

## تأثير تدفقات الاستثمارات الأجنبية على المديونيات القطاعية في الدول العربية

د. محمد وهدان

أستاذ مساعد بقسم إدارة الأعمال

كلية التجارة - جامعة عين شمس

### مستخلص

تهدف الدراسة إلى قياس تأثير تدفقات الاستثمارات الأجنبية على المديونيات القطاعية في الدول العربية خلال الفترة من ٢٠٠٥ وحتى ٢٠١٨، وتشمل العينة ١٠ دول عربية، وتمثل المتغيرات محل الدراسة كمقياس لتدفقات الاستثمارات الأجنبية كل من الاستثمار الأجنبي المباشر، واستثمارات المحافظ الأجنبية، والاستثمارات الأجنبية الأخرى، بينما يتم قياس المديونيات القطاعية بكل من مديونية القطاع العائلي، مديونية قطاع الشركات غير المالية، مديونية القطاع الحكومي ومديونية القطاع المالي.

وقد استخدم الباحث أسلوب تحليل الانحدار المتعدد للبيانات الجداولية Panel Data Multiple Regression Analysis وذلك وفقاً لنموذجي الأثر الثابت والأثر العشوائي بناء على اختبار Hausman للمفاضلة بين النموذجين وأشارت النتائج إلى تباين تأثير التدفقات على القطاعات المختلفة كذلك يختلف التأثير بين الدول المصدرة للنفط والدول المستوردة للنفط.

### الكلمات المفتاحية:

تدفقات الاستثمارات الأجنبية، الاستثمار الأجنبي المباشر، استثمارات المحافظ الأجنبية، الاستثمارات الأخرى، مديونية الطاع العائلي، مديونية الشركات غير المالية، الدين العام، المديونية القطاعية، الدول العربية، المتغيرات الاقتصادية الكلية، المخاطر السياسية.

## Abstract

This study aims to measuring the effect of Capital Inflows on Sectoral indebtedness for the Arabic countries during the period from ٢٠٠٥ until ٢٠١٨. The study sample includes ١٠ countries. The study variables that measure Capital Inflows are FDI, FPI and other investment inflows while the Sectoral indebtedness is measured by Household sector indebtedness, Non-Financial corporation indebtedness and Government sector indebtedness, the study also include macroeconomic variables and political risk as control variables.

The researcher used Panel Data Multiple Regression Analysis using both fixed and random effect models based on Hausman Test results. The results indicated that there is inconsistency between sectors regarding the effect of capital inflow on indebtedness level and differences between oil exporting and oil importing countries.

### Key Words:

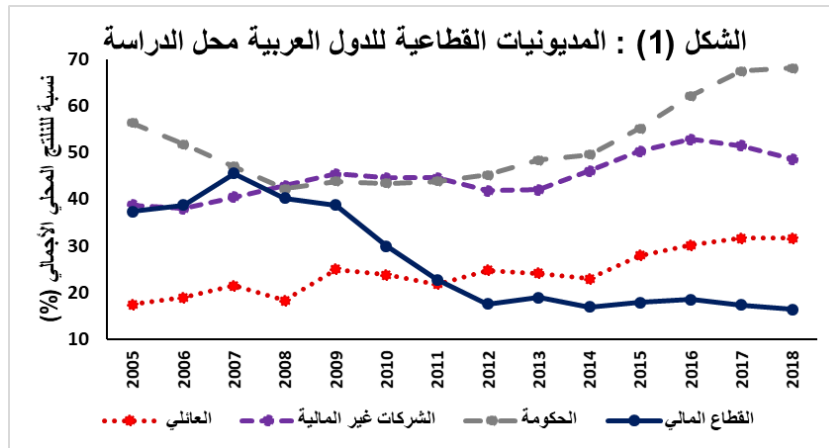
Capital Inflow, FDI, FPI, Other Investment Inflows, Household Sector Indebtedness, Non-Financial Corporation Indebtedness, Government Sector Indebtedness, Sectoral Indebtedness, Arabic Countries, Macroeconomic Variables, Political Risk.

## أولاً: المقدمة

لا شك أن عملية التنمية الاقتصادية تعد أحد الأهداف الذي تسعى اليها مختلف الدول ولا سيما الدول النامية، هذا وتتوقف تلك العملية على ارتفاع معدل التكوين الرأسمالي بدرجة تؤدي لزيادة الدخل القومي بمعدلات تزيد عن معدل الزيادة، إلا أن أغلب الدول النامية تعاني من مشكلة تمويل التنمية أي توفير رأس المال النقدي اللازم لتمويل عمليات الاستثمار في التكوين الرأسمالي للدولة، وفي الواقع تستمد الاستثمارات الأجنبية أهميتها من قدرتها على توفير عملات أجنبية تعتبر ضرورية للمشاركة في التجارة الدولية واستيراد التكنولوجيا وعناصر الإنتاج المختلفة كذلك قدرتها علي سد فجوة الموارد المحلية للدول التي تعاني من انخفاض في معدلات الادخار واخيراً غالباً ما تصاحب تلك الاستثمارات خبرات بشرية تساهم في بناء رأس المال الفكري للدول المستقبلية لها، إلا أنه في الآونة الأخيرة أنشغل المجتمع العلمي بأثار تلك التدفقات على الاستقرار المالي للدول المستقبلية إليها وخصوصاً أثارها على ارتفاع مديونيات الدول التي تستقبلها، خصوصاً خلال الأزمة المالية وعقد تصريحات محافظ البنك الفيدرالي في الولايات المتحدة Ben S. Bernanke والتي أرجعت ارتفاع مديونية القطاع العائلي في الولايات المتحدة إلى تدفقات الاستثمارات الأجنبية في ظل عجز الميزان الجاري وتحقيق عدد من دول شرق آسيا و دول الخليج لفوائض قامت باستثمارها في الولايات المتحدة مما تسبب في ارتفاع الطلب على الأصول المالية ومن ثم تراجع أسعار الفائدة وعليه ارتفاع مديونية القطاع العالي بشكل عام والرهن العقاري بشكل خاص وهو ما ترتب عليه وقوع الأزمة المالية ويعرف هذا بفرض "تخمة المدخرات العالمية" Global Saving Glut، ومن هنا تركز هذه الدراسة على تأثير تدفقات الاستثمارات الأجنبية على المديونيات القطاعية بالدول العربية.

## ثانياً: طبيعة المشكلة

شهد العالم في العقد الماضي ارتفاعات غير مسبوقه في معدلات المديونية عالمياً فقد بلغت الديون ٢٥٨ ترليون دولار في الربع الأول من عام ٢٠٢٠ وفقاً لتقرير معهد التمويل والذي أشار أيضاً إلي أن نسبة الدين العالمي للنتاج المحلي الأجمالي العالمي قد بلغت ٣٣١٪ مقابل نسبة ٣٢٠٪ في الربع الرابع لعام ٢٠١٩، وتستحوذ الدول النامية على ٧٢.٥ ترليون دولار بنسبة ٢٣٠٪ من الناتج المحلي الأجمالي لتلك الدول، والوضع بالمثل في الدول العربية، حيث شهدت معدلات المديونية بالدول العربية ارتفاع ملحوظ خلال السنوات السابقة، والشكل التالي يوضح مديونية الدول العربية للقطاعات المختلفة.



المصدر: من إعداد الباحث بناء على بيانات معهد التمويل الدولي.

وباستثناء القطاع المالي شهدت كل القطاعات ارتفاع في نسب المديونية للناتج المحلي الأجمالي، حيث بلغت النسبة للقطاع العائلي ٣١,٦٪ مقابل ١٧,٤٪ وبالنسبة لقطاع الشركات غير المالية بلغت ٤٨,٦٪ مقابل ٣٨,٧٪ والقطاع الحكومي ٦٨,١٪ مقابل ٥٦,٣٪ وذلك في العامي ٢٠١٨ و ٢٠٠٥ على التوالي، إلا أن القطاع المالي شهد ارتفاع ملحوظ خلال الأعوام من ٢٠٠٥ وحتى ٢٠٠٧ من ٣٧,٣٪ ليبلغ

٤٥,٢٪ ومن ثم شهد تراجع مستمر منذ عام ٢٠٠٨ وحتى عام ٢٠١٨ ليبلغ ١٦,٤٪ وذلك نظراً لوقوع الأزمة المالية العالمية وتعاقب الأزمات السياسية والمالية في الدول النامية عموماً والمنطقة العربية خصوصاً وبناء على الاختلافات الجوهرية الاقتصادية بين الدول العربية تم تقسيم عينة الدراسة الي مجموعتين الأولى الدول المصدرة للنفط والثانية الدول المستوردة للنفط.

بناء على ما سبق يمكن بلورة مشكلة البحث في الأسئلة التالية:

- هل هناك تأثير لتدفقات الاستثمارات الأجنبية على المديونيات القطاعية في الدول العربية؟
- هل يختلف تأثير تدفقات الاستثمارات الأجنبية على المديونيات القطاعية في الدول العربية من قطاع لآخر؟
- هل يختلف تأثير تدفقات الاستثمارات الأجنبية على المديونيات القطاعية في الدول العربية المصدرة للنفط عن الدول العربية المستوردة للنفط؟

### ثالثاً: الدراسات السابقة

اهتمت دراسة (عبد الفضيل، ٢٠٠٦) بأثر تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية على سوق رأس المال المصري في ظل عولمة الاسواق الصاعدة والقاء الضوء على إداء السوق المصري خلال الفترة من ١٩٩٠ وحتى ٢٠٠٥، وذلك باستخدام نموذج الانحدار المتعدد وقد توصلت الدراسة إلى وجود تأثير معنوي قوي لشراء الاجانب بالمقارنة بعمليات البيع في الأوقات العادية بينما يكون الأثر الأكبر لعمليات البيع في حالة الازمات المالية.

ركزت دراسة (Doojav, 2008) على كل من محددات تدفقات رأس المال، وتأثير تدفقات رأس المال على المتغيرات النقدية والمالية، ومراجعة سياسة إدارة تدفقات رأس

المال في منغوليا. تظهر النتائج أن التدفقات الرأسمالية الكبيرة في السنوات الأخيرة قد ساهمت في تعزيز النمو الاقتصادي وتحسين الإنتاجية وأداء التصدير، لكنها بدأت في خلق بعض النتائج السلبية، بما في ذلك التوسع النقدي السريع، وتسارع التضخم، وارتفاع سعر الصرف الفعال الحقيقي، وفقدان القدرة التنافسية والنمو المتسارع في أسعار الأوراق المالية والمساكن.

في حين هدفت دراسة (ذنون، ٢٠٠٩) إلى التنقيص عن تطورات الاستثمار الأجنبي دولياً بتقديم خلفية مرجعية لأهم الدراسات التي تناولت آثاره الاقتصادية المختلفة، ثم أهدافه وتوزيعه الجغرافي والقطاعي في تركيا، ثم الاختبار القياسي لأثره في فجوتي الموارد الاقتصادية خلال الفترة ١٩٧٠-٢٠٠٦. من أهم النتائج التي توصلت إليها الدراسة: أولاً: إن للاستثمار الأجنبي المباشر دوراً إيجابياً في إحداث التغيرات الهيكلية التي شهدتها الاقتصاد التركي، ثانياً: أظهرت النتائج التقديرية أن التوسع في جذب الاستثمار الأجنبي يؤدي إلى توسيع فجوتي الموارد المحلية والأجنبية في الاقتصاد التركي.

وأهتمت دراسة (Hume & Sentence , ٢٠٠٩) بالنمو المفرط في الائتمان النابع عن السياسات الاقتصادية الكلية حيث يرى الباحثين أن الأزمة المالية الأخيرة قد سلطت الضوء على الارتفاع السريع في الائتمان الذي سبقها. وقام الباحثين بتحليل بيانات الائتمان المصرفي لعدد ٣٣ دولة خلال الفتر من ١٩٦٥ وحتى عام ٢٠٠٧، وتوصلت الدراسة إلى أن الطفرة في نمو الائتمان التي سبقت الازمة المالية كانت طويلة بشكل غير عادي ولم تكن مرتبطة بنمو قوي بشكل خاص ولا بارتفاع التضخم في الاقتصادات التي حدثت فيها. يتبين أن هذا النوع من الائتمان والدورة المالية يصعب التوفيق بينهما مع النظرية الاقتصادية الحالية وتري الدراسة أنه في حين أن "تخمة المدخرات العالمية" وتدفقات رؤوس الأموال قد تفسر المرحلة الأولية من الدورة، فإن هناك عوامل أخرى - مثل إجراء السياسة النقدية وتصورات انخفاض

مخاطر الاقتصاد الكلي - كانت أكثر أهمية من منتصف العقد الأول من القرن الحالي فصاعدًا.

تناولت دراسة (بسيوني، ٢٠١٠) التجربة المصرية في جذب رؤوس الأموال الأجنبية، وأثر هذه التدفقات على الاقتصاد المصري وذلك في ظل ما يعانيه من وجود فجوة الموارد المحلية، وفجوة التجارة الخارجية، خلال الفترة (١٩٧٥ - ٢٠٠٧). وضحت النتائج أن الاقتصاد المصري حقق طفرة في مجال جذب رؤوس الأموال الأجنبية بأنواعها المختلفة (القروض الدولية، والمعونات الأجنبية، والاستثمار الأجنبي المباشر، والاستثمار الأجنبي غير المباشر) وتوصلت الدراسة ألي انه هناك أثر إيجابي لزيادة تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية إلى مصر على معدلي الادخار والاستثمار المحليين وبالتالي على معدل النمو الاقتصادي المصري".

بينما ركزت دراسة (Barnes, ٢٠١٠) على اختلالات منطقة اليورو الخارجية المتباينة بين دول منطقة اليورو خلال فترة الازمة المالية وقد توصلت الدراسة إلى أن الاختلالات الخارجية كانت مدفوعة بالاختلالات الكامنة في الاقتصاد الحقيقي والمالي وفي بعض الأحيان المالية العامة. كانت هذه نتيجة لمجموعة واسعة من الصدمات الخاصة بكل بلد وعدم كفاية الاستقرار الاقتصادي الكلي والمالي. وساهمت التحركات في أسعار الفائدة الحقيقية في بعض البلدان في تباين أنماط الاقتراض والادخار، مما أدى إلى انتعاش الائتمان وإضعاف القدرة التنافسية في بعض بلدان العجز. شجعت نقاط الضعف في التنظيم المالي وتوقعات النمو المفرطة في التفاؤل على المجازفة المفرطة في كل من البلدان التي تعاني من العجز والفائض.

بينما ركز تقرير مركز أبحاث السياسات الاقتصادية (Allen et al, ٢٠١١) على المعاملات البنكية العابرة للحدود وأثرها على الاستقرار المالي والسياسات الاقتصادية وقد توصل للعديد من النتائج منها:

• تفاعل التكنولوجيا والابتكار المالي والاختلالات العالمية في الاقتصاد الكلي قد أدى إلى وفرة السيولة وضخمة المدخرات وهو ما يمكن أن يفسر ارتفاع الائتمان في أوائل القرن الحادي والعشرين وقد كانت البنوك متعددة الجنسيات هي واجهة تلك التدفقات.

• تؤدي الخدمات المصرفية عبر الحدود العديد من الفوائد المهمة، ربما يكون أبرزها التنوع للبنوك وتقاسم المخاطر في الاقتصاد.

• من منظور الاستقرار المالي، لا يتعلق الأمر كثيرًا بما إذا كانت الخدمات المصرفية عبر الحدود مرغوبة أو غير مرغوب فيها في حد ذاتها. والأهم من ذلك هو ضمان إجراء المعاملات المصرفية عبر الحدود بطريقة تزيد من فوائدها مع إبقاء التكاليف في مستوى مقبول، وذلك من خلال إطار رقابي فعال.

بينما هدفت دراسة (Calderón & Kubota ٢٠١٢) لفحص ما إذا كانت الزيادات في تدفقات رأس المال تؤدي إلى زيادة الائتمان. حيث قام الباحثين ببناء قاعدة بيانات ربع سنوية حول إجمالي تدفقات رأس المال، والائتمان المقدم للقطاع الخاص، ومؤشرات مالية كلية أخرى لعينة من ٧٠ دولة من الربع الأول لعام ١٩٧٥ وحتى الربع الرابع من عام ٢٠١٠. وتشير النتائج إلى أن:

• الزيادات في إجمالي تدفقات رأس المال الوافدة هي مؤشرات جيدة للتنبؤ بزيادة الائتمان.

• يكون احتمال حدوث طفرات ائتمانية أعلى إذا كانت الزيادات المفاجئة في التدفقات الأجنبية مدفوعة بتدفقات الاستثمار الأخرى (OI)، وبدرجة أقل، تدفقات الاستثمار في المحفظة (PI).

• الزيادات في إجمالي التدفقات الوافدة هي أيضًا تنبؤات جيدة بطفرات الائتمان التي تنتهي بأزمة مالية



- من المرجح أن تحدث طفرات الائتمان السيئة عندما تكون الزيادات مدفوعة بتدفقات OI الوافدة.
- تمشيا مع الأدبيات، نجد أن تراكم الرفاعة المالية والمبالغة الحقيقية في تقييم العملة يساعدان في التنبؤ بطفرات الائتمان التي تعقبها أزمة نظامية. من خلال التحكم في هذه العوامل، لا تزال تدفقات رأس المال مؤشرا هاما على طفرات الائتمان.

بينما ركزت دراسة (Lane & McQuade, ٢٠١٤) على العلاقات المتبادلة بين نمو الائتمان المحلي وتدفقات رأس المال الدولية لعينة من البلدان الأوروبية خلال الفترة ١٩٩٣-٢٠٠٨، مع التركيز بشكل خاص على فترة الازدهار ٢٠٠٣-٢٠٠٨. لقد أثبتنا أن رصيد الحساب الجاري هو بديل غير كافٍ، لأن نمط التباين الرئيسي هو بين صافي تدفقات الديون الدولية ونمو الائتمان المحلي، في حين أن تدفقات الأسهم الدولية أقل أهمية نسبياً.

كذلك هدفت دراسة (بوعبدالله، وبوقصبة، ٢٠١٧) إلى استكشاف محددات الاستثمار الأجنبي في المحافظ المالية في سوق عمان للأوراق المالية، ومقارنة النتائج بدراسات سابقة، وطبقنا نموذج الانحدار المتعدد لمدة ٢٢ سنة أي بيانات تتراوح بين ١٩٩٤ و٢٠١٥، وتشير النتائج إلى تطابق في النتائج تقريبا مع الدراسات السابقة، وتوصلنا إلى أن لجذب الاستثمار الأجنبي في الأردن يجب المحافظة على نمو الناتج المحلي الإجمالي واستقرار سعر الصرف وأيضا تخفيض قيمة الديون الخارجية.

تناولت دراسة (قمومية، ٢٠١٧) أثر تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية - على اختلاف أشكالها - على النمو الاقتصادي في الجزائر، وباستخدام بيانات الفترة الممتدة من ١٩٩٠ إلى غاية ٢٠١١، تم قياس العلاقة الانحدارية بين المتغير المستقل "هيكل تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية" والمتغير التابع "النمو الاقتصادي"، ووجد من نتائج الدراسة أن التغيرات الحاصلة في هيكل تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية تؤثر على نمو الناتج المحلي الإجمالي في الجزائر خلال الفترة المدروسة،

حيث تؤثر تدفقات المعونات الأجنبية الحالية إيجاباً على النمو الاقتصادي الحالي ، كما يؤثر تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر وكذا تدفق القروض الخارجية والمعونات الأجنبية المتأخر بسنة إيجاباً، إيجاباً وسلباً على النمو الاقتصادي الحالي على التوالي، ويؤثر تدفق القروض الخارجية المتأخرة بسنتين على النمو الاقتصادي الحالي.

في حين أكدت دراسة (Igan & Tan ٢٠١٧) على العلاقة بين تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية والنمو في الائتمان حيث توصلت الدراسة إلى أن تدفقات رأس المال من غير الاستثمار الأجنبي المباشر تعزز نمو الائتمان وتزيد من احتمالية حدوث طفرات ائتمانية في كل من قطاعي الأسرة والشركات. وكذلك بغض النظر عن القطاعات والأنظمة المالية، يرتبط صافي التدفقات الأخرى دائماً بنمو الائتمان السريع. تدعم البيانات على مستوى الشركات هذه النتائج وتلمح إلى علاقة سببية: ترتبط التدفقات الصافية الأخرى بنمو ائتماني أسرع للشركات التي تعتمد بشكل أكبر على التمويل الخارجي.

في حين ركزت دراسة (Mercier ٢٠١٨) على دولة جنوب أفريقيا وقد توصلت إلى أنه لم يكن للمرحلة الأخيرة من تدفقات رأس المال القوية إلى الداخل أي تأثير على الائتمان، الذي كان ضعيفاً خلال العقد الماضي. ومن المحتمل أن يكون سبب هذا الاستثناء هو الافتقار إلى احتياجات التمويل الخارجي من قبل القطاع المصرفي في جنوب إفريقيا، وتشديد اللوائح المصرفية.

كذلك تبحت دراسة (Kneer & Raabe ٢٠١٩) في كيفية توجيه البنوك البريطانية لتدفقات رأس المال إلى القطاعات الفردية داخل الاقتصاد المحلي والمقيمين في الخارج. وتشير النتائج إلى أن الأموال الأجنبية تعزز إقراض البنوك للاقتصاد المحلي. وتعزى هذه النتيجة إلى التأثير الإيجابي لتدفقات رأس المال على الإقراض المصرفي للشركات غير المالية والمؤسسات المالية المحلية الأخرى.

قامت دراسة (Gupta & Ahmed، ٢٠٢٠) بتحديد المحددات المحتملة لتدفقات المحافظ الأجنبية إلى سوق السندات الهندية على المدى القصير وعلى المدى الطويل باستخدام نموذج (ARDL) الانحدار الذاتي المتأخر بالتطبيق على البيانات الشهرية خلال الفترة من يناير ٢٠٠٢ وحتى ديسمبر ٢٠١٦ وقد توصلت الدراسة إلى وجود تأثير معنوي في عناصر الجذب مثل فرق سعر الفائدة بالسوق الهندي، كذلك بالنسبة لكل من النمو الاقتصادي وتقلبات سعر الصرف والذي اتضح وجود تأثير معنوي لكل منهما على تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية وأخيرا اتضح أيضا من الدراسة أن الأزمة المالية العالمية ممكن أن تتسبب في تسارع في خروج استثمارات المحافظ الأجنبية من الهند.

وتتميز الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة من النواحي التالية:

١. تركز الدراسة الحالية على الدول العربية.
٢. لا توجد دراسات سابقة قامت بدراسة أثر التدفقات الأجنبية على المديونيات القطاعية للدول العربية مع التفرقة بين الدول المصدرة للنفط والدول المستوردة للنفط.

## رابعاً: فروض البحث

يقوم البحث على اختبار مدي صحة الفروض التالية:

- ١ لا يوجد تأثير معنوي ذات دلالة احصائية لتدفقات الاستثمارات الأجنبية على مديونية القطاع العائلي بالدول العربية.
- ٢ لا يوجد تأثير معنوي ذات دلالة احصائية لتدفقات الاستثمارات الأجنبية على مديونية قطاع الشركات غير المالية بالدول العربية.
- ٣ لا يوجد تأثير معنوي ذات دلالة احصائية لتدفقات الاستثمارات الأجنبية على مديونية قطاع الحكومة بالدول العربية.
- ٤ لا يوجد تأثير معنوي ذات دلالة احصائية لتدفقات الاستثمارات الأجنبية على مديونية القطاع المالي بالدول العربية.
- ٥ لا يوجد تأثير معنوي ذات دلالة احصائية لتدفقات الاستثمارات الأجنبية على مديونية القطاع العائلي بالدول العربية المستوردة للنفط.
- ٦ لا يوجد تأثير معنوي ذات دلالة احصائية لتدفقات الاستثمارات الأجنبية على مديونية قطاع الشركات غير المالية بالدول العربية المستوردة للنفط.
- ٧ لا يوجد تأثير معنوي ذات دلالة احصائية لتدفقات الاستثمارات الأجنبية على مديونية قطاع الحكومة بالدول العربية المستوردة للنفط.
- ٨ لا يوجد تأثير معنوي ذات دلالة احصائية لتدفقات الاستثمارات الأجنبية على مديونية القطاع المالي بالدول العربية المستوردة للنفط.
- ٩ لا يوجد تأثير معنوي ذات دلالة احصائية لتدفقات الاستثمارات الأجنبية على مديونية القطاع العائلي بالدول العربية المصدرة للنفط.
- ١٠ لا يوجد تأثير معنوي ذات دلالة احصائية لتدفقات الاستثمارات الأجنبية على مديونية قطاع الشركات غير المالية بالدول العربية المصدرة للنفط.

- ١١ لا يوجد تأثير معنوي ذات دلالة احصائية لتدفقات الاستثمارات الأجنبية على مديونية قطاع الحكومة بالدول العربية المصدرة للنفط.
- ١١.١ لا يوجد تأثير معنوي ذات دلالة احصائية لتدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر على مديونية قطاع الحكومة بالدول العربية المصدرة للنفط.
- ١١.٢ لا يوجد تأثير معنوي ذات دلالة احصائية لتدفقات استثمارات المحافظ الأجنبية على مديونية قطاع الحكومة بالدول العربية المصدرة للنفط.
- ١١.٣ لا يوجد تأثير معنوي ذات دلالة احصائية لتدفقات الاستثمارات الأخرى الأجنبية على مديونية قطاع الحكومة بالدول العربية المصدرة للنفط .
- ١٢ لا يوجد تأثير معنوي ذات دلالة احصائية لتدفقات الاستثمارات الأجنبية على مديونية القطاع المالي بالدول العربية المصدرة للنفط.
- ١٢.١ لا يوجد تأثير معنوي ذات دلالة احصائية لتدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر على مديونية القطاع المالي بالدول العربية المصدرة للنفط.
- ١٢.٢ لا يوجد تأثير معنوي ذات دلالة احصائية لتدفقات استثمارات المحافظ الأجنبية على مديونية القطاع المالي بالدول العربية المصدرة للنفط.
- ١٢.٣ لا يوجد تأثير معنوي ذات دلالة احصائية لتدفقات الاستثمارات الأخرى الأجنبية على مديونية القطاع المالي بالدول العربية المصدرة للنفط.

### خامساً: أهداف البحث وأهميته

يهدف البحث إلى تحديد تأثير تدفقات الاستثمارات الأجنبية على المديونيات القطاعية للدول العربية محل الدراسة وذلك من خلال التأكد من صحة الفروض محل الدراسة.

وترجع أهمية البحث في سد الفجوة البحثية محل مشكلة البحث عن طريق توسيع نطاق الدراسات الحالية حول العلاقة بين تدفقات الاستثمارات الأجنبية والمديونيات القطاعية في الدول العربية لتحديد مدي جوهرية تلك العلاقة بما يساهم في تحسين

كفاءة عملية صنع القرارات المالية والحفاظ على الاستقرار المالي والمصرفي، وخلافا لمعظم الدراسات في الأدبيات السابقة التي تطرقت لأثر الاستثمارات الأجنبية على الدين الخارجي فقط أو مديونية قطاع محدد أو الدين الخاص فقط تعد هذه هي الدراسة الأولى في نطاق معرفة الباحث التي تقوم بدراسة تلك العلاقة بهذا القدر من الشمولية في الدول العربية مع التفرقة بين الدول العربية المصدرة للنفط والدول العربية المستوردة للنفط.

### سادساً: متغيرات البحث

يوضح الجدول التالي متغيرات البحث ورموزها وطريقة ووحدة قياسها:

جدول رقم (١): متغيرات الدراسة

المتغير	الرمز	طريقة القياس	وحدة القياس	المصدر
مديونية القطاع العائلي	Y١	قيمة مديونية القطاع	نسبة مؤوية (%)	قواعد بيانات الدين العالمي من معهد التمويل الدولي *
مديونية قطاع الشركات غير المالية	Y٢	كنسبة للنتاج المحلي الإجمالي		
مديونية القطاع الحكومي	Y٣	مقاس		
مديونية القطاع المالي	Y٤	بالأسعار الجارية		
الاستثمار الأجنبي المباشر	X١	قيمة التدفق الاستثماري كنسبة للنتاج المحلي الإجمالي مقاس بالأسعار الجارية	نسبة مؤوية (%)	قاعدة بيانات مراقبة تدفقات رؤوس الأموال لإقليم الشرق الأوسط وشمال أفريقيا من معهد التمويل الدولي *
استثمارات المحافظ الأجنبية	X٢			
الاستثمارات الأجنبية الأخرى	X٣			

\*قد صدرت قاعدة بيانات تدفقات رؤوس الأموال لإقليم الشرق الأوسط وشمال أفريقيا في خريف عام ٢٠١٩ بينما صدرت كل من قاعدة بيانات مراقبة الدين العالمي في يوليو ٢٠٢٠ ومراقبة دين الأسواق الناشئة الحدودية في فبراير ٢٠٢٠.

### سابعاً: مجتمع البحث وعينة الدراسة

يشمل مجتمع البحث جميع الدول العربية إلا أنه قد اقتصرت العينة على ١٠ دول فقط وهم:

الدول المصدرة للنفط: المملكة السعودية، الامارات، الكويت، عمان، البحرين، الدول المستوردة للنفط: مصر، الأردن، لبنان، تونس، المغرب.

في حين تم استبعاد كل من: العراق وسوريا واليمن وليبيا لشدة ارتفاع المخاطر السياسية لتلك البلاد ووجود معوقات تمنعها من استقبال تدفقات استثمارات أجنبية، بينما تم استبعاد كل من قطر والسودان والجزائر لعدم توافر البيانات، وقد امتدت فترة الدراسة من عام ٢٠٠٥ حتى عام ٢٠١٨ وذلك وفقاً لمشاهدات سنوية.

### ثامناً: التحليل الإحصائي واختبار الفروض

أولاً: الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة:

قد قام الباحث بإجراء الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة، ويوضح الجدول التالي رقم (٢) المتوسط الحسابي والانحراف المعياري والحد الأدنى والأقصى للمتغيرات:

## جدول (٢): الإحصاء الوصفي لمتغيرات الدراسة

المتغير	عدد المشاهدات	الوسيط الحسابي	الحد الأقصى	الحد الأدنى	الانحراف المعياري	معامل الالتواء	معامل التلطح
٧١	١٤٠	٢٤,٢٥٦	٥٤,٤٩٦	٧,٠٤١	١١,٥٠٤	٠,٤٥٩	٢,٦٦٨
٧٢	١٤٠	٤٤,٨٢٥	١٠٦,١١	٣,٩٧٠	١٩,٦١٢	١,١٨٩	٤,٥٠٢
٧٣	١٤٠	٥١,٧٣٤	١٨٣,٠٧	١,٦٠٠	٤٤,١٧٢	٠,٩٦٨	٣,٣٤٦
٧٤	١٤٠	٢٦,٨٨٧	٢٦٨,٢٣	١,٥٦٦	٥٠,٨٠٣	٣,١٦٠	١٢,٨٦٧
X١	١٤٠	٤,٢٧٤	٢٣,٢١٢	-٣,١٧١	٣,٨٧٨	١,٨١٠	٧,٣٥٤
X٢	١٤٠	٢,٠٧٢	١٥,١٢٦	-٤,٧٧٦	٣,٤٥٠	١,٤٦٢	٥,١٥٤
X٣	١٤٠	٤,٥٨٤	٢٠٨,٤٩	-	١٢٦,٥٧٥	٣,٦٩٣	٣٤,٨٩٨

ثانياً: الأساليب الإحصائية ونماذج الاقتصاد القياسي المستخدمة:

إستخدم الباحث عدة اختبارات والنماذج الإحصائية ونماذج الاقتصاد القياسي للتحقق من صحة أو عدم صحة الفروض الرئيسية محل الدراسة وذلك باستخدام برنامج التحليل القياسي ١٠ EViews وهي:

١. معامل ارتباط بيرسون (Pearson Correlation) وهو اختبار ارتباط معلمي بغرض التعرف على مدى قوة أو ضعف العلاقة بين كل من المتغيرات محل الدراسة، ويعد هذا الأسلوب من أهم الأساليب الإحصائية التي تقيس الارتباط بين متغيران ويقوم على فرض العدم (لا توجد علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية بين المتغيرين)، الفرض البديل (توجد علاقة ارتباط معنوية ذات دلالة إحصائية بين المتغيرين)، ويأخذ معامل الارتباط قيمة من -١ إلى ١، حيث كلما اقترب من قيمة الصفر يشير إلي ضعف العلاقة بين المتغيرين بينما كلما اقترب من قيمة ١ يشير إلي قوة العلاقة بين المتغيرين، كذلك تشير أشاره المعامل إلي اتجاه العلاقة سواء كانت موجبة أي علاقة طردية أو سالبة أي علاقة عكسية.



٢. اختبار الانحدار المتعدد بطريقة المربعات الصغرة OLS متعدد المتغيرات Multivariate Analysis باستخدام البيانات الجدولية أو السلاسل الزمنية المقطعية Panel Data وطبقاً لنماذج التأثير الثابت والتأثير العشوائي، وفيما يلي فروض اختبار الانحدار:

- الفرض الأصلي (فرض العدم)  $H_0$ : لا يوجد تأثير معنوي ذو دلالة إحصائية للمتغير المستقل على المتغير التابع.
- الفرض البديل  $H_1$ : يوجد تأثير معنوي ذو دلالة إحصائية للمتغير المستقل على المتغير التابع.

وتتخذ نماذج بيانات السلاسل الزمنية المقطعية Panel Data Models التي الشكل التالي:

$$Y_{i,j} = a + b_1 X_{1,i,j} + \epsilon_{i,j}$$

حيث:

- $Y_{i,j}$ : يعبر عن القيمة الحقيقية للمتغير التابع للدولة أ في السنة ج.
- $a$ : يعبر عن قيمة الثابت ويمثل القيمة المقطوعة من محور Y عند قيم  $X=0$ .
- $b_1$ : يعبر عن القيمة التقديرية لمعامل المتغير المستقل  $X_1$ .
- $X_{1,i,j}$ : يعبر عن القيمة الحقيقية للمتغير المستقل  $X_1$  للدولة أ في السنة ج.
- $\epsilon_{i,j}$ : يعبر عن قيمة معامل الخطأ.

٣. اختبار Hausman لتحديد أي النماذج يمكن الاعتماد عليها والمفاضلة بين نموذج الأثر الثابت ونموذج الأثر العشوائي، حيث الفرض الأصلي يعتبر نموذج الأثر العشوائي هو النموذج الأنسب، بينما الفرض البديل نموذج الأثر الثابت يعتبر النموذج الأنسب.

ثالثاً: نتائج اختبار الارتباط بين متغيرات الدراسة:

ويوضح الجدول التالي نتيجة إختبار إرتباط بيرسون بين متغيرات الدراسة.

جدول (٤): مصفوفة الإرتباط وفقاً لنتائج معاملات إرتباط بيرسون بين متغيرات الدراسة

المتغير	Y1	Y2	Y3	Y4	X1	X2	X3
معامل الارتباط	1						
المعنوية	-----						
معامل الارتباط	0.556	1					
المعنوية	0.000***	-----					
معامل الارتباط	0.356	0.594	1				
المعنوية	0.000***	0.000***	-----				
معامل الارتباط	0.164	0.054	-0.127	1			
المعنوية	0.052*	0.524	0.134	-----			
معامل الارتباط	0.091	0.356	0.443	0.267	1		
المعنوية	0.287	0.000***	0.000***	0.001***	-----		
معامل الارتباط	0.197	0.204	0.113	0.447	0.180	1	
المعنوية	0.019**	0.016	0.182	0.000***	0.033**	-----	
معامل الارتباط	-0.023	-0.026	0.000	0.261	0.257	0.163	1
المعنوية	0.789	0.756	0.999	0.002***	0.002***	0.054*	-----

\*\*\* معنوي عند مستوى ١٪، \*\* معنوي عند مستوى ٥٪، \* معنوي عند مستوى ١٠٪.

ويتضح من النتائج الواردة بالجدول السابق ما يلي:

١. لا توجد علاقات ارتباط قوية بين المتغيرات المستقلة حيث تتراوح قيم معامل الارتباط فيما بينها بين ٢٥,٧٪ و ١٦,٣٪ مما يعني أنه يمكن إدخال الثلاث متغيرات كمتغيرات مستقلة في النموذج دون التسبب في مشكلة الازدواج الخطي.
٢. توجد علاقة ارتباط ضعيفة بين المتغير Y1 و X2 حيث بلغ معامل الارتباط ١٩,٧٪ وهي علاقة معنوية عند مستوى ٥٪ حيث تبلغ المعنوية المحسوبة ١,٩٪ هي أقل من مستوى المعنوية المذكور.

٣. توجد علاقة ارتباط ضعيفة بين المتغير  $Y_2$  و  $X_1$  حيث بلغ معامل الارتباط  $35,6\%$  وهي علاقة معنوية عند مستوى  $1\%$  حيث تبلغ المعنوية المحسوبة  $0\%$  هي أقل من مستوي المعنوية المذكور.
٤. توجد علاقة ارتباط متوسطة بين المتغير  $Y_3$  و  $X_1$  حيث بلغ معامل الارتباط  $44,4\%$  وهي علاقة معنوية عند مستوى  $1\%$  حيث تبلغ المعنوية المحسوبة  $0\%$  هي أقل من مستوي المعنوية المذكور.
٥. توجد علاقة ارتباط بين المتغير  $Y_3$  وكل من المتغيرات  $X_1$  و  $2X$  و  $3X$  حيث بلغت معاملات الارتباط  $26,7\%$  و  $44,7\%$  و  $26,1\%$  وجميعها علاقات معنوية عند مستوى  $1\%$  حيث تبلغ المعنوية المحسوبة  $0\%$  هي أقل من مستوي المعنوية المذكور.

رابعاً: نتائج نماذج الانحدار لاختبار الفروض بالتطبيق على البلاد العربية مجتمعة:  
يلخص الجدول التالي نتائج اختبار الأربيع فروض الرئيسية الأولى والمعنية بتأثير تدفقات الاستثمارات الأجنبية على المديونيات القطاعية للدول العربية مجتمعة.

جدول (٥): نماذج اختبار الفروض الأربعة الأولى للدول العربية مجتمعة

Y٤	Y٣	Y٢	Y١	المتغير التابع	
ثابت	ثابت	عشوائي	عشوائي	أسلوب الانحدار وفقاً للأثر	
١٠,٢٧٠	٥١,٥٨٠	٤٤,٣٧١	٢٦,٤٨٣	$\beta$	C
***,٠٠٠	***,٠٠٠	***,٠٠٠	***,٠٠٠	.Prob	
٢,٧٩٥	-٠,٣٨٥	-٠,٠٠٣	-٠,٥٧٥	$\beta$	X١
***,٠٠٠	٠,٣٤٢	٠,٩٩٤	***,٠٠٢	.Prob	
١,٩٩٧	٠,٩٧٨	٠,٢٩٨	٠,١٦٦	$\beta$	X٢
***,٠٠٣	**٠,٠١٤	٠,٣٣٩	٠,٣٤٧	.Prob	
٠,١١٦	-٠,٠٥٠	-٠,٠٣٤	-٠,٠٢٥	$\beta$	X٣
-٠,١١٢	٠,٢٤٩	٠,٣٢٢	٠,١٩٧	.Prob	
٠,٨٠٩	٠,٩١٢	٠,٠١٣	٠,١٠٤	معامل التحديد R-squared	
٠,٧٩١	٠,٩٠٤	-٠,٠٠٩	٠,٠٨٥	معامل التحديد المعدل-Adjusted R-squared	
٤٤,٧٩٩	١١٠,٢٣٤	٠,٥٧٥	٥,٢٧٨	قيمة اختبار F-statistic	
***,٠٠٠	***,٠٠٠	٠,٦٣٢	***,٠٠٢	قيمة معنوية الاختبار-Prob(F-statistic)	
١٠,٠٠٠	١٠,٠٠٠	١٠,٠٠٠	١٠,٠٠٠	عدد الدول	
١٤,٠٠٠	١٤,٠٠٠	١٤,٠٠٠	١٤,٠٠٠	عدد السنين	
١٤٠,٠٠٠	١٤٠,٠٠٠	١٤٠,٠٠٠	١٤٠,٠٠٠	عدد المشاهدات	
٠,٠٠٠	٠,٠٠٤	٠,٠٥٥	٠,١٩٥	قيمة معنوية اختبار Hausman	

\*\*\* معنوي عند مستوى ١٪، \*\* معنوي عند مستوى ٥٪، \* معنوي عند مستوى ١٠٪.

وبناء على النماذج السابقة يمكن التوصل إلي للنتائج التالية:

جدول (٦): نتائج اختبار الفروض الأربعة الأولى للدول العربية مجتمعة

النتيجة	الاختبار	الفرض
نقبل الفرض البديل	اختبار F معنوي عند مستوي ١٪	لا يوجد تأثير معنوي ذات دلالة احصائية لتدفقات الاستثمارات الأجنبية على مديونية القطاع العائلي بالدول العربية.
نقبل الفرض البديل	اختبار T معنوي عند مستوي ١٪	لا يوجد تأثير معنوي ذات دلالة احصائية لتدفقات الاستثمارات الأجنبية المباشر على مديونية القطاع العائلي بالدول العربية
نقبل الفرض الأصلي	اختبار T غير معنوي	لا يوجد تأثير معنوي ذات دلالة احصائية لتدفقات استثمارات المحافظ الأجنبية على مديونية القطاع العائلي بالدول العربية
نقبل الفرض الأصلي	اختبار T غير معنوي	لا يوجد تأثير معنوي ذات دلالة احصائية لتدفقات الاستثمارات الأخرى الأجنبية على مديونية القطاع العائلي بالدول العربية
نقبل الفرض الأصلي	اختبار F غير معنوي	لا يوجد تأثير معنوي ذات دلالة احصائية لتدفقات الاستثمارات الأجنبية على مديونية قطاع الشركات غير المالية بالدول العربية.
نقبل الفرض الأصلي	اختبار T غير معنوي	لا يوجد تأثير معنوي ذات دلالة احصائية لتدفقات الاستثمارات الأجنبية المباشر على مديونية قطاع الشركات غير المالية بالدول العربية
نقبل الفرض الأصلي	اختبار T غير معنوي	لا يوجد تأثير معنوي ذات دلالة احصائية لتدفقات استثمارات المحافظ الأجنبية على مديونية قطاع الشركات غير المالية بالدول العربية
نقبل الفرض	اختبار T غير معنوي	لا يوجد تأثير معنوي ذات دلالة احصائية لتدفقات الاستثمارات الأخرى الأجنبية على مديونية قطاع الشركات غير المالية بالدول العربية

الأصلي		العربية	
نقبل الفرض البديل	F أختبار معنوي عند مستوي ١٪	لا يوجد تأثير معنوي ذات دلالة احصائية لتدفقات الاستثمارات الأجنبية على مديونية القطاع الحكومي بالدول العربية.	٣
نقبل الفرض الأصلي	T أختبار معنوي غير	لا يوجد تأثير معنوي ذات دلالة احصائية لتدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر على مديونية القطاع الحكومي بالدول العربية	٣. ١
نقبل الفرض البديل	T أختبار معنوي عند مستوي ٥٪	لا يوجد تأثير معنوي ذات دلالة احصائية لتدفقات استثمارات المحافظ الأجنبية على مديونية القطاع الحكومي بالدول العربية	٣. ٢
نقبل الفرض الأصلي	T أختبار معنوي غير	لا يوجد تأثير معنوي ذات دلالة احصائية لتدفقات الاستثمارات الأخرى الأجنبية على مديونية القطاع الحكومي بالدول العربية	٣. ٣
نقبل الفرض البديل	F أختبار معنوي عند مستوي ١٪	لا يوجد تأثير معنوي ذات دلالة احصائية لتدفقات الاستثمارات الأجنبية على مديونية القطاع المالي بالدول العربية.	٤
نقبل الفرض البديل	T أختبار معنوي عند مستوي ١٪	لا يوجد تأثير معنوي ذات دلالة احصائية لتدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر على مديونية القطاع المالي بالدول العربية	٤. ١
نقبل الفرض البديل	T أختبار معنوي عند مستوي ١٪	لا يوجد تأثير معنوي ذات دلالة احصائية لتدفقات استثمارات المحافظ الأجنبية على مديونية القطاع المالي بالدول العربية	٤. ٢
نقبل الفرض الأصلي	T أختبار معنوي غير	لا يوجد تأثير معنوي ذات دلالة احصائية لتدفقات الاستثمارات الأخرى الأجنبية على مديونية القطاع المالي بالدول العربية	٤. ٣

خامساً: نتائج نماذج الانحدار لاختبار الفروض بالتطبيق على البلاد العربية المصدرة للنفط:

يلخص الجدول التالي نتائج اختبار الأربعة فروض الرئيسية من الفرض الخامس وحتى الفرد الثامن والمعنية بتأثير تدفقات الاستثمارات الأجنبية على المديونيات القطاعية للدول العربية المصدرة للنفط وهي المملكة السعودية والامارات والكويت وعمان والبحرين.

جدول (٧): نماذج اختبار الفروض من الخامس وحتى الثامن للدول العربية المصدرة للنفط

Y٤	Y٣	Y٢	Y١	المتغير التابع	
عشوائي	عشوائي	عشوائي	عشوائي	أسلوب الانحدار وفقاً للأثر	
٢٠,٦٨٥	١٢,٠٥٧	٤٥,١٨٢	٢٤,٤١٢	$\beta$	C
**٠,٠٣٢	***٠,٠٠٠	***٠,٠٠٠	***٠,٠٠٠	.Prob	
٢,١٤٦	٠,٧٦٣	-١,٢٨٧	-١,١٣١	$\beta$	X١
٠,١٥٧	٠,٢٨٨	**٠,٠٢٣	***٠,٠٠٠	.Prob	
٤,٧١٢	١,٧٨٩	٠,٤٤٦	٠,٨٦٠	$\beta$	X٢
***٠,٠٠٠	***٠,٠٠٠	٠,٣٢٥	***٠,٠٠٠	.Prob	
٠,١٥١	-٠,٠٦١	٠,٢٠٩	٠,٠٠١	$\beta$	X٣
٠,١٤٠	٠,٢٣٩	٠,١١٥	٠,٩٧٧	.Prob	
٠,٢٤٩	٠,١٤١	٠,١١٥	٠,١٣٠	معامل التحديد R-squared	
٠,٢١٥	٠,١٠٢	٠,٠٧٤	٠,٠٩٠	معامل التحديد المعدل-Adjusted R-squared	
٧,٢٨٥	٣,٦٠٨	٢,٨٤٥	٣,٢٨٥	قيمة اختبار F-statistic	
***٠,٠٠٠	**٠,٠١٨	**٠,٠٤٤	**٠,٠٢٦	قيمة معنوية الاختبار Prob(F-statistic)	
٥,٠٠٠	٥,٠٠٠	٥,٠٠٠	٥,٠٠٠	عدد الدول	
١٤,٠٠٠	١٤,٠٠٠	١٤,٠٠٠	١٤,٠٠٠	عدد السنين	
٧٠,٠٠٠	٧٠,٠٠٠	٧٠,٠٠٠	٧٠,٠٠٠	عدد المشاهدات	
٠,١١٥	٠,٤٤٦	٠,٩٢٧	٠,٦٤٠	قيمة معنوية اختبار Hausman	

\*\*\* معنوي عند مستوى ١٪، \*\* معنوي عند مستوى ٥٪، \* معنوي عند مستوى ١٠٪.

وبناء على النماذج السابقة يمكن التوصل إلي للنتائج التالية:

جدول (٨): نتائج اختبار الفروض من الخامس وحتى الثامن للدول العربية المصدرة للنفط

النتيجة	الاختبار	الفرض
نقبل الفرض البديل	F اختبار معنوي عند مستوي ٥%	٥ لا يوجد تأثير معنوي ذات دلالة احصائية لتدفقات الاستثمارات الأجنبية على مديونية القطاع العائلي بالدول العربية المصدرة للنفط.
نقبل الفرض البديل	T اختبار معنوي عند مستوي ١%	٥.١ لا يوجد تأثير معنوي ذات دلالة احصائية لتدفقات الاستثمارات الأجنبية المباشر على مديونية القطاع العائلي بالدول العربية المصدرة للنفط
نقبل الفرض البديل	T اختبار معنوي عند مستوي ١%	٥.٢ لا يوجد تأثير معنوي ذات دلالة احصائية لتدفقات استثمارات المحافظ الأجنبية على مديونية القطاع العائلي بالدول العربية المصدرة للنفط
نقبل الفرض الأصلي	T اختبار معنوي غير	٥.٣ لا يوجد تأثير معنوي ذات دلالة احصائية لتدفقات الاستثمارات الأخرى الأجنبية على مديونية القطاع العائلي بالدول العربية المصدرة للنفط
نقبل الفرض البديل	F اختبار معنوي عند مستوي ٥%	٦ لا يوجد تأثير معنوي ذات دلالة احصائية لتدفقات الاستثمارات الأجنبية على مديونية قطاع الشركات غير المالية بالدول العربية المصدرة للنفط.
نقبل الفرض البديل	T اختبار معنوي عند مستوي ٥%	٦.١ لا يوجد تأثير معنوي ذات دلالة احصائية لتدفقات الاستثمارات الأجنبية المباشر على مديونية قطاع الشركات غير المالية بالدول العربية المصدرة للنفط
نقبل الفرض الأصلي	T اختبار معنوي غير	٦.٢ لا يوجد تأثير معنوي ذات دلالة احصائية لتدفقات استثمارات المحافظ الأجنبية على مديونية قطاع الشركات غير المالية بالدول العربية المصدرة للنفط
نقبل الفرض الأصلي	T اختبار معنوي غير	٦.٣ لا يوجد تأثير معنوي ذات دلالة احصائية لتدفقات الاستثمارات الأخرى الأجنبية على مديونية قطاع الشركات غير المالية بالدول العربية المصدرة للنفط



٧	لا يوجد تأثير معنوي ذات دلالة احصائية لتدفقات الاستثمارات الأجنبية على مديونية القطاع الحكومي بالدول العربية المصدرة للنفط.	أختبار F معنوي عند مستوى ٥% نقبل الفرض البديل
٧.١	لا يوجد تأثير معنوي ذات دلالة احصائية لتدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر على مديونية القطاع الحكومي بالدول العربية المصدرة للنفط	أختبار T غير معنوي نقبل الفرض الأصلي
٧.٢	لا يوجد تأثير معنوي ذات دلالة احصائية لتدفقات استثمارات المحافظ الأجنبية على مديونية القطاع الحكومي بالدول العربية المصدرة للنفط	أختبار T معنوي عند مستوى ١% نقبل الفرض البديل
٧.٣	لا يوجد تأثير معنوي ذات دلالة احصائية لتدفقات الاستثمارات الأخرى الأجنبية على مديونية القطاع الحكومي بالدول العربية المصدرة للنفط	أختبار T غير معنوي نقبل الفرض الأصلي
٨	لا يوجد تأثير معنوي ذات دلالة احصائية لتدفقات الاستثمارات الأجنبية على مديونية القطاع المالي بالدول العربية المصدرة للنفط.	أختبار F معنوي عند مستوى ١% نقبل الفرض البديل
٨.١	لا يوجد تأثير معنوي ذات دلالة احصائية لتدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر على مديونية القطاع المالي بالدول العربية المصدرة للنفط	أختبار T غير معنوي نقبل الفرض الأصلي
٨.٢	لا يوجد تأثير معنوي ذات دلالة احصائية لتدفقات استثمارات المحافظ الأجنبية على مديونية القطاع المالي بالدول العربية المصدرة للنفط	أختبار T معنوي عند مستوى ١% نقبل الفرض البديل
٨.٣	لا يوجد تأثير معنوي ذات دلالة احصائية لتدفقات الاستثمارات الأخرى الأجنبية على مديونية القطاع المالي بالدول العربية المصدرة للنفط	أختبار T غير معنوي نقبل الفرض الأصلي

سادساً: نتائج نماذج الانحدار لاختبار الفروض بالتطبيق على البلاد العربية المستوردة للنفط:

يلخص الجدول التالي نتائج اختبار الأربع فروض الرئيسية من الفرض التاسع وحتى الفرد الثاني عشر والمعنية بتأثير تدفقات الاستثمارات الأجنبية على المديونيات القطاعية للدول العربية المستوردة للنفط وهي مصر والاردن ولبنان وتونس والمغرب.

جدول (٩): نماذج اختبار الفروض من الخامس وحتى الثامن للدول العربية المستوردة للنفط

Y٤	Y٣	Y٢	Y١	المتغير التابع
ثابت	ثابت	ثابت	عشوائي	أسلوب الانحدار وفقاً للأثر
-٦,٢٧٨	٨١,٦٤٥	٤٨,٠٧٠	٢٦,١٣٣	$\beta$
**٠,٠٤٠	***٠,٠٠٠	***٠,٠٠٠	***٠,٠٠٠	.Prob
٣,٦٣٧	-٠,١٨٦	٠,٤٣٦	-٠,٥٥٦	$\beta$
***٠,٠٠٠	٠,٦٦٠	*٠,٠٩٣	***٠,٠٠٠	.Prob
-٠,٤٤٦	١,٣٨٩	-٠,٠١٦	-٠,٥٠٣	$\beta$
٠,٤٠٤	**٠,٠١٨	٠,٩٦٤	**٠,٠١٨	.Prob
-٠,٠٧٩	٠,٤٤٢	-٠,٢٨٨	٠,٦٨٢	$\beta$
٠,٨٤١	٠,٢٩٦	٠,٢٦٣	***٠,٠٠٠	.Prob
٠,٧١٦	٠,٩١٢	٠,٩١٩	٠,٣٦٣	معامل التحديد R-squared
٠,٦٨٤	٠,٩٠٢	٠,٩٠٩	٠,٣٣٤	معامل التحديد المعدل-Adjusted R-squared
٢٢,٣٢٠	٩١,٥١٣	١٠٠,٠٠١	١٢,٥٢٠	قيمة اختبار F-statistic
***٠,٠٠٠	***٠,٠٠٠	***٠,٠٠٠	***٠,٠٠٠	قيمة معنوية الاختبار Prob(F-statistic)
٥,٠٠٠	٥,٠٠٠	٥,٠٠٠	٥,٠٠٠	عدد الدول
١٤,٠٠٠	١٤,٠٠٠	١٤,٠٠٠	١٤,٠٠٠	عدد السنين
٧٠,٠٠٠	٧٠,٠٠٠	٧٠,٠٠٠	٧٠,٠٠٠	عدد المشاهدات
٠,٠٠٠	٠,٠٠٠	٠,٠٣٩	٠,٤٢٨	قيمة معنوية اختبار Hausman

\*\*\* معنوي عند مستوي ١٪، \*\* معنوي عند مستوي ٥٪، \* معنوي عند مستوي ١٠٪.

وبناء على النماذج السابقة يمكن التوصل إلي للنتائج التالية:

جدول (١٠): نتائج اختبار الفروض من الخامس وحتى الثامن للدول العربية المستوردة للنفط

النتيجة	الاختبار	الفرض
نقبل الفرض البديل	F أختبار معنوي عند مستوي ١٪	٩ لا يوجد تأثير معنوي ذات دلالة احصائية لتدفقات الاستثمارات الأجنبية على مديونية القطاع العائلي بالدول العربية المستوردة للنفط.
نقبل الفرض البديل	T أختبار معنوي عند مستوي ١٪	٩.١ لا يوجد تأثير معنوي ذات دلالة احصائية لتدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر على مديونية القطاع العائلي بالدول العربية المستوردة للنفط
نقبل الفرض البديل	T أختبار معنوي عند مستوي ٥٪	٩.٢ لا يوجد تأثير معنوي ذات دلالة احصائية لتدفقات استثمارات المحافظ الأجنبية على مديونية القطاع العائلي بالدول العربية المستوردة للنفط
نقبل الفرض البديل	T أختبار معنوي عند مستوي ١٪	٩.٣ لا يوجد تأثير معنوي ذات دلالة احصائية لتدفقات الاستثمارات الأخرى الأجنبية على مديونية القطاع العائلي بالدول العربية المستوردة للنفط
نقبل الفرض البديل	F أختبار معنوي عند مستوي ١٪	١٠ لا يوجد تأثير معنوي ذات دلالة احصائية لتدفقات الاستثمارات الأجنبية على مديونية قطاع الشركات غير المالية بالدول العربية المستوردة للنفط.
نقبل الفرض البديل	T أختبار معنوي عند مستوي ١٠٪	١٠.١ لا يوجد تأثير معنوي ذات دلالة احصائية لتدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر على مديونية قطاع الشركات غير المالية بالدول العربية المستوردة للنفط
نقبل الفرض الأصلي	T غير أختبار معنوي	١٠.٢ لا يوجد تأثير معنوي ذات دلالة احصائية لتدفقات استثمارات المحافظ الأجنبية على مديونية قطاع الشركات غير المالية بالدول العربية المستوردة للنفط

نقبل الفرض الأصلي	أختبار T غير معنوي	لا يوجد تأثير معنوي ذات دلالة احصائية لتدفقات الاستثمارات الأخرى الأجنبية على مديونية قطاع الشركات غير المالية بالدول العربية المستوردة للنفط	١٠.٣
نقبل الفرض البديل	F معنوي عند مستوي ١٪	لا يوجد تأثير معنوي ذات دلالة احصائية لتدفقات الاستثمارات الأجنبية على مديونية القطاع الحكومي بالدول العربية المستوردة للنفط.	١١
نقبل الفرض الأصلي	أختبار T غير معنوي	لا يوجد تأثير معنوي ذات دلالة احصائية لتدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر على مديونية القطاع الحكومي بالدول العربية المستوردة للنفط	١١.١
نقبل الفرض البديل	T معنوي عند مستوي ٥٪	لا يوجد تأثير معنوي ذات دلالة احصائية لتدفقات استثمارات المحافظ الأجنبية على مديونية القطاع الحكومي بالدول العربية المستوردة للنفط	١١.٢
نقبل الفرض الأصلي	أختبار T غير معنوي	لا يوجد تأثير معنوي ذات دلالة احصائية لتدفقات الاستثمارات الأخرى الأجنبية على مديونية القطاع الحكومي بالدول العربية المستوردة للنفط	١١.٣
نقبل الفرض البديل	F معنوي عند مستوي ١٪	لا يوجد تأثير معنوي ذات دلالة احصائية لتدفقات الاستثمارات الأجنبية على مديونية القطاع المالي بالدول العربية المستوردة للنفط.	١٢
نقبل الفرض البديل	T معنوي عند مستوي ١٪	لا يوجد تأثير معنوي ذات دلالة احصائية لتدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر على مديونية القطاع المالي بالدول العربية المستوردة للنفط	١٢.١
نقبل الفرض الأصلي	أختبار T غير معنوي	لا يوجد تأثير معنوي ذات دلالة احصائية لتدفقات استثمارات المحافظ الأجنبية على مديونية القطاع المالي بالدول العربية المستوردة للنفط	١٢.٢
نقبل الفرض الأصلي	أختبار T غير معنوي	لا يوجد تأثير معنوي ذات دلالة احصائية لتدفقات الاستثمارات الأخرى الأجنبية على مديونية القطاع المالي بالدول العربية المستوردة للنفط	١٢.٣

## تاسعاً: التوصيات

في ضوء ما توصل إليه الباحث من نتائج يوصي بما يلي:

١. في ضوء تأثير تدفقات الاستثمارات الأجنبية على مستويات المديونية للقطاعات المختلفة يجب أن تبحث الدول محل الدراسة الأدوات الرقابية الاحترازية التي من شأنها أن تحد من حساسية النظام المالي لتقلبات الاستثمارات الأجنبية.
٢. يجب أن تعمل الدول محل الدراسة على تنمية مصادر النقد الأجنبي الأخرى بخلاف الاستثمارات الأجنبية ولا سياتم الدول المستوردة للنفط .
٣. يجب ان تعمل الدول على تخفيض العجز الكلي في الموازنات العامة لها وذلك حتى تخف من حدة فجوة الموارد المحلية بها، وبالتالي يخفف من الضغط على مصادر التمويل المحلية ويحد من الاعتماد على مصادر التمويل الأجنبية .
٤. يجب أن تتوسع الدول محل الدراسة ولا سياتم الدول غير المصدرة للنفط في برامج طرح السندات بالأسواق العالمية كي ما يساهم هذا في مشاركة فعالة في أسواق المال العالمية، ويجعل تلك الدول لها مقدرة على التحكم النسبي في تدفقات الاستثمارات الأجنبية، من خلال تحكمها في برامج الطرح .
٥. يجب على الدول محل الدراسة تقديم حوافز استثمارية للاستثمار الأجنبي المباشر كونه المصدر الأكثر استقراراً من مصادر الاستثمارات الأجنبية، كذلك يساهم الاستثمار الأجنبي المباشر في تخفيض مستوى المديونية للقطاع العائلي كنسبة للنتائج المحلي الإجمالي، وغالباً يرجع هذا التأثير إلى أنه يساهم في زيادة الناتج المحلي الإجمالي كونه يمثل استهلاك استثماري مباشر أو من خلال زيادة التكوين الرأسمالي وزيادة إنتاجية الاقتصاد القومي كما يساهم أيضا الاستثمار الأجنبي المباشر في إيجاد فرص عمل حقيقية للقطاع العائلي.

## عاشراً: الأبحاث المستقبلية

في ضوء ما توصل إليه الباحث خلال القيام بتحليل الدراسات السابقة وفي ضوء ما توصل إليه من نتائج يري الباحث أنه من الممكن تنفيذ الأبحاث التالية مستقبلياً:

١. تأثير تدفقات الاستثمارات الأجنبية على الأداء المالي للقطاع المصرفي بالدول العربية.
٢. تأثير تدفقات الاستثمارات الأجنبية على أداء وكفاءة الأسواق المالية بالدول العربية.
٣. تأثير تدفقات الاستثمارات الأجنبية على الاستقرار المالي بالدول العربية.
٤. تأثير تدفقات الاستثمارات الأجنبية على المخاطر النظامية بالدول العربية.
٥. تأثير السياسات الاحترازية الكلية والجزئية والتعليمات الرقابية على تدفقات الاستثمارات الأجنبية بالدول العربية.

## المراجع المستخدمة

### أولاً المراجع العربية:

بسيوني، إيمان يوسف عبد الهادي. (٢٠١٠). تجربة الاقتصاد المصري في تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية خلال الفترة (٢٠٠٧ - ١٩٧٥) *المجلة العلمية للبحوث والدراسات التجارية: جامعة حلوان - كلية التجارة وإدارة الاعمال*، ٣٤، ٣٦٩ - ٤٠٥.

بوعبدالله، على، وشريف بوقصبة. "المحددات الاقتصادية للاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية في سوق الأوراق المالية: دراسة حالة بورصة عمان - الأردن

١٩٩٤ - ٢٠١٥. مجلة العلوم الانسانية: جامعة محمد خيضر بسكرة ع ٤٧٤  
(٢٠١٧): ١١٩ - ١٤٦.

ذنون، مروان عبد المالك. (٢٠٠٩). أثر الاستثمار الأجنبي المباشر على فجوتي  
الموارد المحلية والأجنبية في تركيا ١٩٧٠-٢٠٠٦. تنمية الرافدين، ٣١(٩٤)،  
١٣١-١٤٦.

عبد الفضيل، سيد إبراهيم. (٢٠٠٦). أثر تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية على  
سوق رأس المال المصري في ظل عولمة الاسواق الصاعدة. مجلة مصر  
المعاصرة: الجمعية المصرية للاقتصاد السياسي والإحصاء والتشريع، مج ٩٧، ع  
٤٨٣، ٣٤٥ - ٣٨٥.

قمومية، سفيان. (٢٠١٧). أثر هيكل تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية على النمو  
الاقتصادي في الجزائر: دراسة قياسية للفترة ١٩٩٠ - ٢٠١١. مجلة الاقتصاد  
والمالية: جامعة حسيبة بن علي الشلف - كلية العلوم الاقتصادية والعلوم  
التجارية وعلوم التسيير، مج ٣، ع ٢٤، ٢٢ - ٣٧.

ثانياً: المراجع الاجنبية:

Allen, F. (٢٠١١). Cross-border banking in Europe: implications  
for financial stability and macroeconomic policies. **CEPR**.

Barnes, S. (٢٠١٠), "Resolving and Avoiding Unsustainable  
Imbalances in the Euro Area", **OECD Economics Department  
Working Papers, No. ٨٢٧, OECD Publishing, Paris**.

Doojav, G. O. (٢٠٠٨). Capital flows and their implications for central bank policies in Mongolia.

Hume, M., & Sentance, A. (٢٠٠٩). The global credit boom: Challenges for macroeconomics and policy. **Journal of international Money and Finance**, ٢٨(٨), ١٤٢٦-١٤٦١.

Igan, D., & Tan, Z. (٢٠١٧). Capital inflows, credit growth, and financial systems. **Emerging Markets Finance and Trade**, ٥٣(١٢), ٢٦٤٩-٢٦٧١

Lane, P. R., & McQuade, P. (٢٠١٤). Domestic credit growth and international capital flows. **The Scandinavian Journal of Economics**, ١١٦(١), ٢١٨-٢٥٢.

Mercier, J. F. (٢٠١٨). Capital inflows and domestic credit-The South African" exception" (No. ٨٨٨٠). **South African Reserve Bank**

Milesi-Ferretti, G. M., & Tille, C. (٢٠١١). The great retrenchment: international capital flows during the global financial crisis. **Economic policy**, ٢٦(٦٦), ٢٨٩-٣٤٦.

Ordu-Akkaya, B. M., & Soytaş, U. (٢٠٢٠). Does foreign portfolio investment strengthen stock-commodity markets connection? **Resources Policy**, 65, ١٠١٥٣٦.

Raabe, A., & Kneer, C. (٢٠١٩). Tracking Foreign Capital: The Effect of Capital Inflows on Bank Lending in the UK (No. ١٠-٢٠١٩). **Economics Section, The Graduate Institute of International Studies**