

تأثير التنمية المالية على تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر: دراسة تطبيقية على الاقتصاد المصري

إيناس فهمي حسين

أستاذ الاقتصاد المساعد، كلية التجارة وإدارة الأعمال، جامعة حلوان، مصر

Enasfahmy@commerce.helwan.edu.eg

The Impact of Financial Development on FDI Inflows: Empirical Study on Egyptian Economy

Enas Fahmy Hussein

Assistant Professor of Economics, Faculty of Commerce and Business Administration,
Helwan University, Egypt

Enasfahmy@commerce.helwan.edu.eg

DOI: 10.21608/ijppe.2025.367820.1137

URL: <http://doi.org/10.21608/ijppe.2025.367820.1137>

تاريخ استلام البحث: 15 مارس 2025، وتاريخ قبوله: 25 مايو 2025، وتاريخ نشره: 27 أكتوبر 2025

توثيق البحث: حسين، إيناس (2025). تأثير التنمية المالية على تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر: دراسة تطبيقية على الاقتصاد المصري. *المجلة الدولية للسياسات العامة في مصر*، 4(4)، 55 - 85.

تأثير التنمية المالية على تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر: دراسة تطبيقية على الاقتصاد المصري

المستخلص

تستهدف الدراسة تحديد مدى تأثير التنمية المالية على جذب تدفقات الاستثمارات الأجنبية المباشرة إلى الاقتصاد المصري خلال الفترة (1980-2023)، وذلك بالاعتماد على منهج اختبار الحدود لنموذج الانحدار الذاتي لفترات الإبطاء الموزعة (The Autoregressive Distributed Lag (ARDL)، والذي اشتمل على صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر الوافدة إلى الاقتصاد المصري كمتغير تابع، إلى جانب المؤشرات الفرعية للتنمية المالية، والتي تشمل مقياس تنمية المؤسسات المالية وتنمية الأسواق المالية كمتغيرات مفسرة، إلى جانب عدد من المتغيرات الحاكمة المحددة لتدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر FDI. وتوصلت الدراسة إلى أن المتغيرات المفسرة المدرجة في النموذج تفسر معاً 77% من التغيرات في تدفقات FDI الوافدة إلى الاقتصاد المصري. كما توصلت إلى أن تنمية المؤسسات المالية في الاقتصاد المصري تؤثر تأثيراً معنوياً سالباً على جذب المزيد من الاستثمارات الأجنبية المباشرة الوافدة في الأجل القصير، حيث إن زيادة المؤشر بوحدة واحدة يؤدي إلى انخفاض نسبة FDI إلى الناتج بحوالي 0.28. في حين يتحول التأثير إلى معنوي موجب في الأجل الطويل، حيث إن زيادة المؤشر بوحدة واحدة تؤدي إلى زيادة نسبة FDI إلى الناتج المحلي الإجمالي بحوالي 0.37؛ مما يشير إلى أن الأثر السلبي للمنافسة أكبر من التأثير الإيجابي للوصول إلى التمويل الخارجي في الأجل القصير، والعكس صحيح في الأجل الطويل. وتؤثر تنمية الأسواق المالية في الاقتصاد المصري تأثيراً موجباً على جذب المزيد من الاستثمارات الأجنبية المباشرة الوافدة في كلا الأجلين القصير والطويل، حيث إن زيادة المؤشر بوحدة واحدة يؤدي إلى زيادة نسبة FDI إلى الناتج المحلي الإجمالي بنحو 0.09 في الأجل القصير وبحوالي 0.13 في الأجل الطويل. ونخلص من ذلك إلى ضرورة تنمية أسواق المال والمؤسسات المالية من خلال بناء بنية مؤسسية، مثل: بيئة إشرافية فعّالة، ولوائح فعّالة ونظام قانوني، وتوفير مناخ استثماري ملائم للمستثمرين الأجانب، مع مزيد من الانفتاح في سياسات التجارة وتخفيف القيود المفروضة على دخول وخروج تدفقات رأس المال الأجنبي.

الكلمات الدالة: التنمية المالية، الاستثمار الأجنبي المباشر، نموذج الانحدار الذاتي لفترات الإبطاء

الموزعة ARDL، الاقتصاد المصري

المقدمة

يُعد الاستثمار الأجنبي المباشر (FDI) ركيزة أساسية للتنمية الاقتصادية، حيث يُعزز تراكم رأس المال والابتكار التكنولوجي. ويعتمد تأثير الاستثمار الأجنبي المباشر في التنمية على القدرة الاستيعابية للدولة المضيفة، والتي بدورها قد تعتمد على مستوى التنمية المالية، بما تتضمنه من أبعاد متعددة من تعميق أسواق النقد ورأس المال، وتوافر التمويل من خلال المصادر التقليدية وغير التقليدية، مثل: رأس المال المخاطر، وسوق الأسهم، والموقف القوي للبنوك التجارية ووجود وانتشار ضوابط رأس المال والعملات الأجنبية، والتي تؤثر جميعها في معدلات الادخار وقرارات الاستثمار وفي قدرة الدول على جذب النمط الأمثل للاستثمار الأجنبي المباشر (Ang, 2010).

وبالنظر إلى الاضطرابات الأخيرة في النظام المالي للعديد من الاقتصادات المتقدمة والناشئة، فإن تحسين جودة المؤسسات والأسواق المالية لجذب تدفقات رأس المال الأجنبي يشكل تحديًا كبيرًا. وقد أدى هذا المسار الفكري إلى ظهور دراسات تطبيقية متزايدة لتحديد التأثير الكمي للتنمية المالية في الدولة المضيفة على تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر (Pham Et al., 2022).

وقد حاولت الأدبيات النظرية والتطبيقية السابقة البحث في العلاقة المحتملة بين التنمية المالية وتدفقات FDI وتوصل بعضها إلى وجود علاقة ثنائية الاتجاه وموجبة بين التنمية المالية وتدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر في الدول المضيفة (Agbloyor et al, 2013; Hajilee & Al Nasser, 2015; Sahin & Ege, 2015; Otchere et al., 2016; Pradhan et al., 2017; Pham et al., 2022).

كما توصلت دراسات أخرى إلى وجود علاقة سلبية ثنائية الاتجاه وموجبة بين الاستثمار الأجنبي المباشر وأحد جوانب التنمية المالية وضعف أو سلبية العلاقة مع بعض الجوانب الأخرى (Zakaria, 2007; Soumare & Tchana, 2015).

وركزت بعض الدراسات على الأثر أحادي الاتجاه من التنمية المالية إلى الاستثمار الأجنبي المباشر وتوصلت إلى وجود تأثير موجب (Al Nasser & Gomez, 2009; Shah, 2016; Blundell-Wignall & Roulet, 2017; Desbordes & Wei, 2017; Bayar & Gavrilitea, 2018; Nkoa, 2018) وتوصل البعض الآخر إلى وجود تأثير سالب بعد حد معين من التنمية المالية أو على المدى الطويل (Dutta & Roy, 2011; Nwosa and Emma-Ebere, 2017).

كما توصلت دراسات أخرى إلى نتائج مختلطة نتيجة استخدامهما لمؤشرات فرعية متعددة للتنمية المالية (Kaur et al., 2013; Karahan-Dursun, 2020; Gholizadeh et al., 2020; Nguyen et Al., 2023).

وعلى صعيد الاقتصاد المصري، فقد شهد وفقاً لتقارير البنك المركزي تحسن مؤشرات السلامة المالية ورفع مستوى أداء الجهاز المصرفي وتحديثه وتطويره، كما أن مؤشر التنمية المالية في مصر ارتفع على مدى العقدين الماضيين، حيث ارتفع من 0.19 في عام 1980 إلى 0.22 عام 1990 ثم 0.30 في عام 2000، وبعد عدد من التقلبات بلغ ذروته عند 0.43 في عام 2008. وبعد سلسلة من الانخفاضات نتيجة الأزمة المالية العالمية عاد المؤشر للارتفاع ليصل إلى 0.31 عام 2021، واتخذ مؤشر تطوير السوق المالي نفس اتجاه مؤشر التنمية المالية

(IMF, 2023). وقد واكب ذلك تصدر الاقتصاد المصري دول المنطقة العربية كأكبر مستقبل للمشروعات من حيث التكلفة الاستثمارية وعدد الوظائف المستحدثة بقيمة تجاوزت 40 مليار دولار مثلت 22.1% من إجمالي تكلفة المشروعات في المنطقة العربية، وحلت في المرتبة الثالثة من حيث عدد المشروعات بـ 131 مشروعاً مثلت 5.6% من الإجمالي (المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، 2024)، مما يثير التساؤلات حول مدى تأثير التنمية المالية كأحد محددات جذب الاستثمارات الأجنبية المباشرة إلى الاقتصاد المصري.

وعلى ذلك، تتلخص مشكلة الدراسة في الإجابة على تساؤل رئيسي: إلى أي مدى تساهم التنمية المالية ببعديها الرئيسيين تنمية المؤسسات المالية وتنمية الأسواق المالية في زيادة تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الاقتصاد المصري.

ومن ثم، تحاول الدراسة اختبار فرضية رئيسية مؤداها:

"تؤثر التنمية المالية تأثيراً موجباً على جذب تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الاقتصاد المصري"

وبالتالي، فإن الهدف الأساسي للدراسة هو قياس تأثير التنمية المالية ببعديها الرئيسيين -تنمية المؤسسات المالية وتنمية الأسواق المالية- على نسبة صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الناتج المحلي الإجمالي خلال الفترة (1980-2023)، وهي الفترة السابقة واللاحقة لبرامج الإصلاح الاقتصادي في مصر، كما تغطي كامل الفترة للبيانات المتوفرة من قاعدة بيانات صندوق النقد الدولي لمؤشرات التنمية المالية وقاعدة بيانات البنك الدولي لبقية متغيرات الدراسة، وذلك بالاعتماد على منهج اختبار الحدود The Bounds Testing Approach لنموذج الانحدار الذاتي ذي فترات الإبطاء الموزعة The Autoregressive Distributed Lag (ARDL). كما تعتمد الدراسة على الأسلوب الوصفي في تفسير العلاقة بين المتغيرات وتحليل الاتجاه العام للمؤشرات المعبرة عن أهم متغيرات الدراسة في الاقتصاد المصري.

وعلى الرغم من تزايد الدراسات التي تتناول العلاقة بين التنمية المالية والاستثمار الأجنبي المباشر فإن هناك ندرة في الدراسات الحديثة التي ركزت على الاقتصاد المصري، كما ركزت الدراسات السابقة على رسملة سوق الأسهم إلى الناتج المحلي الإجمالي أو نسبة الائتمان الخاص إلى الناتج المحلي الإجمالي. وقد لا تعكس تلك المؤشرات التقريبية المستخدمة سابقاً صورة دقيقة للتنمية المالية.

وتكمن هنا أهمية الدراسة في التركيز على الاقتصاد المصري والتميز بين الآثار طويلة وقصيرة الأجل، كما تميز الدراسة بين تأثير تنمية المؤسسات المالية وتأثير تنمية الأسواق المالية، وذلك بالاعتماد على مؤشر التنمية المالية الذي وضعه صندوق النقد الدولي. ويغطي هذا المؤشر الأبعاد المتعددة للتنمية المالية، أي السوق المالي والمؤسسات المالية. ويغطي كلا منها العمق المالي، والوصول إلى الخدمات، وكفاءة الأسواق والمؤسسات المالية (Svirydzenka, 2016).

وتنقسم الدراسة إلى أربعة أجزاء رئيسية بالإضافة إلى المقدمة والخاتمة والسياسات المقترحة. ويتناول الجزء الأول العلاقة بين الاستثمار الأجنبي المباشر والتنمية المالية في الأدبيات النظرية والتطبيقية، ويهتم الجزء الثاني بتحليل الاستثمار الأجنبي المباشر في الاقتصاد المصري من حيث الحجم والهيكل القطاعي. بينما يتضمن الجزء

الثالث تحليل التطور المالي في الاقتصاد المصري. في حين يتناول الجزء الرابع تقدير التأثير الكمي للتنمية المالية في الاقتصاد المصري على جذب الاستثمارات الأجنبية المباشرة، وذلك من خلال تحديد النموذج القياسي المستخدم، وتوصيف متغيرات الدراسة ومصادر البيانات وعرض نتائج القياس. وأخيرا الخاتمة والتوصيات.

العلاقة بين الاستثمار الأجنبي المباشر والتنمية المالية في الأدبيات النظرية والتطبيقية

يؤثر النظام المالي للدولة المضيفة ووظائفه بشكل كبير على قرارات الشركات متعددة الجنسيات، والتي وإن كانت لا تعتمد في المقام الأول على الوسطاء الماليين المحليين في استثماراتها، فإنها تتأثر بالظروف المالية المحلية، والتي تؤثر بالتالي على قرارات استثمارها (Dellis, 2018). فقد يؤدي نمو القطاع المالي إلى زيادة حجم السوق المحلي وتشجيع الاستثمار الأجنبي المباشر، كما أن قوة الأسواق المالية داخل الدولة المضيفة قد تشجع المزيد من تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر من خلال تعزيز الروابط بين الشركات الدولية والمحلية (Haseeb et al., 2019).

ويمكن الإشارة في هذا الجزء من الدراسة لأهم أدبيات التأسيس النظري للعلاقة بين تنمية القطاع المالي وتدفقات FDI، إلى جانب أهم ما توصلت إليه الدراسات التطبيقية السابقة من نتائج في هذا الشأن.

التأسيس النظري

يُعرّف المنتدى الاقتصادي العالمي التنمية المالية في تقرير التنمية المالية لعام 2012 بأنها "العوامل والسياسات والمؤسسات التي تؤدي إلى الوساطة المالية والأسواق الفعالة، فضلا عن الوصول العميق والواسع إلى رأس المال والخدمات المالية". وأشار (Schmitz, 2011) إلى أن التنمية المالية تتكون من مفهومين أساسيين، هما تحرير مالي وتعميق مالي، حيث إن "التحرير المالي" يشير إلى انخفاض درجة تدخل الحكومة، وبالتالي نظام مالي أكثر استناداً إلى السوق. ومن ناحية أخرى، يشير التعميق المالي إلى الزيادة في أحجام الأسواق (مثل الزيادات في القيمة السوقية والسيولة).

وتؤثر التنمية المالية على الاستثمار الأجنبي المباشر من خلال قنوات متعددة، تشمل كفاءة التخصيص، وخفض تكاليف المعاملات، وعقود الإنفاذ، والسيولة (Khan & Khan, 2019).

فالأنظمة المالية المتطورة يمكن أن تلعب دورا حاسما في السماح باعتماد تكنولوجيات أفضل لتعبئة الموارد بفعالية للمشروعات (Levine, 1997; Kinda, 2009; Abzari et al., 2011)؛ مما يشير إلى أن غياب الأنظمة المالية المتطورة يعني صعوبة الوصول إلى التمويل الخارجي، فتضطر الشركات ذات التمويل الذاتي المحدود إلى التخلي عن فرص الاستثمار المربحة التي تتطلب تكاليف ثابتة ومتغيرة كبيرة يتم تحملها في وقت مبكر من دورة الإنتاج وما يترتب عليه من انخفاض الاستثمارات (Desbordes & Wei, 2017). وقد أشارت الأدبيات بالإضافة لما سبق إلى أن البنوك تقوم بتعبئة المدخرات وتخصيصها للمشروعات الأكثر إنتاجية والإشراف على استخدام الأموال لتحقيق الأرباح وسداد القروض. ويساعد تطور النظام المصرفي المستثمرين على تقليل العمليات غير الضرورية المكلفة وتوجيه الموارد مباشرة إلى أنشطة الاستثمار ذات الربحية العالية وتوفير آليات لتنويع المخاطر، وهذا يتيح

لكل من الشركات المحلية والأجنبية زيادة الوصول إلى الأموال الخارجية بتكلفة أقل. كما يجذب النظام المصرفي المتطور الاستثمار الأجنبي المباشر من حيث المعاملات الأسرع وخدمات الصرف الأجنبي التنافسية (Bartels et al., 2009; Agbloyor et al., 2013; Pham et al., 2022).

وتزيد التنمية المالية من الاستثمارات الأجنبية ليس فقط بسبب تحسن وصول الشركات إلى رأس المال، وإنما أيضا بسبب توفير معلومات حول مخاطر السوق المحلي من خلال المؤسسات والأسواق المالية؛ مما يوفر مصداقية أكبر للمعلومات حول الأرباح المحتملة في الدولة. لذلك، تحفز التنمية المالية دخول مستثمرين أجانب جدد في السوق المحلي. كما تمثل الإصلاحات في القطاع المالي جزءًا من عملية الإصلاح الشاملة للاقتصاد المضيف، وبالتالي زيادة إمكانية استثمار الشركات متعددة الجنسيات (Dellis, 2018).

ووجود سوق الأسهم المتطورة يزيد من سيولة الشركات المدرجة ويمكن أن تقلل من تكلفة رأس المال للشركات متعددة الجنسيات؛ مما يجعل الدولة جاذبة لتدفقات رأس المال الدولية. كما أن وجود قيود على تحركات رأس المال يمكن أن يعوق إعادة تحويل الأرباح المحققة بواسطة الشركات متعددة الجنسيات، وبالتالي من المرجح أن يتم تحويل تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الاقتصادات ذات القيود الدنيا أو المعدومة (Desai et al., 2006).

ولكن في ظل سوق أسهم غير فعال بسبب ضعف المؤسسات واللوائح، والتقلبات العالية، والمعلومات غير المتماثلة، والأنشطة المضاربة، لا تقوم الشركات الأجنبية بإدراج أسهمها في مثل هذه الأسواق المالية، حيث إنها قد تحصل على قيمة أقل لسعر سهمها ولا يمكنها جمع رأس المال اللازم أو استرداد استثماراتها. لذلك، لا يمكن لسوق الأسهم غير الفعال أن يعمل كقناة موثوقة بها لتشجيع الشركات الأجنبية على الاستثمار في الدول المستقبلية (Agbloyor et al., 2013).

وتميل الشركات الأجنبية إلى إدراج أسهمها في البورصة، حيث إنها لا تريد رأس المال فحسب، بل تقدم أيضًا اسم علامتها التجارية إلى السوق المحلي. ويعتبر وجود مستثمرين أجانب يعملون في دول ذات نظام مالي متطور مؤشرا لبيئة أعمال جيدة وسوق جيد مع إمكانية أكبر للوصول إلى منتجات وخدمات مالية متنوعة لتمويل ودعم أنشطة الاستثمار (Otchere et al., 2016).

وأشارت بعض الأدبيات النظرية إلى تنوع آثار التنمية المالية ما بين آثار موجبة وأخرى سلبية بشكل مباشر أو بشكل غير مباشر على تدفقات الاستثمارات الأجنبية المباشرة. حيث إن التقدم في مجال التنمية المالية في الدول المستقبلية يؤدي إلى إتاحة المزيد من رأس المال الخارجي للمستثمرين الأجانب (تأثير الوصول إلى التمويل الخارجي المصاحب للاستثمار الأجنبي المباشر (FDI-specific access to external finance effect)، وهذا التأثير يعني أن وجود شركات أجنبية تستثمر بشكل مباشر في اقتصاد دولة، وهو ما يمكن أن يسهل أو يحسن وصول هذه الشركات إلى مصادر التمويل الخارجية الموجودة في هذه الدولة إذا كانت تمتلك نظاما ماليا متطورا نتيجة لتمكنها من الوصول لشبكات التمويل الدولية، وإلى جانب زيادة الثقة بها لامتلاكها استثمارات أجنبية فإنها تتمتع بمزيد من تخفيف القيود التنظيمية والإدارية والقانونية على الاقتراض، مما يمثل حافزا لجذب المزيد من تدفقات الاستثمارات الأجنبية المباشرة (Desbordes & Wei, 2017).

وبشكل غير مباشر، قد تؤدي التنمية المالية في الدولة المضيفة إلى دخول وتوسع المزيد من الشركات المحلية، مما يؤدي إلى زيادة شدة المنافسة المحلية ويقلل من أرباح الشركات الأجنبية في نفس الصناعات. كما يمكن للمنافسين المحليين للشركات متعددة الجنسيات (MNE) جمع الأموال من الأسواق المالية المحلية والحد من الاعتماد على التمويل الأجنبي، وهذا يزيد من احتمال وجود منافسة محلية أكثر حدة (تأثير المنافسة العام general competition effect)، وبناء عليه قد تؤثر التنمية المالية سلباً على الاستثمار الأجنبي المباشر الوارد (Bilir et al. 2013; Desbordes & Wei, 2017; Phamet al., 2022).

مما يعني أن الأثر النهائي للتقدم في مجال التنمية المالية في الدول المستقبلية قد يؤدي إلى إعاقة أو جذب الاستثمار الأجنبي المباشر.

استعراض أهم نتائج الدراسات التطبيقية

ركزت أغلب الدراسات على تأثير الاستثمار الأجنبي المباشر على النمو الاقتصادي وتأثير التنمية المالية على النمو الاقتصادي أو دور التنمية المالية كمتغير وسيط في تأثير الاستثمار الأجنبي المباشر على النمو الاقتصادي. ولم يول الباحثون اهتماماً كافياً للعلاقة المباشرة بين الاستثمار الأجنبي المباشر والتنمية المالية. وقد انقسمت الدراسات التطبيقية المتوفرة في هذا الشأن إلى دراسات بحثت العلاقة ثنائية الاتجاه بين التنمية المالية أو أحد جوانبها وتدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر في الدول المضيفة، ودراسات ركزت على الأثر أحادي الاتجاه من التنمية المالية إلى الاستثمار الأجنبي المباشر.

دراسات بحثت العلاقة ثنائية الاتجاه بين التنمية المالية أو أحد جوانبها وتدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر في الدول المضيفة

تشير عدة دراسات إلى وجود علاقة ثنائية الاتجاه بين المتغيرين، حيث إن النظام المالي المتطور يمكن أن يجذب الاستثمار الأجنبي المباشر، كما أن زيادة تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر للداخل تؤدي إلى نظام مالي أكثر تطوراً، إلا أن بعض الدراسات توصلت إلى وجود تأثير واضح للأسواق المالية وعدم معنوية تأثير القطاع المصرفي.

كما أكدت الدراسات على علاقة سببية ثنائية الاتجاه بين تدفقات رأس المال وتحرير سوق الأسهم، بمعنى أن تحرير سوق الأسهم يؤدي إلى جذب تدفقات رأس المال الأجنبي، مما يؤدي بدوره إلى خفض معدل العائد الخالي من المخاطر وخفض تكلفة رأس المال. كما تتخفض تكلفة الإقراض، حيث يتم تقاسم جزء من المخاطر مع المستثمرين الأجانب، وبالتالي تخفيف علاوة المخاطر، وهو ما يفسر ما يسميه Campos & Kinoshita (2008) "لغز التمويل" "Paradox of Finance"؛ وهي حقيقة أنه على الرغم من عدم قيد الشركات متعددة الجنسيات مالياً في البلد المضيف، فإن الشركات التابعة لها لديها تفاعلات كبيرة مع النظام المالي المحلي الخاص بذلك البلد (Nguyen et al. (2023).

ومن الدراسات التي تناولت علاقة السببية دراسة (Agbloyor et al. (2013)، والتي قامت باختبار علاقة السببية بين التنمية المالية والاستثمار الأجنبي المباشر في 42 دولة إفريقية باستخدام مؤشرات تتعلق بالقطاع

المصرفي مثل حجم الائتمان الممنوح من البنوك للفترة (1970-2007)، وتم القياس باستخدام مؤشرات القطاع المصرفي ومؤشرات سوق الأسهم معاً ولكن في 16 دولة فقط من 42 دولة إفريقية، والتي بها سوق للأسهم للفترة (1990-2007). وباستخدام منهجية بيانات السلاسل الزمنية للبيانات المقطعية panel data واستخدام طريقة المربعات الصغرى ذات المرحلتين (2SLS)، توصلت الدراسة أيضاً لوجود علاقة سببية ثنائية الاتجاه بين التنمية المالية والاستثمار الأجنبي المباشر.

وكذلك توصلت دراسة (Hajilee & Al Nasser 2015) إلى وجود علاقة ثنائية الاتجاه موجبة بين النظم المالية وتدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر الداخل بالتطبيق على دول أمريكا اللاتينية؛ حيث إن تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر الداخل حافز للإصلاحات المالية نحو أسواق مالية أقوى، كما تسهل أسواق المال المتقدمة للمستثمرين الأجانب من خلال الخدمات المالية المتاحة وتقلل من تكلفة رأس المال، وبالتالي تشجع على المزيد من الاستثمارات الأجنبية المباشرة.

واعتمدت دراسة (Soumare & Tchana 2015) على بيانات السلاسل الزمنية للبيانات المقطعية panel data في 29 اقتصاداً ناشئاً خلال الفترة (1994 - 2015) لبحث العلاقة بين الاستثمار الأجنبي المباشر والتنمية المالية (المقاسة من خلال حجم البنوك والأسواق المالية معاً). وأظهرت نتائج اختبار Granger للسببية وجود علاقة سببية بين المتغيرين. وبالاعتماد على طريقة المربعات الصغرى ذات المرحلتين 2SLS توصلت الدراسة إلى أن تطوير سوق الأسهم مكّن الاقتصادات المضيفة من جذب المزيد من الاستثمار الأجنبي المباشر. كما أن المزيد من تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر حفز تطويراً أعلى لأسواق الأسهم، إلا أن العلاقة بين التنمية المصرفية والاستثمار الأجنبي المباشر في الدراسة غير محددة.

ودرس (Otchere et al. 2016) العلاقة بين تنمية الأسواق المالية والاستثمار الأجنبي المباشر الوارد للدول الإفريقية للفترة (1996 - 2009) وتوصلت الدراسة إلى أن الاستثمار الأجنبي المباشر الوارد عزز سيولة الأسواق المالية الإفريقية وشفافيتها وعمقها. وتعمل الأسواق المالية الأكثر تطوراً على تحسين تخصيص الاستثمار الأجنبي المباشر الوارد لقطاعات أكثر إنتاجية، مما يؤدي إلى المزيد من الأرباح للمستثمرين الأجانب، وهذا بدوره يجذب المزيد من الاستثمار الأجنبي المباشر.

وفي دراسة (Pradhan et al. 2017) تم بحث العلاقات بين الاستثمار الأجنبي المباشر والتنمية المالية وانفتاح التجارة والنمو الاقتصادي في 19 اقتصاداً من منطقة اليورو خلال الفترة (1988 - 2013). وخلص الباحثون إلى أن الاستثمار الأجنبي المباشر وانفتاح التجارة حفزا التنمية المالية (مقاسة بحجم البنوك والأسواق المالية) والنمو الاقتصادي في الاقتصادات المضيفة. وبالمثل، ساعدت التحسينات في الأسواق المالية وانفتاح التجارة والنمو الاقتصادي الاقتصادات المضيفة على جذب الاستثمار الأجنبي المباشر.

وقامت دراسة (Phamet al. 2022) باختبار العلاقة السببية بين الاستثمار الأجنبي المباشر والتنمية المالية المقاسة من خلال المؤشرات المتعلقة بأداء البنوك والأسواق المالية في 30 دولة آسيوية نامية خلال الفترة (1986-2019)، وذلك بالاعتماد على نموذج ثنائي المتغيرات وإجراء اختبار Granger للسببية العكسية بين المتغيرين، كما تم استخدام نماذج متعددة المتغيرات وبالاعتماد على الطريقة المعممة للعزوم (GMM) لتحديد كيف يؤثر

كل عامل على الآخر. وأظهرت نتائج اختبار Granger وجود ارتباط ثنائي الاتجاه بين الاستثمار الأجنبي المباشر والتنمية المالية. وأظهرت الدراسة أن المزيد من التنمية المالية يجذب المزيد من الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الدول المضيفة. وبالمثل، استفادت الأسواق المالية المحلية من الاستثمار الأجنبي المباشر من خلال تحسين تعبئة رأس المال والخدمات والمنتجات المالية لتكثيف النشاط الاقتصادي؛ مما يشير إلى ضرورة تحسين بيئة البنوك المحلية وأسواق الأسهم مع وجود قاعدة مؤسسية قوية لتعزيز ثقة المستثمرين الأجانب وتوفير حوافز لزيادة الاستثمارات عبر الحدود في الاقتصادات المضيفة.

وتوصلت دراسة (Sahin & Ege (2015)، بالتطبيق على أربع دول (اليونان وتركيا ومقدونيا وبلغاريا) للفترة الزمنية (1996-2012) وباستخدام اختبار السببية؛ إلى نتائج مختلفة عبر الدول باختلاف مؤشرات التنمية المالية المستخدمة، فالعلاقة من الاستثمار الأجنبي المباشر إلى التنمية المالية في ثلاث دول (اليونان وتركيا وبلغاريا). في حين أن تركيا فقط لديها علاقة سببية ثنائية بين التنمية المالية والاستثمار الأجنبي المباشر.

دراسات ركزت على الأثر أحادي الاتجاه من التنمية المالية إلى الاستثمار الأجنبي المباشر

توصلت بعض هذه الدراسات لوجود تأثير معنوي وموجب للتنمية المالية بالاعتماد على مؤشرات تقريبية مختلفة، ومنها:

دراسة (Shah (2016) توصلت إلى أن التنمية المالية لها تأثير كبير على الاستثمار الأجنبي المباشر في 10 دول من دول منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، ومن بينها مصر، وذلك باستخدام طريقة الآثار العشوائية لتقدير البيانات المقطعية للسلاسل الزمنية للفترة (1988-2015)، واستخدمت الدراسة ستة مؤشرات فرعية للتنمية المالية في كل من الجهاز المصرفي وسوق المال، وهي عدد الشركات المدرجة في سوق الأسهم، والقيمة السوقية للشركات المدرجة، والمعروض النقدي بمفهومه الأوسع، ونسبة الائتمان المحلي الممنوح من القطاع البنكي، ونسبة الائتمان المحلي الموجه للقطاع الخاص، والمؤشر السادس هو متوسط المؤشرات السابقة.

ودرس (Desbordes & Wei (2017) تأثير التنمية المالية في دولة المصدر Source Financial Development (SFD) وفي دولة المقصد Distance Financial Development (DFD) على تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر الداخل. واستخدم الباحثان بيانات 83 دولة كمصدر لعدد 3919 شركة أم و125 دولة كمقصد لعدد 13 قطاعاً تصنعياً خلال الفترة (2003-2006). وأشارت النتائج إلى أن SFD و DFD حفزتا الاستثمار الأجنبي المباشر في المشروعات الجديدة والتوسعية وعمليات الدمج والاستحواذ (M&A)، كما عززت التنمية المالية الاستثمار الأجنبي المباشر الداخل من خلال تحسين الوصول إلى موارد التمويل بشكل مباشر ودعم النشاط التصنيعي بشكل غير مباشر.

وقام (Blundell-Wignall & Roulet (2017) بتقدير نموذج الجاذبية لـ 54 دولة للفترة (1997 - 2012) لتحديد المحددات المالية لتدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر الثنائي. وتم استخدام المؤشر the Chinn-Ito index المقترح من قبل (Chinn & Ito (2008) ليعكس تحرير القطاع المالي الذي تشير فيه القيم العالية إلى انخفاض القيود وكبح أقل للنظام المالي، بالإضافة لعدد من المؤشرات التي تعكس الحجم والمسافة والفساد والانفتاح

التجاري. وتوصلت الدراسة إلى نتائج تشير إلى الدور الحاسم لانفتاح القطاع المالي في الدولة المضيفة في تحفيز تدفقات رأس المال ثنائي الاتجاه بين الدول محل الدراسة.

وكذلك دراسة (Bayar & Gavriletea (2018) توصلت إلى أن التنمية المالية لها تأثير كبير على تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر في 11 دولة من دول الاتحاد الأوروبي الوسطى والشرقية للفترة (1996-2015).

وحاولت دراسة (Nkoa (2018) تحديد أهم العوامل المؤثرة على تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر في 52 دولة إفريقية خلال الفترة (1995-2015) بالاعتماد على الطريقة المعممة للعزوم GMM. وأظهر الباحث أن التنمية المالية، المقاسة بالبنوك والأسواق المالية، لعبت دوراً رئيسياً في جذب الاستثمار الأجنبي المباشر. ويمكن للتنمية المالية أن تسهل على الشركات المحلية والأجنبية الحصول على المنتجات والخدمات المالية الدولية (مثل خدمات الصرف الأجنبي ونظام دفع رواتب العمال والسحب على المكشوف وتأمين الودائع) لاستثماراتها في الدول المضيفة.

كما أشارت بعض الدراسات إلى انعدام التأثير أو وجود تأثير سالب للتنمية المالية أو بعض أبعادها على تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر، فقد أوضحت دراسة (Dutta & Roy (2011 وباستخدام بيانات مقطعية للسلاسل الزمنية panel data تضم 97 دولة للفترة (1984-2003)، أن التنمية المالية تؤدي إلى زيادة تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر حتى مستوى معين من التنمية المالية. وبعد ذلك، يصبح تأثير التنمية المالية على الاستثمار الأجنبي المباشر سلبياً.

وتوصلت دراسة (Kaur et al. (2013 لدول البريكس (البرازيل وروسيا والهند والصين)، وبالاعتماد على بيانات مقطعية للسلاسل الزمنية panel data للفترة (1991-2010)، وباستخدام طريقة التأثيرات الثابتة والعشوائية في التقدير، إلى أن رأس مال السوق وحجم القطاع المصرفي (مقاساً بالخصوم السائلة) كانا مرتبطين ارتباطاً إيجابياً بتدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر الداخل. إلا أن الائتمان المصرفي أعاق الاستثمار الأجنبي المباشر في دول البريكس، وذلك لأن توافر المزيد من الائتمان المصرفي يميل إلى جعل تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر موارد مالية أقل جاذبية للاقتصاد المحلي، حيث يمكن للدولة تنفيذ استثماراتها المحلية بتمويل من الائتمان المصرفي بدلاً من التدفقات الوافدة من الاستثمار الأجنبي المباشر.

وتوصلت دراسة (Nwosa & Emma-Ebere (2017 إلى وجود علاقة سلبية بين التنمية المالية والاستثمار الأجنبي المباشر على المدى الطويل، بينما توجد علاقة إيجابية على المدى القصير بالتطبيق على دولة نيجيريا، وذلك للفترة (1980-2015) بالاعتماد على منهجية التكامل المشترك باستخدام نموذج متجه تصحيح الخطأ Vector Error Correction Model (VECM).

واستهدفت دراسة (Karahana-Dursun (2020 اختبار آثار التنمية المالية على تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر إلى تركيا خلال الفترة (1990-2017) باستخدام مؤشرات التنمية المالية الخاصة بكل من القطاع المصرفي (سوق الائتمان) وسوق الأسهم، وبالاعتماد على اختبار الحدود للتحقق من وجود علاقة التكامل المشترك بين المتغيرين. وأشارت النتائج إلى وجود علاقة التكامل المشترك بين الاستثمار الأجنبي المباشر وجميع مؤشرات التنمية المالية المستخدمة. وبتطبيق منهجية Kalman-Filter لتحديد الآثار المتغيرة مع الوقت للتنمية المالية

على الاستثمار الأجنبي المباشر. وتشير النتائج إلى أن الأزمة المالية العالمية أثرت على العلاقة الديناميكية بين التنمية المالية والاستثمار الأجنبي المباشر. وعلى وجه التحديد، تتناقص الآثار الإيجابية لنسبة الانتماء على الاستثمار الأجنبي المباشر خلال الفترة 2008-2017، بينما ازدادت الآثار الإيجابية لنسبة القيمة السوقية للأوراق المالية $\text{the stock market capitalization ratio}$ على الاستثمار الأجنبي المباشر بعد الأزمة المالية العالمية. ومن ناحية أخرى، تؤثر نسبة القروض المتعثرة سلباً على تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر، وأصبح هذا التأثير السلبي أكثر استقراراً بعد الأزمة المالية العالمية. كما تشير النتائج إلى أن تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر كانت أكثر استجابة لتنمية سوق الأوراق المالية وجودة أصول القطاع المصرفي بعد الأزمة المالية العالمية.

وقامت دراسة (Gholizadeh et al. (2020 باختبار تأثير مؤشرات التنمية المالية، والتي تم تجميعها في مجموعتين (مجموعة مؤشرات الأسواق المالية ومجموعة مؤشرات المؤسسات المالية) على معدل استقادة الدولة المضيفة من الاستثمار الأجنبي المباشر. وقد تم تقييم تأثيرات هذه المؤشرات بالاعتماد على نموذج السلاسل الزمنية للبيانات المقطعية لـ 11 دولة تشمل (السعودية، الأرجنتين، السويد، بولندا، بلجيكا، إيران، تايلاند، نيجيريا، النمسا، النرويج، وفنزويلا) في الفترة من (1990-2014). وقد أظهرت النتائج أنه عندما تزيد مؤشرات عمق وكفاءة المؤسسات المالية (Financial Institutions efficiency, Financial Institutions depth)، ومؤشر عمق الأسواق المالية (Financial Markets depth)، والنتائج المحلي الإجمالي ودورة رأس المال، ويزداد الاستثمار الأجنبي المباشر، وعندما يزيد مؤشر الوصول إلى المؤسسات المالية (Financial Institutions access)، ومؤشر الوصول إلى الأسواق المالية (Financial Markets access)، ومؤشر كفاءة الأسواق المالية (Financial Markets efficiency)، ينخفض الاستثمار الأجنبي المباشر.

وقامت دراسة (Nguyen et al. (2023 باختبار تأثير الأبعاد المختلفة للتنمية المالية على تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر في فيتنام بالاعتماد على بيانات ربع سنوية من عام 1996 إلى عام 2021، وبالاعتماد على ستة مؤشرات تمثل Financial Development، وهي الوصول للمؤسسات المالية (FA) وعمق المؤسسات المالية (FID) وكفاءة المؤسسات المالية (FIE) والوصول للأسواق المالية (FMA) وكفاءة السوق المالي (FME) والقروض المحلية للقطاع الخاص للفترة المذكورة. وتوصلت الدراسة إلى أنه عندما يزداد FA و FE و FEM، يزداد تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر إلى فيتنام، وفي حين أن FDE و FM يقللان من تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر، فإن تأثير DLP غير واضح، وأشارت الدراسة إلى أن مؤشر التنمية المالية المختار له تأثير كبير على جذب التدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر.

ويتضح من عرض الدراسات التطبيقية السابقة اختلاف النتائج باختلاف الدول واختلاف مؤشرات التنمية المالية المستخدمة سواء جزئية تعكس التطور في بعد واحد من أبعاد تطور المؤسسات المالية أو الأسواق المالية أو كليهما أو شاملة لكافة تلك الأبعاد. وعلى ذلك تحاول الدراسة الحالية بحث وتقدير الأثر في الاقتصاد المصري، والذي لم تتناوله دراسات سابقة سوى دراسة واحدة -سبق الإشارة إليها- وذلك ضمن مجموعة من الدول، إلا أنها اعتمدت على مؤشرات فرعية لا تعكس كل أبعاد التنمية المالية.

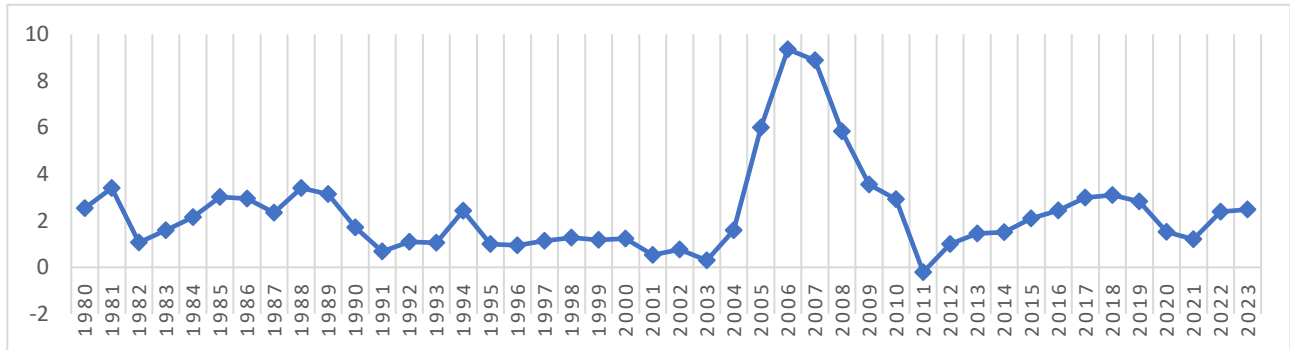
الاستثمار الأجنبي المباشر في مصر: الحجم والهيكل القطاعي

شهد الاقتصاد المصري نتيجة لانتهاج سياسة الانفتاح زيادة تدفق الاستثمارات الأجنبية المباشرة، والتي بلغت عام 1981 حوالي 3.4% من الناتج المحلي الإجمالي كما يتضح من الشكل رقم (1)، إلا أن الاقتصاد المصري ظل موجهًا للداخل وتراجعت معدلات النمو والاستثمار مع انهيار أسعار البترول 1986 (Louis et al., 2003).

وتواصلت جهود الحكومة منذ بداية التسعينيات لتشجيع الاستثمار الخاص وجذب الاستثمارات الخارجية وإصلاح المسار الاقتصادي، حيث تضمنت الخطة تخصيص نحو 40% من حجم الاستثمارات المخططة للقطاع الخاص ودعا برنامج الإصلاح الاقتصادي الذي صدر في ذلك الوقت إلى الإسراع في عملية بيع عدد من مشروعات القطاع العام للمستثمرين، وتحديد برنامج زمني لهذه العملية. ومع صدور قانون الاستثمار رقم (230) لسنة 1989 والقضاء على معظم مشاكل المستثمرين والسماح للعرب بتملك العقارات داخل مصر ارتفعت نسبة الاستثمارات العربية في مصر خلال عام 1990 إلى 19% من إجمالي الاستثمارات، والذي يرجع بشكل رئيسي لما تمتع به الاقتصاد المصري من الأمن والاستقرار بدرجة كبيرة، مما ساعد على نمو هذه الاستثمارات بعيداً عن الفوضى التي سادت البورصات العالمية (المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، 1990). وقد بلغت نسبة التدفقات الوافدة من الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الناتج المحلي الإجمالي حوالي 2% عام 1990 كما يتضح من الشكل رقم (1).

الشكل 1

نسبة صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر الوافدة إلى الناتج المحلي الإجمالي في مصر (1980 - 2023)



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على البيانات المتاحة من:

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

وفي النصف الثاني من عام 1990 ترك الغزو العراقي لدولة الكويت آثاراً سلبية في الاقتصادات العربية بشكل عام والاقتصاد المصري بشكل خاص؛ أهمها الانخفاض الحاد في تحويلات العاملين بالخارج، وتدهور الدخل السياحي، وارتفاع أسعار الواردات وانخفاض الدخل من قناة السويس، وعانى الاقتصاد المصري خلال تلك الفترة من توسع فجوة الموارد من العملات الأجنبية، حيث أدت الأزمة إلى تشويه مناخ الاستثمار في كثير من الدول العربية ومنها مصر، وبالتالي أدت إلى اهتزاز ثقة أصحاب رؤوس الأموال العربية وجمدت نشاطهم في مجال البحث عن فرص جديدة للاستثمار؛ مما نتج عنه انخفاض في نسبة التدفقات الوافدة من الاستثمار الأجنبي

المباشر إلى الناتج المحلي الإجمالي لتصل إلى 0.65% عام 1991 (المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، 1990).

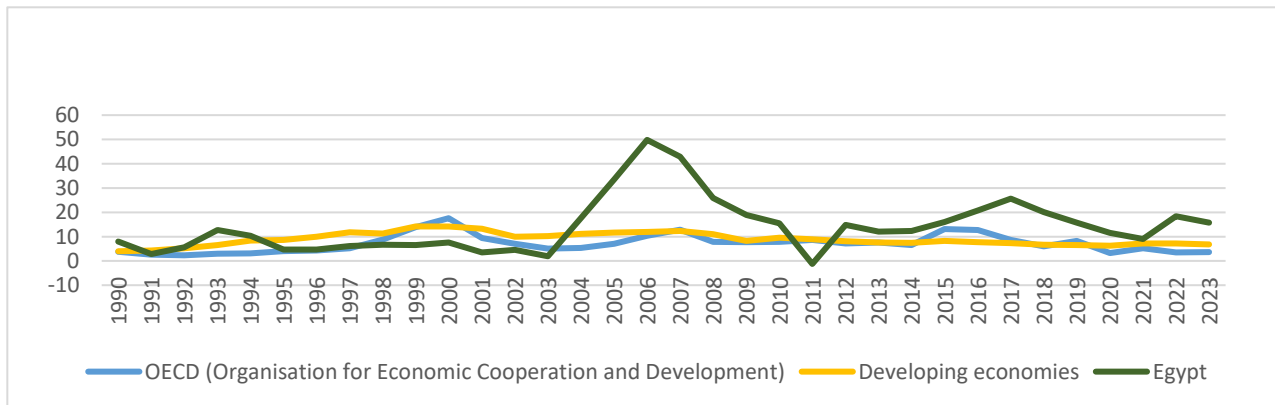
ثم بدأت هذه النسبة في الارتفاع خلال الفترة 2003-2006، وقد يرجع ذلك إلى التحرير الجزئي لمعدل الصرف في ذلك الوقت وكمردود لسياسة الإصلاح الاقتصادي، والتي أعطت أهمية لدور الاستثمارات الخاصة - سواء محلية أو أجنبية- في النمو وسمحت التشريعات منذ ذلك الوقت بدخول الاستثمار الخاص في مجالي البنية الأساسية والاتصالات (Louis et al., 2003).

وقد اتخذت الحكومة المصرية مزيداً من الإصلاحات منذ عام 2004، شملت تطوير القطاع المالي والمصرفي وتعزيز تحرير التجارة الإقليمية وتبسيط إجراءات الاستثمار وإنشاء مركز لتسوية منازعات الاستثمار ووضع برامج لزيادة القدرة التنافسية لقطاع الصناعة، كما بدأ تطبيق نظام رقابي جديد على المصانع المصرية للتأكد من سلامة وكفاءة الأداء وحماية المستهلك وتشجيع الابتكار وجذب الاستثمار وإحياء برنامج إدارة الأصول الحكومية؛ مما نتج عنه تحسن المناخ الاستثماري وانعكس ذلك على وضع مصر في المؤشرات العامة لقياس مناخ الاستثمار، وأهمها مؤشر إمكانات جذب الاستثمار، حيث بدأ في التحسن منذ عام 2004 (المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، 2005).

وقد اتجهت نسبة التدفقات الوافدة من FDI إلى GDP للانخفاض مرة أخرى نتيجة للأزمة العالمية، ومن بعدها ثورات الربيع العربي ثم جائحة كورونا، وإن استطاع الاقتصاد المصري التعافي قليلاً خلال السنوات الأخيرة. وانعكس ذلك في نسبة مساهمة الاستثمارات الأجنبية المباشرة في التكوين الرأسمالي الثابت في الاقتصاد المصري ليتصاعد من 7.96% في بداية الفترة 1990 ليصل بعد سلسلة من الارتفاعات والانخفاضات إلى حوالي 15.81% عام 2023، وهي نسبة تفوق مثيلتها في مجموعة الدول النامية ومجموعة دول منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (OECD) كما يتضح من الشكل رقم (2).

الشكل 2

نسبة تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر FDI الوافدة إلى إجمالي التكوين الرأسمالي الثابت في مصر ومجموعات الدول المقارنة (1990-2023)



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على البيانات المتاحة من:

UNCTADSTAT Available at: <http://unctadstat.unctad.org/wds>

واتسمت القوانين الحاكمة للاستثمار في مصر بأنها لا تميز بين الاستثمار المحلي والأجنبي، إلا أن قانون الاستثمار الموحد رقم 17 لسنة 2015 قد حاول علاج بعض نقاط الضعف في القوانين السابقة، وذلك بأن نص القانون على ربط الاستثمار بأولويات خطط التنمية الاقتصادية والاجتماعية، ومنح حوافز استثمار إضافية لتشجيع الاستثمار في مجالات جديدة كالطاقة الجديدة ونقل التكنولوجيا.

يعتبر الاقتصاد المصري خاصةً في فترة ما قبل عام 2011 مقصداً للاستثمارات الأجنبية المباشرة الباحثة عن الأسواق، وهي تلك الاستثمارات التي تهدف بالأساس لخدمة السوق المحلي للدولة المضيفة للتغلب على ارتفاع تكاليف النقل والضرائب الجمركية، كما تتدفق أيضاً إلى الاقتصاد المصري الاستثمارات الباحثة عن الموارد الطبيعية الرخيصة غير المتوفرة في الدولة الأم، وأهمها تلك الاستثمارات المتدفقة إلى قطاع البترول والمنتجات البترولية، حيث مثلت الاستثمارات المتدفقة إلى ذلك القطاع في المتوسط 58% من إجمالي قيمة الاستثمارات المتدفقة إلى الاقتصاد المصري خلال فترة ما قبل أحداث يناير 2011، وانخفضت فيما بعدها إلى 48% وإن بقي القطاع أكثر القطاعات جذباً للاستثمارات الأجنبية المباشرة وإن تضاعلت تلك النسبة لتصل إلى 36.8% عام 2021/20 (المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، 2016؛ البنك المركزي المصري (أ)، أعداد متفرقة).

كما انخفضت أيضاً خلال فترة ما بعد أحداث يناير 2011 الاستثمارات المتدفقة إلى قطاع الخدمات المالية نتيجة حالة اللايقين السائدة بعد الأزمة العالمية وما تبعها من حالة عدم الأمان وعدم الاستقرار الناتجة عن أحداث الثورة. وحل محله في الترتيب قطاع الطاقة المتجددة والبديلة، وهو من القطاعات الواعدة في الاقتصاد المصري كما يتضح من الجدول رقم (1) والشكل رقم (3).

الجدول 1

التوزيع القطاعي لإجمالي تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر للداخل في مصر (2008-2021)* (%)

2020-2021	2019-2020	2018-2019	2017-2018	2016-2017	2015-2016	2014-2015	2013-2014	2012-2013	2011-2012	2010-2011	2009-2010	2008-2009	
36.8	45.9	61.9	67.3	61.2	53.5	58.4	71.7	70.7	60.3	73.3	68.8	75.3	البترول
16.5	12	9.9	10	5.8	3.4	2.3	2	2.5	6.2	8.4	4.1	6.6	صناعي
0	0.1	0.3	0.1	0.2	0	0	0.2	1.4	0.7	0.3	2.4	0.6	زراعي
3.9	5.6	4.2	4.5	0.9	1.5	6	2.2	0.2	1.1	1.1	2.8	1.8	إنشائي
35.3	29.7	20.1	11.2	9.5	10.4	10	4	7.2	18.7	2.2	3.5	2.2	خدمي**
4.5	4.2	5	2.7	3.1	3.6	6.2	1.4	0.4	0.7	1.4	2.8	1.1	عقاري
13.5	14.1	10.5	1.9	1.7	3.8	2	1.1	3.7	1.8	1.2	7.9	3.4	تمويلي
1	0.9	0.8	0.3	0.4	0.3	0	0.1	0.2	0.4	1.7	2.2	0.9	سياحي
5.1	3.7	1.2	3.4	0.3	0.5	0	0	0.2	11.8	0.1	0.6	5.7	اتصالات وتكنولوجيا المعلومات
11.2	6.8	2.6	2.9	4	2.2	1.8	1.4	2.7	4				خدمي أخرى
7.5	6.7	3.6	6.9	22.4	31.2	23.3	19.9	18	13	10.3	4.9	2.4	غير موزع

*البيانات متاحة حتى عام 2021.

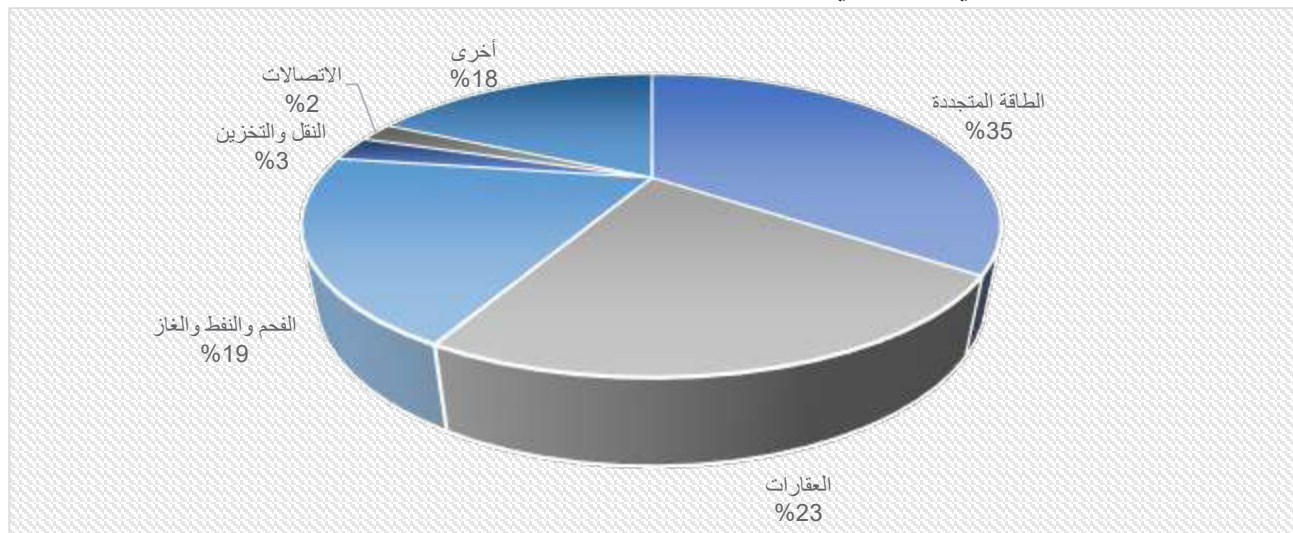
**بداية من 2011-2012 يمثل إجمالي مساهمة القطاعات الخدمية.

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على: البنك المركزي المصري، التقرير السنوي، أعداد متفرقة.

يوضح الشكل التالي أهم قطاعات الاستثمار الأجنبي المباشر في مصر وفق التكلفة الاستثمارية للمشروعات خلال الفترة (2003-2023).

الشكل 3

أهم 5 قطاعات للاستثمار الأجنبي المباشر في مصر وفق التكلفة الاستثمارية للمشروعات للفترة (2003-2023)



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على: المؤسسة العربية لضمان الاستثمار (2024)، إدارة البحوث وتقييم مخاطر الدول، ملف مصر.

التطور المالي في الاقتصاد المصري

صاحب انتهاج الاقتصاد المصري لسياسة الانفتاح في منتصف السبعينيات تأسيس عدد كبير من المصارف التابعة للقطاع الخاص والمصارف المشتركة، والتي استهدفت الترويج للاستثمار الدولي من خلال توفير الخدمات المصرفية للكيانات الأجنبية العاملة في مصر، ولم يقابل ذلك تطور مماثل على صعيد الخدمات المصرفية، إذ استمر البنك المركزي المصري يُحدد أسعار الفائدة ويوزع الائتمان ويتدخل في تحديد الرسوم على الخدمات المصرفية، مما نتج عنه تشويه لآليات السوق، وتم فرض نسبة عالية نسبياً من الاحتياطات المطلوبة، وتحديد تخصيص الائتمان لمشاريع معينة، والتدخل في تكوين محفظة البنوك (البلبل وآخرون، 2004؛ البنك المركزي (أ)، أعداد متفرقة).

وفي يناير 1991 بدأت مصر برنامجاً للإصلاح الاقتصادي تضمن سياسة تحرير مالي وفقاً لتوجيهات صندوق النقد الدولي والبنك الدولي. وقد شمل برنامج الإصلاح الاقتصادي إصلاحات مصرفية كبرى؛ مما أدى إلى تحرير أسعار الإقراض والودائع، وإزالة السقوف المفروضة على الإقراض المصرفي للقطاع الخاص، وبالتالي ارتفاع الإقراض للقطاع الخاص بمتوسط سنوي للفترة (1991-2002) ليصل إلى 42% من الناتج المحلي الإجمالي، والتركيز على تطوير الأدوات النقدية غير المباشرة (مثل بيع سندات الخزنة بالمزاد)، وتعزيز جاذبية الاحتفاظ بالعملة المحلية. كما عززت الإصلاحات المالية التدابير الاحترازية في القطاع المصرفي مثل إدخال قواعد استرشادية خاصة بالتعامل في النقد الأجنبي وكفاية رأس المال والسيولة المصرفية والتدقيق المحاسبي وتركز

الاستثمارات في الخارج وتركز الائتمان (البلبل وآخرون، 2004). وتحسنت الشفافية أيضًا، حيث طلب من البنوك نشر تقاريرها المالية بما يتماشى مع المعايير المحاسبية الدولية. كما قامت الحكومة أيضًا بتنفيذ برنامج خصخصة في القطاع المصرفي، بهدف تعزيز المنافسة والحد من تركيز السوق.

ولأن تطوير سوق رأس المال عنصر مهم في التنمية المالية، فقد تم تنشيط أسواق رأس المال في مصر في أعقاب برنامج الإصلاح الاقتصادي، والذي أدى إلى زيادة في أنشطة السوق وزيادة الطلب نتيجة سياسات السوق الأكثر حداثة واللوائح والدعم المؤسسي.

وقد أعقب هذه الإصلاحات إنشاء مشروع تطوير أسواق رأس المال في مصر في أواخر تسعينيات القرن العشرين. ويهدف المشروع إلى تحسين الكفاءة والشفافية والاستقرار، وتعزيز القدرات المؤسسية لمؤسسات أسواق رأس المال العامة والخاصة، وتحسين البيئة التنظيمية، وتطوير التداول الثانوي في الأدوات المالية الجديدة. وقد أدى مشروع تطوير أسواق رأس المال إلى العديد من التطورات في سوق رأس المال، بما في ذلك أتمتة التداول والمقاصة والتسوية، ونشر معلومات السوق بشكل أفضل من خلال الإنترنت والبيانات الإلكترونية، وتعزيز التنظيم الذاتي والإفصاح بشكل أفضل، وتحديث مؤسسات السوق وأنظمتها وإجراءاتها، وزيادة تنوع السوق ومرونته (البنك المركزي (ب)، أعداد متفرقة).

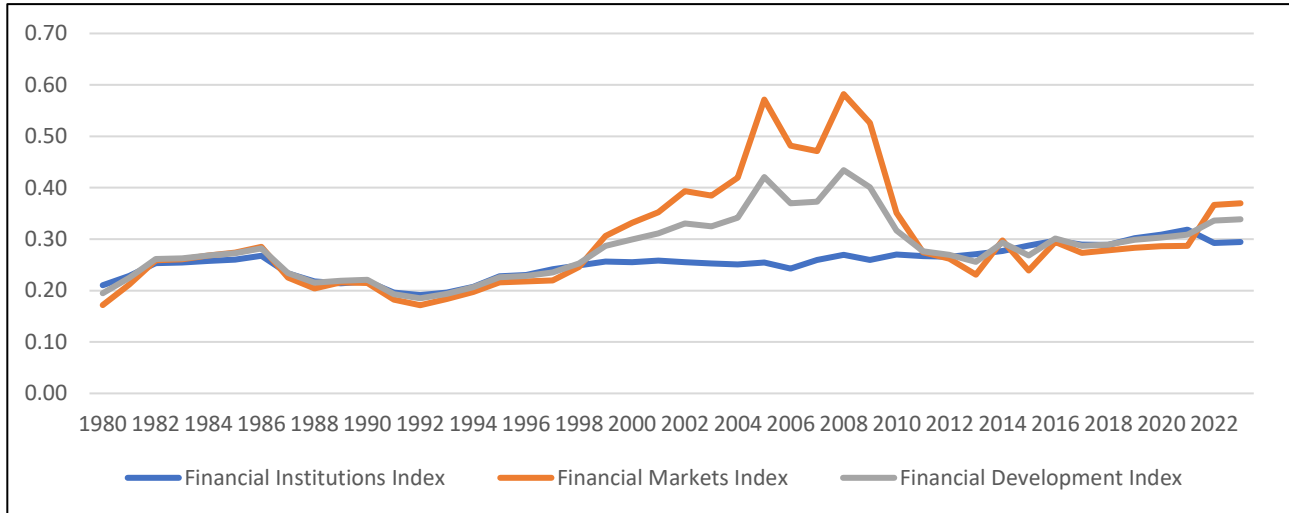
وفي فبراير 2014، تم تقديم مجموعة جديدة من قواعد الإدراج، بهدف تسهيل إجراءات العروض الجديدة للشركات وتحسين شفافية السوق وحماية حقوق الأقلية (مرسي، 2017).

وتناولت القواعد الجديدة، من بين أمور أخرى، الزيادات الرأسمالية الناتجة عن عمليات الاندماج، والإفصاح الضروري بشأن استخدام عائدات زيادة رأس المال، واستقلال مجلس الإدارة، ومعاملات الأطراف ذات الصلة. وفي عام 2015/2016، تم دمج المزيد من التعديلات والإضافات في قواعد الإدراج لضمان تطبيق أوسع لحوكمة الشركات والمزيد من حماية المستثمرين. وعلى الرغم من هذه التغييرات، لا يزال تطوير أسواق رأس المال الأولية في مصر أقل من إمكاناتها، ولا يزال سوق الأوراق المالية كمصدر لتمويل الاستثمار محدودًا. وفي نهاية فبراير 2017، تم إدراج 224 شركة في السوق المصري، بإجمالي رأس مال سوقي بلغ 37.22 مليار دولار، ومثلت مشاركة المستثمرين الأجانب حوالي 30% من القيمة المتداولة في السوق الرئيسي. كما زاد التداول في البورصة المصرية عدة أضعاف، وفي عام 2017، تم تداول ما معدله 9 مليارات ورقة مالية، بقيمة إجمالية بلغت نحو 2 مليار دولار شهريا (Mohieldin et al., 2019).

وقد انعكس ما سبق من إصلاحات في تطور مؤشر التنمية المالية الصادر عن صندوق النقد الدولي، والذي يركز على مؤشرين فرعيين لتنمية المؤسسات المالية وتنمية الأسواق المالية كما يتضح من الشكل رقم (4).

الشكل 4

مؤشرات التنمية المالية في مصر (1980-2023)*



* تم استكمال قيم عامي 2022 و 2023 بواسطة الباحثة من خلال برنامج Excel.

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على: IMF. (2023). Financial Development Online Database

ويلاحظ من الشكل السابق أن مؤشر التنمية المالية في مصر ارتفع على مدى العقدين الماضيين، حيث ارتفع من 0.19 في عام 1980 إلى 0.22 عام 1990 ثم 0.30 في عام 2000، وبعد عدد من التقلبات بلغ ذروته عند 0.43 في عام 2008. وبعد سلسلة من الانخفاضات نتيجة الأزمة المالية العالمية عاد المؤشر للارتفاع ليصل إلى 0.34 عام 2023. واتخذ مؤشر تطوير السوق المالي نفس اتجاه مؤشر التنمية المالية، مما يشير إلى أن الأسواق المالية في مصر ساهمت في التنمية المالية أكثر مما ساهمت به المؤسسات المالية.

تقدير التأثير الكمي للتنمية المالية في الاقتصاد المصري على جذب الاستثمارات الأجنبية المباشرة

النموذج القياسي المستخدم وتوصيف متغيرات الدراسة

لصياغة وقياس العلاقة يتم الاعتماد على نموذج قياسي يتضمن الاستثمار الأجنبي المباشر كدالة في المتغيرات المعبرة عن أبعاد التنمية المالية، وهي تنمية المؤسسات المالية وتنمية الأسواق المالية، إلى جانب عدد من المتغيرات الحاكمة استناداً إلى الدراسات السابقة (والتي تم استعراضها في الجزء الخاص بالدراسات التطبيقية) كما يلي:

$$fdi = f(fi, fm, gdp, gov, trade, inf, iq) \dots\dots\dots(1)$$

وفيما يلي توصيف لمؤشرات المتغيرات المستخدمة في النموذج:

المتغير التابع

fdi: وهو صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر الوافدة إلى الاقتصاد المصري كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي.

المتغيرات المفسرة

أولاً- متغير التنمية المالية. اعتمد الباحثون على مجموعة من المتغيرات والمؤشرات الكمية لقياس إصلاح النظام المالي لدولة ما وكفاءته بناء على تعريف التنمية المالية السابق الإشارة إليه. ويتم الاعتماد في الدراسة الحالية على متغيرات التنمية المالية من قاعدة بيانات التنمية المالية لصندوق النقد الدولي. ونستخدم المؤشرات الفرعية، والتي تشمل مقياس تنمية المؤسسات المالية وتنمية الأسواق المالية. حيث إن مؤشر المؤسسات المالية¹ Financial Institutions Index (FI) يركز على ثلاثة مؤشرات فرعية، هي مؤشر عمق المؤسسات المالية² Financial Institutions Depth index (FID) ومؤشر الوصول للمؤسسات المالية³ Financial Institutions Access (FIA) ومؤشر كفاءة المؤسسات المالية⁴ Financial Institutions Efficiency (FIE). ومؤشر الأسواق المالية (FM)⁵ هو مجموع مؤشر عمق الأسواق المالية (FMD)⁶، ومؤشر الوصول إلى الأسواق المالية (FMA)⁷، ومؤشر كفاءة الأسواق المالية (FME)⁸. وكل من المؤشرات السابقة يغطي الفترة الزمنية (1980-2021).

ثانياً: المتغيرات الحاكمة Control Variables. وتتمثل المتغيرات الحاكمة في:

- التنمية الاقتصادية $gdpcg$ ، وتقاس بمعدل نمو نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي، وهي عامل هام لجذب الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الدول النامية، حيث يمكن للدول المستقبل ذات الدرجة الأعلى من التنمية الاقتصادية أن تكون سوقاً جاذباً للاستثمارات الباحثة عن الأسواق؛ فتحسن مستويات المعيشة المصاحب لمستويات التنمية المرتفعة يمكن الأفراد من شراء السلع والخدمات عالية الجودة التي تقدمها الشركات الأجنبية (Ezeoha & Cattaneo, 2012; Kumari & Sharma, 2017). وتؤكد بعض الدراسات مثل دراسة (Antonakakis & Tondl, 2012) ودراسة (Campos & Kinoshitan, 2008) على صحة فرضية الاستثمار الأجنبي المباشر الأفقي، والذي يبحث عن الأسواق، حيث حجم السوق المقدر بالناتج المحلي الإجمالي ومستوى التنمية الاقتصادية المقدر بنصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي هي متغيرات ذات تأثير موجب على جذب FDI. وتوصلت دراسات أخرى مثل دراسة (Sekkat & Verganzones-Varoudakis, 2007) ودراسة (Wernicket al., 2009) إلى عدم ارتباط نصيب

¹ تتراوح قيمة المؤشر بين الصفر والواحد الصحيح، حيث القيمة الأكبر تمثل أداء أفضل للمؤسسات المالية.
² وهو مؤشر مركب للبيانات الخاصة بكل من الائتمان المصرفي للقطاع الخاص، وأصول صناديق التقاعد، وأصول الصناديق المشتركة، وأقساط التأمين، والتأمين على الحياة وغير الحياة؛ كل منهم مقياس كنسبة مئوية من الناتج المحلي الإجمالي.
³ وهو مؤشر مركب للبيانات الخاصة بفروع البنوك لكل 100000 من البالغين، وماكينات الصراف الآلي لكل 100000 من البالغين.
⁴ وهو مؤشر مركب للبيانات الخاصة بهامش الفائدة الصافي للقطاع المصرفي، والفرق بين معدل العائد على الإقراض والودائع، والدخل من غير الفوائد إلى إجمالي الدخل، والتكاليف العامة لإجمالي الأصول، العائد على الأصول، والعائد على حقوق الملكية.
⁵ تتراوح قيمة المؤشر بين الصفر والواحد الصحيح، حيث القيمة الأكبر تمثل أداء أفضل للأسواق المالية.
⁶ الذي يجمع البيانات عن القيمة السوقية للأسهم إلى الناتج المحلي الإجمالي، والأسهم المتداولة إلى الناتج المحلي الإجمالي، وأوراق الدين الدولية للحكومة إلى الناتج المحلي الإجمالي، وإجمالي أوراق الدين للشركات المالية وغير المالية إلى الناتج المحلي الإجمالي.
⁷ الذي يجمع البيانات عن النسبة المئوية للقيمة السوقية خارج أكبر 10 شركات وإجمالي عدد الجهات المصدرة للديون (المحلية والخارجية، والشركات غير المالية والمالية) لكل 100000 شخص بالغ.
⁸ يجمع البيانات عن نسبة دوران سوق الأسهم (الأسهم المتداولة إلى القيمة السوقية).

الفرد من الناتج المحلي الإجمالي ونمو الناتج المحلي الإجمالي بشكل قاطع بتدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر الأعلى، حيث إن المتغيرين أظهرتا معاملات سلبية أو غير معنوية.

- **الاستثمار المحلي gfcf**، ويقاس بمؤشر تكوين رأس المال الثابت مقسوماً على الناتج المحلي الإجمالي. وتعكس الزيادة في الاستثمار المحلي تعزيز بيئة الأعمال، مما يشجع المستثمرين الأجانب على تحقيق عوائد مستقبلية أعلى لاستثماراتهم؛ مما قد يعمل على جذب الاستثمار الأجنبي المباشر (Lautier & Moreau 2012; Varnamkhasti et al. 2015). إلا أنه قد يمثل مصدراً للمنافسة في أسواق الاقتصاد المضيف؛ مما يؤثر سلباً على الربحية المتوقعة للشركات الأجنبية، وبالتالي على قرارات الاستثمار الخاصة بها.

- **الإنفاق الحكومي gov**، وتقاس نسبة الإنفاق الحكومي الاستهلاكي إلى الناتج المحلي الإجمالي، وهو يعكس مدى سيطرة الحكومة على استخدام الموارد المالية المتاحة. وقد تعاني الدول النامية من الفساد وسوء تخصيص الموارد المالية للقطاعات غير المنتجة. وبالتالي، فإن زيادة الإنفاق الحكومي قد تؤدي إلى تشويه استخدام الأموال وانخفاض تدفقات الاستثمار الأجنبي الداخل (Cooray, 2011; Adusei & Frimpong 2014; Omri & Kahouli 2014).

- **الانفتاح التجاري trade**، ويقاس بمؤشر مجموع الواردات والصادرات مقسوم على الناتج المحلي الإجمالي. والدول ذات الانفتاح التجاري الأكبر تجذب المزيد من الشركات الأجنبية، حيث تتمكن الشركات الأجنبية من استيراد مدخلات وسيطة متقدمة بسعر تنافسي من السوق العالمي، وبالتالي يمكنها تعزيز إنتاجها ونشاطها الريادي، والمزيد من الانفتاح التجاري يمكن الشركات الأجنبية من تحسين شبكاتها مع العملاء الدوليين للقيام بعقود أكثر إنتاجية (Al Nasser & Gomez 2009).

- تم حذف بعض المتغيرات من النموذج لعدم معنويتها في الأجلين القصير والطويل مثل متغير التضخم $\inf$ على الرغم من كونه أحد محددات FDI المذكورة في الدراسات السابقة. وكذلك متغير الجودة المؤسسية iq لعدم وجود سلسلة زمنية كافية للقياس بالتطبيق على الاقتصاد المصري.

وقد تم الحصول على كافة بيانات المتغيرات الحاكمة $control\ variables$ من قاعدة بيانات التنمية العالمية World Development Indicators Database التي يصدرها البنك الدولي.

منهجية القياس

تعتمد الدراسة على استخدام منهجية اختبار الحدود The Bounds Testing Approach المعتمدة على نموذج الانحدار الذاتي لفترات الإبطاء الموزعة (ARDL) The Autoregressive Distributed Lag (ARDL)، ويتم من خلاله دمج نماذج الانحدار الذاتي وتوزيع الإبطاء، حيث تُوزع استجابة المتغير التابع للمتغيرات في المتغيرات التفسيرية على عدد من الفترات الزمنية، مما يعني ضرورة تضمين المتغيرات التفسيرية المبطة. ويسمح النموذج باستخدام السلاسل الزمنية للمتغيرات ذات درجات التكامل المختلفة أي الساكنة سواء عند المستوى أو الفرق الأول.

ويتم تطبيق تلك المنهجية في القياس من خلال الخطوات التالية:

- اختبار سكون السلاسل الزمنية، وهو اختبار يتم قبل تطبيق النموذج للتأكد من انطباق الشرط الأساسي لنموذج ARDL، وهو سكون السلاسل الزمنية للمتغيرات عند المستوى أو الفرق الأول، مع إمكانية استخدام النموذج في حالة اختلاف رتب تكامل المتغيرات، وهو ما لا توفره النماذج الأخرى للتقدير. فإذا تحقق شرط سكون السلاسل يتم الانتقال للخطوة التالية.
- اختبار التكامل المشترك بين المتغير التابع والمتغيرات المفسرة (أي وجود علاقة توازنية طويلة الأجل) بالاعتماد على منهجية اختبار الحدود Bound Test، ثم تقدير نموذج تصحيح الخطأ Error Correction Model (ECM) لنموذج ARDL لتقدير معاملات الانحدار في الأجلين القصير والطويل ومعامل تصحيح الخطأ Error Correction Term (ECT).
- إجراء اختبارات سلامة النموذج المستخدم للتأكد من عدم وجود مشكلة الارتباط الذاتي للبواقي وعدم ثبات تباين الأخطاء، إلى جانب التأكد من توزيع البواقي توزيعاً طبيعياً؛ وذلك باستخدام اختبارات Serial Test of Skewness and Kurtosis ، Heteroskedasticity test ، correlation LM test of residuals على التوالي.
- اختبار الاستقرار الهيكلي للنموذج باستخدام اختبار المجموع التراكمي للبواقي (CUSUM)، واختبار المجموع التراكمي لمربعات البواقي (CUSUMSQ).

نتائج تقدير النموذج

نتائج اختبار سكون السلاسل الزمنية باستخدام اختبار *Augmented Dickey-Fuller (ADF)*

يقوم الاختبار على الفرض العدم القائل بوجود جذر الوحدة وبالتالي عدم سكون السلاسل الزمنية، مما يعني أن رفض الفرض العدم يثبت سكونها عند المستوى وقبول الفرض العدم يتطلب إجراء الاختبار عند الفرق الأول. يوضح الجدول (2) نتائج اختبار جذر الوحدة.

الجدول 2

نتائج اختبار جذر الوحدة *Augmented Dickey-Fuller (ADF)*

قيمة احتمالية إحصاء الاختبار عند الفرق الأول P-value#		قيمة احتمالية إحصاء الاختبار عند المستوى P-value		المتغيرات
حد ثابت وقاطع	حد ثابت	حد ثابت وقاطع	حد ثابت	
		*0.03	***0.007	FDI
		***0.003	***0.0005	GDPCG
*0.010	***0.003	0.06	0.64	FCF
***0.0002	***0.00	0.43	0.36	GOV
		**0.05	*0.01	TRADE
***0.0002	***0.00	0.78	0.84	FI
***0.0001	***0.00	0.71	0.33	FM

*** معنوي عند 1%، ** معنوي عند 5%، * معنوي عند 10%.

تم إجراء الاختبار عند الفرق الأول للمتغيرات فقط التي لم يثبت سكونها عند المستوى.

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مصادر بيانات المتغيرات وباستخدام برنامج E-views 10.

ويتضح من نتائج اختبار جذر الوحدة سكون المتغيرات FDI, GDPCG, TRADE عند المستوى (أي متكاملة من الرتبة $I(0)$) ، وسكون المتغيرات GFCF, GOV, FI, FM, عند الفرق الأول (أي متكاملة من الرتبة $I(1)$)، مما يعني إمكانية استخدام نموذج ARDL في التقدير.

نتائج اختبار التكامل المشترك بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة، وتقدير نموذج تصحيح الخطأ Error Correction Model (ECM) لنموذج ARDL

يوضح الجدول (3) والجدول (4) على التوالي نتائج اختبار الحدود ومعاملات الانحدار في الأجلين القصير والطويل ومعامل تصحيح الخطأ (Error Correction Term (ECT)

الجدول 3

نتائج اختبار الحدود Bound Test

F-statistic = 5.57*** (K= 7)		القيم الحرجة Critical Value Bounds
I(1)	I(0)	
3.599	2.353	10%
4.211	2.797	5%
5.643	3.8	1%

***معنوي عند 1%.

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مصادر بيانات المتغيرات وباستخدام برنامج Eviews 10.

يتضح من الجدول (3) ثبوت العلاقة التوازنية طويلة الأجل في النموذج المقدر، حيث تزيد قيمة F المحسوبة عن الحد الأعلى للقيم الحرجة عند مستوى معنوية 1%.

الجدول 4

نتائج تقدير نموذج ARDL ونموذج تصحيح الخطأ عند فترات الإبطاء المختارة بواسطة معيار Akaike info criterion (AIC)

fdi المتغير التابع Adj R ² = 0.77		المتغيرات المستقلة
ARDL (2, 1, 0, 2, 2, 2, 1) Prob(F-statistic) = 0.000000 D.W=2.3		
p-value	Coefficient	العلاقة في الأجل القصير
0.03**	-0.28	D(fi)
0.005***	0.087	D(fm)
0.09*	0.17	D(gdpcg)
0.000***	0.34	D(gfcf)
0.0003***	-0.70	D(gov)
0.04**	-0.045	D(trade)
0.0000***	-0.67	معامل تصحيح الخطأ ECT

p-value	Coefficient	العلاقة في الأجل الطويل
0.08*	0.37	Fi
0.001***	0.13	Fm
0.08*	-0.54	Gdpcg
0.04**	0.25	Gfcf
0.08*	-0.30	Gov
0.07*	0.08	Trade
0.05**	-10.14	C

*** معنوي عند 1%، ** معنوي عند 5%، * معنوي عند 10%.

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مصادر بيانات المتغيرات وباستخدام برنامج E-views 10.

يوضح الجدول رقم (4) أهم نتائج القياس التي تم الحصول عليها بعد إجراء عدد من محاولات القياس للوصول إلى أفضل النتائج من حيث صحة الاختبارات التشخيصية للنماذج، والقيمة المطلقة لمعامل تصحيح الخطأ، والتي يشترط أن تكون بين الصفر والواحد الصحيح وذات قيمة سالبة؛ بما يضمن تصحيح انحرافات قيمة المتغير التابع عن المستوى التوازني في الأجل الطويل. ويتبين من الجدول اتفاق نتائج الدراسة مع نتائج عدد من الدراسات السابقة ذكرها، حيث جاءت النتائج كما يلي:

1. تشير قيمة معامل التحديد المعدل $adj R^2$ إلى أن المتغيرات المستقلة المتضمنة في النموذج تفسر معا حوالي 77% من التغيرات في تدفقات FDI الوافدة إلى الاقتصاد المصري، مما يعني ارتفاع القدرة التفسيرية للمتغيرات المستقلة.
2. معنوية وجودة النموذج المقدر وفقا لاحتمالية إحصائية F.
3. معامل تصحيح الخطأ معنوي وسالب والقيمة المطلقة له أقل من الواحد (0.67)، بما يضمن تصحيح انحرافات المتغير التابع عن المستوى التوازني في الأجل الطويل في فترة زمنية تقل قليلا عن العامين.
4. تؤثر تنمية المؤسسات المالية في الاقتصاد المصري تأثيرا سالباً على جذب المزيد من الاستثمارات الأجنبية المباشرة الوافدة في الأجل القصير، حيث إن زيادة المؤشر بوحدة واحدة يؤدي إلى انخفاض نسبة fdi إلى الناتج بحوالي 0.28، في حين يتحول التأثير إلى طردي موجب في الأجل الطويل، حيث إن زيادة المؤشر بوحدة واحدة تؤدي إلى زيادة نسبة fdi إلى الناتج بحوالي 0.37. مما يشير إلى أن الأثر السلبي للمنافسة general competition effect أكبر من التأثير الإيجابي للوصول إلى التمويل الخارجي external finance effect في الأجل القصير، والعكس صحيح في الأجل الطويل، فقد تشجع التنمية المالية المحلية الشركات المصرية في الأجل القصير على الاعتماد بشكل أكبر على مصادر التمويل المحلية لتوسيع أعمالها أو بدء مشاريع جديدة، وهذا قد يقلل من الحاجة إلى الاستثمار الأجنبي المباشر كبديل للتمويل. كما قد تتطلب التنمية المالية في الأجل القصير تكاليف أولية على الشركات الأجنبية، مثل فهم الأنظمة الجديدة، وتكوين علاقات جديدة مع المؤسسات المالية المحلية، وتعديل استراتيجياتها المالية. وهذه التكاليف قد تعوق بعض الاستثمارات الأجنبية. في حين أنه على المدى الطويل، فإن القطاع المالي الأكثر تطوراً وكفاءة يوفر بيئة استثمارية أفضل من خلال تحسين تخصيص الموارد، وتوفير أدوات إدارة المخاطر، وتطوير البنية التحتية المالية، وزيادة الثقة والاستقرار، مما يجذب المزيد من الاستثمارات الأجنبية المباشرة.

5. تؤثر تنمية الأسواق المالية في الاقتصاد المصري تأثيراً موجباً على جذب المزيد من الاستثمارات الأجنبية المباشرة الوافدة في كلا الأجلين القصير والطويل، حيث إن زيادة المؤشر بوحدة واحدة يؤدي إلى زيادة نسبة fdi إلى الناتج بحوالي 0.09 في الأجل القصير وبحوالي 0.13 في الأجل الطويل.
6. وقد يشير ذلك إلى أن تطوير الأسواق المالية له تأثير مباشر وإيجابي على جاذبية الاستثمار الأجنبي المباشر من خلال توفير آليات واضحة وشفافة لتداول الأصول وتمويل الشركات، بينما قد يكون لتنمية المؤسسات المالية (مثل البنوك) تأثير أكثر تعقيداً وغير مباشر في الأجل القصير.
7. يؤثر مستوى التنمية الاقتصادية في الاقتصاد المصري تأثيراً موجباً في الأجل القصير يتحول إلى تأثير سالب في الأجل الطويل، حيث إن زيادة معدل نمو نصيب الفرد من الناتج بمقدار 1% يؤدي إلى زيادة نسبة fdi إلى الناتج في الأجل القصير بمقدار 0.17 وانخفاضها في الأجل الطويل بمقدار 0.54. ويمكن تفسير ذلك بما يمثله مستوى التنمية الاقتصادية من فرص واعدة وزيادة في الطلب، مما يجذب الاستثمار الأجنبي المباشر الباحث عن الأسواق في الأجل القصير، إلا أنه في الأجل الطويل، قد يؤدي النمو المستمر إلى زيادة المنافسة المحلية، وتطور القدرات المحلية، واحتمال تبني سياسات حمائية من قبل الدولة، وتحول هيكلي في الاقتصاد، مما يقلل من جاذبية الاستثمار الأجنبي المباشر.
8. العلاقة بين الاستثمار المحلي والاستثمار الأجنبي علاقة تكاملية في الاقتصاد المصري، وهو مؤشر لبيئة الأعمال؛ مما يكون له تأثير موجب على جذب الاستثمارات الأجنبية، حيث تؤدي زيادة نسبة التكوين الرأسمالي الثابت إلى الناتج بمقدار 1% إلى زيادة نسبة fdi إلى الناتج في الأجل القصير بمقدار 0.34 وفي الأجل الطويل بمقدار 0.25.
9. تأثير الإنفاق الحكومي سالب في الأجلين القصير والطويل كانعكاس لسوء تخصيص الموارد المالية، حيث تؤدي زيادة نسبة الإنفاق الحكومي الاستهلاكي إلى الناتج بمقدار 1% إلى انخفاض نسبة fdi إلى الناتج في الأجل القصير بمقدار 0.7 و في الأجل الطويل بمقدار 0.3.
10. تأثير الانفتاح التجاري سالب في الأجل القصير ويتحول الأثر إلى موجب في الأجل الطويل، حيث إن زيادة مؤشر الانفتاح بمقدار 1% يؤدي إلى انخفاض نسبة fdi إلى الناتج في الأجل القصير بمقدار 0.045 وزيادتها في الأجل الطويل بمقدار 0.08. ففي الأجل القصير، قد يؤدي فتح الأسواق المصرية أمام التجارة الدولية إلى زيادة حدة المنافسة من قبل الشركات الأجنبية الأكثر كفاءة وتنافسية، وقد يتردد المستثمرون الأجانب في الاستثمار المباشر في البداية خوفاً من منافسة الشركات الأجنبية الأخرى التي تدخل السوق من خلال التصدير. كما قد تستجيب الشركات الأجنبية للانفتاح التجاري في الاقتصاد المصري عن طريق زيادة صادراتها إلى السوق المصري بدلاً من الاستثمار المباشر في إنشاء مصانع أو فروع، وهذا قد يقلل مؤقتاً من تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر. وفي الأجل الطويل، يمكن أن يجعل الانفتاح التجاري مصر أكثر جاذبية للاستثمارات الأجنبية المباشرة الموجهة نحو التصدير، حيث يمكن للشركات الأجنبية استخدام مصر كقاعدة إنتاجية منخفضة التكلفة للوصول إلى الأسواق الإقليمية والعالمية، مستفيدة من اتفاقيات التجارة الحرة التي قد توقعها مصر. كما أن الانفتاح التجاري يسهل اندماج الشركات الأجنبية العاملة في مصر في سلاسل

القيمة العالمية، وهذا التكامل يمكن أن يزيد من جاذبية مصر كجزء من شبكات الإنتاج الدولية ويشجع على المزيد من الاستثمار الأجنبي المباشر في الأجل الطويل.

اختبارات سلامة النموذج المستخدم

يوضح الجدول (5) نتائج اختبارات سلامة النموذج المستخدم، وذلك باستخدام الاختبارات التالية على التوالي:

Serial correlation LM test, Heteroskedasticity test, test of Skewness and Kurtosis of residuals.

الجدول 5

الاختبارات التشخيصية للنموذج المقدر

اختبارات فحص البواقي وتوصيف النموذج		fdi المتغير التابع
	P-value	
Breusch-Godfrey Serial correlation LM Test*	0.14	F(1,21)= 0.28
Heteroskedasticity Test: Breusch-Pagan-Godfrey**	0.5	F(17,22)= 0.614
Test of Skewness and Kurtosis of residuals***	0.96	Jarque-Bera = 0.064

*الفرض العدم للاختبار هو عدم وجود ارتباط ذاتي للبواقي. **الفرض العدم ثبات تباين الخطأ العشوائي. ***الفرض العدم البواقي تتوزع توزيعاً طبيعياً.

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مصادر بيانات المتغيرات وباستخدام برنامج Eviews 10.

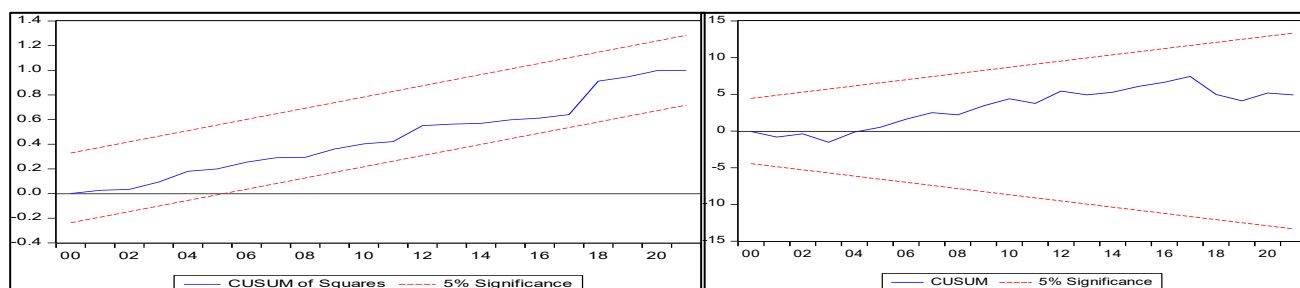
يتضح من الجدول أن قيمة **P-value** أكبر من (0.1)، مما يعني قبول الفرض العدم لكل اختبار من الاختبارات التشخيصية للنماذج المقدرة، وهو ما يعكس خلو البواقي من مشكلة الارتباط التسلسلي أو الذاتي وثبات تباين الأخطاء وتوزيع البواقي توزيعاً طبيعياً.

نتائج اختبار الاستقرار الهيكلي للنموذج

وذلك باستخدام اختبار المجموع التراكمي للبواقي (CUSUM)، واختبار المجموع التراكمي لمربعات البواقي (CUSUMSQ). وتكون المعاملات المقدرة في الأجلين القصير والطويل مستقرة إذا وقع الشكل البياني لإحصاء الاختبارين داخل الحدود الحرجة عند مستوى معنوية 5%.

الشكل 5

الأشكال البيانية لإحصاء اختبار الاستقرار الهيكلي للنموذج المقدر



المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مصادر بيانات المتغيرات وباستخدام برنامج Eviews10.

يتضح من الشكل البياني السابق استقرار المعاملات المقدرة للنموذج.

الخاتمة واستنتاجات السياسة

يُعد الاستثمار الأجنبي المباشر (FDI) ركيزة أساسية للتنمية الاقتصادية، وقد يعتمد تأثير الاستثمار الأجنبي المباشر في التنمية على القدرة الاستيعابية للدولة المضيفة، والتي بدورها تعتمد على مستوى التنمية المالية في الدولة المضيفة للاستفادة من مزايا الاستثمار الأجنبي المباشر، وقد يؤدي التقدم في مجال التنمية المالية في الدول المستقبلية إلى إعاقة أو جذب الاستثمار الأجنبي المباشر.

واستهدفت الدراسة تحديد التأثير الكمي للتنمية المالية على جذب الاستثمارات الأجنبية المباشرة في الاقتصاد المصري خلال الفترة (1980-2023)، واختبار فرضية مؤداها: "تؤثر التنمية المالية تأثيراً موجباً على جذب تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الاقتصاد المصري". باستخدام نموذج الانحدار الذاتي ذو فترات الإبطاء الموزعة (The Autoregressive Distributed Lag (ARDL)، والذي اشتمل على صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر الوافدة إلى الاقتصاد المصري كمتغير تابع، إلى جانب المؤشرات الفرعية للتنمية المالية، والتي تشمل مقياس تنمية المؤسسات المالية وتنمية الأسواق المالية كمتغيرات مفسرة إلى جانب عدد من متغيرات الضبط المعيارية المحددة لتدفقات FDI، وهي معدل نمو نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي كمؤشر لمستوى التنمية الاقتصادية، ونسبة إجمالي رأس المال الثابت إلى الناتج المحلي الإجمالي كمؤشر للاستثمار المحلي، ونسبة الإنفاق الحكومي إلى الناتج المحلي الإجمالي كمؤشر لحجم التدخل الحكومي في السيطرة على الموارد المالية المتاحة، ونسبة مجموع الواردات والصادرات إلى الناتج المحلي الإجمالي كمؤشر للانفتاح التجاري. وتوصلت الدراسة إلى أن المتغيرات المفسرة المدرجة في النموذج تفسر معاً 77% من التغيرات في تدفقات FDI الوافدة إلى الاقتصاد المصري.

كما توصلت إلى أن تنمية المؤسسات المالية في الاقتصاد المصري تؤثر تأثيراً معنوياً سالباً على جذب المزيد من الاستثمارات الأجنبية المباشرة الوافدة في الأجل القصير، حيث إن زيادة المؤشر بوحدة واحدة يؤدي إلى انخفاض نسبة fdi إلى الناتج بحوالي 0.28. في حين يتحول التأثير إلى معنوي موجب في الأجل الطويل، حيث إن زيادة المؤشر بوحدة واحدة تؤدي إلى زيادة نسبة fdi إلى الناتج بحوالي 0.37؛ مما يشير إلى أن الأثر السلبي للمنافسة general competition effect أكبر من التأثير الإيجابي للوصول إلى التمويل الخارجي external finance effect في الأجل القصير، والعكس صحيح في الأجل الطويل. وتؤثر تنمية الأسواق المالية في الاقتصاد المصري تأثيراً موجباً على جذب المزيد من الاستثمارات الأجنبية المباشرة الوافدة في كلا الأجلين القصير والطويل، حيث إن زيادة المؤشر بوحدة واحدة يؤدي إلى زيادة نسبة fdi إلى الناتج بحوالي 0.09 في الأجل القصير وبحوالي 0.13 في الأجل الطويل. وقد يشير ذلك إلى أن تطوير الأسواق المالية له تأثير مباشر وإيجابي على جاذبية الاستثمار الأجنبي المباشر من خلال توفير آليات واضحة وشفافة لتداول الأصول وتمويل الشركات، بينما قد يكون لتنمية المؤسسات المالية (مثل البنوك) تأثير أكثر تعقيداً وغير مباشر في الأجل القصير.

وهو ما يعني ثبوت فرضية الدراسة فيما يتعلق بتنمية المؤسسات المالية في الأجل الطويل فقط، وثبوتها فيما يتعلق بتنمية الأسواق المالية في الأجلين القصير والطويل.

وفي الأجل القصير، يؤثر كل من مستوى التنمية الاقتصادية والاستثمار المحلي تأثيراً موجباً، بينما الإنفاق الحكومي والانفتاح التجاري يؤثر تأثيراً سالباً. وفي الأجل الطويل يؤثر الاستثمار المحلي والانفتاح التجاري تأثيراً موجباً ويؤثر مستوى التنمية الاقتصادية والإنفاق الحكومي تأثيراً سالباً.

ونخلص مما سبق إلى أن من أهم سياسات جذب الاستثمارات الأجنبية المباشرة للاقتصاد المصري تعزيز تنمية أسواق المال والمؤسسات المالية من خلال بناء بنية مؤسسية مثل: بيئة إشرافية فعّالة، ولوائح فعّالة ونظام قانوني، وضمانات تعاقدية جيدة للمستثمرين، وحماية حقوق الملكية، مما يساعد على اتباع المعايير والممارسات الدولية لتحسين تخصيص رأس المال، والقدرة الإشرافية، ومراقبة الاستثمار. كما يمكن للبنوك وأسواق الأوراق المالية الحد من أنشطة البحث عن الربح لجذب المزيد من المدخرات إلى القطاعات الإنتاجية.

وتوفير مناخ استثماري ملائم للمستثمرين الأجانب مع مزيد من الانفتاح في سياسات التجارة وتخفيف القيود المفروضة على دخول وخروج تدفقات رأس المال الأجنبي، على سبيل المثال، الحد من ضوابط رأس المال على الحسابات الجارية وحسابات رأس المال للمستثمرين الأجانب، وإلغاء إجراءات التصدير الإلزامية، وإزالة قيود الملكية الأجنبية.

المراجع

المراجع العربية

- البلبل، علي أحمد؛ عمران، محمد مصطفى، وفتح الدين، أيتن. (2004). التطور والهيكل المالي والنمو الاقتصادي: حالة مصر (1974-2002). أوراق صندوق النقد العربي، (9). معهد السياسات الاقتصادية.
- Al-Bolbol, Ali Ahmad; Omran, Mohamed Mostafa; & Fath El-Din, Aiten. (2004). Al-tatawwur wa al-haykal al-mali wa al-numu al-iqtisadi: halat Misr (1974–2002). Awraq Sunduq al-Naqd al-Arabi, (9). Ma 'had al-Siyasat al-Iqtisadiyah*
- البنك المركزي المصري أ. (أعداد مختلفة). تقرير الاستقرار المالي. القاهرة.
- Al-Bank al-Markazi al-Masri (a). (Various issues). Taqrir al-istiqrar al-mali. Al-Qahirah.*
- البنك المركزي المصري ب. (أعداد مختلفة). التقرير السنوي، القاهرة.
- Al-Bank al-Markazi al-Masri (b). (Various issues). Al-taqrir al-sanawi. Al-Qahirah.*
- مرسي، منال. (2017). قدرة التنمية المالية على الحد من الفقر في مصر: دراسة قياسية خلال الفترة (1990-2017). المجلة العلمية للبحوث والدراسات التجارية، 31 (3)، 1-58.
- Morsi, Manal Gaber. (2017). Qudrat al-tanmiyah al-maliyyah 'ala al-hadd min al-faqr fi Misr: dirasah qiyasiyyah khilal al-fatrah (1990–2017). Al-Majallah al-'Ilmiyyah lil-Buhuth wa al-Dirasat al-Tijariyyah, 31(3), 1–58.*
- المؤسسة العربية لضمان الاستثمار. (أعداد مختلفة). تقرير مناخ الاستثمار في الدول العربية. الكويت.
- Al-Mu'assasah al-'Arabiyyah li-Daman al-Istithmar. (Various issues). Taqrir manakh al-istithmar fi al-duwal al-'Arabiyyah. Al-Kuwayt.*

المراجع الأجنبية

- Abzari, M., Zarei, F., & Esfahani, S. (2011). Analyzing the link between financial development and foreign direct investment among D-8 group of countries. *International Journal of Economics and Finance*, 3(6), 148-156
- Adusei, M., & Frimpong, J. (2014). Predictors of financial development in Ghana. *Journal of Applied Finance and Banking*, 4(2), 59-71.
- Agbloyor, E., Abor, J., Komla, C., Adjasi, D., & Yawson, A. (2013). Exploring the causality links between financial markets and foreign direct investment in Africa. *Research in International Business and Finance*, 28, 118- 134.
- Al Nasser, O., & Gomez, X. (2009). Do well functioning financial systems affect the FDI flows to Latin America?. *International Research Journal of Finance and Economics*, 29(July), 60–75.
- Ang, J. (2009). Financial development & the fdi growth nexus: The Malaysian experience. *Applied Economics*, 41, 1595–1601.

- Antonakakis, N., & Tondl, G. (2012). Do determinants of FDI to developing countries differ among OECD countries? Insights from a Bayesian Panel Data Approach. *Vienna University of Economics and Business Draft working paper*, 42.
- Bartels, F., Alladina, S., & Lederer, S. (2009). Foreign direct investment in Sub Saharan Africa: Motivating factors and policy issues. *Journal of African Business*, 10(2), 141- 162
- Bayar, Y., & Gavriletea, M. (2018). Foreign direct investment inflows and financial development in Central and Eastern European Union countries: A panel cointegration and causality. *International Journal of Financial Studies*, 6(2), 55.
- Bilir, L., Chor, D., & Manova, K. (2013). *Host Country Financial Development and MNC Activity*. Singapore: Singapore Management University, 1-54.
- Blundell-Wignall, A., & Roulet, C. (2017). Foreign direct investment, corruption and the OECD Anti-Bribery Convention. *OECD Working Papers on International Investment*, (1).
- Campos, N., & Kinoshita, Y. (2008). Foreign direct investment and structural reforms: Evidence from Eastern Europe and Latin America. *IMF Working Paper No. 08/26*. International Monetary Fund. <https://doi.org/10.5089/9781451868883.001>
- Chinn, M., & Ito, H. (2008). A new measure of financial openness. *Journal of comparative policy analysis*, 10(3), 309-322.
- Cooray, A. (2011). The role of the government in financial sector development. *Economic Modelling*, 28(3), 928- 938.
- Dellis, K. (2018). *Financial development & FDI flows: Evidence from advanced economies*. Bank of Greece working paper, 254.
- Desai, M., Foley, C., & Hines Jr, (2006). Capital controls, liberalizations, and foreign direct investment. *The Review of Financial Studies*, 19(4), 1433-1464.
- Desbordes, R., & Wei, S. (2017). The effects of financial development on foreign direct investment. *Journal of Development Economics*, 127, 153- 168.
- Dutta, N., & Roy, S. (2011). Foreign direct investment, financial development and political risks. *The Journal of Developing Areas*, 44(2), 303- 327.
- Ezeoha, A. E., & Cattaneo, N. (2012). FDI flows to sub-Saharan Africa: The impact of finance, institutions, and natural resource endowment. *Comparative Economic Studies*, 54(3), 597-632.
- Keykanloo, M., Hosseini, S., Jazeh, K., & Askari, A. (2020). The effect of financial development on foreign direct investment. *Iranian Economic Review*, 24(4), 885- 906.
- Hajilee, M., & Al Nasser, O. (2015). The relationship between financial market development and foreign direct investment in Latin American countries. *The Journal of Developing Areas*, 49(2), 227-245.
- Haseeb, M., Wattanapongphasuk, S., & Jermisittiparsert, K. (2019). Financial development, market freedom, political stability, economic growth, and CO2 emissions: A new nexus in ASEAN countries. *Contemporary Economics*, 13(3), 363–374.
- IMF (2023). *Financial development database*. Available at: <https://legacydata.imf.org/>

- Dursun, P. (2020). The effects of financial development on foreign direct investment in Turkey: A dynamic analysis. *Current Researches in Economics and Administrative Sciences*, 40- 55.
- Karahan-Dursun, P. (2020). The effects of financial development on foreign direct investment in turkey: a dynamic analysis. *Current Researches in Economics and Administrative Sciences*, 40.
- Kaur, M., Yadav, S. & Gautam, V. (2013). Financial system development and foreign direct investment: A panel data study for BRIC countries. *Global Business Review*, 14(4), 729- 742.
- Khan, Hameed; Khan, Umair (2019). *Financial development and FDI inflows in China*. *Economics Discussion Papers*, No. 2019-54, Kiel Institute for the World Economy (IfW), Kiel.
- Kinda, T. (2009). *Determinants, consequences and a policy response to private capital flows in developing countries*. [Doctoral dissertation, Université d'Auvergne Clermont Ferrand I]. Université d'Auvergne Clermont Ferrand I.
- Kumari, R., & Sharma, A. (2017). Determinants of foreign direct investment in developing countries: a panel data study. *International Journal of Emerging Markets*, 12(4), 658 -682.
- Lautier, M., & Moreau, F. (2012). Domestic investment and FDI in developing countries: the missing link. *Journal of economic development*, 37(3), 1-23.
- Levine, R. (1997). Financial development and economic growth: views and agenda. *Journal of economic literature*, 35(2), 688- 726
- Louis, M, El Mahdy, A & Handoussa, H. (2003). *Survey of foreign investment firms in Egypt, DRC working papers, Foreign direct investment in Emerging Markets*. Centre for new and emerging markets, London Business school No.3. Economic Research Forum for Arab countries, Iran and Turkey. Cairo, Egypt.
- Mohieldin, M., Hussein, K., & Rostom, A. (2019). On financial development and economic growth in the Arab Republic of Egypt. *World Bank Policy Research Working Paper*, (9008)
- Nkoa, B. (2018). Determinants of foreign direct investment in Africa: An analysis of the impact of financial development. *Economics Bulletin*, 38(1), 221- 233.
- Nguyen, C., Nguyen, C., & Bui, V. (2023). Index of financial development with foreign direct investment: Case of Vietnam. *Contemporary Economics*, 17(3).
- Nwosa, P. & Emma Ebere, O. (2017). The Impact of financial development on foreign direct investment in Nigeria. *Journal of Management and Social Sciences*, 6(1), 181- 197.
- Omri, A., & Kahouli, B. (2014). Causal relationships between energy consumption, foreign direct investment and economic growth: Fresh evidence from dynamic simultaneous equations models. *Energy Policy*, 67, 913 -922.
- Otchere, I., Soumaré, I., & Yourougou, P. (2016). FDI and financial market development in Africa. *The World Economy*, 39(5), 651- 678
- Pham, H. T., Gan, C., & Hu, B. (2022). Causality between financial development and foreign direct investment in Asian developing countries. *Journal of Risk and Financial Management*, 15(5), 195.

- Pradhan, R. P., Arvin, M. B., Hall, J. H., & Nair, M. (2017). Trade openness, foreign direct investment, and finance-growth nexus in the Eurozone countries. *The Journal of International Trade & Economic Development*, 26(3), 336-360.
- Sahin, S., & Ege, I. (2015). Financial development and FDI in Greece and neighbouring countries: A panel data analysis. *Procedia Economics and Finance*, 24, 583-588.
- Schmitz, M. (2011). Financial reforms and capital flows to emerging Europe. *Empirica*, 38(4), 579-605.
- Sekkat, Khalid, and Marie-Ange Veganzones-Varoudakis. "Openness, investment climate, and FDI in developing countries." *Review of Development Economics*. 11.4 (2007): 607-620.
- Shah, M. (2016). *Financial development and foreign direct investment: The case of Middle East and North African (MENA) Developing Nations*. MPRA Paper, 82013. Munich Personal RePEc Archive. <https://mpra.ub.uni-muenchen.de/82013/>
- Soumare, I.& Tchana, F.T. (2015). Causality between FDI and Financial Market Development: Evidence from Emerging Markets. *MPRA Working Paper*, 31328, 1 -36.
- Sviryzdenka, K. (2016). *Introducing a new broad-based index of financial development*. International Monetary Fund.
- UNCTADSTAT. (2025). *UNCTADstat Data Centre*. Available at: <http://unctadstat.unctad.org/wds>
- Wernick, D. A., Haar, J., & Singh, S. (2009). Do governing institutions affect foreign direct investment inflows? New evidence from emerging economies. *International Journal of Economics and Business Research*, 1(3), 317-332.
- World Bank. (2025). *World Development Indicators Database*. <https://databank.worldbank.org>
- Varnamkhasti, J.& Mehregan, N. (2015). Financial development as a Key Determinant of FDI Inflow to Developing Countries. *Int. J. Humanities*, 21(3), 17- 43.
- Zakaria, Z. (2007). The causality relationship between financial development and foreign direct investment. *Journal Kemanusiaan*, 5(2).

The Impact of Financial Development on FDI Inflows: Empirical Study on Egyptian Economy

Abstract

The study aims to determine the extent of the impact of financial development on attracting foreign direct investment (FDI) inflows to the Egyptian economy during the period (1980-2023). This study uses the bounds testing approach of the Autoregressive Distributed Lag (ARDL) model, which includes net FDI inflows to the Egyptian economy as the dependent variable, along with sub-indices of financial development, including the financial institutions development index and financial market development index as explanatory variables, and a number of standard control variables specific to FDI inflows. This study found that the development of financial institutions in the Egyptian economy has a significant negative impact on attracting more inward FDI in the short term, as a one-unit increase in the index leads to a decrease in the FDI-to-GDP ratio by approximately 0.28. While the effect turns positive in the long run, a one-unit increase in the index leads to an increase in the FDI-to-GDP ratio by approximately 0.37, indicating that the negative effect of general competition is greater than the positive effect of access to external finance in the short term and vice versa in the long term. The development of financial markets in the Egyptian economy has a positive impact on attracting more inward foreign direct investment (FDI) in both the short and long run, as a one-unit increase in the index leads to an increase in the FDI-to-GDP ratio by approximately 0.09 in the short run, and by approximately 0.13 in the long run. So, it is necessary to develop capital markets and financial institutions by building an institutional structure such as an effective supervisory environment, effective regulations, and a legal system, and providing a favorable investment climate for foreign investors, with greater openness in trade policies and easing restrictions on the entry and exit of foreign capital flows.

Keywords: Financial development, foreign direct investment, ARDL model, Egyptian economy