

تقييم فاعلية برنامج الإصلاح الإقتصادي فى

تشجيع الإستثمار الخاص فى مصر

د . محمدى فوزى متولى أبو السعود*

أ - مقدمة :

منذ بداية عقد الثمانينات من هذا القرن شهدت معظم الدول النامية تراجعاً ملحوظاً فى معدلات النمو الإقتصادى بها ، ولقد كان هذا يعزى بدرجة كبيرة إلى الإنخفاض الملحوظ فى معدلات التكوين الرأسمالى ، حيث تشير معظم الدراسات إلى وجود علاقة طردية بين معدلات الإستثمار ومعدلات نمو الناتج الحقيقى فى معظم الدول النامية (Blejer, M.and Khan, M., 1984, pp. 26-29) و هذا الإنخفاض الملحوظ فى معدلات الإستثمار قد واكبه عدة عوامل تأثرت بها الدول النامية خلال عقد الثمانينات كان من أهمها : إنخفاض أسعار صادرات المواد الأولية ، إنخفاض حجم التمويل الخارجى الخاص ، وزيادة أعباء الديون الخارجية ، الخ . وقد نفع ذلك الوضع العديد من الدول النامية إلى تبنى سياسات الإصلاح الإقتصادى بهدف علاج الإختلالات الهيكلية بها . ويتركز مضمون هذه السياسات بصفة عامة فى تحرير أسعار الصرف والفائدة ، وكذا تحرير أسعار السلع والخدمات ، والحد من عجز الموازنة العامة للدولة ، كما إقترنت تلك السياسات بالعمل على الحد من نطاق الملكية العامة للدولة ، وإعطاء دور أكبر للقطاع الخاص فى مجال الإستثمار .

وقد قامت مصر فى بداية التسعينات بتبنى سياسة للإصلاح الإقتصادى تحت إطار ما يسمى ببرنامجى التثبيت الإقتصادى والتعديل الهيكلى ، ووقعت بمقتضاه إتفاق مساندة stand-by arrangements مع صندوق النقد الدولى ، كما حصلت على قرض التعديل الهيكلى structural loan من البنك الدولى فى مايو ١٩٩١ . وكان من أهم العناصر الرئيسية لبرنامج الإصلاح الإقتصادى الذى تبنته مصر : تحرير سعر صرف الجنيه

* قسم الإقتصاد - كلية التجارة - جامعة الإسكندرية .

المصرى ، رفع أسعار الفائدة ، تخفيض عجز الموازنة العامة للدولة ، العمل على إصلاح القطاع العام وتنمية القطاع الخاص وإزالة جميع المعوقات التى تقف فى سبيل نهوضه وتقدمه .

وعلى الرغم من التسليم بأهمية الإستثمار الخاص فى زيادة معدلات النمو الإقتصادى بالدول النامية ، إلا أن هناك ندرة نسبية فى الدراسات التى تناولت هذا الموضوع . ونظراً لأهمية القطاع الخاص فى مصر ، حيث تنامى الإهتمام به فى السنوات الأخيرة ، كما إنعقد الأمل عليه فى أن يصبح القطاع الرائد والمحرك لعملية التنمية الإقتصادية ، فإن أهمية هذه الدراسة تكمن فى محاولة التعرف على أهم محددات الإستثمار الخاص فى مصر ، والتى ترتبط بشكل كبير بأهم عناصر برنامج الإصلاح الإقتصادى الذى طبقته مصر منذ بداية عقد التسعينات . ومن هذا المنطلق تهدف الدراسة الحالية إلى إجراء تقييم كمى لأثر السياسات التى إحتواها برنامج الإصلاح الإقتصادى على الإستثمار الخاص فى مصر ، بإستخدام بيانات سلسلة زمنية تتناول الفترة من عام ١٩٧٥ حتى عام ١٩٩٥ .

وتتقسم خطة الدراسة إلى ثلاثة أجزاء بعد المقدمة : فى الجزء الأول يتم إستعراض أهم محددات الإستثمار الخاص من خلال تحليل وتقييم الدراسات السابقة ، وفى الجزء الثانى يتم عرض نموذج الدراسة وتقدير وتفسير نتائجه ، وأخيراً خاتمة البحث .

٢ - العوامل المحددة للإستثمار الخاص :

لم يحدث هناك إتفاق بين الإقتصاديين بشكل قاطع حتى الآن حول طبيعة دالة الإستثمار . فمعظم الدراسات التى تناولت موضوع الإستثمار إعتمدت بدرجة كبيرة على نموذج المعجل المرن Flexible Accelerator Model ، والذى يفترض وجود علاقة ثابتة بين رصيد رأس المال المرغوب وحجم الناتج المستهدف فى ظل دالة معينة للإنتاج . وقد طبق هذا النموذج على بعض الدول الصناعية المتقدمة ، وخلصت الدراسات التى طبقته إلى نتائج مرضية إلى حد كبير . ومن بين الإقتصاديين الذين طبقوا هذا النموذج

كل من (Bischoff (1969, pp. 345-68) , Jorgenson (1971, pp. 1111-47). ولا شك أن تطبيق مثل هذا النموذج على الدول النامية قد يواجه بصعوبات عديدة لعل من أهمها عدم توافر بعض الإفتراضات الأساسية التي قام عليها هذا النموذج . فمعظم الدول النامية تتسم بعدم كمال الأسواق ، وزيادة الدور النسبي للقطاع العام فى التكوين الرأسمالى ، وضعف الأسواق المالية ، والتشوهات فى أسعار الصرف .

وحتى فى حالة تطبيق النموذج النيوكلاسيكى للمعجل المرن على الدول النامية ، فسوف تظل مشكلة عدم توافر البيانات الملانمة لبعض المتغيرات الهامة مثل رصيد رأس المال والأجور والعمالة قائمة. إلا أن الصعوبات السابق ذكرها لم تمنع بعض الإقتصاديين من محاولة إيجاد صيغة ملانمة للنموذج النيوكلاسيكى تفضى إلى صيغة لدالة الإستثمار الخاص يمكن تطبيقها على ظروف الدول النامية ، آخذين فى الإعتبار العوامل الهيكلية والمؤسسية ، وكذلك صعوبة توافر البيانات الملانمة فى تلك الدول .

ولقد تفاوتت الدراسات السابقة من حيث أهم المتغيرات الإقتصادية الكلية المؤثرة فى معدلات الإستثمار الخاص ، فبعض هذه الدراسات ركز على دور الإستثمار العام ومدى تأثيره على الإستثمار الخاص ، والبعض الأخر تناول أثر السياسات المتعلقة بأسعار الفائدة والصرف الأجنبى على الإستثمار الخاص ، فى حين قامت بعض الدراسات بإدخال متغيرات أخرى فى دالة الإستثمار الخاص مثل مدى توافر الإنتمان المتاح للقطاع الخاص ، حجم الدين العام الداخلى متمثلاً فى نسبة عجز الموازنة العامة للدولة إلى الناتج المحلى الإجمالى ، وكذلك حجم الدين الخارجى متمثلاً فى نسبة مدفوعات الدين الخارجى إلى إجمالى الصادرات .

وفيما يلى نتناول بالنقصيل أهم العوامل المحددة للإستثمار الخاص :

١ - الإنفاق الإستثمارى العام وعلاقته بالإستثمار الخاص :

من الأهمية بمكان لصانعى السياسات الإقتصادية بالدول النامية أن يقوموا بتقدير كيفية إستجابة القطاع الخاص للتغيرات فى السياسة الحكومية المتعلقة بالإنفاق الإستثمارى العام ، فالإختلافات الجوهرية فى معدلات التكوين الرأسمالى الخاص فيما بين الدول النامية ترجع بدرجة كبيرة إلى الإختلافات فيما بين معدلات الإستثمار العام فى تلك الدول (١) . ومنذ عقد الثمانينات بدأت الأهمية النسبية للقطاع العام تتراجع تدريجياً أمام القطاع الخاص نتيجة لرغبة معظم حكومات الدول النامية فى تخفيض عجز الموازنة العامة بها . وبالتالي بدأ التركيز على دور القطاع الخاص ومدى تأثيره على معدلات النمو الإقتصادى فى تلك الدول (Khan and Reinhart , 1990 , pp. 19-27) ، وإنطلاقاً من هذا المفهوم أخذت بعض الدراسات فى التركيز على مدى تأثير الإستثمار الخاص بالتغيرات فى كل من الإستثمار الحكومى والعام .

ولقد تضاربت الآراء بشأن إتجاه العلاقة بين كل من الإستثمار العام والإستثمار الخاص ، فالبعض يرى أن العلاقة بينهما هى علاقة تكاملية (طردية) crowding in ، بمعنى أن زيادة معدلات الإنفاق الإستثمارى العام تؤدى لزيادة معدلات الإنفاق الإستثمارى الخاص والعكس صحيح . بينما يرى البعض الآخر أن العلاقة بينهما هى علاقة تزاممية (عكسية) crowding out ، بمعنى أن زيادة الإنفاق الإستثمارى العام تؤدى لإنخفاض الإنفاق الإستثمارى الخاص والعكس صحيح .

وتحليل الأثر التكاملى للإستثمار العام على الإستثمار الخاص يفترض أن أى زيادة مبدئية فى الإستثمار الثابت بواسطة الحكومة ستؤدى لزيادة الإنتاج الفعلى والمتوقع للقطاع الخاص . فزيادة الإستثمار العام وخاصة فى بعض مشروعات البنية الأساسية والسلع العامة يمكن أن يؤدى لزيادة إنتاجية القطاع الخاص الذى قد يستفيد كثيراً من التسهيلات التى تترتب على قيام مثل تلك المشروعات . كما أن زيادة الإستثمار العام يمكن أن يؤدى لزيادة الطلب

(١) يوضح الجدول (١) بالملحق الإحصائى تطور العلاقة بين معدلات الإستثمار العام والخاص فى عينة من بعض الدول النامية .

على المدخلات الإنتاجية والخدمات الثانوية التي يمكن أن يوفرها القطاع الخاص للقطاع العام .

ومن ناحية أخرى فإن الإستثمار العام يمكن أن يمارس أثراً تزامياً على الإستثمار الخاص ، وخاصة عندما لا يعتمد تمويل الإستثمار الحكومي أو العام على الضرائب بصفة أساسية ، وإنما يعتمد بشكل أساسي في عملية التمويل على الإقتراض من أسواق الإئتمان المحلية ، مما ينعكس في ارتفاع أسعار الفائدة ، وبالتالي تخفيض مقدرة القطاع الخاص على الإقتراض من أسواق الإئتمان المحلية . كما يمكن تفسير الأثر التزامي في حالة إفتراضنا قيام القطاع العام بإنتاج سلع وخدمات تتنافس مع تلك السلع والخدمات التي يمكن أن يقوم القطاع الخاص بإنتاجها ، أو في حالة قيام القطاع العام بتوظيف بعض الموارد الإقتصادية النادرة مزاحماً بذلك القطاع الخاص .

والمناقشة السابقة تشير إلى أن الإستثمار العام يمكن أن يمارس أثراً تكاملياً أو تزامياً على الإستثمار الخاص ، ويتوقف ذلك على عدة عوامل لعل من أهمها :

أ - طبيعة المشروعات التي يقدم القطاع العام على القيام بها : هل هي مشروعات تنتج سلعاً تتنافس مع السلع التي يمكن أن ينتجها القطاع الخاص أم لا ؟ ، هل هي مشروعات تتركز بدرجة كبيرة في مجال البنية الأساسية أم لا ؟ .

ب - طبيعة تمويل المشروعات العامة : هل يعتمد تمويل مشروعات القطاع العام على الضرائب بصفة أساسية ، أم يعتمد على الإقتراض من أسواق الإئتمان المحلية ؟ .

وتأسيساً على ما سبق يمكن القول بأن الإستثمار العام يمارس أثراً تكاملياً على الإستثمار الخاص في حالة قيام القطاع العام بالإستثمار في مشروعات البنية الأساسية ، وإنتاج سلع وخدمات لا تتنافس مع تلك التي يمكن أن يقوم بإنتاجها القطاع الخاص ، أو في حالة عدم الإعتماد بشكل كبير على أسواق الإئتمان المحلية عند تمويل مشروعاته . ويحدث العكس حيث

يمارس الإستثمار العام أثراً تزاميماً على الإستثمار الخاص فى حالة قيام القطاع العام بإنتاج سلع تتنافس مع تلك التى يمكن أن ينتجها القطاع الخاص ، أو فى حالة قيامه بتمويل مشروعاته عن طريق الإقتراض من أسواق الإئتمان المحلية .

والدراسات التطبيقية التى تناولت طبيعة العلاقة بين الإستثمار العام والخاص أيدت إلى حد كبير صحة المناقشة السابقة ، وفى دراسة لكل من Sundararajan and Thakur (1980, pp. 814-854) تناولت طبيعة العلاقة بين الإستثمار العام والإستثمار الخاص فى كل من كوريا والهند ، وذلك بإستخدام بيانات سلسلة زمنية غطت الفترة بين ١٩٦٠ حتى ١٩٧٦ فى الهند ، والفترة من ١٩٥٨ حتى ١٩٧٦ فى كوريا . وقد أوضحت تلك البيانات إختلاف طبيعة المشروعات التى قام بها القطاع العام فى كل من الهند وكوريا ، وفى الهند حدث إنخفاض ملحوظ فى مساهمة القطاع العام فى مشروعات النقل والمواصلات خلال الفترة (٦٤ - ١٩٧٥) ، بينما تضاعفت تلك المساهمة فى قطاعى الصناعة والبنوك ، وكان معدل الزيادة السنوية فى الإنتاج الحقيقى للقطاع العام حوالى ٩ ٪ خلال نفس الفترة . أما فى كوريا فلم يحدث تغير جوهري فى تركيبة المشروعات التى قام بها القطاع العام ، وكان معدل الزيادة السنوية فى الإنتاج الحقيقى للقطاع العام حوالى ١٥ ٪ خلال الفترة (٦٣ - ١٩٧٢) .

وقام الكاتبان بإستخدام نموذج مكون من أربعة معادلات سلوكية تناولت محددات كل من : معدلات الإستثمار الخاص ، حجم إنتاج القطاع الخاص ، حجم إنتاج القطاع العام ، والمدخرات المحلية . وقد أوضحت نتائج هذا النموذج الذى تم تطبيقه على كل من كوريا والهند ، أن الإستثمار العام يمارس تأثيراً سلبياً على الإستثمار الخاص crowding out فى الأجل القصير بينما يمارس فى نفس الوقت تأثيراً إيجابياً على الإستثمار الخاص crowding in فى الأجل الطويل ، وذلك من خلال تأثيره الإيجابى على حجم المدخرات المحلية . وفى الهند إتضح أن الإستثمار العام يمارس أثراً تزاميماً على الإستثمار الخاص . أما فى كوريا فقد كان التأثير الإيجابى للإستثمار العام فى

الأجل الطويل قوى جداً ، مما يعنى أن الإستثمار العام يمارس أثراً تكاملياً على الإستثمار الخاص فى كوريا .

وفى دراسة أخرى لكل من (Blejer and Khan (1984, pp. 374-403) قاما من خلالها بإختبار طبيعة العلاقة بين الإستثمار العام والإستثمار الخاص فى عينة من ٢٤ دولة نامية خلال الفترة من ١٩٧١ وحتى ١٩٧٩ ، وإتضح أن الإستثمار العام فى مشروعات البنية الأساسية يمارس أثراً تكاملياً على الإستثمار الخاص . ففى النموذج المستخدم فى الدراسة كانت إشارة معامل الإستثمار العام فى مشروعات البنية الأساسية موجبة ومعنوية إحصائياً عند مستوى ٥ ٪ ، فى حين أوضحت النتائج أن الإستثمار العام فى المشروعات التى لا ترتبط بالبنية الأساسية تمارس أثراً تكاملياً على الإستثمار الخاص ، حيث كانت إشارة المعامل سالبة ومعنوية إحصائياً عند مستوى ١ ٪ .

أما (Cardoso (1993, p. 845) ، فقد أوضح فى دراسته عن بعض دول أمريكا اللاتينية وهى بوليفيا ، الأرجنتين ، شيلي ، كولومبيا ، أورجواى ، فنزويلا ، والبرازيل ، أن الإستثمار العام فى مشروعات البنية الأساسية يمارس أثراً تكاملياً على الإستثمار الخاص ، حيث أوضحت نتائج تقدير النموذج المستخدم فى الدراسة أن زيادة نسبة الإستثمار العام إلى الناتج المحلى الإجمالى بمقدار نقطة واحدة أدى لزيادة نسبة الإستثمار الخاص إلى الناتج المحلى الإجمالى بمقدار يزيد عن نصف نقطة . ومن ناحية أخرى قام Cardoso بإختبار أثر الإنفاق الحكومى الممول عن طريق الإقتراض من سوق الإئتمان المحلى على الإستثمار الخاص ، فوجد أن هناك أثراً تراحمياً للإنفاق الحكومى على الإستثمار الخاص ، حيث كانت إشارة معامل الإنفاق الحكومى الممول عن طريق الإقتراض المحلى سالبة ومعنوية إحصائياً .

٢ - سياسات أسعار الفائدة وعلاقتها بالإستثمار الخاص :

تعرضت العلاقة بين سعر الفائدة الحقيقى والإستثمار الخاص لبعض الإختلافات فى وجهات النظر ، فبينما يرى البعض أن العلاقة بينهما عكسية ، فإن البعض الآخر يرى أن العلاقة بينهما هى علاقة طردية .

فحتى بداية السبعينات من هذا القرن كان معظم الإقتصاديين يفترضون أن أسعار الفائدة المنخفضة سوف تحفز على زيادة الإنفاق الإستثمارى ، ومن ثم زيادة معدلات النمو الإقتصادى ، معتمدين فى ذلك على النظريات الكينزية والنيوكلاسيكية . وتتلخص وجهة النظر هذه فى أن تخفيض أسعار الفائدة يؤدي لتخفيض تكلفة الإقتراض . وطالما أن معظم المشروعات الخاصة فى الدول النامية تعتمد بشكل أساسى فى تمويل إستثماراتها على عملية الإقتراض ، فإن تخفيض أسعار الفائدة سيحفز بلا شك على زيادة حجم الإستثمار الخاص .

ومع بداية عقد السبعينات ظهرت آراء كل من (1973) Mckinnon ، (1973) Shaw والتي تبنت وجهة نظر مغايرة تماماً لوجهة النظر السابقة ، حيث ترى أن إرتفاع أسعار الفائدة يؤدي لزيادة حجم المدخرات ، ومن ثم توفير الموارد المالية اللازمة لزيادة الإستثمارات الخاصة . والميكانيكية التي اعتمد عليها الكاتبان بشأن تفسير العلاقة الطردية بين سعر الفائدة والإستثمار الخاص ، تفترض أن إرتفاع أسعار الفائدة الحقيقية على الودائع يصاحبه زيادة فى الطلب على الودائع لدى البنوك التجارية ، بإعتبارها شكلاً من أشكال الثروة ، فتتراكم الودائع ، ويستخدم هذا التركيب فى تمويل حجم أكبر للإستثمار ، والذي يحتاج بدوره إلى حجم أكبر من الموارد المالية .

أما (1988, pp. 13-16) Fry فيرى أن معظم الدول النامية تخضع لما أسماه بظاهرة الكبت المالى Financial repression ، والتي لا تمكن النظام المالى من إجتذاب قدر كاف من الموارد المالية ، نتيجة للتدخل المستمر من جانب السلطات النقدية فى تحديد أسقف لأسعار الفائدة والأسعار المالية الأخرى ، مما ينعكس فى وجود نوع من التخصيص غير الكفاء بين البدائل الإستثمارية المتاحة . ووجود مثل هذا النوع من الكبت المالى المتمثل فى تخفيض أسعار الفائدة الحقيقية يقلل من الرغبة فى حيازة الثروة فى شكل أصول مالية ، فينخفض معدل تركيبها إلى حدود دنيا ، مما ينعكس بدوره فى تخفيض معدل التركيب الرأسمالى لعدم توافر الموارد المالية اللازمة للإستثمار . ومن ثم يرى Fry أن إزالة الأسقف المفروضة على أسعار

الفائدة والأسعار المالية الأخرى قد يؤدي إلى تمكين النظام المالي من اجتذاب موارد تمويلية إضافية ، وهذه الموارد يمكن إستخدامها فى تمويل الإستثمارات الأكثر كفاءة ، فترتفع كفاءة الإستثمارات المنفذة ، ويرتفع بالتالى العائد المتوسط على الإستثمار .

وتأسيساً على وجهة النظر السابقة بشأن العلاقة الطردية بين سعر الفائدة والإستثمار الخاص ، كانت الدعوة إلى تحرير أسعار الفائدة الحقيقية كمكون أساسى من سياسات الإصلاح الإقتصادى التى تبنتها معظم الدول النامية فى بداية الثمانينات والتسعينات من هذا القرن . فالإفتراض الأساسى الذى قامت عليه سياسة التحرير المالى يوضح أن رفع أسعار الفائدة يؤدي إلى زيادة معدلات الإدخار ، حيث يحدث تحول فى محفظة الأوراق المالية من الأصول غير المنتجة (ذهب ، نقود سائلة) إلى ودائع لدى البنوك ، مما ينعكس فى زيادة حجم الإئتمان المحلى المتاح للقطاع الخاص . وهذا ما يمثل الأثر الإيجابى لسعر الفائدة على الإستثمار الخاص ، ولكن هذا الأثر الإيجابى قد يقابله من ناحية أخرى أثر سلبى فى حالة إدخال القطاع العام فى التحليل . فعندما يزداد طلب القطاع الخاص على الإئتمان المحلى ، يقل فى نفس الوقت طلبه على السندات الحكومية ، مما يدفع الحكومة إلى زيادة طلبها على الإئتمان المحلى لتمويل عجز الموازنة العامة ، مما يمارس أثراً تزامياً على القطاع الخاص ، ويقلل بالتالى من حجم الإئتمان المتاح له . كما أن الأثر السلبى قد يتمثل فى تحول محفظة الأوراق المالية من حيازة السلع الرأسمالية إلى حيازة الأصول النقدية .

والمناقشة السابقة تشير إلى أن تأثير سعر الفائدة على الإستثمار الخاص قد يكون تأثيراً إيجابياً أو سلبياً ، ويتوقف ذلك بالطبع على عدة عوامل منها : درجة الإستقرار النقدى للدول التى قامت بتحرير سعر الفائدة سواء كان ذلك التحرير تدريجياً أم فجائياً ، مدى لجوء الحكومة إلى الإقتراض من أسواق الإئتمان المحلى لتمويل عجز الموازنة العامة ، نسبة المؤسسات الخاصة ذات المخاطر المنخفضة إلى تلك المؤسسات ذات المخاطر المرتفعة .

فبالرجوع إلى تجارب بعض الدول التي تبنت إستراتيجية التحرير المالي لأسعار الفائدة ، نجد أن البعض قد تبنى إستراتيجية التحرير السريع لأسعار الفائدة ، بمعنى إزالة القيود على أسعار الفائدة والإئتمان فى فترة قصيرة نسبياً مثل شيلي والأرجنتين وأرجواى والفلبين وتركيا ، بينما تبنى البعض الآخر إستراتيجية التحرير التدريجى لأسعار الفائدة مثل كوريا وسيريلانكا وأندونيسيا وماليزيا (Villanueva and Mirakhor, 1990, pp. 36-509) ، وفى شيلي أدت سياسة التحرير السريع لسعر الفائدة إلى إرتفاع كبير فى تكلفة الإئتمان مما إنعكس فى إفلاس العديد من المشروعات الخاصة ، وخروج الكثير من المشروعات ذات المخاطر المنخفضة من مجال الحصول على الإئتمان ، وبالتالي وجهت القروض إلى المؤسسات ذات المخاطر المرتفعة ، ولقد أدى هذا التوزيع للإئتمان إلى منح قروض بأسعار فائدة مرتفعة . ويمكن إرجاع عدم نجاح تجربة تحرير سعر الفائدة فى شيلي إلى إنخفاض درجة الإستقرار النقدى مع عدم كفاية الرقابة المصرفية . أما ماليزيا التي تميزت بالإستقرار النقدى والرقابة المصرفية المحكمة ، فقد كان لإرتفاع أسعار الفائدة تأثير إيجابى على معدلات الإدخار والإستثمار بها .

ولقد قام Morisset (1993, pp. 133-150) باختبار العلاقة الطردية بين سعر الفائدة والإستثمار الخاص عن طريق بناء نموذج مبسط لدالة الإستثمار الخاص فى الأرجنتين ، مستخدماً بيانات سلسلة زمنية غطت الفترة من ١٩٦١ حتى ١٩٨٢ . وإتضح من نتائج الدراسة أن إرتفاع سعر الفائدة قد أدى لزيادة حجم الإئتمان المحلى لدى البنوك من خلال زيادة معدلات الإدخار ، وهذا ما يتفق جزئياً مع أنصار سياسة التحرير المالي لسعر الفائدة ، ويمثل فى نفس الوقت الأثر الإيجابى لسعر الفائدة على الإستثمار الخاص . ومن ناحية أخرى أوضحت نتائج الدراسة زيادة فى الطلب الحكومى على الإئتمان المحلى لتمويل عجز الموازنة العامة للدولة ، مما أدى لتقليل حجم الإئتمان المتاح للقطاع الخاص ، وهذا ما يمثل الأثر السلبى لسعر الفائدة على الإستثمار الخاص ، ولقد أوضحت نتائج تقدير النموذج بصفة عامة تفوق الأثر السلبى على الأثر الإيجابى ، مما يعنى وجود علاقة عكسية بين سعر الفائدة والإستثمار الخاص .

ويخلص Morisset من دراسته إلى أن سياسة تحرير أسعار الفائدة لا تتضمن بالضرورة إحداث تأثير إيجابي على الإستثمار الخاص إلا إذا عملت السلطات النقدية على التأكد من تحقيق الأمور التالية :

- أ - أن يقوم القطاع المالي بالتخصيص الكفاء للإئتمان المحلي .
- ب - ألا يقوم القطاع العام بإستيعاب الجزء الأكبر من الإئتمان المحلي المتاح للقطاع الخاص .
- ج - أن يكون التحول في محفظة الأوراق المالية للقطاع الخاص راجعاً إلى التحول من حيازة الأصول غير المنتجة (نقود سائلة ، ذهب) ، وليس من حيازة الأصول الرأسمالية .

وفي دراسة لكل من (Greene and Villanueva (1990, p. 491) ، إتضح من نتائج تقدير النموذج أن إرتفاع سعر الفائدة الحقيقي بنسبة نقطة واحدة يؤدي لتخفيض معدلات الإستثمار الخاص بنسبة ٠,١ نقطة . كما توصل كل من (Haque, Nadeem , Kajal , and Montiel (1990, pp. 537-59) إلى نفس النتيجة السابقة في دراستهم عن ٣١ دولة نامية .

وفي دراسة عن الإقتصاد المصرى خلال الفترة من ١٩٦٠ حتى ١٩٨٦ أوضح (Shafik (1992, pp. 263-277) أن الإستثمار الخاص فى مصر يتأثر فقط بالقنوات المباشرة مثل الإستثمار الحكومى ومدى إتاحة الإئتمان المحلى ، بينما لم يكن هناك تأثير ملموس لسعر الفائدة على الإستثمار الخاص ، وفى رأيه أن تفسير ذلك يمكن إرجاعه لعدة عوامل منها : سيادة ظروف عدم التأكد بشأن معدل العائد الداخلى على الإستثمار ، وعدم الإتساق بين قرارات الإستثمار طويلة الأجل والتقلبات قصيرة الأجل فى أسعار الفائدة .

والخلاصة هى أن معظم الدراسات السابقة قد توصلت إلى نتيجة مؤداها أن سعر الفائدة يمارس تأثيراً سلبياً على الإستثمار الخاص مما يتعارض مع دعاء التحرير المالى لأسعار الفائدة ، حيث أوضحت الدراسات

السابقة أنه إذا كان للتحرير المالى أثر إيجابى على زيادة معدلات الإدخار والإئتمان ، فإن هناك أثراً سلبياً قد يتفوق عليه فى حالة مزاحمة الحكومة للقطاع الخاص فى مجال تمويل الإستثمارات . كما أوضحت تجارب بعض الدول التى تبنت سياسة التحرير المالى لأسعار الفائدة أن عدم الإستقرار الإقتصادى وغياب الرقابة المحكمة للجهاز المصرفى يؤدى إلى إحداث تأثير سلبى على الإستثمار الخاص .

٣ - أثر سياسات الصرف الأجنبى على الإستثمار الخاص :

يعتبر تخفيض سعر الصرف الحقيقى Devaluation من أحد المكونات الأساسية التى إحتوت عليها برامج التثبيت والتكيف الهيكلى التى طبقتها معظم الدول النامية منذ عقد الثمانينات . وهناك جدل قائم حول طبيعة العلاقة بين تخفيض سعر الصرف الأجنبى (تخفيض القيمة الخارجية للعملة المحلية) وتحفيز الإستثمار الخاص . فمن ناحية قد يودى تخفيض سعر الصرف الحقيقى إلى تخفيض أسعار الصادرات المحلية وإرتفاع أسعار الواردات الأجنبية ، فإذا كانت المشروعات الخاصة تعتمد بدرجة كبيرة على المكون الأجنبى من مستلزمات الإنتاج الوسيطة ، بالإضافة إلى إنخفاض مرونة الطلب عليها لكونها ضرورية للإنتاج ، فسوف ينعكس ذلك فى إرتفاع تكاليف الإنتاج ، وتقليل هامش الربح ، وبالتالي إنخفاض الحافز على القيام بإستثمارات جديدة . ومن ناحية أخرى قد يودى إنخفاض أسعار الصادرات المحلية إلى زيادة الطلب الخارجى عليها ، مما قد يترتب عليه تحول المشروعات الخاصة إلى زيادة إستثماراتها فى الأنشطة الموجهة لأغراض التصدير دون أن يتأثر مستوى الإستثمار الخاص ككل .

ومن الملاحظ أن إدخال عامل التوقعات فى التحليل قد يعمل على إعادة تخصيص الإستثمارات الخاصة عبر الزمن ، حيث يرى كل من (Faini and De Melo, 1990, pp. 492-519) ، أن المستثمر الخاص عندما يتوقع حدوث إنخفاض ما فى أسعار الصرف مستقبلياً ، وكان يعتمد بدرجة كبيرة على المكون الأجنبى من السلع الرأسمالية والوسيطة ، فسوف يدفعه

ذلك إلى زيادة حجم استثماراته حالياً ، قبل أن تتحقق التوقعات المسبقة بإنخفاض أسعار الصرف .

والتحليل السابق يشير إلى عدم وجود رأى قاطع بشأن إتجاه العلاقة بين سعر الصرف الحقيقي والإستثمار الخاص ، فإنخفاض سعر الصرف الحقيقي قد يؤدي إما إلى تحفيز أو عدم تحفيز الإستثمار الخاص . ولا شك أن الأثر النهائي يتوقف على طبيعة التغيرات فى سعر الصرف ، وهيكمل ومرونة الجهاز الإنتاجى للدول التى تقدم على تخفيض سعر الصرف الحقيقي بها ، بالإضافة إلى هيكمل ومرونة الطلب على صادراتها للخارج وهيكمل ومرونة الطلب على وارداتها من الخارج .

فى دراسة كل من Faini and De Melo عن عينة من ٢٤ دولة نامية ، إتضح وجود تأثير سلبى لتخفيض سعر الصرف الحقيقى على الإستثمار الخاص فى تلك الدول . وفى دراسة أخرى قام فيها Cardoso (1993, pp. 833-843) ، بتقدير دالة للإستثمار الخاص فى عدد من دول أمريكا اللاتينية وهى : الأرجنتين ، البرازيل ، شيلي ، كولومبيا ، والمكسيك . وقد أوضحت نتائج تقدير النموذج المستخدم فى الدراسة أن سعر الصرف الحقيقى لم يكن له تأثير ملموس على سلوك الإستثمار الخاص فى تلك الدول ، فقد كان معامل سعر الصرف الحقيقى موجب (٠,٠٠٣) ، كما كان غير معنوى إحصائياً .

٤ - أثر الدين الداخلى والخارجى على الإستثمار الخاص :

يؤدى لجوء معظم حكومات النول النامية إلى الجهاز المصرفى لتمويل عجز الموازنة العامة إلى إرتفاع حجم الدين العام الداخلى ، مما ينعكس أثره فى إحجام المستثمر الخاص عن القيام بإستثمارات جديدة ، خوفاً من تحميله بضرائب إضافية جديدة على أرباحه المحققة ، وذلك بهدف تمويل النفقات المترتبة للدولة . ولا شك أن العجز المتزايد فى الموازنة العامة للدولة يخلق حالة من عدم الإستقرار المالى وعدم التأكد . ففى مثل تلك الظروف تكون المنشآت متحفظة بشأن إتخاذ قرارات التوسع فى الإستثمار إنتظاراً لإنتهاء فترة عدم التأكد (Bermanke, 1993, pp. 85-106) ، ومن هنا

فإن تخفيض عجز الموازنة العامة للدولة قد يعمل على تحفيز الإستثمار الخاص والعكس صحيح .

ومن ناحية أخرى يعد إرتفاع عبء الديون الخارجية بمثابة أحد العوامل الهامة التي تؤثر سلبياً على الأنشطة الإستثمارية للقطاع الخاص . ويمكن تفسير ذلك بعدة عوامل ، فإرتفاع عبء مدفوعات الدين الخارجي المرتبط بإرتفاع حجم الديون الخارجية قد يؤدي إلى تخفيض العرض النقدي مما يؤثر سلبياً على تمويل الإستثمارات الخاصة ، كما أن الحكومة قد تفرض ضرائب مرتفعة على أرباح القطاع الخاص لسداد الديون القائمة مما يقلل من حافز القطاع الخاص على القيام بإستثمارات جديدة ، بالإضافة إلى أن إحتمال تراخي الدولة عن الوفاء بأقساط الديون الخارجية والفوائد المستحقة عليها ، قد يؤدي إلى توتر العلاقة بينها وبين الحكومات والمؤسسات الدولية المقرضة ، فتقل بالتالي إمكانية الحصول على قروض إضافية أو الحصول على قروض بأسعار فائدة مرتفعة ، مما يؤدي في النهاية إلى إرتفاع تكلفة تمويل الإستثمارات الخاصة .

وقد أيدت بعض الدراسات التطبيقية الإفتراضات السابقة ، ففي دراسة عن ٢٣ دولة نامية قام بها كل من Greene and Villanueva (1991, pp. 33-58) ، حيث تم تقسيم فترة الدراسة إلى فترتين زمنيتين منفصلتين ، الأولى تمثل فترة ما قبل أزمة الديون الخارجية (٧٥ - ١٩٨١) ، والثانية تمثل فترة ما بعد أزمة الديون الخارجية (٨٢ - ١٩٨٩) . وقد أوضحت الدراسة أن نسبة الإستثمار الخاص إلى الناتج المحلي الإجمالي قد إنخفضت من ١٣,٢ ٪ خلال الفترة الأولى إلى ١١ ٪ خلال الفترة الثانية . ففي الدول التي كانت تعاني من مشاكل حادة في الديون الخارجية إنخفضت نسبة الإستثمار الخاص إلى الناتج المحلي الإجمالي بشدة في الفترة الثانية عن الفترة الأولى . ففي الأرجنتين مثلاً إنخفضت تلك النسبة من ١٣,٣ ٪ خلال الفترة الأولى إلى ٧ ٪ فقط خلال الفترة الثانية ، وفي فنزويلا إنخفضت تلك النسبة من ١٧,٦ ٪ خلال الفترة الأولى إلى ٦,٥ ٪ خلال الفترة الثانية . بينما كانت الإختلافات في معدلات الإستثمار الخاص فيما بين الفترتين ضئيلة

جداً في تلك الدول التي لم تواجه مشاكل حادة في الديون الخارجية . وعند إختبار دالة الإستثمار الخاص في الدول محل الدراسة ، أوضحت نتائج التقدير أن معامل نسبة مدفوعات الدين الخارجى إلى إجمالى الصادرات كان سالباً ومعنوى إحصائياً ، كما كان معامل نسبة إجمالى الديون الخارجية إلى الناتج المحلى الإجمالى سالباً ومعنوى إحصائياً أيضاً .

كما توصل Cardoso (1993, pp. 833-843) إلى نفس النتيجة السابقة في دراسته عن بعض دول أمريكا اللاتينية ، فقد أوضحت نتائج تقدير النموذج المستخدم في الدراسة أن معامل نسبة الديون الخارجية إلى إجمالى الصادرات كان سالباً ومعنوى إحصائياً ، كما كان معامل الدين العام الحكومى كنسبة من الإئتمان المحلى سالباً ومعنوى إحصائياً .

ومما سبق نخلص إلى أنه من الصعوبة بمكان التحديد القاطع لإتجاه العلاقة بين بعض المتغيرات الإقتصادية الكلية والإستثمار الخاص . فنفس المتغير قد يؤدي إلى إحداث إما تأثير إيجابى أو سلبى على معدلات الإستثمار الخاص ، ويتوقف ذلك على ظروف كل دولة على حدة ، وأيضاً على مدى نجاحها أو فشلها في إستخدام المتغيرات الإقتصادية الكلية كأدوات سياسية فى التأثير على معدلات الإستثمار الخاص . ومن الملاحظ أن معظم الدراسات السابقة قد حاولت صياغة دالة للإستثمار الخاص ، وإستخدمت فى ذلك عدة متغيرات تفسيرية إختلفت من دراسة لأخرى ، إلا أنه يمكن إجمالاً حصر أهم هذه المتغيرات فى الآتى : الإستثمار العام ، سعر الفائدة الحقيقى ، سعر الصرف الحقيقى ، حجم الإئتمان الممنوح للقطاع الخاص ، عجز الموازنة العامة للدولة ، إجمالى الديون الخارجية .

٣ - نموذج الدراسة :

بدأت مصر أولى خطواتها فى طريق الإصلاح الإقتصادى ابتداءً من عام ١٩٨٦ ، حيث تبنت بعض السياسات الإقتصادية التى إستهدفت إستخدام قوى السوق الحرة كمحدد أساسى لعملية تخصيص الموارد الإقتصادية بين إستخداماتها المختلفة . إلا أن تلك السياسات كانت غير متكاملة وأيضاً غير كافية لإحداث التغيير المطلوب . وفى عام ١٩٩٠ تم تطبيق برنامج جديد للتثبيت الإقتصادى والتغيير الهيكلى حذى بمساندة كل من صندوق النقد الدولى والبنك الدولى ، وكان من أهم أهداف هذا البرنامج : إعادة هيكلة الإقتصاد المصرى بطريقة تسمح له بالإعتماد على قوى السوق الحرة ، وتحقيق التوازن على المستوى الكلى . بالإضافة إلى تحرير أسعار الفائدة والصرف ، وإصلاح القطاع العام ، وإجراء الإصلاحات التنظيمية لإصلاح وتنمية القطاع الخاص . كل هذا بهدف تحقيق معدلات مرتفعة للإستثمار والنمو فى الدخل القومى الحقيقى .

ويقوم نموذج الدراسة على إختبار مدى تأثير أدوات سياسة الإصلاح الإقتصادى على معدلات الإستثمار الخاص فى مصر ، والتى من أهمها السياسات المتعلقة بالإنفاق الحكومى وأسعار الفائدة والصرف ، وكذلك السياسات المتعلقة بتخفيض عجز الموازنة العامة للدولة ، والتخفيف من حدة مشكلة الديون الخارجية . وبذلك يضع نموذج الدراسة يدنا على أهم المتغيرات الإقتصادية الكلية التى تؤثر على الإستثمار الخاص فى مصر .

فيبدأ النموذج أولاً فى إختبار العلاقة بين أهم المتغيرات الإقتصادية التى إحتوتها سياسة الإصلاح الإقتصادى من ناحية والإستثمار الخاص من ناحية أخرى ، ثم يلى ذلك إختبار أثر تطبيق سياسة الإصلاح الإقتصادى ككل على الإستثمار الخاص فى مصر ، حيث تم إستخدام متغير صورى يأخذ القيمة (صفر = DUM) فى الفترة من ١٩٧٥ حتى ١٩٩١ ، وهى فترة ما قبل تطبيق سياسة الإصلاح الإقتصادى ، ويأخذ القيمة (١ = DUM) فى الفترة من ١٩٩٢ حتى ١٩٩٥ ، وهى فترة ما بعد تطبيق سياسة الإصلاح الإقتصادى .

أولاً : معادلات النموذج :

يشتمل نموذج الدراسة على المعادلتين التاليتين :

$$(1) \text{ IPR} = b_0 + b_1\text{RR} + b_2\text{ER} + b_3\text{TR} + b_4\text{BR} \\ + b_5\text{IPU} + b_6\text{XR} + u$$

$$(2) \text{ IPR} = b_0 + b_1\text{RR} + b_2\text{ER} + b_3\text{TR} + b_4\text{BR} \\ + b_5\text{IPU} + b_6\text{XR} + b_7\text{DUM} + u$$

حيث :

- IPR : نسبة الإستثمار الخاص الحقيقي إلى الناتج المحلي الحقيقي
RR : سعر الفائدة الحقيقي
ER : سعر الصرف الحقيقي
TR : نسبة الإنتمان الحقيقي الممنوح للقطاع الخاص إلى الناتج الحقيقي
نسبة العجز الحقيقي في الموازنة العامة للدولة إلى الناتج
BR : المحلي الحقيقي
IPU : نسبة الإستثمار العام الحقيقي إلى إجمالي الصادرات الحقيقية
نسبة مدفوعات الدين الخارجى الحقيقي إلى إجمالي
XR : الصادرات الحقيقية
متغير صوري يأخذ القيمة (صفر = DUM) فى الفترة
(٧٥ - ١٩٩١) ، ويأخذ القيمة (١ = DUM) فى
DUM : الفترة (٩٢ - ١٩٩٥)
u : متغير عشوائى
b₀ , b₁ , , b₇ : المعلمات المطلوب تقديرها

ثانياً : مصادر الحصول على البيانات وطريقة قياس المتغيرات :

تغطي هذه الدراسة الفترة الممتدة من عام ١٩٧٥ حتى عام ١٩٩٥ ، وقد تم الحصول على بيانات سلسلة زمنية Time Series لكل متغير من متغيرات الدراسة ، وذلك من عدة مصادر مختلفة وهي :

- 1 - International Financial Statistics , 1996 .
- 2 - African Development Indicators , 1996 .
- 3 - World Bank Tables , 1994 .
- 4 - عدة نشرات مختلفة للبنك المركزي المصري

وقد تم الحصول على قيم حقيقية لكل من الإستثمار العام والإستثمار الخاص ، وعجز الموازنة العامة للدولة ، وحجم الإنتمان الممنوح للقطاع الخاص عن طريق قسمة القيم النقدية للمتغيرات السابقة على الرقم القياسى لأسعار المستهلكين الذى إستخدم كمكمش ، ثم نسبتها بعد ذلك إلى الناتج المحلى الحقيقى . أما مدفوعات الدين الخارجى فقد تم قسمتها على الرقم القياسى لأسعار المستهلكين ، ونسبتها بعد ذلك إلى الصادرات الحقيقية .

وبالنسبة لسعر الفائدة الحقيقى ، فقد تم الحصول عليه عن طريق إستخدام المعادلة التالية :

$$RR = \left[\frac{1 + NR}{1 + \Delta CPI} - 1 \right]$$

حيث :

- NR : سعر الفائدة الإسمى على الودائع لسنة واحدة
معدل التضخم معبراً عنه بالتغير النسبى فى
- ΔCPI : الرقم القياسى لأسعار المستهلكين

أما سعر الصرف الحقيقي فقد تم الحصول عليه عن طريق إستخدام المعادلة التالية (١) :

$$ER = EXCPI_{US.} / CPI_{EG.}$$

حيث :

- ER : سعر الصرف الحقيقي
 سعر الصرف الإسمى والذي يعبر عن
 E : الجنيهات المصرية مقابل دولار أمريكي واحد
 الرقم القياسى لأسعار المستهلكين فى الولايات
 CPI US. : المتحدة الأمريكية
 CPI EG. : الرقم القياسى لأسعار المستهلكين فى مصر

ثالثاً : تقدير معلمات النموذج :

تم تقدير النموذج السابق بطريقة المربعات الصغرى العادية (OLS)
 وباستخدام برنامج TSP ، وكانت نتائج التقدير كما يلى :

أ - نتائج تقدير المعادلة الأولى :

وهذه المعادلة تختبر العلاقة بين أهم المتغيرات الإقتصادية الكلية التى
 إحتوتها سياسة الإصلاح الإقتصادى من ناحية ، والإستثمار الخاص فى
 مصر من ناحية أخرى .

$$IPR = b_0 + b_1RR + b_2ER + b_3TR + b_4BR \\ + b_5IPU + b_6XR + u$$

ويوضح الجدول (١) نتائج تقدير المعادلة السابقة .

(١) يمكن أيضا حساب سعر الصرف الحقيقى عن طريق قسمة سعر الصرف
 الموزون نسبة من عملات الشركاء التجاريين ، وذلك عن طريق ضرب مؤشر
 الصرف الحقيقى فى نصيب الشرك التجارى من التجارة الخارجية للدولة ،
 ولكننا إعتدنا على الصيغة السابقة لبساطتها .

جدول (١)

نتائج تقدير المعادلة الأولى

Dependent Variable : IPR

Variable	Coefficient	Std-Error	T-Start	Sig-Level
b ₀	0.01578	0.02364	0.66759	0.5152
RR	-0.10607	0.05239	-2.02483	0.0624
ER	0.01240	0.00612	2.02505	0.0624
TR	0.28665	0.04492	6.38199	0.0000
BR	-0.07198	0.03964	-1.81574	0.0909
IPU	0.07185	0.04033	1.78138	0.0965
XR	-0.20338	0.02935	-6.92939	0.0000

R-Squared = 0.9264

Adjusted R-Squared = 0.8948

F-Statistics = 29.3583

Significance level of F-Test = 0.0000

D.W.Statistic = 1.9516

وتشير نتائج تقدير معاملات النموذج السابق إلى أن المتغيرات التفسيرية تفسر أكثر من ٩٠ ٪ من المتغير التابع (طبقاً لإحصائية R²) ، كما أن النموذج ككل معنوي جداً (طبقاً لإحصائية F-Statistics) .

وتوضح نتائج التقدير أن معاملات المتغيرات التفسيرية تأخذ جميعها الإشارة المناسبة من الناحية النظرية ، كما أن جميع معاملات المتغيرات التفسيرية معنوية من الناحية الإحصائية ، حيث يتراوح مستوى المعنوية من ١ ٪ إلى ١٠ ٪ .

ويمكن تفسير نتائج تقدير النموذج السابق على النحو التالي :

١ - إتخذ معامل سعر الفائدة الحقيقي الإشارة السالبة (-0.106) ، مع مستوى معنوية يعادل ١٠ ٪ ، ويشير ذلك إلى وجود علاقة عكسية بين سعر الفائدة الحقيقي والاستثمار الخاص في مصر ، وتتفق هذه النتيجة مع معظم نتائج الدراسات السابقة ، وإن كانت تختلف في نفس الوقت مع إفتراضات كل من Mckinon and Shaw ، والتي ترى أن سياسة التحرير

المالى لسعر الفائدة يترتب عليها زيادة حجم المدخرات ، ومن ثم تترام الأرصدة النقدية المتاحة لتمويل الإستثمارات الخاصة .

وفيما يتعلق بالوضع فى مصر ، فإن إرتفاع أسعار الفائدة قد أدى فعلاً إلى تراكم كبير فى الأرصدة النقدية لدى البنوك التجارية نتيجة لزيادة حجم المدخرات ، وهذا الأثر الإيجابى يتفق جزئياً مع دعاء التحرير المالى لسعر الفائدة ، ولكن إرتفاع أسعار الفائدة أدى فى نفس الوقت إلى إرتفاع تكلفة التمويل ، وهذا ما يمثل الأثر السلبى لسعر الفائدة الذى تفوق فى النهاية على الأثر الإيجابى ، مما إنعكس فى تخفيض حجم الإستثمار الخاص .

والنتيجة السابقة تشير بوضوح إلى أن مشكلة تمويل الإستثمار الخاص فى مصر لا تتمثل فى صعوبة توافر مصادر التمويل ، وإنما فى إرتفاع تكلفة هذا التمويل .

٢ - أما إشارة معامل سعر الصرف الحقيقى فقد كانت موجبة ومتوافقة مع التوقعات القبلية ، وذات معنوية إحصائية عند مستوى ١٠ ٪ . فتخفيض سعر الصرف الحقيقى يترتب عليه إرتفاع أسعار واردات السلع الوسيطة ومستلزمات الإنتاج ، فيقل الطلب عليها مما ينعكس فى إضعاف الحافز على التوسع فى الإستثمارات الخاصة . وفى الحقيقة يلاحظ أن معظم المشروعات الخاصة فى مصر تعتمد بدرجة كبيرة على المكون الأجنبى من مستلزمات الإنتاج الوسيطة نظراً لعدم توافر البدائل المحلية المتاحة ، ومن ثم أدى تخفيض سعر الصرف الحقيقى ، وما ترتب عليه من إرتفاع أسعار واردات السلع الوسيطة إلى تخفيض نسبى فى حجم الإستثمارات الخاصة .

٣ - وفيما يتعلق بحجم الإنتمان الممنوح للقطاع الخاص ونسبته إلى الناتج المحلى الإجمالى ، فقد كانت إشارة معامل ذلك المتغير موجبة ومعنوية من الناحية الإحصائية عند مستوى ١ ٪ . وتتوافق هذه النتيجة أيضاً مع التوقعات القبلية ، فقد أدى زيادة حجم الإنتمان الممنوح للقطاع الخاص إلى زيادة ملموسة فى حجم إستثماراته ، فكما هو واضح من الجدول (٣)

بالملاحق الإحصائي ، فإن نسبة الإلتزام الممنوح للقطاع الخاص إلى الناتج المحلي الحقيقي قد ارتفعت من ١٨ ٪ في عام ١٩٧٥ إلى حوالي ٣٢ ٪ في عام ١٩٩٥ .

٤ - ولقد إتخذ معامل نسبة عجز الموازنة العامة للدولة إلى الناتج المحلي الحقيقي الإشارة السالبة ، كما كان معنوى إحصائياً عند مستوى ١٠ ٪ . فتخفيض عجز الموازنة العامة للدولة يؤدي لوجود حالة من الإستقرار الإقتصادي ، تقلل من حالة عدم التأكد التي قد تؤثر على قرارات التوسع في إستثمارات القطاع الخاص . فكما هو واضح من الجدول (٣) بالملاحق الإحصائي ، نجد أن الحكومة المصرية قد نجحت في تخفيض نسبة العجز الحقيقي للموازنة العامة إلى الناتج المحلي الحقيقي من ١٩ ٪ في عام ١٩٧٥ إلى ١ ٪ فقط في عام ١٩٩٥ ، ولا شك أن ذلك الأمر قد ساهم في زيادة ثقة المستثمر الخاص بالأوضاع الإقتصادية الداخلية ، وزاد من درجة تأكده فيما يتخذ من قرارات بشأن التوسعات المستقبلية .

٥ - وفيما يتعلق بتأثير الإستثمار العام على الإستثمار الخاص ، فقد أوضحت نتائج التقدير وجود أثر تكاملي للإستثمار العام على الإستثمار الخاص في مصر . فقد كانت إشارة معامل نسبة الإستثمار العام الحقيقي إلى الناتج المحلي الحقيقي موجبة ومعنوية إحصائياً عند مستوى ١٠ ٪ . وتتفق هذه النتيجة مع معظم نتائج الدراسات السابقة . فعندما قامت الحكومة في مصر بتخفيض عجز الموازنة العامة ، فإنها لجأت إلى تخفيض بعض بنود النفقات الجارية ، كما قامت بإلغاء معظم بنود الدعم . ولم تتطرق بشكل ملموس إلى تخفيض الإنفاق الإستثماري الحكومي أو العام على مشروعات البنية الأساسية . ففي السنوات الأخيرة قامت الحكومة بزيادة إستثماراتها في العديد من مشروعات البنية الأساسية مثل الطرق والكبارى والمواصلات والصرف الصحي والإتصالات السلكية واللاسلكية . وقد أدى ذلك بالطبع إلى إستفادة القطاع الخاص من الآثار الإيجابية الغير مباشرة لتلك المشروعات ، مما حفزه بالتالي على زيادة حجم إستثماراته .

٦ - وأخيراً فإن معامل نسبة مدفوعات الدين الخارجى إلى الصادرات الحقيقية كان سالباً ، ومعنوى إحصائياً عند مستوى ١ ٪ . وتتفق هذه النتيجة أيضاً مع معظم الدراسات السابقة ، فالملاحظ أن الحكومة المصرية قد نجحت خلال السنوات الأخيرة فى تخفيض بعض ديونها الخارجية ، والدخول فى مفاوضات شاقة مع الدول والمؤسسات الدولية الدائنة ، الأمر الذى أدى إلى إلغاء جانب هام من هذه الديون وجدولة البعض الآخر ، وقد انعكس ذلك فى زيادة عنصر الإستقرار الإقتصادى الذى شجع المستثمر الخاص على زيادة حجم إستثماراته .

ب - نتائج تقدير المعادلة الثانية :

وهذه المعادلة تختبر أثر تطبيق سياسة الإصلاح الإقتصادى إجمالاً على الإستثمار الخاص فى مصر ، حيث تم إستخدام متغير صورى يأخذ القيمة (صفر = DUM) فى السنوات (٧٥ - ١٩٩١) ، والقيمة (١ = DUM) فى السنوات (٩٢ - ١٩٩٥) .

$$IPR = b_0 + b_1RR + b_2ER + b_3TR + b_4BR + b_5IPU \\ + b_6XR + b_7DUM + u$$

ويوضح الجدول التالى (٢) نتائج تقدير المعادلة السابقة .

جدول (٢)

نتائج تقدير المعادلة الثانية

Dependent Variable : IPR

Variable	Coefficient	Std-Error	T-Start	Sig-Level
C	-0.00396	0.02194	-0.18062	0.8595
RR	0.01459	0.00535	2.72568	0.0173
ER	-0.11957	0.04548	-2.62899	0.0208
TR	0.27144	0.03921	6.92311	0.0000
BR	-0.06736	0.03421	-1.96891	0.0707
IPU	0.10919	0.03802	2.87176	0.0131
XR	-0.16729	0.02936	-5.69812	0.0001
DUM	0.01403	0.00579	2.42025	0.0309

R-Squared = 0.9492

Adjusted R-Squared = 0.9219

F-Statistics = 34.73237

Significance level of F-Test = 0.00000

D.W.Statistic = 1.82808

وتشير تقديرات النموذج السابق إلى أن جميع معاملات المتغيرات التفسيرية قد أخذت الإشارة المناسبة من الناحية النظرية ، كما أنها جميعاً ذات معنوية من الناحية الإحصائية .

وفيما يتعلق بإشارة معامل المتغير الصوري (DUM) ، فقد كانت موجبة (0.014) ، وذات معنوية إحصائية عند مستوى ٥ ٪ . وهذا يعني أن تطبيق سياسة الإصلاح الإقتصادي إجمالاً كان لها تأثير إيجابي على الإستثمار الخاص في مصر .

ولتفسير الإنتقال الهيكلي لدالة الإستثمار الخاص نتيجة لتطبيق سياسة الإصلاح الإقتصادي ، فإن بيانات الجدول السابق تشير إلى سالبية الحد الثابت (-0.00396) وعدم معنويته من الناحية الإحصائية ، بينما كان معامل المتغير الصوري موجب (0.01403) ومعنوي من الناحية الإحصائية ، وهذا يعني أن قيمة الحد الثابت في دالة الإستثمار في حالة تطبيق سياسة

الإصلاح الإقتصادي كانت أكبر من نظيرتها في حالة عدم تطبيق سياسة الإصلاح الإقتصادي وذلك عند كل مستوى مستويات المتغيرات التفسيرية ، وهذا ما يؤكد مرة أخرى على وجود تأثير إيجابي لسياسة الإصلاح الإقتصادي ككل على الإستثمار الخاص في مصر .

٣ - خاتمة البحث :

يستهدف هذا البحث إجراء تقييم كمي لأثر سياسة الإصلاح الإقتصادي على الإستثمار الخاص في مصر ، وذلك من خلال القياس الكمي لأهم المتغيرات الإقتصادية الكلية التي تؤثر على الإستثمار الخاص في مصر ، والتي تمثل في نفس الوقت أهم أدوات سياسة الإصلاح الإقتصادي التي ثبتتها مصر منذ بداية عقد التسعينات .

ولقد تم في القسم الأول من هذا البحث تحليل وتقييم لأهم المتغيرات الإقتصادية الكلية المحددة للإستثمار الخاص في الدول النامية بشكل عام ، وكيفية تأثير الإستثمار الخاص بها سواء سلباً أو إيجاباً . كما تم إستعراض أهم الدراسات التطبيقية التي قامت بإختبار أثر بعض المتغيرات الإقتصادية الكلية على الإستثمار الخاص . ونقد إتضح أن معظم هذه الدراسات لم تنته إلى نتائج شبه موحدة وقاطعة بشأن إتجاه العلاقة بين الإستثمار الخاص وبعض محدداته مثل سعر الفائدة و الإنفاق الإستثماري العام . وبناءً على المسح الذي تم إجرائه لتلك الدراسات يمكن القول بأن الإستثمار الخاص من المتوقع أن يتأثر إما طردياً أو عكسياً بالإستثمار العام ، وإما عكسياً أو طردياً بسعر الفائدة الحقيقي ، وعكسياً بكل من عجز الموازنة العامة للدولة وإجمالي الديون الخارجية . كما أنه من المتوقع أن يتأثر طردياً بكل من سعر الصرف الحقيقي وحجم الإنتمان الممنوح للقطاع الخاص .

وفي القسم التطبيقي من هذا البحث تم صياغة معادلتين ، الأولى قامت بإختبار أثر أهم المتغيرات الإقتصادية الكلية على الإستثمار الخاص في مصر ، والثانية قامت بإختبار أثر تطبيق سياسة الإصلاح الإقتصادي إجمالاً على الإستثمار الخاص في مصر ، حيث تم إستخدام متغير صوري يأخذ

القيمة (صفر = DUM) فى الفترة (٧٥ - ١٩٩١) ، ويأخذ القيمة (١ = DUM) فى الفترة (٩٢ - ١٩٩٥) .

وقد تناول البحث الفترة الممتدة من ١٩٧٥ حتى ١٩٩٥ ، وذلك باستخدام بيانات سلسلة زمنية لكل المتغيرات محل الدراسة ، وتم تقدير النموذج باستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية (OLS) ، عن طريق برنامج TSP .

ولقد أوضحت نتائج تقدير معادلات النموذج ما يلى :

١ - تأثر الإستثمار الخاص فى مصر طردياً بكل من سعر الصرف الحقيقى ، ونسبة الإنتمان الممنوح للقطاع الخاص إلى الناتج المحلى الحقيقى ، ونسبة الإستثمار العام الحقيقى إلى الناتج المحلى الحقيقى . وتتفق تلك النتائج مع نتائج معظم الدراسات السابقة . ولقد أوضحت النتائج وجود أثر تكاملى للإستثمار العام على الإستثمار الخاص ، ومن هنا يأتى التخوف من احتمالات تقليص حجم الإنفاق الإستثمارى الحكومى أو العام على مشروعات البنية الأساسية ، وذلك لما له من تأثير سلبى على الإستثمار الخاص ، وفى هذا الصدد يوصى البحث بضرورة إستمرار الدولة فى زيادة إنفاقها الإستثمارى على مشروعات البنية الأساسية لما له من تأثير إيجابى على الإستثمار الخاص فى مصر .

٢ - إتضح من نتائج تقدير معادلات النموذج تأثر الإستثمار الخاص سلبياً بكل من سعر الفائدة الحقيقى ، وعجز الموازنة العامة للدولة ، وإجمالى الديون الخارجية . وهذا ما يؤكد على أن كلا من عنصرى عدم الإستقرار الإقتصادى وعدم التأكد يمكن لهما أن يمارسا تأثيراً سلبياً على قرارات المستثمرين الخاصة بالتوسع فى الإستثمارات القائمة ، وبالتالي فإن السياسة الإقتصادية التى تستهدف زيادة كل من الإستقرار الإقتصادى وعنصر التأكد يمكن لها أن تشجع على زيادة معدلات الإستثمارات الخاصة .

٣ - أوضحت النتائج أيضاً الأثر الإيجابى لتطبيق سياسة الإصلاح الإقتصادى ككل على الإستثمار الخاص ، فقد كانت إشارة معامل المتغير

الصورى موجبة وذات معنوية إحصائية عند مستوى ٥ ٪ . كما أشارت النتائج إلى أن تطبيق سياسة الإصلاح الإقتصادى أدت إلى إنتقال دالة الإستثمار الخاص فى مصر لأعلى .

٤ - نظراً لحدائثة تطبيق سياسة الإصلاح الإقتصادى فى مصر ، فإن تأثيرها على الإستثمار الخاص قد لا يتضح فى الفترة القصيرة ، فالقطاع الخاص لابد أن يأخذ فترة زمنية معقولة حتى يستجيب جوهرياً للتغيرات الإيجابية فى الإقتصاد ، ويرتفع حجم إستثماراته بما يتناسب مع الإصلاحات الإقتصادية التى تمت ، بالإضافة إلى إطمئنانه بشأن السياسة الإقتصادية الجديدة المتبعة ، وأنها سوف تستمر ولن تتغير على المدى الطويل . وتجدر الإشارة هنا إلى أن الدراسة إستخدمت متغير صورى ($DUM=1$) يعبر عن فترة ضئيلة نسبياً (٩٢ - ١٩٩٥) نظراً لحدائثة تجربة الإصلاح الإقتصادى ، ومما لاشك فيه أن إستخدام فترة طويلة نسبياً يدعم من نتائج الدراسة ، وأن الدراسات اللاحقة يمكن لها إختبار أثر تطبيق سياسة الإصلاح الإقتصادى على الإستثمار الخاص فى مصر بعد مرور فترة زمنية معقولة .

الملحق الإحصائي

جدول (١)

تطور معدلات الإستثمار الخاص والعام في بعض الدول النامية
كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي
(١٩٧٥ - ١٩٨٧)

الدولة	% الإستثمار الخاص ١٩٧٥	% الإستثمار الخاص ١٩٨٧	% الإستثمار الخاص كمتوسط للسنوات (٧٥ - ٨٧)	% الإستثمار العام كمتوسط للسنوات (٧٥ - ٨٧)
الأرجنتين	١٧,١	٦,٨	١٠,٤	٩,٤
بوليفيا	١٠,٩	٤,٩	٥,٦	٧,٤
البرازيل	٢٠,٩	١٢,٨	١٢,٨	٨,٦
شيلي	٣,٢	١٠,٠	٨,٩	٦,٦
كولومبيا	١١,٨	١١,١	١١,٠	٧,٩
كوستاريكا	-	١٥,١	١٤,٢	٧,١
الإكوادور	١٤,٥	١٤,٦	١٠,٠	٨,٨
جواتيمالا	١٢,١	٩,٥	١٠,٢	٥,٠
الهند	٩,٦	١١,٠	١٢,٢	٩,٠
كينيا	١١,٧	١٢,٦	٢٢,٢	٨,٨
كوريا	١٩,٣	٢٣,٠	١٢,٧	٦,٩
المكسيك	١٢,٤	١٣,٥	٥,٩	٨,٤
باكستان	٤,٦	٦,٣	٩,٠	١٠,٣
بيرو	٩,٢	١٠,٦	١٦,٠	٧,٦
الفلبين	١٨,٦	١٠,٦	٢٦,٣	٦,٠
زنجابور	٢٦,٥	٢٣,٤	١٠,٩	١٢,٤
سيريلانكا	٨,٢	١٠,٩	١٦,٤	١٢,٣
تايلاند	١٧,٧	١٧,٣	١٢,٤	١٢,١
تونس	١٢,٣	٩,٠	١٠,٢	١٦,٣
تركيا	١١,٧	١١,٣	٧,٧	١١,٥
أورجواي	٨,٧	٥,٤	١٢,٥	٥,٢
فنزويلا	١٥,٨	٦,٦	٩,٨	١٢,٩
زيمبابوي	١٣,٧	٧,٢	١٢,٢	٨,١

المصدر : Greene and Villanueva , 1991 , p. 36 .

جدول (٢)

تطور معدلات الإستثمار الخاص والعام فى مصر

١٩٧٥ - ١٩٩٥

بالمليون جنيه مصرى

الإستثمار العام الثابت كنسبة من GDP	الإستثمار الخاص الثابت كنسبة من GDP	الإستثمار العام الثابت	الإستثمار الخاص الثابت	السنة
٠,٢٢	٠,٠٤	١٠٩٧	١٨٥	١٩٧٥
٠,١٩	٠,٠٥	١١٦٨	٣٠٣	٧٦
٠,١٨	٠,٠٥	١٥٠٢	٣٧١	٧٧
٠,٢٣	٠,٠٥	٢٢١٢	٤٧٣	٧٨
٠,٢٣	٠,٠٧	٢٨٩٤	٨٦٩	٧٩
٠,٢١	٠,٠٥	٣١٩٦	٨٤٩	٨٠
٠,٢٥	٠,٠٧	٤٣٧١	١١٤٨	٨١
٠,٢٤	٠,٠٧	٤٩٦١	١٤٤٠	٨٢
٠,٢٠	٠,٠٦	٥٢٦٥	١٤٢٥	٨٣
٠,١٨	٠,٠٥	٥٦٠٧	١٦٥٦	٨٤
٠,١٥	٠,٠٥	٥٦٤٢	٢٠٤٥	٨٥
٠,١٢	٠,٠٦	٥١٥٣	٢٥٥٠	٨٦
٠,١٧	٠,٠٨	٨٨٩١	٤١٤٦	٨٧
٠,١٦	٠,٠٨	١٠٠٢٤	٥٠٠٥	٨٨
٠,١٧	٠,٠٨	١١٦٠٤	٥٣١٣	٨٩
٠,١٤	٠,٠٧	١٣١٨٩	٦٥٥٦	٩٠
٠,١٢	٠,٠٨	١٣٤١١	٨٦٤٦	٩١
٠,١٠	٠,٠٧	١٣٣٤٠	٩٢١٦	٩٢
٠,٠٧	٠,٠٩	١١١٦٨	١٤٤٧٢	٩٣
٠,٠٦	٠,١١	١٠٦٧٥	١٨٣٧٥	٩٤
٠,٠٦	٠,١١	١١٢٧٥	٢١٥٢٥	٩٥

المصدر : البنك المركزى المصرى ، المجلة الإقتصادية ، ١٩٨٧ .

African Development Indicators , 1996 .

World Development Tables , 1994 .

جدول (٣)

بيان بأهم المتغيرات التفسيرية المستخدمة في الدراسة (١)

XR	BR	TR	ER	RR	IPU	السنة
٠,٢٦٥٣٢٣	٠,١٩١٩٧٧	٠,١٨٠٣١١	١,٦٤٨٠٠٠	٠,٠٧٠٠٠٠	٠,٢٢٠٠١٦	١٩٧٥
٠,٢٠٤٠٠٩	٠,٢٤٨٠٨٨	٠,١٨٢٧٦٠	١,٧٣٠١٥٩	٠,٠٦٠٠٠٠	٠,١٨٨٩٧٤	٧٦
٠,٢٨٥٨٤٠	٠,١٣٥٦٨٨	٠,١٨٧٢١١	١,٨٦٢٥٣٥	٠,٠٧٠٠٠٠	٠,١٨٢٩٤٨	٧٧
٠,٢٩٤٢٨٦	٠,١٢٧٣٦٤	٠,١٨٢٩٧٠	٢,٠٦٣٥٤٥	٠,٠٥٠٠٠٠	٠,٢٢٦١٠٧	٧٨
٠,١٩٠٩٨٩	٠,١٥٧٤٣٥	٠,١٨٩٩٠٠	٢,٢٣٦٧٨٢	٠,٠٣٠٠٠٠	٠,٢٢٨٣٧٧	٧٩
٠,٢٤٨٠٨٢	٠,١٢٤٦٢٨	٠,١٤٠٥٣٠	٢,١٦٣٤٢٩	٠,١١٠٠٠٠	٠,٢٠٦٥٩٣	٨٠
٠,٣٠٢٩٤٢	٠,٠٦٣٩٠٧	٠,٢٤٧٣٤٧	٢,٢٢٠٠٠٠	٠,٠٠٠٠٠٠	٠,٢٥٤٨١٩	٨١
٠,٣٢٩٦٢٢	٠,١٧١٢٥٢	٠,٢٦٧٣٨٣	٢,٢٥٠٣٣٨	٠,٠٣٠٠٠٠	٠,٢٣٩٠٥٠	٨٢
٠,٣٤٦٦٠٤	٠,٠٩١٢٩٢	٠,٢٦٥٥٣٤	٢,١٢٠٧٧٧	٠,٠٤٠٠٠٠	٠,٢٠٣٣٢١	٨٣
٠,٣٢٨٩٧٠	٠,١٠٣٢٧٤	٠,٢٦٢٥٩٢	٢,٠٤٨٠٦١	٠,٠٥٠٠٠٠	٠,١٧٧٧٣٥	٨٤
٠,٣٥٨٦٠٤	٠,٠٩٢٣٤٧	٠,٢٧٢٤٢٢	١,٩٥٣١٨٥	٠,٠١٠٠٠٠	٠,١٥١٥٠٤	٨٥
٠,٣٨٧١٠١	٠,١٠٩٣٦٧	٠,٣٠٢٧٩٨	١,٧٨٨٣٠٧	٠,١١٠٠٠٠	٠,١٢١٠٦٨	٨٦
٠,٢٢٧١٦٨	٠,٠٥٠٧٣٨	٠,٢٨٨٩٥١	١,٨٤١٥٠٠	٠,٠٠٠٠٠٠	٠,١٧٢٦٤١	٨٧
٠,٢٦٤٤٨٣	٠,٠٧٦٥٥٨	٠,٢٨١٣٣١	٢,٢٥٦٠٩١	٠,٠٦٠٠٠٠	٠,١٦٢٧٢٧	٨٨
٠,٣١٢٥٢٦	٠,٠٦٠٨٥٥	٠,٣٠١٢٩٨	١,٦٥١٨٨١	٠,٠٨٠٠٠٠	٠,١٧١١٥٠	٨٩
٠,٢٩٨٢٠١	٠,٠٥٧١٧٠	٠,٢٥٤٤٦٤	٢,٢٣٠٠٠٠	٠,٠٤٠٠٠٠	٠,١٣٧٢٤٢	٩٠
٠,٢٤٧٦١٣	٠,٠٠٩٥٩٥	٠,٢٢٣١٦٥	٢,٨٩٨٧٩٧	٠,٠٧٠٠٠٠	٠,١٢٠٦٠٣	٩١
٠,٢٠٦١١٤	٠,٠٣٤٧٣٠	٠,٢٢٢٧٠٣	٢,٦٣٥٦٧٩	٠,٠٢٠٠٠٠	٠,٠٩٥٩٠٢	٩٢
٠,١٥٦٨٠٥	٠,٠١٧٠٤٤	٠,٢٣٤٤٨٨	٢,٤٤٤٠٧٩	٠,٠٠٠٠٠٠	٠,٠٧٠٩٩٨	٩٣
٠,١٧٥٥٨٦	٠,٠١٤٤٩٧	٠,٢٧٩٠٣٤	٢,٣٢٩٨٥٥	٠,٠٤٠٠٠٠	٠,٠٦١٠٠٠	٩٤
٠,١٦٢٢٨٤	٠,٠١٤٦١٥	٠,٣٢٥٧٤١	٢,٠٧٠٥٨٢	٠,٠٤٠٠٠٠	٠,٠٥٥٠٠٠	٩٥

- المصدر :
- ١ - البنك المركزي المصري ، نشرات مختلفة
 - ٢ - International Financial Statistics , 1996 .
 - ٣ - African Development Indicators , 1996 .
 - ٤ - World Bank Tables , 1994 .

(١) التعريف بالمتغيرات وكيفية قياسها موجود بمتن البحث .

REFERENCES

- 1 - Bernanke, B., " Irreversibility , Uncertainty and Cyclical Investment ." Quarterly Journal of Economics , 1983 , 98 (1) , pp. 85 - 106 .
- 2 - Bischoff, C. W., " Hypothesis Testing and Demand for Capital goods." Review of Economics and Statistics , 1969 , 51 , pp. 354 - 68 .
- 3 - Blejer, M. I., and Khan , M. S. , " Private Investment in Developing Countries ." Finance & Development, 1984, pp. 26 - 29 .
- 4 - " Government Policy and Private Investment in Developing Countries ." IMF staff papers , 1984 , 3 (2) , pp. 379 - 403 .
- 5 - Cardoso, E. , " Private Investment in Latin America ." Economic Development and Cultural Changes, 1993, 41 (4) , pp. 833 - 848 .
- 6 - Faini , R. , and De Melo , J. , " Adjustment , Investment and The Real Exchange Rate in Developing Countries ." Economic Policy , 1990 , 5 , pp. 492 - 519 .
- 7 - Fry , M. , " Money , Interest , and Banking in Economic Development . " , Baltimore : The Johns Hopkins University Press , 1988 .
- 8 - Greene , J. , and Villanueva , S. , " Private Investment in Developing Countries: An Empirical Analysis ." IMF staff papers , 1991 , 38 (1) , pp. 33 - 58 .
- 9 - Haque , Nadeem , V. , Kajal , C. , and Monteil , P. , " A Macroeconometric Model for Developing Countries ." IMF staff papers , 1990 , 37 , pp. 537 - 59 .
- 10 - Joregenson , D. W. , " Econometric Studies of Investment Behavior : A Survey ." Journal of Economic Literature , 1971 , 9 , pp. 1111 - 47 .

- 11 - Khan , M. S. , and Reinhart , C. M. , " Private Investment and Economic Growth in Developing Countries." World Development , 1990 , 18 , pp. 19 - 27 .
- 12 - Mckinon, R. I., " Money and Capital in Economic Development ." Washington : Brookings Institution , 1973 .
- 13 - Morisset, J. , " Does Financial Liberization Really Improve Private Investment in Developing Countries ." Journal of Development Economics , 1993 , 40 , pp. 133 - 150 .
- 14 - Shafik , N. , " Modeling Private Investment in Egypt ." Journal of Development Economics , 1992 , 39 , pp. 263 - 277 .
- 15 - Shaw , E. , " Financial Deepning in Economic Development ." New York : Oxford University Press , 1973 .
- 16 - Sundararajan , V. , and Thakur , S. , " Public Investment , Crowding Out , and Growth : A Dynamic Model Applied to India and Korea ." IMF staff papers , 1980 , 27 (4) , pp. 814 - 848 .
- 17 - Villanueva , D. , and Mirakhar , A. , " Strategies for Financial Reforms : Interest Rates Policies , Stablization , and Bank Supervision in Developing Countries ." IMF staff papers , 1990 , 37 (3) , pp. 509 - 36 .

