



مجلة البحوث المالية والتجارية
المجلد (21) - العدد الثالث - يوليو 2020



دراسة أثر الدين الخارجي على معدل الإستثمار المحلي لعينة من الدول
النامية في الفترة (من 1995 وحتى 2018)

**The impact of external debt on domestic investment rate of a
sample of LDCs in the period (from 1995 to 2018)**

دكتور/ أدهم محمد البرماوي

مدرس الاقتصاد بالمعهد العالي للإدارة
وتكنولوجيا المعلومات بكفر الشيخ

دكتور/مصطفى حسني السيد

مدرس الاقتصاد بالمعهد العالي للإدارة
وتكنولوجيا المعلومات بكفر الشيخ

Abstract:

The paper examines the relationship between the external debt to GDP ratio and domestic investment ratio in a sample of LDCs countries includes Egypt, Argentina, Brazil, Turkey, Nigeria, Jordan, Mexico and Morocco for the period 1995–2018. The paper used autoregressive distributed lag model (ARDL) and error correlation mechanism. The results showed that external debt has a positive role to play in financing domestic investment; however, it has also a nonlinear impact on the level of domestic investment rate. That is, there is a critical level of external debt burden (about 143% of GDP) for the selected economies, where the marginal impact of external debt on investment ratio becomes negative. The finding of a non-linear relationship between external debt and investment ratio not necessarily imply that countries should reduce foreign borrowing to boost growth. Rather, the finding gave to the governments to ensure that the foreign loans are invested in projects that would generate enough returns to pay back the debt.

Keywords: Public external debt, investment ratio, ARDL model



المستخلص:

يهدف البحث إلى دراسة أثر الدين الخارجي على معدل الإستثمار المحلي في عينة من الدول النامية تضم (مصر والأرجنتين والبرازيل وتركيا ونيجيريا والأردن والمكسيك والمغرب)، حيث تستخدم الدراسة بيانات سنوية مجمعة panel data لهذه الدول تمتد في الفترة من 1995 وحتى 2018 يتم تحليلها بإسلوب تقنية الإنحدار الذاتي ذي الفجوات الموزعة autoregressive distributed lagged model (ARDL) بالإضافة إلى الية تصحيح الخطأ error correction mechanism. وقد أوضحت النتائج أن للديون الخارجية دوراً إيجابياً في تمويل الإستثمار المحلي وسد فجوة التمويل في تلك الدول، إلا إن العلاقة بين المتغيرين محل الدراسة هي علاقة غير خطية، أي أن هناك مستوى حرج لعبء الديون الخارجية (حوالي 143% من الناتج المحلي للإجمالي) في الاقتصادات محل الدراسة، حيث يصبح التأثير الحدي للديون الخارجية بعدها على معدل الإستثمار المحلي سلبياً. وتجدر الإشارة إلى أن النتائج لا تعني بالضرورة أنه ينبغي على البلدان النامية التي تعاني من فجوة في المدخرات أن تخفض الإقتراض الأجنبي، إلا إنها توصي الحكومات بضمان استثمار القروض الأجنبية في المشاريع التي من شأنها أن تولد عوائد كافية لسداد تلك الديون.

الكلمات الدالة: الدين العام الخارجي، معدل الإستثمار المحلي، الإنحدار الذاتي

1- مقدمة:

إن تعبئة الموارد من مصادر مختلفة بما في ذلك الإقتراض الخارجي للإستثمار في مشاريع تهدف إلى تسريع عملية النمو الإقتصادي يمثل هدف رئيسي لمعظم البلدان النامية، حيث يمثل النمو الإقتصادي المستدام شاغلاً سائداً لجميع البلدان المتقدمة والنامية منها، لاسيما وان الأخيرة تواجه في كثير من الأحيان عجزات مالية متزايدة مدفوعة أساساً بإرتفاع مستويات خدمة الدين لا سيما خدمة الديون الخارجية وتوسيع نطاق العجز في الحساب الجاري.

على الرغم من الأثر السلبي للديون الخارجية المتعارف عليه في الأدبيات الإقتصادية المختلفة، إلا أنه يوجد بعض الآراء المغايرة والتي تشير إلى إمكانية تحقيق الديون الخارجية (سيما إذا ما أحسن استغلالها) مردوداً إيجابياً على معدلات الإستثمار ومن ثم على النمو الإقتصادي. فمنذ أن ظهر نموذج هارود ودومار الذي يوفر أبسط علاقة مباشرة بين المدخرات ومعدل النمو الإقتصادي، حيث يعد تراكم رأس المال في صورة مدخرات ضرورياً للنمو، وبالتالي يُنظر إلى الإقتراض الخارجي على أنه تمويل إضافي يساعد في سد فجوة التمويل في البلدان النامية لتعزيز عملية النمو، وقد ظهرت مع هذا النموذج (إلى جانب نموذج Solow النيو كلاسيكي المطور منه) مجموعة من الآراء تؤكد على أهمية القروض الخارجية كعامل مؤثر في التنمية والنمو الإقتصادي، حيث تتبع هذه الأهمية من إسلوب الدين الخارجي لسد فجوة الموارد من جهة ومن جهة أخرى توفير النقد الأجنبي اللازم لتوفير الواردات الأساسية من السلع الرأسمالية وتمويل عجز الموازنة الناشئ من التوسع في الإستثمار الحكومي في البنى التحتية و زيادة الأموال المتاحة للإستثمار وبالتالي النمو الإقتصادي. فتمويل الإستثمار المحلي لا يأتي من الإدخار المحلي فقط، فيمكن أن تبدأ الدولة عملية النمو قبل أن تتم عملية حشد المدخرات، من خلال تمويل الإستثمارات من العالم الخارجي بأحداث فائض في حساب رأس المال بميزان المدفوعات.

فالإستثمار الأجنبي المباشر foreign direct investment والإقتراض من العالم الخارجي والمدخرات الأجنبية في الجهاز المصرفي المحلي كلها مصادر أخرى لتمويل الإستثمار بعيدا عن إدخار القطاع العائلي والحكومي، ومن ثم يهدف البحث إلى إجراء محاولة متواضعة لفهم أثر الإقتراض من العالم الخارجي نظريا وتطبيقيا على الإستثمار المحلي ومن ثم على عملية التنمية الإقتصادية،



حيث يتم أسلوب البيانات المتوفرة في قاعدة البنك الدولي لعينة من الدول النامية متوسطة الدخل middle income less developed countries وتضم دول مصر والأرجنتين والبرازيل وتركيا ونيجيريا والأردن والمكسيك والمغرب.

وبإجراء الاختبارات الإحصائية الخاصة باستقرار البيانات وجد أن بعضها يستقر عند المستوى الأول والبعض يستقر غير ذلك وهو الأمر الذي يرجح معه أسلوب autoregressive distributed lagged model والذي افترضه (Pasaran et al (2001).

هذا وينقسم البحث إلى الأجزاء التالية:

- الأساس النظري للعلاقة بين الدين الخارجي والإستثمار المحلي.
- وضع الدين الخارجي بمصر.
- الدراسات التطبيقية للعلاقة بين الدين الخارجي والإستثمار المحلي.
- النموذج المقترح وتقديره الإحصائي.
- النتائج.

1-1 مشكلة الدراسة:

لما كان من أبرز ما يميز مرحلة النمو الحالية للبلدان النامية عن سابقتها للدول المتقدمة هو إتاحة وسهولة الإقتراض الخارجي وذلك نظرا للتطور الملحوظ في أسواق المال وما تتضمنه من عولمة مالية financial globalization وتطور الأدوات المالية financial instruments، فإن إتاحة الإقتراض الخارجي بشكل عام قد يكون أحد محركات النمو الإقتصادي بما يتيح من موارد إضافية تضاف إلى المدخرات المحلية لتمويل عملية التراكم الرأسمالي اللازم لعملية النمو، كما أنه يمكن أن يكون معوق لعملية التنمية لاسيما حينما يرتفع عبء الدين بالشكل الذي يجعل من أقساط خدمة الدين مزاحماً للإستثمار الوطني، ومن ثم تتمثل مشكلة البحث في الإجابة على السؤال التالي: ماهي نوع (إيجابي أم سلبي) وشكل (خطي أم غير خطي) العلاقة بين الديون الخارجية ومعدل الإستثمار المحلي في الإقتصاديات محل الدراسة.

1-2 فروض البحث:

يهدف البحث للتحقق من صحة الفروض التالية:

- 1- يؤثر الدين الخارجي ممثل بنسبة الدين العام الخارجي إلى الناتج المحلي للإجمالي بشكل إيجابي في معدل الإستثمار المحلي إذ انه أحد موارد تمويل الإستثمار.
- 2- تتمثل العلاقة بين نسبة الدين العام الخارجي إلى الناتج المحلي للإجمالي ومعدل الإستثمار المحلي في شكل دالة غير خطية من الدرجة الثانية، بالشكل الذي يؤدي إلى وجود حد اقصى أو عتبة threshold بعدها يؤثر المتغير الأول سلبيا في المتغير الثاني.

1-3 أهداف البحث:

يهدف البحث في الجانب النظري إلى محاولة متواضعة لإلقاء الضوء على الجدل الدائر حول أثر الدين الخارجي وما إذا كان سلبيا أم إيجابيا وتحديد القنوات المختلفة التي يؤثر من خلالها الدين الخارجي في عملية النمو الإقتصادي، ومن جانب آخر يهدف الجانب التطبيقي من البحث لقياس العلاقة بين المتغيرين والوقوف على شكل العلاقة وما إذا كان هناك عتبة أو حد اقصى تتقلب عنده العلاقة من إيجابية لسلبية أو العكس.

1-4 حدود الدراسة:

الحدود الزمنية للدراسة: يهدف البحث إلى تحليل البيانات المتاحة عن مجموعة مختارة من الدول النامية التي يتيحها البنك الدولي في قاعدة بياناته في الفترة من 1995 وحتى 2018 للتطبيق على النموذج المقترح.

الحدود المكانية للدراسة: يركز البحث على عينة من الدول النامية وهي مصر والأرجنتين والبرازيل وتركيا ونيجيريا والأردن والمكسيك والمغرب وهي دول تتشابه مع الاقتصاد المصري من حيث أنها دول نامية متوسطة الدخل وتتقارب في بعض الصفات.

1-5 منهج البحث:

تعتمد الدراسة على المنهج الاستنباطي الاستقرائي أو منهج الاقتصاد القياسي، حيث يقوم البحث على عدة خطوات تتمثل في الآتي:

- مراجعة الأدب الإقتصادي.
- استنباط النموذج المقترح.
- التحقق من استقرار المتغيرات محل الدراسة.



• أسلوب الإنحدار الذاتي ذات الفجوات الموزعة autoregressive distributed lagged model والتحقق من الاختبارات الخاصة به.

• اختبار النتائج وفقاً لمعايير النظرية الاقتصادية والإحصائية.

2- العلاقة النظرية بين الإقتراض الخارجي والإستثمار المحلي:

وفقاً لكل من (Hunt (2007)، Abdulahi et al (2016)، and Magoti et al (2020) ، تواجه الاقتصادات النامية معدلات نمو منخفضة بسبب الطبيعة المتأصلة لنقص المدخرات التي لا تستطيع توفير الدعم المالي للإستثمار في كل من القطاعين الخاص والعام في تلك الإقتصاديات. وبعبارة أخرى، فإن المدخرات والإستثمار يدعمان النمو الإقتصادي ويديهما. ويرى هؤلاء الكتاب أنه لا يمكن الحفاظ على النمو الإقتصادي والمحافظة على استقراره ما لم يصل مستوى رأس المال إلى عتبة معينة أو حد معين، وبالتالي فإن نمو رأس المال والإستثمار المعزز بالقروض الأجنبية سيحفز النمو الإقتصادي التلقائي الناتج عن زيادة المدخرات بمرور الوقت. وما سبق يوضح مفهوم نظرية الفجوة المزدوجة التي تقر بان الإقتراض الخارجي يستطيع أن يسد الفجوة المحلية بين الإدخار والإستثمار.

وهكذا يصبح الإقتراض الخارجي ضرورة حال نقص المدخرات في المراحل الأولى من التنمية الإقتصادية، وأهم اعتبار في التعاقد على الدين الخارجي هو بسيط ومباشر، وهو انه يمكن الإقتراض من الخارج فقط عندما يمكن لأموال القروض تحقيق عوائد أعلى من تكلفة الأموال عند الإستثمار. ويترتب على ذلك أن الدول المقترضة ستعزز إنتاجيتها ونتاجها الوطني من خلال الإستثمار الذي تيسره الأموال المقترضة. ومن ثم يشير مفهوم الفجوة المزدوجة إلى وظيفة رأس المال الأجنبي في عملية التنمية الإقتصادية وان دور رأس المال الأجنبي هنا هو أنه يسمح للدول النامية بالإستثمار أكثر مما يمكنها الإدخار محلياً، وهو ضرورة ناتجة عن عجز في المدخرات الداخلية.

في نفس الصدد لاحظ (Were(2001 أن الفرق بين الاستهلاك والدخل في الاقتصادات النامية لم يكن بما يكفي بسبب عدم كفاية الدخل مما أدى إلى انخفاض المدخرات. ولذلك، يجب زيادة رأس المال فيمن خلال القروض الخارجية لتعزيز الإستثمار بالمستوى الذي يرفع معدل النمو الإقتصادي أولاً ثم يتبع بارتفاع في المدخرات في تلك الاقتصادات، ويجب أن يوضع في الاعتبار أنه يجب استثمار هذه القروض بكفاءة والاستفادة منها بشكل مريح بما يؤدي إلى نجاح البلدان في

تعزير معدلات نموها، وبالتالي يرجع كل من (Ajab and Audu (2006) سبب النقص المستمر في رأس المال في البلدان النامية إلى عدم كفاية تدفق القروض الأجنبية من الخارج لتكملة المدخرات المحلية.

عموماً، فإن فكرة وجود فجوة في التمويل وهي في الأساس فجوة بين الأموال المتاحة من المصادر المحلية ومتطلبات الإستثمار للإجمالية شجعت إلى حد كبير الإقتراض الأجنبي كأحد طرق سد هذه الفجوة. فقد نشأت الفكرة عندما قدم كل من Harrod-Domar نموذجها للتنموي المشهور الذي افترض أن هناك علاقة متناسبة بين الإنفاق الإستثماري والنمو في الناتج المحلي للإجمالي. وعادت فكرة فجوة التمويل إلى الظهور في عمل Rostow حيث تفترض "مراحل النمو الإقتصادي" أنه لكي تنتقل أي دولة من اقتصاد أقل تطوراً إلى اقتصاد متقدم، فإنها تحتاج إلى المرور عبر سلسلة من الأحداث أو المراحل وأن هناك ارتباط متناسب بين هذا التطور ومقدار الإستثمار والنمو الإقتصادي والتنموية بشكل عام، حيث استنتج روستو أن الشرط الضروري للإقلاع هو أن الإستثمار يزداد بشكل كبير نسبياً ليحقق دفعه قوية لعملية النمو، مما يعني أنه إذا لم يكن لدى الدولة النامية موارد محلية كافية للإستثمار، يجب عليها والحالة هذه سد الفجوة بالمعونة الخارجية أو الديون الخارجية، ويشترط في ذلك وجود حالة عجز مؤقت (وليس دائم) قائم بين القدرة الإستثمارية والقدرة الإيداعية يتم التغلب عليه بالمساعدة الخارجية، بعدها يحدث إعادة التمويل الذاتي إذا كان لدى بلد معين معدل إيداع حدي مرتفع بما فيه الكفاية؛ عندها فقط ستكون الدولة قادرة على تمويل إستثماراتها من مدخراتها.

في العديد من الدراسات التطبيقية مثل دراسات (Mohan (2006)، (Anoruo (2001) ، (Baharumshahl (2003)، (Carroll and Weil (2000)، (Sinha and Sinha (1998) ، كان الإرتفاع في الإستثمار المحلي في العديد من الدول يسبق الإرتفاع في معدلات إيداع القطاع العائلي، فيرتفع الإستثمار بفعل تمويله من المصادر الخارجية لاسيما الإقتراض الخارجي والإستثمار الأجنبي المباشر، ليرتفع بعد ذلك الدخل المحلي ويزيد معه إيداع القطاع العائلي لتتوفر الموارد المالية التي تسهم بدورها في زيادة الإستثمار مرة أخرى. وبالتالي لا يعتبر توافر المدخرات المحلية شرط ضروري لزيادة الإستثمار في بداية عملية النمو، فالأهم في هذه المرحلة هو توفر فرص إستثمارية حقيقية مجدية اقتصادياً تحت مديري الائتمان على استغلال الفوائض المالية المتراكمة



لديهم، وتشجع المستثمرين الأجانب للدخول في السوق المحلي، وتحفز رجال الأعمال لتحمل مخاطر الإستثمار، فإرتفاع إيدخار القطاع العائلي لا يمثل قيداً على عملية النمو الإقتصادي بالقدر الذي يمثله نقص الفرص الإستثمارية المجدية كما ذكر (Javidanrad (2011). ولم تكن الدراسات التطبيقية أقل من الدراسات النظرية، بل كانت مكملة لحد كبير للجهود النظرية، وقد تركزت الغالبية من تلك الدراسات على اختبارات التكامل المشترك co-integration analysis واختبارات اتجاه التأثير والسببية Causality test، وقد تباينت نتائج تلك الدراسات بشكل كبير، فعلا سبيل المثال لا الحصر لم يجد (Magoti et al (2020 دليل قوي على فرضية العجز الثلاثي في دول شرق أفريقيا، في حين وجد كل من (Coban and Sen and Kaya (2018) ، (Balikcioglu (2016 إن عجز الموازنة الأمريكية في الثمانينات كانت السبب في زيادة عجز الميزان الجاري.

3- الدين الخارجي بمصر بنهاية يونيو 2019

وفقا للبيانات المعلنة على الموقع الرسمي للبنك المركزي، زاد رصيد الدين الخارجي لمصر خلال الربع الثاني من العام 2019 ليصل إلى 108.7 مليار دولار مقارنة بنحو 46.06 مليارات نهاية 2014 بقيمة زيادة بلغت 62.64 مليار دولار خلال ست سنوات أي بمتوسط يزيد عن 10 مليار دولار سنويا.

ففي 2019 قفزت المديونية الخارجية لمصر 17.3% على أساس سنوي بقيمة زيادة بلغت قرابة 16 مليار دولار حيث كانت قد سجلت مستوى 92.6 مليار دولار بنهاية يونيو 2018، بينما بلغت الزيادة 12 مليار دولار على أساس نصف سنوي منذ نهاية ديسمبر 2018.

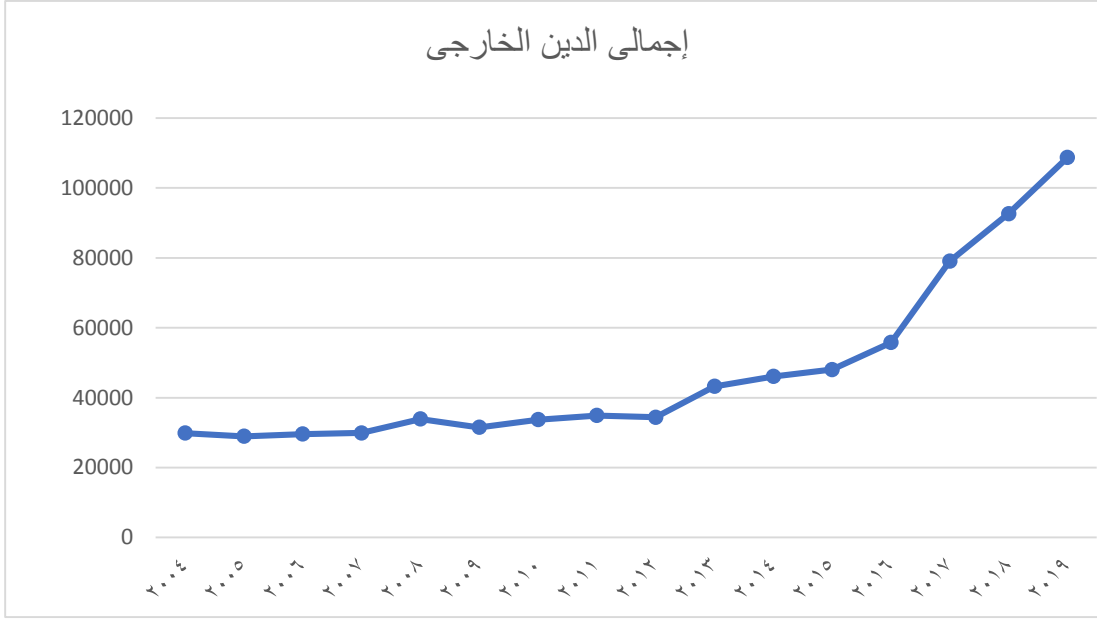
جدول (1) تطور الدين الخارجي لمصر في الفترة 2011-2019

السنوات	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
إجمالي الدين الخارجي	34905.7	34384.5	43233.4	46067.1	48062.9	55764.4	79032.8	92643.9	108699.1
القروض الثنائية المعاد جدولتها	12860.6	10983.3	9479.5	8440.5	6242.9	5249.6	4252	3727.9	3126.6
القروض الثنائية الأخرى	5214.5	5074.2	5982.2	6104	5491.7	6299.9	6572.4	7644	9632.5
دول نادي باريس	4211.3	3960.7	3589.1	3646.1	2200.9	3553.5	3710.8	4430.5	5021.2
الدول الأخرى	1003.2	1113.5	2393.1	2457.9	3290.8	2746.4	2861.6	3213.5	4611.3

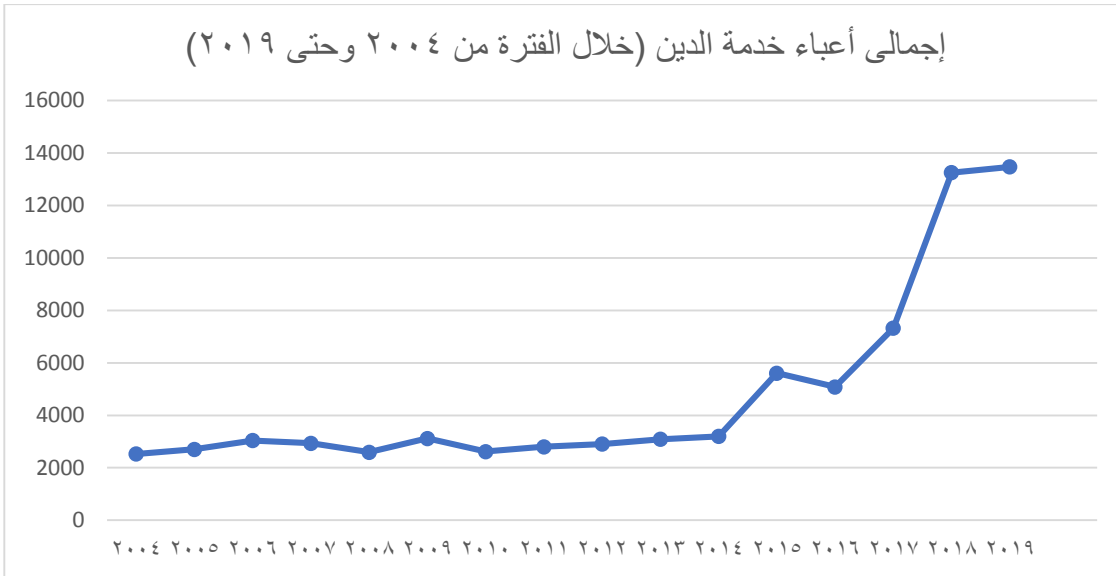
32808.5	28416.8	21751.6	14089.9	12246.3	12228.6	11963.3	11068.1	10808.6	المؤسسات الدولية
11283.6	8433.9	6505.2	3118.9	1546.5	546.4	586.4	405	426	تسهيلات الموردين والمشتريين
19371.9	14277.7	8984.5	3493	4937.7	6085.3	5158.6	2900.7	2821	سندات
3808.7	0	0	0	0	0	0	0	0	إعادة شراء أوراق مالية
17203.3	17400	18537.4	16300	15000	9000	3000	1000	0	ودائع
11055.4	12283.7	12274.4	7017.7	2575.3	3651	7046.1	2901.9	2757.5	الدين قصير الأجل
3706.9	3783.9	3824.1	1478.3	1295.3	1392.5	5293.4	913.7	972.7	عملات وودائع
7348.5	8499.8	8450.3	5539.4	1280	2258.5	1752.7	1988.2	1784.8	قروض وتسهيلات
408.6	459.9	155.3	195.4	22.5	11.3	17.3	51.3	17.5	ديون القطاع الخاص (غير المضمونة)
13472.2	13253.5	7320.1	5084.7	5609.1	3198.9	3089.3	2903.8	2799.2	إجمالي أعباء خدمة الدين (خلال الفترة)
3257	2170.2	1215.6	835.8	666.2	716	643.3	658.3	638	الفوائد المدفوعة
10215.2	11083.3	6104.5	4248.9	4942.9	2482.9	2446	2245.5	2161.2	الأقساط المسددة
القيمة بالمليون دولار									
المصدر: قاعدة بيانات البنك المركزي المصري									

تشير بيانات البنك المركزي إلى أن إجمالي القروض الثنائية المعاد جدولتها بلغت نحو 3,1 مليار دولار بنهاية الربع الثاني من العام 2019، موضحا تفاصيل إجمالي الدين الخارجي لمصر الذي سجل نحو 108,699 مليار دولار بنهاية يونيو 2019.

وتشير البيانات في الوقت ذاته أن القروض الثنائية الأخرى سجلت بنهاية الربع الثاني من العام 2019، نحو 9,6 مليارات دولار منها نحو 5 مليار دولار لتجمع دول نادي باريس و 4,6 مليار دولار للدول الأخرى، وأن ديون المؤسسات الدولية بلغت قيمتها نحو 32,8 مليار دولار. وقد بلغت قيمة السندات 19,37 مليار دولار، وبلغت قيمة إعادة شراء الأوراق المالية نحو 38 مليار دولار، والودائع بلغت قيمتها نحو 17,2 مليار دولار، وأن حجم الديون قصيرة الأجل موزع بين العملات والودائع وقروض وتسهيلات بلغ قيمته 11 مليار دولار.



وتشير البيانات إلى أن إجمالي أعباء خدمة الدين الخارجي حتى الربع الثاني من العام 2019، بلغت نحو 13.47 مليار دولار، منها 10.21 مليار دولار أقساط مسددة، ونحو 3,25 مليار دولار فوائد مدفوعة، مقارنة بالعام 2011، حيث بلغت إجمالي أعباء خدمة الدين الخارجي نحو 2,79 مليار دولار فقط، منها 2,16 مليار دولار أقساط مسددة، ونحو 0,638 مليار دولار فوائد مدفوعة.

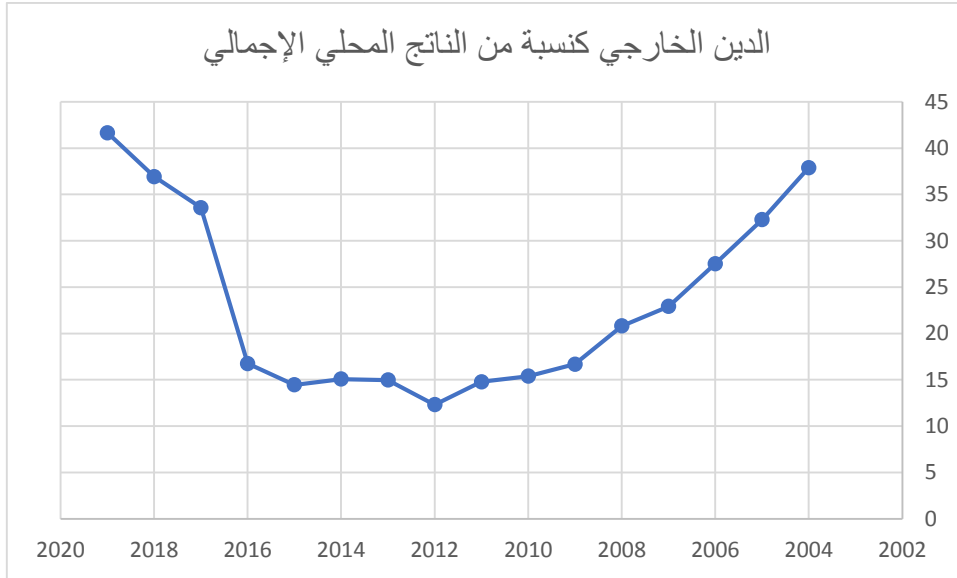


وكنسبة مئوية من الناتج المحلي الإجمالي، أخذت نسبة الدين العام الخارجي في الانخفاض من 37,89% في العام 2004 حتى وصلت اقل قيمة لها 12,31% في العام 2012، وأخذت في الإرتفاع مرة أخرى حتى وصلت 15,08% من الناتج المحلي الإجمالي عام 2019 كما هو موضح بالجدول التالي:

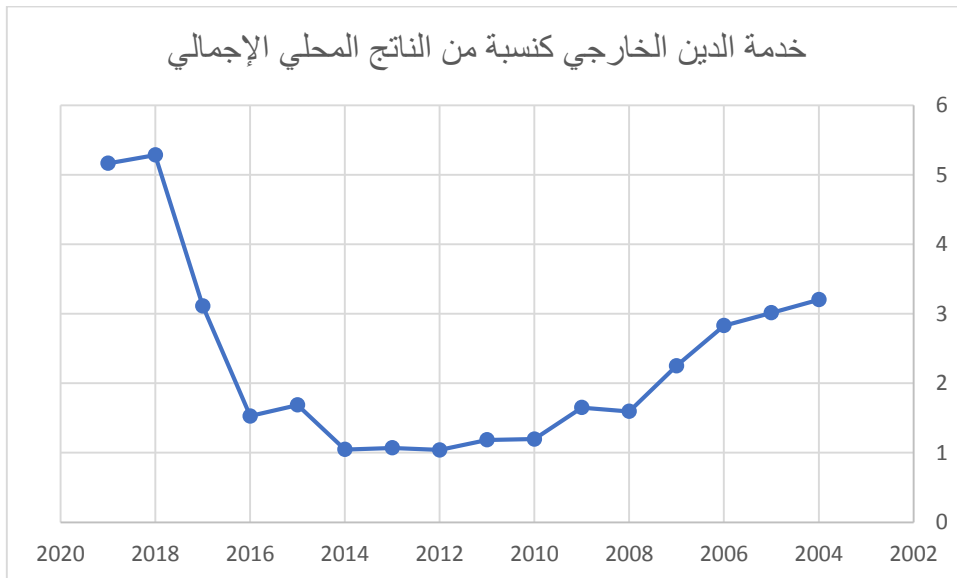
جدول (2) تطور نسبة الدين الخارجي إلى الناتج المحلي الإجمالي في مصر

في الفترة 2004-2019

السنوات	الدين العام الخارجي كنسبة مئوية من الناتج المحلي الإجمالي	خدمة الدين العام الخارجي كنسبة مئوية من الناتج المحلي الإجمالي
2004	37.89	3.20
2005	32.28	3.01
2006	27.53	2.83
2007	22.91	2.25
2008	20.82	1.59
2009	16.68	1.65
2010	15.39	1.20
2011	14.79	1.19
2012	12.31	1.04
2013	14.98	1.07
2014	15.08	1.05
2015	14.45	1.69
2016	16.75	1.53
2017	33.58	3.11
2018	36.93	5.28
2019	41.66	5.16



كذلك بالنظر إلى مدفوعات خدمة الدين الخارجي كنسبة مئوية من الناتج المحلي الإجمالي، أخذت هذه النسبة في الانخفاض من 3,2% في العام 2004 حتى وصلت اقل قيمة لها 1,04% في العام 2012، وأخذت في الإرتفاع مرة أخرى حتى وصلت لأعلى قيمة لها وهي 5,28% من الناتج المحلي الإجمالي عام 2018 كما هو موضح بالجدول السابق.



وبشير تقرير (2019) UNCTAD إلى إن رصيد الدول النامية مجتمعة من الديون الخارجية بلغ 7,64 ترليون دولار في نهاية عام 2017، حيث نمت تلك الديون بمعدل 8,5% بين عام 2008

و2017، وفي الفترة ذاتها نمت الناتج المحلي للإجمالي لتلك الدول بنسبة 6,3% وهو الأمر الذي أدى إلى ارتفاع نسبة الدين الخارجي إلى الناتج المحلي للإجمالي من 21,2% في عام 2008 إلى 25,7% في عام 2017. كذلك ارتفعت نسبة خدمة الدين الخارجي إلى الصادرات من 8,7% في عام 2011 إلى 13,6% في عام 2017.

وزاد الدين الخارجي للدول الأقل نمواً من 155 مليار دولار في عام 2008 إلى 293,4 مليار دولار في العام 2017 بمتوسط نمو سنوي مقداره 7,4% خلال تلك الفترة وهو ما أدى إلى ارتفاع نسبة الدين الخارجي إلى الناتج المحلي للإجمالي من 27,4% في عام 2008 إلى 28,1% في عام 2017. كذلك ارتفعت نسبة خدمة الدين الخارجي إلى الصادرات من 4,1% في عام 2008 إلى 10% في عام 2017، كما زادت نسبة خدمة الدين الخارجي لتلك البلدان إلى الإيرادات الحكومية من 5,7% إلى 14% في الفترة نفسها مما يشير إلى تحويل الموارد الحكومية بعيداً عن المشروعات التنموية إلى الإنفاق على خدمة الديون.

4- الدراسات السابقة:

وفقاً لكل من (Reinhart and Rogoff (2010) هناك عدد كبير من الدراسات حول الدين الخارجي والنمو الإقتصادي من خلال قناة أثر الدين على معدلات الإستثمار في الأدبيات الإقتصادية المختلفة، إلا أن التركيز في الغالب في معظم الدراسات كان على البلدان المتقدمة. كذلك تتركز معظم الدراسات التي تتناول الاقتصادات النامية إلى حد كبير على بلدان أمريكا الجنوبية وبعض بلدان أفريقيا مثل دراسات كل من (Desphane (1997)، (Butts (2009) ولعل السبب يكمن في ارتفاع المديونية الخارجية لتلك الدول.

وفقاً لكل من (Atique and Malik (2012)، (Reinhart et al (2012) يمثل الدين الخارجي نسبة أكبر من هيكل الدين العام في البلدان النامية، حيث يشير (Panizza et al (2010) إلى اعتماد الدول النامية على الإقتراض الخارجي للاستفادة من سعر الفائدة الخارجي المنخفض وعلى أساس أن الإقتراض المحلي المفرط يمكن أن يؤدي إلى الاضطراب المالي وإحداث أثر إزاحة لإستثمارات القطاع الخاص، ولكن أيضاً، وكما يقر كل من (Todaro and Smith (2012) إن البلدان النامية تحتاج في المراحل الأولى من التنمية إلى الإقتراض من الخارج بسبب عدم كفاية رأس



المال المحلي للإستثمار ومن أجل تحقيق دفعة قوية ولو في أحد القطاعات لتنتقل تبعاتها التنموية إلى القطاعات الأخرى.

وكما سبقت الإشارة فقد جادل الإقتصاديون بشأن أهمية الإقتراض الخارجي لسد فجوة الإيداع والإستثمار في البلدان النامية. فبينما يؤكد (1988) Krugman أن خدمة الدين الخارجي قد تسبب تشوهات في الإقتصاد وبالتالي لا يعتبر الدين الخارجي عامل محفز لكل من الإستثمار والنمو الإقتصادي. من ناحية أخرى، يرى آخرون أن الدين الخارجي مكمل للمدخرات والإستثمارات المحلية، وبالتالي يعزز عملية النمو.

ولم تكن الدراسات التطبيقية أكثر حفا في تحديد العلاقة بين الدين الخارجي ومعدل الإستثمار والنمو الإقتصادي. ففي حين أن كل من (2015) Siddique and Selvanathan وجدوا بعد دراسة اقتصاديات 40 دولة نامية في الفترة من 1970-2007 أن الدين الخارجي يؤثر بالسلب على معدلات الإستثمار وبالتالي على عملية النمو الإقتصادي، فقد قام كل من Hameed and (2008) Chaudhary بدراسة أثر الدين الخارجي على النمو الإقتصادي في باكستان ووجدوا ارتباط سلبي بين المتغيرين. أيضا توصل كل من (2010) Kumar and Woo لنفس النتيجة على عينة من الدول المتقدمة.

كذلك وجدت بعض الدراسات مثل دراسات (2010) Butts, Reinhart and Rogoff وكذلك (2009)، التي تؤكد أيضا على وجود علاقة سلبية بين الدين الخارجي ومعدلات الإستثمار وبالتالي النمو الإقتصادي، بينما وجدت دراسات أخرى مثل دراسة (2012) Butts et al ودراسة (2008) Jayaraman et al وجود علاقة إيجابية بين المتغيرين. ومع ذلك، لا تجد دراسات أخرى مثل دراسة (2012) Abdul Rahman أي دليل معنوي على الأثر الإيجابي للدين الخارجي على النمو الإقتصادي في ماليزيا في الفترة من 2000 وحتى 2011.

أيضا وجد (2012) Musebu أن الدين الخارجي لا يعزز النمو الإقتصادي في مجموعة من بلدان جنوب أفريقيا. في حين أن بعض الدراسات مثل دراسة (2003) Oteng-Abaye لم تجد علاقة واضحة بين الدين الخارجي والنمو الإقتصادي.

ومن ثم حتى في الدراسات التطبيقية لا يوجد إجماع واضح على أثر الديون الخارجية على كل من الإستثمار المحلي ومعدل النمو الإقتصادي، فقد تختلف النتائج بسبب اختلاف الأساليب

الإحصائية المختلفة أو اختلاف الخصائص الداخلية للبلدان محل الدراسة مثل اختلاف النظم السياسية واختلاف أنماط الإنتاج واختلاف السياسات الإقتصادية المتبعة.

وبالتالي وضعت عدة فرضيات تمت دراستها تطبيقياً حول الآثار المحتملة للديون الخارجية على عملية النمو الإقتصادي في البلدان النامية وهي:

- فرضية عبء الديون المتراكمة Debt Overhang Hypothesis
- فرضية أثر الإزاحة Crowding-Out Effect Hypothesis
- وفرضية قيود السيولة The Liquidity Constraint Hypothesis
- فرضية التأثير المباشر للديون الخارجية على النمو الإقتصادي Direct Effect of Debt Hypothesis

- فرضية منحنى لافر للديون The Debt Laffer Curve Hypothesis

4-1 فرضية الديون المتراكمة Debt Overhang Hypothesis

في مجال الأدب الخاص بالنمو الإقتصادي يعتبر البعض أن للإقتراض الخارجي علاقة سلبية بالإستثمار، مما يؤدي إلى انخفاض تكوين رأس المال. يعرف (Krugman 1988) هذه العلاقة السلبية بأنها "عبء الديون Debt Overhang" وهي الحالة التي تنخفض فيها إمكانات سداد الديون القائمة عن القيمة الموقعة لهذه الديون. أو بمعنى آخر هي الوضع الذي تنخفض فيه القيمة الحالية للمخصصات الحالية والمتوقعة لسداد دين قائم عن القيمة الموقعة أو التعاقدية لهذا القرض القائم. وقد دعم العديد من العلماء فرضية عبء الديون. وتشمل بعض الدراسات دراسات Elbadawi et al. (1997)، Chowdhury (2001) والتي استنتجت انه في الاقتصادات ذات المديونية الثقيلة، يعتبر "تراكم الديون" سبباً رئيسياً للتشويه وتباطؤ النمو الإقتصادي حيث يتباطأ النمو الإقتصادي لأن هذه البلدان تفقد جاذبيتها للمستثمرين من القطاع الخاص. بالإضافة إلى ذلك، فإن خدمة الديون تستنفد الكثير من إيرادات الدولة المدينة إلى الحد الذي تتضاءل فيه إمكانات العودة إلى مسارات النمو، واقترح كل من (Levy and Chowdhury 1998) أنه حتى في حالة تطبيق برامج التكيف الهيكلي من قبل حكومات هذه البلدان، فلا يزال من الممكن الشعور بالآثار السلبية على الأداء الإقتصادي العام. ومع ذلك، تجدر الإشارة إلى أن تراكم الديون لا يحدث فقط عندما يراكم البلد كثيراً



من الديون، ولكنه يمكن أن ينشأ أيضاً عندما تتغير ظروف البلد، مما يجعل من الصعب إدارة وتصريف مخزون الديون. حيث يشير كل من (Arslanalp and Henry, 2004) انه قد تظهر مثل هذه الظروف بسبب الصدمات الاقتصادية المعاكسة أو السياسات الاقتصادية الضعيفة؛ وفي هذه الظروف غير المواتية، ستواجه محافظ قروض الدائنين مخاطر أكبر. وستكون النتيجة دعر بين الدائنين الذين يسارعون إلى سحب ائتماناتهم بالإضافة إلى الفوائد المستحقة عليه مطالباتهم، وسحب الفوائد من الائتمانات الجديدة المحتملة.

ولفرضية الديون المتراكمة كما وضحها (Krugman 1988) مفهومان الضيق والواسع، حيث يفترض المفهوم الضيق أن تأثير تراكم الديون يحدث عندما يتوقع المستثمرون زيادة في معدل الضريبة على عوائد رأس المال بسبب ارتفاع خدمة الدين، وبالتالي تتخفض معدلات الإستثمار لتجنب ارتفاع الضرائب في المستقبل، إضافة إلى ذلك فان زيادة فرض ضرائب (إسداد مدفوعات الفائدة على الديون الخارجية) يقلل من الدخل المتاح للأفراد وبالتالي يقلل من المدخرات الوطنية مما يضعف الإستثمار من جهة أخرى. بينما يشير الإصدار الواسع لفرضية الديون المتراكمة إلى انه يوجد عامل مثبط للإستثمار عندما يتوقع المستثمرون التضخم وتخفيض قيمة العملة وغيرها من التدابير الاقتصادية التي تتبع ارتفاع خدمة الدين. في حين أن مفاوضات إعادة جدولة الديون في حد ذاتها تثبط الإستثمار بسبب عدم اليقين في بيئة الأعمال.

4-2 أثر الإزاحة للديون الخارجية Crowding-Out Effect

حينما تخفيض قدرة الدولة على الحفاظ على ديونها فهي تسعى جاهدة للوفاء ببعض التزاماتها، وترك القليل من الموارد للإستثمار المحلي، فعبء خدمة الديون على الحكومة يقلل من الإنفاق العام، بما في ذلك الإنفاق على الإستثمارات الاجتماعية مثل التعليم والصحة التي تعتبر حاسمة بالنسبة لعملية النمو الاقتصادي. علاوة على ذلك، فإن عبء الديون الثقيل ينطوي على ضرورة أسلوب إيرادات الحكومة قصيرة الأجل لخدمة الديون، مما يؤدي إلى تقادم انخفاض الإستثمارات العامة في الاقتصاد (انظر في ذلك (Serieux and Yiagadeesen, 2001). وفي ذات الوقت يمكن أن يؤدي انخفاض الإستثمار العام إلى انخفاض الإستثمار الخاص نظرا للتكامل بين نوعي الإستثمار. وعادة ما تحدث آثار التزاحم بسبب أسعار الفائدة الحقيقية المفرطة يتيح فقط للحكومة الإقتراض دون

القطاعين الخاص والعائلي، كذلك تصبح شروط التجارة في بلد مثقل بالديون أسوأ في حين أن أسواق الائتمان الأجنبية قد لا تكون متاحة.

تفترض الفلسفة الكامنة وراء مفهوم الآثار المزدحمة أن الديون الحكومية تتفق جزءاً أكبر من المدخرات الوطنية المخصصة للإستثمار بسبب زيادة الطلب على المدخرات بينما يظل العرض منها ثابتاً، وبالتالي تزداد تكلفة المال متمثلة في إرتفاع في أسعار الفائدة. وبالتالي وكما سبق الإشارة يحدث أثر المزاحمة في وقت تستطيع فيه الحكومة ووكالاتها فقط الإقتراض بسبب أسعار الفائدة المفرطة. ومن ثم، فإن أصحاب المشاريع والشركات الفردية غير قادرين على التنافس وبالتالي يطردوا خارج السوق. وبالتالي يتأثر النمو الإقتصادي من خلال عدم قدرة الاقتصادات على توليد ما يكفي من رأس المال للإستثمار.

أكد (Clements et al (2003, 2006) على الآثار السلبية الناتجة من الإقتراض المفرط على النمو الإقتصادي والتي يمكن ملاحظتها من خلال دراسة العلاقة بين رصيد الديون ومدفوعات خدمة الدين التي على الأرجح تزامم الإستثمار العام. وقد وجد انه مع نمو خدمات الديون، يقوم الدائنون الأجانب فعلياً بسحب العديد من الأرباح المستحقة من الإستثمار داخل الاقتصاد المحلي ويصاحب هذه العملية التثبيط التام للإستثمارات الأجنبية الجديدة. ومع ذلك، فإن السبب والنتيجة ليسا مسألة بسيطة يمكن تحديدها لأنه من الواضح أن عبء الديون المتراكمة له تأثير كبير على معدل الإستثمار وان الأخير حال انخفاضه قد يؤدي إلى ظروف إقتصادية غير مواتية تدفع إلى الاستدانة من الخارج. وفي نفس الوقت تعيق خدمات الديون بشكل مباشر تكوين رأس المال، حيث تحول الثروة من الساحة المحلية إلى الساحة الدولية، مما يخلق بعض التأثيرات التي تقلل من قدرة الاقتصاد على التنمية بينما تعزز في الوقت نفسه اعتماد الاقتصاد على الديون الخارجية.

4-3 فرضية قيد السيولة (LCH) the Liquidity Constraint Hypothesis

يوضح كل من (Serieux and Yiagadeseen, (2001) إن فرضية قيد السيولة تشير إلى تأثير نمو عبء الدين الخارجي المرتفع على حساب ميزان المدفوعات أو بمعنى آخر تأثير ضغط الواردات، فالبلدان ذات العبء الكبير من الديون الخارجية تتطلب تدفقاً كافياً من العملات الأجنبية لخدمة الدين، لا سيما عندما تكون عملة الدولة غير قابلة للتداول في السوق الدولية، وفي حالة



انخفاض الصادرات وانخفاض تدفقات رأس المال إلى جانب وجود احتياطات غير كافية، تصبح خدمة الديون مشكلة، وقد يلجأ البلد إلى تخفيض قيمة العملة أو تقييد الاستيراد لضمان توفر العملات الأجنبية اللازمة لسداد خدمة الدين، ولكن ضغط الاستيراد قد يؤدي إلى وضع تصبح فيه السلع المستوردة بما في ذلك مدخلات الإنتاج والسلع الرأسمالية باهظة الثمن مما قد يؤدي إلى تقييد عملية الإستثمار وعملية النمو الإقتصادي.

4-4 التأثير المباشر للديون الخارجية على النمو الإقتصادي Direct Effect of Debt Hypothesis (DEDH)

تفترض الفرضيات السابقة أن هناك أثر غير مباشر للدين الخارجي على النمو الإقتصادي من خلال تخفيض معدلات الإستثمار، إلا أن كل من (Fosu 1999)، (Pattillo et al 2004) يشيران إلى أنه حتى وإن كان الدين الخارجي عامل غير مؤثر في دوال الإدخار والإستثمار، إلا إنه لا يزال بإمكانه التأثير على النمو الإقتصادي من خلال آثاره على الإنتاجية الكلية لعناصر الإنتاج وعلى مزيج الإستثمار. ففي حين أن انخفاض الإستثمار يمكن أن يخفض معدل النمو، فإن الديون الخارجية المرتفعة قد تخلق حالة من عدم اليقين *uncertainty*، وبالتالي يتجه المستثمرون نحو الإستثمارات قصيرة الأجل على حساب الإستثمارات طويلة الأجل ذات فترات التأسيس الطويلة بسبب عدم اليقين العالي الذي يميز المدى الطويل.

4-5 فرضية منحنى لافر للديون Debt Laffer Curve hypothesis

تفترض فرضية منحنى لافر للديون Debt Laffer Curve hypothesis علاقة غير خطية بين الدين الخارجي والنمو الإقتصادي على افتراض أن هناك مستوى أمثل أو عتبة *threshold* من الدين العام الخارجي يشجع النمو، علاوة على ذلك، فإن زيادة الديون فوق هذا الحد يعرقل عملية النمو. وبالتالي يلاحظ (Pattillo et al 2002) أنه يمكن إسلوب منحنى Laffer منحنى لإظهار العلاقة بين القيمة الاسمية للديون والإستثمار، حيث يوضح المنحنى أنه مع زيادة الديون المستحقة لتتجاوز عتبة معينة، تبدأ قدرة الدولة على السداد في الانخفاض بما يؤدي إلى تقويض عملية الإستثمار بسبب إرتفاع أو توقع إرتفاع معدلات الضريبة وزيادة حالة عدم التأكد.

في هذا الصدد يشير كل من (Shkolnyk and Koilo (2018 إلى أن اقتصاديات الدول النامية تتسم المتغيرات الإقتصادية الكلية فيها بما فيها حجم ونسبة الدين الخارجي باتباعها سلوك غير خطي nonlinear type of influence بما يعني أن هناك عتبة يتحول التأثير خلالها من إيجابي لسلبى أو العكس، واستخدم (Emerenini and Nnanna (2015 نموذج سولو للنمو وقد وجد الباحثان أن تأثير الدين الخارجي على النمو هو تأثير غير خطي يتبع شكل منحنى لافر، وحاولت دراسة (Munir, et al (2016 تحديد الحجم الأمثل للدين الخارجي في ماليزيا في الفترة من 1970-2013 وقد وجدت أن هناك علاقة غير خطية (شكل منحنى لافر) وان هناك عتبة للدين عندما يصل حجم الدين الخارجي في حدود 50-60%، إلا أن (Senadza et al (2017 وجدوا علاقة عكسية بين النمو والدين الخارجي في دول جنوب الصحراء الأفريقية، كما لم تجد علاقة غير خطية بين المتغيرين. في حين استخدم كل من (Reinhart and Rogoff (2010 عينة من 20 دولة متقدمة ونامية ووجدوا أن هناك حد فاصل أو عتبة threshold بين الأثر الإيجابي والسلبى للدين الخارجي تختلف قيمتها طبقاً لحالة الدولة، فإذا كانت نسبة الدين إلى الناتج المحلي للإجمالي أقل من 90 في المائة كانت العلاقة غير معنوية بمعنى أن الدين الخارجي لا يؤثر سلباً في النمو الإقتصادي، في حين أن المعدلات التي تزيد عن 90 في المائة من الديون الخارجية قد أثرت سلباً في متوسط معدل النمو الإقتصادي المحقق، بينما كانت تلك العتبة أو الحد الفاصل في الأسواق الناشئة هي 60% فقط. وبالتالي فإن العديد من الدراسات تتعلق بآراء مفادها أن البلدان النامية التي تشارك في مستويات معقولة من الإقتراض من المرجح أن تتحسن في نموها الإقتصادي (Wang, (2009. ويعتقد أن هذا التحسين يحدث من خلال تكوين رأس المال وزيادة الإنتاج (Hameed et al., (2008. وفقاً للنموذج الكلاسيكي الجديد التقليدي، يزيد الدين من النمو الانتقالي، حيث يسمح النموذج بحركة رأس المال، والقدرة على إشراك المصادر الأجنبية في كل من الإقتراض والإقراض. وهذا يوفر للبلدان التي تعاني من ندرة رأس المال حافزاً للحصول على القروض والإستثمار لأن الناتج الحدي لرأس المال أكبر من سعر الفائدة العالمي. إلا أن الدراسات في ذات الوقت أكدت أن القروض الأجنبية تؤدي إلى نتائج إيجابية خاصة ولكن إلى مستوى معين فقط، وبعد الوصول إلى هذا المستوى، ستخف آثار الديون الإضافية على الاقتصاد تدريجياً. والسبب في ذلك أن رأس المال في الاقتصادات المتخلفة محدود، وخاصة أن هذه الدول ترى تشجيعاً للتوقيع على قروض أجنبية



مخصصة للإستثمار بقدر ما يكون العائد على رأس المال أعلى من تكلفة الأموال، ولكن حينما ترتفع مستويات الديون سوف تتخفض الإنتاجية الحدية لرأس المال بينما ترتفع تكلفة الأموال بسبب إرتفاع الديون وإرتفاع حجم الموارد المدفوعة في خدمتها.

5- النموذج القياسي

أخذت نماذج Panel Data في الفترة الأخيرة اهتماما كبيرا وبالأخص في الدراسات الإقتصادية، حيث أنها تأخذ في الاعتبار أثر تغير الزمن وأثر التغير في القطاع العرضي على حد سواء. ويهدف معرفة أثر الديون الخارجية علي معدل الإستثمار سوف يتم إسلوب نموذج Panel Data وذلك بإسلوب سلسلة زمنية تمتد من عام 1995 إلي عام 2018 بالإضافة إلي قطاع عرضي لمجموعة من الدول وهي (مصر ، الأرجنتين ، البرازيل ، الهند ، تركيا ، نيجيريا ، الأردن ، المكسيك ، المغرب) وذلك لتقدير النموذج التالي :

$$k = \beta_1 + \beta_2g + \beta_3ed + \beta_4ed^2 + \beta_5 def + \beta_6c + \varepsilon_t \quad (1)$$

حيث أن:

K = نسبة التكوين الرأسمالي إلي الناتج المحلي للإجمالي.

g = معدل النمو في الناتج المحلي للإجمالي.

ed = نسبة الدين الخارجي إلي الناتج المحلي للإجمالي.

ed² = مربع نسبة الدين الخارجي إلي الناتج المحلي للإجمالي.

def = نسبة عجز الموازنة العامة للدولة إلي الناتج المحلي للإجمالي.

c = نسبة العجز (الفائض) في الحساب الجاري إلي الناتج المحلي للإجمالي.

ε = الخطأ العشوائي.

حيث تم إدخال مربع نسبة الدين الخارجي إلي الناتج المحلي للإجمالي لقياس نقطة الانقلاب في الدالة.

وقد تم تجميع البيانات من قاعدة بيانات البنك الدولي وسيتم إجراء تقدير لنموذج dynamic panel data وكما هو معلوم فإن النماذج الديناميكية تضم المتغير التابع مبطاً زمنياً ضمن المتغيرات المفسرة وهذا يسمح بدراسة العلاقة الديناميكية بين المتغيرات المفسرة والمتغير التابع.

وسيتم تقدير النموذج وفقاً للإجراءات الآتية:

1- اختبار جذر الوحدة (لاختبار استقرار السلاسل الزمنية)

بغرض اختبار استقراره السلاسل الزمنية لمتغيرات النموذج سوف نستخدم الاختبارات الإحصائية الآتية:

أ- الاختبار الأول: (Levin, lin and chu (LLC)

هذا الاختبار يعتمد على منهجية ADF حيث يفترض أن قيمة المعلمة ϕ_i متساوية لكل دول العينة ويأخذ النموذج الشكل التالي

$$\Delta x_{it} = \phi x_{it-1} + \alpha_i + \gamma_{it} + \tau_{it} + u_{it} \quad (2)$$

ويكون الاختبار على أساس ان الفرض العدم هو عدم استقرار السلسلة x_{it}

$$H_0: \phi_1 = \phi_2 = \dots = \phi = 0$$

$$H_1: \phi_1 = \phi_2 = \dots = \phi < 0$$

وتكون الإحصائية المحسوبة لهذا الاختبار هي إحصائية t لاختبار معنوية المعلمة ϕ في المعادلة رقم 2، والتي تتبع تقريبا التوزيع الطبيعي في حالة إذا كان حجم العينة كبير، ولكن من عيوب هذا الاختبار هو انه يفترض أن قيمة المعلمة ϕ_i دائما متساوية بالنسبة لكل دول العينة وهو فرض مقيد جدا.

ب- الاختبار الثاني: Im , pasaran and shin

يقوم هذا الاختبار على حساب متوسط اختبارات ADF المحسوبة لكل وحدة مقطعية ويسمح بتفاوت قيمة ϕ_i للمتغيرات y_{it-1} عبر الوحدات المقطعية بالنسبة لدول العينة.

وينص الفرض البديل على $H_1: \phi_i < 0$ وإذا تم قبوله فإنه يعني استقرار العينة. ويعتبر الفرض العدم هو مماثل للاختبار السابق (LLC). كما أن إحصائية هذا الاختبار تتبع التوزيع الطبيعي



في حالة حجم العينة الكبيرة ويعتبر أفضل من اختبار (LLC) لأنه يأخذ في الاعتبار اختلاف الأثار الفردية بين مفردات العينة.

ج- الاختبار الثالث: Breitung(t-stat)

أظهرت الدراسات التطبيقية ضعف الاختباريين السابقين في حالة إذا كان عدد الدول كثير جداً بالنسبة لطول السلسلة، بكل سهولة فإن هذا النموذج يعتمد على فكرة تقدير النموذج في المعادلة رقم 2 ثم إجراء تحويل (Arellano and Bond)، يعتمد الفرض لعدم لهذا الاختبار على استقراره سلسلة البواقي المعدلة وبالتالي استقرار سلسلة الدراسة والإحصائية المحسوبة لهذا الاختبار تتبع التوزيع الطبيعي المعياري.

د- الاختبار الرابع: (Hardi)

يفترض هذا الاختبار أن تكون السلسلة x_{it} مستقرة على أساس الفرض العدم وهو عدم وجود جذر الوحدة لكل دولة علي حدي وبالتالي يكون الفرض البديل وجود دولة علي الأقل لديها جذر الوحدة أي تكون السلسلة x_{it} غير مستقرة.

$$H_0: \phi_i < 0 \quad \text{vs} \quad H_1: \phi_i = 0$$

ويعتمد (Hardi) على بواقي انحدار x_{it} بالنسبة للثابت والاتجاه العام بطريقة المربعات الصغرى، ثم تطبيق اختبار مضاعف لاجرانج (LM) على مقدار البواقي، وتكون الإحصائية المحسوبة لهذا الاختبار تتبع التوزيع الطبيعي المعياري.

وعند إجراء اختبارات جذر الوحدة وفقاً للطرائق السابقة ظهرت نتائج المتغيرات لنموذج الدراسة

كما يلي:

Hardi(2000)		Breitung,t-stat		Im,pasaran and shin(IPS)		Levin,lin and chu(Ilc)		نوع الاختبار	
الاحتمال	الإحصائية المحسوبة	الاحتمال	الإحصائية المحسوبة	الاحتمال	الإحصائية المحسوبة	الاحتمال	الإحصائية المحسوبة	مستوي الاستقرار	المتغيرات
0.000	4.350	0.238	-0.710	0.151	-1.030	0.128	-1.133	level	k
0.000	3.656	0.000	-4.745	0.000	-6.018	0.000	-6.718	First different	

0.000	3.220	0.000	-3.369	0.000	-3.650	0.952	1.669	level	g
0.330	0.438	0.000	-6.000	0.000	-8.236	0.948	1.631	First different	
0.000	3.615	0.905	1.312	0.919	1.402	0.662	0.419	level	ed
0.029	1.895	0.008	2.405	0.007	-2.456	0.002	-2.871	First different	
0.004	2.638	0.847	1.024	0.819	0.914	0.720	0.583	level	ed ²
0.328	0.444	0.095	-1.309	0.000	5.377	0.000	-4.977	First different	
0.000	5.106	0.083	-1.385	0.156	-1.009	0.021	-2.026	level	def
0.000	5.619	0.177	-0.926	0.025	-1.944	0.003	-2.726	First different	
0.000	4.426	0.000	-3.374	0.386	0.287	0.358	-0.361	level	c
0.000	4.580	0.000	-5.054	0.000	-4.744	0.000	-4.898	First different	

نلاحظ من نتائج جذر الوحدة التي أظهرها الجدول السابق انه عند اختبار t -stat, Breitung ان المتغيرات (c,def,g) مستقرة عند المستوي وعند معنوية 5% ما عدا def عند مستوي معنوية 10% بينما باقي المتغيرات مستقرة عند الفرق الأول وعند مستوي معنوية 5% ما عدا المتغير ed² عند مستوي معنوية 10%.

وتأسيسا على ذلك نجد أن المتغيرات غير متكاملة عند نفس الدرجة، فبعض المتغيرات مستقرة عند المستوي والبعض الآخر مستقر عند الفرق الأول. لذلك يتوجب القيام بأجراء تقدير النموذج من خلال طريقة (PGME) التي تناسب تلك المشكلة.

2- تقدير النموذج من خلال طريقة (Pasaran, Smith and Shin) PGME

إن طريقة التقدير (pooled mean group estimate) هي طريقة تجمع بين طريقة mean group والتي تسمح بتفاوت كل معلمات النموذج وطريقة pooled estimate والتي تسمح بتفاوت القاطع لكل دولة، وتتخصص طريقة PGME في أنها تفرض قيد التجانس على معلمات المدي الطويل، أي أنها متساوية لكل الدول، بينما تسمح بتفاوت معلمات الأجل القصير وحد تصحيح الخطأ وتباينات حد الخطأ بين الدول.



حيث قدم كل من (Pasaran, Smith and Shin) هذه الطريقة للتعامل مع نماذج panel data عندما تكون متغيرات النموذج غير متكاملة من نفس الدرجة حيث أن هذا النموذج مصمم في إطار نماذج panel-ARDL.

وتكون معادلة النموذج وفقا لنموذج Panel-ARDL كما يلي :

$$\begin{aligned} \Delta k_t = \mu + \sum_{i=1}^p \beta_1 \Delta k_{t-i} \\ + \sum_{i=0}^{q_1} \beta_2 \Delta g_{t-i} \\ + \sum_{i=0}^{q_2} \beta_3 \Delta ed_{t-i} + \sum_{i=0}^{q_3} \beta_4 \Delta ed^2_{t-i} \\ + \sum_{i=0}^{q_4} \beta_5 \Delta def_{t-i} + \sum_{i=0}^{q_5} \beta_6 \Delta c_{t-i} + \alpha_1 k_{t-1} + \alpha_2 g_{t-1} \\ + \alpha_3 ed_{t-1} + \alpha_4 ed^2_{t-1} + \alpha_5 def_{t-1} + \alpha_6 c_{t-1} + \varepsilon_t \end{aligned} \quad (3)$$

سوف يتم تقدير النموذج السابق وفقا للخطوات الآتية:

1- تحديد فترة الإبطاء المثلي:

وقبل تقدير النموذج السابق سوف نقوم بتقدير فترات الإبطاء المثلي للنموذج من خلال اختبار

نموذج var وقد كانت النتائج كما يلي:

VAR Lag Order Selection Criteria
Endogenous variables: K G ED ED2 DEF C01
Exogenous variables: C
Sample: 1995 2018
Included observations: 79

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-1933.630	NA	8.53e+13	49.10457	49.28452	49.17666
1	-1428.196	921.2975	5.90e+08	37.22016	38.47987*	37.72484*
2	-1394.205	56.79624	6.30e+08	37.27100	39.61046	38.20826
3	-1352.840	62.83268	5.73e+08	37.13518	40.55439	38.50502
4	-1287.997	88.64614	2.98e+08	36.40498	40.90393	38.20740

5	-1245.105	52.12126	2.86e+08	36.23051	41.80921	38.46551
6	-1170.093	79.75959*	1.31e+08	35.24287	41.90132	37.91045
7	-1115.616	49.64992	1.13e+08*	34.77510	42.51329	37.87525
8	-1070.198	34.49480	1.42e+08	34.53666*	43.35461	38.06940

* indicates lag order selected by the criterion

LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level)

FPE: Final prediction error

AIC: Akaike information criterion

SC: Schwarz information criterion

HQ: Hannan-Quinn information criterion

ويتضح من الجدول السابق انه وفقا لاختبار sc و hq فإن فترات الإبطاء المثلى للنموذج

هي فترة أبطاء واحدة.

2- تقدير النموذج:

يظهر الجدول التالي نتائج تقدير نموذج تصحيح الخطأ ومعلومات الأجل الطويل بطريقة

PMGE

Dependent Variable: D(K)

Method: ARDL

Sample: 1996 2015

Included observations: 157

Dependent lags: 1 (Fixed)

Dynamic regressors (1 lag, fixed): G ED ED2 DEF C01

Fixed regressors: C

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.*
Long Run Equation				
G	2.129611	0.363003	5.866646	0.0000
ED	0.198734	0.101296	1.961915	0.0524
ED2	-0.001397	0.000632	-2.211575	0.0292
DEF	-0.326588	0.121828	-2.680730	0.0085
C01	0.185676	0.130315	1.424826	0.1572
Short Run Equation				
COINTEQ01	-0.148166	0.045863	-3.230613	0.0017
D(G)	-0.072762	0.115816	-0.628257	0.5312
D(ED)	-0.256661	0.160896	-1.595198	0.1137
D(ED2)	0.003955	0.002507	1.577396	0.1177
D(DEF)	0.244957	0.096261	2.544704	0.0124
D(C01)	-0.396453	0.114289	-3.468854	0.0008
C	0.701242	0.369688	1.896850	0.0606
Mean dependent var	-0.212759	S.D. dependent var	2.269919	
S.E. of regression	1.492741	Akaike info criterion	3.063175	
Sum squared resid	231.7408	Schwarz criterion	4.307534	
Log likelihood	-195.4331	Hannan-Quinn criter.	3.568044	



*Note: p-values and any subsequent tests do not account for model selection.

فمن خلال الجدول السابق يتضح أن جميع المعلمات في الأجل الطويل معنوية باستثناء واحد وهو نسبة العجز في الحساب الجاري إلى الناتج المحلي للإجمالي. وتظهر معلمات الأجل القصير أن معامل تصحيح الخطأ سالب ومعنوي عند مستوى معنوية 5% مما يدل على أن النموذج يتضمن آلية تعديل أو تصحيح الخطأ، حيث تبلغ نسبة تصحيح اختلال التوازن 14,8% من أخطاء الأجل القصير يمكن تصحيحها في العام الأول من أجل العودة إلى الوضع التوازني في الأجل الطويل.

ونلاحظ أيضاً أن المتغيرات معدل النمو في الناتج ونسبة الدين الخارجي إلى الناتج المحلي للإجمالي ومربع نسبة الدين الخارجي إلى الدخل المحلي غير معنوية عند مستوى معنوية 5%. بينما المتغيرات نسبة عجز الموازنة إلى الناتج المحلي للإجمالي ونسبة العجز في الحساب الجاري إلى الناتج المحلي للإجمالي معنوية عند مستوى 5%.

وعند تحليل اتجاه العلاقة بين المتغيرات المفسرة والمتغير التابع نجد أن في الأجل الطويل توجد علاقة طردية بين معدل نمو الناتج المحلي للإجمالي وبين معدل الإستثمار وأيضاً نجد علاقة طردية بين نسبة الدين الخارجي إلى الناتج المحلي للإجمالي ومعدل الإستثمار وذلك في الأجل الطويل.

وتكون شكل دالة النموذج في الأجل الطويل

$$k = 2.129g + 0.1987ed - 0.00139ed^2 - 0.3265def + o.185co_1$$

وللتوصل إلى نقطة انقلاب الدالة، سوف يتم إجراء المشتقة الجزئية التفاضلية الأولى للدالة

$$\frac{dk}{ded} = 0.1987 - 0.00139 ed$$

$$0 = 0.1987 - 0.00139 ed$$

$$0.00139 ed = 0.1987$$

$$ed = \frac{0.1987}{0.00139} = 142.9\%$$

وذلك يعني أن الدالة تتحول من العلاقة الطردية إلى علاقة عكسية عند وصول نسبة الدين العام الخارجي إلى الدخل المحلي للإجمالي إلى 142,9% وهنا يتحول تأثير الدين العام الخارجي كنسبة من الدخل المحلي من تأثير إيجابي على الإستثمار إلى تأثير سلبي ومن هنا يتضح انه طالما ظلت نسبة الدين الخارجي إلى الدخل المحلي للإجمالي أقل من 142,9% فإنها في الحدود الأمانة.

6- النتائج:

يهدف البحث لإلقاء الضوء على الجدل الدائر حول أثر الدين الخارجي على الإستثمار المحلي وما إذا كان سلبيا أم إيجابيا والوقوف على شكل العلاقة وما إذا كان هناك عتبة أو حد اقصى تتقلب عنده العلاقة من إيجابية لسلبية أو العكس، وقد تمثلت النتائج في التالي:

1- قبول الفرض الأول الذي ينص على أن الدين الخارجي ممثل بنسبة الدين العام الخارجي إلى الناتج المحلي للإجمالي يؤثر بشكل إيجابي في معدل الإستثمار المحلي إذ انه أحد موارد تمويل الإستثمار، إذ يؤدي زيادة معدل الدين الخارجي إلى الناتج المحلي للإجمالي ب 1% إلى زيادة معدل الإستثمار المحلي ب 0,19%.

2- تم قبول الفرض الثاني والذي يقر بأن العلاقة بين نسبة الدين العام الخارجي إلى الناتج المحلي للإجمالي ومعدل الإستثمار المحلي في شكل دالة غير خطية من الدرجة الثانية، بالشكل الذي يؤدي إلى وجود حد اقصى أو عتبة threshold بعدها يؤثر المتغير الأول سلبيا في المتغير الثاني، فقد وجد أن الدالة تتحول من العلاقة الطردية إلى علاقة عكسية عند وصول نسبة الدين العام الخارجي إلى الدخل المحلي للإجمالي إلى 142,9% وهنا يتحول تأثير الدين العام الخارجي كنسبة من الدخل المحلي من تأثير إيجابي على الإستثمار إلى تأثير سلبي ومن هنا يتضح انه طالما ظلت نسبة الدين الخارجي إلى الدخل المحلي للإجمالي أقل من 142,9% فإنها في الحدود الأمانة. هذا ويمكن تفسير التباين في مستوي الدين الحرج بين نتائج الدراسة و الدراسات السابقة لبعض العوامل الناتجة من اختلاف عينة الدراسة، التي تجعل تأثير نفس مستوي الدين العام الخارجي إيجابيا أو حياديا أو سلبيا من دولة لأخرى ، وتعد من أهم تلك العوامل هي كفاءة المؤسسات و السياسات الإقتصادية الخاصة بكل دولة من دول العينة، وأيضا يمكن إرجاع ذلك للاختلاف أوجه انفاق حصيد



القروض العامة بالإضافة إلي مستوى ممارسة الديمقراطية ، ومدى وجود موارد أو مدخرات عاطلة بالاقتصاد، حيث تعتبر تلك العوامل من أهم الأسباب التي تفسر اختلاف نتائج الدراسة مع نتائج الدراسات السابقة.

3- يوجد أثر إزاحة مالية متمثل في أن معلمة نسبة عجز الموازنة العامة إلى الناتج المحلي للإجمالي قيمتها -0,3265 كما أنها معنوية إحصائياً، بما يعني أن إرتفاع عجز الموازنة العامة ب 1% من الناتج المحلي للإجمالي سوف يؤدي إلى انخفاض معدل الإستثمار المحلي بمقدار 0,3265%.

7- التوصيات:

- توصي الدراسة وفقاً لما تم استنتاجه من نتائج تطبيقية وتحليل للدراسات السابقة بالتالي:
- لا حرج على البلدان النامية التي تعاني من فجوة في المدخرات أن تلجأ إلى الإقتراض الأجنبي، شرط مراعاة المعايير الإقتصادية للإستثمار وضمن استثمار القروض الأجنبية في المشاريع التي من شأنها أن تولد عوائد كافية لسداد تلك الديون.
 - يجب مراعاة عتبة الدين الخارجي أو الحد الفاصل بين الأثر الإيجابي للديون الخارجية والأثر السلبي، والتي سوف تختلف بالضرورة من بلد لأخرى وفقاً للظروف الإقتصادية الأخرى، فوفقاً لما تم استخراجه من تحليل الفرض الثاني توجد عتبة مقدارها 142.9% -كنسبة للدين الخارجي إلى الناتج المحلي الإجمالي- لعينة الدول المختارة، إلا أنه تجدر الإشارة إلى أن هذه القيمة ليست مطلقة لجميع الدول في جميع الظروف، ولكنها تعبر عن متوسط لدول العينة.
 - يجب على الحكومة مراعاة مجموعة من العوامل عند تحديد الحد الأمثل من الدين الخارجي، وتعد من أهم تلك العوامل هي كفاءة المؤسسات والسياسات الإقتصادية الخاصة بالدولة، وأوجه إنفاق حصيلة القروض العامة بالإضافة إلي مستوى ممارسة الديمقراطية ومحاسبة الحكومة على الأداء الإقتصادي، ومدى وجود موارد أو مدخرات عاطلة بالاقتصاد الوطني.

المراجع:

- 1- زكي، رمزي (1978)، أزمة الديون الخارجية- رؤية من العالم الثالث، الهيئة المصرية العامة للكتاب.
- 2- حنفي، محمد ناظم (1999)، مشاكل إقتصادية معاصرة، بدون ناشر.
1. Abd Rahman, M. H., 2012, How Federal Government's Debt Affect the Level of Economic Growth? *International journal of Trades, Economics and Finance* 3(4), 323-326.
 2. Abdullahi, M. M., Bakar, N. A. B. A., & Hassan, S. B. (2016). Debt overhang versus crowding out effects: Understanding the impact of external debts on capital formation in theory. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 6(1), 271-278.
 3. Ajab, A.A., Audu, I. (2006), External debt, investment and economic growth: Evidence from Nigeria. Central Bank of Nigeria; Economic and Financial Review, 44 (1), 81-113.
 4. Anoruo, E and Ahmad, Y (2001) Causal Relationship between Domestic Savings and Economic Growth: Evidence from Seven African Countries, *African Development Bank*, Blackwell publisher, Oxford.
 5. Arslanalp, S., Henry, P.B. (2004), Helping the poor to help themselves: Debt relief or Aid. <http://www.gsbapps.stanford.edu/researchpapers/library/RP1838.pdf>.
 6. Atique, R. and Malik, K. (2012). Impact of Domestic and External Debt on the Economic Growth of Pakistan. *World Applied Sciences Journal*, 20(1): 120-129.
 7. Baharumshahl et al (2003) Savings Dynamic in Asian Countries, *Journal of Asian Economics*, Vol. 13: 827-845.
 8. Butts, H. C., (2009), Short Term External Debt and Economic Growth-Granger Causality: Evidence from Latin America and the Caribbean. *Rev Black Polit Econ* 36, 93-111.
 9. Butts, H. C., Mitchell, I., and Berkoh, A., (2012), Economic Growth Dynamics and Short-Term External Debt in Thailand. *The Journal of Developing Area*, 46(1), 91-111.
 10. Carroll, C. D., and D. N. Weil (2000) Saving and Growth: with Habit Formation, *American Economic Review*, Vol. 90, 3: 351-55.



11. Chowdhury, A.R. (2001), External debt and growth in developing countries: A sensitivity and causal analysis. Discussion Paper 95. World Institute for Development Economics Research (WIDER), United Nations University, Helsinki.
12. Clements, B., Bhattacharya, R., Nguyen, T. (2005), Can Debt Relief Boost Growth in Poor Countries? Washington, DC: International Monetary Fund. Economic Issues.
13. Clements, B., Gupta, S., Inchauste, G. (2003), Fiscal policy for economic development: An overview. Available from: <http://www.imf.org/external/pubs/nft/2004/hcd/ch01.pdf>.
14. Coban, H., & Balikçioğlu, E. (2016). Triple Deficit or Twin Divergence : A Dynamic Panel Analysis. *The International Journal of Economic and Social Research*, 12(1), 271–280.
15. Desphane, A. (1997). “The debt overhang and the disincentive to invest”. *Journal of Development Economics*, 52: 169-187.
16. Elbadawi, I. A., Benno, J., Ndulu, C., and Njuguna, N. (1996). Debt overhang and economic growth in SubSaharan Africa, in Zubair Iqbal and Ravi Kanbur (eds.), *External finance for low-Income Countries* (4976), International Monetary Fund.
17. Emerenini, F. M., Nnanna, A. U. (2015). Debt Management and Economic Growth Empirical Evidence from Nigeria. *International Journal of Innovative Research & Development*, 4(1), 243-258.
18. Fosu, A. K. (1999). The external debt burden and economic growth in the 1980s: Evidence from Sub Saharan Africa, *Canadian Journal of Development Studies* 20 (2): 307-318.
19. Frimpong, M. and Oteng-Abayie, E. F. (2003). The impact of external debt on economic growth in Ghana: A Cointegration Analysis. *Journal of Science and Technology*, 26(3): 121-130
20. Hameed, H. A. and Chaudhary M. A. (2008). External Debt and its Impact on Economic and Business Growth in Pakistan. *International Research Journal of Finance and Economics*, 20: 132-140.
21. Hunt, S.D. (2007), Economic growth: Should policy focus on investment or dynamic competition? *European Business Review*, 19(4), 279-291.
22. Javidanrad F (2011) , the dynamic of business cycle in Kalecki's theory: available at:

- http://www.hetecon.net/documents/ConferencePapers/2011Refereed/Javidanrad_AHE2011014R.pdf
23. Jayaraman, T.K. and Lau E. (2008). Does external debt lead to economic growth in Pacific Island countries? *Journal of Policy Modeling* 31: 272–288.
 24. Krugman, P. (1988). “Financing versus forgiving a debt overhang”. *NBER Working Paper* 2486. www.nber.org/papers.
 25. Kumar, M. S. and Woo, J. (2010). Public Debt and Growth. *IMF Working Paper* No. 10/174, <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download>.
 26. Magoti, E., Mabula, S., & Ngong’ho, S. B. (2020). Triple Deficit Hypothesis: A Panel ARDL and DumitrescuHurlin Panel Causality for East African Countries. *African Journal of Economic Review*, 8(1), 144-161.
 27. Mohan, R. (2006) Causal Relationship between Savings and Economic Growth in Countries with different Income Levels. *Economic Bulletin*, Vol. 5, No. 3: 1-12.
 28. Munir, Q., Nasir, W. A., & Ching, K. S. (2016). Determining the Optimal Level of External Debt and Debt-Growth Relation: A Case Study of Malaysia. In *Proceedings of the Annual Vietnam Academic Research Conference on Global Business, Economics, Finance and Social Sciences (API6 Vietnam Conference)* (Vol. 7, No. 9, pp. 1-12).
 29. Musebu S. (2012). Debt Overhang and Economic Growth in HIPC Countries: The Case of Southern African Development Community (SADC), *International Journal of Economics and Finance*, 4(10): 82-92, ISSN 1916-971X.
 30. Panizza, U., Sturzenegger, F. and J Zettelmeyer, J. (2010). International Government Debt. *UNCTAD Discussion Paper* No. 199. Geneva, UNCTAD, June. <http://EconPapers.repec.org/RePEc:wpbsdt:2010-03>.
 31. Pattillo, C., Poirson H. and Ricci, L. (2002). External Debt and Growth. *IMF Working Paper* 02/69, 1-47. <http://www.imf.org/pubs/2002>.
 32. Pattillo, C., Poirson, H., Ricci, L., Kraay, A., and Rigobon, R. (2004). Through what channels does external debt affect growth? *The Brooking Trade Forum*, 229-277. <http://www.grips.ac.jp/docu01/paper06>.



33. Pesaran, H. M., Shin, Y., and Smith, R. J., 2001. Bounds Test Approaches to the Analysis of Level Relationships. *J. Appl. Econometrics* 16, 289–326.
34. Pesaran, H., Chudik, A., Mohaddes, K., & Raissi, M. (2015). *Long-Run Effects in Large Heterogeneous Panel Data Models with Cross-Sectionally Correlated Errors*. Federal Reserve Bank of Dallas.
35. Reinhart, C.M. and Rogoff, K.S. (2010). “Growth in a Time of Debt”. *American Economic Review*, 100 (2): 573-578.
36. Reinhart, C.M., Reinhart, V.R. and Rogoff, K.S. (2012), “Public Debt Overhangs: Advanced-Economy Episodes since 1800,” *Journal of Economic Perspectives*, 26(3), 69–86.
37. Şen, H., & Kaya, A. (2016). Are the twin or triple deficits hypotheses applicable to post-communist countries?. At: https://www.researchgate.net/publication/295478677_Are_the_twin_or_triple_deficits_hypotheses_applicable_to_post-communist_countries/link/56cab51108ae5488f0d951b4/download
38. Senadza, B., Fiagbe, K., & Quartey, P. (2017). The effect of external debt on Economic growth In Sub-Saharan Africa. *International Journal of Business and Economic Sciences Applied Research (IJBESAR)*, 11(1).
39. Serieux, J. and Yiagadeesen S. (2001). The debt service burden and growth: Evidence from low income countries. The North-South Institute, Ottawa, at: <http://www.researchgate.net/publication> .
40. Shkolnyk, I., & Koilo, V. (2018). The relationship between external debt and economic growth: Empirical evidence from Ukraine and other emerging economies. *Investment Management and Financial Innovations*, 15(1).
41. Siddique, A., Selvanathan, E. A., & Selvanathan, S. (2015). *The impact of external debt on economic growth: Empirical evidence from highly indebted poor countries*. University of Western Australia, Economics.
42. Sinha, D and Sinha T (1998) Cart Before Horse? The Saving-Growth Nexus in Mexico, *Economics Letter*, 61:43-47.
43. Todaro, P. M. and Smith, S. C. (2012). *Economic Development*, (12th edition). Washington D.C.: Pearson Education, Harlow.
44. UNCTAD (2016). Economic development in Africa Report 2016. Debt dynamics and development finance in Africa. www.unctad.org/en/PublicationsLibrary/aldcafrica2016_en.pdf .

-
45. UNCTAD (2019). *The World Investment Report*, at <https://unctad.org/en/pages/PublicationWebflyer.aspx?publicationid=2460>
46. Wang, F. (2009), The effects of foreign borrowing policies on economic growth: Success or failure? *Journal of Economic Policy Reform*, 12(4), 273-284.
47. Were, M. (2001). The Impact of External Debt on Economic Growth in Kenya: An Empirical Assessment, *UNU-WIDER Research Paper*, DP2001/116. <http://www.wider.unu.edu/publication> .
48. World Bank, (2015): *World Development Indicators (WDI)*, Washington, DC: *World Bank*.