

## أثر السياسة النقدية على تدفقات الاستثمارات الأجنبية المباشرة إلى مصر

د. ماجد محمد يسرى الخربوطلى

مدرس الاقتصاد  
معهد مصر العالي للتجارة والحاسبات  
المنتدب بقسم العلوم الاقتصادية  
معهد الدراسات والبحوث البيئية  
جامعة عين شمس

### الملخص

تتنافس كافة الدول لزيادة نصيبها من تدفقات رؤوس الأموال الدولية، وان كان الاستثمار الأجنبي المباشر له أهمية خاصة لدى الدول النامية والاقتصادات الناشئة ومنها مصر، لمساهمة في تحسين معدلات النمو الاقتصادي وزيادة فرص التشغيل وتخفيف العبء على الموازنة العامة للدولة وسد الفجوة التمويلية، كما يمكن أن يكون له آثاره الإيجابية في معالجة الاختلال الهيكلي لاقتصادات الدول النامية، بالإضافة إلى المساهمة في رفع كفاءة الموارد البشرية من خلال نقل التكنولوجيا، وخلق مناخ من المنافسة للتحديث والتطوير، وقد يساهم أيضاً في تخفيف حدة التضخم من خلال إشباع الطلب الكلى، وقد أدى تزايد أهمية الاستثمارات الأجنبية المباشرة إلى سعى اغلب الدول لجذب أكبر قدر من هذه الاستثمارات الأمر الذي دفع العديد من الاقتصاديين إلى محاولة تفسير سلوك الاستثمار الأجنبي المباشر ومحدداته، وقد تناولت النظرية الاقتصادية الكلية تفسير الاستثمار الأجنبي المباشر من خلال تحليل خصائص الدولة المستقبلية للاستثمار، وقد أخضعت هذه الدراسة محددات الاستثمار المباشر إلى عوامل جذب وعوامل طرد، واعتبرت استقرار المتغيرات الاقتصادية الكلية من عوامل الجذب مفسرة ذلك إلى وجود تأثير كبير للمتغيرات النقدية على سلوك الاستثمارات الأجنبية المباشرة، وتحديد أثر عوامل الضعف ومواطن القوى تكمن كفاءة السياسات في إدارة التدفقات الأجنبية المباشرة في الاتجاه المستهدف لتحقيق النمو الاقتصادي وأهداف التنمية المستدامة.

الكلمات المفتاحية: الاستثمار الأجنبي المباشر في مصر، السياسة النقدية في مصر.

### إشكالية الدراسة

يعتبر النمو المتزايد لتدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر أحد أهم التغيرات الحديثة في الاقتصاد العالمي، وعلى الرغم من أن الوجهة الرئيسية لهذه التدفقات كانت إلى الدول المتقدمة فقد شهدت الدول النامية زيادة في تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر إليها، ومع ذلك نجد أن نصيب مصر من الاستثمارات الأجنبية المباشرة مقارنة بالاقتصادات العالمية ضئيل جداً، كما إن مصر لم تنجح في أن تصبح موقع جاذب للاستثمار الأجنبي المباشر مقارنة ببعض من الدول النامية، وهو ما يدفعنا إلى دراسة العوامل التي تؤثر في جذب الاستثمارات من خلال الإجابة على تساؤل مهم "هل يُعد استقرار متغيرات السياسة النقدية وتحسن مؤشراتهم محددًا مهمًا لجذب الاستثمارات الأجنبية المباشرة إلى مصر".

### فروض الدراسة

1- وجود علاقة ارتباط وذات دلالة معنوية بين تحسن مؤشرات ممرات السياسة النقدية وأهمها سعر الفائدة الحقيقي وسعر الصرف الحقيقي وزيادة تدفقات الاستثمارات الأجنبية المباشرة إلى مصر.

\* تم استلام البحث في يوليو 2018، وقبل للنشر في أغسطس 2018، وتم نشره في ديسمبر 2020.

© المنظمة العربية للتنمية الإدارية - جامعة الدول العربية، 2020، ص ص 111-126، (معرف الوثائق الرقمي): DOI: 10.21608/aja.2020.130786

- 2- وجود علاقة ارتباط ذات دلالة معنوية بين تحسن المؤشرات النقدية واهمها معدل التضخم، حجم الدين الخارجي، نسبة تغطية الواردات، وبين جذب المزيد من تدفقات الاستثمارات الأجنبية المباشرة إلى مصر.
- 3- وجود علاقة ارتباط تبادلية ذات دلالة معنوية بين تدفقات الاستثمارات الأجنبية المباشرة ومتغيرات السياسة النقدية.

### هدف الدراسة

تهدف الدراسة إلى اختيار مدى صحة الفروض السابقة بالإضافة إلى دراسة تطور الاستثمارات الأجنبية المباشرة وتحديد اهم المتغيرات النقدية الكلية المؤثرة في حجم تدفقات الاستثمارات الأجنبية المباشرة إلى مصر خلال فترة الدراسة، وبيان اثر السياسة النقدية على تطور تدفقات الاستثمارات الأجنبية المباشرة من خلال قنوات انتقال السياسة النقدية ومن أهمها معدل سعر الفائدة، ومعدل سعر الصرف، وكذا اثر اهم المؤشرات النقدية ومنها حجم الدين الخارجي ونسبة تغطية الواردات ومعدل التضخم. كما تهدف إلى التعرف على درجات التأثير التبادلي للاستثمار الأجنبي المباشر والمتغيرات النقدية.

### منهجية الدراسة

تبنى الدراسة منهجية علمية تقوم على أساس التحليل الاستقرائي واستخدام المنهج الوصفي التحليلي بجانب المنهج الكمي استناداً إلى صياغة نموذج انحدار لقياس تأثير المتغيرات النقدية على تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر إلى مصر من خلال برنامج حزم E\_VIEWS واستخدام تحليل التكامل المشترك بطريقة (ols) ومنهجية "Granger Causality Test" لتحديد اتجاه العلاقة بين المتغيرات المستخدمة بالإضافة إلى استخدام صيغة "Stepwise Regression"

### أولاً- الدراسات السابقة

**دراسة الخواجة: (1995):** اختبرت الدراسة قياس اثر محددات الاستثمار الخاص في مصر بشكل كمي باستخدام تحليل الانحدار المتعدد خلال فترة (1974-1992) وانتهت الدراسة إلى وجود علاقة طردية بين سعر الصرف والاستثمار وفسرت ذلك بان أسعار الصرف الحقيقية خلال مدة الدراسة اتجهت للانخفاض مما أدى إلى انخفاض الأسعار النسبية للواردات وارتفاع الأسعار النسبية للصادرات، كما أشارت النتائج إلى وجود علاقة طردية موجبة بين الائتمان الممنوح للقطاع الخاص وارتفاع معدلات الاستثمار الخاص. وبالنظر إلى الاستقرار الاقتصادي وعدم اليقين فجاءت بالتأثير السلبي على حجم الاستثمار حيث ثبت وجود علاقة عكسية واضحة بين معدلات التضخم المرتفعة ومستوى الاستثمار، وكذلك عبء الديون الخارجية جاء بالتأثير العكسي على الاستثمار الخاص.

**دراسة انبام وكريشنا (2002):** حيث قاما بتحليل محددات الاستثمار الأجنبي المباشر في بعض دول جنوب أفريقيا خلال الفترة الزمنية (1980-2000) واستنتجا أن تأثير الجهود المستدامة لدعم الاستقرار الاقتصادي والسياسي وتطبيق الإصلاحات الهيكلية الحيوية، يعدان ركنين رئيسيين وراء النجاح الذي حققته الدول الأفريقية محل الدراسة في جذب الاستثمار الأجنبي المباشر إليها، فضلاً عن دعم الديمقراطية والتخلص من الاضطرابات السياسية والاجتماعية، والاهتمام بالإصلاح الاقتصادي، والتي شكلت محددات رئيسية في جذب هذا النوع من الاستثمار، كذلك يعد تبني سياسات نقدية ومالية توفر سعر صرف مستقر وإزالة العوائق التي تعترض طريق القطاع الخاص، كل ذلك من شأنه زيادة تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر إلى أفريقيا.

**دراسة ايردال وتاتوجال (2002):** واهتمت الدراسة بالتركيز على محددات الاستثمار الأجنبي المباشر في تركيا خلال الفترة (1980-1998) باستخدام تحليل الانحدار. وتمثلت تلك المحددات في معدل النمو، والبنية التحتية، والانفتاح على العالم الخارجي، وسعر الصرف، وسعر الفائدة الحقيقي، وتوصل ايردال وتاتوجال إلى معنوية كل من معدل النمو، والبنية التحتية، والانفتاح على العالم الخارجي، وسعر الصرف، وعدم معنوية سعر الفائدة الحقيقي في التأثير على الاستثمار الأجنبي المباشر.

**دراسة (2004) Andres & Loza:** تم استخدام التحليل التجريبي لعوامل الاقتصاد الكلي في الأرجنتين من خلال سلسلة زمنية باستخدام تحليل التكامل المشترك خلال (1970-2000) وأشارت النتائج إلى أن التغير في إجمالي الناتج المحلي الإجمالي والائتمان الممنوح للقطاع الخاص له تأثيرًا إيجابيًا في نمو الاستثمارات المباشرة وعلى النقيض يأتي كلا من عدم الاستقرار في سعر الصرف والديون الخارجية والتضخم وتحرير التجارة بالتأثير السلبي على حجم الاستثمارات.

**دراسة مركز المعلومات ودعم اتخاذ القرار (2004):** هدفت الدراسة إلى تحليل وضع الاستثمارات الأجنبية المباشرة في مصر ومحدداتها وانتهت إلى أن الحوافز الضريبية ليست هي الدافع الوحيد لجذب الاستثمارات وان الاستقرار السياسي والاقتصادي من أهم المحددات الداخلية وسعر الفائدة العالمي أهم المحددات الخارجية.

**دراسة الشامي، (2008):** تناولت الدراسة تحديد نقاط القوى والضعف في البيئة الداخلية للاستثمار وتحديات جذب الاستثمارات وأكدت أن نجاح زيادة تدفقات الاستثمار إلى مصر يعتمد على البيئة الداخلية والسياسات الاقتصادية والاجتماعية وغير ذلك، كما تناولت الدراسة محددات الاستثمار الأجنبي من خلال وضع الحوافز اللازمة وتوفير بيئة العمل.

**دراسة ديمرهان وماسكا (2008):** قام باختبار مجموعه من العوامل كمحددات للاستثمار الأجنبي المباشر خلال الفترة (2000-2004) في مجموعه من الدول النامية (38 دولة)، باستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية. واستنتجت الدراسة أن حجم السوق والبنية التحتية الجيدة والانفتاح على العالم الخارجي والاستقرار الاقتصادي لهم تأثير موجب على تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر كذلك فان انخفاض معدلات الضريبة يجذب المزيد من تلك التدفقات.

**دراسة (2008) Ouattara:** واعتمدت الدراسة على نموذج التكامل المشترك وتصحيح الخطأ في تحديد اثر كلا من التضخم والضرائب والمديونية الخارجية على الاستثمارات الأجنبية في السنغال وجاءت النتائج لتؤكد أن هناك تأثير سلبي لتلك المتغيرات كما أكدت على أن عدم الاستقرار الخارجي وظاهرة عدم اليقين تؤثر بشكل سلبي وكبير على قرار استثمار.

**دراسة: (2008) Juthathip & Archanun:** قامت الدراسة بصياغة نموذج الاستثمار الخاص طبقا للنظرية الكلاسيكية الجديدة للاستثمار من خلال عدة معادلات باستخدام تحليل الانحدار بطريقة (OLS) الفترة (1960-2005)، وأكدت على أن توافر الائتمان المصرفي احد العناصر الحاكمة لزيادة الاستثمار وأشارت إلى وجود علاقة إيجابية بين كل من سعر الصرف والاستثمار وتبرر ذلك بانها تعكس طبيعة التصدير ونمو الاقتصاد في تايلاند كما أشارت إلى التأثير السلبي لارتفاع سعر الفائدة على الاستثمار.

**دراسة عبد الوهاب: (2016):** اهتمت الدراسة بدور سياسات إدارة التدفقات المالية في الاقتصادات الصاعدة مع التركيز على مصر وذلك في إطار المخاطر الكبيرة التي تتعرض لها الاقتصادات الصاعدة نتيجة تقلب تدفقات رؤوس الأموال الدولية وأيضاً تطرقت الدراسة إلى الأدوات المختلفة لإدارة التدفقات واستعراض بعض التجارب الدولية لإدارة تقلبات تدفقات رؤوس الأموال الدولية في كل من تركيا وكوريا الجنوبية، وفيما يخص فعالية السياسة المطبقة لإدارة تدفقات رؤوس الأموال الدولية في مصر انتهت الدراسة إلى أن سياسات إدارة تدفقات رؤوس الأموال الواردة لم تنجح في تقليل المخاطر المرتبطة بتلك التدفقات، وأوصت الدراسة بضرورة أن تستخدم تدفقات العملة الأجنبية للاستثمار في الأصول التي تولد عائداً بالعملة الأجنبية وان يتم توجيه الاقتراض بالعملة الأجنبية لتمويل الاستثمارات الموجهة لزيادة القدرة الإنتاجية للقطاعات الاقتصادية، وان يتم فرض ضوابط على رؤوس الأموال الخارجة من خلال استخدام قياسات اقتصادية كلية هيكلية ومالية مناسبة.

## ثانياً - التأسيس النظري

### 1- مفهوم الاستثمار الأجنبي المباشر Foreign Direct Investment

توجد عدة تعريفات للاستثمار الأجنبي المباشر، وقد تعددت التعريفات وفقاً لمصدر تعريفه. ويمكن تعريف الاستثمار بأنه "التغير في رصيد راس المال خلال فترة زمنية محددة" وعليه فانه على خلاف راس المال يمثل تدفقاً وليس رصيماً قائماً في نقطة زمنية محددة، وهذا يعني انه لابد من قياسه خلال فترة زمنية معينة (world Investment Report, IMF, 2009)

ووفقاً لتعريف صندوق النقد الدولي فقد عرف الاستثمار الأجنبي المباشر على أنه "تلك التدفقات النقدية التي تسعى الشركات الأجنبية بواسطتها إلى تملك حصص من أسهم رأس مال شركات وطنية في دول أخرى بما لا يقل عن 10% من تلك الأسهم بما يمكنها من التأثير في إدارة وصنع القرار لتلك الشركات الوطنية" (Duv, 2006) كما عرفته منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (OECD, 2008) بأنه "ذلك النوع من الاستثمار الذي يهدف لإنشاء مصلحة دائمة بين مؤسسة وطنية مقيمة في اقتصاد ما (المستثمر المباشر) ومؤسسة أخرى غير مقيمة (مؤسسة الاستثمار الأجنبي المباشر)، وتعني المصلحة الدائمة وجود علاقة طويلة الأجل بين المستثمر المباشر ومؤسسة الاستثمار الأجنبي المباشر عن طريق التأثير في صنع القرار ويتفق هذا التعريف مع ما ورد في دليل ميزان المدفوعات الجاري عن صندوق النقد الدولي (IMF, 2009).

كما يعرف الاستثمار الأجنبي المباشر من قبل مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية (UNCTAD, 2007) "بأنه استثمار ينطوي على علاقة طويلة المدى تعكس مصالح دائمة للمستثمر الأجنبي الذي يقوم بإدارة مشروع خارج حدود دولته ويعكس منفعه وسيطرة دائمتين للمستثمر الأجنبي أو الشركة الأم في فرع أجنبي قائم في دولة مضيضة غير تلك التي ينتمي إلى.

## 2- تفسير أهمية الاستثمار الأجنبي المباشر وفقاً للمدارس الاقتصادية المختلفة

أشار الفكر الكلاسيكي إلى أهمية الدور الذي يقوم به الاستثمار الأجنبي المباشر لتخفيف الفجوة بين الادخار والاستثمار في الدول المضيضة، كما إن معدل النمو الاقتصادي يتحدد وفقاً لتفسيرهم بالتقدم التكنولوجي (عبيد، 2002). في حين ركز الفكر الكينزي على جانب الطلب الكلي وإن أي تغيير في حجم الإضافات ومنها الاستثمار يكون له أثر مباشر على حجم الطلب الكلي وبالتالي في حجم الناتج، كما برزت أهمية الاستثمار الأجنبي المباشر في تحفيز النمو عند محاولة كلا من (Harroda & Domar) ويفترض النموذج أنه لتحقيق تزايد معدلات النمو تأتي أهمية إضافة استثمارات على مخزون رأس المال الإنتاجي، ويُعد مفهوم معادل رأس المال/ الناتج من المفاهيم الأساسية في توزيع HARRD واستطاع (سولو) بناء نموذج جديد لقياس النمو الاقتصادي أطلق عليه المنهج المحاسبي للنمو والذي استطاع من خلاله معاملة الاستثمار الأجنبي المباشر باعتباره عنصراً جديداً أضيف إلى دالة الإنتاج (عبيد، 2002). إن خلاصة التحليل النيوكلاسيكي في علاقة الاستثمار الأجنبي المباشر بالنمو الاقتصادي في الدول المضيضة تؤكد على أهمية دور الاستثمار المباشر في تحفيز النمو الاقتصادي من خلال: تعويض الدول المضيضة عن نقص المدخرات المحلية، وتحفيز الاستثمار المحلي، وزيادة الإنتاجية الكلية، وأحداث التقدم التكنولوجي في الدول المضيضة.

في حين اهتم التحليل الحديث بالبحث في العلاقة بين التقدم التكنولوجي والنمو وهو ما دفع بالعديد من الكتاب الاقتصاديين مثل (Romer, 1995)، (Lucas, 1988) إلى توضيح دور وأهمية الاستثمار الأجنبي المباشر وعلاقته بعوائد التقدم التكنولوجي والاستثمار المحلي وتطوير الموارد البشرية (الخواجة، 1995) وهو ما أكد عليه (رومر) من أن تحسين الجودة يتم من خلال تدعيم أنشطة البحث والتطوير وأخذ الأدوات لذلك هو الاستثمار الأجنبي المباشر بينما افترض (لوكس) أن الاستثمار في راس المال البشري له آثار غير مباشرة على النمو المستدام عن طريق الاستثمارات الأجنبية المباشرة والتي تساهم في تدفق التكنولوجيا بالإضافة إلى تحفيز النمو الاقتصادي وبالتالي يعتبر نقل التكنولوجيا أهم آلية تترجم التأثير الإيجابي للاستثمار الأجنبي المباشر على الاقتصاديات النامية المضيضة.

## 3- محددات الاستثمار الأجنبي المباشر في النظرية الاقتصادية

أدى تزايد أهمية الاستثمارات الأجنبية المباشرة إلى سعى اغلب الدول لجذب أكبر قدر من هذه الاستثمارات الأمر الذي دفع العديد لمحاولة تفسير سلوك الاستثمار الأجنبي المباشر ومحدداته واهتم صانعو السياسات بتحديد العوامل المؤثرة وأهمها الحوافز والتسهيلات ولكن من الخطأ اعتبار أن تعدد وتنوع الحوافز تؤدي بالضرورة إلى زيادة حجم الاستثمارات الأجنبية بل إنه يتوقف على عوامل أخرى (Gaber, M. A. and Gawad, 2013)

وهي العوامل المؤثرة على تدفقات الاستثمارات الأجنبية المباشرة والتي تنقسم إلى عوامل جذب (داخلية) بالدول المضيضة وطرد (خارجية) خاصة بالبيئة الدولية (Feng yin and Mingqueye, 2014).

ومن أهم المحددات الداخلية (عوامل الجذب): مدى توافر الموارد البيئية الأساسية والمعلوماتية، حجم السوق القدرة الاستيعابية للبلد المضيف، الحرية الاقتصادية ودرجة الانفتاح على العالم الخارجي، درجة الاستقرار السياسي وسهولة الإجراءات واستقرار التشريعات، العائد الاستثماري.

**المحددات الخارجية:** تزايدت أهميتها مع تزايد اتجاه الاقتصادات القومية لتصبح أكثر اندماجاً في الاقتصاد العالمي وخاصة مع تزايد الاتفاقيات الدولية الثنائية ومتعددة الأطراف معا في إطار منظمة WTO كما تؤثر السيولة العالمية والتي تقاس بنسبة متوسط معدلات الفائدة الحقيقية دوراً في إدارة تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر (Arabatliy, 2011) كما إن معدل النمو الحقيقي في الدول المصدرة للاستثمار الأجنبي المباشر يلعب دوراً في زيادة الاستثمار إلى الدول المضيفة له حيث يخلق هذا المعدل فرصاً للتوسع في الأسواق الدولية الناهضة والنامية (Addison, 2003).

#### 4- استقرار السياسة النقدية احد محددات الاستثمارات الأجنبية المباشرة:

تعتبر السياسة النقدية احد اهم السياسات الاقتصادية الكلية التي تؤثر في النشاط الاقتصادي بصفة عامة، كما تشير النظرية الاقتصادية إلى أن استقرار متغيرات السياسة النقدية له دور هام في جذب المزيد من التدفقات المالية الدولية وأهمها الاستثمارات الأجنبية المباشرة حيث يتم استخدام درجة استقرار متغيرات السياسة النقدية كأحد الوسائل للتعبير عن مستوى البيئة الاقتصادية، وتؤثر السياسة النقدية على إدارة التدفقات المالية الدولية من خلال عدة "ممرات" يطلق عليها قنوات انتقال السياسة النقدية ومن اهم هذه القنوات: سعر الفائدة الحقيقي، سعر الإقراض، معدل التضخم، عدد أشهر الواردات التي تغطيها الاحتياطيات الدولية، نسبة الديون الخارجية إلى الناتج المحلي الإجمالي، بالإضافة إلى قناة التوقعات والمعلومات، وبالتالي فإن السيطرة على معدلات التضخم، وعجز ميزان المدفوعات، وزيادة معدلات النمو الاقتصادي تساهم في زيادة التدفقات المالية من الاستثمارات الأجنبية المباشرة، كما يساعد التصنيف الائتماني للدولة من قبل المؤسسات الدولية على جذب المزيد من تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر كما تؤثر نسبة الاحتياطي الدولي إلى الواردات على التدفقات الواردة حيث تعكس زيادة تلك النسبة استقرار الأوضاع النقدية كما إن سعر الفائدة يعتبر احد المحددات الهامة في قرار الاستثمار، بالإضافة إلى أن استقرار أسعار الصرف يعتبر محدد ضروري لكونها دالة على الاستقرار النقدي والاقتصادي.

#### ثالثاً - معدل نمو تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر في مصر والعالم

##### 1- تطور تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر في العالم:

شهدت التدفقات المالية نموا ملحوظا مع بداية الثمانينات من القرن الماضي، وخلال فترة الدراسة، وان تخلصها تقلبات بسبب الأزمة المالية العالمية عام (2007-2008) وأصبحت الحكومات تتنافس مع بعضها البعض لجذب المزيد من تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر واشترك في ذلك جميع الدول مع اختلاف التصنيف من حيث مستوى التقدم الاقتصادي.

وفي إطار تحليلنا للبيانات بجدول (1) يمكن تقسيم فترة الدراسة إلى ثلاثة مراحل، المرحلة الأولى: (2000-2004) حيث شهدت هبوطا حادا ومنتاليا إجمالي التدفقات من الاستثمارات الأجنبية المباشرة على مستوى العالم وتحقيق معدلات نمو سالبة، أما المرحلة الثانية: (2004-2008) والتي شهدت نموا ملحوظا بلغ أعلى معدلاته نحو 50% عام (2006) وهو أعلى معدل خلال فترة الدراسة وشهدت تلك المرحلة اتجاه تصاعدي لنمو التدفقات من الاستثمار الأجنبي المباشر على مستوى العالم وذلك حتى قبل حدوث الأزمة المالية العالمية حيث بدأ الانكسار في العامين (2008-2009) وتحقيق معدلات نمو سالبة إلى أن بدأت مرحلة التعافي خلال المرحلة الثالثة (2009-2016) وان كانت شهدت تذبذبا خلال تلك المرحلة، وعلى الرغم من أن الاقتصادات المتقدمة أكثر جذبا واستيعابا للاستثمارات الأجنبية المباشرة عنها في الاقتصادات النامية حيث بلغ متوسط نسبة تدفقات الاستثمارات الأجنبية المباشرة إلى الاقتصادات المتقدمة حوالي 60% من إجمالي التدفقات خلال الفترة مقابل حصول الاقتصادات النامية على حوالي 38% من إجمالي التدفقات خلال الفترة وحوالي 2% للاقتصادات الانتقالية، إلا إن هناك تطورا ملحوظا في قدرة الدول النامية على جذب المزيد من الاستثمارات الأجنبية المباشرة على حساب حصة الدول المتقدمة، وبخاصة بعد الأزمة المالية العالمية، حيث ارتفع نصيب الدول

جدول رقم (1)  
تطور تدفقات الاستثمار الاجنبي المباشر عالميا

القيمة بالمليار دولار

سنوات	تدفقات الاستثمار الاجنبي المباشر في العالم	معدل النمو %	الاقتصادات المتقدمة			الاقتصادات النامية		
			التدفقات	معدل النمو %	من العالم %	التدفقات	معدل النمو %	من العالم %
2000	1363.1	-----	1125.2	-----	82.5	232.2	-----	17.4
2001	684	-49	460.7	-59	67.3	215.6	-7.1	31.5
2002	591.2	-13	414.6	-10	70.13	166.7	-22.6	28.2
2003	552.1	-6.6	337.7	-18.5	61.1	196.3	17.7	35.5
2004	681.3	23.4	389.5	15.3	57.1	264.1	34.5	38.7
2005	926.3	35.9	565.4	45.16	61.04	333.2	26.1	35.9
2006	1390.7	50.1	930.2	64.5	66.8	407.9	22.4	29.3
2007	1870.6	34.5	1255	34.92	67.09	531.8	30.3	28.4
2008	1489.6	-20.3	787.8	-37.2	52.8	590.7	11.08	39.6
2009	1128.2	-24.2	652.3	-17.2	53.1	471.8	-20.1	41.8
2010	1320.1	17	673.2	3.2	51	587.3	24.4	44.5
2011	1511.8	14.4	827.04	22.8	54.7	687.5	17.07	45.4
2012	1402.9	-7.2	678.7	-17.9	48.3	670.9	-2.4	47.8
2013	1467	4.5	696.9	2.69	47.5	674.6	.56	45.9
2014	1228.7	16.2	498.8	-28.4	40.6	703.7	4.3	57.2
2015	1762.2	43.4	962.5	92.9	54.6	752.3	6.91	42.6
2016	1678.4	-4.7	1032.3	7.26	61.5	646.1	-14.12	38.5

المصدر: تم اعداد الجدول بواسطة الباحث باستخدام بيانات UNCTAD

النامية من إجمالي التدفقات بشكل متتالي إلى أن بلغ أعلى معدلاته عام 2014 حيث حقق 57.2% مقابل 17.04% عام 2000 في حين انخفض نصيب الدول المتقدمة من 82.5% عام 2000 إلى 40.6% عام 2014، وقد تلاحظ أن اختلاف التوزيع النسبي لصالح الدول النامية قد بدا واستمر بعد الأزمة المالية العالمية مما قد يفسر بأنه تغيير في توجه الاستثمارات الأجنبية المباشرة لصالح الاقتصادات الناشئة والنامية، وهو ما يتيح الفرصة أمام الدول النامية بانتهاج سياسات تحفيزية وتوفير مناخ جاذب للاستثمارات الأجنبية المباشرة خلال المرحلة القادمة.

2- تطور تدفقات الاستثمارات الأجنبية المباشرة إلى مصر:

على الرغم من تزايد الوزن النسبي للدول النامية من إجمالي تدفقات الاستثمارات الأجنبية المباشرة خلال المرحلة الأولى من

الدراسة (2004-2000) إلا أن مصر لم تجتذب إلا قدرًا قليلًا من تلك الاستثمارات، الأمر الذي يمكن إرجاعه إلى الإجراءات التي اتبعتها الحكومة المصرية خلال تلك الفترة حيث اتبعت الحكومة سياسات انكماشية، كما شهد الاقتصاد المصري مجموعه من الأزمات الدولية منها أزمة دول جنوب شرق آسيا، أحداث سبتمبر 2001، وأثرت تلك الأزمات سلبًا على تدفقات الاستثمارات الأجنبية، كما تميزت تلك المرحلة بزيادة الضغوط على سعر الصرف الحقيقي نتيجة لزيادة الطلب على النقد الأجنبي مما أثر سلبًا على الاحتياطات الدولية وأعلنت الحكومة سياسة تحرير سعر الصرف عام 2003.

بدأت الحكومة المصرية اعتبارًا من عام 2004 انتهاج سياسات توسعية هدفت خلالها زيادة معدلات النمو ومحاولة جذب مزيد من الاستثمارات الأجنبية المباشرة لزيادة فرص التشغيل وزيادة تكوين رأس المال المحلي وتحسين التكنولوجيا ونقل الخبرات بهدف حفز وتنويع الصادرات المصرية وذلك في إطار حزمه من السياسات المالية والنقدية، وفي إطار هذه الجهود كان أنشاء أول وزارة للاستثمار في مصر عام 2004 لإزالة كافة معوقات الاستثمار وتوحيد الجهود التي تبذل في سبيل جذب مزيد من التدفقات النقدية وأهمها الاستثمارات الأجنبية المباشرة. وتدلنا بيانات جدول (2) على تعرض التدفقات النقدية من الاستثمارات الأجنبية المباشرة إلى تقلبات حاده صعودًا وهبوطًا خلال الفترة، حيث شهدت تذبذبًا خلال المرحلة الأولى (2004-2000) مع انخفاض الوزن النسبي لنصيب مصر من الاستثمارات الأجنبية المباشرة مقارنة بالدول النامية، في حين شهدت الفترة (2004-2010) نموًا طرديًا وملحوظًا حيث شهدت الفترة أعلى قيمة لصافي التدفقات من الاستثمارات الأجنبية المباشرة بلغت 13.2 مليار دولار للعام (2007-2008) كما ارتفع الوزن النسبي لنصيب مصر من تدفقات الاستثمارات الأجنبية المباشرة بالنسبة للدول النامية إلى 2.2% وهي أعلى نسبة خلال فترة الدراسة، أيضًا شهدت الفترة تحقيق أعلى معدل نمو لصافي الاستثمارات الأجنبية المباشرة بلغ نحو 80.8% للعام (2006-2007) كما أيضًا ارتفع مساهمة صافي الاستثمارات الأجنبية المباشرة إلى الناتج المحلي الإجمالي ليبلغ أعلى معدلات خلال الفترة 8.48%

جدول رقم (2)  
تطور تدفقات الاستثمار الاجنبي المباشر إلى مصر (2001-2016)

معدل نمو صافي الاستثمارات الأجنبية المباشرة %	صافي الاستثمارات الأجنبية المباشرة إلى الناتج المحلي الاجمالي %	الناتج المحلي الاجمالي بالاسعار الجارية (مليار دولار)	نسبة من الاقتصادات النامية %	صافي الاستثمارات الأجنبية المباشرة (مليار دولار)	سنوات
—	.55	78.8	.26	.428	2002/2001
63.5	.85	82.9	.36	.7	2003/2002
41.8-	.52	78.8	.16	.407	2004/2003
858	4.34	89.96	1.17	3.9	2005/2004
56.6	5.69	107.4	1.5	6.11	2006/2005
80.8	8.48	130.4	2.08	11.05	2007/2006
19.7	8.13	162.8	2.24	13.23	2008/2007
38.7	4.3	188.9	1.72	8.11	2009/2008
16.7-	3.09	218.8	1.15	6.75	2010/2009
67.7-	.093	236	.32	2.18	2011/2010
81.6	1.42	279.3	.59	3.96	2012/2011
5.31	1.3	288.5	.56	3.75	2013/2012
11.2	1.37	305.5	.6	4.17	2014/2013
52.7	1.92	332.7	.85	6.37	2015/2014
7.2	2.06	332.9	1.06	6.83	2016/2015

المصدر: تم اعداد الجدول بواسطة الباحث باستخدام بيانات: النشرة الإحصائية الشهرية، قطاع البحوث الاقتصادية، البنك المركزي المصري، وقاعدة بيانات البنك الدولي.

للعام (2006-2007) وذلك رغم انخفاض معدلات نمو التدفقات من الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الاقتصادات النامية خلال تلك الفترة، كما لم نشهد تغيرات ملحوظة في الوزن النسبي للدول النامية بالنسبة للدول المتقدمة خلال تلك الفترة حيث تراوحت النسبة في حدود 35% للدول النامية مقابل 60% تقريبا للدول المتقدمة، وقد يفسر ذلك الاتجاه التصاعدي في جذب المزيد من الاستثمارات الأجنبية المباشرة للاقتصاد المصري بفعل حزمه السياسات التوسعية التي اتبعتها الحكومة المصرية في تلك المرحلة، حيث تحسن وضع الاقتصاد الكلي بشكل عام بالإضافة إلى تحسن التصنيف الائتماني لمصر من قبل المؤسسات الدولية والذي لم يتغير حتى بعد حدوث الأزمة المالية العالمية خاصة مع تحقيق معدلات نمو موجبة للاحتياطيات الدولية والتي بلغت أعلى معدل لها خلال فترة الدراسة عام (2009-2010) حيث بلغ حجم الاحتياطي الدولي 35.2 مليار

دولار كما هو مبين بجدول (3)، كما توضح البيانات من جدول (2) التأثير الإيجابي بتدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر إلى مصر خلال فترة الدراسة حيث كان لها اثر إيجابي على النمو الاقتصادي معبرا عنه بمعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي بسعر السوق وأيضًا بنسبة صافي الاستثمارات الأجنبية المباشرة إلى الناتج المحلي الإجمالي والتي بلغت أعلى معدلاتها خلال الفترة (2006-2007)، كذلك تم تخفيض تدريجي لسعر الإقراض ليصل إلى أقل معدلاته خلال فترة الدراسة 11.01 عام (2010)، كما انخفض سعر الفائدة على الإيداع ليسجل أقل معدلاته خلال الفترة 6.02% عام (2006)، في حين انخفض سعر الفائدة الحقيقي نسبة أكبر ليحقق معدل سلبي هو الأقل خلال الفترة 0.8- عام (2007) إلى أن شهدت الفترة الأخيرة من الدراسة (2011-2016) تقلبات حادة جدا، بدأت بتدهور شديد في معدل نمو صافي الاستثمارات الأجنبية المباشرة لتحقيق معدلات نمو سالبة بلغت (-67.77) عام 2010-2011 هي الأقل خلال فترة الدراسة متأثرة بخروج الاستثمارات بفعل الاضطرابات السياسية وعدم الاستقرار الأمني والاقتصادي ولظروف عدم اليقين والتوقعات السلبية عقب ثورة يناير 2011، وكذلك القت الأحداث بأثارها السلبية على قدرة الاقتصاد المصري على جذب المزيد من الاستثمارات وندلل على ذلك بان تلك المرحلة (2011-2016) شهدت تحقيق أعلى نسبة استحواذ لمجموعه الاقتصادات النامية بالنسبة للاقتصادات المتقدمة من إجمالي التدفقات من الاستثمار الأجنبي المباشر عالميا حيث بلغت (47.8%) عام 2012 وهي الأعلى خلال فترة الدراسة وفي عام 2013-2014 عاد الاتجاه التصاعدي لتدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر إلى مصر حيث ارتفعت صافي التدفقات عام 2014-2015 إلى (6.3) مليار دولار محققة معدل نمو بلغ (52.7%) هو الأعلى خلال الفترة (2011-2016).

وفيما يخص أثر ممرات السياسة النقدية على تطور التدفقات من الاستثمارات الأجنبية المباشرة تؤكد النظرية الاقتصادية على أن القروض الخارجية تستخدم في تمويل النفقات العامة، والتي تؤدي بدورها إلى إحداث آثار توسعية على المتغيرات الاقتصادية الكلية، خاصة إذا ما استخدمت لتمويل استثمارات منتجة، كما إن استخدامها لتمويل نفقات اجتماعية كخدمات صحية وتعليمية ذات تأثير إيجابي على الناتج، ولكن من ناحية أخرى نجد أن سداد أعباء هذا الدين يؤدي إلى مزاحمة التمويل المخصص للاستثمارات كما يؤدي إلى رفع سعر الفائدة وزيادة الضرائب وتقليل العوائد على

الاستثمارات. حيث إن ارتفاع الدين الخارجي يؤدي إلى خلق مناخ من عدم التأكد مما يعوق جذب الاستثمارات، كما إن ارتفاع الدين الخارجي يؤدي إلى عدم تأكد مناخ الاستثمار مما يجعل الاستثمارات تتركز في قطاعات سريعة الربحية بعيدة عن القطاع الاجتماعي "التعليم، الصحة". كما تنشأ العلاقة بين الدين والتضخم وذلك نتيجة لتمويل الإنفاق العام بالدين الخارجي مما يؤدي إلى مزيد من طبع النقود لتعقيم التدفقات الخارجة، كما انه انطلاقاً من أن التضخم ظاهرة نقدية فان زيادة الدين الخارجي يؤدي إلى زيادة المعروض النقدي، كما يؤدي تمويله للمشروعات الاستثمارية إلى زيادة الإنفاق زيادة جانب الطلب ومن ثم رفع الأسعار، ومن ناحية أخرى فان استخدام سعر الفائدة كأحد أدوات السياسة النقدية للتأثير على النمو والاقتصاد وجذب المزيد من الاستثمارات في إطار السياسة النقدية التوسعية التي اتبعتها الحكومة المصرية خلال الفترة (2004-2010) أدى إلى خفض سعر الفائدة من ثم ندهور سعر الصرف مما ألقى بضغط على الاحتياطي النقدي في محاولة للسيطرة على تدهور سعر الصرف، خاصة وان التغير غير متوقع في سعر الصرف من اهم مصادر عدم التأكد التي تواجه المستثمر في الاقتصادات النامية حيث يؤثر على تكلفة الاستثمار وهامش الربحية المتوقعة لذلك فان مستوى الاستثمارات الأجنبية المباشرة يتأثر بتقلب أسعار الصرف والتضخم، من ناحية أخرى فانه في ظل ظروف عدم التأكد تضيف البنوك تكلفة تأمين المخاطر الغير متوقعة على سعر الفائدة وبذلك تزداد تكلفة الإقراض مما يزيد من التكاليف الاستثمارية ومن ثم التأثير سلباً على قرار الاستثمار.

## جدول رقم (3)

## مؤشرات السياسة النقدية في مصر خلال الفترة (2000-2016)

سنوات	الدين الخارجي (مليار دولار)	إجمالي الدين الخارجي إلى الناتج المحلي الإجمالي %	متوسط سعر الفائدة على الإقراض %	متوسط سعر الفائدة على الإيداع %	متوسط معدل التضخم %	الاحتياطات الدولية (مليار دولار)	عدد شهور الوردات الحقيقي	سعر الفائدة الحقيقي
2003/2002	29.39	42.5	13.52	8.23	13.17	14.8	12	6.33
2004/2003	29.87	38.1	12.38	7.73	15.3	14.7	9.7	1.53
2005/2004	28.94	31.1	12.04	7.73	4.4	11.3	10.05	6.52
2006/2005	29.59	27.6	12.60	6.02	7.64	22.9	9.2	4
2007/2006	29.89	22.8	12.51	6.10	9.4	28.5	8.2	-0.08
2008/2007	33.89	20.1	12.23	6.58	18.32	34.5	7.8	-1.11
2009/2008	31.53	16.9	11.98	6.49	11.76	31.3	7.6	-0.72
2010/2009	33.69	15.9	11.01	6.23	11.3	35.2	8.4	-0.82
2011/2010	34.9	15.2	11.03	6.7	10.05	26.5	5.2	-0.15
2012/2011	34.38	12.4	12	7.6	7.12	15.5	3.2	-0.27
2013/2012	43.23	16.3	12.29	9.25	8.7	14.9	3.5	
2014/2013	46.06	15.4	11.71	8.25	10.67	16.6	3.47	
2015/2014	48.06	14.8	10.63	9.25	9.65	20.08	3.75	
2016/2015	55.7	18.1	13.6	9.25	12	19.04	3.6	

المصدر: تم إعداد الجدول بواسطة الباحث باستخدام بيانات: النشرة الإحصائية الشهرية، قطاع البحوث الاقتصادية، البنك المركزي المصري، قاعدة بيانات صندوق النقد الدولي، قاعدة بيانات البنك الدولي.

وتدلنا بيانات الجدول رقم (3) على تذبذب متوسط معدل التضخم خلال فترة الدراسة محققة أقل مستوياتها عام 2004-2005 حيث بلغت (4.4%) مقابل (18.3%) عام 2007-2008 وهو ما يعد أعلى متوسط خلال الفترة، ووفقاً للنظرية الاقتصادية فان زيادة معدل التضخم يؤدي إلى الحد من الائتمان ومن ثم الاستثمار من ناحية أخرى فان انخفاض سعر الفائدة والذي يعد احد عناصر جذب الاستثمار شهد تراجعاً من بداية الفترة وانخفاضاً ملحوظاً خلال الفترة (2005-2010) في حين لم ينخفض متوسط سعر الفائدة على الإقراض بذات المعدل، ومن منطلق ثلوث الاستحالة فإن استقلال السياسة النقدية يرتبط بإدارة التدفقات النقدية ومن بينها الدين الخارجي، وفي حين تقوم السياسة النقدية بالتأثير على سعر الفائدة وحجم المعروض النقدي، فإن ذلك يؤثر تبعاً على حجم الدين العام الخارجي. ومن ثم فن إدارة الدين الخارجي لا ينبغي أن تتم بمعزل عن السياسة النقدية.



## رابعاً - تحديد المتغيرات وتقدير دالة النموذج

### 1- المنهجية المستخدمة في النموذج:

يقوم النموذج باختبار العلاقات المتبادلة بين مجموعه من المؤشرات الاقتصادية الكلية للسياسة النقدية وبين صافي الاستثمارات الأجنبية المباشرة (FDI) وتتمثل اهم تلك المتغيرات فيما يلي معدل التضخم (INF) سعر الصرف الحقيقي (REX) عدد شهور الواردات التي تغطيها الاحتياطات الدولية (NIR) إجمالي الدين الخارجي (EXD) وتمشيًا مع التوجهات الحديثة في تحليل السلاسل الزمنية، والتي كان لها الدور البارز في جعل العلاقات الاقتصادية قابلة للقياس والتحليل الكمي، سيتم إجراء الاختبار والتعرف على شكل واتجاه العلاقة السببية بين صافي الاستثمارات الأجنبية المباشرة وأهم المؤشرات السياسية النقدية باستخدام Granger Causality Test لمعرفة ما إذا كان هناك علاقة سببية ثنائية الاتجاه بين الاستثمار الأجنبي المباشر وأهم المؤشرات الاقتصادية المختارة (المتغيرات المستقلة) أم إنها علاقة في اتجاه واحد، وقبل إجراء الاختبار لابد من صياغة النموذج الملائم وتوصيف متغيرات الدراسة.

### 2- الفترة الزمنية للنموذج

تم تقدير النموذج باستخدام سلسلة زمنية للبيانات خلال الفترة (2000-2016) وذلك لضرورة وجود عدد كبير من المشاهدات اللازمة للحفاظ على دقة وجوده النتائج الإحصائية للنموذج، كذلك يتفق اختيار فترة الدراسة مع التطورات والأحداث الاقتصادية المحلية والدولية التي شهدتها تلك الفترة وانهاء الدولة المصرية لمجموعه من السياسات الاقتصادية المتباينة بدأت بسياسة الإصلاح الاقتصادي ثم سياسات توسعية اعتبارًا من عام (2004)

### 3- توصيف المتغيرات وصياغة النموذج

تعد مؤشرات السياسة النقدية المتغيرات المستقلة، والتي يفترض أن يكون لها تأثير معنوي على جذب المزيد من الاستثمار الأجنبي المباشر وهو المتغير التابع، ويمكن التعبير رياضياً عن الصيغة المقدره للنموذج أو الشكل الخطي للمعادلة بالمعادلة الآتية:

$$L FDI = B_0 + B_1 \text{ LOG INF} + \text{LOG B2 LOG REX} + B_3 \text{ LOG NIR} + B_4 \text{ LOG EXD} + U$$

- (L FDI) يعبر عن المتغير التابع: صافي الاستثمارات الأجنبية المباشرة بالمليار دولار

أما المتغيرات المستقلة فيمكن التعبير عنها على النحو التالي:

- (L INF) → يشير إلى معدل التضخم

- (L NIR) → يشير إلى عدد اشهر الواردات إلى تغطيتها الاحتياطات الدولية

- (L EXD) → يشير إلى إجمالي الدين الخارجي

- (L REX) → يشير إلى متوسط سعر الصرف الحقيقي

- (U) → يشير إلى المتغير العشوائي (Residual)

### 4- مصادر البيانات

المتغير التابع: صافي الاستثمارات الأجنبية المباشرة بالمليار دولار، تم الحصول على قيم هذا المتغير من بيانات النشرات الإحصائية الشهرية، قطاع البحوث الاقتصادية، البنك المركزي المصري، سلسلة زمنية ربع سنوية الأعداد من (45) ديسمبر 2000 إلى (236) نوفمبر (2016).

المتغيرات المستقلة: تم الحصول على بيانات المتغيرات المستقلة من الإحصائيات الصادرة عن الجهات الدولية واهمها قاعدة بيانات البنك الدولي، صندوق النقد الدولي، بالإضافة إلى النشرات الإحصائية، الجهاز المركزي للتعبئة العامة والإحصاء، وأيضًا النشرات الإحصائية البنك المركزي المصري.

## 5- الإطار التحليلي وإجراء الاختبار

### جدول رقم (4) توصيف متغيرات الدراسة

LEXD	LREX	LINF	LNIR	FDI	
35121.70	6.04	10.79	6.56	1347.89	Mean
33063.50	5.86	10.85	7.60	1215.50	Median
55764.00	7.93	22.00	10.60	4800.00	Maximum
23961.00	4.64	3.00	3.10	-858.00	Minimum
7099.51	0.77	4.01	2.72	1105.10	Std. Dev.
1.14	0.62	0.58	-0.03	0.82	Skewness
3.45	3.23	3.83	1.33	3.78	Kurtosis
12.71	3.67	4.73	6.55	7.62	Jarque-Bera
0.00	0.16	0.09	0.04	0.02	Probability
56.00	56.00	56.00	56.00	56.00	Observations

المصدر: تم اعداد الجدول بواسطة الباحث، وبالتعاون مع معهد الدراسات والبحوث الإحصائية، مركز الدراسات والاستشارات الإحصائية القياسية، جامعة القاهرة

### جدول رقم (5) مصفوفة الارتباط

REX	EXD	NIR	INF	FDI	Variable
				1.0000	FDI
				-----	
			1	-0.1236	INF
			-----	0.3685	
		1	-0.0002	0.0453	NIR
		-----	0.9986	0.7428	
	1	-0.7444	0.1267	0.1172	EXD
	-----	0.0000	0.3566	0.3941	
1	0.782096	-0.5611	-0.1415	0.1811	REX
-----	0	0.0000	0.3029	0.1858	

المصدر: تم اعداد الجدول بواسطة الباحث، وبالتعاون مع معهد الدراسات والبحوث الإحصائية، مركز الدراسات والاستشارات الإحصائية القياسية، جامعة القاهرة

### جدول رقم (6) نتائج اختبار استقرار السلاسل الزمنية (Unit Root Test Stationarity)

Prob.*	t-Statistic	Prob.*	t-Statistic	Variable
		0.000	-6.403	FDI
		0.0000	-7.5834	INF
	D(NIR)			
0.000	-6.798584	0.0721	-2.7515	NIR
		0.02	-3.2922	EXD
		0.00000	-5.82923	REX

المصدر: تم اعداد الجدول بواسطة الباحث، وبالتعاون مع معهد الدراسات والبحوث الإحصائية، مركز الدراسات والاستشارات الإحصائية القياسية، جامعة القاهرة

يتضح من جدول (4) أن متوسط لوغاريتم الاستثمار الأجنبي المباشر بلغ 1347.9 وبلغت أقصى قيمة له 4800، وبلغت أقل قيمة له 858. كما يتضح أيضا أن متوسط لوغاريتم عدد أشهر الواردات التي تغطيها الاحتياطات الدولية بلغ 6.5 وقد بلغت أقصى قيمة له 10.6 وأدنى قيمة له 3.1. كما بلغ متوسط لوغاريتم معدل التضخم 10.79 وقد بلغت أقصى قيمة له 22 وأدنى قيمة له 3. كما بلغ متوسط لوغاريتم سعر الصرف 6.04 وبلغت أقصى قيمة له 7.93 وأدنى قيمة له 4.64. وعن لوغاريتم متوسط الدين الخارجي فقد بلغ 35121.7 وبلغت أقصى قيمة له 55764 وأدنى قيمة له 23961. وأيضًا تعكس نتائج التحليل الإحصائي من خلال الانحراف المعياري أن كلا من لوغاريتم الاستثمار الأجنبي المباشر والتضخم هما أكثر المتغيرات تقلبا مقارنة بباقي متغيرات الدراسة.

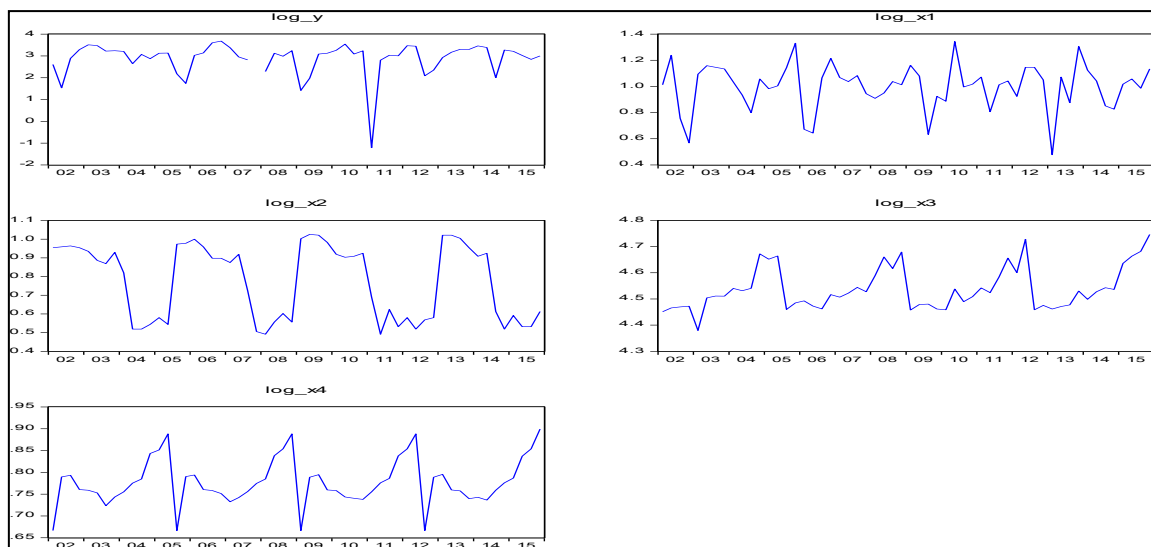
لإيجاد العلاقة بين متغيرات الدراسة تم تطبيق مصفوفة معامل الارتباط بين المتغيرات، واتضح لنا من تحليل بيانات الجدول رقم (5) أن العلاقة بين الاستثمارات الأجنبية المباشرة ومعدل التضخم بلغت -0.1236 وهي درجة ضعيفة وسالبة، وهو ما يؤكد على العلاقة العكسية بين معدل التضخم وزيادة التدفقات من الاستثمارات الأجنبية المباشرة.

أما عن عدد شهور الواردات التي تغطيها الاحتياطات الدولية فتكاد تكون العلاقة صفرية حيث بلغ قيمة معامل الارتباط 0.0453 مما يدل على عدم وجود علاقة ارتباط. كما جاءت أيضا علاقة الارتباط بين حجم الدين الخارجي وحجم الاستثمار الأجنبي المباشر ضعيفة جدا حيث بلغت درجة الارتباط 0.1172 وهو ما يعني وجود علاقة طردية ولكنها ضعيفة. أما عن علاقة الارتباط بين متغير معدل سعر الصرف وتدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر فتشير إلى علاقة طردية، كما يتضح من جدول مصفوفة الارتباط بأن مستوى المعنوية لجميع المتغيرات أكبر من 5% وبالتالي فإن مستوى المعنوية ضعيف فيما عدا متغير سعر الصرف عند 20% نسبة خطأ أي بدرجة ثقة 80% مما يؤكد على وجود درجة ارتباط طردية - معنوية بين متغير سعر الصرف والمتغير التابع.

### اختبار استقرار السلاسل الزمنية:

لتطبيق اختبار السببية لجرانجر، هناك شروط لا بد من توافرها في السلاسل الزمنية وهي أن تكون السلاسل الزمنية المستخدمة لا تعاني من مشكلة الجذور الأحادية حتى لا تصبح

النتائج التي نحصل عليها نتائج زائفة (Suprious Regression)، ولاختبار جذور الوحدة استخدمت الدراسة اختبار Augmented Dickey-Fuller (ADF)



شكل رقم (1) شكل السلسلة الزمنية لاختبار جذور الوحدة (الاتجاه الزمني لمتغيرات الدراسة)

جدول رقم (7)

نموذج الانحدار المتعدد باستخدام نموذج (ols)

Prob.	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.3535	-0.9365	0.6389	-0.5983	INF
0.1253	1.5592	0.8005	1.2481	NIR
0.3544	0.9348	2.7453	2.5664	EXD
0.5981	0.5305	3.3004	1.7507	REX
0.3435	-0.9564	10.9799	-10.5010	C
2.881414	Mean dependent var	0.0870	R-squared	
0.763734	S.D. dependent var	0.0139	Adjusted R-squared	
2.371271	Akaike info criterion	0.7584	S.E. of regression	
2.553756	Schwarz criterion	28.7578	Sum squared resid	
2.441839	Hannan-Quinn criter.	-60.2100	Log likelihood	
1.741335	Durbin-Watson stat	1.1909	F-statistic	
		0.3263	Prob(F-statistic)	

المصدر: تم اعداد الجدول بواسطة الباحث، وبالتعاون مع معهد الدراسات والبحوث الإحصائية، مركز الدراسات والاستشارات الإحصائية القياسية، جامعة القاهرة

جدول رقم (8)

نموذج الانحدار المتعدد باستخدام صيغة Stepwise Regression

Prob.*	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
0.00	28.3703	0.1304	3.6983	REX
2.881414	Mean dependent var	0.0256	R-squared	
0.763734	S.D. dependent var	0.0256	Adjusted R-squared	
2.29087	Akaike info criterion	0.7539	S.E. of regression	
2.327367	Schwarz criterion	30.6908	Sum squared resid	
2.304984	Hannan-Quinn criter.	-61.9989	Log likelihood	
		1.7299	Durbin-Watson stat	

المصدر: تم اعداد الجدول بواسطة الباحث، وبالتعاون مع معهد الدراسات والبحوث الإحصائية، مركز الدراسات والاستشارات الإحصائية القياسية، جامعة القاهرة

للتحقق على ما إذا كانت بيانات السلاسل الزمنية للمتغيرات ساكنة أم لا، خلال فترة الدراسة، تم تطبيق اختبارات السكون المشار إليها وهي اختبار (ADF) على القيم اللوغاريتمية لبيانات هذه السلاسل، وكانت النتائج كما هو موضح بالجدول رقم (6) حيث أظهرت أن جميع السلاسل الزمنية ساكنة بدون أي فروق ماعدا (عدد أشهر الواردات) التي تغطيها الاحتماليات وتم سكونه عند الفرق الأول بدون نقطة قطع.

تشير نتائج تحليل الانحدار الموضحة بالجدول رقم (7) إلى عدم معنوية أي من المتغيرات المستقلة على المتغير التابع وهو ما يظهر من تحليل قيم «F» المحسوبة التي بلغت 1.1909 وهي غير معوية عند مستوى دلالة 5% حيث بلغت Prop 0.3263، كما إن القدرة التفسيرية للنموذج ضعيفة جدا حيث بلغت 0.087 وهذا يعني عدم قدرة المتغيرات المستقلة على تفسير التغير الذي يطرا على المتغير التابع، لذا قمنا باستخدام صيغة stepwise Regression لإيجاد أهم المتغيرات التي يمكن أن تؤثر على تدفقات الاستثمارات الأجنبية المباشرة واستبعاد المتغيرات غير المؤثرة.

واتضح من نتائج نموذج الانحدار باستخدام Stepwise Regression أن

## جدول رقم (9)

## Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test

		Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:	
0.585	Prob. F(2,52)	0.5418	F-statistic
0.571	Prob. Chi-Square(2)	1.1208	Obs*R-squared

المصدر: تم اعداد الجدول بواسطة الباحث، وبالتعاون مع معهد الدراسات والبحوث الإحصائية، مركز الدراسات والاستشارات الإحصائية القياسية، جامعة القاهرة

متغير سعر الصرف الحقيقي يمثل 0.0256 من التغير في الاستثمارات الأجنبية المباشرة، كما إن درجة المرونة عالية جدا حيث بلغت 3.6983 وهي دالة عند مستوى دلالة أقل من 5%.

## اختبار جودة النموذج:

ولقياس جودة النموذج نستخدم اختبار Breusch-Godfrey Serial Correlation للكشف عن مشكلة عدم ثبات التباين للنموذج.

كذلك تشير نتائج Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test والموضحة بالجدول رقم (9) إن السلسلة لا توجد بها مشكلة ازدواج خطى حيث بلغت قيمة "F" المحسوبة 0.5418 وهي اكبر من مستوى دلالة 5% وهذا يؤكد عدم وجود مشكلة ازدواج خطى. اختبار السببية (Causality Granger)

يشير جرانجر إلى إن وجود تكامل مشترك بين متغيرين يعني وجود علاقة سببية في اتجاه واحد على الأقل، وبذلك نستطيع القول ان عدم وجود تكامل مشترك بين المتغيرين يعني عدم وجود علاقة سببية بينهما. وبعد أن تم تطبيق اختبار التكامل المشترك سوف نستخدم اختبار السببية للتحقق من طبيعة العلاقات السببية بين أزواج المتغيرات ونهدف باستخدام Granger Causality Test إلى إيجاد العلاقة السببية أو التعادلية بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة.

## جدول رقم (10)

## اختبار السببية لجرانجر

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
LOG_X1 does not Granger Cause LOG_Y	45	0.4552	0.6376
LOG_Y does not Granger Cause LOG_X1		9.60503	0.0004
LOG_X2 does not Granger Cause LOG_Y	45	0.11692	0.89
LOG_Y does not Granger Cause LOG_X2		3.03823	0.0591
LOG_X3 does not Granger Cause LOG_Y	45	0.24374	0.7848
LOG_Y does not Granger Cause LOG_X3		0.62283	0.5415
LOG_X4 does not Granger Cause LOG_Y	45	0.70206	0.5016
LOG_Y does not Granger Cause LOG_X4		1.71424	0.1931

المصدر: تم اعداد الجدول بواسطة الباحث

وتشير نتائج اختبار السببية لجرانجر كما يوضحها الجدول رقم (10) إلى عدم تأثر متغير التضخم على تدفقات الاستثمارات الأجنبية المباشرة حيث بلغ Prob 0.6376 ولكن يوجد تأثير لتدفقات الاستثمارات الأجنبية المباشرة على التضخم. أي ان اتجاه العلاقة اتجاه واحد فقط من الاستثمارات الأجنبية المباشرة على التضخم، حيث بلغ Prob 0.0004 وهي داله عند مستوى معنوية 5% ونستطيع القول بأن دور معدل التضخم في التأثير على قرار الاستثمار الأجنبي لم يكن واضحا في تفسير علاقة السببية. فهو كما

تشير نتائج الاختبار غير مؤثر، وفيما يخص اتجاه العلاقة بين الاستثمارات الأجنبية المباشرة وعدد أشهر الواردات التي تغطيها الاحتياطيات الدولية في اتجاه واحد حيث تم قبول العلاقة عند مستوى 15% حيث بلغ Prob 0.0591 في حين لم تثبت علاقات تبادلية بين الاستثمارات الأجنبية المباشرة وحجم الدين الخارجي. أما عن متغير سعر الصرف الحقيقي فيمكن قبول علاقة سببية في اتجاه واحد من الاستثمارات الأجنبية المباشرة على متغير سعر الصرف الحقيقي حيث يكون الاستثمار الأجنبي المباشر هو المتغير المستقل وسعر الصرف الحقيقي هو المتغير التابع.

## نتائج وتوصيات

- أوضحت الدراسة وجود علاقة عكسية وان كانت ضعيفة بين معدل التضخم والتدفقات من الاستثمارات الأجنبية المباشرة خلال فترة الدراسة. كما أظهرت نتائج اختبار السببية "جرانجر" وجود تأثير للتدفقات من الاستثمارات الأجنبية المباشرة على خفض معدلات التضخم، ولكن من ناحية أخرى فقد تحد التدفقات من قدرة الحكومة على السيطرة على معدلات التضخم وبخاصة في حالة استخدام البنك المركزي ممر سعر

الفائدة من اجل تقليل معدلات التضخم برفع سعر الفائدة فان فروق سعر الفائدة (المحلية والعالمية) قد تؤدي إلى تحفيز المزيد من التدفقات والتي قد تبطل من اثر سياسة النقدية من خلال خلق ضغوط لخفض سعر الفائدة، لذا وجب على البنك المركزي المحافظة على معدل التضخم المستهدف مع مراعاة استقلال السياسة النقدية والتحكم في معدلات نمو المعروض النقدي وامتصاص فائض السيولة المحلية المصاحب للتدفقات الرأسمالية لتحديد اثره بما يتفق مع معدلات النمو الاقتصادي المستهدفة وتجنب توليد ضغوط تضخمية.

- كما تشير النتائج إلى علاقة طردية بين سعر الصرف والتدفقات من الاستثمارات الأجنبية المباشرة، وهو ما يتفق مع النظرية الاقتصادية، ولكن بإشارة ضعيفة، بالإضافة إلى ثبوت علاقة تبادلية حيث تؤثر التدفقات من الاستثمارات الأجنبية المباشرة على سعر الصرف، لذا وجب إدارة الاحتياطات النقدية "اللازمة لحماية سعر الصرف" باتخاذ سياسات وإجراءات احترازية للموائمة بين المحافظة على استقرار سعر الصرف من ناحية، وتجنب المخاطر المضاربة والتسخين الزائد للنشاط الاقتصادي من ناحية أخرى.

- يجب إدارة تدفقات الاستثمارات الأجنبية المباشرة من خلال استخدام سياسات اقتصادية كلية هيكلية ومالية مناسبة. والسعي إلى درجة من التكامل بين هيكل الاستثمارات الأجنبية المباشرة وهيكل الاستثمارات المحلية وتشجيع الاستثمارات الأجنبية التي يصاحبها تكنولوجيا حديثة وإدارة متقدمة، وحثمية أن تقوم الدولة بتحديد دقيق للقطاعات الاقتصادية التي تحتاج إلى زيادة رأس المال الأجنبي فيها والتي تضيف إلى الثروة الاقتصادية وقدراتنا وامكانياتنا لتعزيز القدرة التصديرية، خاصة انه في فترات التحول الاقتصادي قد ينتج عن سياسة التوسع في قبول الاستثمارات الأجنبية المباشرة زيادة في عجز ميزان المدفوعات نتيجة لزيادة الواردات اللازمة لتلبية احتياجات تلك الاستثمارات وأيضاً لتحويل فوائض الأرباح، لذا يجب ان يكون الهدف هو الاستفادة من الاستثمارات الأجنبية المباشرة بالقدر الذي يسمح بتطوير السوق المحلية وإعدادها للمنافسة جنبا إلى جنب مع حماية الصناعة المحلية.

## قائمة المراجع

### أولاً - مراجع باللغة العربية:

- الخواجة، ليلى. (1995). «المحددات الاقتصادية الكلية للاستثمار الخاص دراسة تطبيقية على الاقتصاد المصري (1974-1992)»، *مجلة مصر المعاصرة*، الجمعية المصرية للاقتصاد السياسي والإحصاء والتشريع، العدد 439 أكتوبر.
- الشاملي، عبد الله. (2007). «إدارة سياسات الاستثمار في الدول النامية: دراسة مقارنة بالتركيز على مصر»، *رسالة دكتوراه*، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، جامعة القاهرة.
- جباري، شوقي؛ والحداد، محمد محجوب. (2013). «مساهمة الاستثمار الأجنبي المباشر في النمو الاقتصادي لدول شمال أفريقيا: دراسة حالة (تونس، ليبيا، مصر)»، *مجلة مركز دراسات الكوفة*، العدد 31، جامعة الكوفة.
- عبد السلام، فادية محمد. (1992). «تقييم اثر المديونية الخارجية على الاستثمار في مصر خلال السبعينات والثمانينات- التحليل في ضوء منهج الديون المعلقة». ورقة عمل مقدمة إلى: *ندوة المديونية في الوطن العربي*، معهد التخطيط القومي، القاهرة.
- عبد الوهاب، أماني. (2017). «سياسات إدارة التدفقات المالية الدولية إلى الاقتصادات الصاعدة»، *المجلة المصرية للتنمية والتخطيط*، المجلد 25، العدد 1، يونيو.
- عبید، جمال محمود عطية. (2002). «تأثير الاستثمار الأجنبي المباشر على النمو الاقتصادي الدراسة التطبيقية على الاقتصاد المصري»، *رسالة دكتوراه*، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، جامعة القاهرة.
- عمارة، سامية. (1999). «الاستثمار الخاص في الاقتصاد المصري»، *مجلة مصر المعاصرة*، الجمعية المصرية للاقتصاد السياسي والإحصاء والتشريع، العدد 454 أبريل.
- عمارة، سامية. (2005). *الاستثمار الأجنبي المباشر والنمو الاقتصادي مع التركيز على مصر*. سلسلة أوراق عمل، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، قسم الاقتصاد، العدد 23 مارس.
- مركز المعلومات ودعم اتخاذ القرار. (2004). «السياسات المقترحة لجذب الاستثمارات الأجنبية المباشرة إلى مصر»، مركز المعلومات ودعم اتخاذ القرارات مجلس الوزراء المصري.

### مراجع باللغة الإنجليزية:

- AbdelGawad, Gaber Mohamed and Venkata Sai Srinivasa. (2013). "Foreign Direct Investment (FDI) and Its Effects on Oil, Gas and Refinery Production and Their Exports: An Applied Study", *Journal of Economics and Sustainable Development*, Vol. u, No.1.
- Acosta, Pablo and Andres Loza. (2004). "Short and Long Run Determinants of Private Investment in Argentina Department of Economics", University of Illinois at *International Economic Review*.
- Addison T. (2003). *The New Globale Determinants FDI Flows to Developing Countries Helsinki*. World Institute for Development Economics Research.
- Al-Asdig, A. (2013). *Outward Foreign Direct Investment and Domestic Investment: The Case of Developing Countries*. IMF.
- Arbatli, E. (2011). *Economic Policies and FDI Inflows to Emerging Market Economics*. IMF.
- Arbatli, E. (2011). *Economic Policies and FDI Inflows to Emerging Market Economics*. IMF.
- Aunpam, B. & S. Krishna. (2002). *Foreign Direct Investment in Africa-some Case Studies*. IMF.
- De Mello. (1997), "Foreign Direct Investment in Developing Countries and Growth: A Selective Survey", *The Journal of Development Studies*, vol. 34, No. 1, Published By Frank Cass, London.

- Dunning, J. (2002). *Determinants of Foreign Direct Investment: Globalization Induced Changes and The Role of FDI Policies*. London: Economist Intelligence Units World Investment.
- DUV. (2006). *Theories of Foreign Direct Investment in: Locational Tournaments in the Context of European Competitive Environment Germany*. DUV.
- Emmanuel; Saten and Bill. (2006). "Co-integration Analyiys of Investment Output Ratio in Bangladesh", *Journal of Applied Econometrics*, 16(3).
- Feng yin, Mingque Ye and Lingli XU. (2014). *Location Determinants of Foreign Direct Investment in Services: Evidence from Chinese Provincial-level Data*, Asia Research Center, Working Paper.
- Fraser, A. (2000). *The Monetary and Fiscal Implications of Achieving Debt Sustainability. Social and Economic Studies*, Special Monetary Studies Issue (Monetary and Fiscal Interactions), 49 (2/3).
- International Monentray Fund. (2009). *Balance of Payments Manual*. 5<sup>th</sup> Ed. Washington, P.101. IMF.
- Jongwanich, Juthathip and Archanun Kohpaiboom. (2008). "Private Investment Trends and Determinants in Thailand", *Journal of Applied Econometrics*, Vol. 16 (3).
- Lim, E. (2001). *Determinants of and The Relation between Investment and Growth:A Summary of The Recent Foreign Direct Literature*. IMF.
- Organization for Economic Co-operation and Development (OECD). (2008). "The Impact of Foreign Direct Investment on Wages And Working Conditions", *OECD-ILO Conference on Corporate Social Responsibility, Employment and Industrial Relations: Promoting, Responsible Business Conduct in a Globalising Economy*, 23-24, June, 2008, OECD Conference Centre, Paris, France.
- Ouattara, Bazoumana. (2008). "Modeling the Long Run Determinants of Private Investment in Senegal", *Review of International Economics*, 8 (4).
- Tseng, W. & H. Zebregs. (2002). *Foreign Direct Investment in China:some Lessons for other Countries*, IMF.
- UNCTAD. (1998). *World Investment Report*. UNCTAD.
- UNCTAD. (2007). "World Investment Report", *Nations Conference on Trade and Development* UNCTAD
- Walsh, J. (2010). *Determinants of Foreign Direct Investment: A Sectoral and Institutional Approach*. IMF.
- Xtengy, Y. (2006). "Why is China So Attractive For FDI? The Role of Exchange Rates", *China Economic Review*. Vol. 17, Issue 2.

## The Impact of Monetary Policy on Foreign Direct Investment Flows to Egypt

**Dr. Maged Mohammed Yousry El-Kharboutly**

Lecturer of Economics - Egypt Higher Institute for Commerce and Computers  
Member of the Teaching Staff - Institute of Environmental Research and Studies  
Ain Shams University, Cairo - Egypt

### ABSTRACT

All countries compete to increase their share of international capital flows although direct foreign investment is of particular importance to developing countries and emerging economies, including Egypt, for its contribution to improving economic growth rates, increasing employment opportunities, reducing the burden on the state budget and bridging the financing gap. In addition to the positive effects of addressing the structural imbalance of the economies of developing countries, as well as contributing to raising the efficiency of human resources through the transfer of technology, and creating an atmosphere of competition for modernization and development, and may also contribute to reducing inflation by satisfying the demand

The study aims at explaining the impact of monetary policy on the development of foreign direct investment flows to Egypt through the transmission channels of monetary policy, the most important of which are the interest rate, exchange rate and the impact of the most important monetary indicators, including the size of external debt. We also aim to identify the degree of exchange effect of foreign direct investment and monetary variables.

The study showed that there was a negative correlation between the rate of inflation and the inflows of FDI during the study period. The results of the "Granger" causality test also showed the effect of FDI inflows on reducing inflation. On the other hand, flows may limit the government's ability to control inflation, especially if the central bank uses interest rates to reduce inflation. The central bank must maintain the inflation rate target, taking into account the independence of monetary policy and control the growth rates of money supply and absorption of surplus domestic liquidity associated with capital flows to neutralize its impact in line with the target economic growth rates and avoid generating Inflationary pressures

The results also indicate a positive relationship between the exchange rate and flows of foreign direct investment, which is consistent with the economic theory, but a weak signal, in addition to proving a reciprocal relationship, where flows of foreign direct investment affect the exchange rate. Exchange rate to adopt precautionary policies and measures to harmonize maintaining exchange rate stability on the one hand, avoiding speculative risks and overheating of economic activity on the other.

FDI flows must be managed through the use of appropriate macroeconomic and structural economic policies. In addition to seeking a degree of integration between the structure of foreign direct investment and the structure of domestic investment and encourage foreign investment accompanied by modern technology and advanced management. Moreover, it is imperative that the state accurately identify the economic sectors that need to increase foreign capital, which adds to the economic wealth and our capabilities to enhance export capacity. Thus, the aim should be to take advantage of foreign direct investment to the extent that it allows the development of the domestic market and prepare it to compete alongside the protection of the domestic industry.

**Keywords:** *Foreign Direct Investment in Egypt, Monetary Policy in Egypt*