

الاستثمار الخاص، الاستثمار الحكومي، وعجز الموازنة العامة للدولة فى الاقتصاد المصرى خلال الفترة (١٩٨٥-٢٠١٧): علاقة تكامل أم تنافس؟

د. هايدى على* / د. هبه يوسف*

مستخلص

تمثل العلاقة بين الاستثمار الحكومي والاستثمار الخاص علاقة جدلية سواء على مستوى النظريات الاقتصادية أو الدراسات التطبيقية، ولا يوجد اتفاق حتى الآن ما إذا كان الاستثمار الحكومي- وما قد يتبعه من عجز للموازنة العامة للدولة لتمويل هذا الإنفاق الاستثماري- يلعب دوراً مكملاً أم منافساً للاستثمار الخاص. ومن ثم تسعى هذه الورقة إلى دراسة تأثير كلا من الاستثمار الحكومي وعجز الموازنة العامة للدولة على الاستثمار الخاص بالتطبيق على الاقتصاد المصري في الفترة من ١٩٨٥ إلى ٢٠١٧. وقد خلصت الدراسة إلى وجود علاقة موجبة بين الاستثمار الخاص وبين الاستثمار الحكومي. وتشير هذه النتيجة إلى أن قيام الدولة بالإنفاق على الاستثمارات في مجال البنية التحتية الأساسية إنما يمهّد الطريق بدرجة كبيرة لكي يقوم القطاع الخاص بدور أوسع في القطاعات الاستثمارية الأخرى. كما تتفق هذه النتائج بدرجة كبيرة مع طبيعة الاقتصاد المصري باعتباره اقتصاد نامى وبالتالي ما زلت الدولة تلعب دوراً رئيسياً في مساندة القطاع الخاص وتقديم البنية التحتية الرئيسية اللازمة لكي يقوم بالعمل والإنتاج. وتتفق تلك النتائج أيضاً مع هيكل الموازنة العامة للدولة والذي ترتفع فيه نسبة الإنفاق الجارى الحتمى بدرجة كبيرة مقارنة بالإنفاق الاستثمارى. وبالتالي يشارك القطاع الخاص بدور أساسى فى القيام بالاستثمارات اللازمة للنهوض بالاقتصاد، ورفع معدل النمو الاقتصادى بالدولة.

كلمات مفتاحية: الاستثمار الحكومي- الاستثمار الخاص- أثر المزامنة- عجز الموازنة

• أستاذ مساعد، قسم الاقتصاد، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، جامعة القاهرة.

• E.mail: heidi.alv@feps.edu.eg / heba.voussef@feps.edu.eg

مقدمة:

تمثل العلاقة بين الاستثمار الحكومي والاستثمار الخاص علاقة جدلية سواء على مستوى النظريات الاقتصادية أو الدراسات التطبيقية، حيث ترى بعض الدراسات (مثل (1989) Aschauer و (1999) Bahmani-Oskooee) أن زيادة الاستثمار الحكومي يؤدي إلى تهيئة البنية التحتية اللازمة لعمل القطاع الخاص، ومن ثم يلعب الاستثمار الحكومي دوراً مكملاً للاستثمار الخاص. بالإضافة إلى ذلك يؤدي زيادة الاستثمار الحكومي إلى زيادة ثقة المستثمرين في الاقتصاد، وتنشيط عجلة الاقتصاد من خلال زيادة الطلب الكلي مما يؤثر إيجابياً على الاستثمار الخاص. بينما توجد اتجاهات أخرى في الأدبيات الاقتصادية (مثل (1984) Premchand و (2013) Kibet) ترى أن الاستثمار الحكومي (وما قد يتبعه من عجز الموازنة لتمويل هذه الاستثمارات) ينافس عمل القطاع الخاص ويؤثر سلباً على حجم الائتمان الممنوح للقطاع الخاص، وبالتالي يؤدي إلى مزاحمة الاستثمارات الخاصة. وهنا تجدر الإشارة إلى أنه لم يتم حسم هذا الجدل إلى الآن سواء على المستوى النظري أو الدراسات التطبيقية.

ومن ثم تسعى هذه الورقة إلى دراسة تأثير كلا من الاستثمار الحكومي وعجز الموازنة العامة للدولة على الاستثمار الخاص بالتطبيق على الاقتصاد المصري في الفترة من ١٩٨٥ إلى ٢٠١٧ للإجابة على تساؤل رئيسي وهو: هل يزاحم الاستثمار الحكومي الاستثمار الخاص أم يمهّد الطريق أمام مزيد من الاستثمارات الخاصة؟ هل يؤدي ارتفاع عجز الموازنة العامة للدولة إلى انخفاض الاستثمار الخاص من خلال تأثيره على سوق الاقتراض المحلي والائتمان الممنوح للقطاع الخاص؟ ومن الجدير بالذكر أن لهذه التساؤلات أهمية خاصة في الفترة الزمنية الحالية للاقتصاد المصري حيث أن الحكومة المصرية تضطلع بضخ استثمارات في العديد من المشروعات الاستثمارية الضخمة مثل العاصمة الإدارية الجديدة، مدينة العلمين الجديدة، محور تنمية قناة السويس، وغيرها من المشروعات القومية الأخرى. ومن ثم، تبرز أهمية ما إذا كانت هذه الاستثمارات تلعب دوراً مكملاً أم منافساً للاستثمارات الخاصة.

وتنقسم هذه الورقة إلى أربعة أقسام رئيسية بخلاف المقدمة. يعرض القسم الأول النظريات الاقتصادية والدراسات التطبيقية التي أولت اهتماماً بدراسة تأثير الإتفاق

الحكومي وعجز الموازنة العامة للدولة على استثمارات القطاع الخاص. ويتناول القسم الثاني هيكل الاستثمارات الحكومية والخاصة، فضلاً عن علاقتها بعجز الموازنة من خلال التحليل الوصفي للبيانات. بينما يختص القسم الثالث بعرض النموذج القياسي من خلال خطوات التحليل الكمي وأهم النتائج التي تم التوصل إليها. وأخيراً، تختتم الورقة في القسم الرابع بالنتائج والتوصيات التي يمكن استخلاصها من هذه النتائج.

1. الإطار النظري والدراسات التطبيقية

تزخر الأدبيات الاقتصادية بالعديد من النظريات والدراسات التطبيقية التي اهتمت بدراسة تأثير الاستثمار الحكومي وعجز الموازنة العامة للدولة على استثمارات القطاع الخاص، ويوجد جدل كبير سواء في النظريات أو الدراسات التطبيقية التي تناولت هذه العلاقة كما هو موضح أدناه.

فيما يتعلق بالنظريات التي اهتمت بدراسة هذه العلاقة، سوف نتناول ثلاث نظريات. تتمثل النظرية الأولى في النظرية الكينزية التي تؤمن أن زيادة الاستثمار الحكومي (حتى لو ترتب على هذا الإنفاق عجزاً في الموازنة العامة للدولة) يؤدي إلى زيادة الطلب الكلي وتنشيط عجلة الاقتصاد مما ينعكس إيجابياً على الاستثمار الخاص " **crowding in** " **private investment** " حيث يؤدي زيادة الطلب الكلي إلى ارتفاع أرباح المشروعات الاستثمارية (**Eisner and Pierper, 1984 as cited in Shetta**) **and Kamaly, 2014**، كذلك يؤدي زيادة الاستثمار الحكومي في القطاعات الاقتصادية المختلفة إلى زيادة ثقة المستثمرين في الاقتصاد. وفي هذا الصدد، تدعم كتابات **Rostow (1971)** و **Musgrave (1989) as cited in Paiko (2012)** الأثر الإيجابي للاستثمار الحكومي على الاستثمار الخاص، (2012) حيث توضح أن الاستثمار الحكومي يلعب دوراً مختلفاً في المراحل التنموية المختلفة التي تمر بها الدول. فعلى سبيل المثال، تظهر حاجة ملحة لزيادة الاستثمار الحكومي في البنية التحتية، الطرق والخدمات الأساسية في الدول التي مازالت في المراحل الأولى من التنمية، وفي هذه الحالة يلعب الاستثمار الحكومي دوراً مكماً للاستثمار الخاص.

وفيما يتعلق بالنظرية الثانية، فتتمثل في النظرية النيوكلاسيكية، التي توضح أن عجز الموازنة العامة للدولة والاستثمار الحكومي يزاحم استثمارات القطاع الخاص حيث

أن التوازن بين الادخار والاستثمار يتحقق من خلال سعر الفائدة التوازني، وحيث أن تمويل عجز الموازنة العامة للدولة يتم من خلال إصدار سندات حكومية تسعى الحكومة لزيادة جاذبيتها مقارنة بالأصول المالية الأخرى، تتجه إلى طرحها بقيمة اسمية منخفضة مما يؤدي إلى ارتفاع سعر الفائدة على هذه السندات، مما يترتب عليه عدم قدرة القطاع الخاص على الاتجاه للتمويل من خلال إصدار سندات ذات عائد تنافسي، ومن ثم ينشأ أثر المزاحمة "Crowding out effect" (Premchand, 1984). بالإضافة إلى ذلك، يؤدي ارتفاع العائد على السندات الحكومية إلى اتجاه القطاع المصرفي للاستثمار فيها كوعاء استثماري آمن بدلاً من إقراض القطاع الخاص " lazy banks hypothesis"، مما يؤثر سلباً على الاستثمار الخاص (Hauer, 2006).

وأخيراً، تتمثل النظرية الثالثة في نظرية التوازن الريكاردي التي تشير إلى أن الزيادة في الاستثمار الحكومي وما يتبعه من اقتراض لتمويل هذا الإنفاق يؤدي حتماً إلى زيادة مستقبلية في الضرائب. وبالتالي، فإن افتراض الرشادة الاقتصادية للأفراد وتوافر الوعي الكافي لديهم يترتب عليه أن دافعي الضرائب على دراية بأن العجز الحالي في الموازنة العامة للدولة سوف يمول من خلال ضرائب في المستقبل، ومن ثم ينجهوا إلى زيادة معدلات الادخار لتعزيز قدرتهم على دفع هذه الضرائب في المستقبل. وبالتالي، فإن أي زيادة في الاستثمار الحكومي أو عجز الموازنة العامة للدولة تترجم في زيادة مدخرات الأفراد ولا تؤدي إلى زيادة الطلب الكلي، ولا تؤثر على قرارات الاستهلاك أو الإنتاج، أو معدلات الفائدة (Buchanan, 1976).

فيما يتعلق بالدراسات التطبيقية، فقد تفاوتت النتائج بين الدراسات التي وجدت أثراً سلبياً لعجز الموازنة والاستثمار الحكومي على استثمارات القطاع الخاص بما يدعم "أثر المزاحمة"، وبين الدراسات التي وجدت تأثيراً إيجابياً لعجز الموازنة على الاستثمارات الخاصة بما يدعم النظرية الكينزية التي تدعم الآثار الإيجابية للسياسة المالية التوسعية عن طريق الاقتراض لتحريك عجلة الاقتصاد وتنشيط الطلب الكلي مما يحفز الاستثمار.

تعددت الدراسات التي وجدت أثراً إيجابياً لعجز الموازنة والإنفاق الحكومي على الاستثمار الخاص حيث وجد كلا من (Aschauer (1989 و Bahmani-Oskooee (1999) تأثيراً إيجابياً لعجز الموازنة والاستثمار الحكومي على الاستثمار الخاص في

الاقتصاد الأمريكي مما يدعم النظرية الكينزية في أن السياسات المالية التوسعية وزيادة الاستثمارات الحكومية تؤدي إلى زيادة الاستثمار الخاص. كذلك استخدمت دراسة **Monadjemi and Huh (1998)** نموذج متجه تصحيح الخطأ بالتطبيق على أستراليا، المملكة المتحدة، والولايات المتحدة الأمريكية وأوضحت النتائج عدم وجود ما يدعم "أثر المزاحمة" للاستثمارات الحكومية على الاستثمارات الخاصة، بينما وجد أثر معنوي لمعدل سعر الفائدة ومعدل الربحية على الاستثمار الخاص.

وعلى صعيد آخر، وجدت عدداً من الدراسات التطبيقية أثراً سلبياً لعجز الموازنة على استثمارات القطاع الخاص وتمثل أبرز تلك الدراسات في دراسة **Kibet (2013)**، والتي قامت بدراسة العلاقة بين عجز الموازنة العامة للدولة، الفساد، والاستثمار الخاص على مجموعة كبيرة من الدول النامية باستخدام نموذج يجمع بين بيانات مقطعية وسلاسل زمنية حيث أشارت النتائج أنه كلما ارتفع عجز الموازنة العامة للدولة، كلما انخفض مستوى الاستثمار الخاص. كذلك اتفقت دراسة **Asogwa and Chetachukwu (2013)** في نيجيريا و **Madni (2013)** لدولة باكستان في دعم نتائج أثر مزاحمة عجز الموازنة لاستثمارات القطاع الخاص حيث قام **Madni** بتطبيق نموذج التكامل ومتجه تصحيح الأخطاء، وأوضحت النتائج أن عجز الموازنة، سعر الفائدة، معدل التضخم، والدين الخارجي تؤثر سلباً على الاستثمار الخاص، بينما يؤثر سعر الصرف والصادرات تأثيراً إيجابياً على تدفقات الاستثمار.

يتضح من المراجعة السابقة للأدبيات أن نتائج الدراسات تفاوتت ولا يوجد اتفاق فيما بين الدراسات على تأثير عجز الموازنة والاستثمار الحكومي على الاستثمار الخاص. أما فيما يخص الدراسات التي تناولت الحالة المصرية، فقد توصل كل من (فوزي والمغربيل، ٢٠٠٤) إلى أن الاستثمارات العامة في المشروعات الإنتاجية خارج نطاق البنية الأساسية تزامم أو تنافس الاستثمار الخاص، في حين أن الاستثمار العام في البنية الأساسية كالطرق والموانئ والكهرباء والتعليم والصحة يتكامل مع الاستثمار الخاص ويشجعه. أما دراسة **Fayed (2012)** فقد ركزت على أثر الاقتراض الحكومي على الائتمان الممنوح للقطاع الخاص باستخدام بيانات ربع سنوية عن الفترة من ١٩٩٨ حتى عام ٢٠١٠، ووجدت أن الاقتراض الحكومي يؤدي إلى انخفاض الائتمان

الممنوح للقطاع الخاص. وكذلك دراسة (Shetta and Kamaly 2014) التي توصلت للنتائج ذاتها باستخدام بيانات لفترة زمنية أطول منذ عام ١٩٧٠.

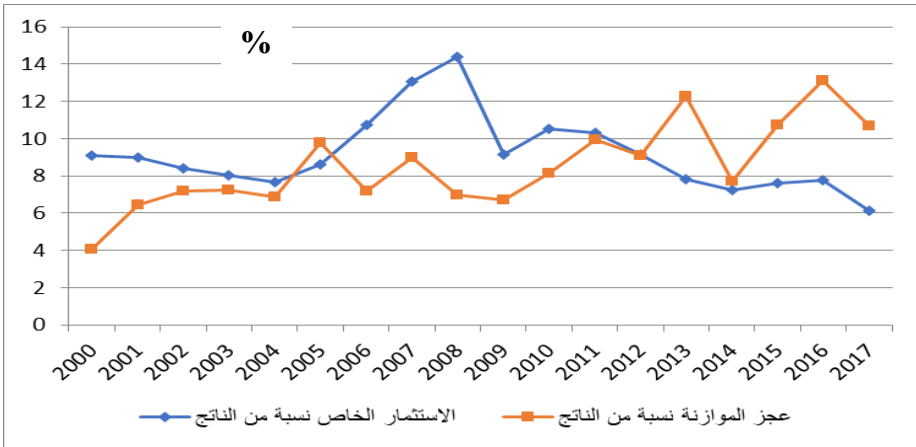
وقد ركزت هاتين الدراستين على تأثير الاقتراض الحكومي على الائتمان الخاص، ومن ثم حجم الاستثمار، إلا أن هذه الورقة الحالية تقوم بدراسة تأثير عجز الموازنة العامة للدولة والإتفاق الحكومي الاستثماري على الاستثمار الخاص مباشرة حيث أن حجم الائتمان هو أحد العوامل المؤثرة على الاستثمار الخاص، إلا أن هناك قنوات عديدة لأثر السياسة المالية على الاستثمار الخاص لا تقتصر فقط على تأثير الاقتراض الحكومي على حجم الائتمان، ومن ثم تحاول هذه الورقة دراسة هذا الأثر بإتباع أسلوب تحليل السلاسل الزمنية لتقدير العلاقة بين الاستثمار الخاص كمتغير تابع وبين كل من عجز الموازنة، والدين الخارجى، ومعدل التضخم، وخدمة الدين العام، صافى الصادرات، والاستثمار الحكومي كمتغيرات مستقلة، وذلك خلال الفترة الزمنية من ١٩٨٥ حتى ٢٠١٧،

٣. تحليل هيكل الاستثمارات وعجز الموازنة في مصر

يهدف هذا القسم إلى تحليل البيانات الخاصة بكل من هيكل الاستثمارات الحكومية والخاصة، فضلاً عن علاقتهما بعجز الموازنة. ويتم ذلك في سبيل تحليل طبيعة التكامل أو التنافس فيما بينهما، والوقوف على مدى وجود أثر المزاحمة من عدمه بينهما. في هذا الإطار، يوضح شكل رقم (١) تطور كل من عجز الموازنة والاستثمارات الخاصة خلال الفترة من عام ٢٠٠٠ إلى ٢٠١٧ والذي يعكس بشكل عام وجود علاقة موجبة بينهما؛ وإن كان يمكن تقسيم تلك العلاقة إلى مرحلتين. المرحلة الأولى والتي تسبق ثورة يناير ٢٠١١ والتي تبدو فيها العلاقة الموجبة جلية؛ فمع الارتفاع في عجز الموازنة ترتفع أيضاً الاستثمارات الخاصة. ويمكن تفسير ذلك من خلال النظرية الكينزية والتي تقضى بأن الارتفاع في الإتفاق الحكومي (والذى يؤدي إلى ارتفاع عجز الموازنة) سوف ينتج عنه تشجيع الطلب الكلى وزيادة الإنتاج والاستثمارات الخاصة. واستمرت تلك العلاقة الموجبة حتى عام ٢٠١١، ومع انطلاق ثورة يناير، استمر عجز الموازنة في الارتفاع بدرجة ملحوظة تزامناً مع تزايد الإتفاق الحكومي، وتزايد المطالبات بتحقيق المساواة والعدالة الاجتماعية، وتزامناً أيضاً في الانخفاض الهائل الذى شهدته مصادر

الإيرادات المختلفة للخزانة العامة للدولة. وخلال تلك الفترة، شهدت الاستثمارات الخاصة انخفاضاً ملحوظة كنتيجة طبيعية لحالة عدم الاستقرار السياسى التى شهدتها الدولة، واستكمالاً لحالة الركود العالمى الذى شهدها العالم فى عام ٢٠٠٨. وقد اقترن ذلك أيضاً بتراجع الاستثمارات الاجنبية المباشرة والتى ساهمت فى مزيد من الانخفاض فى نسبة الاستثمارات الخاصة من الناتج المحلى الإجمالى.

شكل رقم (١): عجز الموازنة والاستثمار الخاص خلال الفترة (٢٠١٧-٢٠٠٠)

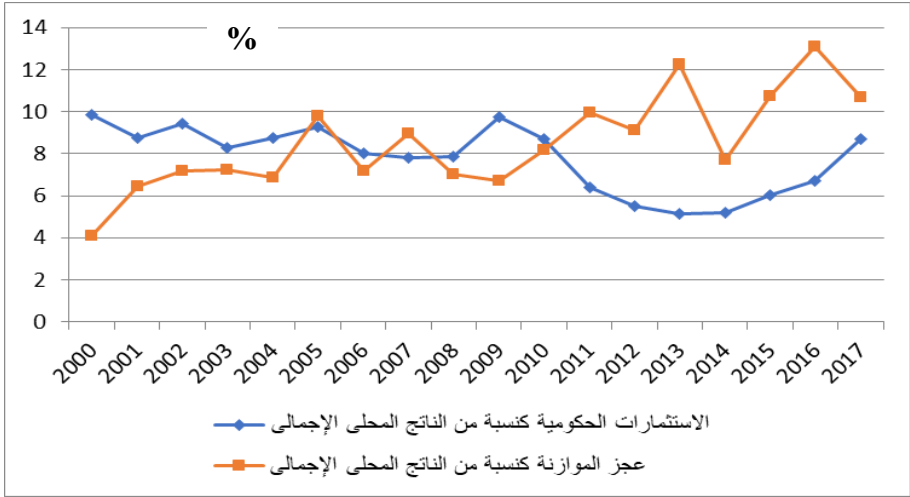


المصدر: مرسوم بواسطة الباحثين من خلال قاعدة بيانات البنك الدولى World Development Indicators

أما عن العلاقة بين عجز الموازنة والاستثمارات الحكومية، فيوضحها شكل رقم (٢) والذى يعكس اتجاه الاستثمار الحكومى نحو الانخفاض خلال الفترة من ٢٠٠٠ إلى ٢٠١٧ مع اتجاه عجز الموازنة نحو الارتفاع خلال نفس الفترة. وتتفق تلك الاتجاهات مع هيكل الموازنة العامة للدولة والذى يعكس انخفاض نسبة الإتفاق الاستثمارى من إجمالى الإتفاق الحكومى، فى مقابل الارتفاع الكبير لبنود الإتفاق الجارى الحتمى مثل الأجور والمرتببات، والدعم، وفوائد القروض. ومع الإنخفاض الهائل الذى شهدته الإيرادات المصرية فى أعقاب ثورة يناير ٢٠١١، ظهر جلياً الإنخفاض المقترن فى الاستثمارات الحكومية كنتيجة طبيعية لإرتفاع عجز الموازنة خلال هذه الفترة. وذلك حيث تعتبر بنود الإتفاق الجارى بنود لا تستطيع الدولة المساس بها، ومع تزايد المطالب بتحقيق العدالة الاجتماعية والموازنة، شهدت تلك البنود ارتفاع كبير فى ظل

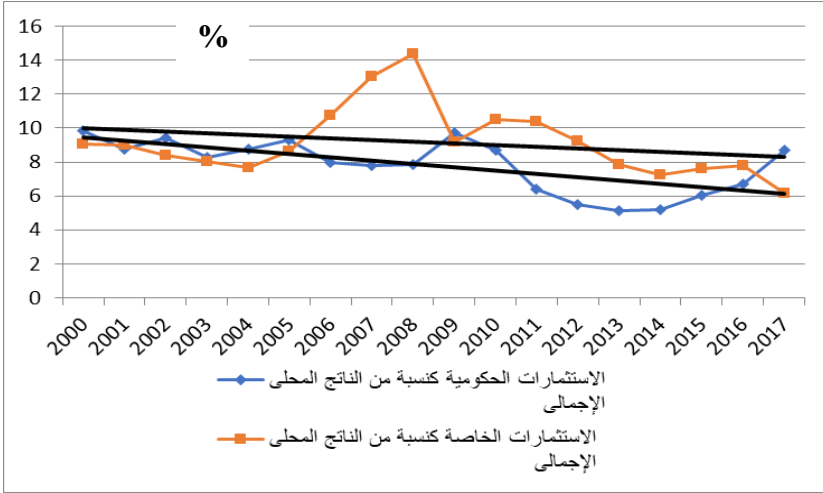
الاستجابة إلى هذه المطالب. وفي المقابل، كان لابد أن تشهد الاستثمارات الحكومية انخفاضاً ملحوظاً في ظل عدم كفاية الإيرادات الحكومية للوفاء بكل من الاتفاق الجاري والاستثماري.

شكل رقم (٣): عجز الموازنة والاستثمار الحكومي خلال الفترة (٢٠١٧-٢٠٠٠)



المصدر: مرسوم بواسطة الباحثين من خلال قاعدة بيانات البنك الدولي World Development Indicators

ويشير التحليل السابق إلى نتيجة هامة ألا وهي الترابط والتكامل بين كل من الاستثمار الحكومي والاستثمارات الخاصة؛ بمعنى عدم مزاحمة استثمارات الحكومة للاستثمارات التي يقوم بها القطاع الخاص. وتتأكد تلك العلاقة من خلال شكل رقم (٣) والذي يعكس وجود علاقة موجبة بين الاستثمار الخاص والاستثمار الحكومي؛ أي أنه كلما زادت الاستثمارات الحكومية التي تقوم بها الدولة، ترتفع معها أيضاً استثمارات القطاع الخاص. وبالتالي من المتوقع أن يقوم القطاع الخاص بدور مساند ومساعد للحكومة من خلال المشاركة بشكل أساسي في الاستثمارات؛ وظهر ذلك أيضاً جلياً في الفترة التي أنخفضت فيها الاستثمارات الحكومية- في أعقاب ثورة ٢٠١١، وقام فيها القطاع الخاص بالنهوض بإجمالي الاستثمارات في الدولة من خلال الاستثمارات الخاصة.

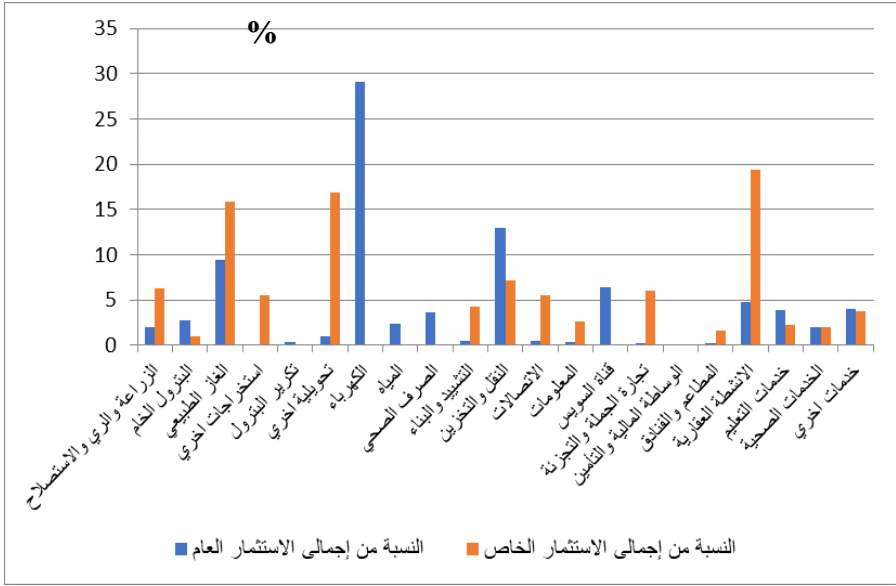
شكل رقم (٣): الاستثمار الخاص والاستثمار الحكومي خلال الفترة (٢٠١٧-٢٠٠٠)

المصدر: مرسوم بواسطة الباحثين من خلال قاعدة بيانات البنك الدولي World Development Indicators

ويمكن تفسير تلك العلاقة الموجبة بين كلٍ من الاستثمار العام والخاص بالرجوع إلى هيكل تلك الاستثمارات؛ أى تحديد القطاعات التى يقوم كلٍ من القطاعين بتوجيه الاستثمارات نحوها. ومن خلال تحليل الشكل رقم (٤) يمكن ملاحظة تركيز الاستثمارات الحكومية فى تقديم الخدمات المتعلقة بالبنية التحتية الأساسية مثل الكهرباء، والنقل، والمياه والصرف الصحى، فى حين تتركز الاستثمارات الخاصة فى الأنشطة العقارية وتجارة الجملة والتجزئة. وبالتالي يمكن استخلاص أن الإتفاق الحكومي الاستثماري على البنية التحتية، الطرق والخدمات الأساسية يلعب دوراً مكملاً للقطاع الخاص يساعده على القيام بدوره المنوط به فى النهوض بالاستثمارات فى الاقتصاد المصرى.

وفى القسم التالى من الدراسة سيتم تحليل هذه العلاقات باستخدام نموذج قياسي لتقدير العلاقة بين عجز الموازنة والاستثمار الخاص من جهة، وبين كلٍ من الاستثمار العام والخاص من جهة أخرى وذلك باستخدام بيانات سنوية عن الاقتصاد المصرى للفترة من ١٩٨٥ إلى ٢٠١٧. وبالتالي يتيح ذلك التأكد من طبيعة أثر المزاخمة بين القطاعين العام والخاص.

شكل رقم (٤): هيكل الاستثمارات الخاصة والحكومية في عام ٢٠١٧



المصدر: مرسوم بواسطة الباحثين من خلال قاعدة بيانات البنك الدولي World Development Indicators

٣. النموذج والبيانات

يهدف هذا النموذج إلى دراسة العلاقة بين الاتفاقات الاستثمارية الخاصة وعجز الموازنة في مصر، بالإضافة إلى تحليل الدور الذي تقوم به الاستثمارات الحكومية في التأثير على استثمارات القطاع الخاص. أي دراسة ما إذا كانت الاستثمارات الحكومية يقوم بدور مساند أم منافس للقطاع الخاص. وفي سبيل ذلك سوف يتم اتباع أسلوب تحليل السلاسل الزمنية لتحليل ودراسة العلاقة بين المتغيرات المختلفة، وذلك على النحو التالي:

٣.١ البيانات:

تستخدم الدراسة بيانات سنوية عن الاقتصاد المصري للفترة من ١٩٨٥ إلى ٢٠١٧. وتضم البيانات متغيرات عن الاستثمار الخاص، عجز الموازنة، الدين الخارجي، التضخم، خدمة الدين العام، والاتفاقات الحكومية الاستثمارية. ويوضح جدول رقم (١) الإحصاءات الوصفية للمتغيرات المستخدمة في النموذج. وقد تم الحصول على البيانات من قاعدة بيانات البنك الدولي.

جدول رقم (1): الإحصاءات الوصفية للمتغيرات المستخدمة فى النموذج

المتغير	عدد المشاهدات	المتوسط	الانحراف المعياري	القيمة الدنيا	القيمة القصوى
نسب الاستثمار الخاص من الناتج المحلى الإجمالى	33	9.530	2.307	6.152	16.248
عجز الموازنة كنسبة من الناتج المحلى الإجمالى	33	8.682	5.259	0.900	19.100
الدين الخارجى كنسبة من إجمالى الدخل القومى	33	48.267	34.038	13.995	132.719
معدل التضخم (محسوب بالتغير فى الرقم القياسى لأسعار المستهلكين)	33	11.410	6.697	2.270	29.502
خدمة الدين العام كنسبة من الناتج المحلى الإجمالى	33	2.834	1.514	1.053	5.793
صافى الصادرات	33	-8.89E+09	9.05E+09	3.18E+10	1.05E+09
نسبة الانفاق الحكومى الاستثمارى كنسبة من إجمالى الانفاق الحكومى	33	11.48055	4.588989	5.154805	21.95179

ملحوظة: تم حسابها بواسطة الباحث باستخدام قاعدة بيانات World Development Indicators

3.2 النموذج القياسى

تم فى هذه الدراسة الإستناد إلى المنهجية الواردة فى **Asogwa and Chetachukwu (2013)** والتي تقوم بإتباع أسلوب تحليل السلاسل الزمنية لتقدير العلاقة بين الاستثمار الخاص كمتغير تابع وبين عجز الموازنة، والدين الخارجى، ومعدل التضخم، وخدمة الدين العام، وصافى الصادرات. وقد تمت إضافة متغير آخر هو الإتفاق الحكومى الاستثمارى، لمعرفة ما إذا كانت الاستثمارات الحكومية تنافس وتزاحم الاستثمارات التى يقوم بها القطاع الخاص أم تفسح لها المجال وتساند الدور الذى تقوم به. وفى ذلك فإن إضافة ذلك المتغير يتسق مع الأدبيات الخاصة بدراسة العلاقة بين عجز الموازنة والاستثمار الخاص وتحليل وجود أثر مزاحمة من عدمه، وبالتالي يخدم هدف البحث بدرجة كبيرة.

وفيما يلى الخطوات التى تم إتباعها فى إجراء تحليل السلاسل الزمنية:

أ. اختبارات السكون والتكامل

بالإستناد إلى اختبار جذر الوحدة **Dickey Fuller Unit Root Test**، تم إجراء اختبارات السكون لكل من المتغير التابع والمتغيرات المستقلة، ووجدت كل المتغيرات ساكنة عند الفرق الأول وبالتالي الشروط اللازمة لإجراء اختبار التكامل متحققة. وبالفعل بعد إجراء اختبار **Johansen Co-integration Test** للتكامل، وجد أن هناك علاقة تكامل واحدة فى الأجل الطويل وذلك عند مستوى إبطاء واحد. ويوضح جدولى رقم (٢) و(٣) نتائج اختبارات جذر الوحدة والتكامل كما يلى:

جدول رقم (٣): نتائج اختبارات السكون باستخدام اختبار جذر الوحدة Unit Root Test

النتيجة	القيمة الاحتمالية لإختبار Dickey-Fuller عند الفرق الأول first difference	القيمة الاحتمالية لإختبار Dickey-Fuller عند مستوى البيانات level data	المتغير
I(1)	0.000	0.1387	نسب الاستثمار الخاص من الناتج المحلي الإجمالي
I(1)	0.000	0.1934	عجز الموازنة كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي
I(1)	0.0001	0.5092	الدين الخارجى كنسبة من إجمالي الدخل القومى
I(1)	0.000	0.4906	معدل التضخم
I(1)	0.000	0.2838	خدمة الدين العام كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي
I(1)	0.0001	0.4296	صافى الصادرات
I(1)	0.000	0.5127	نسبة الانفاق الحكومى الاستثمارى كنسبة من إجمالي الانفاق الحكومى

جدول رقم (٣): نتائج اختبار التكامل باستخدام -Johansen Test for Co-**integration**

عدد متجهات التكامل	المعلمت	LL	eigenvalue	trace statistic	القيمة الإحتمالية عند %5
0	7	-1191.37	.	151.9106	124.24
<i>1</i>	<i>20</i>	<i>-1161.87</i>	<i>0.84175</i>	<i>92.9170*</i>	<i>94.15</i>
2	31	-1143.57	0.68141	56.3133	68.52
3	40	-1127.04	0.64399	23.2637	47.21
4	47	-1121.47	0.29422	12.1132	29.68
5	52	-1117.67	0.21119	4.522	15.41
6	55	-1115.54	0.12452		

ملحوظة: تم اجراء إختبار التكامل عند مستوى إبطاء lag length (١) وفقاً لنتائج

إختبارات AIC، SBIC، FPE و HQIC

ب. نموذج متجه تصحيح الخطأ:

تم تقدير نموذج متجه تصحيح الخطأ لدراسة العلاقة بين الاستثمار الخاص وكل من عجز الموازنة والإنفاق الحكومي الاستثماري في مصر خلال الفترة من ١٩٨٥ إلى ٢٠١٧ وذلك في الأجل الطويل. ووفقاً لنتائج النموذج، فإن حوالى من ٢٦% من عدم التوازن في الأجل القصير يتم تصحيحه في الأجل الطويل. وقد توصل النموذج إلى عدد من النتائج الهامة والتي يوضحها جدول رقم (٤) ومن أبرزها ما يلي:

جدول رقم (٤): نتائج نموذج متجه تصحيح الخطأ Vector Error Correction Model

المتغير التابع: نسبة الاستثمار الخاص من الناتج المحلى الإجمالى	
المتغيرات المستقلة	
عجز الموازنة كنسبة من الناتج المحلى الإجمالى	1.075512 (0.000)***
الدين الخارجى كنسبة من إجمالى الدخل القومى	.0824446 (0.1٠٦)
معدل التضخم	-.27948 (0.00٢)***
خدمة الدين العام كنسبة من الناتج المحلى الإجمالى	-2.123501 (0.000)***
صافى الصادرات	4.75e-10 (0.000)***
نسبة الإنفاق الحكومى الاستثمارى من إجمالى الإنفاق الحكومى	2.320536 (0.000)***
الحد الثابت	2.816785
عدد المشاهدات	31
معامل سرعة التعديل speed of adjustment	-.257441 (0.0٠٠)***

ملحوظة: القيمة الإحتمالية بين الأقواس.

*** النتائج معنوية عند درجة ثقة ٩٩%، ** النتائج معنوية عند درجة ثقة

٩٥%، * النتائج معنوية عند درجة ثقة ٩٠%

٣.٣ نتائج النموذج

ويوضح الجدول رقم (٤) نتائج نموذج الدراسة والتي تتمثل فى الآتى:
أولاً، وجود علاقة موجبة بين الاستثمار الخاص وعجز الموازنة؛ أى أنه كلما زاد عجز الموازنة من المتوقع أن ترتفع مساهمة القطاع الخاص فى الاستثمارات. وتتفق هذه النتيجة مع النظرية الكينزية التي تؤمن أن زيادة الإنفاق الحكومى (حتى لو ترتب على هذا الإنفاق عجزاً فى الموازنة العامة للدولة) يؤدي إلى زيادة الطلب الكلى وتنشيط

عجلة الاقتصاد مما يعكس إيجابياً على أرباح المشروعات الاستثمارية، وكذلك يؤدي إلى زيادة ثقة المستثمرين في الاقتصاد، ومن ثم زيادة الاستثمار الخاص " crowding in private investment". كذلك تتفق مع نتائج الدراسات التطبيقية Aschauer (١٩٨٩) و Bahmani- Osokooee (١٩٩٩)، وتتفق أيضاً مع النتائج التي تم التوصل إليها من خلال التحليل الوصفي للبيانات.

بالإضافة إلى ذلك، يمكن تفسير هذه النتيجة بالرجوع إلى هيكل الموازنة المصرية في حد ذاتها؛ حيث أنه من الجدير بالذكر أن ما يزيد عن حوالى ٦٠% من إجمالي الإنفاق الحكومى يمثل بنود إنفاق حتمية لا يمكن المساس بها ألا وهى الاجور والمرتبات، والدعم، والفوائد. ويأتى ذلك على حساب الاستثمارات الحكومية التى تقوم بها الدولة (حوالى ٩% من إجمالي الإنفاق الحكومى فى عام ٢٠١٧) وذلك وفقاً لبيانات الموازنة العامة للدولة. وبالتالي من المتوقع أنه فى حالة ارتفاع عجز الموازنة أن تلجأ الدولة إلى القطاع الخاص لى يساندها فى القيام بالاستثمارات المطلوبة للدولة فى ظل عدم قدرتها على المساس ببنود الإنفاق الحتمية الأخرى.

ثانياً، وجود علاقة سالبة بين الاستثمار الخاص وبين معدل التضخم؛ فكلما ارتفع معدل التضخم انخفضت الاستثمارات الخاصة. ويمكن تفسير ذلك من خلال ارتفاع تكاليف الإنتاج، وارتفاع تكاليف المواد الخام، وعناصر الإنتاج الأخرى التى قد تؤثر بالسلب على القرارات الاستثمارية للمستثمر الخاص.

ثالثاً، وجود علاقة سالبة بين خدمة الدين العام والاستثمار الخاص؛ ارتفاع تكلفة الدين العام يؤثر سلباً على الاستثمار الخاص. وتتفق تلك النتيجة مع نظرية تكاسل البنوك "lazy bank hypothesis"، التى تقضى بأنه كلما زادت تكلفة الاقتراض العام، اتجهت الدولة نحو تمويل تلك التكلفة من خلال إصدار أدون الخزانة والسندات الحكومية، والتى تمثل أداء تمويل منخفضة المخاطر، ومن ثم تفضل البنوك الاستثمار فى أدوات الدين الحكومية باعتبارها وعاء استثماري آمن. ويأتى ذلك على حساب الموارد المتاحة للإقراض والتى قد يوجهها القطاع المصرفى فى المقابل نحو استثمارات القطاع الخاص. وبالتالي مع اتجاه الحكومة نحو التوسع فى الاقتراض من السوق المحلى من خلال إصدار أدون وسندات الخزانة، تصبح النتيجة هى انخفاض الأموال التى كانت من المفترض أن توجه نحو الاستثمار الخاص، وبالتالي تنخفض بالتبعية تلك الاستثمارات.

رابعاً، وجود علاقة موجبة بين الاستثمار الخاص وصافى الصادرات؛ كلما زادت صادرات الدولة ارتفعت معها استثمارات القطاع الخاص. يعكس زيادة الصادرات زيادة الطلب على المنتجات المحلية، ومن ثم زيادة الانتاج المحلى، ويزيد معه فرص الاستثمار المتاحة لكل من القطاع العام والخاص.

خامساً، وجود علاقة موجبه بين الاستثمار الخاص والإنفاق الحكومى الاستثمارى؛ أى أنه كلما زادت الاستثمارات الحكومية التى تقوم بها الدولة، ترتفع معها أيضاً استثمارات القطاع الخاص. ولعل تلك النتيجة تعتبر من أبرز ما توصلت اليه الدراسة وتدعم النتيجة المحورية الخاصة بالعلاقة الموجبة بين الاستثمارات الخاصة وعجز الموازنة. فى هذا الإطار، تشير هذه النتائج إلى وجود علاقة تكامل - وليس تنافس - بين الاستثمارات الحكومية والاستثمارات الخاصة؛ بمعنى أن زيادة الإنفاق الحكومى الموجه نحو الاستثمار يقوم بتهيئة البنية الأساسية اللازمة لعمل القطاع الخاص، ومن ثم يؤدي إلى زيادة الاستثمار الخاص.

وتتفق هذه النتيجة مع نتائج كل من (Rostow (1971) و (Musgrave (1989) as cited in Paiko (2012) (فوزى والمغربيل، ٢٠٠٤) والتي توضح أن الإنفاق الحكومى الاستثمارى على البنية التحتية، الطرق والخدمات الأساسية يلعب دوراً مكملاً للاستثمار الخاص، خاصة في الدول التي مازالت في المراحل الأولى من التنمية. وبالتالي يمكن استخلاص عدم مزاحمة القطاع العام لاستثمارات القطاع الخاص وذلك خلال فترة الدراسة. وتتفق تلك النتائج أيضاً مع النتائج الخاصة بالتحليل الوصفى للبيانات ومع هيكل استثمارات القطاعين العام والخاص.

ولتعظيم الاستفادة من وجود علاقة تكامل بين الاستثمارات العامة والخاصة، فإن هناك عدد من النقاط الواجب أخذها فى الاعتبار والتي من أهمها: أولاً، حتى لا تزاحم الاستثمارات الحكومية الاستثمارات التى يقوم بها القطاع الخاص، فمن الأفضل أن تقتصر النفقات التى تقوم بها الدولة خارج قطاع الاستثمار فى البنية التحتية على النفقات الخاصة بالصيانة والإحلال، ورفع كفاءة المشروعات القائمة دون القيام بمشروعات جديدة. وذلك لئى تفسح المجال أمام القطاع الخاص فى التوسع فى المشاريع الإنتاجية الجديدة ذات الكفاءة والربحية والأعلى (فوزى والمغربيل، ٢٠٠٤). وثانياً، يراعى عند إعداد الخطط الاستثمارية القومية أن تتم بحيث يكون هناك رؤية

مشتركة لتطوير الاستثمارات الخاصة والعامة وتخصيص الموارد لكل منها بحيث يؤدي تكاملها إلى زيادة الإنتاج والإنتاجية، ويتضمن ذلك تشجيع إقامة المشاريع المشتركة التي تمويلها الحكومة وينفذها القطاع الخاص، بهدف الاستفادة من ميزة الكفاءة النسبية لدى القطاع الخاص، وفي الوقت نفسه تعزيز دور الرقابة الحكومية على تنفيذ مثل هذه المشاريع (العلی والعباسی، ٢٠١٨).

وثالثاً، فيما يتعلق بالاستثمار في قطاع البنية التحتية الأساسية، فيعتبر ذلك احدى المسؤوليات الرئيسية للدولة وفقاً لما تقتضيه نظرية المالية العامة من حيث الاعتبارات المتعلقة بمردود النفقات العامة، والأثار الخارجية لهذه النفقات externalities. وإن كان هذا لا يشير إلى عدم إمكانية مشاركة القطاع الخاص في هذه الاستثمارات؛ وإنما في المقابل يمكن الاستفادة من آليات الشراكة المختلفة بين القطاعين العام والخاص لرفع كفاءة الاستثمارات الحكومية في البنية التحتية، وتوفير مصادر تمويل بديلة ترفع العبء عن عاتق موازنة الدولة، ويمكنها من توجيه مزيد من الموارد نحو قطاعات التعليم، والصحة.

٤. الخاتمة

سعت هذه الدراسة إلى تحليل العلاقة بين كلٍ من الاستثمار الخاص وعجز الموازنة من جهة، والاستثمار الخاص والاتفاق الاستثماري الحكومي من جهة أخرى وذلك بالتطبيق على الاقتصاد المصري، وباستخدام بيانات سنوية للفترة من ١٩٨٥ إلى ٢٠١٧. الأمر الذي يمكن من تحليل مدى التكامل أو التنافس بين كلٍ من الاستثمارات الحكومية والخاصة، ومدى وجود أثر مزاحمة بينهما، بالإضافة إلى علاقة ذلك بعجز الموازنة العامة للدولة.

وباستخدام أسلوب تحليل السلاسل الزمنية واختبارات التكامل، توصلت الدراسة إلى عدد من النتائج الهامة، والتي تتمثل في وجود علاقة موجبة بين الاستثمارات الخاصة وعجز الموازنة. ويقضى ذلك بأن ارتفاع الاتفاق الحكومي -والذي يقود إلى ارتفاع عجز الموازنة- يؤدي بدوره إلى تشجيع الطلب الكلي والإنتاج الكلي، وينتج عن ذلك زيادة الاستثمارات الخاصة. وتتفق تلك النتيجة بدرجة كبيرة مع كل من النظرية الاقتصادية المتمثلة في النظرية الكينزية، ومع نتائج الدراسات التطبيقية، وأيضاً مع التحليل الوصفي للبيانات المصرية.

وقد توصلت الدراسة أيضاً إلى وجود علاقة موجبة بين الاستثمار الخاص وبين الاتفاق الحكومى على الاستثمارات العامة، وتشير تلك النتيجة إلى أن الاتفاق الحكومى على الاستثمارات يشجع ويحفز القطاع الخاص على زيادة الاستثمار. وتدعم تلك النتيجة من نتائج التحليل الوصفى للبيانات والتي تشير إلى أن قيام الدولة بالاتفاق على الاستثمارات فى مجال البنية التحتية الأساسية إنما يمهد الطريق بدرجة كبيرة لى يقوم القطاع الخاص بدور أوسع فى القطاعات الاستثمارية الأخرى والتي من أهمها القطاع العقارى. وبالتالي تفيد تلك النتائج إلى وصول علاقة تكامل ومساندة -وليس علاقة تنافس- بين كل من الاستثمارات العامة والخاصة؛ أى أن الاستثمارات التى تقوم بها الدولة تؤدى إلى تشجيع القطاع الخاص وليس مزاحمته.

ومن النتائج الهامة أيضاً هى العلاقة السالبة بين خدمة الدين العام والاستثمار الخاص، والتي تشير إلى ارتفاع تكلفة الدين بالنسبة للدولة يدفعها إلى تمويل تلك التكلفة من خلال إصدار الأذون والسندات الحكومية، بما يؤثر على الأموال المتاحة للإقراض لدى البنوك بما ينعكس سلباً على تمويل الاستثمارات الخاصة بواسطة تلك الأموال. وتوجد أيضاً علاقة سالبة بين معدل التضخم والاستثمار الخاص، نظراً لارتفاع تكاليف الإنتاج وتكاليف عناصر الإنتاج المختلفة -سواء المحلّة أو المستوردة- بما يؤثر سلباً عن القرار الاستثمارى. وأخيراً، ترتبط الاستثمارات الخاصة بعلاقة موجبة مع صافى الصادرات؛ ارتفاع الصادرات يؤدى إلى زيادة الطلب الكلى ومن زيادة الإنتاج وتشجيع كل من الاستثمارات الحكومية والخاصة.

ومن الجدير بالذكر، أن تلك النتائج تتفق بدرجة كبيرة مع طبيعة الاقتصاد المصرى باعتباره اقتصاد نامى وبالتالي مازلت الدولة تلعب دوراً رئيسياً فى توجيه القطاع الخاص وتقديم البنية التحتية الرئيسية اللازمة لى يقوم بالعمل والإنتاج. وتتفق تلك النتائج أيضاً مع هيكل الموازنة العامة للدولة والذي ترتفع فيه نسبة الإنفاق الجارى بدرجة كبيرة مقارنة بالاتفاق الاستثمارى. وبالتالي يشارك القطاع الخاص بدور أساسى فى القيام بالاستثمارات اللازمة للنهوض بالاقتصاد، ورفع معدل النمو الاقتصادى بالدولة. وقد أختتمت الدراسة بمجموعة من النقاط أو السياسات الواجب أخذها فى الاعتبار لتدعيم علاقة التكامل بين الاستثمارات الحكومية والخاصة ولتعظيم الاستفادة من كلاهما بما يعظم المردود الإيجابى للاقتصاد ككل.

مراجع البحث

أولاً، المراجع باللغة العربية:

- الجهاز المركزي للمحاسبات. (٢٠١٨). التقرير السنوي عن متابعة وتقييم نشاط خدمة وتمويل المشروعات الصغيرة ومتناهية الصغر، ونشاط التمويل متناهي الصغر داخل جمهورية مصر العربية خلال عام ٢٠١٨، تقرير غير منشور.
- الهيئة العامة للرقابة المالية (٢٠١٨). الإستراتيجية الشاملة للأنشطة المالية غير المصرفية ٢٠١٨-٢٠٢٢.
- عبد الوهاب، أحمد (٢٠١٩). الاتفاق العام على البنية التحتية (بين الوضع الراهن والمأمول). المركز المصري لدراسات السياسة العامة.
- يوسف، محمد. (٢٠١٧). برنامج مقترح لتحفيز الاستثمار الأجنبي المباشر في مصر. بدائل: سلسلة دراسات سياسية محكمة، مركز الدراسات السياسية والاستراتيجية، عدد ٢٢، مايو ٢٠١٧.

ثانياً، المراجع باللغة الانجليزية:

- Abbasi, W. A., Wang, Z., & Abbasi, D. A. (2017). Potential Sources of Financing for Small and Medium Enterprises (SMEs) and Role of Government in Supporting SMEs. *Journal of Small Business and Entrepreneurship Development*, 5(2), 39-47.
- Achibane, Mustapha & Tlaty, J. (2018). The entrepreneurial finance and the issue of funding startup companies. *European Scientific Journal*, 14(13), 268-279.
- Allen, E. Carletti, J. Qian, and P. Valenzuela, (2013). "Financial Intermediation, Markets, and Alternative Financial Sectors," *Handb. Econ. Financ.*, no. PA, pp. 759-798, 2013.
- Andaleeb, U., & Singh, S. D. (2016). A study of Financing Sources for Start-up Companies in India. *International Review of Business and Finance*, 8, 1-4.
- Baek, P., Collins, L., & Zhang, B. (2014). Understanding alternative finance. *The UK alternative finance industry report, 2014*.
- Björkholm, J., & Johansson, V. (2015). Debt versus Equity: In a low interest rate environment.

- Bovaird T (2004). "Public-Private Partnerships: from Contested Concepts to Prevalent Practice", *International Review of Administrative Sciences*, vol. 70(2), pp. 199-215.
- Burger, P., & Hawkesworth, I. (2011). How to attain value for money: comparing PPP and traditional infrastructure public procurement. *OECD Journal on Budgeting*, 11(1), 91-146.
- Čalopa, Klačmer, M., Horvat, J., & Lalić, M. (2014). Analysis of financing sources for start-up companies. *Management: journal of contemporary management issues*, 19(2), 19-44.
- Caprio, G., & Demirgüç-Kunt, A. (1999). *The role of long-term finance: theory and evidence*. The World Bank.
- Cheng, X., & Degryse, H. (2015). The impact of bank and non-bank financial institutions on local economic growth in China. *Journal of Financial Services Research*, 37(2-3), 179-199.
- Cheong, F. (2015). Equity Financing and Debt Financing. *Journal of Management Accounting and Finance*.
- Cummings, C. (2013). Alternative finance for SMES and Mid-Market companies; ARES & CO, Strategy Consulting.
- Cusmano, L. (2015). "New approaches to SME and Entrepreneurial Financing: Broadening the Range of Instruments," *OECD Anal. Rep.*, pp. 1-109, 2015.
- Custódio, C., Ferreira, M. A., & Laureano, L. (2013). Why are US firms using more short-term debt?. *Journal of Financial Economics*, 108(1), 182-212.
- Cole, R. A., Goldberg, L. G., & White, L. J. (2004). Cookie cutter vs. character: The micro structure of small business lending by large and small banks. *Journal of financial and quantitative analysis*, 227-251.
- Cornelius, Peter (2020). Sources of Funding Innovation and Entrepreneurship. Chapter 2 in "Global Innovation Index: Who will finance innovation, 13th edition, Soumitra Dutta, Bruno Lanvin, and Sacha Wunsch-Vincent (Editors).

- Dar, Showket (2015). FDI as A Source of External Finance to Developing Countries: A Special Reference to India and China, *IOSR Journal of Business and Management (IOSR-JBM)*, Vol 17 (1), pp. 73-81.
- Darrin, G., & Lewis, M. K. (2005). *Public-Private Partnerships: The Worldwide Revolution in Infrastructure Provision and Project Finance*.
- David, D., & Venkatachalam, A. (2018). *A comparative study on the role of public-private partnerships and green investment banks in boosting low-carbon 2020 investments* (No. 870). ADBI Working Paper Series.
- Davies, P., & Eustice, K. (2005). *Delivering the PPP promise: A review of PPP issues and project*. A PriceWaterhouse Coopers Report, 80.
- de Andrade, Robson Braga (2020). Financing Innovation in Brazil. Chapter 10 in "Global Innovation Index: Who will finance innovation, 13th edition, Soumitra Dutta, Bruno Lanvin, and Sacha Wunsch-Vincent (Editors).
- de la Peña, Fortunato (2020). Fillipinnovation: Financing Science for the People. Chapter 8 in "Global Innovation Index: Who will finance innovation, 13th edition, Soumitra Dutta, Bruno Lanvin, and Sacha Wunsch-Vincent (Editors).
- Deloitte (2018). For developing cities, private participation crucial to financing infrastructure innovation: Deloitte Global report
- Demirgüç-Kunt, A., & Levine, R. (1999). *Bank-based and market-based financial systems: Cross-country comparisons*. The World Bank.
- Deutsche BundesBank (2003). The role of FDI in Emerging Market Economies Compared to other forms of Financing: Past developments & Implications for Financial Stability, International Relations Department, Frankfurt.
- Diamond, D. W., & Verrecchia, R. E. (1991). Disclosure, liquidity, and the cost of capital. *The journal of Finance*, 46(4), 1325-1359.
- Feng, Z. J. (2017). *Financing strategy of PPP: The structures, Model and Tools of Project-financing*. Beijing: Law publishing house.
- Ferreira, David and Kanran Khatami (1996). Financing Private Infrastructure in Developing Countries, World Bank Discussion Paper No. 343, The World Bank Washington, D.C.

- Gabriele, et al. (2000). Instability and Volatility of Capital Flows to Developing Countries, *World Economy* 23, 1031-1056.
- Gatchev, V. A., Spindt, P. A., & Tarhan, V. (2009). How do firms finance their investments?: The relative importance of equity issuance and debt contracting costs. *Journal of Corporate Finance*, 15(2), 179-195.
- Gianfrate, G., & Lorenzato, G. (2018). *Stimulating non-bank financial institutions' participation in green investments* (No. 860). ADBI Working Paper Series.
- Gibson, B. 2004, 'The importance of short term financing sources in small firms', Paper published in the Proceedings of the 49th ICSB World Conference, Johannesburg, South Africa, June 2004.
- Graham, J.R. and Harvey, C.R. (2001) The Theory and Practice of Corporate Finance: Evidence from the Field. *Journal of Financial Economics*, 60, 187-243.
- Hall, B. H. (2002). The financing of research and development. *Oxford review of economic policy*, 18(1), 35-51.
- Hammami, Mona, Jean-François Ruhashyankiko and Etienne B. Yehoue (2006). Determinants of Public-Private Partnerships in Infrastructure, IMF working paper, WP/06/99, International Monetary Fund.
- Hao, B. J. (2017). PPP Project Debt Financing: Financing Instruments.
- Hart, O., & Moore, J. (1994). *Debt and seniority: An analysis of the role of hard claims in constraining management* (No. w4886). National Bureau of Economic Research.
- Hellwig, M.F. Systemic Risk in the Financial Sector: An Analysis of the Subprime-Mortgage Financial Crisis. *De Economist* 157, 129–207 (2009).
- Hernandez, L. & Rudolph, H. (1995). Sustainability of Private Capital Flows to Developing Countries, World Bank Policy Research Working Paper 1518.
- Hsin-Yu Liang & Alan K. Reichert (2012) The impact of banks and non-bank financial institutions on economic growth, *The Service Industries Journal*, 32:5, 699-717

- Hovakimian, A., Opler, T., & Titman, S. (2001). The debt-equity choice. *Journal of Financial and Quantitative analysis*, 1-24.
- IFC (2011). Public Private Equity Partnerships: Accelerating the Growth of Climate Related Private Equity Investment. IFC Advisory Services in Sustainable Business.
- Isaac, G. (2016). *Alternative forms of finance: A literature review* (No. 170). Working paper.
- Kang, J. (2009). Public-private partnership model features and functions. *Economic aspect*.
- Krukmal O. V. et al. (2017). Peer-to-peer lending in Ukraine: perspectives of development and challenges for banks. *International scientific journal Interscience*, 2(2), 93-96.
- Kwarteng, F. S., & Li, Y. (2015). SMEs growth influencers: An exploratory study on the impact of entrepreneur character traits on SMEs growth in Ghana. *Journal of Economics, Management and Trade*, 1-14.
- Lavryk, A. (2016). P2P lending as an alternative to bank lending in Ukraine. *Banks & bank systems*, (11, Iss. 4), 20-30.
- Levine, R. (2002). Bank-based or market-based financial systems: which is better?. *Journal of financial intermediation*, 11(4), 398-428.
- Leigland, James (2018). Public-Private Partnerships in Developing Countries: The Emerging Evidence-based Critique, *The World Bank Research Observer*, Volume 33, Issue 1, February 2018, Pages 103–134.
- Linh, N. N., Wan, X., & Thuy, H. T. (2018). Financing a PPP Project: Sources and Financial Instruments—Case Study from China. *International Journal of Business and Management*, 13(10).
- Magri, S. (2010). Debt maturity choice of nonpublic Italian firms. *Journal of Money, Credit and Banking*, 42(2- 3), 443-463.
- Mallampally, P., & Sauvart, K. P. (1999). Foreign direct investment in developing countries. *Finance and Development*, 36, 34-37.
- Markova, S., & Perkovska-Mircevska, T. (2009). Financing options for entrepreneurial ventures. *Economic Interferences*, 11(26), 597-604.

- Nanda, Ramana (2020). Financing Tough Tech Innovation. Chapter 5 in “Global Innovation Index: Who will finance innovation, 13th edition, Soumitra Dutta, Bruno Lanvin, and Sacha Wunsch-Vincent (Editors).
- Njegomir, V., Tepavac, R., & Ivanišević, N. (2017). Alternative sources of financing entrepreneurial undertakings in agriculture. *Economics of Agriculture*, 64(1), 295-306.
- Nunnenkemp, P. (2003). FDI as a Source of Finance for Development, CUTS Centre for International Trade, Economics and Environment.
- Obiora, S. C., & Csordás, T. (2017). The case of alternative versus traditional financing: A literature review. *Archives of Business Research*, 5(9).
- OECD (2002). New Horizons for Foreign Direct Investment, OECD Global Forum on International Investment, Paris.
- Omran, M., & Bolbol, A. (2003). Foreign direct investment, financial development, and economic growth: evidence from the Arab countries. *Review of Middle East Economics and Finance*, 1(3), 37-55.
- Pessoa, A. (2010), Reviewing Public-Private Sector Partnerships Performance in Developing Countries (No. 362, Working Paper), Faculdade de Economia do Porto, Universidade do Porto
- Quaye, I., Abrokwah, E., Sarbah, A., & Osei, J. Y. (2014). Bridging the SME financing gap in Ghana: the role of microfinance institutions. *Open Journal of Business and Management*, 2(04), 339.
- Rajan, R. G. (1992). Insiders and outsiders: The choice between informed and arm's- length debt. *The Journal of finance*, 47(4), 1367-1400.
- Rubanov, P. M., & Marcantonio, A. (2017). Alternative finance business-models: Online platforms.
- Rupeika-Apoga, R., & Danovi, A. (2015). Availability of alternative financial resources for SMEs as a critical part of the entrepreneurial eco-system: Latvia and Italy. *Procedia Economics and Finance*, 33, 200-210.
- Savas, E. (2000). *Privatization and Public-Private Partnerships*. New York: Seven Bridges Press.

- Schumpeter, Joseph A.,** *The Theory of Economic Development* (Cambridge, MA: Harvard University Press, 1911).
- Segal, M. (2015).** Peer-to-peer lending: A financing alternative for small businesses. *Issue Brief, 10*.
- Shahiduzzaman , M.d. and Monzur Hossain, 2004.** "Development of Non-Bank Financial Institutions to Strengthen the Financial System of Bangladesh," University Library of Munich, Germany.
- Siddiqui, K. (2014).** Flows of Foreign Capital into Developing Countries: A Critical Review, *Journal of International Business and Economics, Vol. 2, No. 1*.
- Sontakke, K. A., & Sontakke, C. A. A.** Study of Alternative Finance–Review of global literature.
- UNCTAD (2011).** Foreign Direct Investment in LDCs: Lessons Learned from the Decade 2001-2010 and the Ways Forward. United Nations Conference on Trade and Development: Geneva, Switzerland.
- UNCTAD. (2020).** World Investment Report. United Nations Conference on Trade and Development, United Nations, Geneva.
- Waweru, J. N. (2017).** Determinants of choice of alternative financing modes for SMEs, a Review of Literature. *International Journal of Academic Research in Business and Social Sciences, 7(4), 608-617*.
- World Bank (2018).** EGYPT: Enabling Private Investment and Commercial Financing in Infrastructure, World Bank Group, Funded by UK government.
- Yescombe, E. (2007).** *Public-Private Partnership-Principle of Policy and Finance*. London, UK: Elsevier Ltd.
- Zidana, R. (2017).** Exploring Alternative Sources of Financing Small and Medium Enterprises (SMEs) In Malawi: Lessons from Elsewhere. *Afro Asian Journal of Social Sciences, 6(4)*.