

أثر سعر الصرف على تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر  
باستخدام نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة  
(ARDL)  
في الاقتصاد المصري خلال الفترة (1990 – 2018)

إعداد

د/ أسماء محيي الدين مندور  
مدرس بقسم العلوم الاقتصادية  
كلية التكنولوجيا والتنمية  
جامعة الزقازيق

د/ عصام أحمد البدري  
مدرس بقسم الاقتصاد والمالية العامة  
كلية التجارة  
جامعة المنوفية

## الملخص

يتمثل الهدف الرئيسي للبحث في اختبار العلاقة بين تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر وسعر الصرف، حيث تم استخدام بيانات سلاسل زمنية للاستثمار الأجنبي المباشر، سعر الصرف، تقلبات سعر الصرف، الانفتاح التجاري، الناتج المحلي الإجمالي والتضخم للفترة (1990: 2018) بالتطبيق على الاقتصاد المصري. تم اختبار العلاقة بين المتغيرات محل الدراسة وذلك من خلال استخدام نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة *Autoregressive Distributed lag (ARDL)* الذي يتميز بقدرته على تحليل العلاقة في كلا من الأجل القصير والأجل الطويل، بالإضافة إلى الاعتماد على *Granger causality test* لدراسة العلاقة السببية بين المتغيرات محل الدراسة. وكشفت نتائج البحث إلى ما يلي: أن الاستثمار الأجنبي المباشر مرتبط بشكل إيجابي بتخفيض قيمة الجنيه المصري و سلباً بتقلبات أسعار الصرف، كما أن ارتفاع الناتج المحلي الإجمالي يزيد بشكل كبير من تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر، بينما عند النظر للانفتاح التجاري أظهر النموذج عدم معنوية المتغير، ومن ثم يمكن تجاهل تأثيره على الاستثمار الأجنبي المباشر. ويؤثر التضخم سلباً على تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر. أظهر اختبار السببية لجرانجر أن سعر الصرف وتقلباته تسبب الاستثمار الأجنبي المباشر وليس العكس، أي أن العلاقة أحادية الاتجاه. الكلمات المفتاحية: الاستثمار الأجنبي المباشر، سعر الصرف، تقلبات سعر الصرف، نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة.

## **Abstract**

**The aim of this research is to investigate the relationship between Foreign Direct Investment (FDI) and exchange rate. In this research, we used time series data for foreign direct investment, exchange rate, exchange rate volatility, trade openness, GDP and inflation (1990: 2018) for Egypt. The study identified the underlying relationship within multivariate environment. In addition, it utilized the Autoregressive Distributed lag model (ARDL) which gives results for both short and long run. In addition also, it utilized the Granger causality test to study the causal relationship between the variables under study. Results can be summarized as following: FDI is positively associated with Egyptian pound depreciation and negatively associated with exchange rate volatility. GDP dramatically increases FDI inflows, while promise does not hold for Trade openness, as it is insignificant. Inflation is affecting negatively FDI inflows. Granger causality test claimed that exchange rate and exchange rate volatility granger causes foreign direct investment but not vice versa.**

### **key words:**

**Foreign Direct Investment - exchange rate- exchange rate volatility- Autoregressive Distributed lag model (ARDL).**

## مقدمة:

تشهد البيئة الدولية الاقتصادية الراهنة تحولات كبرى، والتي تعتبر وليدة ظهور العولمة الاقتصادية المتمثلة في حرية انتقال رؤوس الأموال والسلع والخدمات بين مختلف دول العالم، ومن ثم أصبح الاهتمام بالتجارة والاستثمار الأجنبي المباشر اهتمامًا بالغًا في ظل العولمة، ومن ثم أصبح الاستثمار الأجنبي المباشر يمثل دفعة قوية لتحقيق التنمية في دول العالم كلها دون استثناء. حيث تسعى الدول وخاصة الدول النامية إلى توفير مصادر تمويل ضخمة لزيادة القدرات التنافسية لاقتصاداتها، وإصلاح الخلل في موازين المدفوعات، ومن هنا تبرز أهمية الاستثمار الأجنبي المباشر في كونه وسيلة تمويل بديلة يلجأ إليها الكثير من الدول التي تواجه عجزًا في تمويل استثماراتها محلياً.

لكن تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر نحو الدول النامية مازالت بنسب قليلة مقارنة بالدول المتقدمة، حيث زادت تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الدول المتقدمة عام 2000 بنسبة (37%) لتصل إلى (542) مليار دولار، بما يعادل (59%) من المجموع العالم، بينما سجلت تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الدول المتقدمة عام 2016 زيادة بنسبة (5%) لتبلغ (1032) مليار دولار مما يجعلها تتأثر بنسبة (59%) من مجموع التدفقات العالمية في حين سجلت التدفقات إلى الدول النامية بنسبة (14%) لتبلغ (636) مليار دولار أو (36%) من مجموع التدفقات العالمية، واتجه المبلغ المتبقي من التدفقات البالغ (68) مليار دولار إلى الدول الانتقالية في العام نفسه، وقد يرجع ذلك لحالة التباطؤ التي يمر بها الاقتصاد العالمي، وعدم وضوح السياسات الاقتصادية فضلاً عن ارتفاع المخاطر السياسية (World Investment Report, 2017).

ونظراً للدفعة القوية التي أساسها الاستثمار الأجنبي المباشر في عملية التنمية، وضعت الدول النامية سياسات مالية ونقدية لتشجيع الاستثمار الأجنبي المباشر، ومن أهم تلك السياسات نظام سعر الصرف الذي يمثل أول السلاسل التي تربط بين المستثمر والدولة المضيفة، وتمثل سياسات سعر الصرف أحد أهم المتغيرات الاقتصادية التي تتم على أساسها تفسير قدوم الشركات المتعددة الجنسيات بوصفها أحد وسائل أو قنوات الاستثمار الأجنبي إلى الدول المضيفة للاستثمار، خاصة الدول النامية التي يمثل لها سعر الصرف معياراً حقيقياً لنجاح الحكومات في إدارة الاقتصاد الكلي، ولهذا فإن تدخل الحكومة في أسعار الصرف يقلل من الحركات الحادة للاقتصاد وتخفيف حدة تقلبه.

وتعد مصر من الدول التي لها إمكانيات كبيرة في جذب أكبر قدر من الاستثمارات، نظرًا لما تزخر به من امتيازات متمثلة في الموقع الجغرافي الذي يمثل محورًا مهمًا في حوض البحر الأبيض المتوسط والبحر الأحمر بالإضافة إلى قناة السويس، وكذلك على مستوى شمال أفريقيا أو على المستوى القاري. وخلال الفترة الحالية قامت الحكومة بتقديم مجموعة من السياسات الحكومية وقوانين الاستثمار والضمانات التي تهدف إلى مساندة وإنعاش البيئة الاقتصادية والاستثمارية في مصر، والتي قللت من العوائق كما رفعت القدرة التنافسية لجذب مزيد من الاستثمارات الأجنبية إلى الاقتصاد المصري، بالإضافة إلى زيادة تنافسية الأعمال لمقابلة المعايير الدولية ودعم القدرة على المنافسة في الأسواق العالمية، وبالرغم من ذلك ما زال الاستثمار الأجنبي المباشر الوارد إليها دون المستوى، كما أن مساهمته في حل مشكلات الاقتصاد المصري محدودة.

#### مشكلة البحث:

يواجه الاقتصاد المصري العديد من المشكلات منها تفاقم فجوة الموارد المحلية والبطالة وعجز ميزان المدفوعات وغيرها من المشكلات، ومن ثم تسعى مصر إلى جذب مزيد من الاستثمارات الأجنبية المباشرة لمساعدتها في حل تلك المشاكل كأحد مصادر التمويل الخارجي للتنمية الاقتصادية، ويعتبر استقرار سعر الصرف أحد محددات الاستثمار الأجنبي المباشر وتعتبر دراسة أثر سعر الصرف على تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر إحدى أهم القضايا التي تطرق إليها الاقتصاديون من خلال دراساتهم المختلفة.

لذلك فإن جوهر المشكلة البحثية هي توضيح مدى قدرة استقرار سعر الصرف في جذب الاستثمار الأجنبي المباشر، وكذلك مدى تأثير الاستثمار الأجنبي المباشر على سعر الصرف.

#### فروض البحث:

يستند هذا البحث على اختبار صحة الفرضين التاليين:

- الفرض الأول: توجد علاقة تكامل مشترك بين سعر الصرف والاستثمار الأجنبي المباشر في الاقتصاد المصري.
- الفرض الثاني: توجد علاقة سببية بين سعر الصرف والاستثمار الأجنبي المباشر في الاقتصاد المصري.

#### أهمية البحث:

يسعى الاقتصاد المصري نحو إتباع خطط للتنمية طموحة تتبناها الدولة من خلال الاختيار السليم للمشروعات التنموية القومية، بما يعظم المردود الاقتصادي استنادًا على معايير الكفاءة

الاقتصادية مع الترجيح بأوزان نسبة تعكس أهداف التشغيل، والتي تتطلب موارد تمويلية ضخمة تفوق القدرات المحلية للاقتصاد.

لذلك يستمد البحث أهميته من أهمية مساهمة الاستثمار الأجنبي المباشر في تقليص فجوة الموارد المحلية التي قد تعيق الدولة عن تحمل تبعات مشاريع الاستثمار المحلي، بالإضافة إلى نقل التكنولوجيا لتخفيف أقصى منفعة ممكنة، وأهمية التعرف على معوقات مزيد من الاستثمارات الأجنبية المباشرة، مما يساهم في رفع معدل النمو الاقتصادي وخلق فرص عمل جديدة، وخلق قيمة مضافة حقيقية للاقتصاد المصري.

### هدف البحث:

يتمثل الهدف الرئيسي للبحث في تقدير وتحليل أثر سعر الصرف على تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر، ويتحقق هذا الهدف من خلال تحقيق مجموعة من الأهداف الفرعية التالية:

- 1- تحليل واقع تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر في الاقتصاد المصري.
- 2- تطور سعر صرف الجنيه المصري.
- 3- دراسة إلى أي مدى يؤثر سعر الصرف في جذب الاستثمارات الأجنبية المباشرة.

### منهج البحث

لقد تم استخدام المنهج الوصفي التحليلي في تحقيق أهداف البحث، وذلك بعرض المفاهيم والأطر النظرية المرتبطة بالموضوع، وتحليل واقع تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر في الاقتصاد المصري ومحدداته وآثاره، وتطور سعر صرف الجنيه المصري. أيضاً تم استخدام المنهج الاستنباطي الذي يعتمد على الأسلوب القياسي أو الكمي لقياس أثر سعر صرف الجنيه المصري على تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر الوارد إلى الاقتصاد المصري باستخدام نموذج التوزيعات المبطأة (Autoregressive Distributed lag, ARDL) الذي يتميز بقدرته على تحليل العلاقة في كلا من الأجل القصير والأجل الطويل، ولا يتطلب تماثل درجة التكامل للمتغيرات محل البحث، بالإضافة إلى الاعتماد على اختبار Granger causality test لدراسة العلاقة السببية بين المتغيرات محل البحث.

### حدود البحث:

يقتصر البحث على تحليل العلاقة بين تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الاقتصاد المصري، وسعر صرف الجنيه المصري خلال الفترة من (1990-2018).

## إطار البحث:

وعليه يتم تناول هذا البحث من خلال النقاط التالية:

مقدمة، مشكلة البحث، أهمية البحث، أهداف البحث، فروض البحث، منهج البحث.

أولاً: الدراسات السابقة.

ثانياً: مفهوم وتطور الاستثمار الأجنبي المباشر في الاقتصاد المصري.

ثالثاً: مفهوم وتطور سعر صرف.

رابعاً: النموذج المستخدم وتحليل وتفسير النتائج.

خامساً: النتائج والتوصيات.

سادساً: قائمة المراجع.

أولاً: الدراسات السابقة:

### 1- دراسة (Durairaj Kumora Samy, 2013) بعنوان Foreign Direct Investment and Exchange Rate in India

هدف البحث إلى التعرف على العلاقة السببية بين تقلبات سعر الصرف الحقيقي وتدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر في الهند خلال الفترة من (1990-2008) باستخدام نموذج (GARCH)، وتوصلت الدراسة إلى أن الانخفاض في مستوى سعر الصرف يؤدي إلى زيادة تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر، وأيضاً هناك علاقة سببية في اتجاه واحد من سعر الصرف إلى الاستثمار الأجنبي المباشر.

### 2- دراسة (نادية لعلوحي، 2014) بعنوان أثر تقلبات سعر الصرف على تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر- دراسة حالة الجزائر

هدفت الدراسة إلى التشخيص الدقيق لأثر سعر الصرف على تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر للجزائر خلال الفترة (1990-2013)، باستخدام أسلوب المربعات الصغرى، وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة طردية بين الاستثمار الأجنبي المباشر الداخل إلى الجزائر وسعر الصرف الأسمى للدينار الجزائري مقابل الدولار، ولكن معامل الارتباط بين المتغيرين كان ضعيف، أي أن سعر الصرف لم يساهم بشكل كبير في تفسير حركة الاستثمار الأجنبي المباشر الوارد إلى الجزائر خلال فترة الدراسة.

### 3- دراسة (إنمار أمين، عبدالغفور حسن، 2007) بعنوان مخاطر التغير في سعر الصرف في جذب FDI لعينة من الدول.

هدف البحث إلى تقدير وتحليل أثر التغير في سعر الصرف على جذب الاستثمار الأجنبي المباشر في كلاً من (ماليزيا، كوريا الجنوبية، المجر) خلال الفترة في (1980-2003) وتوصل البحث إلى أن عدم استقرار سعر الصرف يؤثر سلباً في الاستثمارات الأجنبية المباشرة، وتوصل أيضاً إلى بعض النتائج المهمة منها وجود آثار سلبية كبيرة تعد عامل طرد للاستثمارات (المستثمرين) بسبب التذبذب الكبير في سعر الصرف لهذه الدول والدول المشابهة لها ، وإلى عدم وجود تشريعات محلية للدول المضيفة لهذه الاستثمارات تحمي المستثمرين من الدول الأجنبية عند توجههم للاستثمار بهذه الدول.

#### 4- دراسة (Lily Jaratin, 2014) بعنوان Exchange Rate Movement and Foreign Direct Investment in Asean Economies

هدف البحث إلى تحليل العلاقة بين تغيرات سعر الصرف والاستثمار الأجنبي المباشر للاقتصاديات الآسيوية باستخدام نموذج الانحدار الذاتي بفترات إبطاء ARDL. وتوصل البحث إلى أن هناك علاقة تكامل طويلة الأجل بين الاستثمار الأجنبي المباشر وسعر الصرف في ماليزيا والفلبين وسنغافورة كما أكدت النتائج أن تحسن قيمة العملة يؤثر إيجابياً على الاستثمار الأجنبي المباشر، كما توصل أيضاً إلى أن هناك علاقة سببية ذات اتجاهين في حالة سنغافورة والفلبين، وذات اتجاه واحد من سعر الصرف إلى الاستثمار الأجنبي المباشر في حالة ماليزيا.

#### 5- دراسة (Ullah et al Sami, 2012) بعنوان Impact of Exchange Rate Volatility on Foreign Direct Investment: A case Study of Pakistan

هدف البحث إلى تحليل العلاقة بين تقلبات سعر الصرف والاستثمار الأجنبي المباشر في باكستان خلال الفترة من (1980-2010) باستخدام نموذج تصحيح الخطأ، وتوصل إلى أن هناك علاقة طردية بين ارتفاع سعر الصرف (أي تراجع أسعار قيمة الروبية) والاستثمار الأجنبي المباشر، كما أن علاقة سببية في اتجاه واحد من تقلبات أسعار الصرف في اتجاه الاستثمار الأجنبي المباشر، كما توصل أيضاً إلى أن الانفتاح التجاري يزيد بشكل كبير من الاستثمار الأجنبي المباشر.

#### 6- دراسة (Shinji, Takagi and Zongyingshi, 2011) بعنوان Exchange rate movements and Foreign direct investment (FDI): Japanese Investment in Asia)

هدف البحث إلى تحليل تأثير تحركات أسعار الصرف على الاستثمار الأجنبي المباشر، وذلك باستخدام بيانات قطاعية عن تدفقات الاستثمارات من اليابان وإلى تسع دول من آسيا خلال الفترة



(1987-2008)، باستخدام أسلوب التكامل المشترك، وتوصل إلى أن انخفاض الاستثمار الأجنبي المباشر في حالة انخفاض قيمة الين مقابل عملات الدول المضيفة، وتوصل أيضًا إلى أن العلاقة طردية بين تقلب أسعار الصرف والاستثمار الأجنبي المباشر، حيث أن مزيدًا من عدم اليقين المتعلق بسعر الصرف من شأنه أن يعزز الاستثمار الأجنبي المباشر كبديل للصادرات.

7- دراسة (Masten, Callye R.M.L. 2009) بعنوان **The Impact of Exchange Rate**

#### **Volatility on U.S. Foreign Direct Investment in Latin America**

هدف البحث إلى تحليل العلاقة بين تقلبات سعر الصرف والاستثمار الأمريكي المباشر الوافد لأمريكا اللاتينية خلال الفترة (1994-2004) باستخدام أسلوب المربعات الصغرى (OLS)، وتوصل إلى أن تقلبات سعر الصرف له تأثير سلبي على تدفقات الاستثمارات الأمريكية المباشرة والوافدة لأمريكا اللاتينية، بالإضافة إلى التأثير القوي للفساد والمخاطر السياسية على تدفقات الاستثمارات الأجنبية المباشرة.

8- دراسة (Osinubi, Tokunbo s. et al 2009) بعنوان **Foreign Direct**

#### **Investment and Exchange Rate Volatility in Nigeria**

هدف البحث إلى تحليل مدى تأثير تقلبات سعر الصرف على الاستثمار الأجنبي المباشر بالتطبيق على نيجيريا خلال الفترة (1970-2004)، باستخدام نماذج الإحداد الذاتي والتكامل المشترك، وتوصل إلى أن انخفاض قيمة العملة النيجيرية يؤدي إلى زيادة تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر إليها، وأن تقلبات سعر الصرف تؤثر سلبًا على الاستثمار الأجنبي المباشر.

ومن خلال استعراض الدراسات السابقة نجد أنها تناولت دراسة الاستثمار الأجنبي المباشر وسعر الصرف بالتطبيق على دول مختلفة، مع استعراض طبيعة سياسات استهداف الاستثمار الأجنبي المباشر بالنسبة للدول النامية من حيث الآليات وخطوات تطبيقها والتحديات التي تواجهها يختلف البحث عن الدراسات السابقة حيث إنه سوف يقوم بدراسة العلاقة طويلة الأجل بين كل من سعر الصرف والاستثمار الأجنبي المباشر و أيضا العلاقة السببية بينهما أي تأثير كل منهم على الآخر بالتطبيق على الاقتصاد المصري وذلك باستخدام أساليب التحليل القياسي المختلفة.

ثانيًا: مفهوم وتطور الاستثمار الأجنبي المباشر في الاقتصاد المصري.

يُعد الاستثمار الأجنبي المباشر من أهم أشكال تدفقات رؤوس الأموال الدولية، ولكونه يلقي اهتمامًا وتفضيلًا من طرف الدول المضيفة التي تجد فيه المنافع، والمكاسب المرتبطة بعملية التنمية في الاقتصاد، ومن ثم فهو يحتل مكانة كبيرة في الأدبيات الاقتصادية خاصة الرأسمالية منها، وهناك

مجموعة من التعاريف وردت للمنظمات أو الهيئات الدولية، وكذا الكتاب الاقتصاديين ، فندوق النقد الدولي "IMF" يعتبر الاستثمار الأجنبي مباشرةً عندما يمتلك المستثمر 15% أو أكثر من الأسهم العادية أو القوة التصويتية لحملة الأسهم لمؤسسة محدودة، أو ما يعادل ذلك بالنسبة لمؤسسة فردية.

أما منظمة التجارة العالمية "WTO" فتري أن الاستثمار الأجنبي المباشر يحدث عندما يمتلك مستثمر مقيم في بلد ما (البلد الأم) أصلًا إنتاجيًا في بلد آخر (البلد المضيف) بقصد إدارته. بينما يعرفه الانكتاد "UNCTAD" - مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية - أنه نوع من الاستثمار الدولي، يقوم المستثمر الأجنبي من خلاله بامتلاك أو المساهمة في مشروع ما بدولة ما، بحيث لا تقل حصته في الأسهم عن 10% من رأس مال الشركة أو القوة التصويتية في مجلس إدارتها(على عبد القادر على، 2004).

بينما تعرفه منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية "OCDE" الاستثمار الأجنبي المباشر على أنه نشاط استثماري مستقر في بلد المنشأ، ويمتلك أصولاً في البلد المضيف، وذلك بهدف الاستثمار وتحقيق أرباح. كما عرفه البنك المركزي المصري "CBE" الاستثمار الأجنبي المباشر على أنه ذلك النوع من الاستثمار الذي يستهدف الحصول على حصة دائمة في منشأة ما تعمل في اقتصاد غير الاقتصاد الذي ينتمي إليه المستثمر، ويهدف المستثمر بذلك الحصول على صوت فعال في إدارة المؤسسة. وترتبط المعايير المحددة لتمييز الاستثمار الأجنبي المباشر عادة بدرجة الملكية الأجنبية ومقدار توزيع الحصص بين الملاك، حيث يجب ألا تقل نسبة الملكية للمستثمر الأجنبي عن 15% أو أكثر من الأسهم العادية (وسيم جبر، 2007).

ولقد شهد النصف الثاني من القرن الماضي، اهتمامًا واسعًا بقضايا الاستثمار الأجنبي المباشر من قبل الاقتصاديين ورجال الأعمال والحكومات، نظرًا لدور الاستثمار الأجنبي المباشر في دعم نمو اقتصاديات الدول النامية، خاصة خلال العقدين الأخيرين من القرن العشرين وبداية الألفية الثالثة، حيث شهد زيادة كبيرة في حجم التدفقات الاستثمارية للدول النامية، وقد أعطى الاستثمار الأجنبي المباشر دفعة مهمة لمسيرة التكامل العالمي، بوصفه يشكل مصدرًا مهمًا من مصادر التمويل الخارجي، كما يمكن اعتباره مؤشرًا على الانفتاح الاقتصادي للدولة وقدرتها على التكيف مع التغيرات العالمية، في ظل ظاهرة العولمة وسيطرة الشركات متعددة الجنسيات على حركة السلع والخدمات والأسواق، كما يُعد الاستثمار الأجنبي المباشر مصدرًا لرفع كفاءة رأس المال البشري، والتغير التكنولوجي في الاقتصاديات النامية، ومن ثم أصبح محفزًا للنمو الاقتصادي، ونتيجة لذلك

أصبحت الحكومات تتنافس مع بعضها البعض لجذب المزيد من تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر، وتوفير المناخ الاستثماري المناسب له.

ويقصد بالمناخ الاستثماري الأوضاع المكونة للمحيط الذى تتم فيه العملية الاستثمارية، وهى تؤثر سلبياً أو إيجابياً على فرص ونجاح المشروعات الاستثمارية، ومن ثم حركة واتجاهات الاستثمارات، وتشمل الظروف و الأوضاع السياسية والاقتصادية والاجتماعية والأمنية، والقانونية والتنظيمات الإدارية.

#### 1- تطور تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر خلال الفترة (1990-2018):

- شهدت تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر على مستوى العالم اتجاها تصاعديا منذ بداية التسعينيات، وقد أرجعت تقارير الاستثمار العالمية ( UNCTAD, World Investment Report, 2009 ) السبب في ذلك إلى الآتي:
  - تزايد الحاجة إلى سد الفجوة التمويلية خاصة بعد انخفاض معدلات الادخار.
  - حدوث انخفاض في حركة القروض الدولية، سواء من البنوك التجارية أو المنظمات الدولية.
  - تزايد أعداد الدول التي بدأت في تطوير وإصلاح اقتصاداتها وفتحها أمام الاستثمار الأجنبية.
  - تزايد أعداد الاتفاقات الثنائية أو متعددة الأطراف التي تشجع الاستثمارات. وينطبق ذلك أيضا على الاقتصاد المصري؛ حيث أرجع البعض الطفرة في تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر إلى مصر خلال التسعينيات بسبب:
    - بدء تنفيذ برنامج الإصلاح الاقتصادي؛ حيث انخفضت مؤشرات معدل التضخم من 19.7 عام 1991 إلى 4.6 عام 1997، وانخفاض عجز الموازنة كنسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي من 20% عام 1991 لحدود 1% عام 1997، وانخفضت نسبة الدين العام الخارجي إلى الناتج المحلي الإجمالي من 106.9% عام 1991 إلى 27% عام 2001؛ نتيجة إعفاء مصر من 50% من الديون الخارجية المستحقة على مصر. وكذلك استقرار سعر صرف الجنيه المصري أمام الدولار عند معدل 3.3 جنيه/دولار خلال الفترة ( 1992 - 1997 ).
  - بدء تطبيق برنامج الخصخصة ومساهمة الأجانب في شراء وتملك بعض المشروعات؛ حيث مثل الاستثمار الأجنبي المباشر 25% من إيرادات برنامج الخصخصة (عبد الحميد صديق عبد البر، 2003).

يتضح ارتفاع الاستثمار الأجنبي المباشر من 1.1 مليار دولار عام 1990 إلى 1.3 مليار دولار عام 1993، ثم إلى 1.6 عام 1999 بمعدل تغير حوالي 45% وبمعدل نمو متوسط 13%. ويرجع الارتفاع في تدفقات الاستثمارات الأجنبية المباشرة في قطاع البترول بالإضافة إلى حركة الحكومة في تطبيق برنامج الخصخصة، وإذ أن الجانب الأكبر من هذه التدفقات كان يتم من خلال شراء المشروعات المطروحة للبيع من قبل الحكومة.

كما اتسمت تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر الداخلة إلى مصر بالاستقرار النسبي خلال النصف الثاني من التسعينيات. وقد انخفض الاستثمار الأجنبي المباشر إلى أدنى مستوى له خلال الفترة محل البحث عام 2003 ليسجل 0.4 مليار دولار، ليعاود الارتفاع مرة أخرى خلال السنوات التالية ويسجل أعلى قيمة له عام 2007، حيث بلغ 13.2 مليار دولار. ولعل الأعوام من 2005 إلى 2008 شهدت أعلى معدلات نمو لتدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر. و الجدير بالذكر أن أهم قطاعات الأنشطة النوعية للاستثمارات الأجنبية في مصر خلال تلك الفترة، باستثناء قطاع البترول، تركزت في القطاع التمويلي وقطاع الاتصالات وتكنولوجيا المعلومات ثم قطاع الصناعة.

وتشير وزارة الاستثمار أن صافي الاستثمارات الأجنبية قد شهدت طفرة كبيرة عام 2005 لتسجل 6.1 مليار دولار مقابل 3.9 مليار دولار محققة بالفعل خلال العام السابق بزيادة قدرها 2.2 مليار دولار بمعدل نمو 56.4%. وتفيد أيضًا أن زيادة الاستثمارات غير البترولية لتسجل 204 مليار دولار أي عشرة أمثال ما كانت عليه عام 2003 مقابل 1.9 مليار دولار استثمارات البترولية. ومن حيث الأهمية النسبية تحظى القطاعات الإنتاجية الجديدة بنسبة 55% مقابل 30% لقطاع البترول و15% لقطاع إدارة الأصول المملوكة للدولة والخصخصة. حيث إنه من أهم التطورات التي شهدتها تدفقات الاستثمارات الأجنبية المباشرة تغير هيكلها القطاعي لصالح الأنشطة غير البترولية التي صارت تستحوذ على الجزء الأكبر من الاستثمارات الأجنبية 47% عام 2006 بعد أن كانت لا تتعدى نسبتها 24% في عام 2004.

وجاء في تقرير الاستثمار العالمي الصادر عام 2007 عن الانتكاد "UNCTAD" تغير هيكل الاستثمارات الأجنبية المباشرة ، حيث توجه الجزء الأكبر للقطاعات غير البترولية وبالأخص لتأسيس مشروعات جديدة وتوسعات المشروعات القائمة، ومن ثم يتضح مما سبق مدى استفادة مصر من تزايد تدفقات رأس المال العالمي، وكان للإجراءات الإصلاحية التي تبنتها الحكومة المصرية دورا أساسيا في تحسين مناخ الاستثمار وجذب المزيد من الاستثمارات الأجنبية.

تأثرًا بالأزمة المالية العالمية تراجع صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر إلى مصر بمعدل 38.7% عام 2008 ليقتصر على 8.1 مليار دولار.

واستمرارًا للخلل الهيكلي في التوزيع القطاعي للاستثمار الأجنبي كانت حصة قطاع البترول 45.5% و75.3% من إجمالي رصيد الاستثمار الأجنبي المباشر في أعوام 2007 و2008 على التوالي، ثم القطاع التمويلي بنسبة 12.3%، يليه قطاع الصناعة 8.6% في عام 2007. بينما عام 2008 عاد قطاع الصناعة ليحتل الصدارة بعد قطاع البترول بنسبة 6.6% ثم قطاع الاتصالات 5.7%.

يواصل الاستثمار الأجنبي المباشر انخفاضه في السنوات التالية ليسجل 6.8 مليار دولار عام 2009 بمعدل تراجع 16.7%. وفي أعقاب ثورة 25 يناير 2011 تراجع صافي الاستثمار الأجنبي المباشر بمعدل 67.6% ليقتصر على نحو 2.2 مليار دولار، ويرجع ذلك إلى تراجع صافي الاستثمارات المباشرة لقطاع البترول إلى 191.3 مليون دولار (تدفق للخارج). كذلك تراجع صافي الاستثمارات الواردة لتأسيس شركات أو زيادة رؤوس أموالها، وتراجع حصيلة بيع شركات لغير المقيمين لتصل إلى 19.2 مليون.

ثم عاود صافي الاستثمار الأجنبي المباشر ارتفاعه مرة أخرى عام 2011 ليسجل 3.9 مليار دولار وذلك الارتفاع هو نتيجة ارتفاع حصيلة بيع شركات وأصول إنتاجية لغير المقيمين لتبلغ نحو 1.7 مليار دولار، وترجع تلك الطفرة الكبيرة إلى بيع الشركة المصرية لخدمات المحمول بنحو 1.4 مليار دولار. ومازال قطاع البترول يحتل مركز الصدارة بنسبة 60.3% من إجمالي تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر إلى مصر.

وفي عام 2012 تراجع صافي التدفق الداخلى للاستثمار الأجنبي المباشر إلى مصر إلى 3.7 مليار دولار، وجاء ذلك نتيجة تراجع حصيلة بيع شركات وأصول إنتاجية لغير المقيمين لتقتصر على 281.7 مليون دولار، بينما ارتفعت الاستثمارات في قطاع البترول لتصل إلى 255.5 مليون دولار. وكنتيجة أساسية لارتفاع صافي التدفق للاستثمارات في قطاع البترول في عامي 2013 و2014 ارتفع صافي التدفق للداخل للاستثمار الأجنبي المباشر في مصر، كما ارتفعت الاستثمارات الواردة لشراء العقارات التي تركزت أساسا في مشروع بيت وطن. وفي عام 2016 ارتفع صافي الاستثمار الأجنبي المباشر إلى 6.9 مليار دولار كنتيجة أساسية لتراجع التدفقات الاستثمارية المحولة للخارج، مع تراجع التدفقات الاستثمارية للداخل بمقدار طفيف.

جدول رقم (1) نسبة المشاركة الدولية في تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر الداخل إلى  
مصر خلال الفترة (2005- 2018)

السنة	الولايات المتحدة الأمريكية	الاتحاد الأوروبي	الدول العربية	باقي دول العالم	الإجمالي
2005/2004	%49	%20	%5	%26	%100
2006/2005	%50	%32	%6	%11	%100
2007/2006	%36	%31	%26	%8	%100
2008/2007	%36	%31	%18	%15	%100
2009/2008	%27	%43	%16	%13	%100
2010/2009	%13	%62	%13	%12	%100
2011/2010	%19	%64	%11	%6	%100
2012/2011	%5	%81	%10	%4	%100
2013/2012	%21	%55	%14	%10	%100
2014/2013	%21	%61	%12	%7	%100
2015/2014	%17	%52	%21	%10	%100
2016/2015	%7	%63	%18	%12	%100
2017/2016	%14	%65	%13	%8	%100
2018/2017	%17	%60	%15	%8	%100

المصدر:

-حسبت بواسطة الباحثان وفق بيانات البنك المركزي المصري.

" <http://www.cbe.org/en/EconomicResearch/Statistics/Pages/TimeSeries.aspx>

-البيانات من (1990-2004) غير متاحة.

وبالنظر إلى أهم الدول المستثمرة في الاقتصاد المصري وفق الجدول السابق يتضح أن الولايات المتحدة الأمريكية متصدرة لقائمة أهم الدول المستثمرة في مصر بداية من عام 2004 وحتى عام 2008، ففي عام 2008 وصلت الاستثمارات الأمريكية المباشرة في مصر حوالي 3.5 مليار دولار، تليها المملكة المتحدة بحوالي 3.2 مليار دولار. بينما في أعقاب الأزمة المالية عام 2009 تراجعت تلك الاستثمارات بشكل ملحوظ، وذلك لتأثر الاقتصاد الأمريكي بتلك الأزمة. وبداية من عام 2008 بدأت الاستثمارات المباشرة القادمة من مجموعة دول الاتحاد الأوروبي في التزايد بشكل ملحوظ خلال السنوات التالية وحتى عام 2017 لتصل إلى أعلى نسبة لها عام 2011 بما يقارب 81% من إجمالي الاستثمار الأجنبي المباشر الداخل إلى مصر؛ حيث احتلت المملكة المتحدة نسبة مساهمة تقارب 50% من جملة تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر بحوالي 5.8 مليار دولار.

بينما تراجع نسبة المساهمة من قبل الولايات المتحدة الأمريكية إلى 5%، وهي أدنى نسبة خلال تلك الفترة بنسبة انخفاض تصل إلى 67.7% عن العام السابق، حيث لم يتجاوز الاستثمار الأمريكي في مصر 0.5 مليار دولار، لكن المساهمة الأمريكية بدأت في التزايد المطرد في الأعوام التالية، لكنها مازالت أقل من الاستثمارات الواردة من الاتحاد الأوربي، خاصة الاستثمارات الواردة من المملكة المتحدة؛ فهي تأتي في صدارة دول الاتحاد الأوربي المستثمرة في مصر.

ومن الملاحظ أيضاً تدني مساهمة الدول العربية في الاستثمارات المباشرة في مصر خاصة فترة ما بعد ثورة 2011، لكنها أخذت في التزايد بعد ذلك، ولكن بمعدلات منخفضة. ومن أهم الدول العربية المستثمرة في مصر الإمارات العربية المتحدة والمملكة العربية السعودية، فعلى سبيل المثال كانت نسب المساهمة من جملة تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر هي على الترتيب 11% و5% عامي 2014 و2015 بما يعادل 1.3 مليار دولار و0.6 مليار دولار، كما أن قيم استثمارات الدول الأخرى تتسم أيضاً بالتواضع.

## 2- تطور نصيب مصر من تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر:

يوضح الجدول رقم(2) تطور نصيب مصر من التدفقات العالمية للاستثمار الأجنبي المباشر، وبمقارنة تلك التدفقات، سواء على المستوى العالمي أو الدول النامية، أو حتى الدول العربية، حيث إن نسبة الاستثمار الأجنبي المباشر الوارد إلى مصر إلى إجمالي العالم لم تتجاوز 0.3% في المتوسط خلال الفترة محل الدراسة و0.88% مقارنةً بالدول النامية، أما بالنسبة لوضع مصر بالنسبة للدول العربية كان أفضل حالاً، وإن كان مازال متدنياً فبلغ متوسط نسبة نصيب مصر من الاستثمار الأجنبي الوارد للدول العربية خلال الفترة (1990: 2018) 14.3%.

وبالنظر إلى الجدول رقم (2) نجد أن نصيب مصر من الاستثمار الأجنبي المباشر الوافد، سواء بالنسبة لدول العالم أو الدول النامية أو حتى الدول العربية، قد اتسم بالتذبذب الشديد خلال الفترة محل الدراسة، وإن كان الاتجاه العام للتذبذبات للثلاثة نسب الواردة أعلاه متشابه إلى حد كبير. فعلى سبيل المثال أخذ نصيب مصر من الاستثمار الأجنبي المباشر اتجاهاً تصاعدياً خلال الثلاث سنوات الأولى من الدراسة، ثم أخذ بعد ذلك في الانخفاض حتى عام 1995. وفي الفترة التالية اتسم نصيب مصر من الاستثمار الأجنبي المباشر العالمي، وكذلك الوارد إلى الدول النامية بالاستقرار النسبي حتى عام 2003، وإن اتجه نحو الانخفاض، بينما شهد نصيب مصر من الاستثمارات الواردة إلى الدول العربية تذبذبات كبيرة بين الزيادة والانخفاض.

وأشارت دراسة بعنوان "مشكلات الاستثمار الأجنبي المباشر في الوطن العربي" إلى أن تدني نسبة الاستثمار الأجنبي المباشر في مصر إلى إجمالي الدول النامية خلال الفترة من (1991-2003)، التي لم تتجاوز 0.7%، يرجع إلى أن معظم الشركات دولية النشاط التي تحتكر الجزء الأكبر من الاستثمارات الأجنبية، مازالت متخوفة من ظروف الاقتصاد المصري، خاصة أنه مازال في مرحلة إعادة الهيكلة والإصلاحات الاقتصادية (فريد أحمد سليمان، 2006)

واتخذ نصيب مصر اتجاهًا تصاعديًا خلال السنوات التالية، وذلك على المستوى العالمي والدول العربية، أما بالنسبة إلى نصيبها إلى الدول النامية فقد وصل إلى أعلى قيمة له عام 2005 ثم بدأ في التراجع حتى وصلت تلك النسبة إلى أدنى قيمة لها عام 2011. ثم أخذت في التصاعد مرة أخرى، وهو الأمر الذي يعكس مدى تأثر نصيب مصر من الاستثمار الأجنبي المباشر بأحداث ثورة 25 من يناير عام 2011.

ويشير تقرير الاستثمار العالمي "World Investment Report" الصادر عن الإنكتاد "UNCTAD" عام 2009 إلى أن الاستثمار الأجنبي المباشر في العالم أخذ في التزايد خلال الفترة من (2003-2007) بنسبة زيادة 228.6% للفترة ككل، وترجع تلك الزيادة إلى الأسباب سالف الذكر. وتجدر الإشارة إلى أن دول شمال أفريقيا تمثل ما بين 1% : 4% خلال تلك الفترة، ولعل ذلك هو انعكاس لحقيقة مهمة وهي أن رأس المال يتجه إلى مناطق العائد الأكبر والأسرع والأمن. ويشير التقرير أيضًا إلى أن مصر تصدر قائمة دول شمال أفريقيا في نسبة تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر ممثلة نسبة 51.8% من إجمالي التدفقات لدول الشمال الإفريقي عام 2007 مقابل نسبة 3.7% عام 2003، تليها المغرب وليبيا ثم تونس، وهذه المرتبة الأولى ترجع إلى تحسن المناخ الاستثماري، وكذلك المؤشرات الاقتصادية التي حققت تطورًا ملموسًا خلال تلك الفترة.

وعلى الرغم من زيادة الحجم الفعلي لتدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر إلى مصر، والذي يرجع إلى الزيادة الضخمة في حجم التدفقات على المستوى العالمي وعلى مستوى الدول النامية فإن تواضع نصيب مصر من تلك التدفقات يُعد مؤشرًا سلبيًا، فهو لا يتناسب مع الحوافز والمزايا التي تقدمها مصر لجذب هذا النوع من الاستثمارات (عبد الحميد صديق عبد البر، 2003).



جدول رقم (2) تطور نصيب مصر من تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر إلى العالم خلال الفترة (1990: 2018) (بالمليون دولار، %)

السنة	تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر إلى العالم	نصيب مصر من التدفقات العالمية* (%)	تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الدول النامية	نصيب مصر من التدفقات النامية* (%)	تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الدول العربية	نصيب مصر من التدفقات العربية* (%)
1991	153973	%0.16	39310	%0.64	2244	%11.3
1992	162924	%0.28	53457	%0.86	3865	%11.9
1993	220110	%0.55	75689	%1.59	3903	%30.9
1994	254920	%0.44	102387	%1.11	3558	%31.9
1995	341527	%0.17	117765	%0.51	2818	%21.1
1996	388819	%0.16	147139	%0.43	4932	%12.9
1997	481490	%0.18	185391	%0.48	6675	%13.3
1998	690690	%0.16	174992	%0.61	5114	%21.0
1999	1076318	%0.10	216249	%0.49	4354	%24.5
2000	1360254	%0.09	233821	%0.53	5930	%20.8
2001	772783	%0.07	216608	%0.24	9401	%5.4
2002	594929	%0.11	171859	%0.38	7270	%8.9
2003	558864	%0.04	203895	%0.12	16011	%1.5
2004	697170	%0.31	267305	%0.81	25257	%8.5
2005	958516	%0.56	339992	%1.58	46938	%11.5
2006	1411171	%0.71	411896	%2.44	70044	%14.3
2007	1909234	%0.61	537894	%2.15	80298	%14.4
2008	1499133	%0.63	592713	%1.60	88506	%10.7
2009	1190006	%0.56	473893	%1.42	78297	%8.6
2010	1383779	%0.46	642690	%0.99	70094	%9.1
2011	1591146	%0.03-	687511	%0.07-	44866	%1.1-
2012	1592598	%0.38	670998	%0.90	51991	%11.6
2013	1443230	%0.29	674658	%0.63	40095	%10.6
2014	1323863	%0.35	703780	%0.66	31513	%14.6
2015	1774001	%0.39	752329	%0.92	25089	%27.6
2016	1918679	%0.42	656289	%1.2	32978	%24.6
2017	1497371	%0.49	690576	%1.07	31317	%23.7
2018	1297153	%0.52	706042	%0.96	31216	%21.8

المصدر:

\*بواسطة الباحثان وفق بيانات الانكتاد "UNCTAD"

<http://unctadstat.unctad.org/wds/ReportFolders/reportFolders.aspx>

ثالثاً: مفهوم وتطور سعر صرف :

يُعد سعر الصرف وسيلة أساسية في عمليات التبادل الدولي، غير أن عمليات التبادل هذه تستند إلى إجراءات من شأنها تسهيل عملية التبادل بين العملة المحلية والعملة الأجنبية في إطار ما يسمى بتحديد سعر الصرف عن طريق جملة من النظريات والتشريعات الخاصة بالبلد الذي يقوم بعملية التبادل. ويمكن تعريف سعر الصرف بأنه سعر الوحدة من النقد الأجنبي مقدراً بوحدات من العملة الوطنية.

ويمكن تعريف سعر الصرف من زاويتين فمن الزاوية الأولى يمكن النظر إليه على أنه عدد الوحدات من العملة الوطنية التي تدفع ثمنًا لوحدة واحدة من العملة الأجنبية، ومن زاوية ثانية يمكن النظر إليه على أنه عدد وحدات العملة الأجنبية التي تدفع ثمنًا لوحدة واحدة من العملة الوطنية.

ويعتبر سعر الصرف من ضمن العوامل التي تؤثر في الاستثمار الأجنبي المباشر، حيث أشارت بعض الدراسات التطبيقية أن المستثمر الأجنبي يتفاعل بردود فعل عكسية مع تقلبات أسعار الصرف؛ حيث أوضح العديد من هذه الدراسات أن المستثمر الأجنبي ينجذب إلى الدول بعد حدوث تخفيض في قيمة عملتها. كما أن التقلبات الكبيرة في سعر الصرف قد تعرض المشروعات لخسائر كبيرة غير متوقعة، وبالتالي تُعد سياسة تخفيض سعر العملة آلية تتبعها بعض الدول لجذب المزيد من الاستثمارات الأجنبية المباشرة.

مما لا شك فيه أن قوة واستقرار عملة الدولة إنما هي انعكاس لقوة اقتصاد تلك الدولة، وفي هذه النقطة سوف نقوم بتوضيح تطور سعر صرف الجنيه المصري خلال الفترة محل البحث، وتم تقسيم هذه الفترة إلى ثلاث فترات كالآتي:

1-الفترة الأولى من (1990 إلى 1997).

2- الفترة الثانية من ( 1998 إلى 2002 )

3-الفترة الثالثة من (2003 إلى 2018).

1-الفترة الأولى من (1990 إلى 1997):

وبالنظر إلى هذه الفترة يتبين أنه منذ بداية سياسات الإصلاح الاقتصادي عام 1991 تمتع سعر صرف الجنيه بالاستقرار النسبي مقابل الدولار، ويُعد ذلك انعكاساً للتغيرات الإيجابية التي شهدتها الاقتصاد المصري، والتي تمثلت في ارتفاع معدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي وتراجع معدلات التضخم وعجز الموازنة العامة وانخفاض الدين الخارجي، بالإضافة إلى ارتفاع الاحتياطي من النقد الأجنبي لدى البنك المركزي.

وفي خطوة نحو تحرير سعر الصرف ، بما يستهدف الوصول إلى سعر صرف واقعي مرن وموحد للجنه المصري، تقرر في 27 فبراير 1991 العمل خلال فترة انتقالية بسوقين للصرف الأجنبي (السوق الحرة والسوق الأولية)؛ حيث يتم تحديد سعر الصرف في السوق الحرة على أساس واقعي معتمد على آليات السوق (العرض والطلب). أما السوق الأولية فيرتبط السعر بها بالسعر السائد في السوق الحرة على ألا يقل سعر الصرف فيها بما لا يجاوز 5%، كما سمح النظام الجديد بالترخيص بالتعامل في النقد الأجنبي لجهات غير مصرفية، ورغبة من الحكومة في زيادة الموارد من النقد الأجنبي تم رفع سعر الفائدة على الودائع المحلية إلى 18% في بداية الفترة ، مما دفع الأفراد إلى التخلي عن الدولار وزيادة الادخار بالعملة المحلية.

في عام 1992 تم اتخاذ خطوات لتوسيع نطاق سوق الصرف الأجنبي وزيادة المنافسة بين الوحدات المتعاملة فيه. وخلال تلك الفترة استمرت سياسة البنك المركزي لشراء فوائض النقد الأجنبي في سوق الصرف، الأمر الذي نتج عنه الاستقرار النسبي في سعر صرف الجنيه المصري تجاه الدولار الأمريكي من جهة، وزيادة صافي الاحتياطيات الدولية لدى البنك المركزي من جهة أخرى؛ حيث لم يتغير سعر صرف الجنيه أمام الدولار سوى بمعدل 3% فقط. كما ارتفعت الاحتياطيات الرسمية من النقد الأجنبي بدرجة كبيرة حيث بلغت حوالي 20.4 مليار دولار عام 1997. وقد كان لشركات الصرافة آثارًا إيجابية في استقرار سعر الصرف، وذلك من خلال قيامها ببيع وشراء النقد الأجنبي.

## 2- الفترة الثانية من ( 1998 إلى 2002):

ومع أواخر التسعينيات اتجه سعر صرف الجنيه المصري إلى الهبوط وعدم الاستقرار، حيث شهدت مصر ما يعرف بأزمة السيولة والركود نتيجة للعديد من الصدمات التي ضغظت بشدة على الجنيه المصري، حيث وصل سعر صرف الجنيه أمام الدولار 3.7 عام 2001 و4.3 عام 2002. الأمر الذي دفع الحكومة المصرية لتغيير نظام الصرف من نظام صرف ثابت لنظام صرف مدار.

ومن أهم الأسباب التي أدت إلى تراجع الجنيه المصري أمام الدولار هي انخفاض الموارد من النقد الأجنبي مما ضغظ بشدة على سعر صرف الجنيه المصري، وذلك بسبب (تحول الفائض في ميزان العمليات الجارية منذ عدة سنوات إلى عجز (ذلك نتيجة تراجع حصيلة الصادرات، بالإضافة إلى زيادة الواردات من السلع الاستهلاكية، خاصة الواردات من دول شرق آسيا نتيجة الانخفاض الحاد في أسعار العملات الآسيوية) وتراجع عوائد البترول نتيجة انخفاض أسعار البترول العالمية

وتراجع الإيرادات السياحية نتيجة حادث الأقصير الإرهابي عام 1997 والأداء غير السليم لشركات الصرافة مما تسبب في رفع سعر الصرف نتيجة القيام بعمليات البيع والشراء بأسعار تختلف عن الأسعار المعلنة ، وتراجع وتقلب قيمة تحويلات المصريين العاملين بالخارج حيث انخفض معدل نمو تلك التحويلات إلى 2.25% بالمقارنة بحوالي 24% عام 1998، نتيجة انخفاض الأسعار العالمية للبترول والتطورات التي تشهدها دول الخليج)، أثرت كل تلك العوامل على الاحتياطي النقدي من العملات الأجنبية؛ مما أدى إلى تراجع تلك الأرصدة لدى البنك المركزي لتقتصر على 14.1 مليار دولار عام 2002 مقابل 20.4 عام 1997.

وللتغلب على هذه الأزمة قام البنك المركزي باتخاذ عدد من الإجراءات بهدف الحفاظ على استقرار سعر الصرف، تتمثل في (إعلان سعر صرف مركزي للدولار الأمريكي مقابل الجنيه المصري قدره 385 قرشاً للدولار حدد على أساس المتوسط المرجح لأسعار التعامل في السوق، وتدخل البنك المركزي بانعاً أو مشترياً للنقد الأجنبي كلما اقتضت الحاجة لموازنة تحركات أسعار الصرف وإلزام البنوك وشركات الصرافة بإبلاغ تعاملاتها لغرفة إحصاءات النقد الأجنبي بالبنك المركزي التي تقوم بدورها بالإعلان اليومي عن المتوسط المرجح لأسعار الصرف، تم التخلي عن نظام تثبيت سعر الصرف وتبني نظام أكثر مرونة ، وترك أسعار الفائدة تتحرك بمرونة تتناسب مع التحركات المرنة لأسعار الصرف، كما تم تخفيض سعر الخصم)

ونظراً لتعرض هذا النظام لهجمات المضاربين مما جعل البنك المركزي يعدل من سعر الصرف المركزي عدة مرات، كما تم توسيع هامش التذبذب من 1% إلى 3%. ومع نهاية عام 2001 تم السماح للبنوك بتحريك أسعار البيع والشراء وفقاً لمتغيرات السوق. وفي نهاية هذه المرحلة تعرض سعر صرف الجنيه المصري لاهتزاز وعدم الثقة، حتى وصل السعر المركزي المعلن 4.65 جنيه للدولار في ديسمبر عام 2002، وبفارق كبير عن السعر في السوق السوداء؛ حيث بلغ سعر السوق السوداء 5.35 جنيه للدولار. وهو ما يعكس الخلل الكبير في سوق الصرف المصري وعدم استقراره. الأمر الذي ساعد على هروب رؤوس الأموال وانخفاض تحويلات المصريين بالخارج (سامح مظهر القاضي، 2010)

وفي محاولة من قبل البنك المركزي لعلاج الوضع قام البنك المركزي عدة مرات بضخ كميات من النقد الأجنبي؛ مما أدى إلى تراجع احتياطيات النقد الأجنبي؛ حيث تناقص الاحتياطي النقدي بحوالي 30% عام 2002 عما كانت عليه عام 1997. وعلى الرغم من ذلك لم يتحقق

الاستقرار في سوق الصرف. وبهدف تحقيق الاستقرار في سوق الصرف في إطار من الشفافية وإعمال آليات السوق تم اتخاذ قرار بتحرير التعامل بالنقد الأجنبي عام 2003.

### 3- الفترة الثالثة من (2003 إلى 2018):

وفي نطاق استكمال مسيرة التحرير الاقتصادي تقرر في 29 يناير 2003 إلغاء العمل بالسعر المركزي للدولار وتحرير سعر صرف الجنيه المصري في نطاق السوق الحرة؛ حيث تركت للبنوك حرية تحديد أسعار الشراء والبيع للنقد الأجنبي في إطار السوق الحرة للصرف الأجنبي. وقد صاحب ذلك تراجع في قيمة الجنيه المصري أمام الدولار بانخفاض معدله 23.3% خلال السنة المالية 2002، وكان لقرار التحرير عدة آثار، منها الإيجابي ومنها السلبي، حيث قامت العديد من الدراسات بدراسة آثار تحرير سعر صرف الجنيه المصري.

وخلال عام 2004 اتبع البنك المركزي سياسة أكثر مرونة في سوق الصرف الأجنبي كان لها أثر إيجابي في تفعيل وتدعيم تحرير سوق الصرف. منها التدخل لتوفير النقد الأجنبي اللازم لمتطلبات الأفراد، واتباع سياسة نقدية غير توسعية. وتزامن ذلك مع طرح البنوك لأوعية ادخارية جديدة ذات عائد متميز بالجنيه المصري، مما عزز الاتجاه نحو الادخار بالجنيه المصري.

ومن أهم ما دعم الثقة في الإجراءات المتخذة لتدعيم استقرار سوق الصرف، إطلاق البنك المركزي لآلية الإنترنت الدولار في 23 ديسمبر 2004. الأمر الذي ساعد في القضاء على السوق الموازية للدولار وانحسار السوق غير الرسمي وتراجع قيمة الدولار أمام الجنيه؛ حيث وصل سعر الصرف 5.51 جنيه/الدولار عام 2008 بعد أن كان 6.19 جنيه/الدولار عام 2004. وتزامن ذلك مع تحقيق فائض كبير في ميزان الخدمات والتحويلات بالميزان الجاري في ميزان المدفوعات. كذلك زادت تدفقات النقد الأجنبي من السياحة وقناة السويس وتحويلات العاملين بالخارج. كما ارتفع الاحتياطي النقدي بشكل ملحوظ ليسجل 34.6 مليار دولار عام 2008.

وفي نهاية عام 2005 قامت مصر؛ أسوة بالعديد من البنوك المركزية في العالم، بتنويع محفظة الاحتياطي النقدي من الدولار إلى سلة عملات؛ حيث أصبحت حصة الدولار في احتياطي البنك المركزي 58.6% بعد أن كانت 85%، وارتفعت حصة اليورو إلى 35% والباقي توزع بين الين والجنيه الإسترليني.

ولعل الاستقرار النسبي لسعر صرف الجنيه المصري أمام الدولار خلال الفترة 2005 وحتى عام 2010 يُعد مؤشراً على نجاح السياسة النقدية، حتى في ظل الأزمة العالمية، حيث استمر البنك المركزي في إدارته الناجحة لسوق الصرف الأجنبي، حيث واصلت قيمة الجنيه المصري في

التحسن مقابل الدولار. واستمر هذه التحسن حتى النصف الثاني من عام 2011، وفي أعقاب ثورة 25 يناير 2011 التي كانت لها تأثيرات سلبية على موارد النقد الأجنبي في مصر، حيث تراجعت الإيرادات السياحية بالإضافة إلى هروب الاستثمارات الأجنبية المباشرة وغير المباشرة بالإضافة إلى تراجع الصادرات وارتفاع الواردات، الأمر الذي أدى إلى تراجع قيمة الجنيه المصري أمام الدولار، حيث سجل سعر صرف الجنيه المصري 6 جنيهاً للدولار عام 2012.

وفي إطار حرص البنك المركزي على تعزيز كفاءة سوق الصرف الأجنبي وترشيد استخدام الاحتياطيات النقدية بعد وصولها إلى الحد الحرج، قرر البنك في 30 ديسمبر 2012 استحداث آلية جديدة من خلال قيامه بطرح عطاءات دورية لشراء أو بيع الدولار الأمريكي "FX Auctions" تتقدم لها البنوك بعروضها. وتعد هذه الآلية مكملية ومساندة لآلية الإنترنتك الدولي. وفي عام 2014 تم فرض حد أقصى للإيداع النقدي اليومي والشهري بالعملة الأجنبية من قبل البنك المركزي، وذلك بهدف القضاء على السوق الموازية والحد من المضاربات على الدولار، ولكن تم إلغاؤه في فبراير 2015. وفي نوفمبر 2016 قام البنك المركزي باتخاذ عدة إجراءات لتصحيح سياسة تداول النقد الأجنبي من خلال تحرير أسعار الصرف لإعطاء مرونة للبنوك العاملة في مصر لتسعير شراء وبيع النقد الأجنبي بهدف استعادة تداوله داخل القنوات الشرعية وإنهاء السوق الموازية للنقد الأجنبي، وذلك اتساقاً مع المنظومة الإصلاحية المتكاملة التي تتضمن برنامج الإصلاحات الهيكلية للمالية العامة للحكومة ويشير جدول رقم (3) إلى تحركات سعر الصرف والاحتياطي من النقد الأجنبي في مصر خلال الفترة محل البحث.

جدول رقم (3) تطور سعر صرف الجنيه المصري والاحتياطي النقدي  
خلال فترة (1990-2018)

السنة	سعر الصرف (جنيه/ الدولار)	صافي الاحتياطيات الدولية لدى البنك المركزي (مليار دولار)
1990	3.1	--
1991	3.14	6.466
1992	3.32	10.607
1993	3.35	14.915
1994	3.39	17.016
1995	3.4	17.935
1996	3.39	18.484
1997	3.39	20.346
1998	3.39	20.118
1999	3.4	18.066
2000	3.41	15.13
2001	3.67	14.244
2002	4.31	14.147
2003	5.03	14.809
2004	6.19	14.781
2005	6.02	19.302
2006	5.75	22.931
2007	5.71	28.559
2008	5.51	34.572
2009	5.53	31.31
2010	5.52	35.221
2011	5.82	26.564
2012	6.008	15.534
2013	6.455	14.936
2014	6.965	16.687
2015	7.312	20.082
2016	8.061	17.546
2017	14.77	31.305
2018	17.735	44.259

المصدر: البنك المركزي المصري، المجلة الاقتصادية، أعداد مختلفة.

رابعاً: النموذج المستخدم وتحليل وتفسير النتائج:

يتناول هذا الجزء من الدراسة التحليل القياسي لأثر سعر الصرف على تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر في الاقتصاد المصري خلال الفترة من (1990-2018)، بالإضافة إلى مجموعة من المتغيرات الاقتصادية الأخرى التي يعتقد الباحثان أنها ذات تأثير معنوي، وتعتمد الدراسة على النموذج التالي:

$$\ln FDI = \alpha + \beta_1 \cdot \ln EX + \beta_2 \cdot \ln EX\_Vol + \beta_3 \cdot \ln CPI + \beta_4 \cdot \ln GDP + \beta_5 \cdot \ln TOP + \epsilon_t \quad (1)$$

تم التحويل اللوغاريتمي للمتغيرات من أجل التخفيف من تأثير القيم الشاذة (إحصائياً) ومن أجل الحصول على المرونة، و يعرض الجدول رقم (4) المتغيرات المستخدمة في التحليل القياسي، ومصدرها وطريقة قياسها

جدول رقم (4) المتغيرات المستخدمة في التحليل القياسي

المتغير	الرمز	مصدر البيانات
الاستثمار الأجنبي المباشر	FDI	المجلة الاقتصادية-البنك المركزي المصري
متوسط أسعار الصرف السنوية	EX	المجلة الاقتصادية-البنك المركزي المصري
تقلبات أسعار الصرف الرسمية	EX_Vol	المجلة الاقتصادية-البنك المركزي المصري وتم حسابها وفق الصيغة التالية: $\sqrt{\frac{1}{m} \sum_{j=1}^m (EX_t - EX_{t-1})^2}$
التضخم معبراً عنه (مؤشر أسعار المستهلكين)	CPI	قواعد بيانات البنك الدولي
حجم السوق معبراً عنه (الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الثابتة).	GDP	قواعد بيانات البنك الدولي
الانفتاح التجاري	TOP	قواعد بيانات البنك الدولي ، وتم حسابه كالتالي: $\frac{\sum(X+M)}{GDP}$

سوف تقوم الدراسة باستخدام نموذج التوزيعات المبطأه ARDL والذي تم تقديمه بواسطة Pesaran, Shin and Smith (2001). ويتميز نموذج ARDL بقدرته على تحليل العلاقة في كل من الأجل القصير والأجل الطويل. كما إنه يتميز عن نماذج التكامل المشترك التقليدي الذي قدمه Johansen (1988) و Johansen and Jeslius (1990)، في كونه يستخدم معادلة واحدة فقط وبالتالي فهو أكثر كفاءة في حالة وجود العينات الصغيرة ذات عدد المشاهدات



المحدودة. كما يتميز نموذج ARDL أيضاً إنه لا يتطلب تماثل درجة التكامل للمتغيرات محل الدراسة، فيمكن الجمع بين خليط من المتغيرات ذات التكامل من الدرجة الصفرية أو التكامل من الدرجة الأولى  $I(0)$  و  $I(1)$ ، وذلك بشرط عدم وجود متغيرات بتكامل ذات درجات اعلى من الواحد. 1-نتائج تقدير اختبار استقرار السلاسل الزمنية:

يعرض الجدول رقم (5) نتائج اختبارات السلاسل الزمنية المستخدمة في الدراسة والتي اعتمدت على اختباري ديكي فولر الموسع (Augmented Dickey and Fuller, 1979). وقد أوضحت النتائج أن هناك بعض السلاسل الزمنية التي تم رفض الفرض العدمي الخاص بعدم سكون السلسلة الزمنية المعنية وهذه السلاسل هي الاستثمار الأجنبي المباشر والنتائج المحلي الإجمالي، وبالتالي فإن هاتين السلسلتين هما ساكنتين عند المستوى، أما بقية السلاسل الزمنية (سعر الصرف، تقلبات سعر الصرف، التضخم، والانفتاح التجاري) فهي ساكنة فقط بعد أخذ الفروق الأولى لها حيث لم يتم رفض الفرض العدمي إلا بعد أخذ الفروق الأولى، لذلك يتم استخدام أسلوب ARDL لاختبار التكامل المشترك بين البيانات محل الدراسة، ومن ثم سيأخذ النموذج الشكل التالي:

$$\begin{aligned} d \ln FDI = & \alpha + \lambda_1 \cdot \ln FDI_{t-1} + \lambda_2 \cdot \ln EX_{t-1} + \lambda_3 \cdot \ln EX\_Vol_{t-1} + \lambda_4 \cdot \ln CPI_{t-1} \\ & + \lambda_5 \cdot \ln GDP_{t-1} + \lambda_6 \cdot \ln TOP_{t-1} + \sum_{j=1}^{m1} \gamma_{1,j} \cdot d \ln EX_{t-j} + \sum_{j=0}^{m2} \gamma_{2,j} \cdot d \ln EX\_Vol_{t-j} \\ & + \sum_{j=0}^{m3} \gamma_{3,j} \cdot d \ln CPI_{t-j} + \sum_{j=0}^{m4} \gamma_{4,j} \cdot d \ln GDP_{t-j} + \sum_{j=0}^{m5} \gamma_{5,j} \cdot d \ln TOP_{t-j} + \mu_t \quad (2) \end{aligned}$$

حيث  $\lambda_1$  معامل تصحيح الخطأ، ومن المتوقع أن يكون بإشارة سالبة. أما المقدرات  $\lambda_{2-6}$  فهي معلمات الأجل الطويل التي يمكن حساب مقدرات دالة الأجل الطويل لنموذج الدراسة وفق المعادلة رقم (2). وتشير المقدرات  $\gamma_{1-5}$  إلى مقدرات الأجل القصير لكل متغير من متغيرات الدراسة. كما تشير  $d \ln(-)$  إلى الفرق الأول للوغاريتم الطبيعي للمتغير داخل القوسين وهي تعني أيضاً معدل نمو هذا المتغير. أما  $m_{1,2,3,4,5}$ ، فهي عدد الإبطاءات الخاصة بكل متغير.

جدول رقم (5) نتائج اختبار ديكي فولر (ADF) لاستقرار السلاسل الزمنية

درجة التكامل	I <sub>(1)</sub> الفرق الأول			I <sub>(0)</sub> عند المستوى الأول			المتغيرات	
	بدون	ثابت واتجاه زمني	ثابت فقط	بدون	ثابت واتجاه زمني	ثابت فقط		
I <sub>(0)</sub>				0.314	**3.751-	1.407-	t-statistics	ln FDI
				0.7683	0.0410	0.5620	p-value	
I <sub>(1)</sub>	*2.149-	2.513-	2.557-	0.9292	3.037-	0.757-	t-statistics	ln EX
	0.0330	0.3196	0.1155	0.9292	0.1433	0.8133	p-value	
I <sub>(1)</sub>	**5.453-	**5.467-	**5.385-	1.353-	2.379-	1.793-	t-statistics	ln EX_Vol
	0.0000	0.0015	0.0003	0.1580	0.3793	0.3741	p-value	
I <sub>(1)</sub>	**5.905-	**6.015-	**5.800-	0.769-	1.945-	1.998-	t-statistics	ln CPI
	0.0000	0.0003	0.0000	0.3728	0.6015	0.2859	p-value	
I <sub>(0)</sub>				3.2	**5.333-	0.393-	t-statistics	ln GDP
				0.9991	0.0014	0.8942	p-value	
I <sub>(1)</sub>	**3.485-	3.466-	*3.606-	1.136-	2.763-	2.873-	t-statistics	ln TOP
	0.0013	0.0662	0.0135	0.2254	0.2239	0.0648	p-value	

\* معنوية عند 5% حسب القيم الجدولية لـ (Mackinnon,1996)  
 \*\* معنوية عند 1% حسب القيم الجدولية لـ (Mackinnon, 1996).

## 2- اختبار التكامل المشترك:

كانت نتائج اختبار Wald الذي يختبر علاقة التكامل المشترك، ويتضح رفض فرض العدم الذي يقضي بعدم وجود علاقة تكامل مشترك، بمعنى أن المتغيرات بينها تكامل مشترك حيث قيمة  $p$  value = 0.0001

وفقاً لاختبار الحدود (Bound test approach) يتم استخدام هذا المنهج لاختبار العلاقة طويلة الأجل بين متغيرات النموذج للتأكد من وجود علاقة توازنه من عدمه. ووفق اختبار السكون السابق يتضح أن بعض المتغيرات ساكنة عند المستوى والبعض الآخر ساكن عند الفرق الأول؛ لذلك تم الاعتماد على أسلوب التكامل المشترك لاختبار مدى العلاقة تحقق العلاقة التوازنية في الأجل الطويل بين المتغيرات محل الدراسة بالاعتماد على نموذج تصحيح الخطأ الشرطي "CECM".

جدول رقم (6) اختبار التكامل المشترك باستخدام اختبار الحدود (Bounds test)

النموذج		القيمة المحسوبة
K = 5	121.8664****	Computed F- statistic (Wald test)
الحد الأعلى	الحد الأدنى	مستوى المعنوية
3	2.08	10%
3.38	2.39	5%
3.73	2.7	2.5%
4.15	3.06	1%

- From Pesaran et. al. (2001), Table CI. Iii: case III: unrestricted intercept and no trend (Four repressors, k=4)

وفي ضوء النتائج الواردة في الجدول رقم (6) الذي يوضح اختبار التكامل المشترك باستخدام اختبار الحدود (Bounds test)، يتضح أن قيمة إحصائه F المستخرجة من جداول النتائج، والتي تبلغ 121.866، وبعد مقارنة تلك القيمة (F المحسوبة) بالقيم الجدولية ل (Pesaran)، يتضح أن القيمة المحسوبة تجاوزت الحد الأعلى للقيمة الجدولية عند مستويات معنوية (1%، 2.5%، 5% و 10%). وهو ما يعطي مؤشراً على وجود تكامل مشترك بين المتغيرات المكونة للنموذج محل الدراسة؛ بمعنى وجود علاقة توازنه طويلة الأجل بين الاستثمار الأجنبي المباشر والعوامل المفسرة له (سعر الصرف، الناتج المحلي الإجمالي، التضخم، الانفتاح التجاري).

### 3- نتائج نموذج تصحيح الخطأ الشرطي (Conditional Error Correction Model):

يستخدم نموذج تصحيح الخطأ للتعرف على الانحرافات التي تحدث في الأجل القصير في سلوك المتغيرات المستخدمة في اتجاه العلاقة طويلة الأجل. ويتضح من نتائج الجدول رقم (7) نتائج تقدير نموذج تصحيح الخطأ قيمة معامل حد تصحيح الخطأ (ETC-1) يساوي (-0.653)، مما يدل على وجود علاقة توازنه طويلة الأجل بين متغيرات النموذج مع وجود الإشارة السالبة المتوقعة، وأن هذه العلاقة ستعجه للتصحيح في مسارها التوازني في الأجل القصير، وهذا يعني أن الاستثمار الأجنبي المباشر تتعدل قيمته نحو القيم التوازنية بنسبة 65% تقريباً سنوياً في اتجاه العلاقة التوازنية طويلة الأجل. بعبارة أخرى، أي إن الانحرافات في الأجل القصير تتصحح بنسبة 65% في اتجاه العلاقة التوازنية طويلة الأجل؛ بمعنى أنه عندما ينحرف

الاستثمار الأجنبي المباشر في الاقتصاد المصري في المدى القصير في الفترة (1 - t) عن قيمته التوازنية فإنه سوف يتصحح بنسبة 65% عن هذا الانحراف في الفترة (t). مما يعني أن هذا التصحيح يستغرق حوالي 1.54 سنوات تقريباً حتى يصل إلى قيمته التوازنية. كما يتضح أيضاً أن كلاً من تقلبات سعر الصرف والنتائج المحلي الإجمالي جاءت بإشارة موجبة، الأمر الذي يعكس الاختلالات الهيكلية التي يعاني منها الاقتصاد المصري. وهو ما يُعد منطقياً نظراً لاستقرار أسعار الصرف فترات طويلة؛ نتيجة اتباع سياسة تثبيت سعر الصرف، فإن هامش التقلب لم يتجاوز 4% خلال فترة البحث.

جدول رقم (7) نتائج تقدير نموذج تصحيح الخطأ

المتغير التابع : لو غار يتم الاستثمار الأجنبي المباشر ( $\Delta \ln FDI$ )				
المتغيرات المفسرة	المعاملات	إحصائية (t)	P value	قرار المعنوية
Ln_FDI(-1)	-0.652609	-5.126724	0.0360**	معنوي
Ln_EX_Vol(-1)	0.549633	12.88833	0.0060***	معنوي
Ln_EX(-1)	-4.872979	-8.662544	0.0131**	معنوي
Ln_GDP(-1)	5.627516	9.829867	0.0102**	معنوي
Ln_TOP(-1)	-0.893300	-4.001102	0.0572*	معنوي
Ln_CPI(-1)	-0.373064	-2.539081	0.1264	غير معنوي
C	-129.1658	-9.311775	0.0113**	معنوي

(\*) تشير إلى أن المعلمة معنوية عند 10% - (\*\*\*) تشير إلى أن المعلمة معنوية عند 5% - (\*\*\*) تشير إلى أن المعلمة معنوية عند 1%.

#### 4- تقدير النموذج:

أما نتائج تقدير النموذج في الأجل الطويل، فيتضح من النتائج المتحصل عليها بتطبيق نموذج (ARDL) أن نتائج جميع متغيرات النموذج ذات تأثير معنوي على الاستثمار الأجنبي المباشر باستثناء الانفتاح التجاري غير معنوي، ويمكن تفسير تلك النتيجة أن الاستثمار الأجنبي المباشر يستهدف السوق المحلية، ومن ثم انخفاض الأهمية النسبية للصادرات من وجهة نظر المستثمر الأجنبي. كما أوضحت تقديرات النموذج أن الاستثمار الأجنبي المباشر يتحدد في المقام الأول بقيمة الناتج المحلي الإجمالي (حيث أن تغير بنسبة 1% في الناتج المحلي الإجمالي ينتج عنه تغير في الاستثمار الأجنبي المباشر بنسبة 8.6%) يليه سعر الصرف (حيث أن انخفاض في قيمة الجنيه المصري بمقدار 1% يؤدي إلى زيادة الاستثمار الأجنبي الوافد إلى مصر بنسبة 7.5%).

وباستخدام نتائج التقدير الواردة في النموذج التالي نحصل على مرونة الاستثمار الأجنبي المباشر بالنسبة للمتغيرات في ضوء النموذج المقترح بالتطبيق على الاقتصاد المصري. كما أن إشارة المعلمات جاءت حسب المتوقع ومتفقة مع ما تقره النظرية والأدبيات الاقتصادية باستثناء تأثير الانفتاح التجاري على الاستثمار الأجنبي المباشر، حيث جاءت بإشارة سالبة، ويمكن تجاهل تأثير هذا المتغير نظراً لعدم معنويته. وجاءت المعادلة المقدرة كالتالي:

$$\text{Ln\_FDI} = -0.8422*\text{Ln\_EX\_Vol} + 7.4669*\text{Ln\_EX} + 8.6231*\text{Ln\_GDP} - 1.3688*\text{Ln\_TOP} - 0.5717*\text{Ln\_CPI} - 197.9222 \quad (3)$$

جدول رقم (8) نتائج تقدير معلمات الأجل الطويل وفقاً لنموذج ARDL

المتغير التابع : لوغار يتم الاستثمار الأجنبي المباشر ( $\Delta \ln \text{FDI}$ )				
المتغيرات المفسرة	المعلمات	إحصائية (t)	P value	قرار المعنوية
Ln_EX_Vol	- 0.842209	6.644743	**0.0219	معنوي
Ln_EX	7.466924	7.170500-	**0.0189	معنوي
Ln_GDP	8.623109	8.024685	**0.0152	معنوي
Ln_TOP	-1.368814	2.444818-	0.1344	معنوي
Ln_CPI	-0.571651	3.726033-	**0.0265	معنوي
C	-197.9222-	8.190473-	**0.0146	غير معنوي

(\*) تشير إلى أن المعلمة معنوية عند 10 % - (\*\* تشير إلى أن المعلمة معنوية عند 5 % - (\*\*\*) تشير إلى أن المعلمة معنوية عند 1 % .

##### 5- نتائج اختبار السببية لجرانجر (Granger Causality Test):

يوضح الجدول رقم (9) نتائج اختبار جرانجر للسببية لجميع متغيرات الدراسة بتضمين فترتي إبطاء (2 Lags Interval)، وقد أظهرت النتائج أن سعر الصرف وتقلباته يسبب الاستثمار الأجنبي المباشر (علاقة في اتجاه واحد)، أي إن الاستثمار الأجنبي المباشر لا يسبب سعر الصرف أو تقلبات سعر الصرف في مصر، كما تتجه السببية من الاستثمار الأجنبي المباشر إلى مؤشر التضخم (معبراً عنه بأسعار المستهلكين). هناك علاقة سببية في اتجاهين بين الناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الثابتة وسعر الصرف.

جدول رقم (9) نتائج اختبار جرانجر للسببية

P- value	F- Statistic	فرض العدم (Null Hypothesis)
0.0042	7.54274***	-LN_EX does not Granger Cause LN_FDI
0.6925	0.37499	- LN_FDI does not Granger Cause LN_EX
0.0441	3.36470*	-LN_EX_VOL does not Granger Cause LN_FDI
0.2705	1.43743	-LN_FDI does not Granger Cause LN_EX_VOL
0.2376	1.55852	- LN_GDP does not Granger Cause LN_FDI
0.1804	1.88624	-LN_FDI does not Granger Cause LN_GDP
0.4962	0.72870	-LN_CPI does not Granger Cause LN_FDI
0.0493	3.10666*	-LN_FDI does not Granger Cause LN_CPI
0.1893	1.82835	-LN_TOP does not Granger Cause LN_FDI
0.3857	1.00486	-LN_FDI does not Granger Cause LN_TOP
0.0169	5.09441**	-LN_GDP does not Granger Cause LN_EX
0.0116	5.68536**	-LN_EX does not Granger Cause LN_GDP
0.1677	1.96463	-LN_CPI does not Granger Cause LN_EX
0.1940	1.78983	-LN_EX does not Granger Cause LN_CPI
0.1177	2.40023	-LN_TOP does not Granger Cause LN_EX
0.3165	1.22308	-LN_EX does not Granger Cause LN_TOP
0.1594	2.08102	-LN_GDP does not Granger Cause LN_EX_VOL
0.6299	0.47676	-LN_EX_VOL does not Granger Cause LN_GDP
0.3262	1.20815	-LN_CPI does not Granger Cause LN_EX_VOL
0.5834	0.55874	- LN_EX_VOL does not Granger Cause LN_CPI
0.9476	0.05403	- LN_CPI does not Granger Cause LN_GDP
0.4678	0.79093	- LN_GDP does not Granger Cause LN_CPI
0.0012	10.7949***	-LN_TOP does not Granger Cause LN_EX_VOL
0.7653	0.27231	-LN_EX_VOL does not Granger Cause LN_TOP
0.2824	1.35241	- LN_TOP does not Granger Cause LN_GDP
0.6432	0.45168	- LN_GDP does not Granger Cause LN_TOP
0.0383	3.89229**	- LN_CPI does not Granger Cause LN_TOP
0.4829	0.75650	- LN_TOP does not Granger Cause LN_CPI

(\*) تشير إلى أن المعلمة معنوية عند 10 % ، (\*\*) تشير إلى أن المعلمة معنوية عند 5 % ، (\*\*\*) تشير إلى أن المعلمة معنوية عند 1 % .

## خامساً: النتائج والتوصيات:-

### 1- النتائج:-

- وجود خلل هيكلي في التوزيع القطاعي للاستثمار الأجنبي المباشر الوارد إلى مصر، بالإضافة إلى تواضع نصيب مصر من الاستثمارات الأجنبية المباشرة الواردة إلى دول العالم، وكذلك إلى الدول النامية والدول العربية.
- وجود علاقة تكامل مشترك طويلة الأجل بين الاستثمار الأجنبي المباشر وسعر الصرف، ومن ثم يمكن قبول الفرض الأول للبحث.
- وجود علاقة سببية لكنها أحادية الاتجاه من سعر الصرف إلى الاستثمار الأجنبي المباشر. وهي علاقة ذات معنوية إحصائية عالية، ومن ثم يمكن قبول الفرض الثاني للبحث .
- وجود علاقة توازنية معنوية قصيرة الأجل تربط بين متغيرات النموذج. وهذا يعني أنه عندما ينحرف الاستثمار الأجنبي المباشر خلال المدى القصير فإنه يتصحح بنسبة 65% من هذا الانحراف في العام، وهذا يعني أن معدل الاستثمار الأجنبي المباشر يستغرق ما يقارب عام ونصف حتى يصل إلى قيمته التوازنية.
- توضح نتائج تقدير العلاقة بين متغيرات النموذج أن الناتج المحلي الإجمالي والأسعار الثابتة له التأثير الأكبر على تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر إلى مصر خلال فترة البحث، وذلك يؤكد أن الاستثمار الأجنبي المباشر يأتي في ركاب النمو الاقتصادي.
- سعر الصرف له أثراً إيجابياً على الاستثمار الأجنبي المباشر، بمعنى أن انخفاض في قيمة الجنيه المصري بمقدار 1% يؤدي إلى زيادة في الاستثمار الأجنبي الوافد إلى مصر بمقدار 7.5%.

### 2- التوصيات:-

- ضرورة العمل على الحفاظ على الاستقرار السياسي والاقتصادي عن طريق وضع خطة زمنية طويلة الأجل للسياسات الاقتصادية المستقبلية، والإفصاح المبكر عن تلك السياسات سواء المالية أو النقدية ، وضرورة التنسيق بين تلك السياسات بحيث تكون متسقة وغير متعارضة.
- وضع خريطة استثمارية طويلة الأجل توضح الأهداف الإستراتيجية والتنموية المستهدفة، وتوضح أيضاً الفرص الاستثمارية المتاحة وكذلك توزيع الاستثمار الأجنبي المباشر الوارد على القطاعات المختلفة، بالإضافة إلى وضع آلية لمتابعة الاستثمار.
- لا بد من الاستخدام الكفء لتسهيلات والإعفاءات الضريبية والجمركية، عن طريق ربط الحوافز والإعفاءات الممنوحة للمستثمر الأجنبي بتحقيقه للأهداف التنموية المنشودة (خلق نسبة معينة من فرص العمل الجديدة وتحقيق نسبة معينة من الصادرات.....الخ).

## سادساً: المراجع:

### المراجع العربية:

- 1- إنمار أمين، عبدالغفور حسن، مخاطر التغير في سعر الصرف في جذب FDI لعينة من الدولة، ورقة بحثية، المؤتمر العلمي الدولي السابع، جامعة الزيتونة، الأردن، 2007.
- 2- البنك المركزي ، التقرير السنوي، أعداد مختلفة، القاهرة، مصر.
- 3- البنك المركزي، المجلة الاقتصادية، أعداد مختلفة، القاهرة، مصر.
- 4- سامح مظهر القاضي، سياسات سعر الصرف وأثارها على نمط الواردات المصرية خلال الفترة (1983-2007)، رسالة دكتوراه، كلية التجارة، جامعة عين شمس، مصر، 2010.
- 5- عبدالحמיד صديق عبد البر، تقييم دور الاستثمار الأجنبي المباشر في التنمية الاقتصادية ودعم القدرة التنافسية للاقتصاد القومي، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، مصر، ع2، 2003.
- 6- على عبدالقادر علي، محددات الاستثمار الأجنبي المباشر، سلسلة جسر التنمية مج3، عدد 34، الكويت، 2004.
- 7- فايز عبدالهادي أحمد، الاستثمار الأجنبي المباشر: دراسة تطبيقية على مصر، مجلة البحوث الإدارية، القاهرة، المجلد 26، العدد 2، 2008.
- 8- فريد أحمد سليمان، مشكلات الاستثمار الأجنبي المباشر في الوطن العربي ووسائل التغلب عليها: دراسة مقارنة مع تجارب بعض الدول النامية الأخرى، رسالة دكتوراه، معهد البحوث والدراسات العربية، جامعة الدول العربية، 2006.
- 9- نادية لعلوحي، أثر تقلبات سعر الصرف على تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر- دراسة حالة الجزائر ، رسالة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلم التسيير، جامعة محمد خضير، بسكرة، الجزائر ، 2014.
- 10- وسيم جبر، دراسة وتحليل العوامل المؤثرة على عملية اجتذاب الاستثمار الأجنبي المباشر: دراسة مقارنة حالة الأردن ومصر واليمن، رسالة دكتوراه، كلية الدراسات الإدارية والمالية العليا، جامعة عمان العربية، الأردن، 2007.

### المراجع الأجنبية:

- 1- Durairaj Kumarsamy, Foreign Direct Investment and Exchange Rate in India, Al Barakat Journal of Finance and Management, Vol2, No4 , 2013.



- 2- Lily Jaratin, Exchange Rate Movement and Foreign Direct Investment in Asean Economies, International Economics Research, Article ID 320949, 2014.**
- 3- Masten, Callye R.M., The Impact of Exchange Rate Volatility on US Foreign Direct Investment in Latin America, Master thesis, University of Delaware, U.S, 2009.**
- 4- Osinubi, Tokunbo S. et al, Foreign Direct Investment and Exchange Rate Volatility in Nigeria, International Journal of Applied Econometrics and Quantitative Studies, Vol 62, 2004.**
- 5- Shinji, Takagi and Zongyingshi, Exchange rate Movement and Foreign direct investments (FDI): Japanese investment in Asia, Japan the World Economy, Vol 23, 2011.**
- 6- Ullah et al. Sami, Impact of Exchange rate Volatility on foreign direct investment: A case study of Pakistan, Pakistan Economic and Social Review, Vol 50, No.2, 2012.**
- 7- UNCTAD, World Investment Report, Various, Issues, New York.**