



## العلاقة بين التصنيف الائتماني السيادي والاستثمار الأجنبي المباشر بالتطبيق على الاقتصاد المصري

إعداد

عبدالرحمن عيد عبدالرحمن خليل

باحث ماجستير اقتصاد

كلية التجارة - جامعة الزقازيق

abdelrahman.eid2012@gmail.com

مجلة البحوث التجارية - كلية التجارة جامعة الزقازيق

المجلد الخامس والأربعين - العدد الأول يناير 2023

رابط المجلة: <https://zcom.journals.ekb.eg/>

## ملخص الدراسة:

استهدفت الدراسة تحليل العلاقة بين التصنيف الائتماني السيادي والاستثمار الأجنبي المباشر بالتطبيق على الاقتصاد المصري، وفي ضوء هذا التحليل أمكن صياغة فرضية الدراسة لتكون التالي " يوجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين التصنيف الائتماني السيادي والاستثمار الأجنبي المباشر في اتجاهين " أظهرت النتائج المستخلصة عدم معنوية تغيرات (صدمة) التصنيف الائتماني في اتجاهها الصعودي بينما أظهرت علاقة طردية ومعنوية في اتجاهها النزولي على الاستثمار الأجنبي المباشر، حيث أن انخفاض التصنيف الائتماني بوحدة واحدة يؤدي إلى انخفاض الاستثمار الأجنبي المباشر بمقدار 1.8 وحدة وكذلك عدم معنوية تغيرات الاستثمار، وفي حين ظهر كلاً من سعر الصرف وسعر الفائدة معنويان تأثيرهما على الاستثمار الأجنبي المباشر .

وتشير نتائج نموذج تصحيح الخطأ ECM إلى إمكانية تصحيح الأخطاء قصيرة الأجل للعودة إلى الوضع التوازني طويل الأجل، ونظراً لأن حد تصحيح الخطأ معنوي عند مستوي معنوية 5%، كما أنه ظهر بإشارة سالبة مما يؤكد وجود علاقة توازنية في الأجل الطويل، حيث بلغت  $ECM = 0.462605$  وبهذا فإن أي صدمة قصيرة الأجل سوف يتم تصحيحها خلال 2.2 سنوات تقريباً. وانتهت الدراسة إلي وجود علاقة معنوية بين التصنيف الائتماني السيادي وبين المتغير التابع وهو الاستثمار الأجنبي المباشر.

**الكلمات الرئيسية:** التصنيف الائتماني السيادي، الاستثمار الأجنبي المباشر، مؤسسات التصنيف الائتماني الدولية، السياسات الاقتصادية.

## مقدمة:

لوكالات التصنيف الائتماني دوراً كبيراً في المنظومة الاقتصادية العالمية، حيث يعتمد صناع القرار وأصحاب رؤوس الأموال على تقييماتها قبل اتخاذ قراراتهم الاستثمارية، لكن في الوقت ذاته تتعرض هذه الوكالات لانتقادات متواصلة لكيفية تعاطيها مع أزمات الدول الكبرى خصوصاً في أميركا وأوروبا، بالإضافة إلى توجيه أصابع الاتهام لهذه الوكالات كأحد الأسباب الرئيسية وراء اندلاع الأزمة المالية العالمية.

ويُعرّف التصنيف الائتماني، بأنه عبارة عن عملية تهدف إلى توفير المعلومات والتقييم المستقل بشأن مدى قدرة الدولة أو المؤسسة المالية على الوفاء بالتزاماتها التعاقدية، أو جودة الأوراق والمنتجات المالية، وفي نفس الوقت لا يعتبر التصنيف ضماناً بقدرة المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها. وتُعد تصنيفات هذه الوكالات المحرك الأول للاستثمارات الدولية حيث أنها تعكس درجة الثقة في اقتصاديات الدول، ومن ثم معامل المخاطرة على الاستثمار والعائد المطلوب لرأس المال المستثمر داخل الدولة، بمعنى انه كلما ارتقى الترتيب كلما أصبحت الدولة أكثر جاذبية لتدفقات رؤوس الأموال والاستثمار وان تدنى هذا الترتيب، يجعل الاستثمار فيها من وجهة نظر أصحاب رؤوس الأموال أكثر خطورة كما انه ينعكس أيضاً سلباً على درجة الثقة في الجهاز المصرفي المعني بالمعاملات الخارجية المعنية بخدمة وتمويل التجارة الدولية وتحديد الواردات وعلى هذا تكون النتيجة – بصرف النظر عن صحة التصنيف من عدمه – هي ضعف الثقة في اقتصاد هذا البلد . وبلغة ابسط فإن هذا الانخفاض في التصنيف سيؤثر في اتجاهين رئيسيين هما :- تدفق الواردات يبدأ في الانخفاض- اختفاء بعض السلع من الأسواق.

إن توسع الدول في الائتمان يجعلها أكثر عرضة لتقييمات متعددة ومتنوعة ومتباينة من وكالات التصنيف الدولية، وقد تكون هذه التقييمات من النوع المحفز لحركة رؤوس الأموال إلى هذه الدول أو هروباً منها، وتختلف حدة تأثير هذه التقييمات على حسب قوة المركز المالي للدول، فالدول الأقوى مالياً يكون التأثير ليس قوياً، بقدر ما يكون مؤثراً على تلك الدول التي تعاني قصوراً شديداً في مركزها المالي وتعاني من عجز مزمن في موازنتها العامة.

والعجز في الموازنة العامة يعد أحد المعطيات الرئيسية للحكم على قدرة الاقتصاد على الوفاء بالتزاماته داخليا وخارجيا، حيث أن تخفيض العجز وضبطه يعد شرطاً ضرورياً للثقة في اقتصاد الدولة، لأن العجز المستمر والمتزايد كما هو الحال في مصر يتطلب مصدرا تمويليا لسداده كي يتوازن جانبي الموازنة.

ويعتبر التصنيف الائتماني السيادي أحد أهم العوامل المحددة لمعدل الفائدة، والذي بموجبه تقترض الحكومات من المؤسسات المالية الدولية. ومن أجل الحصول على تكاليف تنافسية، ونفاذ واسع إلى أسواق رأس المال العالمية، يتعين الحصول على درجة تصنيف ائتماني مرتفعة ضمن درجة الاستثمار من قبل وكالات التصنيف الدولية. حيث يعكس التصنيف الائتماني المرتفع معدل الفائدة المنخفض (Mounayar, 2006: 14).

### مشكلة البحث:

إن تحليل العلاقة بين التصنيف الائتماني السيادي والاستثمار الأجنبي المباشر يتطلب معرفة واتجاه التأثير بين التصنيف بمؤشراته المختلفة والاستثمار الأجنبي المباشر، وهل هناك علاقة في اتجاه واحد أم علاقة تبادلية؟

ويمكن تحليل العلاقة من خلال المؤشرات المتعلقة بالمتغيرات الأساسية لكل من الاستثمار الأجنبي المباشر ومستوى التصنيف، وعليه فإن المشكلة الأساسية للبحث يمكن بلورتها في الإجابة عن التساؤل التالي:

" ما هو اتجاه العلاقة بين التصنيف الائتماني السيادي والاستثمار الأجنبي المباشر في مصر، وما هو حجم التأثير إن وجد؟ "

### أهداف الدراسة :

يتمثل الهدف الأساسي في معرفة طبيعة العلاقة بين التصنيف الائتماني السيادي والاستثمار الأجنبي المباشر، ويتم ذلك من خلال الأهداف الفرعية التالية:

- 1- ماهية التصنيف الائتماني والمعايير التي يعتمد عليها .
- 2- التعرف على وضع مصر في مؤشرات تصنيف الائتمان السيادية الدولية.
- 3- التعرف على حجم وهيكل الاستثمارات الأجنبية المباشرة إلى مصر.
- 4- تحديد طبيعة العلاقة بين التصنيفات الائتمانية السيادية والاستثمار الأجنبي المباشر في مصر.

## أهمية الدراسة :

تقوم عملية التصنيف الائتماني بدور كبير في تعزيز الثقة المالية للدول والبنوك والمؤسسات المالية المختلفة وعدم تعرضهم لأخطار عالية تمس وضعها السوقي وقدرتها على الوفاء بما عليها من التزامات تجاه الدائنين ، ومنهم المودعون وأصحاب الحقوق بوجه عام ، ومن هنا زادت أهمية عملية التصنيف حتى أصبحت من المعايير المعتمدة لدى البنوك المركزية ولها أصداء كبيرة في الأوساط التجارية المحلية والدولية.

وأصبحت المؤسسات المالية تضع التصنيف الائتماني في قمة اعتباراتها وتسعى إلى إن يعكس التصنيف سلامة أحوالها المالية، بل هناك من يضع التصنيف إحدى الوسائل الدعائية له. وترجع أهمية هذه التصنيفات في الاستخدام الواسع لها من جانب المستثمرين على اختلاف إشكالهم، حيث يؤمن المستثمرون بأن هذه التصنيفات تمثل مؤشرات مناسبة لاحتمالات التوقف عن السداد من جانب حكومات الدول المدينة ، ويفترض وفقا لهذا التقييم أن تحدد علاوة المخاطر Risk Premium التي يطلبها المستثمرون على السندات التي تقوم الدولة بإصدارها ، وتعطى علاوة المخاطر المطلوبة إشارات حول الحد الأدنى من العائد الذي يطلبه المستثمرون على الاستثمار في سندات الدولة والذي يجب أن يعكس في جانب كبير منه التصنيف المعطى للمخاطر السيادية للدولة. (محمد إبراهيم السقا، 2012: 15)

وعليه يمكن تحديد أهمية الدراسة في العناصر التالية :

- 1- تحليل مكانة مصر في مؤشرات مؤسسات التصنيف الائتماني السيادي المختلفة.
- 2- تحليل هيكل الاستثمارات الأجنبية المباشرة في الاقتصاد المصري.
- 3- تحديد اتجاه العلاقة بين التصنيفات السيادية والاستثمار الأجنبي المباشر.
- 4- تحديد آليات تحسين التصنيف السيادي لمصر.

## فرضية البحث:

في ضوء موضوع البحث عن طبيعة العلاقة بين التصنيف السيادي الائتماني والاستثمار الأجنبي المباشر في مصر، فإنه يمكن صياغة الفرضية كما يلي :

" توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين التصنيف الائتماني السيادي والاستثمار الأجنبي المباشر في اتجاهين " .

### منهجية البحث:

لاختبار فرضية البحث يتم الاعتماد على المنهج الاستقرائي، وذلك باستخدام أسلوب التحليل (القياسي)، وذلك لتقدير علاقة الانحدار بين متغيرات الدراسة من خلال بيانات سلسلة زمنية سنوية للفترة من 1997 إلى 2018 من خلال طريقة المربعات الصغرى العادية (OLS) .

وللتعرف على طبيعة واتجاه العلاقة بين الاستثمار الأجنبي المباشر والتصنيفات الائتمانية السيادية سنقوم بإجراء اختبارات السكون (Unit Root Stationarity) لمعالجة عدم استقرار بيانات السلاسل الزمنية كشرط ضروري للوصول إلى نتائج سليمة ومنطقية تمكن من استخدام طريقة المربعات الصغرى الاعتيادية (OLS)، حيث يتم اختبار جذر الوحدة الموسع ل "ديكي" و"فولر" (Augmented Dickey-Fuller Test) (ADF) .

واختبار التكامل المشترك (Co-integration Test) للمتغيرات من خلال استخدام مدخل انجل-جرانجر (Engle-Granger Approach) ذو المرحلتين لنموذج تصحيح الخطأ (Error Correction Model) واختبار السببية لجرانجر (Granger Causality Test) لتأكيد النتائج .

### خطة البحث:

تتكون الدراسة من أربع فصول بحثية، حيث يتناول الفصل الأول التصنيف الائتماني السيادي في الاقتصاد المصري، والذي يتكون من ثلاثة مباحث، فالمبحث الأول يتناول التصنيف الائتماني وأهميته، والمبحث الثاني يتناول وكالات التصنيف الائتماني، والمبحث الثالث يتناول تقييمات التصنيف الائتماني السيادي لمصر.

يتناول الفصل الثاني السياسات الاقتصادية وهيكل الاستثمار الأجنبي المباشر في مصر، حيث يتناول الفصل ثلاثة مباحث، فالمبحث الأول يتناول الاستثمار الأجنبي المباشر (الدوافع والأشكال) والمبحث الثاني يتناول السياسات الاقتصادية في مصر، والمبحث الثالث يتناول تحليل هيكل الاستثمار الأجنبي المباشر في مصر، ويتناول الفصل الثالث التصنيف الائتماني السيادي والأزمات المالية، حيث يتكون

من مبحثين، ويتكون المبحث الأول يتناول علاقة التصنيف الائتماني ببعض المؤشرات الاقتصادية، والمبحث الثاني يتناول التصنيف الائتماني وأثره على الأزمات المالية الدولية.

### ثالثاً: التصنيف الائتماني في مصر

#### 1. مفهوم التصنيف الائتماني :

يمكن تعريف التصنيف الائتماني بأنه عبارة عن عملية تهدف إلى توفير المعلومات والتقييم المستقل بشأن مدى ملائمة المؤسسة المالية وقدرتها على الوفاء بالتزاماتها التعاقدية، أو جودة الأوراق أو المنتجات المالية، وفي نفس الوقت ، لا يعتبر التصنيف الائتماني ضماناً بقدره المؤسسة على الوفاء بالتزاماتها (احمد التميمي، 2012)

كما أن التصنيف الائتماني عبارة عن رأي محلل متخصص أو مؤسسة متخصصة حول:

■ الملاءة الائتمانية العامة للطرف المقابل، أي قدرة الطرف المقابل ورغبته في الوفاء بالتزاماتها المالية.

■ الملاءة الائتمانية لإصدار معين من السندات أو أي التزامات مالية أخرى.

تعتبر درجة التصنيف الائتماني عن رأي وكالة التصنيف في تقويم الملاءة المالية والرغبة في الدفع لمصدر الورقة المالية على الوفاء بالديون ومقابلة الالتزامات المالية الحالية والمستقبلية بشكل كامل وفي الوقت المحدد.

و دائماً يُعَوَّل كثيراً على درجة التصنيف الائتماني التي تمنحها وكالات التصنيف خصوصاً المؤسسات المالية والمصرفية والحكومات في توقع حدوث مخاطر عدم الدفع بناءً على المعايير الكمية والنوعية التي تتم بها عملية التصنيف، وعلى ذلك أصبحت أسواق رأس المال العالمية أكثر تأثراً بدرجات التصنيف التي تُصدرها وكالات التصنيف الائتماني، لذلك أنها تؤثر على قدرة الشركات والدول على الدخول في أسواق رأس المال العالمية والحصول على التمويل المطلوب، بالإضافة إلى ذلك فإن غياب المعلومات الكافية لاتخاذ قرار الاستثمار في شراء الأدوات المالية المصدرة، يدفع المستثمر للجوء إلى التصنيف الائتماني لقياس مستوى المخاطر المالية وقدرة المدين على الوفاء بالالتزامات المالية. كما أن

تغيير السندات المصدرة يؤثر على أسعارها في أسواق الأوراق المالية (Ministry of

finance,2009: 14)

## 2. أهمية التصنيف الائتماني:

The Importance of Credit Ratings to 1/2 أهمية التصنيف الائتماني للدول النامية  
developing Countries

تواجه الدول النامية صعوبة في توفير التمويل اللازم لزيادة الاستثمارات نظرا لانخفاض الدخل والادخار من جهة وضعف النظام المالي في تخصيص الموارد المتاحة نحو قنوات الاستثمار من جهة أخرى. وهذا يجعل من أسواق رأس المال العالمية مصدرا مهما للحصول على التمويل اللازم لزيادة مستوى الاستثمار ودفع عجلة النمو الاقتصادي ، ولذلك يجب على الدول النامية الحصول على درجة تصنيف ائتماني مناسبة تعكس ملاءتها المالية من أحد وكالات التصنيف الائتماني والتي تساعد في النفاذ إلى الأسواق المالية العالمية (1: 2003: Gautam Ranall).

أيضا التصنيف الائتماني له دور هام ومؤثر جدا في تحديد تكلفة التدفقات المالية للدول النامية ومدى توفرها، لان الإخفاق في الحصول على درجة تصنيف ائتماني مرتفعة تؤدي بالضرورة إلى زيادة وارتفاع تكلفة التمويل والتدفقات إليها ، وهروب رؤوس الأموال إلى الخارج، وانخفاض الاستثمارات الأجنبية المباشرة، وإخلال في النظام المالي، وبالتالي حدوث الركود الاقتصادي.

## 2/2: أهمية التصنيف الائتماني للمستثمرين

وكالات التصنيف الائتماني لها دور هام في مساعدة المستثمرين في اتخاذ قرار الاستثمار عن طريق تزويدهم بدرجة التصنيف الائتماني والتي تعكس مخاطر الائتمان لمصدري الأوراق المالية في البلد. كما أن وكالات التصنيف الائتماني تقوم بتزويد المستثمرين بتقارير التصنيف الائتماني للبلدان والإصدارات المالية والتي تحتوي على معلومات تفصيلية وتحليلية عن المخاطر المالية، وهذا يساعد المستثمرين في اتخاذ قرار الاستثمار باستخدام مقياس العائد والمخاطرة. (Ministry of finance, 2009: 14)

وأيضا تقوم وكالات التصنيف الائتماني بتحليل مخاطر مختلف أنواع الأوراق المالية المركبة ذات المخاطر المرتفعة Structured Finance ومنها الأوراق المالية المضمونة بأصول Asset-backed securities، والأوراق المالية المضمونة بالرهن العقاري Mortgage-backed Securities ، والنتيجة عن التوريق securitizations والتي تعتبر من أكثر الأوراق المالية تعقيدا نظرا لغياب



المعلومات الكافية لإجراء تحليل الجدارة الائتمانية وقياس المخاطر من قبل المستثمرين: (Ibid, 2009).

14)

**The Importance of credit ratings to 3/2: أهمية التصنيف الائتماني للمؤسسات :corporations**

- النفاذ إلى أسواق رأس المال العالمية والإقليمية capital market access
- بناء السمعة الحسنة في السوق Build up Market Reputations
- تخفيض تكاليف التمويل Lower Cost of Funding
- التمييز عن المنافسين Distinguish Oneself from Competition

كما أن أهمية التصنيف الائتماني للأسواق المالية تبرز في العوامل التالية (ناجي التوني، 2005: 4) :

(أ) المساهمة في زيادة عمق السوق المالية وتحفيز النمو فيها .

(ب) زيادة استقرار الأسواق المالية وتعزيز الأمان فيها .

(ج) زيادة كفاءة الأسواق المالية عن طريق توفير معلومات دقيقة .

(د) تعزيز الاندماج في الأسواق المالية وزيادة ترابطها محلياً وعالمياً

(هـ) تسهيل الحصول على القروض، وتوفير المعلومات عن الفرص الاستثمارية

(و) إمداد متخذي القرارات الاستثمارية بإطار فعال للمفاضلة بين الفرص الاستثمارية المتاحة.

### **3. درجات التصنيف الائتماني credit Rating Scales**

تقوم وكالات التصنيف الائتمانية بإصدار درجات تصنيف مختلفة والتي بدورها تعبر عن رأى وكالة التصنيف الائتماني بقدرة المُصدرِ على مقابلة التزاماته المالية بشكل كامل وفي الوقت المحدد، ويعتمد المستثمرون في أنحاء العالم على التصنيفات التي تصدرها تلك الوكالات ليتم اتخاذ القرارات الاستثمارية المناسبة .

وتغطي وكالات التصنيف الائتماني طيفا واسعا من الحكومات، والشركات، والمصارف، وشركات التأمين، والأوراق المالية المتنوعة الأخرى، من خلال إعطائها درجات التصنيف الائتماني (Fitch Ratings, 2009: 2).

وتستخدم وكالات التصنيف الائتماني حروفاً أبجدية انجليزية للدلالة على جودة الائتمان وتجدر الإشارة أن تلك الحروف ليست لها دلالة أو اختصاراً لأي كلمات.

وتتمثل تلك الحروف ضمن نوعين من المخاطر الائتمانية، وهي (Mounayar, 2006: 17):

- **درجة الاستثمار Investment Grade** : وهذه الدرجة مؤشر لانخفاض المخاطر الائتمانية، وتأخذ الرموز ( Aaa, Aa, A, Baa ) وذلك بالنسبة لموديز، والرموز ( AAA, AA, A, ) ( BBB بالنسبة لوكالتي ستاندرد آند بورز وفيتش للتصنيف .
- **درجة المضاربة** : وعلى عكس درجة الاستثمار فإن درجة المضاربة تعد مؤشراً لارتفاع المخاطر الائتمانية وتأخذ الرموز ( Ba, B, Caa, Ca, C ) وذلك بالنسبة لوكالة موديز، والرموز ( BB,B, CCC, CC, C, ) وذلك بالنسبة لوكالتي ستاندرد آند بورز وفيتش للتصنيف .

كما تضيف وكالات التصنيف الائتماني أرقاماً أو إشارات على يمين درجة التصنيف للدلالة على مستوى الجودة الائتمانية، حيث تضيف وكالة موديز أرقاماً لدرجات التصنيف الائتماني Aa إلى Caa هي 1 أو 2 أو 3 ويشير الرقم 1 إلى النهاية العليا ضمن درجة التصنيف والتصنيف، والرقم 2 يشير إلى منتصف درجة التصنيف، والرقم 3 يشير إلى النهاية الدنيا ضمن درجة التصنيف. في حين أن وكالتا ستاندرد آند بورز وفيتش للتصنيف تضيف إشارات "+" أو "-" لدرجات AA إلى B للتعبير على مستوى الجودة الائتمانية ضمنها.

#### 4. تحليل التصنيف السيادي لمصر

في مايو الماضي قامت مؤسسة ستاندرد آند بورز بتثبيت التصنيف الائتماني السيادي لمصر في مستوى (B) مع الحفاظ على النظرة المستقبلية المستقرة، وتعتبر هذا التصنيف بمثابة شهادة كبيرة بمدى نجاح برنامج الإصلاح الاقتصادي وتحسن المؤشرات الاقتصادية الكلية لمصر.

إن تثبيت التصنيف السيادي لمصر سينتج عنه زيادة ثقة المؤسسات والشركات العالمية في قدرة وإمكانات الاقتصاد المصري على استيعاب طاقات مجتمع الاستثمار الدولي، والذي بدوره سيؤدي إلى انخفاض تكاليف التمويل وزيادة ضح استثمارات ومشاريع تزيد من حجم الاستثمارات داخل جمهورية مصر العربية.

واستمرار تحسن تصنيف مصر السيادي قرينا بالاتفاقات التي تتم مع صندوق النقد الدولي على مستوى الخبراء وأيضا اتفاقات مع البنك الدولي ومؤسسات التنمية التمويل الأخرى، كل هذا يعزز رؤية المجتمع الدولي للإصلاحات الاقتصادية التي تقوم بها مصر ومن شأنها زيادة التوقعات بقدره الاقتصاد المصري على تحقيق معدلات نمو عالية ستسهم في إيجاد فرص عمل كبيرة وتحقيق معدلات تنمية تسهم في زيادة جوده المؤشرات الاقتصادية .

وقامت ستاندرد آند بورز بالإشادة بقدره السلطة القائمة على اتخاذ القرارات الاقتصادية المناسبة في مصر، وعلى تنفيذ الإجراءات الإصلاحية التي تقوم بها مثل سياسة سعر الصرف المرنة والتي تعزز من القدرة التنافسية للاقتصاد المصري، وزيادة معدلات النمو الاقتصادي وزيادة الإنتاج المحلي من الغاز الطبيعي ووصولاً إلى استقرار مؤشرات الاقتصاد الكلي. (S&P Ratings, 2018)

**وأرجعت ستاندرد آند بورز النظرة المستقبلية في تصنيفها إلى أربعة ركائز مهمة وهي :**

(أ) استمرار نمو النشاط الاقتصادي وتحسن معدلات النمو، وارتفعت توقعات ستاندرد آند بورز بخصوص معدلات النمو المستقبلية لمصر إلى 5.4% خلال الأربع أعوام القادمة والتي بدأت من 2018 وحتى 2021 في ضوء تحسن المؤشرات الاقتصادية التي تحققت وعلى رأسها تحسن مؤشرات أداء قطاعات الغاز الطبيعي والسياحة والصناعة التحويلية والبناء والتشييد خاصة في زيادة الإنفاق العام علي البنية التحتية والتوسع في شبكة الطرق واستمرار تنفيذ المشروعات الكبرى في العاصمة الإدارية الجديدة وقناة السويس.

(ب) إجراءات الضبط المالي التي قامت بها الحكومة المصرية خلال الفترة الأخيرة مثل ترشيد دعم الطاقة وتطبيق قانون القيمة المضافة وإصدار قانون الخدمة المدنية للعاملين بالجهاز الإداري للدولة، وهذه الإجراءات أدت إلى تحسن المؤشرات المالية لمصر رغم التحديات الكبيرة التي تواجه مصر بسبب ارتفاع سعر الصرف وزيادة تكلفة الدين وارتفاع الفائدة.

(ج) تراجع الضغوط على القطاع الخارجي كنتيجة مباشرة لسياسة تحرير سعر الصرف مما أدى إلى زيادة تنافسية السلع والخدمات المصرية.

(د) زيادة الإنتاج المحلي من الغاز الطبيعي بعد اكتشافات حقول الغاز في البحر المتوسط وأخيراً حقل " ظهر " مما سيؤدي إلى خفض الواردات البترولية بشكل كبير.

## رابعاً: الاستثمار الأجنبي المباشر في مصر

وفى عقد التسعينات أصبحت عناصر الإنتاج أكثر تحركاً عبر الحدود الوطنية، وقامت الشركات المتعددة الجنسيات بتحقيق تكامل الإنتاج الدولي وخلق الأسواق التي تجتاز الحدود الوطنية. واستمر تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الدول النامية مع تزايد برامج الخصخصة واعتماد سياسات تشجيع الاستثمار وتحرير سياسات التجارة الخارجية كجزء من جولة أوروغواي للمفاوضات التجارية. ولمعرفة الأشكال التي ينطوي عليها الاستثمار الأجنبي المباشر لابد من معرفة الدوافع العامة لتصدير الاستثمار الأجنبي المباشر.

### 1: دوافع تصدير الاستثمار الأجنبي المباشر:

يمكن تلخيص مجموعة من الدوافع التي تجعل الشركات أو الأفراد تستثمر في الدول الأخرى غير الدول الأم، وذلك سعياً منها لتحقيق مجموعة من الأهداف أهمها (محمد عبدالعزيز، 2005: 25-29):

- 1/1: القرب من المواد الأولية وبالتالي قرب عمليات النقل ومن ثم انخفاض التكلفة
- 2/1: الاستفادة من وفرات الحجم على مستوى الإنتاج، وهذا لأن بعض المنتجات لا تتحمل النقل لمسافات طويلة، كمشتقات الألبان أو الغاز السائل الذي يتطلب أوعية ثقيلة جداً.
- 3/1: الوصول إلى أسواق جديدة لتسويق منتجاتها فهي تعتبر فائض وتعجز عن تسويقها في السوق المحلي.

4/1: الرغبة الكبيرة في الحصول على ميزة انخفاض الأجور في الدول المضيفة لعمليات الاستثمار إذا ما قورنت بالأيدي العاملة في البلدان المتقدمة، وبالإضافة إلى ذلك الاستفادة من تكلفة الرسوم الجمركية، حيث يقول وليام ليفر مؤسس شركة ليفر الإنجليزية: "عندما تتحول الرسوم الجمركية ومختلف أنواع القيود دون تحقيق المبيعات في بلد ما، يقتضى إنشاء شركة في البلد ذاته "

5/1: توزيع المخاطر التي من الممكن أن تتعرض لها الاستثمارات الأجنبية مثل ( الحروب والتأمين والمصادرة ) ومنه انتشار هذه الاستثمارات على عدد كبير من الدول سوف يقلل هذه المخاطر إلى أقل حد أدنى ممكن.

6/1: انخفاض تكلفة المنتجات المحلية إذا ما قورنت بالمنتجات الأجنبية المستوردة وهذا لانعدام الرسوم الجمركية وتكلفة النقل، مما يؤثر على مكانة المستثمرين الأجانب في السوق المحلية، وألزمهم إنشاء استثماراتهم مباشرة في الدول المضيفة.

7/1: التغييرات النسبية في أسعار الفائدة وأسعار الصرف والتي يمكن أن تدفع رؤوس الأموال إلى أن تتجه إلى الدول الأخرى عن طريق مشروعات الاستثمار الأجنبي المباشر .

8/1: استغلال قوانين تشجيع الاستثمار والإعفاءات الضريبية التي تمنحها الدول المضيفة لأجل جذب الاستثمارات الأجنبية.

9/1: التكنولوجيا التي تمتلكها الشركات الأجنبية تمكنها من منافسة الشركات المحلية بالاعتماد على الأسعار وجودة المنتج والخدمة.

10/1: زيادة فرص تحقيق الأرباح في البلدان المضيفة .

11/1: إمكانية فرض المستثمر الأجنبي السيادة على الاقتصاد وسياسة الدول المضيفة لهذا الاستثمار، خاصة إذا ما ارتكز في القطاعات الإستراتيجية للبلد المضيف .

## 2. أشكال الاستثمار الأجنبي المباشر

إن أشكال الاستثمار الأجنبي المباشر تتحدد حسب نسبة ملكية المشروع من طرف المستثمر الأجنبي، فقد تكون جزئية أو مطلقة ومن المنطق يتم تقسيم الاستثمار الأجنبي المباشر إلى ثلاثة أنواع رئيسية:

### 1/2 - الاستثمار المشترك

### 2/2 - الاستثمار المملوك بالكامل للمستثمر.

### 3/2 - استثمار الشركات متعددة الجنسيات.

### 1/2: الاستثمار المشترك

يعرفه كولدي بأنه: " أحد مشروعات الأعمال الذي يمتلكه أو يشارك فيه طرفان أو شخصيتان معنويتان أو أكثر من دولتين مختلفتين بصفة دائمة ، والمشاركة هنا تقتصر على الحصة في رأس المال بل تمتد أيضا إلى الإدارة، أو الخيرة أو براءات الاختراع والعلامات التجارية " (عبدالسلام قحف،

2003: 48)

### 1/1/2: مزايا الاستثمار الأجنبي من وجهة نظر الدولة المضيفة (محمد عبدالعزيز، 2005: 25)

- هذا النوع من الاستثمار له دوراً بارزاً في زيادة رؤوس الأموال الأجنبية وتطوير التكنولوجيا وتوفير مناصب ووظائف عمل جديدة وتحسين ميزان المدفوعات للدولة المضيفة عن طريق تقليل الواردات وزيادة في حجم الصادرات .
- تدريب المدربين الوطنيين وخلق علاقات اقتصادية بين الأنشطة الاقتصادية والخدمية في الدول المضيفة.
- ضمان المصالح الوطنية في توجيه سياسات الاستثمار وهذا نتيجة الاشتراك في إدارة المشروع الاستثماري وذلك عندما تتعارض سياسات الشركة مع سياسات المصالح الوطنية.

### 2/1/2 : عيوب الاستثمار الأجنبي من وجهة نظر الدولة المضيفة (محمد عبدالعزيز، 2005: 25)

- يشترط لتحقيق المزايا السابقة أن يوفر لدى الاقتصاد الوطني القدرة الفنية والإدارية والمالية على المشاركة في رسم وتوجيه السياسات الاستثمارية للمشروع.
- توقع صغر حجم رأس المال الوطني يؤثر على صغر حجم المشاريع المشتركة، وهذا الأمر يتسبب في عدم تحقيق الأهداف المرجوة من الدول المضيفة مثل : زيادة فرص العمل ونقل التكنولوجيا أو الخبرات.
- تحقيق الدول المضيفة للأهداف المنشودة في توفير العملات الأجنبية وتحسين ميزان المدفوعات في المشروعات المشتركة هي أقل بكثير مقارنة مع مشروعات الاستثمار المملوكة ملكية مطلقة للاستثمار الأجنبي.

### 2/2: الاستثمار المملوك بالكامل للمستثمر.

يُعرف هذا النوع من الاستثمارات بقيام المستثمر الأجنبي أو شركات متعددة الجنسيات في إنشاء فرع للإنتاج أو التسويق أو أي شكل من أنواع النشاط الإنتاجي أو الخدمي بالدولة المضيفة.

### 1/2/2: مزايا الاستثمارات المملوكة بالكامل للمستثمر الأجنبي بالنسبة للدول المضيفة (محمد

عبدالعزيز، 2005: 43)

- زيادة التدفقات من رأس مال الأجنبي إلى الدول المضيفة.

■ يساهم هذا النوع من الاستثمار في كبر حجم المشروعات مما يؤدي إلى إشباع أكثر لحاجات المجتمع المحلي، مما يؤدي إلى تخفيض الواردات وزيادة الصادرات في حالة وجود فائض مما يترتب عليه تحسين في ميزان المدفوعات للبلد المضيف .

■ نظرا لكبر حجم المشروعات إذا ما قورنت بالأشكال الأخرى للاستثمارات فإنها تؤثر على تحديث التكنولوجيا، وهذا من خلال توفر جهاز يقوم باختيار التكنولوجيا المناسبة للسوق المحلية وهذا لغرض تحقيق الأهداف المنشودة من الناتج الأمثل والربح الأفضل .

**2/2/2: عيوب الاستثمارات المملوكة بالكامل للمستثمر الأجنبي بالنسبة للدول المضيفة:** ومن ناحية العيوب فإن الدول المضيفة تتخوف من مخاطر الاحتكار والتبعية الاقتصادية وهذا خاصة إذا ما تعارضت مصالح المستثمر مع المصالح الوطنية.

### **3/2: استثمار الشركات متعددة الجنسيات**

تعددت التعريفات وتنوعت حسب المعايير التي ارتكزت عليها، فمن بين هذه التعريفات نذكر: " هي شركة أم تسيطر على عدد كبير من المشروعات من مختلف الجنسيات وبذلك تكون مجموعة ضخمة تتجمع لديها الموارد المالية والبشرية وفي نفس الوقت تتبع إستراتيجية مشتركة، كما أن الحجم يحتل أهمية كبرى في تمييز المجموعات متعددة الجنسيات، حيث تستبعد الشركات التي تقل مبيعاتها السنوية عن مئة مليون دولار، كذلك يعتبر من العوامل الهامة في هذا التحديد، طبيعة النشاطات الخارجية للمجموعة، حيث تستبعد من نطاق المجموعات متعددة الجنسية تلك الشركات التي تقوم بالتصدير فقط، هذا حتى إذا كانت تمتلك فروعا أجنبية للبيع" (محمد عبدالعزيز، 2005: 48)

**1/3/2: المزايا والعيوب التي تحدثها الشركات متعددة الجنسيات في الدول المضيفة (على عبدالفتاح، 2007: 260-266)**

#### **المزايا:**

- زيادة الإنتاج وهذا نتيجة لانتقال رأس المال من الدول الأم إلى الدول المضيفة .
- ارتفاع وزيادة الأجور وهذا نتيجة عنصر إعادة توزيع الأرباح المحققة.
- خلق فرص عمل إضافية وذلك لما تتمتع به تلك الشركات من الضخامة والكبر.
- زيادة الصادرات عن طريق المنتجات التي تنتجها هذه الشركات .

- زيادة الإيرادات الضريبية وهذا عن طريق الضريبة التي تفرضها على المشاريع التي تقوم بها الشركات الأجنبية.

#### العيوب:

- تأثر معدل التبادل التجاري للدولة المضيفة بالسلب وذلك لان معدل التبادل التجاري يساوى أسعار السلع المصدرة مقسومة على أسعار السلع المستوردة لتلك الدولة ففي حالة إذا استمر المستثمر الأجنبي في سلع تصديرية وكانت الجولة المضيفة مصدرة لهذه السلعة، فسيؤدي إلى تخفيض سعر السلعة المصدرة ومع بقاء أسعار الواردات ثابتة على حالها سوف يؤدي إلى تدهور معدل التبادل التجاري، وتأثر الاستثمار المحلي بالسلب والنقصان حيث غالبا ما تقوم الشركات الأجنبية بتمويل جزء من مشاريعها عن طريق الاقتراض من الجهاز المصرفي المحلي والذي بدوره يؤدي إلى ارتفاع نسبة الفائدة، مما يؤثر على الاستثمار المحلي بالسلب بالإضافة إلى أن الممولين المحليين يفضلون إقراض الشركات الأجنبية عن الشركات المحلية وذلك لعامل المخاطرة في استرداد هذه القروض، حيث يكون عامل المخاطرة اقل ما يمكن عنه في الشركات المحلية .
- عدم الاستقرار في ميزان المدفوعات ومعدل الصرف، أي عند انتقال رأس المال الأجنبي إلى الدول المضيفة سيؤدي إلى تحسين ميزان المدفوعات ورفع قيمة العملة الوطنية في أسواق الصرف، ولكن خلال العملية العكسية، أي عندما ترجع هذه الشركات الأجنبية مداخلات إنتاج أرباحها إلى البلد الأم سف يؤدي إلى إحداث عجز في ميزان المدفوعات، بالإضافة إلى ذلك تخفيض قيمة العملة الوطنية أكثر مما كانت عليه قبل انتقال رؤوس الأموال الأجنبية.

### 3. أدوات السياسات الاقتصادية في مصر

#### 1/3: السياسة النقدية في مصر:

تعتبر السياسة النقدية احد في مصر أهم 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 أهم 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 السيادي للدولة من قبل مؤسسات التصنيف الائتماني 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.

**2/3: السياسة المالية في مصر:** تلعب السياسة المالية دورا كبيرا في تحقيق الاستقرار الاقتصادي، وللتعرف على مدى فاعلية السياسة المالية في تحقيق الاستقرار الاقتصادي بشكل عام وتأثيرها على الاستثمار الأجنبي المباشر والتصنيف الائتماني السيادي بشكل خاص، سيتم دراسة السياسة المالية في مصر.

ظهر بعض التحسن في حالة الاقتصاد المصري خلال الفترة من (1997-2010) وذلك فيما يتعلق بالسياسات الاقتصادية والمالية والنقدية، وهذا التحسن الشكلي لم يدم طويلا بل تحول إلى تراجع بنهاية العقد الأول من القرن الحادي والعشرين، وكان السبب الرئيسي في التراجع حالة الغضب والاحتجاج الشعبي الذي بدأ في 25 يناير 2011، واتفقت مصر مع صندوق النقد الدولي في نوفمبر 2016 على برنامج للإصلاح الاقتصادي اتخذت من خلاله مجموعة من الإصلاحات والإجراءات المختلفة ومن ضمن تلك الإجراءات، قانون الخدمة المدنية الذي يهدف إلى إيجاد منظومة عمل محفزة على الإنتاج وضبط معدلات الأجور (أغسطس 2016)، وقانون ضريبة القيمة المضافة الذي يهدف إلى توسيع القاعدة الضريبية من خلال إخضاع الخدمات والسلع الاستهلاكية مع حماية الفئات المستهدفة (أغسطس 2016)، وقانون تسوية المنازعات الضريبية، وفيه يتم تبسيط إجراءات تسوية المنازعات الضريبية وخلق مناخ ايجابي مع الممولين (سبتمبر 2016)، وإعطاء تراخيص الجيل الرابع للاتصالات والذي بدوره يؤدي إلى زيادة إيرادات الدولة وتحسين سرعة الخدمات المقدمة للمواطنين (

نوفمبر 2016)، وضبط أسعار المواد البترولية وذلك استكمالاً لإصلاح أسعار المواد البترولية لترشيدها الاستهلاك (نوفمبر 2016، يونيو 2017)

### 3/3: سياسة التجارة الخارجية

تعرف سياسة التجارة الخارجية على أنها مجموعة من الإجراءات والوسائل التي تطبقها أو تستخدمها الدولة في مجال التجارة الخارجية بغرض تحقيق أهداف عديدة، وأيضاً تعرف بأنها اختيار الدولة وجهه معينة ومحددة في علاقاتها التجارية وتعبّر عن ذلك بإصدار تشريعات واتخاذ القرارات التي تضعها موضع التطبيق، وأيضاً تعتبر سياسة التجارة الخارجية مجموعة الوسائل التي تلجأ إليها الدولة للتدخل في تجارتها الخارجية بقصد تحقيق بعض الأهداف.

ومن الجدير بالذكر أن إصلاح الاختلالات الهيكلية في تجارة مصر الخارجية يحتاج إلى خطة طويلة الأجل ومنها ما ورد في إستراتيجية التنمية المستدامة رؤية مصر 2030، وفي نفس الوقت يحتاج إلى خطة متوسطة الأجل وخطط سنوية، لأن ميزان المدفوعات يعاني من اختلالات هيكلية في الصادرات السلعية والخدمية من ناحية، وعجز مستمر في الميزان التجاري وميزان العمليات الجارية، أما ميزان الخدمات فعادة يحقق فائض، ومن ناحية أخرى يتطلب إصلاح الاختلالات الهيكلية في تجارة مصر الخارجية وبرامج وسياسات ومشروعات استثمارية يحتاج تنفيذها عدة سنوات.

### خامساً: التحليل القياسي لدراسة العلاقة بين التصنيف السيادي الائتماني والاستثمار الأجنبي المباشر.

يُعد موضوع التصنيف الائتماني من أكثر الموضوعات التي أثارت جدلاً واسعاً على المستوى القومي في مصر، من حيث تأثيره على الاستثمار عموماً وعلى الاستثمار الأجنبي المباشر خصوصاً، وما لذلك من تأثير على النمو الاقتصادي.

وعليه يهدف هذا البحث إلى قياس التصنيف الائتماني على الاستثمار الأجنبي المباشر في مصر، ولتحقيق هذا الهدف تم تقسيم التحليل إلى ثلاثة أجزاء، حيث يتناول الجزء الأول النموذج المستخدم وتوصيف البيانات، بينما يتناول الجزء الثاني فرضية الدراسة، في حين يتناول الجزء الثالث منهجية التحليل والنتائج القياسية والتي تشمل اختبار جذر الوحدة المستخدم لبحث مدى سكون المتغيرات، ثم اختبار التكامل المشترك بالاعتماد تحليل السلاسل

الزمنية واستقصاء الأثر الديناميكي طويل الأجل على استخدام أسلوب الانحدار الذاتي غير الخطي ذي الفجوات الزمنية المبطئة (NARDL) الذي طوره (Shin et al. 2014)، لاختبار فرضية لا خطية العلاقة بين متغيرات الدراسة، باستخدام الحزمة الإحصائية (E-Views 10).

### النموذج المستخدم وتوصيف البيانات:

هنالك العديد من النظريات والنماذج الاقتصادية التي تفسر التغيرات التي تطرأ على الاستثمار الأجنبي المباشر، وسوف تهتم الدراسة بأحد أهم المتغيرات المؤثرة عليهما والمتمثلة في التصنيف الائتماني.

وبناءً عليه فإنه لتحقيق هدف الدراسة، وهو قياس التصنيف الائتماني (SCR) على الاستثمار الأجنبي المباشر (FDI)، وذلك في ظل وجود مجموعة من المتغيرات المفسرة الضابطة للعلاقة بينهما، فقد تم استخدام بيانات سلاسل زمنية خلال الفترة (1997-2018). من هنا يمكن صياغة نموذج الدراسة على النحو التالي:

$$FDI_t = \beta_0 + \beta_1 SCR_t + \beta_2 GDP_t + \beta_3 INF_t + \beta_4 ER_t + \beta_5 RIR_t + \beta_6 TOR_t + u_t \quad (1)$$

حيث FDI يمثل المتغير التابع ويعبر عن الاستثمار الأجنبي المباشر في مصر، والمتغير المستقل الرئيسي هو التصنيف الائتماني السيادي، أما المتغيرات المفسرة الضابطة فهي على الترتيب متوسط نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي (GDP)، ومعدل التضخم (INF)، وسعر الصرف (ER)، وسعر الفائدة الحقيقي (RIR)، ومعدل الانفتاح التجاري (TOR)، بينما  $\beta_{1,2,3,4,5,6}$  تعبر عن معاملات المتغيرات الاقتصادية،  $t$  يعبر عن الفترة الزمنية المستخدمة في الدراسة، بينما  $\beta_0$  تعبر عن ثابت المعادلة، وأخيراً  $u_t$  يشير إلى حد الخطأ.

ويوضح الجدول التالي توصيف إحصائي عام للمتغيرات

	FDI	SCR	GDP	INF	ER	RIR	TOR
Mean	4.333688	9.717372	2.091952	8.887143	6.171905	3.619524	46.97571
Median	4.190000	11.00000	1.640000	7.640000	5.700000	3.290000	43.74000
Maximum	11.58000	12.47668	3.547000	29.50000	17.85000	11.99000	71.68000
Minimum	0.237400	6.000000	1.045000	2.270000	3.350000	-6.270000	30.02000
Std. Dev.	3.656710	2.351422	0.947378	6.333400	3.378099	4.888591	11.18593
Skewness	0.441792	-0.740418	0.397822	1.705098	2.337119	-0.015104	0.739629
Kurtosis	1.869166	1.849381	1.466205	6.419899	8.355401	2.308716	2.495395
Jarque-Bera	1.802067	3.077202	2.612380	20.40950	44.21272	0.418938	2.137476
Probability	0.406150	0.214681	0.270850	0.000037	0.000000	0.811015	0.343442
Sum	91.00745	204.0648	43.93100	186.6300	129.6100	76.01000	986.4900
Sum Sq. Dev.	267.4306	110.5838	17.95051	802.2390	228.2311	477.9665	2502.501

مصفوفة معاملات الارتباط بين متغيرات النموذج (Correlation Matrix)

	FDI	SCR	GDP	INF	ER	RIR	TOR
FDI	1.00						
SCR	-0.280032 [1.271504]	1.00					
GDP	0.366992 [1.719675]	-0.922974 [-10.45344]***	1.00				
INF	0.570209 [3.025542]***	-0.521672 [-2.665328]**	0.574584 [3.060138]***	1.00			
ER	0.462331 [2.272736]**	-0.708936 [-4.381536]***	0.645249 [3.681518]***	0.843909 [6.856679]***	1.00		
RIR	-0.414262 [1.983969]*	0.537174 [2.776010]**	-0.595331 [-3.229684]***	-0.652277 [-3.751030]***	-0.443430 [-2.156472]**	1.00	
TOR	0.482835 [2.403333]**	0.444712 [2.164242]**	-0.405086 [-1.931284]*	0.211863 [0.944940]	-0.131928 [-0.580133]	-0.257108 [1.159694]	1.00

(\*, \*\*, \*\*\*) تشير إلى معنوية اختبار المعلمة المقدرة عند مستوى معنوية (1%، 5%، 10%) على الترتيب.

ويتضح من الجدول السابق أنَّ معاملات الارتباط بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع (العمود الأول) ما بين قوية جداً ومتوسطة وضعيفة جداً، وهو أمر يشير إلى احتمال وجود مشكلة الازدواج الخطي (Multicollinearity)،

كما أنَّ الإشارة الخاصة بمعاملات الارتباط جاءت متفقة مع النظرية الاقتصادية والحالة المصرية بصفة خاصة، والتي تقرر وجود علاقة سالبة بين المتغير المستقل الرئيسي والمتغير التابع.

(1) نتائج اختبارات التكامل المشترك (Co-integration) بين متغيرات الدراسة باستخدام

أسلوب (NARDL) Nonlinear Autoregressive Distributed Lag .

سوف تعتمد الدراسة الحالية في تحليل السلاسل الزمنية واستقصاء الأثر الديناميكي طويل الأجل على استخدام أسلوب الانحدار الذاتي غير الخطي ذي الفجوات الزمنية المبطنة (NARDL) الذي طوره (Shin et al. (2014)، لاختبار فرضية لا خطية العلاقة بين متغيرات الدراسة.

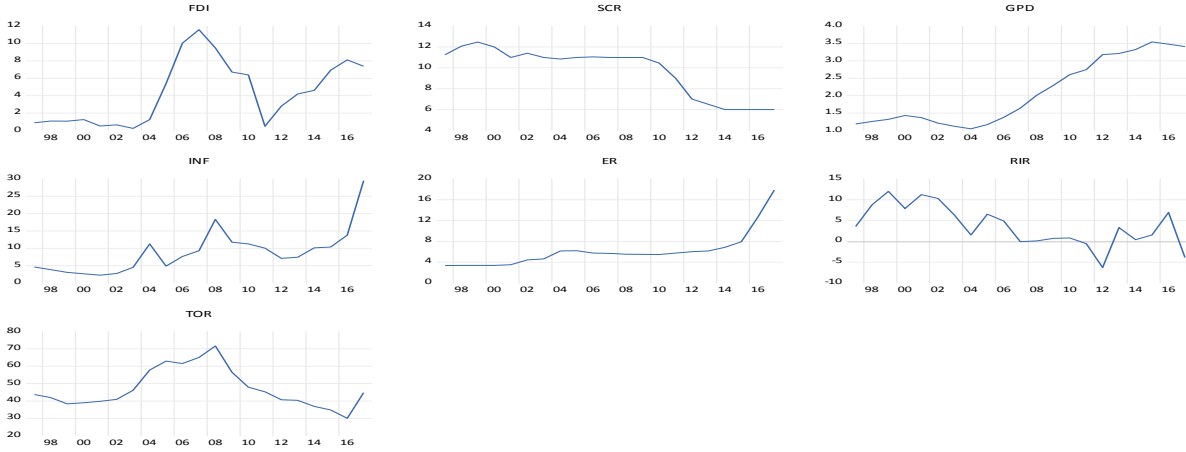
ومن أجل تقدير النموذج باستخدام أسلوب NARDL، فإنه سوف يتم إعادة توزيع متغير التصنيف الانتمائي SCR إلى قيم سالبة وأخرى موجبة. وسوف نحصل من خلال إعادة تقسيم المتغير على المتغيرات  $SCR^+$  و  $SCR^-$ .

ولإجراء هذا الاختبار فإنه يجب إتباع الخطوات التالية:

**الخطوة الأولى:** تحديد درجة تكامل (سكون) المتغيرات محل الدراسة وذلك باستخدام اختبار جذر الوحدة Unit Root Test، وذلك بالاعتماد على اختبائي [Augmented Dickey – Fuller – Phillips – Perron (ADF)].

رغم أنَّ أحد مميزات أسلوب (ARDL) Bounds Approach هو إمكانية تطبيقه بغض النظر عن درجة تكامل أو سكون المتغيرات، سواء كانت متكاملة من الدرجة نفسها، أي من الدرجة (0) I أو (1) I، أو متكاملة من درجات مختلفة، أي (0) I و (1) I، ولكن الشرط الوحيد لتطبيق هذا الاختبار هو ألا تكون السلاسل الزمنية متكاملة من الدرجة الثانية (2) I، وبالتالي فالخطوة الأولى في التحليل هو التحقق من سكون هذه السلاسل وتحديد درجة تكاملها، وذلك من أجل تجنب الانحدار الزائف (Spurious Regression).

## شكل المتغيرات المستخدمة في النموذج عند المستوى



وكما يبين الجدول السابق نتائج اختبار سكون السلاسل الزمنية وجذر الوحدة باستخدام اختباري ديكي- فولر الموسع ADF واختبار فيليبس-بيرون PP، كما تم الاعتماد على معيار SC من أجل تحديد عدد فترات الإبطاء المناسبة لمعادلة الاختبار، ومن هذا الجدول يتبين بأن بعضاً من السلاسل الزمنية ساكن عند المستوى والبعض الآخر ساكن عند الفرق الأول، هذه النتائج تعطي مزيداً من المبررات لاستخدام أسلوب الانحدار الذاتي غير الخطي ذي الفجوات المبطننة NARDL.

بعد إجراء اختبارات السكون على السلاسل الزمنية للمتغيرات محل الدراسة، أوضحت النتائج أن المتغيرات (FDI، SCR، GDP، RIR، TOR) ساكنة عند المستوى أي متكاملة من الرتبة صفر I (0)، في حين أن المتغيرات (ER، INF) ساكنة عند الفرق الأول أي متكامل من الرتبة الأولى. I (1) - كما أنه نتيجة لصغر حجم العينة - وهي الحالة التي لا يمكن معها إجراء اختبار التكامل المشترك إلا من خلال نموذج (NARDL).

**الخطوة الثانية:** تتمثل في تحليل نموذج NARDL: هو ما يعني تحديد رتبة الاختبار، وذلك من خلال اختيار القيم المتباطئة لمتغيرات النموذج.

وقد تم اختيارها حسب معيار Schwarz Criterion (SIC)، وذلك بتضمين حد ثابت، عند مستوى معنوية 5%. كما أنّ النموذج سيكون محدود بفترة إبطاء واحدة فقط، كما أظهرتها أغلب المعايير عن تحديد Lag Length Criteria، وبتطبيق هذه المعايير جاءت النتيجة كالتالي:

**Selected Model (1): ARDL (1, 0, 1, 1, 1, 0, 0, 1)**

**الخطوة الثالثة :** تتمثل في: تحديد ما إذا كان هناك علاقة تكامل مشترك طويلة الأجل بين المتغيران محل الدراسة.

بواسطة حساب **F Statistics** ومقارنته بالحدود الحرجة **Critical Value** المستخرجة من جداول بيساران **Pesaran et al.**، ونظراً لأن اختبار **F** له توزيع غير معياري، فإن هناك قيمتين حرجتين لإحصاء هذا الاختبار بقيمة الحد الأدنى **Lower Critical Bounds (LCB)**، والتي تفترض أن المتغيرات متكاملة من الدرجة **I (0)**. وقيم الحد الأعلى **Upper Critical Bounds (UCB)**، والتي تفترض أن المتغيرات متكاملة من الدرجة **I (1)**. وكانت النتائج كالتالي:

Test Statistic	Value	K
Computed F-statistic	38.52159***	7
significance level	Lower Bound	Upper Bound
10%	1.92	2.89
5%	2.17	3.21
2.5%	2.43	3.51
1%	2.73	3.9

ونلاحظ من الجدول السابق أن قيمة **F-statistic (38.52159)**، أكبر من الحد الأعلى عند مستوى معنوية 5%، مما يؤكد رفض فرض العدم القائل بعدم وجود علاقة تكامل مشترك بين متغيرات الدراسة، ومن ثم قبول الفرض البديل القائل بوجود علاقة تكامل مشترك بين هذه المتغيرات.

**الخطوة الرابعة :** من اختبار **ARDL**: تتضمن الحصول على مقدرات معلمات الأجل الطويل، وذلك من أجل تحديد أثر التصنيف الائتماني السيادي على الاستثمار الأجنبي المباشر، والتي يمكن تلخيصها في المعادلة التالية:

$$\begin{aligned}
 FDI_t = & -10.13714 - 12.86255 * SCR_t^+ - 1.772855 * SCR_t^- \\
 & + 0.942261 * GDP_t - 2.027538 * INF_t + 2.682782 \\
 & * ER_t - 0.161087 * RIR_t + 0.619710 \\
 & * TOR_t \quad (3)
 \end{aligned}$$

ويظهر من نتائج الجدول السابق عدم معنوية تغيرات (صددمات) التصنيف الائتماني في اتجاهها الصعودي، بينما أظهرت علاقة طردية ومعنوية في اتجاهها النزولي على الاستثمار الأجنبي المباشر، حيث أن انخفاض التصنيف الائتماني بوحدة واحدة يؤدي إلى انخفاض الاستثمار الأجنبي المباشر

بمقدار 1.8 وحدة، وكذلك عدم معنوية تغيرات الاستثمار، في حين ظهر كلاً من سعر الصرف وسعر الفائدة معنويان.

وأخيراً ففقد ظهر الانفتاح الاقتصادي معنوي في تأثيره على الاستثمار الأجنبي المباشر. وبعد تقدير النموذج تأتي مرحلة فحص النموذج للتأكد من جودته وخلوه من مشاكل القياس، وذلك باستخدام الاختبارات التشخيصية (Diagnostic Tests)، وفقاً للاختبارات التالية:

أ- يشير اختبار **LM Test** إلى عدم وجود مشكلة الارتباط الذاتي **Serial Correlation** بين الأخطاء، حيث كانت قيمة الاحتمال (0.1491) أكبر من 5% وهو ما يفيد عدم إمكانية رفض فرض العدم والقائل بغياب مشكلة الارتباط التسلسلي بين الأخطاء.

ب- كما يشير اختبار **ARCH Test** إلى عدم وجود مشكلة اختلاف التباين **Heteroskedasticity**، حيث كانت قيمة الاحتمال (0.9341) أكبر من 5% وهو ما يفيد عدم إمكانية رفض فرض العدم والقائل بثبات التباين **Homoskedasticity**.

ت- كما يشير اختبار **Jerque-Bera Test** إلى أن البيانات تتبع التوزيع الطبيعي **Normality**، حيث كانت قيمة الاحتمال (0.864059) أكبر من 5% وهو ما يفيد عدم إمكانية رفض فرض العدم.

ث- وبالنظر إلى قيمة **Prob (F-statistic)** والمتعلقة بدلالة النموذج، يُلاحظ أن معنوية **Prob (F-statistic)** أقل من 5% حيث بلغت قيمتها (0.000081)، وهو ما يُشير إلى جودة النموذج المقدر ككل.

ج- كما تشير قيمة معامل التحديد  $R^2$  إلى ارتفاع القوة التفسيرية للمتغيرات المستقلة حيث بلغت قيمته (99%).

ح- أن الانحدار المتحصل عليه غير زائف حيث أن  $(D.W > R2)$ .

خ- كما يشير اختبار **Ramsey RESET Test** باستخدام **Squares of fitted values** بأنه لا توجد **Omitted Variables**، حيث كانت قيمة  $Prob (F-Statistic) = 0.1772$ ، وهو ما يشير إلى صحة الشكل الدالي للنموذج.



د- لكي نتأكد من خلو البيانات المستخدمة في هذه الدراسة من وجود تحولات هيكلية، أي التأكد من عدم وجود قفزات أو تغيرات مفاجئة في البيانات مع مرور الزمن، فقد استخدمنا اختباري (CUSUM) و (CUSUM If Squares)، وقد تبين كما في الشكل رقم (5) أن القيم الحرجة المحسوبة تقع داخل الحدود الحرجة عند مستوى معنوية 5%، وبالتالي فإن هناك استقراراً وانسجاماً في النموذج المستخدم بين نتائج الأجل الطويل والقصير.

### النتائج :

دلت النتائج على أن:

- ارتفاع درجة التصنيف الائتماني السيادي يؤدي إلى زيادة تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر، وذلك نظراً لانخفاض مستوى المخاطر المالية وتلعب التصنيفات الائتمانية دوراً محورياً في عملية اتخاذ القرارات بالنسبة للمستثمرين.
- يظهر من النتائج المستخلصة عدم معنوية تغيرات (صددمات) التصنيف الائتماني في اتجاهها السعودي بينما أظهرت علاقة طردية ومعنوية في اتجاهها النزولي على الاستثمار الأجنبي المباشر، حيث أن انخفاض التصنيف الائتماني بوحدة واحدة يؤدي إلى انخفاض الاستثمار الأجنبي المباشر بمقدار 1.8 وحدة وكذلك عدم معنوية تغيرات الاستثمار وفي حين ظهر كلا من سعر الصرف وسعر الفائدة معنويان ي تأثيرهما على الاستثمار الأجنبي المباشر .
- أظهرت النتائج أن الانفتاح الاقتصادي TOR معنوي في تأثيره على الاستثمار الأجنبي المباشر .
- تشير نتائج نموذج تصحيح الخطأ ECM إلى إمكانية تصحيح الأخطاء قصيرة الأجل للعودة إلى الوضع التوازني طويل الأجل، ونظراً لأن حد تصحيح الخطأ معنوي عند مستوى معنوية 5%، كما أنه ظهر بإشارة سالبة مما يؤكد وجود علاقة توازنية في الأجل الطويل في الأجل الطويل، حيث بلغت  $ECM = 0.462605$  وبهذا فإن أي صدمة قصيرة الأجل سوف يتم تصحيحها خلال 2.2 سنوات تقريباً .
- بعد اختبارات السكون على السلاسل الزمنية للمتغيرات محل الدراسة، أوضحت النتائج أن المتغيرات FDI, RIR, GDP, SCR ساكنة عند المستوى أي متكاملة من الرتبة صفر (0) I ، في حين أن المتغيرات (ER-IMF) ساكنة عند الفرق الأول أي متكامل من الرتبة الأولى.

- ونتيجة من الجدول رقم (21) أن قيمة  $F\text{-Statistic} = 38.52159$  أكبر من الحد الأعلى عند مستوى معنوية 5% مما يؤكد رفض فرض العدم القائل بعدم وجود علاقة تكامل مشترك بين متغيرات الدراسة، ومن ثم قبول الفرض القائل بوجود علاقة تكامل مشترك بين المتغيرات.
- نتائج اختبار سكون السلاسل الزمنية وجذر الوحدة باستخدام اختباري ديكي-فولر الموسع ADF واختبار فيلبس-بيرون PP ومن هذه النتائج يتبين أن بعض من السلاسل الزمنية ساكنة عند المستوي والبعض الآخر ساكن عن الفرق الأول والذي بدوره إعطانا مزيدا من المبررات لاستخدام أسلوب الانحدار الذاتي غير الخطي ذات الفجوات المبطنة NARDL .
- انتهت الدراسة إلي وجود علاقة معنوية بين التصنيف الائتماني السيادي وبين المتغير التابع وهو الاستثمار الأجنبي المباشر.

## Abstract

The study aimed to analyze the relationship between the sovereign credit rating and foreign direct investment by applying it to the Egyptian economy. ) the credit rating in its upward direction, while it showed a positive and significant relationship in its downward direction on foreign direct investment, as a decrease in the credit rating by one unit leads to a decrease in foreign direct investment by 1.8 units, as well as the insignificance of investment changes, while both the exchange rate and the interest rate appeared Significant impact on foreign direct investment

The results of the ECM error correction model indicate the possibility of correcting short-term errors to return to the long-term equilibrium position, and given that the error correction limit is significant at a significant level of 5%, and it appeared with a negative sign, which confirms the existence of a equilibrium relationship in the long term, as it reached  $ECM = 0.462605$  Thus, any short-term shock will correct in about 2.2 years.

The study concluded that there is a significant relationship between the sovereign credit rating and the dependent variable, which is foreign direct investment.

**Keywords:** sovereign credit rating, foreign direct investment, international credit rating institutions, economic policies.