترة من ١٩٨٠ إلى ٢٠١٦، نظرًا لملاءمتها لحجم العينة الصغير. وكشفت النتائج عن وجود علاقة قصيرة وطويلة الأجل بين الدين الخارجي والاستثمار الأجنبي المباشر. كما كشفت نتائج الدراسة عن تأثير الدين الخارجي الحالي الموجب على تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر الواردة.

وعلى الرغم من أن هذه الدراسات بذلت جهودًا قيّمة في تقييم العلاقة بين الدين والاستثمار من منظوريهما المختلفين، إلا أن دراسات قليلة تُقيّم علاقة كلٍّ من الاستثمار المحلي والاستثمار الأجنبي المباشر بالدين الخارجي ونادرًا ما تم دراسة ذلك بالتطبيق على الاقتصاد المصري.

لذلك، من المهم إجراء المزيد من الدراسات لتحديد اتجاه ونوعية وحجم العلاقة بين الاستثمار المحلي والأجنبي المباشر والدين الخارجي في الاقتصاد المصري وهو ما تقوم به الدراسة الحالية.

٤. نظرة تحليلية لتطور الدين الخارجي والاستثمار المحلي والأجنبي المباشر في مصر:

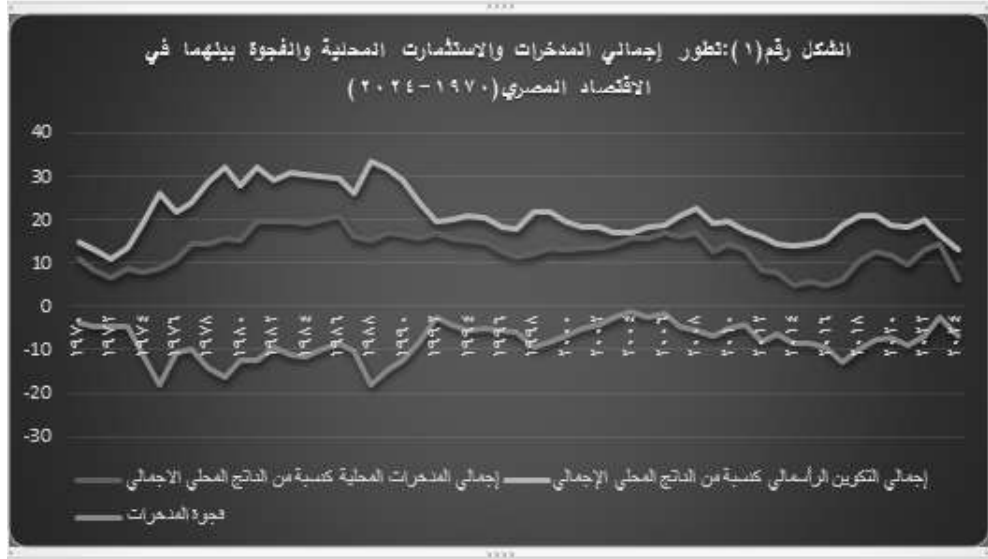
تنقسم التدفقات المالية المستخدمة في تمويل التنمية إلى تدفقات مالية خاصة وتدفقات مالية عامة. ويعتبر الاستثمار المحلي والأجنبي المباشر أهم تلك التدفقات

الخاصة في حين تعتبر الإيرادات الحكومية والدين العام المحلي والخارجي أهم التدفقات المالية العامة.

ونظرًا لانخفاض معدل الادخار في مصر والذي تطور كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي من متوسط ١٠.٦% خلال فترة السبعينيات ليصل إلى ١٨.٢% خلال فترة الثمانينيات ثم عاود الانخفاض ليصل إلى حوالي ١٤.٥% في المتوسط خلال فترة التسعينيات وحتى ما قبل ثورة يناير والتي انخفض بعدها انخفاضاً شديداً ليصل في المتوسط إلى ٨.٧% ليعاود الارتفاع بعد جائحة كورونا خاصة منذ عام ٢٠٢٢ ليصل في المتوسط ١٢.١%. وظلت تلك المعدلات للادخار عاجزة عن تغطية حجم الاستثمارات المحلية كما يتضح من الجدول رقم (١) والشكل رقم (١)؛ حيث تطور معدل الاستثمار من متوسط ٢٠.٣% خلال السبعينيات ليصل إلى ٣٠% خلال فترة الثمانينيات ثم يصل في المتوسط إلى ١٨.٣% في السنوات الأخيرة. لتصل فجوة المدخرات المحلية في السنوات الأخيرة لتصل إلى ٦.٢% كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي مما تسبب في تزايد الاعتماد على التمويل الخارجي.

جدول رقم (١): متوسط كل من معدل الادخار والاستثمار وفجوة المدخرات كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي في مصر (١٩٧٠-٢٠٢٣)			
متوسط معدل الادخار المحلي (%)	متوسط معدل الاستثمار المحلي (%)	فجوة المدخرات المحلية (%)	
١٠.٦	٢٠.٣	-9.7	١٩٧٩-١٩٧٠
١٨.٢	٣٠	-11.8	١٩٨٩-١٩٨٠
١٤.٥	٢١.١	-6.6	١٩٩٩-١٩٩٠
١٤.٨	١٨.٩	-4.1	٢٠٠٩-٢٠٠٠
٨.٩	١٦.٩	-8	٢٠١٩-٢٠١٠
١٢.١	١٨.٣	-6.2	٢٠٢٣-٢٠٢٠
المصدر: تم إعداده بواسطة الباحثة بالاعتماد على البيانات المتاحة من: World Bank, World Development Indicators, online data. Available at: https://databank.worldbank.org			

د. إيهاس فهمي حسين



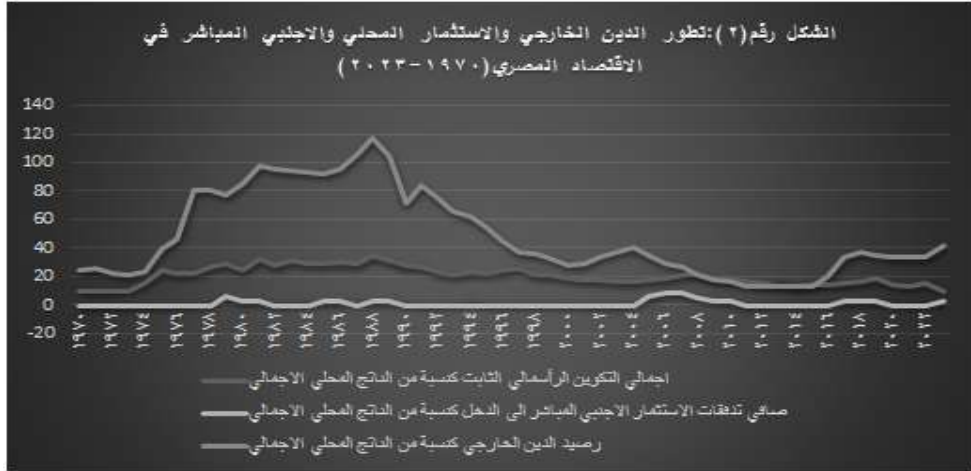
المصدر: تم إعداده بواسطة الباحثة بالاعتماد على البيانات المتاحة من:

World Bank, World Development Indicators, online data. Available at:
<https://databank.worldbank.org>

جدول رقم (٢): متوسط كل من صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي والاستثمار ورصيد الدين الخارجي كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي في مصر (١٩٧٠-٢٠٢٣)		
متوسط صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي	متوسط رصيد الدين الخارجي كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي	
1.0	44.4	1970-1979
2.6	91.0	1980-1989
1.2	56.9	1990-1999
3.8	30.3	2000-2009
2.0	21.9	2010-2019
1.9	35.8	2020-2023

المصدر: تم إعداده بواسطة الباحثة بالاعتماد على البيانات المتاحة من:

World Bank, World Development Indicators, online data. Available at:
<https://databank.worldbank.org>



المصدر: تم إعداده بواسطة الباحثة بالاعتماد على البيانات المتاحة من:

World Bank, World Development Indicators, online data. Available at:
<https://databank.worldbank.org>

ونلاحظ من الجدول رقم (٢) حدوث قفزة كبيرة في متوسط نسبة الدين الخارجي إلى GDP من فترة السبعينيات إلى فترة الثمانينيات من ٤٤.٤% لتصل إلى ٩١% مما نتج عنه تصاعد في أقساط وخدمة الديون وأصبحت مصر في ذلك الوقت من أكثر الدول مديونية إلى أن تم عقد اتفاق لإعادة هيكلة الديون مع عدد من الدائنين وأولهم صندوق النقد الدولي، ثم وقعت مصر في بداية التسعينيات اتفاقاً لإعادة هيكلة ديونها الرسمية مع نادي باريس. وقد اتجه متوسط نسبة الدين الخارجي للانخفاض خلال فترة التسعينيات وما بعدها كمردود لبرنامج الإصلاح الاقتصادي الذي اتبعته الحكومة المصرية منذ ذلك الوقت وانتهاجها سياسات انكماشية.

وجدير بالملاحظة أن المحرك الأساسي لديون مصر هو أعباء الموازنة في المقام الأول، فالدين الخارجي، على الرغم من انخفاض نسبته من إجمالي الدين، إلا أنه يأخذ اتجاهاً تصاعدياً وقد يشكل أيضاً مخاطر مستقبلية على قدرة مصر على الحفاظ على استدامة الدين خاصة مع اللجوء لاسواق المال الدولية للاقتراض من خلال طرح سندات دولارية وفتح المجال لقطاع الأعمال الخاص للاقتراض من الاسواق الدولية.

ويعتبر من أهم أسباب تفاقم أزمة المديونية تمويل عجز الموازنة، واستيراد السلع الاستهلاكية خاصة السلع الغذائية إلى جانب تمويل مشروعات إنتاجية عائدها لا يغطي تكاليف الاقتراض (فتح الله، ٢٠٠٨؛ عبد الغفار، ٢٠١٧؛ الخشن، ٢٠٢٢).

وأطلقت مصر عام ٢٠١٥ رؤية مصر ٢٠٣٠، وتم تنفيذ برنامج الإصلاح الاقتصادي عام ٢٠١٦ في إطار اتفاقية تسهيل الصندوق الممدد التابع لصندوق النقد الدولي Extended Fund Facility والذي تضمن إصلاحات نقدية ومالية وإجراءات تقشفية أدت إلى نتائج اقتصادية كلية إيجابية وانعكست بشكل واضح على ملف الديون، فانخفض متوسط رصيد الدين الخارجي خلال الفترة (٢٠١٩-٢٠٠٠) إلى ٢١.٩%. ونلاحظ من الشكل رقم (٢) الاتجاه التصاعدي للدين الخارجي (نسبة من الناتج المحلي الإجمالي) مع عام ٢٠١٣ ثم حدوث قفزة واضحة مع عام ٢٠١٨ في أعقاب تحرير سعر الصرف، ليستمر في استكمال الاتجاه التصاعدي.

وبعد جائحة كورونا اتجهت نسبة الدين الخارجي للناتج المحلي الإجمالي للارتفاع مرة أخرى لتصل في المتوسط إلى ٣٥.٨% بسبب تباطؤ الاقتصاد العالمي والتيسير الذي اعتمدته الحكومة المصرية في ذلك الوقت، وارتفاع صافي المستخدم من القروض والتسهيلات إلى جانب ارتفاع أسعار صرف معظم العملات المقترض بها أمام الدولار وبلغت نسبة الدين الخارجي للصادرات حوالي ٢٢٢% في يونيو ٢٠٢٣ مما يعني أن إجمالي حصة الصادرات (السلعية والخدمية) لا تغطي ٤٥% من حجم الديون الخارجية بالتالي أصبحت الديون هي المورد الأساسي للعملة الصعبة، ويدل ذلك على أن البلد قد يواجه مشاكل في الوفاء بالتزاماته المالية تجاه الدائنين (عبد الغفار، ٢٠١٧؛ البنك المركزي، ٢٠٢٢/٢٠٢٣).

ويشير ما سبق إلى تجاوز نسبة الدين الخارجي حد الأمان الأول والذي يبلغ ٣٠% المعروف من قبل صندوق النقد الدولي كما أن إجمالي احتياجات التمويل للاقتصاد المصري^١ Gross financing needs والتي بلغت حوالي ٣٦.٩% عام ٢٠٢١ قد

"^١ الاحتياجات التمويلية المطلوبة لتجديد الديون المستحقة؛ ويعرف بأنه عجز المالية العامة مضاف إليه أي معاملات أخرى تتطلب التمويل، بالإضافة إلى استهلاك الدين " . (IMF, n. d)

تجاوزت المؤشر المرجعي للأسواق الناشئة للاحتياجات التمويلية والذي بلغ ١٥% وفقاً لصندوق النقد الدولي (الخشن، ٢٠٢٢؛ ECES, 2020; World bank, 2025). ومما سبق تظهر مدى أهمية الاستثمار الأجنبي المباشر كمصدر لتمويل التنمية بما يمثله من اضافة للتراكم الرأسمالي ونقل للتكنولوجيا والابتكار؛ فتدفع الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الاقتصاد هو البديل الأكثر أماناً لسد الفجوة بين معدل الادخار المنخفض ومستوى الاستثمار اللازم لتعزيز النمو الاقتصادي المستدام. ولكن في الوقت الذي تزايد فيه الاعتماد على التمويل الخارجي كان تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الاقتصاد منخفضاً في ظل انخفاض اهتمام المستثمرين الأجانب بالاستحواذ على الشركات المحلية أو إنشائها أو توسيعها مقارنةً بدول الأسواق الناشئة الأخرى. وكما يتضح من الشكل رقم (٢) والجدول رقم (٢) بلغ متوسط تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الاقتصاد كنسبة من GDP خلال فترة السبعينيات ١% فقط. وزادت هذه النسبة إلى ٢.٦% في فترة الثمانينيات بفضل الارتفاع الذي حدث في بداية الفترة نتيجة سياسة الانفتاح الاقتصادي والتشريعات التي شجعت على جذب الاستثمارات الأجنبية من خلال الإعفاءات الضريبية على الأرباح والإيرادات إلى جانب الحرية الجزئية لتحويل الأرباح إلى الدولة الأم. ولكن كان النصف الأول من الثمانينيات فترة من النمو غير المستدام الذي اعتمد على إيرادات مؤقتة، تلاها انكماش اقتصادي وتدهور في المناخ الاستثماري نتيجة انهيار أسعار النفط عام ١٩٨٦ إلى جانب السياسات غير المتوازنة. هذا المناخ لم يكن مشجعاً للاستثمارات الأجنبية المباشرة، مما جعلها تعود إلى الانخفاض في فترة التسعينيات ليصل متوسط النسبة إلى ١.٢% حيث شهدت بداية الفترة الغزو العراقي لدولة الكويت مما ترك أثراً سلبية في الاقتصادات العربية بشكل عام والاقتصاد المصري بشكل خاص نتج عنها تشوه مناخ الاستثمار في كثير من الدول العربية ومنها مصر، مما أدى إلى اهتزاز ثقة أصحاب رؤوس الأموال. كما لم يكن هناك أثار إيجابية مباشرة لما شهدته تلك الفترة من اتجاه الدولة إلى اتباع سياسة تحويل الديون الخارجية إلى استثمارات Debt Equity Swaps حيث وقعت الدولة اتفاقيات مع مجموعة

من الدول (سويسرا وفرنسا) لإعادة جدولة جزء من الديون وتحويل جزء منها لتمويل مشروعات تنموية (عبد الغفار، ٢٠١٧).

وكان للتحرير الجزئي لمعدل الصرف عام ٢٠٠٣ وكمرود لسياسة الإصلاح الاقتصادي خلال الفترة (٢٠٠٩-٢٠٠٠) والتي أعطت أهمية لدور الاستثمارات الخاصة في النمو مما نتج عنه تحسن المناخ الاستثماري، فقد اتخذت الحكومة المصرية مزيد من الإصلاحات منذ عام ٢٠٠٤ من خلال تبسيط إجراءات الاستثمار وإنشاء مركز لتسوية منازعات الاستثمار كما عملت على تشجيع الابتكار وجذب الاستثمار وإحياء برنامج إدارة الأصول الحكومية. كما شهدت تلك الفترة أيضاً اتفاقات لتحويل الديون إلى استثمارات مع كل من ألمانيا وإيطاليا (حسين، ٢٠١٨؛ عبد الغفار، ٢٠١٧). ونتج عن ذلك الارتفاع الملحوظ في متوسط صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر كنسبة من GDP لتصل إلى ٣.٨% كمتوسط للفترة إلا أنها اتجهت للانخفاض مرة أخرى خلال الفترة (٢٠١٩-٢٠١٠) نتيجة للأزمة العالمية ومن بعدها ثورات الربيع العربي لتصل إلى ٢% واستمر الانخفاض بعد جائحة كورونا ليصل إلى ١.٩% خلال الفترة (٢٠٢٣-٢٠٢٠) وإن ظلت مصر خلال تلك الفترة أكبر متلق للاستثمار الأجنبي المباشر في أفريقيا (يكن، ٢٠٢٢؛ World Bank, 2025).

٥. النموذج القياسي وتقدير العلاقة في الاقتصاد المصري:

لتقدير العلاقة بين المتغيرات لابد أولاً من تحديد مدى استقرارية السلاسل الزمنية للمتغيرات محل الدراسة حيث نواجه عدد من الاحتمالات:

- فإذا كانت كل المتغيرات مستقرة عند المستوى يتم استخدام طريقة المربعات الصغرى العادية في التقدير،

- وفي حالة كل المتغيرات مستقرة عند الفرق الأول يتم إجراء اختبار التكامل المشترك بين المتغيرات للتأكد من وجود علاقة توازنية طويلة الأجل، ففي حالة عدم ثبوت التكامل المشترك يمكن استخدام متجه الاتحاد الذاتي غير المقيد Unrestricted Vector Autoregressive Model (VAR)، وفي حالة ثبوت التكامل المشترك يتم تقدير نموذج تصحيح الخطأ Error Correction Model (ECM) في حالة

معادلة واحدة ، واستخدام نموذج متجه تصحيح الخطأ Error Correction Model (VECM) في حالة أكثر من معادلة.

- في حالة استقرار بعض المتغيرات عند المستوى والبعض عند الفرق الأول يتم استخدام متجه الانحدار الذاتي لفترات الإبطاء الموزعة Vector of Autoregressive distributed lags Model ،

- في حالة استقرار بعض المتغيرات عند المستوى والبعض عند الفرق الأول وبعضها عند الفرق الثاني يتم استخدام نموذج Toda-Yamamoto في التقدير.

وبناء على ماسبق تكون **الخطوة الأولى** لتحديد النموذج المستخدم في التقدير هي إجراء اختبار استقرار السلاسل الزمنية (وجود أو عدم وجود جذر الوحدة) وسوف يتم

الاعتماد على الاختبار الأكثر شيوعاً وهو **Augmented Dickey-Fuller (ADF)** وسوف يتم إجراء الاختبار للمتغيرات الأساسية والمتغيرات الأخرى الحاكمة **Control Variables** كما تم توصيفها بالجدول التالي:

جدول رقم (٣): توصيف متغيرات النموذج ومصادر البيانات				
المتغير	الرمز المستخدم	المؤشر	مصدر البيانات	الفترة الزمنية
الدين الخارجي	exd	نسبة رصيد الدين الخارجي إلى الدخل القومي الإجمالي	قاعدة بيانات التنمية في العالم الصادرة عن البنك الدولي	بيانات سنوية للفترة (١٩٧٠-٢٠٢٣)
الاستثمار المحلي	gfcf	نسبة إجمالي التكوين الرأسمالي الثابت إلى الناتج المحلي الإجمالي		
الاستثمار الأجنبي المباشر	fdi	نسبة صافي التدفقات الوافدة من الاستثمارات الأجنبية المباشرة إلى الناتج المحلي الإجمالي		
معدل الصرف	ex	معدل الصرف الاسمي المعن		
معدل التضخم	inf	التغير النسبي السنوي في الرقم القياسي لأسعار المستهلكين		

المصدر: تم إعداده بواسطة الباحثة

وسوف يتم استخدام الصيغة اللوغاريتمية للمتغيرات لتجنب بعض مشاكل التحديد الخاطئ للنموذج.
وكانت النتائج كما جاءت كما بالجدول رقم (٤):

جدول (٤): نتائج اختبار ADF لجذر الوحدة ودرجة استقرارية السلاسل الزمنية لمتغيرات النموذج							
المتغير	مستوى اجراء الاختبار	قيمة ADF المحسوبة		القيمة الحرجة (5%)		p-value	
		قاطع	قاطع واتجاه	قاطع	قاطع واتجاه	قاطع	قاطع واتجاه
lnfdi	المستوى	-2.852	-2.814	-2.918	-3.497	0.0579	0.1989
	الفرق الاول	-9.981	-10.005	-2.919	-3.499	0.0000	0.0000
lnexd	المستوى	-1.671	-2.168	-2.919	-3.499	0.4396	0.4968
	الفرق الاول	-4.474	-4.427	-2.919	-3.499	0.0007	0.0046
lngfcf	المستوى	-4.777	-5.013	-2.918	-3.502	0.4458	0.0009
	الفرق الاول	-6.829	-7.399	-2.919	-3.499	0.0000	0.0000
lnex	المستوى	0.327214	-3.240	-2.919	-3.497	0.9776	0.0879
	الفرق الاول	-4.386	-4.457	-2.919	-3.499	0.0009	0.0042
lnlint	المستوى	-2.265	-3.050	-2.928	-3.511	0.1875	0.1303
	الفرق الاول	-6.001	-5.940	-2.928	-3.513	0.0000	0.0001
lninf	المستوى	-2.533	-2.514	-2.918	-3.497	0.1137	0.3204
	الفرق الاول	-7.416	-7.335	-2.919	-3.499	0.0000	0.0000
المصدر: تم الاعداد بواسطة الباحثة بالاعتماد على برنامج E-views 10							
• تشير L التي تسبق رموز المتغيرات الى اللوغاريتم الطبيعي للمتغير.							

كما يتضح من الجدول السابق كل متغيرات الدراسة مستقرة عند الفرق الأول مما يشير إلى احتمالية وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بينها. وبناء على ذلك يتم اتباع تقدير نموذج VAR ثم اتباع الخطوات التالية:

- ١- اختيار فترات الإبطاء المثلى وفقاً لمعايير الاختيار المختلفة.
- ٢- إجراء اختبار السببية VAR Granger Causality
- ٣- إجراء اختبار جوهانسن للتكامل المشترك (Johansen Cointegration Test) للتحقق من تحرك المتغيرات معاً على المدى الطويل، أي ما إذا كانت لها علاقة توازن طويلة الأجل.
- وبالتالي يمكن الاعتماد في تقدير العلاقة على طريقة VECM. ويستخدم اختبار التكامل المشترك لجوهانسن، حيث يُستخدم قيمتين إحصائيتين لتأكيد عدد متجهات التكامل المشترك بين المتغيرات.
- ٤- تقدير معادلة التكامل في الأجل الطويل و تقدير نموذج تصحيح الخطأ (العلاقة في الأجل القصير).
- ٥- الاختبار التشخيصية لنموذج تصحيح الخطأ.
- ٦- تحليل التباين لتحديد المساهمة النسبية لكل متغير في تفسير التباين (الصدمات أو التغيرات) في المتغير التابع عبر الزمن
- ١/٥- اختيار فترات الإبطاء المثلى وفقاً لمعايير الاختيار المختلفة.
- وكانت النتائج كما بالجدول (٥) توضح أن بعض الاختبارات تشير إلى فترة إبطاء مثلى واحدة وهناك اختبار يشير إلى ثلاث فترات إبطاء ولذلك تم استخدام VAR Lag Exclusion Wald Tests للتأكد والتي أشارت إلى اختيار فترتي إبطاء كفترات مثلى كما بالجدول رقم (٦).

د. أيمن فهد حسين

جدول رقم (٥) VAR Lag Order Selection Criteria						
Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
1	-5.070853	NA	2.24e-06*	1.179249*	2.126222*	1.541116*
2	14.65453	31.71532	2.82e-06	1.386097	3.280044	2.109830
3	42.15135	38.81905*	2.73e-06	1.288182	4.129102	2.373782
المصدر: تم الاعداد بواسطة الباحثة بالاعتماد على برنامج E-views 10 * indicates lag order selected by the criterion LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level) FPE: Final prediction error AIC: Akaike information criterion SC: Schwarz information criterion HQ: Hannan-Quinn information criterion						

جدول رقم (٦) VAR Lag Exclusion Wald Tests						
Chi-squared test statistics for lag exclusion:						
Numbers in [] are p-values						
	LNFDI	LNEXD	LNGFCF	LNEX	LNINF1	Joint
Lag 1	25.18953	84.99809	44.55595	86.71070	30.76719	248.5364
	[0.0001]	[0.0000]	[0.0000]	[0.0000]	[0.0000]	[0.0000]
Lag 2	12.52931	7.496682	7.307894	7.146598	3.347920	37.06815
	[0.0282]	[0.1862]	[0.1987]	[0.2100]	[0.6465]	[0.0569]
df	5	5	5	5	5	25
المصدر: تم الاعداد بواسطة الباحثة بالاعتماد على برنامج E-views 10						

٢/٥ - اجراء اختبار السببية VAR Granger Causality

وجاءت نتائج الاختبار كما بالجدول رقم (٧) توضح أن اتجاه العلاقة من الدين الخارجي والاستثمار المحلي إلى الاستثمار الأجنبي المباشر وليس العكس.

جدول رقم (٧): VAR Granger Causality/Block Exogeneity Wald Tests											
Included observations: 52											
Dependent variable: LNFDI				Dependent variable: LNEXD				Dependent variable: LNGFCF			
Excluded	Chi-sq	df	Prob.	Excluded	Chi-sq	df	Prob.	Excluded	Chi-sq	df	Prob.
LNEXD	4.923256	2	0.0853	LNFDI	0.162560	2	0.9219	LNFDI	1.975441	2	0.3724
LNGFCF	6.690741	2	0.062	LNGFCF	0.045965	2	0.9773	LNEXD	2.127358	2	0.3452
LNEX	5.455452	2	0.0654	LNEX	0.922125	2	0.6306	LNEX	8.332328	2	0.0155
LNINF	1.994975	2	0.3688	LNINF	1.110656	2	0.5739	LNINF	4.849728	2	0.0885
All	17.71949	8	0.0234	All	5.013433	8	0.7561	All	24.71351	8	0.0017
المصدر: تم الاعداد بواسطة الباحثة بالاعتماد على برنامج E-views 10											

٣/٥- اجراء اختبار جوهانسن للتكامل المشترك (Johansen Cointegration Test)

يتضمن جدول رقم (٨) نتائج اختبار جوهانسن للتكامل المشترك (Johansen Cointegration Test)، الذي يُستخدم لتحديد ما إذا كانت هناك علاقة توازن طويلة الأجل بين مجموعة السلاسل الزمنية الخاصة بالمتغيرات المستقرة في الفرق الاول ، وتشمل النتائج اختبار الأثر (Trace test) واختبار القيمة الذاتية القصوى (Max-eigenvalue test).

جدول رقم (٨): نتائج اختبار جوهانسن للتكامل المشترك Johansen Cointegration Test(Trace and Maximum Eigenvalue)							
Hypothesized No. of CE(s)	Eigenvalue	Trace Statistic	٠.٠٥ Critical Value	Prob**.	Max- Eigen Statistic	0.05 Critical Value	Prob.**
None *	0.644145	99.58920	76.97277	0.0004	52.69481	34.80587	0.0002
At most 1	0.424703	46.89439	54.07904	0.1867	28.19629	28.58808	0.060
At most 2	0.178256	18.69809	35.19275	0.8037	10.01267	22.29962	0.8342
At most 3	0.104406	8.685424	20.26184	0.7652	5.623666	15.89210	0.8286
At most 4	0.058268	3.061758	9.164546	0.5692	3.061758	9.164546	0.5692
المصدر: تم الاعداد بواسطة الباحثة بالاعتماد على برنامج E-views 10							

يتفق كلا الاختبارين على وجود علاقة تكامل مشترك واحدة ذات دلالة إحصائية بين المتغيرات محل الدراسة. مما يعني أن المتغيرات تميل إلى التحرك معاً على المدى الطويل، حتى لو انحرفت على المدى القصير.

٤/٥ - تقدير معادلة التكامل في الأجل الطويل و تقدير نموذج تصحيح الخطأ (العلاقة في الأجل القصير):

بناءً على نتائج اختبارات السببية والتكامل المشترك تم تقدير المعادلة (١) والتي تتضمن الاستثمار الأجنبي المباشر كمتغير تابع وكل من الدين الخارجي والاستثمار المحلي ومعدل الصرف الاسمي ومعدل التضخم كمتغيرات مفسرة.

$$\text{Lnfdi}_t = C + b_1 \text{Lnexd}_t + b_2 \text{lngfcf}_t + b_3 \text{Lnex}_t + b_4 \text{Lninf}_t + e_t \dots (1)$$

وكانت النتائج كما بالجدولين رقم (٩) و رقم (١٠) حيث معادلة التكامل المشترك كما يلي:

$$\text{Lnfdi} = -62.15 - 6.64 \text{Lnexd} + 27.4 \text{lngfcf} + 2.49 \text{Lnex} + 0.51 \text{Lninf} \dots (1)$$

[-5.77124] [-2.63117] [4.49597] [3.06143] [0.31104]

جدول رقم (٩): نتائج تقدير معادلة التكامل في الأجل الطويل						
المتغيرات	Lnfdi	Lnexd	lngfcf	Lnex	Lninf	constant
معاملات الأجل الطويل	1	-6.636382	27.40032	2.492033	0.506753	-62.15444
Standard errors		(2.52222)	(5.82001)	(0.81401)	(1.62924)	(10.7697)
t-statistics		[-2.63117]	[4.70795]	[3.06143]	[0.31104]	[-5.77124]
المصدر: تم الإعداد بواسطة الباحثة بالاعتماد على برنامج E-views 10						

جدول رقم (١٠): نتائج تقدير نموذج تصحيح الخطأ (العلاقة في الأجل القصير)					
المتغيرات	D(Lnfdi) [error correction term]	D(Lnexd)	D(lngfcf)	D(Lnex)	D(Lninf)
معاملات الأجل القصير	-0.066762	0.924482	1.620010	-0.540673	0.123921
Standard errors	(0.01609)	(0.66336)	(0.93108)	(0.59270)	(0.23208)
t-statistics	[-4.14918]	[1.39364]	[1.73993]	[-0.91222]	[0.53395]
المصدر: تم الإعداد بواسطة الباحثة بالاعتماد على برنامج E-views 10					

وتعكس النتائج الواردة بالجدولين ما يلي:

أولاً: معامل تصحيح الخطأ سالب ومعنوي ويشير إلى أن الاختلالات في القيمة التوازنية في الأجل القصير يتم تصحيحها في الأجل الطويل بمعدل ٧% سنوياً من خلال المتغيرات المدرجة في النموذج.

ثانياً: هناك تأثير سالب ومعنوي لرصيد الدين الخارجي على صافي التدفقات الوافدة من الاستثمار الأجنبي المباشر حيث تؤدي زيادة exd بمعدل نمو ١% إلى انخفاض FDI أي بمعدل نمو سالب ٦.٦%. مما يعني أن حالة عدم الاستقرار وارتفاع المخاطر الناتجة عن ارتفاع رصيد الدين الخارجي تؤثر سلباً على مناخ الاستثمار في الاقتصاد المصري خاصة مع استخدام حيلة القروض الأجنبية في استيراد السلع الاستهلاكية وتمويل مشروعات إنتاجية عائدها لا يغطي تكاليف الاقتراض كما سبق ذكره. وتتفق تلك النتيجة مع توصلت إليه كل من دراسة (Ostadi et al, 2014) ودراسة (Cornel Kiprotich, 2015) ودراسة (Alhassan, 2016) ودراسة (Senibi et. al, 2017) ودراسة (Abdelaziz, Rim& Majdi, 2019) ودراسة (Prah & Ofori, 2022) ويتفق جزئياً مع دراسة (Shiyalini & Suresh, 2022).

ثالثاً: هناك تأثير موجب ومعنوي للاستثمار المحلي على صافي التدفقات الوافدة من الاستثمار الأجنبي المباشر، حيث تؤدي زيادة gfcf بمعدل نمو ١% إلى ارتفاع FDI بمعدل نمو موجب ٢٧.٤%. مما يشير إلى وجود علاقة تكامل وليس منافسة بين الاستثمارات المحلية والأجنبية، حيث تعكس الزيادة في الاستثمار المحلي تحسن مناخ الاستثمار، مما يشجع المستثمرين الأجانب على تحقيق عوائد مستقبلية أعلى لاستثماراتهم مما يمثل عامل جذب للاستثمار الأجنبي المباشر.

رابعاً: هناك تأثير معنوي وموجب لمعدل الصرف الاسمي على صافي التدفقات الوافدة من الاستثمار الأجنبي المباشر، حيث يؤدي ارتفاع سعر الدولار (انخفاض قيمة العملة المحلية) في السوق المصري بمعدل نمو ١% إلى ارتفاع FDI بمعدل نمو ٢.٥%. ويرجع ذلك لانخفاض تكاليف المشروعات بانخفاض قيمة العملة المحلية إلى جانب استقرار معدل الصرف في الاقتصاد المصري أغلب فترة الدراسة نتيجة

اتباع سياسة معدل الصرف الثابت وأجراء إصلاحات نقدية ومالية وإجراءات تفشفية أدت إلى نتائج اقتصادية كلية إيجابية بالرغم من اتباع سياسة تعويم معدل الصرف. **خامساً:** عدم معنوية تأثير معدل التضخم على صافي التدفقات الوافدة من الاستثمار الأجنبي المباشر.

٥/٥- الاختبار التشخيصية لنموذج تصحيح الخطأ:

جدول رقم (١١): نتائج الاختبار التشخيصية لنموذج تصحيح الخطأ		
test	Null hypothesis	P-value
VEC Residual Serial Correlation LM Tests	No serial correlation	0.52
VEC Residual Normality Tests	Residuals are multivariate normal	0.78
VEC Residual Heteroskedasticity Tests	No Heteroskedasticity	0.39
المصدر: تم الاعداد بواسطة الباحثة بالاعتماد على برنامج E-views 10		

يوضح الجدول رقم (١١) أن النموذج المقدر يجتاز كلاً من اختبار الارتباط التسلسلي واختبار عدم تجانس التباين، إلى جانب التوزيع الطبيعي للسلاسل الزمنية للبقايا.

٦/٥- تحليل التباين Variance Decomposition

جدول رقم (١٢): تحليل التباين للاستثمار الاجنبي المباشر						
Period	S.E.	LNFDI	LNEXD	LNGFCF	LNEX	LNINF
1	0.679156	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.838155	92.67462	5.025456	0.100758	2.011521	0.187647
3	1.134542	83.85640	7.018580	5.622765	1.172323	2.329933
4	1.333666	78.75555	9.054430	9.469824	0.856456	1.863743
5	1.569416	70.83877	10.25258	16.84136	0.717891	1.349403
6	1.780424	63.40085	12.75679	21.94631	0.613310	1.282737
7	1.985711	57.28634	14.82148	25.79163	0.544436	1.556112
8	2.175786	52.51838	16.75761	28.34796	0.482036	1.894016
9	2.356329	48.74110	18.40822	30.22463	0.422289	2.203764
10	2.527911	45.75086	19.75234	31.68052	0.370637	2.445640
المصدر: تم الاعداد بواسطة الباحثة بالاعتماد على برنامج E-views 10						

يُظهر تحليل التباين أن العوامل الداخلية للاستثمار الأجنبي المباشر نفسه هي المصدر الأهم لتقلباته على المدى القصير والمتوسط؛ حيث يُفسر الاستثمار الأجنبي المباشر تباين نفسه بنسبة ١٠٠٪ مع مرور الوقت، يتناقص هذا التأثير ليصبح ٤٥.٧٥٪ في الفترة العاشرة. وتصبح العوامل الخارجية أكثر تأثيرًا في الأجل الطويل وهي على الترتيب:

١. الاستثمار المحلي (Lngfcf) : يفسر أكثر من ٣١٪ من تباين الاستثمار الأجنبي المباشر.

٢. الدين الخارجي (Lnexd) : يفسر حوالي ٢٠٪ من تباين الاستثمار الأجنبي المباشر.

٣. التضخم (Lninf) : يفسر حوالي ٢.٤٪ من تباين الاستثمار الأجنبي المباشر.

٤. معدل الصرف (Lnex) : يفسر أقل من ١٪ من تباين الاستثمار الأجنبي المباشر.

هذه النتائج تؤكد أن جذب الاستثمار الأجنبي المباشر يعتمد بشكل كبير على بيئة الاستثمار المحلية القوية (الممثلة بالتكوين الرأسمالي الثابت كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي)، كما يتأثر بمستوى رصيد الدين الخارجي. في المقابل، تنخفض أهمية معدل الصرف والتضخم في تحديد تقلبات الاستثمار الأجنبي المباشر.

٦. الخاتمة واستنتاجات السياسة:

منذ بداية الثمانينيات، عندما ظهرت أزمة الديون الخارجية، انخفضت معدلات الاستثمار انخفاضًا حادًا في معظم الدول المدينة المتعثرة، وقد ارتبط انخفاض الاستثمار بدوره بانخفاض القدرة على خدمة ديونها وانخفاض تدفقات رأس المال الأجنبي. وفي ظل تجاوز نسبة الدين الخارجي للاقتصاد المصري حد الأمان الأول والذي يبلغ ٣٠٪ المعروف من قبل صندوق النقد الدولي، كما أن إجمالي احتياجات التمويل للاقتصاد المصري والتي بلغت حوالي ٣٦.٩٪ عام ٢٠٢١ قد تجاوزت المؤشر المرجعي للأسواق الناشئة للاحتياجات التمويلية والذي بلغ ١٥٪ وفقًا لصندوق النقد الدولي؛ تظهر هنا مدى أهمية الاستثمار الأجنبي المباشر كمصدر لتمويل التنمية بما يمثله من إضافة للتراكم الرأسمالي ونقل للتكنولوجيا والابتكار؛

فتدقق الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الاقتصاد هو البديل الأكثر أماناً لسد الفجوة بين معدل الادخار المنخفض ومستوى الاستثمار اللازم لتعزيز النمو الاقتصادي المستدام. ولكن في الوقت الذي تزايد فيه الاعتماد على التمويل الخارجي كان تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الاقتصاد منخفضاً.

وتهدف الدراسة إلى تحديد اتجاه وحجم العلاقة بين الدين الخارجي والاستثمار المحلي و الأجنبي المباشر في مصر للفترة من ١٩٧٠ إلى ٢٠٢٤. وذلك باستخدام منهجية التكامل المشترك وبالاعتماد على نموذج متجه تصحيح الخطأ.

وتوصلت الدراسة إلى أن اتجاه العلاقة من الدين الخارجي والاستثمار المحلي إلى FDI وليس العكس. وبتقدير معادلة التكامل المشترك للاستثمار الأجنبي المباشر كمتغير تابع اتضح أن هناك تأثير سالب ومعنوي لرصيد الدين الخارجي FDI، حيث تؤدي زيادة exd بمعدل نمو ١% إلى انخفاض FDI أي بمعدل نمو سالب ٦.٦%. و هناك تأثير موجب ومعنوي للاستثمار المحلي، حيث تؤدي زيادة gfcf بمعدل نمو ١% إلى ارتفاع FDI بمعدل نمو موجب ٢٧.٤%. كما أن هناك تأثير معنوي وموجب لمعدل الصرف الاسمي ، حيث يؤدي ارتفاع سعر الدولار (انخفاض قيمة العملة المحلية) في السوق المصري بمعدل نمو ١% إلى ارتفاع FDI بمعدل نمو ٢.٥%. وبالنسبة لمعدل التضخم فإن تأثيره غير معنوي.

وبناء على ما توصلت إليه الدراسة من نتائج يمكن التأكيد على ضرورة تحفيز دور القطاع الخاص والمستثمرين المحليين في النشاط الاقتصادي وزيادة مساهمتهم في توليد الناتج وخلق فرص العمل والتصدير بما يسهم في جذب مزيد من الاستثمارات الأجنبية المباشرة ورفع معدلات النمو للاقتصاد المصري. إلى جانب دعم تبني الاستراتيجية الوطنية للاستثمار (٢٠٢٤ - ٢٠٣٠) لرفع معدل الاستثمار إلى ما يتراوح بين ٢٥ % إلى ٣٠ % سنوياً من الناتج المحلي الإجمالي، واعتماد نموذج لمشاركة الأعمال بين القطاع العام والخاص بهدف رفع نسبة مساهمة الاستثمارات الخاصة إلى إجمالي الاستثمارات المنفذة لنحو ٦٥ %، حتى ٢٠٣٠ كما تطمح الاستراتيجية الوطنية للاستثمار.

وإعطاء الأولوية للاستثمار بدلاً من الاقتراض و تخفيف عبء المديونية الخارجية، من خلال التنسيق مع المجتمع الدولي لإطلاق مبادرة عالمية لمبادلة الديون بين الدول الدائنة والمدينة باستثمارات وتحويل الجزء الأكبر منها إلى مشروعات استثمارية مشتركة. مع ضرورة تحسين قواعد الدين والقواعد المالية بما يضمن إدارة مخاطر المالية العامة وتعزيز شفافية الديون والمساءلة والافصاح.

المراجع باللغة العربية

حسين، إيناس فهمي (٢٠١٨). "أثر FDI في سوق العمل". المجلة الأردنية للعلوم الاقتصادية. المجلد ٥ العدد ٢. الجامعة الأردنية عمادة البحث العلمي وضمان الجودة.

الخشن، سارة محمد (٢٠٢٢). "إدارة الدين في مصر وتمويل أهداف التنمية المستدامة" في محمود محيي الدين (محرر). تقرير تمويل التنمية المستدامة في مصر، القاهرة: جامعة الدول العربية.

رئاسة مجلس الوزراء (٢٠٢٤)، أبرز التوجهات الاستراتيجية للاقتصاد المصري (حوار للخبراء).

عبدالغفار، عبدالغفار فاروق (٢٠١٧). الدين العام الخارجي وسياسة تحويله لاستثمارات أجنبية دراسة الحالة المصرية. مجلة اقتصاديات شمال أفريقيا. العدد ١٧. السداسي الثاني

فتح الله، محمود محمد رضا (٢٠٠٨). "استدامة الدين الخارجي: اختبار الحالة المصرية". بحوث اقتصادية عربية. العدد ٤٢. المجلد ١٧. السنة الخامسة عشرة. الجمعية العربية للبحوث الاقتصادية بالتعاون مع مركز دراسات الوحدة العربية.

المركز المصري للدراسات الاقتصادية (٢٠٢٠)، رأي في أزمة ملف الدين الخارجي المصري، سلسلة رأي في خبر، العدد ٩.

يكن، معتز (٢٠٢٢). "دور قطاع الأعمال". في محمود محيي الدين (محرر). تقرير تمويل التنمية المستدامة في مصر، القاهرة: جامعة الدول العربية.

المراجع باللغة الانجليزية:

Abdelaziz HA, Rim BO, Majdi KA. (2019). External debt, investment, and economic growth. *Journal of Economic Integration*, 34(4), 725-745

Abuzaid, L. E. M. (2011). *External debt, economic growth and investment in Egypt, Morocco and Tunisia* (Doctoral dissertation, University of Gloucestershire)

- Adamu, I. M. (2016). Public investment in Nigeria. Does external debt matter? . *Academic Journal of Economic Studies*, 2(4), 120-138
- Agyapong, D. and Bedjabeng, K. A., 2019. External debt stock, foreign direct investment and financial development: evidence from African economies. *Journal of Asian Business and Economic Studies*, 27(1), pp. 81-98. <https://doi.org/10.1108/JABES-11-2018-0087>
- Ajisafe, R. A., Nasar, M. L., Fatokun, O., Soile, O. I., & Gidado, O. K. (2006). External debt and foreign private investment in Nigeria: A test of causality. *African Economic and Business Review*, 4(1), 48–63.
- Alhassan, A., 2016. Econometric analysis of the effect of Ghana's increasing external debt on foreign direct investment (FDI). *Ashesi Economics Lecture Series Journal*, 2(1), pp. 37-48.
- Awuor, O. C., Kashu, D., Kamande, M. J., Kilonzo, M., Ruth, W., Musau, A. (2021). Public debt and foreign direct investment in Kenya. *International Academic Journal of Economics and Finance*, 3(7), 351-368.
- Azam, M., & Khan, A. U. (2011). Impact of public debt on foreign direct investment in Pakistan: A quantitative approach. *Elixir Financial Management*, 38, 4225–4227. [https://www.elixirpublishers.com/articles/1350114202_38%20\(2011\)%20425-4227.pdf](https://www.elixirpublishers.com/articles/1350114202_38%20(2011)%20425-4227.pdf)
- Borensztein, E. (1990). 'Debt Overhang, Debt Reduction and Investment: The Case of the Philippines,' *IMF Working Paper No. 77*, International Monetary Fund.
- Bouoiyour, J. (2007). The Determining Factors of Foreign Direct Investment in Morocco. *Savings and Development*, 31(1), 91-105
- Chaudhry, I. S., Iffat, S. & Farooq, F., (2017). Foreign Direct Investment, External Debt and Economic Growth: Evidence from some Selected

- Developing Countries. *Review of Economics and Development Studies*, 3(2) 111-124. DOI: <https://doi.org/10.26710/reads.v3i2.170>
- Clements, B., Bhattacharya, R., & Nguyen, T. Q. (2003). External debt, public investment, and growth in low-income countries. *IMF Working Paper No. 249*, International Monetary Fund.
- Deshpande, A., 1997. The debt overhang and the disincentive to invest. *Journal of Development Economics*, 52(1), pp. 169-187. [https://doi.org/10.1016/S0304-3878\(96\)00435-X](https://doi.org/10.1016/S0304-3878(96)00435-X)
- Elbadawi, I.A., Ndulu, B.J. and Ndung'u, N. (1997). Debt Overhang and Economic Growth in sub-Saharan Africa. External Finance for Low-Income Countries. *IMF Publication*. Washington D.C
- Fonchamnyo, D. C., Dinga, G. D., and Ngum, V. C., 2021. Revisiting the nexus between domestic investment, foreign direct investment and external debt in SSA countries: PMG-ARDL approach. *African Development Review*, 33(3), pp. 479-491. <https://doi.org/10.1111/1467-8268.12593>
- Gaies, B., & Nabi, M. S. (2021). Banking crises and economic growth in developing countries: Why privileging foreign direct investment over external debt?. *Bulletin of Economic Research*, 73(4), 736-761
- Greene, J., & Villanueva, D. (1991). Private investment in developing countries: an empirical analysis. *IMF Staff papers*, 38(1), 33-58
- Hansen, H., 2004. The impact of external aid and external debt on growth and investment. In: Addison, T., Hansen, H., Tarp, F., (eds) *Debt Relief for Poor Countries*. Studies in Development Economics. London: Palgrave Macmillan. pp. 134-157. https://doi.org/10.1057/9780230522329_7
- International Monetary Fund (a.n.d.). IMF DSA Glossary. Available from from

- https://courses.edx.org/c4x/IMFx/DSAx/asset/IMF_DSAX_Glossary.pdf.
- Kaliyeva, T.; Sembiyeva, L.; Zhagyparova, A.; Orozonova, A.; Tazhbenova, G.; Tulegenova, Z. 2020. Debt and investments: analysis of selected countries, *Entrepreneurship and Sustainability Issues* 8(2): 1267-1285. [https://doi.org/10.9770/jesi.2020.8.2\(75\)](https://doi.org/10.9770/jesi.2020.8.2(75))
- Kariuki, C. (2015). The determinants of foreign direct investment in the African Union. *Journal of Economics, Business and management*, 3(3), 346-351
- Khan, M., & Khan, S. A. (2011). Foreign Direct Investment and Economic Growth in Pakistan: A Sectoral Analysis. *PIDE working paper*: 67. Pakistan Institute of Development Economics
- Khrawish, H.A. and Sian, W.Z. (2010). Determinants of Foreign Direct Investment: Evidence from Jordan. *Journal of Business and Economic Horizons*, Vol. 1(1), pp. 67-75.
- Kiprotich, N. C. (2015). The Relationship between Public Debt and Foreign Direct Investments in Kenya.
- Krugman, P. (1988). Financing vs. forgiving a debt overhang. *NBER Working Paper Series*, No. 2486
- Mugambi, P. K., & Murunga, J. (2017). Effect of external debt service on foreign direct investment inflows in Kenya. *European Journal of Economics, Law and Politics*, 4(3), 1-13
- Muwando, S., & Nzou, A. (2024). Impact of external debt on foreign direct investments in Zimbabwe. *Journal of Business*, 9(01), 01-13
- Ngelechey, C. K. (2015). *The relationship between public debt and foreign direct investments in Kenya* (Doctoral dissertation, University of Nairobi).
- Oche, M. O., Mah, G., & Mongale, I. (2016). The effects of public debt on foreign direct investment in South Africa (1983-2013): an empirical

- analysis. *Risk Governance and Control: Financial Markets and Institutions*, 6(4), 448-456.
- Ostadi, H. and Ashja, S., (2014). The relationship between external debt and foreign direct investment in D-8 member countries (1995-2011). *Wallia Journal* 30(S3): pp. 18-22.
- Prah, G. J., & Ofori, C. 2022. EURASIAN JOURNAL OF ECONOMICS AND FINANCE. *Eurasian Journal of Economics and Finance*, 10(2), 54-67
- Rothgeb, J. M. (1986). Testing Alternative Conceptions of the Relationship between Direct Foreign Investment and External Debt in Poor Countries. *Comparative Political Studies*, 19(1), 130-176. <https://08113fuic-1106-y-https-doi>
- Senibi, V., Oduntan, E., Ayo, A., Makwal, I., & Eldad, M. (2017). Public Debt, Domestic Investment And Foreign Direct Investment In Nigeria: A Structural Var Approach (1981-2015). *International Journal of Innovative Research and Advanced Studies (IJIRAS)*, 4(6), 508-519
- Shiyalini, S. (2021). The Impact of Public Debt on Domestic Investment and Foreign Direct Investment in Sri Lanka. In *Proceedings of International Conference on Business Management* (Vol. 18)
- Shiyalini, S., & Suresh, K. (2022). The impact of public debt on domestic and foreign direct investments in developing market: An ARDL bounds testing approach. *Corporate Law & Governance Review*, 4(1), 8–18. <https://doi.org/10.22495/clgrv4i1p1>
- Tanna, S., Li, C., and De Vita, G., 2018. The role of external debt in the foreign direct investment–growth relationship. *International Journal of Finance & Economics*, 23(4), pp. 393-412. <https://doi.org/10.1002/ijfe.1628>

- Thilanka, H. R., & Ranjith, J. G. (2018). The impact of public debt on private investment: Sri Lanka experience. *International journal of business and Social Research* 8(8), 1–10.
- Tuffour, J. K., 2012. An analysis of the effect of external debt on crowding-out of private investment in Ghana. *Journal of Business Research*, 6(1-2), pp. 75-85.
- Udomkerdmongkol, M., Görg, H., & Morrissey, O. (2013). Domestic Investment, FDI and External Debt: An Empirical Investigation.
- Waweru, J.N. (2018). *The effect of public debt on foreign direct investments inflows in Kenya*. Master in Business Administration Degree Dissertation submitted in October 2018, University of Nairobi
- Were, M. (2001). The impact of external debt on economic growth and private investments in Kenya: An empirical assessment. *Kenya Institute for Public Policy Research and Analysis*.
- World Bank, World Development Indicators, online data. Available at: <https://databank.worldbank.org>.
- Zahra, A., Nasir, N., Rahman, S. U., & Idress, S. (2023). Impact of Exchange Rate, and Foreign Direct Investment on External Debt: Evidence from Pakistan Using ARDL Cointegration Approach. *IRASD Journal of Economics*, 5(1), 52-62