

تأثير أسعار الفائدة على تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر وغير المباشر في مصر

*المراسلة:

Fatma.ragaa@nub.edu.eg

١ كلية إدارة الأعمال - جامعة النهضة

د. فاطمة رجاء عبد الفتاح *

الملخص:

يهدف هذا البحث إلى دراسة تأثير أسعار الفائدة على تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر وغير المباشر في مصر خلال الفترة (١٩٩١-٢٠٢٣). انطلقت الدراسة من فرضية رئيسية مؤداها وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين أسعار الفائدة وتدفقات الاستثمارات الأجنبية. اعتمدت الباحثة على منهج يجمع بين التحليل الوصفي والتحليل القياسي باستخدام نماذج التكامل المشترك (ARDL) واختبارات السكون، وذلك لقياس العلاقة قصيرة وطويلة الأجل بين أسعار الفائدة وكل من الاستثمار الأجنبي المباشر وغير المباشر.

أظهرت النتائج أن ارتفاع أسعار الفائدة في مصر أدى إلى جذب استثمارات أجنبية غير مباشرة (الأموال الساخنة) في أدوات الدين الحكومية، لكنه مثل عاملاً مثبطاً للاستثمار المحلي والمباشر نظرًا لزيادة تكلفة الاقتراض. كما بينت النتائج أن العلاقة بين أسعار الفائدة وتدفقات الاستثمار تتأثر بعوامل أخرى مثل سعر الصرف، معدلات التضخم، والاستقرار المؤسسي. خلصت الدراسة إلى ضرورة تبني سياسات نقدية أكثر توازنًا تراعي تحقيق الاستقرار المالي دون الإضرار بجاذبية الاستثمار المباشر طويل الأجل، مع تعزيز البيئة المؤسسية وتحسين البنية التحتية لتشجيع الاستثمار الإنتاجية.

الكلمات المفتاحية: أسعار الفائدة، الاستثمار الأجنبي المباشر (FDI) الاستثمار الأجنبي غير المباشر (FPI) السياسة النقدية، التكامل المشترك (ARDL) سعر الصرف، التضخم، تدفقات رؤوس الأموال

Abstract

This research aims to examine the impact of interest rates on foreign direct and indirect investment flows in Egypt during the period (1991–2023). The study is based on the main hypothesis that there is a statistically significant relationship between interest rates and foreign investment inflows. The researcher employed a methodology that combines descriptive analysis with econometric techniques, particularly the ARDL co-integration models and stationarity tests, to measure both the short- and long-term relationships between interest rates and both foreign direct and indirect investment.

The results indicate that rising interest rates in Egypt have attracted foreign portfolio investments (“hot money”) into government debt instruments, while acting as a deterrent to domestic and direct investments due to higher borrowing costs. The findings also show that the relationship between interest rates and investment flows is influenced by other factors such as exchange rates, inflation, and institutional stability. The study concludes by recommending the adoption of a more balanced monetary policy that ensures financial stability without undermining the attractiveness of long-term direct investment, alongside strengthening institutional frameworks and improving infrastructure to encourage productive investments.

keywords: Interest Rates; Foreign Direct Investment (FDI); Foreign Portfolio Investment (FPI); Monetary Policy; Co-integration (ARDL); Exchange Rate; Inflation; Capital Flows

مقدمة

تحتاج عملية التنمية الاقتصادية إلى رأس مال لتمويل المشروعات التي تتطلبها خطط التنمية؛ وعادة ما يتم التمويل بوسائل محلية أو خارجية وتعتمد الوسائل المحلية على المدخرات الاختيارية للقطاع العام وقطاع الأعمال أو الإجبارية التي تتمثل في الضرائب، ومع معاناة اقتصادات الدول النامية من نقص رؤوس الأموال المحلية رأس المال المحلي كان ينبغي التوجه إلى الخارج للحصول على ما يساعدها في عملية التنمية، ورأت تلك الدول أن الحل يكمن في الاستثمار الأجنبي سواء كان مباشراً أو غير مباشر.

لذلك تعد الاستثمارات الأجنبية أحد المكونات الحيوية في بناء اقتصادات الدول النامية والناشئة لما تحققة من فوائد متعددة على المستويين الجزئي والكلّي في دعم النمو الاقتصادي وتحسين كفاءة تخصيص الموارد بالإضافة إلى زيادة معدلات التوظيف ونقل التكنولوجيا والخبرات الفنية، وتنقسم هذه الاستثمارات إلى نوعين رئيسيين وهما الاستثمارات الأجنبية المباشرة (FDI) وهي التي تنطوي على مساهمات في مشروعات حقيقية داخل الدولة المضيفة، والاستثمارات الأجنبية غير المباشرة (FPI) والتي تتركز في أدوات مالية مثل الأسهم والسندات، ويعد من بين أهم العوامل المؤثرة في جذب أو نفور هذه الاستثمارات سياسات سعر الفائدة التي تتبناها الدولة لما لها من دور مباشر في تحديد تكلفة الاقتراض والعائد المتوقع على الاستثمار، وبالتالي تحديد مدى جاذبية السوق المحلي لرؤوس الأموال الأجنبية.^١

وبناء على ما تقدم، فقد اتجهت العديد من الدول النامية ومنها مصر إلى تشجيع الاستثمارات الأجنبية ولاسيما المباشرة منها، وقد فتح الطريق لتلك الاستثمارات العديد من السياسات وتقديم الكثير من الحوافز والضمانات لتلك الاستثمارات تحت ما يسمى بسياسة الانفتاح الاقتصادي وغيرها، مما ترتب عليه زيادة أهمية الاستثمارات الأجنبية والتي زادت بنسبة كبيرة جداً كنتيجة لتزايد التشابك في العلاقات الاقتصادية الدولية وأصبحت كافة الدول سواء المتقدمة أو النامية تتسابق بكل قوتها من أجل استقطاب تلك الاستثمارات.

وذلك إلى جانب أن مصر تعاني من فترة طويلة من عجز في الموازنة العامة للدولة، والذي يحتم على الحكومة اللجوء إلى الودائع الادخارية في البنوك المختلفة للحصول على قروض لتمويل هذا العجز المتنامي والذي تخطى حاجز التريليون و ٣٠٠ مليار جنيه مصري وبالتالي فإن ذلك يحدث ما يسمى اقتصادياً بأثر المضاحمة وتعني الاستثمارات العامة للاستثمارات الخاصة على القروض والودائع في البنوك المحلية، الأمر الذي يؤثر سلباً على مجمل الاستثمارات في القطاع الخاص في

^١ محمد حسب الله ، أميرة، محددات الاستثمار الأجنبي المباشر وغير المباشر في البيئة الاقتصادية العربية دراسة مقارنة تركيا كوريا الجنوبية، القاهرة، الدار الجامعية ، ٢٠٠٥.

مصر خاصةً إذا كان توجيه الدولة لهذه القروض المحلية فقط لتمويل العجز الجاري في الموازنة وليس لتمويل أي استثمارات حكومية جديدة.^١

وعلاوة على ما سبق، فقد شكّل قرار تحرير سعر صرف الجنيه المصري نقطة تحول رئيسية في مسار تدفق الاستثمارات الأجنبية إلى مصر، حيث أدى الانخفاض الحاد في قيمة الجنيه إلى جذب استثمارات غير مباشرة ضخمة في أدوات الدين الحكومية مستفيدة من ارتفاع أسعار الفائدة التي وصلت إلى أكثر من ١٨٪ في بعض الفترات، وهو ما عرف اصطلاحاً بـ "الأموال الساخنة" (hot money) التي تتسم بطبيعتها قصيرة الأجل وسرعة خروجها عند تغير الأوضاع الاقتصادية أو السياسية.^٢

وفي ظل هذا المناخ تبرز الاستثمارات الأجنبية كأحد المصادر الأساسية التي يمكن اللجوء إليها لتمويل المشروعات الاستثمارية التي تستوعب الأعداد الكبيرة من المتعطلين في مصر، إضافة إلى إحداث نوع من الرواج الاقتصادي وزيادة نمو الناتج القومي الذي مازال يدور حول مدى أقل من ٣٪ منذ ثورة يناير ٢٠١١.

مشكلة البحث

يبرز الاستثمار الأجنبي كمظهر من مظاهر العولمة الاقتصادية، فالاتجاه الاقتصادي العالمي الحديث القائم على فلسفة اقتصاد السوق والانفتاح الاقتصادي داخلياً وخارجياً جعل من الاستثمار الأجنبي المباشر من أهم القضايا التي تعنى بها السياسات الاقتصادية لمختلف الدول وخاصة النامية منها والتي عرفت مشاكل إحقاق التجارب التنموية المختلفة أو ذات التوجه الداخلي وخاصة ظاهرة المديونية الخارجية المرتفعة والعجز عن تمويل برامج التنمية المتعددة، ورغم جدلية الإيجابيات والسلبيات التي تحط بالاستثمار الأجنبي المباشر إلا أن هناك إدراك عالمي من قبل أغلب دول العالم عن حتمية الانفتاح أمام الاستثمار الأجنبي المباشر باعتباره بديل لعملية التمويل التقليدي المكلف للتنمية ومحفز بارز للنمو الاقتصادي وعامل مباشر في التقليل من البطالة وتوفير فرص العمل.^٣

وعلى الرغم من مكانة الاستثمار الأجنبي المباشر في تنمية اقتصاديات الدول المتقدمة والنامية على حد سواء وسعى الدول النامية لاستقطاب رؤوس الأموال الأجنبية بتحسين البيئة الاستثمارية وتشريع واستحداث القوانين الجاذبة للاستثمار وتعزيز تنافسية الاقتصاد والقطاعات المختلفة لجذب عدد أكبر من حجم المستثمرين، إلا أن الواقع يشير إلى أن بعض الدول لازالت تعاني من انخفاض التدفقات الاستثمارية الأجنبية المباشرة مقارنة بالدول الأخرى نتيجة وجود العديد من

^١ محمد عطية، اياد، محددات الاستثمار الأجنبي المباشر وأساليب تشجيعية، رسالة ماجستير، الزقازيق، كلية التجارة، جامعة الزقازيق، ٢٠٠١.

^٢ Central Bank of Egypt. Monthly Statistical Bulletin. Various issues

<https://www.cbe.org.eg>

^٣ عبد العظيم، فاطمة، تحليل العلاقة بين أسعار الفائدة والاستثمارات الأجنبية في مصر، مجلة الاقتصاد والتنمية ١٩ عدد ٢، ٢٠٢٢.

المعوقات التي تواجهها، الأمر الذي يؤدي إلى تراجع عجلة التنمية الاقتصادية، وتتضح تلك المعوقات بشكل كبير في مصر، حيث تعاني من عجز شديد في الإنتاج أدى إلى انخفاض عملية التنمية الاقتصادية وعجز شديد في الموارد الاقتصادية وارتفاع مضطرب في الأسعار، لذا يجب على الدولة التفكير وعلى وجه السرعة في إيجاد حلول عاجلة لهذه المشكلات التي تتفاقم يوما بعد يوم، علماً بأنه ينبغي الاهتمام بالإنتاج باعتباره الحل الأمثل لكل ما يتم معاناته من مشكلات اقتصادية ومن ثم يلزم التوجه للاستثمار الأجنبي، حيث أنه من ضمن الحلول المناسبة لتخطي تلك الأزمات الشائكة التي تواجه الاقتصاد المصري، ولكن الاستثمار الأجنبي يحتاج إلى تدخلات من الدولة لكي تشجعه على الدخول إلى مصر، إذن لابد من تشريعات وقوانين تحفز ذلك الاستثمار والعمل بشكل جدى على القضاء على معوقات هذا الاستثمار.^١

واستطراداً لما سبق فإن مشكلة البحث تتمثل في التساؤل التالي ما مدى تأثير الفائدة على تدفقات الاستثمار الأجنبي الي مصر؟

أهمية البحث

الأهمية العلمية

تنبع الأهمية العلمية لهذا البحث من تناوله أحد المحاور الجوهرية في السياسات النقدية والاقتصاد الكلي، والتمثل في دور سعر الفائدة كأداة مؤثرة في تحفيز النشاط الاقتصادي. حيث يسلط البحث الضوء على الأثر المزدوج لسعر الفائدة في كلٍّ من تنشيط الاستثمار المحلي وجذب الاستثمارات الأجنبية المباشرة، إلى جانب تأثيره على سلوك الإنفاق الاستهلاكي. كما يقدم إطاراً تحليلياً لمقارنة التجربة المصرية مع التوجهات العالمية، خاصة في الدول الصناعية الكبرى التي اتجهت نحو تخفيض أسعار الفائدة إلى مستويات منخفضة تاريخياً، الأمر الذي يثري الأدبيات الاقتصادية ويعزز الفهم النظري لتفاعلات سعر الفائدة مع مؤشرات الاقتصاد الكلي.

الأهمية العملية

تتمثل الأهمية العملية للبحث في قدرته على تقديم توصيات قائمة على أسس علمية لصناع القرار في مصر حول كيفية إدارة أسعار الفائدة بما يحقق التوازن بين دعم النمو الاقتصادي والحفاظ على الاستقرار المالي. فمن خلال تحليل أثر خفض سعر الفائدة على تدفق الاستثمارات الأجنبية، وتشجيع الاستثمار المحلي، وتنشيط الإنفاق الاستهلاكي، وكذلك تخفيف عبء خدمة الدين الحكومي، يمكن للبحث أن يسهم في صياغة سياسات نقدية أكثر فاعلية. كما يتيح النتائج التي يتوصل إليها فرصة لتطوير استراتيجيات اقتصادية تراعي خصوصية السوق المصري مع الاستفادة من التجارب الدولية الناجحة

^١ السيد حلمي، حازم، الاستثمار الأجنبي المباشر في مصر: معوقاته وسبل التغلب عليها، مجلة الدراسات والبحوث التجارية، جامعة بنها، كلية التجارة، العدد ٤، ٢٠١٦

فرضية البحث

استند البحث على فرضية رئيسية مؤداها: توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين سعر الفائدة وتدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر وغير المباشر في مصر.

منهجية البحث

اعتمد البحث على المنهج الاستقرائي والاستنباطي والأسلوب الوصفي التحليلي بالنسبة للجانب النظري، وذلك فيما يتعلق بتحليل ودراسة البيانات المتعلقة بالمتغيرات الاقتصادية الكلية ودراسة البيانات ومعدلات النمو وذلك من خلال وصف وتحليل واقع تدفقات الاستثمار الأجنبي في الاقتصاد المصري وتطور تتابع معدلات التنمية بها.

أما بالنسبة للجانب التطبيقي؛ فقد تم الاعتماد على مناهج الاقتصاد القياسي وذلك لاختبار وقياس العلاقة بين سعر الفائدة وبين الاستثمار الأجنبي بنوعيه بالإضافة إلى الاستثمارات المحلية، وذلك من خلال تطبيق اختبارات الاستقرار واختبار التكامل المشترك.

الدراسات السابقة

١. رزق الله (2024)، "العوامل المؤسسية والاستثمار الأجنبي المباشر في مصر: هل يختلف التأثير تبعاً لنوع القطاع؟"

هدفت هذه الدراسة إلى تحديد المحددات المؤسسية الاقتصادية والسياسية على المستويين الإجمالي والقطاعي لتدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر الوافدة إلى مصر. اعتمدت الدراسة على بيانات ربع سنوية للفترة 2008-2020، واستخدمت أسلوب الانحدار المتعدد مع تطبيق تحليل المكونات الرئيسية، وانحدار Ridge، وانحدار Stepwise للتغلب على مشكلة الارتباط الخطي المتعدد غير التام. توصلت النتائج إلى أن العوامل المؤسسية الاقتصادية والسياسية، خصوصاً النظام القانوني وحقوق الملكية والحريات المدنية والديمقراطية والحقوق السياسية والأنظمة السياسية، تعد مهمة في جذب الاستثمارات الأجنبية المباشرة، غير أن الأثر الإيجابي القوي يتحقق فقط بعد وصول هذه العوامل إلى مستويات عتبات معينة، أي قيمة حدية Threshold يجب أن تصل إليها أو تتجاوزها العوامل المؤسسية حتى يبدأ أثرها الإيجابي القوي في الظهور على جذب الاستثمارات الأجنبية المباشرة.

٢. عبد الحميد (2021)، "أثر التغيرات الاقتصادية الكلية على الاستثمار الأجنبي المباشر في مصر".

استهدفت الدراسة تحليل أثر مجموعة من المتغيرات الاقتصادية الكلية على تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر إلى مصر، مع التركيز على سعر الفائدة خلال الفترة 2000-2019. اعتمدت على بيانات سنوية واستخدمت أسلوب الانحدار الخطي المتعدد لقياس العلاقة بين المتغيرات. أظهرت النتائج وجود علاقة عكسية بين سعر الفائدة وتدفق الاستثمار الأجنبي المباشر، حيث يؤدي ارتفاع

أسعار الفائدة إلى زيادة تكلفة الاقتراض، مما يقلل من جاذبية السوق المصري أمام المستثمرين الأجانب.

٣. حسن (2020) ، "تحليل العلاقة بين سعر الفائدة وتدفقات المحافظ الاستثمارية في الأسواق الناشئة: دراسة حالة مصر".

ركزت هذه الدراسة على تحليل العلاقة بين سعر الفائدة المحلي وتدفقات الاستثمار الأجنبي غير المباشر، وخاصة المحافظ الاستثمارية، خلال الفترة 2005-2018، باستخدام بيانات ربع سنوية. اعتمدت على منهج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة (ARDL) توصلت النتائج إلى أن ارتفاع سعر الفائدة المحلي يجذب استثمارات المحافظ قصيرة الأجل الباحثة عن العائد المرتفع، لكنه في المقابل يرفع من حدة التقلبات ويزيد من هشاشة السوق المالية في مصر.

٤. الصاوي (2018) ، "سعر الفائدة ودوره في توجيه الاستثمارات الأجنبية في مصر: تحليل قياسي للفترة ١٩٩٥-٢٠١٥".

اعتمدت الدراسة على بيانات سنوية للفترة 1995-2015، واستخدمت نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية (ARDL) لقياس أثر سعر الفائدة على تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر وغير المباشر في مصر. بينت النتائج أن العلاقة بين سعر الفائدة والاستثمارات الأجنبية تختلف باختلاف نوع الاستثمار؛ إذ يهتم المستثمر الأجنبي المباشر بعوامل إضافية مثل الاستقرار السياسي، وتطور البنية التحتية، وتوافر القوى العاملة المؤهلة، بينما يتأثر الاستثمار غير المباشر بدرجة أكبر بسعر الفائدة.

ثانياً؛ الدراسات باللغة الانجليزية.

1. Aldiat & AYu (2024) ، "The Influence of Inflation, Exchange Rate and Composite Stock Price Index on FPI in Indonesia"

هدفت هذه الدراسة إلى تحليل أثر التضخم، وسعر الصرف، وسعر الفائدة، ومؤشر أسعار الأسهم المركب على الاستثمار الأجنبي غير المباشر في إندونيسيا. اعتمدت على بيانات سنوية للفترة (2003-2022 بحسب البيانات الواردة في النص الكامل للدراسة)، واستخدمت الانحدار الخطي المتعدد لتقييم العلاقة بين هذه المتغيرات الاقتصادية الرئيسية وتدفقات الاستثمار الأجنبي غير المباشر. أظهرت النتائج أن التضخم له تأثير سلبي لكنه غير دال إحصائيًا، بينما أظهر سعر الصرف تأثيرًا سلبيًا قويًا ومعنوي إحصائيًا، ما يعكس حساسية المستثمرين الأجانب لتقلبات العملة. كما تبين أن سعر الفائدة له تأثير إيجابي ودال إحصائيًا، في حين سجل مؤشر أسعار الأسهم المركب تأثيرًا سلبيًا لكنه غير دال إحصائيًا.

2. Bello & Sulaiman (2024), "Effect of Interest Rates on Foreign Direct Investment (FDI) in Nigeria"

تناولت هذه الدراسة أثر أسعار الفائدة على الاستثمار الأجنبي المباشر في نيجيريا، مع إدراج متغيرات أخرى مثل سعر الصرف ومعدلات التضخم. اعتمدت على بيانات سنوية للفترة 1990-2020، واستخدمت نماذج الاقتصاد القياسي بما في ذلك اختبارات التكامل المشترك ونماذج تصحيح الخطأ (VECM). خلصت النتائج إلى وجود علاقة تكاملية طويلة الأجل بين المتغيرات الثلاثة، حيث أظهر ارتفاع سعر الصرف أثرًا سلبيًا على الاستثمار الأجنبي المباشر، بينما كان تأثير أسعار الفائدة الحقيقية سلبيًا لكن بدرجة معتدلة، وأثر معدلات التضخم كان سلبيًا على قرارات الاستثمار.

3. Tyson (2019), "Determinants of Foreign Portfolio Flows in South Africa: VECM Analysis"

استهدفت هذه الدراسة تحليل أثر فروق أسعار الفائدة على تدفقات الاستثمار الأجنبي غير المباشر في جنوب أفريقيا، إلى جانب عوامل محلية مثل التضخم والقيمة السوقية، وعوامل عالمية مثل الناتج العالمي والتضخم الأمريكي. اعتمدت على بيانات سنوية للفترة 1960-2016، واستخدمت نموذج تصحيح الخطأ الهيكلية (VECM). أظهرت النتائج أن فروق أسعار الفائدة تؤثر إيجابيًا على تدفقات المحافظ الاستثمارية، بينما كان التضخم عاملاً طارداً للاستثمار الأجنبي غير المباشر. كما أكدت الدراسة وجود علاقة طويلة الأجل بين المتغيرات المدروسة وتدفقات المحافظ الاستثمارية.

4. Sezal & Kendirli (2024), "The Effect of Interest Rates on Portfolio Investments and Foreign Direct Investments in Turkiya"

هدفت هذه الدراسة إلى قياس العلاقة بين كلٍّ من الاستثمار الأجنبي المباشر وغير المباشر وسعر الفائدة في تركيا، باستخدام بيانات ربع سنوية للفترة 2005-2023. اعتمدت على نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة (ARDL). توصلت النتائج إلى عدم وجود أثر قصير الأجل لسعر الفائدة على الاستثمار الأجنبي غير المباشر، بينما وجدت علاقة تكاملية طويلة الأجل بين سعر الفائدة والاستثمار الأجنبي المباشر.

الفجوة البحثية

على الرغم من تنوع الدراسات السابقة التي تناولت العلاقة بين سعر الفائدة وتدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر وغير المباشر، سواء في السياق المصري أو الدولي، إلا أنها أظهرت عددًا من أوجه القصور التي تتيح مجالاً واسعاً لإجراء مزيد من البحوث. فعلى الصعيد المحلي، ركزت غالبية الدراسات المصرية على تحليل الأثر الكلي لسعر الفائدة على تدفقات الاستثمار الأجنبي (مباشر أو غير مباشر) باستخدام بيانات سنوية أو ربع سنوية، لكنها غالباً لم تتناول التفاعلات الديناميكية قصيرة وطويلة الأجل بين سعر الفائدة ومحددات أخرى رئيسية مثل سعر الصرف، التضخم، أو العوامل المؤسسية، ضمن إطار نماذج قياسية متقدمة مثل Ardl التوسعي الذي يدمج الأثر الهيكلي.

كما أن الدراسات المصرية – رغم أهميتها – اتسمت في معظمها بتحليل فترة زمنية محدودة نسبياً، ولم تربط بين التغيرات الهيكلية في الاقتصاد المصري (مثل تحرير سعر الصرف أو الإصلاحات المؤسسية) وبين العلاقة المدروسة، مما يجعل الأثر المحتمل لهذه الأحداث الكبرى غير واضح بالشكل الكافي.

أما الدراسات الدولية، فقد تناولت العلاقة في سياقات اقتصادية متنوعة (إندونيسيا، نيجيريا، جنوب إفريقيا، تركيا) واستخدمت أساليب قياسية متقدمة، لكنها غالباً انفصلت عن السياق العربي والإقليمي، حيث تختلف طبيعة أسواق المال، والبيئة المؤسسية، ومستوى الانفتاح الاقتصادي، ما يحد من إمكانية إسقاط نتائجها مباشرة على الحالة المصرية. إضافة إلى ذلك، ركز بعضها على الاستثمار الأجنبي غير المباشر وأغفل التفاعل بين نوعي الاستثمار (المباشر وغير المباشر) ضمن نموذج واحد متكامل.

بناءً على ما سبق، تبرز الحاجة إلى دراسة تجمع بين:

١. النطاق الزمني الواسع الذي يغطي فترات التغيرات الهيكلية في الاقتصاد المصري.
٢. النماذج القياسية الديناميكية القادرة على تحليل الأثر قصير وطويل الأجل مع مراعاة العلاقات التبادلية بين المتغيرات.
٣. دمج العوامل المؤسسية والاقتصادية معاً لقياس أثر سعر الفائدة في ظل بيئة اقتصادية وسياسية متغيرة.
٤. التمييز بين أثر سعر الفائدة على الاستثمار الأجنبي المباشر وغير المباشر في إطار مقارن يسمح بفهم طبيعة حساسية كل منهما لهذه الأداة النقدية

خطة البحث

المبحث الأول: الإطار النظري للاستثمار الأجنبي وسعر الفائدة

المبحث الثاني: تحليل أثر سعر الفائدة على تدفقات الاستثمار الأجنبي في الاقتصاد المصري

المبحث الثالث: قياس تأثير سعر الفائدة على تدفقات الاستثمار الأجنبي في مصر.

المبحث الأول؛ الإطار النظري لسعر الفائدة والاستثمار الأجنبي.

أولاً: الإطار النظري لسعر الفائدة.

يُعد سعر الفائدة أحد المفاهيم الأساسية في الاقتصاد المالي، لما له من دور محوري في توجيه قرارات الاستثمار والادخار. ويشكل هذا السعر أداة رئيسية تستخدمها السياسات النقدية لتحقيق الاستقرار الاقتصادي والتحكم في معدلات التضخم والنمو.

١- تعريف سعر الفائدة

يُعد سعر الفائدة من أهم المتغيرات التي تستخدمها السلطات النقدية لتحقيق أهدافها إلا أن ذلك يعتمد بالأساس على مدى تطور النظام المالي والمصرفي فهي تختلف باختلاف تطور كل بلد. وقد تطور مفهوم سعر الفائدة عبر الأزمنة بحيث اختلف باختلاف الظروف والنظم الاقتصادية التي تناولته، فضلاً عن اختلاف أهميته والعوامل المؤثرة فيه باختلاف الحياة الاقتصادية. وقد تم تعريف سعر الفائدة على أنه العائد الذي يحصل عليه المستثمر أو المقرض مقابل التخلي عن استهلاك أمواله لفترة زمنية معينة، وهو يُمثل تكلفة الاقتراض أو المكافأة على الادخار، ويُحسب عادة كنسبة مئوية من مبلغ القرض أو الإيداع خلال فترة زمنية محددة^١.

يُعرف سعر الفائدة أيضاً بسعر إعادة الخصم، وهو السعر الذي يتقاضاه البنك المركزي مقابل تقديم القروض وخصم الأوراق التجارية قصيرة الأجل^٢. ويُشار إليه كذلك على أنه السعر الذي يحدده البنك المركزي عند شراء الأوراق التجارية^٣. وتجدر الإشارة إلى أن هذا السعر لا يُستخدم لتحقيق أرباح استثمارية، بل يُستخدم كأداة للتحكم في السيولة النقدية في الأسواق. كما يُفهم سعر الفائدة على أنه النسبة المئوية التي تُفرض على استخدام الأموال، مما ينعكس بدوره على حجم رأس المال المتاح ويؤثر في القدرة الشرائية وقرارات المستهلك في كل من القطاعين العام والخاص.

٢- أنواع سعر الفائدة

٢،١ أسعار الفائدة الحقيقية والاسمية

سعر الفائدة الاسمي هو السعر الذي تحدده السلطة النقدية دون احتساب أثر التضخم، ويتفرع إلى ثلاثة أنواع: الأولي، السوقي، والرسمي. أما سعر الفائدة الحقيقي، فهو السعر الاسمي مطروحاً منه

1.Mankiw, Gregory, ٢٠٢١, Principles Of Economics (٩th ed.), Cengage Learning

٢ شاويش، وليد مصطفى، ٢٠١١، السياسة النقدية بين الفقه الإسلامي والاقتصاد الوضعي، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، الولايات المتحدة الأمريكية.

3 Jaradat, Mahmoud & Al Hosban, Saleh, ٢٠١٤, Relationship And Causality Between Interest Rate And Inflation Rate Case Of Jordon, Interdisciplinary Journal Of Contemporary research .in business, no٤

معدل التضخم المتوقع، ويعبر عن العائد الفعلي على الاستثمار أو تكلفة الاقتراض^١. ويلعب التمييز بين السعريين دورًا مهمًا في اتخاذ القرارات الاقتصادية، إذ أن سعر الفائدة الحقيقي يؤثر على القرارات الاستثمارية والادخارية، ويُعد مؤشرًا أفضل للقيمة الحقيقية للعوائد والتكاليف^٢.

٢,٢ أسعار الفائدة قصيرة الأجل وطويلة الأجل

تختلف أسعار الفائدة حسب آجال الاستحقاق؛ فهناك أسعار فائدة قصيرة الأجل (مثل أذون الخزانة ذات ٩٠ يومًا)، وأخرى طويلة الأجل (مثل السندات الحكومية ذات ٣٠ عامًا). ويُعبر عن هذا التفاوت بمفهوم "هيكل أسعار الفائدة الزمني"، الذي يعكس العلاقة بين العائد ومدة الاستحقاق. أسعار الفائدة طويلة الأجل تتأثر بتوقعات التضخم والمخاطر المستقبلية، بينما تكون أسعار الفائدة قصيرة الأجل أكثر استقرارًا وارتباطًا بالسياسة النقدية. ويشير المنحنى الزمني للفائدة إلى العلاقة بين أسعار الفائدة والمدة الزمنية، التي قد تكون تصاعدية أو تنازلية حسب الظروف الاقتصادية^٣، وتُستخدم هذه الأسعار كمؤشرات لتقييم الأداء الاقتصادي والمخاطر، ويعتمد المستثمرون على هذه الفروقات الزمنية لاتخاذ قراراتهم المالية، خاصة في ظل التغيرات في التوقعات التضخمية والظروف السوقية.

٣- العوامل المؤثرة على سعر الفائدة

يتأثر سعر الفائدة بعدد من العوامل الاقتصادية الكلية والنقدية التي تتفاعل فيما بينها، وفيما يلي عرض لأهم هذه العوامل:

٣,١ معدل التضخم: يُعد التضخم من أبرز العوامل المؤثرة على سعر الفائدة، حيث تميل البنوك المركزية إلى رفع سعر الفائدة الاسمي لمعادلة الأثر الناتج عن ارتفاع الأسعار، في محاولة لضبط القدرة الشرائية وتقليل الضغوط التضخمية. فكلما ارتفع معدل التضخم، زاد احتمال رفع الفائدة للحفاظ على العائد الحقيقي للمستثمرين، كما أن السياسة النقدية تسعى إلى التحكم في التضخم من خلال تعديل سعر الفائدة قصيرة الأجل، حيث تعتبر العلاقة بين التضخم والفائدة من الركائز الأساسية في تحليل السياسة النقدية الحديثة^٤.

١ بلواقي، أحمد & بالعباس، عبدالرازق، ٢٠٠٩، حقيقة سياسة معدل الفائدة الصفري، الملتقى الدولي الثاني، الجزائر.

٢ بورقية، شوقي، ٢٠١٣، التمويل في البنوك التقليدية والبنوك الإسلامية، عالم الكتب الحديث، الأردن.

٣ حسين، نمارق، ٢٠١٧، قياس العلاقة بين سعر الفائدة وبعض المتغيرات الاقتصادية الكلية دراسة لتجربتي مصر واليابان مع إشارة خاصة للعراق للمدة ١٩٩٠-٢٠١٥، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة كربلاء.

4 Mishkin, Frederic, ٢٠١٩, The Economics Of Money, Banking and Financial Markets (١٢th ed).

٣,٢ السياسة النقدية للبنك المركزي: تُعد السياسة النقدية من أبرز المحددات المباشرة لسعر الفائدة، حيث يستخدم البنك المركزي أدوات مثل عمليات السوق المفتوحة، نسبة الاحتياطي النقدي، وسعر الخصم، للتأثير على العرض النقدي وبالتالي على مستوى الفائدة ١.

٣,٣ العرض والطلب على النقود: يتأثر سعر الفائدة أيضًا بتغيرات العرض والطلب في سوق النقود. فزيادة الطلب على النقود دون زيادة موازية في العرض، تؤدي إلى ارتفاع أسعار الفائدة، والعكس صحيح. بالإضافة إلى أن زيادة الاستثمار أو الإنفاق الحكومي قد تؤدي إلى ارتفاع الطلب على الأموال، وبالتالي زيادة معدلات الفائدة، تحديدًا إذا كانت موارد النظام المصرفي محدودة.

٣,٤ سعر الصرف والتدفقات الأجنبية: تؤثر أسعار الصرف على سعر الفائدة خاصة في الدول النامية التي تعتمد على التدفقات الرأسمالية الأجنبية، فرفع الفائدة من الممكن أن يكون وسيلة لجذب رؤوس الأموال الأجنبية وبالتالي دعم استقرار العملة المحلية، كما أن ارتفاع سعر الفائدة في مصر كان أحيانًا يُستخدم كأداة لجذب الاستثمارات الأجنبية في أدوات الدين الحكومية، لمعادلة المخاطر المرتبطة بتقلبات سعر الصرف ٢.

٤- النظريات المتعلقة بسعر الفائدة

٤,١ النظرية الكلاسيكية: يُحدد سعر الفائدة عند النقطة التي يتقاطع فيها عرض رأس المال (التمثل في المدخرات مع الطلب على رأس المال المتمثل في الاستثمارات. ويمثل الادخار العرض المتاح من الأموال القابلة للإقراض، بينما يعكس الاستثمار الطلب على هذه الأموال. ويفترض الكلاسيكيون أن قوى السوق تعمل دائمًا على تحقيق التوازن بين الادخار والاستثمار، بحيث يلعب سعر الفائدة دور آلية الضبط التي تضمن استقرار هذا التوازن ٣.

٤,٢ نظرية تفضيل السيولة: تُفسر سعر الفائدة على أنه ثمن التخلي عن السيولة. ويرى كينز أن الأفراد يحتفظون بالنقود بدافع المعاملات، والاحتياط، والمضاربة، ويكون سعر الفائدة وسيلة لجعلهم يتخلون عنها يرى كينز أن سعر الفائدة يمثل ثمن التخلي عن السيولة، أي المكافأة التي يحصل عليها الأفراد مقابل الاحتفاظ بأصول غير نقدية. ويفسر كينز الطلب على النقود من خلال ثلاثة دوافع:

١. دافع المعاملات: الاحتفاظ بالنقود لتغطية النفقات اليومية.

١ عبد العال، عادل، ٢٠١٨، أثر السياسة النقدية على سعر الفائدة في الاقتصاد المصري، مجلة الاقتصاد والتنمية المستدامة، العدد ٢٢، جامعة المنصورة.

٢ عزام، عبد الله، ٢٠٢٠، تحليل أثر التضخم وسعر الصرف على سعر الفائدة في الاقتصادات النامية، مجلة البحوث الاقتصادية والمالية، العدد ١، جامعة الجزائر

3 Mishkin, Frederic, ٢٠١٨, The Economics Of Money, Banking and Financial Markets (١٢th .ed).

٢. **دافع الاحتياط:** الاحتفاظ بالنقد لمواجهة الظروف الطارئة.
 ٣. **دافع المضاربة:** الاحتفاظ بالنقد للاستفادة من الفرص الاستثمارية عند تغير أسعار الفائدة أو أسعار الأصول.
- وبناءً على ذلك، فإن سعر الفائدة يلعب دور الحافز الذي يدفع الأفراد إلى تحويل جزء من أموالهم من السيولة إلى استثمارات.
- ٤,٣ نظرية تفضيل الزمن: تُشير إلى أن سعر الفائدة هو نتيجة تفضيل الأفراد للسلع والخدمات بدلاً من المستقبلية، وبالتالي فإن الفائدة تعوض عن هذا التأجيل ١.
- ٤,٤ **نظرية سعر الفائدة الحقيقي الطبيعي:** تُشير إلى أن سعر الفائدة الحقيقي، هو الذي يوازن بين الإدخار والاستثمار في ظل التوظيف الكامل واستقرار الأسعار، وتستخدم حاليًا في البنوك المركزية (مثل الفيدرالي الأمريكي) لتحديد السياسة النقدية المناسبة. ٢
- ٤,٥ **نظرية المخاطر والتقلب:** تُشير إلى أن سعر الفائدة يتأثر بالتقلبات العالمية وزيادة معدلات المخاطر، فارتفاع سعر الفائدة العالمي بعد الحرب في أوكرانيا بسبب المخاطر التضخمية. ٣
- ٤,٦ **نظرية الأرصدة القابلة للإقراض: (Loanable Funds Theory)**
- تفسر هذه النظرية سعر الفائدة باعتباره ثمن القروض الذي يتحدد من خلال التوازن بين عرض الأموال القابلة للإقراض، المكوّن من الادخار المحلي، وفك الاكتناز، والتوسع النقدي، وتدفقات رؤوس الأموال، وبين الطلب عليها المتمثل في الاستثمار، والعجز الحكومي، والاكتناز. كلما ارتفع سعر الفائدة زاد الادخار وانخفض الاستثمار، والعكس صحيح. وتبرز النظرية دور كل من السياسة النقدية والسياسة المالية في تحريك العرض أو الطلب على القروض وبالتالي التأثير على سعر الفائدة. ٤

١ حجازي، محمد، ٢٠١٨، النظريات المفسرة لسعر الفائدة وأثرها على الاستقرار المالي، مجلة البحوث الاقتصادية والمالية، العدد ١٦، جامعة الجزائر.

2 Holson & Williams, ٢٠١٧, Measuring the Natural Rate of interest, Federal Reserve Bank of San Francisco

3 :Caldara & Lacoviello, ٢٠٢٢, Measuring Geopolitical risk, American Economic Review .Jhingan, M. L. (٢٠١١). *Money, Banking, International Trade and Public Finance* (٨th ed.). Vrinda Publications (P) Ltd., New Delhi

٤,٧ النظرية الحديثة لتحديد سعر الفائدة والدخل

يُحدد سعر الفائدة ومستوى الدخل من خلال التوازن المتزامن في سوق السلع (منحنى IS وسوق النقود) منحنى (LM يعكس منحنى IS العلاقة العكسية بين سعر الفائدة والنتائج الذي يحقق توازن سوق السلع، بينما يعكس منحنى LM العلاقة الطردية بين سعر الفائدة والنتائج الذي يحقق توازن سوق النقود. ويتحدد سعر الفائدة عند نقطة التقاطع بين المنحنيين، حيث تؤدي السياسات المالية إلى تحريك IS والسياسات النقدية إلى تحريك LM، مع اختلاف الأثر حسب شكل المنحنيات وظروف السوق^١

٥- أهمية سعر الفائدة

٥,١ **سعر الفائدة كأداة للسياسة النقدية:** تُعد السياسة النقدية إحدى أهم أدوات إدارة الاقتصاد الكلي، ويُعتبر سعر الفائدة أدواتها الرئيسية في توجيه النشاط الاقتصادي، ففي حالة الضغوط التضخمية يعتمد البنك المركزي إلى رفع سعر الفائدة بهدف الحد من الطلب الكلي من خلال كبح الاقتراض وتشجيع الادخار، مما يؤدي إلى تخفيف الضغوط التضخمية. وفي المقابل، يُستخدم خفض سعر الفائدة لتحفيز النمو في حالات الركود والانكماش الاقتصادي عبر تشجيع الاقتراض وتوسيع الإنفاق الاستثماري والاستهلاكي^٢.

٥,٢ **سعر الفائدة والاستثمار:** يرتبط سعر الفائدة بعلاقة عكسية مع مستوى الاستثمار الخاص، إذ يُعد من أبرز المحددات التي تؤثر على كلفة رأس المال. فكلما ارتفع سعر الفائدة زادت تكلفة الاقتراض مما يؤدي إلى إحجام المستثمرين عن تنفيذ المشاريع الاستثمارية، وتحديدًا في القطاعات كثيفة رأس المال. وقد أثبتت الأدبيات التطبيقية وجود علاقة سالبة ذات دلالة إحصائية بين سعر الفائدة وحجم الاستثمار الخاص في العديد من الدول النامية ومن بينها الاقتصاد المصري^٣.

٥,٣ **تأثير سعر الفائدة على الادخار:** يمثل سعر الفائدة أيضًا حافزًا للادخار إذ أن ارتفاعه يؤدي إلى زيادة العائد المتوقع من الاحتفاظ بالأصول المالية، وهو ما يعزز من ميل الأفراد نحو الادخار على حساب الاستهلاك. ويُعد هذا التأثير ذا أهمية خاصة في الاقتصادات التي تعاني من فجوة

¹. Mankiw, N. G. (٢٠٢٠). *Macroeconomics* (١٠th ed.). Worth Publishers, New York :

². Blanchard & Johnson, ٢٠١٧, *Macroeconomics* (٧th ed.)

^٣ علي، خالد، ٢٠١٨، تحليل العلاقة بين سعر الفائدة والاستثمار في الاقتصاد المصري، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، جامعة عين شمس.

ادخارية، حيث يُسهم رفع سعر الفائدة في تعبئة المدخرات المحلية وتوجيهها نحو الأنشطة الإنتاجية^١.

٥,٤ البعد التضخمي لسعر الفائدة: رغم أن سعر الفائدة يُستخدم أداة لمكافحة التضخم، إلا أن العلاقة بينهما ليست خطية دومًا، إذ قد تتسبب الزيادات المفرطة في أسعار الفائدة في إحداث أثر تضخمي غير مباشر نتيجة ارتفاع تكاليف التمويل، التي تنعكس بدورها على الأسعار النهائية للسلع والخدمات^٢.

٥,٥ سعر الفائدة وتدفقات رؤوس الأموال: يؤثر سعر الفائدة على حركة رؤوس الأموال الدولية، إذ تميل رؤوس الأموال إلى الانتقال نحو الاقتصادات التي تقدم عوائد أعلى. وعليه، فإن ارتفاع سعر الفائدة المحلي مقارنة بالأسواق الأخرى يُسهم في جذب الاستثمار الأجنبي غير المباشر، وخاصة في أدوات الدين، ما يعزز من استقرار ميزان المدفوعات على المدى القصير، إلا أن هذا التدفق الرأسمالي قد يتسبب في تقلبات سعر الصرف وزيادة هشاشة النظام المالي إذا لم يُدار بشكل فعال^٣.

ثانيًا: الإطار النظري للاستثمار الأجنبي المباشر

١- تعريف الاستثمار الأجنبي المباشر

عرفه مؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية (UNCTAD) بأنه استثمار يقوم به كيان مقيم في اقتصاد معين (المستثمر المباشر) في مؤسسة مقيمة في اقتصاد آخر (المستثمر فيها)، بهدف إقامة علاقة دائمة وتحقيق تأثير فعال في إدارة تلك المؤسسة، وهو ما يعكس طبيعة العلاقة طويلة الأجل بين المستثمر والمؤسسة المضيفة^٤.

أما عن صندوق النقد الدولي (IMF) فعرفه بأنه قيام كيان مقيم في اقتصاد ما بالحصول على مصلحة دائمة في مؤسسة مقيمة في اقتصاد آخر، بحيث يُفترض أن تبلغ حصة المستثمر ١٠٪ أو أكثر من حقوق التصويت، وهو ما يُعد دليلاً على وجود تأثير فعال في إدارة المؤسسة^٥.

1 Mishkin, Frederic, ٢٠١٨, The Economics Of Money, Banking and Financial Markets (١٢th ed).

٢ الربيعي، فهد، ٢٠٢٠، العلاقة بين سعر الفائدة والتضخم في الاقتصادات العربية، مجلة البحوث الاقتصادية والمالية.

3. Bernake & Abel, ٢٠٢٠, Macroeconomics (١٠th ed.)

4, UNCTAD, ٢٠٢٣, World Investment Report ٢٠٢٣: Investing in Sustainable Energy for All, United Nations Conference on Trade and Development

International Monetary Fund, ٢٠٠٩, Balance of Payments and International Investment Position Manual (٦th ed.), IMF

ومن خلال التعريفان السابقان يمكن استخلاص أن الاستثمار الأجنبي المباشر هو عملية استثمارية يقوم على إثرها مستثمر بالاستثمار في اقتصاد بلد ما غير البلد التي يحمل جنسيتها مما يعمل على خلق منفعة متبادلة بين الطرفين، وبشرط أن يكون للمستثمر دور فعال في اتخاذ القرارات الإدارية.

٢- أشكال الاستثمار الأجنبي المباشر

وضعت تصنيفات مختلفة للاستثمارات الأجنبية المباشرة، استنادًا إلى الدوافع والمحفزات التي تؤدي إلى حدوث الاستثمار. ويمكن تصنيف أنواع الاستثمار الأجنبي المباشر وفق المحددات والأغراض التالية^١:

٢,١ استثمار باحث عن الموارد الطبيعية: يهدف إلى استغلال الموارد الأولية المتاحة في الدولة المضيفة مثل النفط، الغاز، والمعادن، ويتركز هذا النوع في الدول النامية الغنية بالموارد، وغالبًا ما يسهم في زيادة صادرات المواد الخام دون تطوير الصناعات المحلية.

٢,٢ استثمار باحث عن الكفاءة: يتم بهدف خفض التكاليف وتعزيز الإنتاجية من خلال نقل بعض العمليات إلى دول تمتاز بتوافر العمالة الماهرة أو الرخيصة، وينتشر هذا النوع في الصناعات التي تعتمد على عمليات إنتاج قابلة للتقسيم والتوزيع عالميًا.

٢,٣ استثمار باحث عن الأسواق: يسعى إلى تلبية الطلب المحلي أو الإقليمي في الدول المستقبلية، لا سيما في قطاع الصناعات التحويلية ويسهم هذا النمط في رفع معدلات النمو، وتوسيع قاعدة الإنتاج، وزيادة الصادرات المرتبطة بالطلب المحلي.

٢,٤ استثمار باحث عن أصول استراتيجية: يشمل الاستثمارات التي تهدف إلى الاستحواذ على التكنولوجيا أو القدرات الابتكارية والتسويقية، مثل الشركات أو الاندماجات مع شركات متقدمة ويظهر هذا النوع في الصناعات عالية التقنية.

٣- محددات الاستثمار الأجنبي المباشر

تُعد محددات الاستثمار الأجنبي المباشر من أهم العوامل التي تؤثر في قرارات الشركات متعددة الجنسيات عند اختيار موقع استثماراتها في الخارج. ويمكن تصنيف هذه المحددات إلى أربعة محاور رئيسية:

١ علي، يحيى & الحملاوي، فاطمة، ٢٠٢٢، المحددات الاقتصادية والقانونية للاستثمار الأجنبي المباشر في مصر، المجلة العلمية للدراسات والبحوث المالية والتجارية، كلية التجارة، جامعة دمياط.

- ٣,١ **المحددات الاقتصادية:** وتشمل مستوى الناتج المحلي الإجمالي ونموه، وحجم السوق المحلي، والاستقرار المالي، وتوفر الموارد الطبيعية ١.
- ٣,٢ **الانفتاح التجاري والتكامل الإقليمي:** انفتاح الدولة على التجارة الخارجية وتوقيعها لاتفاقيات التجارة الحرة يعزز من تدفق الاستثمارات ٢.
- ٣,٣ **الاستقرار السياسي والمؤسسي:** يفضل المستثمرون البيئات المستقرة سياسيًا وقانونيًا، حيث تقل المخاطر المرتبطة بالقرارات الحكومية أو النزاعات ٣.
- ٣,٤ **توافر البنية التحتية:** تحسن النقل، الاتصالات، والطاقة يعد عاملاً محفزاً لتدفق الاستثمار ٤.
- ٣,٥ **الإطار التنظيمي للاستثمار:** وضوح القوانين، سهولة تسجيل الأعمال، وفعالية القضاء تؤثر مباشرة في اتخاذ قرارات الاستثمار ٥.
- ٤- **أهمية الاستثمار الأجنبي المباشر**

يتمتع الاستثمار الأجنبي المباشر بأهمية كبيرة في اقتصاديات الدول المضيفة، وتتمثل أهميته في عدة نقاط منه:-

- ٤,١ يساعد في خلق فرص عمل مما يحد من مشكلة البطالة في الدولة المضيفة، وذلك بالإضافة إلى محاربة الفقر وبعض أشكال التخلف، مع الأخذ في الاعتبار أن أثر الاستثمار على التوظيف يتوقف على عدة عوامل منها أسلوب الاستثمار، حيث أن دخوله ميادين جديدة ومواقع متنوعة يؤدي إلى زيادة حجم العمل المطلوب، أما إذا اعتمد على أسلوب الحيازة والتملك

1 Blonigen, Bruce, ٢٠٠٥, A review of the empirical literature on FDI determinants, Atlantic .Economic Journal, ٣٣(٤)

2 Campos & Kinoshita, ٢٠٠٣, Why does FDI go where it goes? New evidence from the .transition economies. IMF Working Paper

3 Busse & Hefeker, ٢٠٠٧, Political risk, institutions and foreign direct investment. European .Journal of Political Economy, ٢٣(٢)

4, Wheeler & Mody, ١٩٩٢, International investment location decisions: The case of US firms .Journal of International Economics, ٣٣(١-٢)

5 Globerman, & Shapiro, ٢٠٠٣, Governance infrastructure and US foreign direct .investment. Journal of International Business Studies, ٣٤(١)

لنشاط قائم فقد يؤدي ذلك إلى تخفيض العمالة المطلوبة، ولكن ذلك يعتمد على المفاوضات مع المستثمر ١.

٤,٢ يساعد الاستثمار الأجنبي المباشر في إعطاء قوة دفع للاقتصاد المحلي، من خلال تحسين قدرته على التفاعل مع الاقتصاد العالمي والمشاركة في العملية الإنتاجية الدولية، مما يؤدي بدوره إلى رفع كفاءة اقتصاد الدولة بسبب ربطها بالاقتصاد العالمي ومساهمتها في العملية الإنتاجية الدولية ٢.

٤,٣ يُساهم الاستثمار الأجنبي المباشر في سد فجوة الادخار، حيث يُعد من أهم العناصر الخارجية لتمويل التنمية في الدول النامية، وهو أفضل من مصادر التمويل الأخرى كالقروض مثلاً التي تؤدي إلى تحمل الدولة لأعباء مالية كبيرة، وأيضا المعونات والتي تتحدد بناء على العلاقات السياسية بين الدول المانحة والدول المتلقية.

٤,٤ يزيد الاستثمار الأجنبي المباشر من الاهتمام بأنشطة البحث والتطوير في الدولة المضيفة، كما يساهم في نقل التكنولوجيا المتقدمة والمهارات الإدارية والتسويقية الحديثة إلى الدولة المضيفة، والذي يساهم في رفع كفاءة العمل وزيادة الإنتاجية.

٤,٥ يعمل الاستثمار الأجنبي المباشر على تحسين الميزان التجاري، لأنه في كثير من الأحيان، توجه الاستثمارات الأجنبية إلى قطاعات صناعية تصديرية، ما يساعد على زيادة صادرات الدولة المضيفة، وبالتالي تحسين ميزانها التجاري. كما تقلل هذه الاستثمارات من الاعتماد على الواردات عبر تطوير صناعات محلية بديلة ٣.

٤,٦ يُعد الاستثمار أحد مكونات الطلب الفعال ويعني الإضافة إلى الثروة المتراكمة، حيث يؤدي إلى الحفاظ على رصيد رأس المال أو زيادته، وبالتالي يقوم بالدور الرئيسي في مواجهة الطلب المتزايد ٤.

١ عليوي، اثير، ٢٠١٦، أثر صفقات الاستثمار الأجنبي المباشر على النمو الاقتصادي في العراق خلال الفترة (٢٠٠٠-٢٠١٤)، المجلة العلمية للدراسات التجارية والبيئية، مج السابع، ٤٤.

٢ سيد، رحاب & أبو العلا، دهب، ٢٠٢٢، العلاقة بين الاستثمار الأجنبي المباشر والنمو الاقتصادي (١٩٨٠-٢٠٢٠)، جامعة القاهرة.

UNCTAD, ٢٠٢٣, World Investment Report ٢٠٢٣: Investing in Sustainable Energy for All, United Nations Conference on Trade and Development

٤ عبد الحميد، حسانين، ٢٠١٧، قياس أثر الاستثمار الأجنبي المباشر على النمو الاقتصادي دراسة تحليلية بالتطبيق على الحالة المصرية للفترة من (١٩٩٠-٢٠١٥)، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة.

- ٤,٧ يساهم الاستثمار الأجنبي المباشر في تحسين البنية التحتية للدولة المضيفة لكي يتمكن من أداء عمله ١.
- ٤,٨ ارتفاع موارد الدولة من الضرائب بسبب الضرائب المفروضة على المستثمرين، مثل الضرائب الجمركية والضرائب على الأرباح ٢.
- ٥- عيوب الاستثمار الأجنبي المباشر
- على الرغم من أن الاستثمار الأجنبي المباشر يُعتبر أداة مهمة لتحفيز النمو الاقتصادي، إلا أنه لا يخلو من مجموعة من العيوب والتحديات التي قد تُقوّض آثاره الإيجابية، لا سيما في الدول النامية ومنها:-
- ٥,١ ضعف نقل التكنولوجيا والمعرفة إلى الاقتصاد المحلي، حيث تميل بعض الشركات متعددة الجنسيات إلى الاحتفاظ بأحدث التقنيات داخل مقارها الأم، مما يحد من فرص التعلم والتطوير لدى العمالة المحلية ٣.
- ٥,٢ يؤدي إلى خلق اقتصادات معزولة، لا تندمج مع النسيج الإنتاجي الوطني، بل تبقى موجهة للتصدير وتترك أثراً محدوداً على سلاسل القيمة المحلية ٤.
- ٥,٣ استغلال الموارد الطبيعية دون اعتبار للمعايير البيئية، ما يؤدي إلى تدهور بيئي ومشكلات استدامة.
- ٥,٤ تحويل الأرباح للخارج من قبل الشركات الأجنبية يُشكل نزيفاً في ميزان المدفوعات، ويقلل من العائد الصافي على الاقتصاد المضيف ٥.
- ٥,٥ التأثير على الصناعات الوطنية، حيث قد تعجز الشركات المحلية الصغيرة عن المنافسة مع الشركات الأجنبية، مما يؤدي إلى إضعاف القطاع الخاص المحلي ٦.

١ World Bank, ٢٠٢٠, Doing Business ٢٠٢٠: Comparing Business Regulation in ١٩٠ Economies. Washington, DC: World Bank Group

٢ عز، نرفين، ٢٠١٨، محددات الاستثمار الأجنبي المباشر في مصر باستخدام تحليل الانحدار ونموذج ARDL، مج ٩، ٤٤.

٣ الزاوي، علي، ٢٠١٩، تحليل نقدي لآثار الاستثمار الأجنبي المباشر في الجزائر.

٤ Gallagher & Zarsky, ٢٠٠٧, The Enclave Economy, MIT Press

٥ محمد، سناء، ٢٠٢٠، الآثار السلبية للاستثمار الأجنبي المباشر على الاقتصادات العربية.

٦ Narula & Dunning, ٢٠٠٠, Oxford Development Studies, ٢٨(٢)

٥,٦ تآكل السيادة الاقتصادية، حيث تمارس بعض الشركات الكبرى نفوذًا على السياسات العامة من خلال شروط الاستثمار أو الضغط على الحكومات المضيفة^١.

ثالثًا: الاستثمار الأجنبي غير المباشر.

١- تعريف الاستثمار الأجنبي غير المباشر

ينطوي مفهوم الاستثمار الأجنبي غير المباشر أو الاستثمار الأجنبي في الاستثمار في المحافظ على أنه استثمار موجهة لشراء الأوراق المالية والتي تصدرها الهيئات العامة أو الخاصة، على ألا يكون للأجانب منها الحق في إدارة المشروع أو الرقابة على تلك المشروعات المرتبطة باستثماراتها^٢.

ويتضح من هذا التعريف أن الأجانب لا يُمنحون حق إدارة المشروع أو اتخاذ القرارات أو الإشراف عليه، وإنما يقتصر دورهم على الحصول على عائد مقابل مشاركتهم. وبهذا يختلف هذا النوع عن الاستثمار الأجنبي المباشر الذي يتضمن عادة انتقال عنصر رأس المال فقط، ويُعد استثمارًا قصير الأجل مقارنة بالاستثمار الأجنبي المباشر.

٢- أنواع الاستثمار الأجنبي غير المباشر

- ٢,١ الأسهم: هي الأداة الأكثر شيوعًا في الاستثمار الأجنبي غير المباشر، حيث يقوم المستثمرون بشراء أسهم في شركات مدرجة بأسواق المال الأجنبية بهدف تحقيق أرباح رأسمالية أو عوائد من توزيعات الأرباح، دون التمتع بحقوق السيطرة الإدارية. منها الأسهم العادية ومنها الممتازة^٣.
- 2.2 السندات: تتضمن استثمار الأجانب في سندات حكومية أو سندات شركات أجنبية، سواء كانت مقومة بالعملة المحلية أو الأجنبية. وتتميز بأنها ذات طابع دين طويل أو قصير الأجل وتدر دخلاً ثابتًا^٤.

١ النجار، يوسف، ٢٠١٧، مخاطر الاستثمار الأجنبي المباشر على السيادة الاقتصادية للدول النامية.

٢ عبد العال، علا، ٢٠١٣، دور الاستثمار الأجنبي غير المباشر في تنشيط البورصة المصرية، كلية التجارة، جامعة دمياط.

3.Solnik & McLeavey, ٢٠٠٩, Global Investments (٦th ed.)

4.Levy & Post, ٢٠٠٥, Investment Analysis and Portfolio Management

• ٢,٣ **شهادات الإيداع الدولية:** هي أدوات مالية تمثل ملكية في أسهم أجنبية، مثل شهادات الإيداع الأمريكية (ADRs) أو العالمية (GDRs)، والتي تتيح للمستثمرين تداول أسهم أجنبية في أسواقهم المحلية^١.

○ **صناديق الاستثمار الدولية:** تعد وسيلة لتجميع الأموال من مستثمرين لشراء مجموعة متنوعة من الأسهم أو السندات الأجنبية، وتُدار هذه الصناديق بواسطة مؤسسات مالية متخصصة^٢.

○ **الأدوات المالية قصيرة الأجل:** مثل أذون الخزانة قصيرة الأجل والسندات التجارية التي تصدرها حكومات أو شركات أجنبية، وهي تستقطب الاستثمارات الباحثة عن الأمان والسيولة العالية^٣.

٣- محددات تدفقات الاستثمار الأجنبي غير المباشر

٣,١ **سعر الفائدة:** يعتبر من أكثر العوامل المؤثرة على قرار المستثمر الأجنبي غير المباشر، إذ يسعى المستثمرون إلى تعظيم عوائدهم من خلال توجيه استثماراتهم إلى الدول ذات أسعار الفائدة المرتفعة نسبياً، بشرط أن تكون هذه المعدلات مصحوبة بدرجة من الاستقرار الاقتصادي والسياسي^٤.

٣,٢ **حجم السوق والنمو الاقتصادي:** حجم السوق يعد من أهم العوامل لجذب الاستثمارات حيث أن الدول التي تتمتع بحجم سوق كبير ومعدلات نمو اقتصادي مرتفعة تكون أكثر قدرة على جذب الاستثمارات الأجنبية.

٣,٣ **جودة المؤسسات والاستقرار السياسي:** يرتبط جذب الاستثمارات غير المباشرة بدرجة كبيرة بمدى قوة المؤسسات، وفعالية حكم القانون، والاستقرار السياسي^٥.

٣,٤ **رأس المال البشري:** ارتفاع مستويات التعليم والمهارات في الدول المضيفة يُعزز من جاذبيتها للمستثمرين، لا سيما في القطاعات التي تتطلب كفاءات متقدمة، ولذلك يُعد رأس المال

1. Madura, J. (٢٠٢٠). *International Financial Management* (١٤th ed.). Cengage Learning ISBN ٩٧٨-٠-٣٥٧-١٣٠٥٤-٤

2. Bodie & Marcus, ٢٠١٤, *Investments* (١٠th ed.)

3. Fabozzi, Frank, ٢٠١٣, *Bond Markets, Analysis and Strategies* (٨th ed.)

4. Kumari & Sharma, ٢٠١٧, „Determinants of foreign direct investment in developing countries: A panel data study, *International Journal of Emerging Markets*, ١٢(٤)

5. Paul & Jadhav, ٢٠٢٠, „Determinants of FDI in Emerging Markets: A Comparative Study. *International Journal of Comparative Management*, ٣(٢)

البشري أحد العوامل غير المباشرة التي تدعم ثقة المستثمرين في الاستقرار الاقتصادي على المدى الطويل^١.

٤- أهمية الاستثمار الأجنبي غير المباشر

٤,١ **تعميق وتمويل السوق المالي المحلي:** يزيد FPI من السيولة في أسواق الأسهم والسندات، مما يعزز عمق السوق وتوسعها، وهذا يساهم في تفعيل دور السوق المحلي كأداة فعالة لتخصيص رؤوس الأموال وتشجيع النمو الاقتصادي.

٤,٢ **خفض تكلفة رأس المال للشركات المحلية:** بفضل تدفقات رأس المال الأجنبي تقل حاجة الشركات للاعتماد على التمويل المكلف من الداخل، فتتحسن قدرتها على الاستثمار والنمو.

٤,٣ **تحسين حوكمة الشركات وشفافيتها:** عند دخول مستثمرين أجانب تزداد الضغوط لتحسين المعايير المحاسبية والحوكمة، ما يعزز من ثقة المستثمرين المحليين ويقوّي البيئة المؤسسية^٢.

٤,٤ **تعزيز التنويع وتقليل المخاطر:** يلعب FPI دورًا هامًا في تنويع المحفظة الاستثمارية عبر الحدود الجغرافية، مما يقلل من التعرّض للمخاطر المحلية خاصة في سوق ناشئة.

1 Abbas & El Mosallamy, ٢٠١٦, Determinants of FDI Flows to Developing Countries: An Empirical Study on the MENA Region

2 Servén, Luis, and Andrés Solimano (١٩٩١). "Adjustment Policies and Investment Performance in Developing Countries: Theory, Country Experiences and Policy Implications." *World Bank Policy Research Working Paper Series*, No. ٦٥

المبحث الثاني: تحليل أثر سعر الفائدة على تدفقات الاستثمار الأجنبي للاقتصاد المصري

انطلاقاً من الدراسات النظرية والتجريبية يرى كل من Serven, Solimano, 1990 أن الاستثمار في الدول النامية يتحدد حسب مستوى النشاط الاقتصادي، أى نمو الناتج المحلي وسعر الفائدة الحقيقي وسعر الصرف الحقيقي والاستثمار العام وحجم الائتمان والتسهيلات المقدمة للقطاع الخاص، وحجم الدين الخارجي، ومعدل التبادل التجاري الدولي ومدى استقرار الاقتصاد الكلي. وبالإضافة إلى هذه العوامل الاقتصادية هناك عوامل أخرى مهمة لزيادة الاستثمار وتشمل هذه العوامل (الأداء الجيد للمؤسسات ونوعيتها، ومهارات حجم تنظيم المشاريع) ولكن سوف يتم التركيز في الجزء الحالي على معدل الفائدة الحقيقي وقرارات الاستثمار في الدول النامية.¹

ومن المتوقع وجود علاقة سلبية بين معدل الفائدة الحقيقي وحجم الاستثمار من الناحية النظرية، حيث أن الارتفاع في معدلات الفائدة يعتبر كعامل مثبط لنمو الاستثمار في القطاع الخاص؛ وفي ذلك يشير كل من (1973) Shaw and (1973) McKinnon إلى أن هناك علاقة إيجابية بين حجم الاستثمار ومعدل سعر الفائدة الحقيقي، وذلك لأن ارتفاع المعدل الحقيقي للفائدة سوف يقوم برفع حجم المدخرات مع زيادة حجم الائتمان ويستند هذا الافتراض على فرضية أن وفرة الموارد المالية هو العائق الرئيسي أمام الاستثمار في هذه الدول وذلك بالمقارنة بتكلفة رأس المال. ففي الدول النامية عموماً وُجد أن القطاع العام يلعب دوراً كبيراً في النشاط الاقتصادي من خلال الاستثمار خاصة في البنية التحتية.²

وتتوقف الاستثمارات الخاصة على توقعات المستثمرين حول الأرباح المستقبلية طالما أن الربحية المتوقعة تفوق سعر الفائدة السائد في السوق، أما بالنسبة إلى افتراض أن الاستثمارات العامة تؤدي إلى تقليص حجم الاستثمارات الخاصة فإن هذا مبني على فرضية مفادها أن طلب القطاع الحكومي لمزيد من القروض يؤدي إلى زيادة سعر الفائدة في السوق، وهذا بدوره يساهم في تقليص حجم الاستثمارات الخاصة.³

وعلاوة على ما سبق عرضه توجد العديد من المتغيرات الاقتصادية وغير الاقتصادية الداخلية والخارجية التي تؤثر على نمو الاقتصاد المصري، ومن هذه المحددات الإنفاق العام والإيراد العام،

1 : McKinnon, Ronald I. (١٩٧٣). Money and Capital in Economic Development. Washington, D.C .Brookings Institution

2 Ali, F. , Fiess, N. , & MacDonald, R. (٢٠١١) . Climbing to the top ? Foreign direct investment and .property rights. Economic Inquiry, ٤٩ (١)

3 Behera, C., Mishra, B. R., Priyadarshini, B. T., & Satpathy, L. D. (٢٠٢٠). Institutional quality and .(foreign direct investment inflows: Evidence from cross-country data with policy implication .International Journal of Economics and Business Administration, ٨(١), ٥٦-٧٠.

وإجمالي الصادرات وإجمالي الواردات والادخار المحلي، والديون الخارجية، والتكوين الرأسمالي والاستهلاك النهائي، والاستثمار الأجنبي المباشر، وسعر الصرف ومعدل البطالة، ومعدل التضخم والديون والإيرادات السياحية، عدد السكان، الموارد الطبيعية (النفط والغاز) ولكن سوف يتم الاقتصار على الاستثمار الأجنبي بنوعيه وسعر الفائدة وهذا ما سوف يتم عرضه والتعقيب على مشتملاته من خلال الجدول المطول التالي

جدول (١) يوضح تطور سعر الفائدة والاستثمار الأجنبي المباشر في مصر خلال الفترة من ٢٠٢٣-٢٠٠٠

المسلسل	السنة	سعر الفائدة		الاستثمار الأجنبي المباشر القيمة بالمليون دولار
		سعر الفائدة على القروض	سعر الفائدة على الودائع	
١	٢٠٠٠	١٢	١٩	١٢٣٥
٢	٢٠٠١	١٢	١٣,٢٩	٥٠٩٩
٣	٢٠٠٢	١٢	١٣,٧٩	٦٤٦٩
٤	٢٠٠٣	١٢	١٣,٥٣	٢٣٧٤
٥	٢٠٠٤	٨.١١	١٣,٣٨	١٢٥٣٣
٦	٢٠٠٥	٩.١٠	١٣,١٤	٥٣٧٥٦
٧	٢٠٠٦	٥.١٠	١٢,٦٠	١٠٠٤٢
٨	٢٠٠٧	٨.٩	١٢,٣٣	١١٥٧٨
٩	٢٠٠٨	٤.٩	١١,٨	٩٤٩٤٦
١٠	٢٠٠٩	٢.٩	١١,٩٨	٦٧١١٦
١١	٢٠١٠	٥.٩	١١,٠١	٦٣٨٥٦
١٢	٢٠١١	٥.٩	١١,٠٣	٦٧١١٦
١٣	٢٠١٢	٣.٩	١٢,٠٠	٦٣٨٥٦
١٤	٢٠١٣	٢.٨	١٢,٢٩	-٤٨٢٧
١٥	٢٠١٤	٧.٧	١١,٧١	٢٧٩٧
١٦	٢٠١٥	٢.٧	١١,٦٣	٤١٩٢٢
١٧	٢٠١٦	٠.٦	١٣,٦٠	٤٦١٢٢
١٨	٢٠١٧	١.٦	١٨,١٨	٦٩٢٥٢
١٩	٢٠١٨	٩.٦	١٨,٣٢	٨١٠٦٨
٢٠	٢٠١٩	٥.٦	١٦,١٢	٧٤٠٨٧
٢١	٢٠٢٠	٢.٦	١١,٣٧	٨١٤١٣
٢٢	٢٠٢١	٧.٦	٩,٤٣	٩٠١٠١
٢٣	٢٠٢٢	٦.٧	١٢,١٢	٥٨٥١٨
٢٤	٢٠٢٣	٧.٧	١١.١١	١١٣٩٩٩

Source: World Development Report 2024: Global Economic Prospects. Washington, DC: World Bank, 2024.

<https://www.worldbank.org/en/publication/global-economic-prospects>.

من خلال الجدول السابق يتبين أنه معظم الدول النامية ومنها مصر تعاني من مشكلات اقتصادية عديدة أهمها؛ انخفاض معدلات التنمية والتي ترجع إلى انخفاض مستوى الدخل مما يؤدي إلى انخفاض معدلات الادخار وبالتالي الاستثمار، وتزايد حدة المشكلة في حالة ضعف قدرة تلك الدول على توفير مصادر التمويل اللازمة لدفع عجلة الاستثمار وبالتالي التنمية، ولهذا فقد اضطرت تلك الدول إلى البحث عن مصادر خارجية للتمويل بديلة، منها الاقتراض الخارجي والمساعدات الدولية والاستثمار الأجنبي المباشر وغير المباشر.¹

كما تعاني مصر من نقص تراكم رأس المال متمثلاً في تدني مستويات الادخار والاستثمار كنسبة من الناتج المحلي، حيث يبلغ متوسطها في الأول حوالي ١٩,٠٢ ٪ ، وفي الثاني حوالي ٢٠,٧٦ ٪ خلال الفترة من ١٩٧٠ إلى ٢٠١٨ وقد صاحب ذلك ندرة البحث والتطوير والتخلف التكنولوجي وضعف البنية التحتية وعجز الميزان التجاري مما يؤثر سلباً على النمو في العديد من القطاعات، ولا سيما قطاع التصنيع ولهذا تسعى مصر لجذب المزيد من الاستثمارات الأجنبية لتحقيق مستويات النمو الاقتصادي المستهدفة من خلال توطين التكنولوجيا المتقدمة وخلق قوة العمل المدربة وتحسين مستويات البحث والتطوير ولهذا يعد الاستثمار الأجنبي المباشر أحد أهم محددات النمو والتنمية الاقتصادية لذلك تسعى مصر لخلق مناخ استثمار جاذب للاستثمارات الأجنبية إلى القطاعات الاقتصادية المستهدفة²

ويرى العديد من الاقتصاديين وكذلك خبراء المنظمات الدولية أن الاستثمار الأجنبي وخاصة المباشر منه هو الأكثر ملائمة من مصادر التمويل الأجنبية الأخرى لظروف الدول النامية بشرط قيام الدول التي تسعى إلى جذبه بتهيئة البيئة التشريعية والاقتصادية المناسبة.³ وفي ظل الظروف الاقتصادية الصعبة التي تعيشها مصر والمتمثلة في ارتفاع أسعار السلع الاستهلاكية وانخفاض الإنتاج وانخفاض القوة الشرائية للجنه المصري مع ارتفاع أسعار العملات الأجنبية، لذا كان من الضروري البحث عن حلول جديدة لمواجهة تلك الأزمة الاقتصادية العنيفة التي تواجه مصر في الوقت الحالي وكان من أفضل تلك الحلول هو اللجوء إلى الاستثمار الأجنبي وبخاصة المباشر حيث إن له فوائد عديدة كما سبق ذكره إلى جانب اعتباره بديل للقروض والمنح والمعونات الخارجية، وأيضاً باعتباره محركاً أساسياً لنجاح العملية التصديرية وذلك لضعف القدرة التنافسية للمنتج المصري داخلياً وخارجياً.

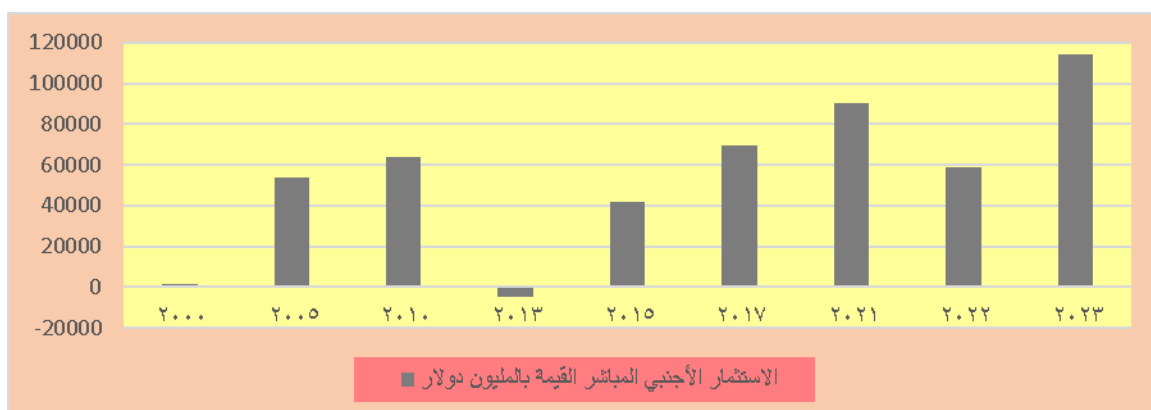
1 أسمهان خاطر، دور التكامل الاقتصادي في تفعيل الاستثمار الأجنبي المباشر دراسة حالة دول مجلس التعاون الخليجي، ٢٠١٥

2 Bekoe, W ..Jalloh, T, Rahaman, W.A. (٢٠٢١). Corruption and Foreign Direct Investment Inflows: Evidence from West Africa International Journal of Business and Economic Sciences Applied Research

3 حمدي حمزة محمد حسن، الحوافز الضريبية وأثرها على جذب الاستثمار الأجنبي، رسالة ماجستير، كلية الحقوق، جامعة المنصورة، ٢٠١٨

ومن البديهي أن عدم وجود استثمارات أجنبية يؤدي إلى تراجع التدفقات النقدية وتدهور الاحتياطي النقدي وتفاقم في مشكلة البطالة نتيجة قلة المشروعات وبالتالي عدم وجود إنتاج في الأسواق يدفع إلى الاستيراد الذي يحتاج عملة صعبة فترتفع الأسعار ولا يوجد إنتاج للتصدير للخارج ولا إيرادات ضريبية للدولة نتيجة قلة المشروعات وبالتالي ضعف تحسين الخدمات.¹ ومن المعلوم أن مصر تحتل المرتبة ١١٩ من بين ١٤٠ دولة في تقرير التنافسية والمرتبة ١٣٩ في جودة التعليم، والمرتبة ١٤٢ في المؤشرات الاقتصادية وعلى أساس هذه العوامل وعوامل أخرى يحدد المستثمر الأجنبي أين يستثمر أمواله.²

شكل (١) يوضح تطور تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر إلى مصر خلال الفترة من ٢٠٢٣ - ٢٠٠٠



المصدر: تم إعداد الشكل بواسطة الباحثة بالاعتماد على بيانات الجدول السابق

هذا، وتشير بيانات البنك المركزي إلى أن ٨٠ % من تدفق الاستثمارات خلال المدة المشار إليها كان مصدرها الاتحاد الأوروبي والولايات المتحدة، بينما كانت حصة العرب ١٢ % فقط.^٣

1 حسان محمد سليمان، محددات الاستثمار الأجنبي المباشر في سورية: دراسة قياسية فكر وإبداع، مصر، ج ٦٣، ٢٠١٩

2 Bergougui, B. , & Murshed, S.M. (٢٠٢٢). A sectoral analysis of institutional quality and foreign direct investment in Mena countries: does sector type matter?. Review of World Economics

3 Central Bank of Egypt. "Foreign Investment in Egypt." External Position of the Egyptian Economy. Accessed June ١١, ٢٠٢٥. <https://www.cbe.org.eg/en/EconomicResearch/Statistics/Pages/ExternalSector.aspx>

أولاً: سعر الفائدة على الودائع.¹

جدول (٢) يوضح تطور سعر الفائدة على الودائع خلال الفترة من ٢٠٢٣-٢٠٠٠

السنة	سعر الفائدة على الودائع (%)
1990	12.00 %
2000	9.46 %
2001	9.46 %
2002	9.33 %
2003	8.22 %
2004	7.72 %
2005	7.22 %
2006	6.02 %
2007	6.10 %
2008	6.58 %
2009	6.49 %
2010	6.23 %
2011	6.74 %
2012	7.64 %
2013	7.68 %
2014	6.92 %
2015	6.91 %
2016	7.86 %
2017	12.09 %
2018	12.32 %
2019	10.95 %
2020	7.78 %
2021	7.40 %
2022	8.42 %
2023	12.65 %

المصدر: اعداد الباحثة بالاعتماد على بيانات البنك المركزي

وفقاً لبيانات البنك الدولي والبنك المركزي المصري، كان معدل الفائدة على الودائع في عام ١٩٩٠ عند مستوى ١٢٪، بينما بلغت نسبة الادخار العائلي إلى إجمالي الادخار المحلي نحو ١٢٪. ومع استمرار تراجع الفائدة على الودائع إلى ٧,٦٤٪ في عام ٢٠١٢، ارتفعت نسبة الادخار العائلي إلى إجمالي الادخار المحلي لتصل إلى نحو ١٦,٩٪، على الرغم من أن الاتجاه النظري يفترض حدوث

1 Central Bank of Egypt. "Key Interest Rates." Monetary Policy Committee. Accessed June ٥٢٠٢٠, ١١

[.https://www.cbe.org.eg/en/MonetaryPolicy/Pages/CoreIndicators.aspx](https://www.cbe.org.eg/en/MonetaryPolicy/Pages/CoreIndicators.aspx)

العكس؛ إذ إن انخفاض سعر الفائدة عادةً ما يؤدي إلى انخفاض معدل الادخار. ويُرجع ذلك جزئيًا إلى زيادة تحويلات العاملين في الخارج بعد الأحداث السياسية في مصر، بالإضافة إلى تراجع حجم الاستهلاك العائلي بسبب الاضطرابات.

كما تشير البيانات إلى أن الفائدة على الودائع سجلت مستويات مرتفعة بعد قرار التعويم في ٢٠١٦، إذ بلغت ١٢,٠٩٪ في ٢٠١٧ و ١٢,٣٢٪ في ٢٠١٨، قبل أن تنخفض إلى ٧,٧٨٪ في ٢٠٢٠ و ٨,٤٢٪ في ٢٠٢٢. وفي عام ٢٠٢٣ ارتفع المعدل مجددًا إلى ١٢,٦٥٪، مع استحداث شهادات ادخار بعوائد مرتفعة (٢٥٪ و ٢٧٪) لمواجهة التضخم وانخفاض قيمة الجنية.

يتضح من ذلك أن ارتفاع الفائدة يشجع على الادخار بالعملة المحلية، مما قد يقلل التوجه للاستثمار في القطاعات الأجنبية، ويرفع تكلفة تمويل المشروعات، وهو ما قد يثني بعض الشركات الأجنبية عن ضخ رؤوس أموال مباشرة أو محفظة. وهذا انعكس سلبًا على تدفقات الاستثمار الأجنبي غير المباشر (FPI)، مقابل تأثير إيجابي نسبي على الاستثمار الأجنبي المباشر (FDI). كما أن الحالة المصرية تُظهر تعقيدًا أكبر من التفسير النظري البسيط؛ ففي فترات الفائدة المرتفعة زادت الودائع المصرفية، لكن الادخار الاستثماري اتجه للانخفاض، مع توجه المواطنين نحو أدوات شبه نقدية وغير منتجة. فعلى سبيل المثال، في عام ٢٠٢٣ ارتفعت الودائع المصرفية بنسبة ٢٤٪ على أساس سنوي، بينما انخفضت الاستثمارات في الأسهم المحلية¹².

وعلاوة على ما تقدم؛ فإن الفائدة المرتفعة على الودائع أدت إلى منافسة غير عادلة مع الاستثمار في الأسهم والسندات طويلة الأجل، مما أدى إلى تراجع مكونات الاستثمار الأجنبي غير المباشر "FPI" الإنتاجية، ومع ذلك فقد وفرت هذه الفائدة أداة للسيطرة على سعر الصرف وهو ما دعم جزئيًا استقرار مناخ الاستثمار الأجنبي المباشر.

ثانياً: معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي.

عندما كان معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي ٥,٧٪ في عام ١٩٩٠ كانت نسبة الادخار العائلي إلى إجمالي الادخار المحلي ١٢٪ وعندما استمر معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي في الانخفاض ليصل إلى ٢,٢٪ في عام ٢٠١٢ ارتفعت نسبة الادخار العائلي إلى إجمالي الادخار المحلي لتصل إلى ١٦,٩٪ مع أنه كان من المفترض أن يحدث العكس، وذلك لأن تراجع معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي يؤدي إلى انخفاض معدل الادخار، ومن ثم سوف يترتب على ذلك انخفاض الدخل المتاح ولكن حدث العكس، وقد يرجع ذلك إلى زيادة تحويلات العاملين في الخارج بعد زيادة الأحداث

1 Buchanan, B.G. , Le B , Q.V. , & Rishi, M. (٢٠١٢). Foreign direct investment and institutional quality: Some empirical evidence. International Review of Financial Analysis

السياسية، وإلى تراجع حجم الاستهلاك العائلي، وقد نما الاستثمار الأجنبي المباشر وارتفع من حوالي ٨,١ مليار دولار في عام ٢٠١٦ إلى قمم بلغت ٢٢,٤ مليار دولار في الربع الثاني من ٢٠٢٤، حيث بلغت نسبته من الناتج المحلي الإجمالي ٣٠,٢ % في يونيو ٢٠٢٤ بعد أن كان سالباً (-١,٢ %) في ٢٠١١. وجاء هذا النمو رغم ارتفاع الفائدة بدعم من مشاريع بنية تحتية ضخمة واتفاقيات ضخ سيولة خليجية (اللجوء لودائع واستثمارات غير تقليدية).^١

ثالثاً: رؤوس أموال صناديق الاستثمار.

تراوحت نسبة رؤوس أموال صناديق الاستثمار إلى إجمالي الاستثمار في مصر من (٣٪ - ٥,٨٪) خلال الفترة (١٩٩٥-٢٠١٩) ولكن يلاحظ الآتي: بلغت نسبة رؤوس أموال الصناديق إلى إجمالي الاستثمار في مصر نحو ٣٪ في عام ١٩٩٥ لأنها ما زالت في البداية، واستمرت في الارتفاع لتصل إلى ٥,٧٪ في عام ٢٠٠٢، ثم تراجعت لتصل إلى ٤,٣٪ في عام ٢٠١٢، بالإضافة إلى أنه لوحظ ارتفاع نسبة رؤوس أموال صناديق الاستثمار إلى إجمالي الاستثمار في مصر في العقد الأول من إنشائها (١٩٩٥-٢٠٠٢) حيث تراوحت من (٣٪ - ٥,٨٪) ثم تراجعت في العقد الأخير (٢٠٠٣-٢٠١٢) لتتراوح من (٤٪ - ٤,٩٪)^٢

المبحث الثالث: قياس تأثير سعر الفائدة على تدفقات الاستثمار الأجنبي في مصر.

يهدف هذا المبحث إلى صياغة وتقدير نموذج قياسي للاقتصاد المصري، يمكن من خلاله قياس أثر تغيرات أسعار الفائدة على الاستثمارات الأجنبية والمحلية خلال الفترة (١٩٩١ - ٢٠٢٣م)، ويستند في هذا إلى الإطار النظري ونتائج الدراسات التطبيقية، (السابق التعرض لها).

ولهذا الغرض سنقوم بتجزئة هذا المبحث إلى ثلاثة أقسام رئيسية، نتناول في الأول الطريقة المستخدمة في التحليل؛ وفي الثاني النتائج المتصل إليها من جراء تطبيق اختبارات استقرار السلاسل الزمنية واختبارات التكامل المشترك، وفي الأخير سنحاول تلخيص وتفسير ومناقشة النتائج.

^{٥٦} The World Bank. "GDP Growth (Annual %) – Egypt, Arab Rep." World Development Indicators.

Accessed June ١١, ٢٠٢٥

<https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.KD.ZG?locations=EG>

^{٥٧} الهيئة العامة للرقابة المالية. تقرير سنوي عن أداء صناديق الاستثمار في مصر خلال الفترة ١٩٩٥-٢٠١٢. القاهرة: الهيئة العامة للرقابة المالية، ٢٠١٣.

أولاً: صياغة وتوصيف النموذج القياسي:

توصيف المتغيرات:

يستند اختيار المتغيرات في هذه الدراسة إلى الأطر النظرية في الاقتصاد الكلي ونماذج الاستثمار، إضافة إلى الأدبيات التطبيقية التي تناولت العلاقة بين أسعار الفائدة وتدفقات الاستثمار في سياقات اقتصادات نامية ومتقدمة.

وفقاً للنموذج الكينزي (Keynes, 1936)، تؤثر أسعار الفائدة على قرارات الاستثمار من خلال تكاليف الاقتراض؛ إذ يؤدي ارتفاع الفائدة إلى زيادة تكلفة رأس المال، مما يقلل من الطلب الاستثماري، بينما يؤدي خفضها إلى تحفيز هذا الطلب^١. في المقابل، تركز النظرية الكلاسيكية (Fisher, 1930) على أن الادخار هو المصدر الأساسي للتمويل الاستثماري، وأن سعر الفائدة يتحدد من خلال التوازن بين عرض الأموال والطلب عليها^٢.

في الأدبيات الحديثة، يوضح نموذج Tobin's q (Tobin, 1969) أن قرارات الاستثمار تتأثر بمؤشرات الاقتصاد الكلي، ومنها معدل النمو الاقتصادي والانفتاح التجاري واستقرار سعر الصرف، نظراً لتأثيرها المباشر على العائد المتوقع والمخاطر المرتبطة بالاستثمار^٣.

بناءً على ما سبق، تم تحديد المتغيرات محل الدراسة بحيث تعكس أبرز محددات الاستثمار الأجنبي المباشر، والاستثمار الأجنبي غير المباشر، والاستثمار المحلي في الاقتصاد المصري خلال الفترة (١٩٩١-٢٠٢٣)، وذلك كما يلي:

أ - المتغيرات المستقلة:

Interest-rate = سعر فائدة الإقراض (%).

GDP-growth = نمو إجمالي الناتج المحلي (% سنوياً).

Savings = إجمالي الادخار المحلي (% من إجمالي الناتج المحلي).

Ex-rate = سعر الصرف الرسمي (عملة محلية مقابل الدولار الأمريكي، متوسط الفترة).

Openness = الانفتاح التجاري معبرا عنه بمجموع الصادرات والواردات (% من إجمالي الناتج).

^١ Keynes, J. M. (١٩٣٦). *The General Theory of Employment, Interest, and Money*. London: Macmillan.

^٢ Fisher, I. (١٩٣٠). *The Theory of Interest*. New York: Macmillan.

^٣ Tobin, J. (١٩٦٩). *A General Equilibrium Approach to Monetary Theory*. *Journal of Money, Credit and Banking*, ١(١), ١٥-٢٩.

ب - المتغيرات التابعة:

FDI = الاستثمار الأجنبي المباشر مقاسا بصافي التدفقات الوافدة (%) من إجمالي الناتج المحلي).

FPI = الاستثمار الأجنبي غير المباشر معبرا عنه بصافي استثمارات الحافظة (ميزان المدفوعات).

Invest. = الاستثمار المحلي معبرا عنه بإجمالي تكوين رأس المال الثابت (%) من إجمالي الناتج).

١- صياغة النموذج:

$$FDI = b_0 + b_1 (\text{ex-rate}) + b_2 (\text{GDP}) + b_3 (\text{interest-rate}) + b_4 (\text{openness}) + b_5 (\text{savings})$$

$$FPI = b_0 + b_1 (\text{ex-rate}) + b_2 (\text{savings}) + b_3 (\text{interest-rate}) + b_4 (\text{openness}) + b_5 (FDI)$$

$$\text{Investment} = b_0 + b_1 (\text{ex-rate}) + b_2 (\text{GDP-growth}) + b_3 (\text{interest-rate}) + b_4 (\text{savings})$$

٢- منهجية البحث (الأساليب القياسية المستخدمة):

لغرض قياس أثر تغيرات أسعار الفائدة على الاستثمارات الأجنبية والمحلية في الاقتصاد المصري، استخدمنا بيانات سنوية، وذلك عن الفترة (١٩٩١-٢٠٢٣م). وتماشيا مع التوجهات الحديثة في تحليل السلاسل الزمنية، والتي كان لها الدور البارز في جعل العلاقات الاقتصادية قابلة للقياس والتحليل الكمي، قمنا باستخدام طرق تحليل التكامل المشترك، لقياس أثر تغيرات سعر الفائدة على الاستثمارات الأجنبية والمحلية، وتحديد اتجاه العلاقة بين المتغيرات.

٣- اختبارات الاستقرار (السكون) (Stationary):

وهي لفحص درجة تكامل السلاسل الزمنية للمتغيرات محل الدراسة. للتعرف على ما إذا كانت هذه المتغيرات مستقرة أم لا، ذلك أن طبيعة هذه السلاسل تكون غير ساكنة، مما قد يؤدي إلى ما يعرف بظاهرة الانحدار الزائف (*Spurious Regression*) في السلاسل الزمنية للمتغيرات، والذي يعني أن وجود اتجاه عام (*Trend*) قد يؤدي إلى وجود علاقة معنوية بين هذه المتغيرات، حتى لو كان الاتجاه العام هو الشيء الوحيد المشترك بينها.

وبما أن معظم السلاسل الزمنية للمتغيرات الاقتصادية تتصف بخاصية عدم الاستقرار، لذلك نقوم أولا باختبار استقرار هذه السلاسل وتحديد درجة تكاملها، باستخدام اختبار جذر الوحدة (*The Unit Root Test*)، والذي يرجع الفضل في تطويره إلى كل من ديفيد ديكي ووليام فولر، وذلك

باستخدام ما يسمى اختبار (Dickey- Fuller)، وسنطبق اختبار ديكي – فولر الموسع (Augmented Dickey – Fuller Test)، حيث يعتبر من أكفأ الاختبارات لجذر الوحدة. وهناك عدد من الطرق المستخدمة في اختبار صفة السكون (الاستقرارية) في السلاسل الزمنية، منها:

- ١- دالة الارتباط الذاتي Autocorrelation.
- ٢- اختبار جذر الوحدة لديكي – فولر. Dickey – Fuller Test.
- ٣- اختبار جذر الوحدة (المعدل) Augmented Dickey – Fuller Test.
- ٤- اختبار فيلبس – بيرون (pp) Phillips – Perron Test.
- ٥- اختبار Kwiatkowski-Phillips-Schmidt-Shinn (KPSS).

وسيتم الاعتماد على كلا من الاختبار الثالث والرابع في هذه الدراسة.

١- اختبار عدد فترات التباطؤ (Lag-Length Selection):

تقاس فترة التباطؤ الزمني بالفترة التي يظهر فيها أثر متغير ما على متغير آخر، وتحدد هذه الفترة بالإجابة على السؤال التالي: كم يتأخر ظهور أثر متغير ما على متغير آخر؟ .. ولإيجاد العدد الأمثل لفترات التباطؤ الزمني في نموذج الدراسة، يتم الاعتماد على معياري أكايك (Akaike Information Criterion) وشوارز (Schwarz Information Criterion). ولتحديد العدد الأمثل لفترات التباطؤ الزمني، يتم اختيار أقل قيمة من قيم معياري أكايك وشوارز (AIC) (SIC)، والتي يقابلها التباطؤ الزمني الأمثل.

٢- اختبار التكامل المشترك (Co-Integration Test):

تقوم فكرة التكامل المشترك على المفهوم الاقتصادي للخصائص الإحصائية للسلاسل الزمنية، وينص النموذج على أن المتغيرات التي تفترض النظرية الاقتصادية وجود علاقة توازنية بينها في الأجل الطويل لا تتباعد عن بعضها البعض بشكل كبير، ويصحح هذا التباعد عن التوازن بفعل قوى اقتصادية تعمل على إعادة هذه المتغيرات الاقتصادية للتحرك نحو التوازن طويل الأجل. وهكذا فإن فكرة التكامل المشترك تحاكي وجود توازن في الأجل الطويل يؤول إليه النظام الاقتصادي. ومن أهم المناهج القياسية المستخدمة لاختبار التكامل المشترك للسلاسل الزمنية هي:

- منهجية انجل - جرانجر Engel and Granger.
- منهجية جوهانسن - جوسليوس Johansen and Juselius.
- منهجية الانحدار الذاتي ذو الفجوات المبطأة ARDL.

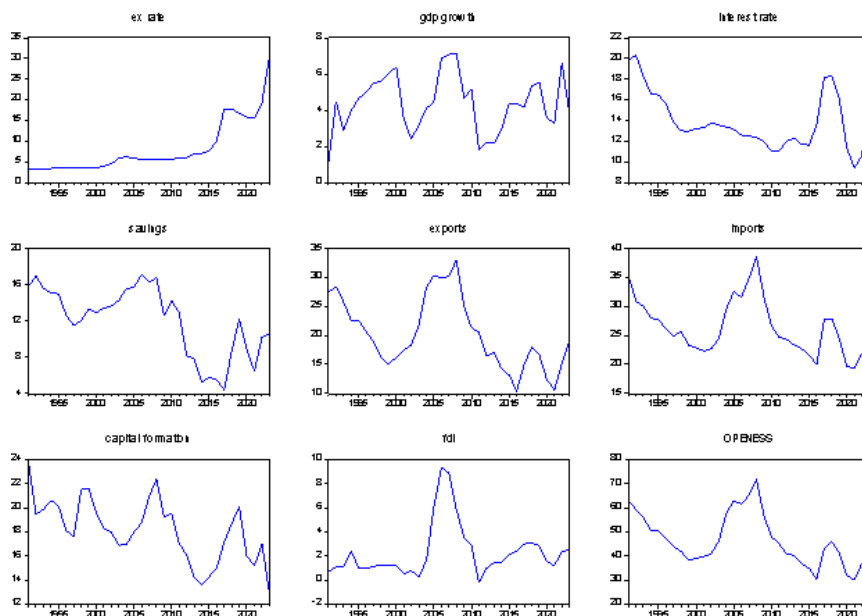
إن اختيار نموذج التكامل المشترك وفق منهجية الانحدار الذاتي ذو الفجوات المبطأة ARDL يعود إلى المزايا التي يتمتع بها عن غيره من النماذج القياسية، والتي من أهمها:

- ١- أنه يمكن استخدامه بصرف النظر عن درجة تكامل المتغيرات، سواء كانت متكاملة عند المستوى أو عند الفرق الأول، أي بصرف النظر عن درجة التكامل أو مستوى الاستقرار.
- ٢- أنه يأخذ عددا كافيا من فترات الابطاء الزمني، التي تُحدد تلقائيا، للحصول على أفضل مجموعة من النتائج من النموذج المقدر.
- ٣- أنه يعطي أفضل النتائج للمعالم في الأجل الطويل، وأن اختبارات التشخيص يمكن الاعتماد عليها.
- ٤- من الممكن الحصول منه على نموذج تصحيح الخطأ عن طريق التحويل الخطي البسيط، والذي يساعد في قياس العلاقة قصيرة الأجل بين متغيرات الدراسة.
- ٥- يعد ملائما للنماذج التي تحتوي على عدد مشاهدات قليلة، فهو يعد من أكثر النماذج الملائمة للعينة التي تحتوي على أقل من ٣٠ مشاهدة.

ثانيا: تقدير النموذج وعرض النتائج:

أظهرت الدراسة الإحصائية للمعطيات نتائج عديدة، يمكن تقسيمها إلى عدة عناصر، نوردتها بالترتيب التالي:

رسم المتغيرات:



نتائج التحليل الإحصائي للسلاسل الزمنية:**نتائج التحليل الوصفي للسلاسل الزمنية للمتغيرات:**

	Ex_rate	Gdp_growth	Interest_rate	Savings	Exports	Imports	Capital_formation	A_fdi	Openess
Mean	8.031994	4.371176	13.98722	12.04703	20.24898	26.32966	18.12770	2.318628	46.57864
Median	5.733167	4.372019	13.21583	12.93737	18.84167	24.89658	18.13426	1.509250	43.73825
Maximum	30.62641	7.156284	20.32833	17.11187	33.04299	38.63763	23.73333	9.348567	71.68063
Minimum	3.138008	1.125405	9.425000	4.340928	10.34546	19.29582	12.87539	-0.204543	29.85697
Std. Dev.	6.429741	1.567940	2.813069	3.787619	6.174861	4.830954	2.602548	2.219528	10.75555
Skewness	1.801513	-0.030909	0.748191	-0.571865	0.419807	0.687660	-0.058785	1.936578	0.552263
Kurtosis	5.886965	2.331379	2.570526	2.168963	2.171218	2.800198	2.511129	6.287940	2.436523
Jarque-Bera	29.31001	0.619954	3.332463	2.748268	1.913767	2.655707	0.347624	35.49135	2.114040
Probability	0.000000	0.733464	0.188958	0.253059	0.384088	0.265046	0.840455	0.000000	0.347490
Sum	265.0558	144.2488	461.5783	397.5519	668.2165	868.8788	598.2141	76.51471	1537.095
Sum Sq. Dev.	1322.930	78.66990	253.2273	459.0739	1220.125	746.8196	216.7441	157.6417	3701.821

١- نتائج اختبارات الاستقرار

ADF (1st Diff.) t-stat (p)	PP (1st Diff.) t-stat (p)	ADF (Level) t-stat (p)	PP (Level) t-stat (p)	المتغير
-3.6265 (0.0109) **	-3.3658 (0.0202) **	-3.2348 (0.0273) **	-2.2852 (0.1826) n0	A_FDI
-5.3729 (0.0001) ***	-5.3703 (0.0001) ***	-2.4706 (0.1318) n0	-2.5758 (0.1083) n0	CAPITAL_FORMATION
-6.7812 (0.0000) ***	-3.9403 (0.0051) ***	-0.0847 (0.9413) n0	-1.4295 (0.5551) n0	DEX_RATE
-6.8472 (0.0000) ***	-6.8238 (0.0000) ***	-3.7469 (0.0079) ***	-3.7469 (0.0079) ***	GDP_GROWTH
-5.2242 (0.0003) ***	-2.1728 (0.2197) n0	-4.8378 (0.0005) ***	-0.6156 (0.8530) n0	DINTEREST_RATE
-3.9486 (0.0049) ***	-3.8431 (0.0064) ***	-2.3774 (0.1560) n0	-2.0433 (0.2679) n0	OPENNESS
-5.6477 (0.0001) ***	-5.6475 (0.0001) ***	-1.7067 (0.4184) n0	-1.6682 (0.4372) n0	SAVINGS

*** معنوي عند ١٪، ** عند ٥٪، * عند ١٠٪، n0 غير معنوي.

جميع السلاسل غير مستقرة عند المستوى وأصبحت مستقرة عند الفرق الأول (I(1)).

يوضح الجدول التالي النتائج الإحصائية التي تم الحصول عليها من جراء تطبيق الاختبارين السابقين عند المستوى، كما يتضمن القيم الحرجة لكل اختبار عند مستوى معنوية ٥٪. ومن خلال نتائج الاختبارات، يتضح أن السلاسل الزمنية غير مستقرة، وتحتوي على جذر وحدوي، (باعتبار أن القيم المحسوبة أقل تماما من القيم الحرجة لـ *Mackinnon*) وما يعزز هذه النتيجة هو قيم الاحتمال الحرج الأكبر من ٥٪. والخطوة الموالية هي تطبيق الاختبارين السابقين عند الفروق من الدرجة الأولى للسلاسل الزمنية المعنية.

النتائج الإحصائية التي تم الحصول عليها من جراء تطبيق الاختبارين السابقين عند الفروق الأولى، كما يتضمن القيم الحرجة لكل اختبار عند مستوى معنوية ٥٪. تُشير النتائج إلى أن السلاسل الزمنية المحولة عن طريق الفروق من الدرجة الأولى مستقرة، (وذلك باعتبار أن القيم المحسوبة أكبر تماما من القيم الحرجة لـ *Mackinnon*)، وما يعزز هذه النتيجة هو قيم الاحتمال الحرج الأصغر من ٥٪. أي أن السلاسل الزمنية للمتغيرات "متكاملة من الدرجة الأولى".

١- اختبار عدد فترات التباطؤ (*Lag-Length*):

قبل تطبيق طريقة التكامل المشترك يجب تحديد عدد فترات الإبطاء P لنموذج الانحدار الذاتي VAR ولتحديد P يُستخدم معياري *Akaike* و *Schwarz*. إن طريقة اختيار P تتضمن تقدير كل نماذج VAR لفترات إبطاء من ٠ إلى h (وهو الإبطاء الأكبر المقبول بالنسبة للنظرية الاقتصادية).

ويتضح من الجدول التالي أن أربعة معايير SC , AIC , HQ , FPE , اختارت ٤ فترات إبطاء للنموذج. وعليه يتم التقدير لاختبار التكامل المشترك وفق نموذج $ARDL$ في إطار ٤ فترات إبطاء كحد أقصى.

تحديد عدد المتباطئات للنموذج المقدر

VAR Lag Order Selection Criteria

Endogenous variables: A_FDI EX_RATE INTEREST_RATE OPENESS SAVINGS

Exogenous variables: C

Date: 04/08/25 Time: 13:23

Sample: 1991 2023

Included observations: 30

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-394.0408	NA	246091.9	26.60272	26.83626	26.67743
1	-291.2101	164.5291	1410.853	21.41401	22.81521	21.86226
2	-256.5979	43.84215	865.0680	20.77319	23.34206	21.59500
3	-203.9785	49.11143*	212.1097*	18.93190*	22.66843*	20.12725*

VAR Lag Order Selection Criteria

Endogenous variables: CAPITAL_FORMATION EX_RATE GDP_GROWTH INTEREST_RATE SAVINGS

Exogenous variables: C

Date: 04/08/25 Time: 12:09

Sample: 1991 2023
Included observations: 29

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-331.2915	NA	8129.629	23.19252	23.42826	23.26635
1	-237.9087	148.1245	74.99198	18.47646	19.89091	18.91945
2	-206.3195	39.21424	56.37813	18.02203	20.61518	18.83417
3	-149.3033	51.11791*	10.13466	15.81402	19.58587	16.99532
4	-93.53059	30.77116	4.153319*	13.69177*	18.64232*	15.24222*

* 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

نتائج اختبارات التكامل المشترك باستخدام نموذج ARDL

يصبح النموذج المقدر (الاستثمار المحلي):

$$\text{Invest} = -0.093 * \text{Ex_Rate} + 1.25 * \text{GDP_Growth} + 0.447 * \text{Interest_Rate} + 0.107 * \text{Savings} + 6.02.$$

وللتأكد من وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين المتغيرات من عدمه، نلجأ لاختبار Bounds Test، ويوضح الجدول التالي نتائج الاختبار:

نتائج اختبار Bounds Test:

ARDL Bounds Test

Date: 04/08/25 Time: 12:29

Sample: 1994 2023

Included observations: 30

Null Hypothesis: No long-run relationships exist

Test Statistic	Value	k
F-statistic	9.308109	4
Critical Value Bounds		
Significance	I0 Bound	I1 Bound

10%	2.45	3.52
5%	2.86	4.01
2.5%	3.25	4.49
1%	3.74	5.06

يتضح من نتائج الاختبار أنه: "توجد علاقة توازنية طويلة الأجل بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع" - بدءاً من مستوى معنوية ١٪ - حيث كانت قيمة F تقع خارج حدود I0 و I1 بدءاً من مستوى المعنوية ١٪.

الاختبارات التشخيصية للنموذج المقدر:

١- اختبار مدى ملائمة تحديد أو تصميم النموذج المقدر:

Ramsey RESET Test

Equation: UNTITLED

Omitted Variables: Squares of fitted values

	Value	df	Probability
t-statistic	1.109853	16	0.2835
F-statistic	1.231773	(1, 16)	0.2835

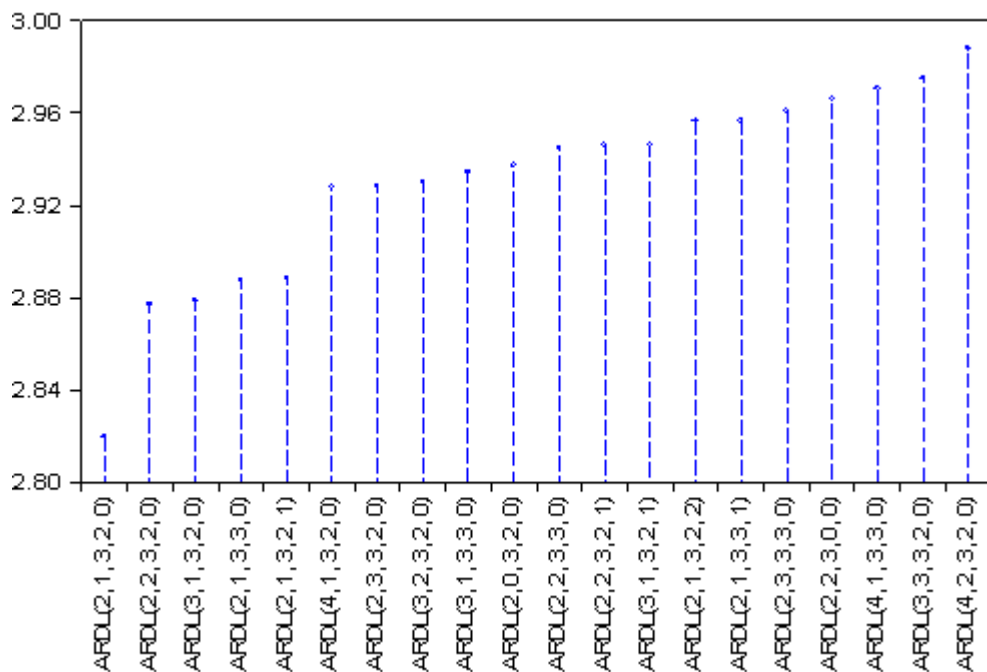
F-test summary:

	Sum of Sq.	df	Mean Squares
Test SSR	0.918592	1	0.918592
Restricted SSR	12.85055	17	0.755915
Unrestricted SSR	11.93196	16	0.745747

يبين الجدول أن النموذج لا يعاني من مشكلة عدم ملائمة الشكل الدالي، وبذلك فالنموذج المقدر صحيح وفق Ramsey RESET Test، حيث تم قبول فرض العدم حسب معنوية اختبار F، التي كانت أكبر من 0.05.

٢- اختبار أفضل توصيف لنموذج التكامل

Akaike Information Criteria (top 20 models)



يتضح من الرسم أن أفضل توصيف ممكن لنموذج التكامل المشترك المقدر كان ARDL (2,1,3,2,0)

٣- اختبار فرضية اختلاف التباين:

Heteroskedasticity Test: Breusch-Pagan-Godfrey

F-statistic	2.000900	Prob. F(12,17)	0.0931
Obs*R-squared	17.56425	Prob. Chi-Square(12)	0.1296
Scaled explained SS	3.235691	Prob. Chi-Square(12)	0.9936

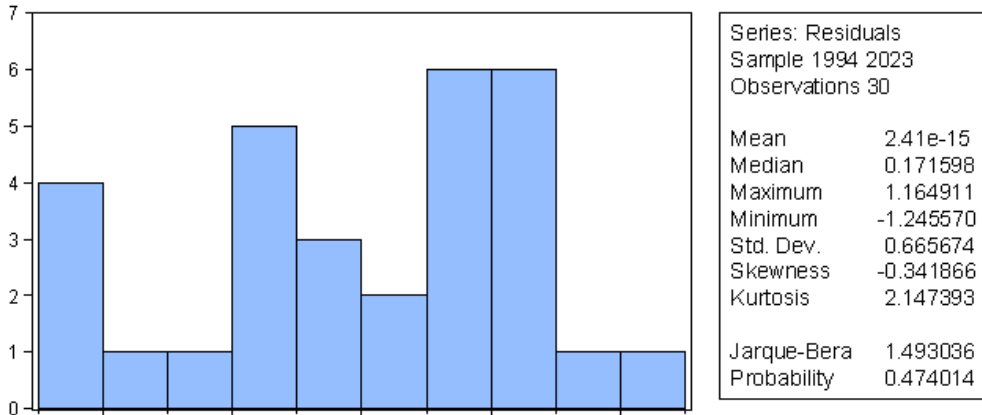
4-

Heteroskedasticity Test: White

F-statistic	2.076777	Prob. F(12,17)	0.0820
Obs*R-squared	17.83435	Prob. Chi-Square(12)	0.1208
Scaled explained SS	3.285450	Prob. Chi-Square(12)	0.9932

اختبار ثبات التباين المشروط بالانحدار الذاتي White، توضح النتائج إمكانية قبول فرضية عدم القائل "بثبات تباين حد الخطأ العشوائي في النموذج المقدر"، حيث كانت معنوية الاختبار أكبر من 0.05.

٥- اختبار التحقق من التوزيع الطبيعي لبواقي معادلة الانحدار:



توضح النتائج أنه لا يمكن رفض فرضية عدم القائلة بأن "بواقي الانحدار موزعة توزيعاً طبيعياً"، وهكذا نجد أن النموذج المقدر لا يعاني من مشكلة التوزيع غير الطبيعي للبواقي، وفق اختبار Jarque-Bera.

نتائج اختبارات التكامل المشترك باستخدام نموذج ARDL

يصبح النموذج المقدر (الاستثمار الأجنبي المباشر):

$$FDI = 0.15*Ex_Rate - 0.17*Interest_Rate + 0.19*Openess + 0.56*GDP_Growth - 0.21*Savings - 4.65.$$

وللتأكد من وجود علاقة توازن طويلة الأجل بين المتغيرات من عدمه، نلجأ لاختبار Bounds Test، ويوضح الجدول التالي نتائج الاختبار:

نتائج اختبار Bounds Test:

ARDL Bounds Test
 Date: 04/08/25 Time: 22:52
 Sample: 1994 2023
 Included observations: 30
 Null Hypothesis: No long-run relationships exist

Test Statistic	Value	k
F-statistic	8.119474	5

Critical Value Bounds

Significance	I0 Bound	I1 Bound
10%	2.26	3.35
5%	2.62	3.79
2.5%	2.96	4.18
1%	3.41	4.68

يتضح من نتائج الاختبار أنه: "توجد علاقة توازنية طويلة الأجل بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع" - بدءاً من مستوى معنوية ١٪ - حيث كانت قيمة F تقع خارج حدود I0 و I1 بدءاً من مستوى المعنوية ١٪.

الاختبارات التشخيصية للنموذج المقدر:

١- اختبار مدى ملاءمة تحديد أو تصميم النموذج المقدر:

Ramsey RESET Test
 Equation: UNTITLED
 Omitted Variables: Squares of fitted values

	Value	df	Probability
t-statistic	0.349184	13	0.7325
F-statistic	0.121929	(1, 13)	0.7325

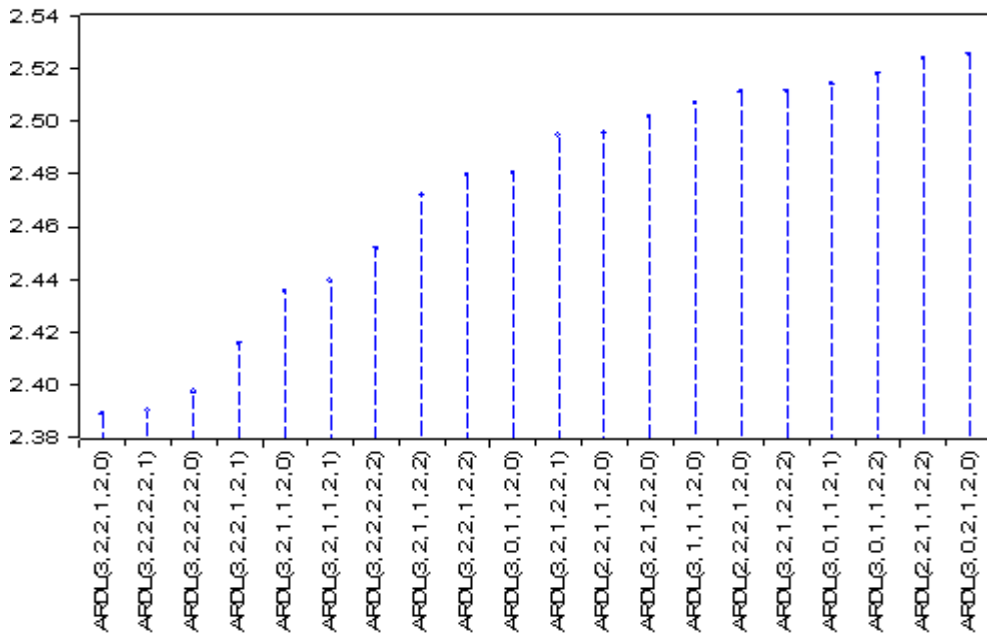
F-test summary:

	Sum of Sq.	df	Mean Squares
Test SSR	0.061240	1	0.061240
Restricted SSR	6.590631	14	0.470759
Unrestricted SSR	6.529391	13	0.502261

يبين الجدول أن النموذج لا يعاني من مشكلة عدم ملائمة الشكل الدالي، وبذلك فالنموذج المقدر صحيح وفق Ramsey RESET Test، حيث تم قبول فرض العدم حسب معنوية اختبار F، التي كانت أكبر من 0.05.

٢- اختبار أفضل توصيف لنموذج التكامل

Akaike Information Criteria (top 20 models)



يتضح من الرسم أن أفضل توصيف ممكن لنموذج التكامل المشترك المقدر كان ARDL (3,2,2,1,2,0)

٣- اختبار فرضية اختلاف التباين:

Heteroskedasticity Test: Breusch-Pagan-Godfrey

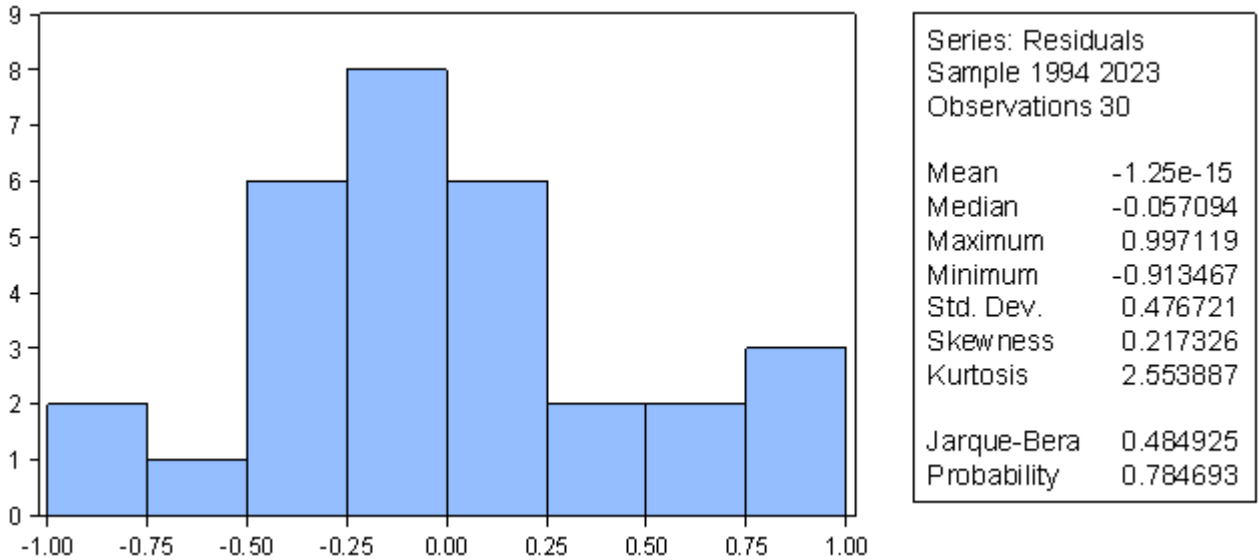
F-statistic	0.713679	Prob. F(15,14)	0.7379
Obs*R-squared	12.99952	Prob. Chi-Square(15)	0.6023
Scaled explained SS	2.199532	Prob. Chi-Square(15)	0.9999

Heteroskedasticity Test: White

F-statistic	0.583279	Prob. F(15,14)	0.8441
Obs*R-squared	11.53780	Prob. Chi-Square(15)	0.7136
Scaled explained SS	1.952207	Prob. Chi-Square(15)	1.0000

باستخدام اختبار ثبات التباين المشروط بالانحدار الذاتي White، توضح النتائج إمكانية قبول فرضية عدم القائل "بثبات تباين حد الخطأ العشوائي في النموذج المقدر"، حيث كانت معنوية الاختبار أكبر من 0.05.

٤- اختبار التحقق من التوزيع الطبيعي لبواقي معادلة الانحدار:



توضح النتائج أنه لا يمكن رفض فرضية عدم القائلة بأن "بواقي الانحدار موزعة توزيعاً طبيعياً"، وهكذا نجد أن النموذج المقدر لا يعاني من مشكلة التوزيع غير الطبيعي للبواقي، وفق اختبار Jarque-Bera.

نتائج اختبارات التكامل المشترك باستخدام نموذج ARDL

يصبح النموذج المقدر (الاستثمار الأجنبي غير المباشر):

$$FPI = 1.79 * Interest_Rate - 1.51 * Savings + 0.58 * Openess + 0.91 * Ex_Rate - 0.45 * FDI - 29.10$$

وللتأكد من وجود علاقة توازن طويلة الأجل بين المتغيرات من عدمه، نلجأ لاختبار Bounds Test، ويوضح الجدول التالي نتائج الاختبار:

نتائج اختبار Bounds Test:

ARDL Bounds Test
 Date: 04/09/25 Time: 09:53
 Sample: 1994 2023
 Included observations: 30
 Null Hypothesis: No long-run relationships exist

Test Statistic	Value	k
F-statistic	5.636363	5

Critical Value Bounds

Significance	I0 Bound	I1 Bound
10%	2.26	3.35
5%	2.62	3.79
2.5%	2.96	4.18
1%	3.41	4.68

يتضح من نتائج الاختبار أنه: "توجد علاقة توازنية طويلة الأجل بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع" - بدءا من مستوى معنوية ١٪ - حيث كانت قيمة F تقع خارج حدود I0 و I1 بدءا من مستوى المعنوية ١٪.

الاختبارات التشخيصية للنموذج المقدر:

١- اختبار مدى ملاءمة تحديد أو تصميم النموذج المقدر:
 Ramsey RESET Test
 Equation: UNTITLED
 Omitted Variables: Squares of fitted values

	Value	df	Probability
t-statistic	0.498346	6	0.6360
F-statistic	0.248349	(1, 6)	0.6360

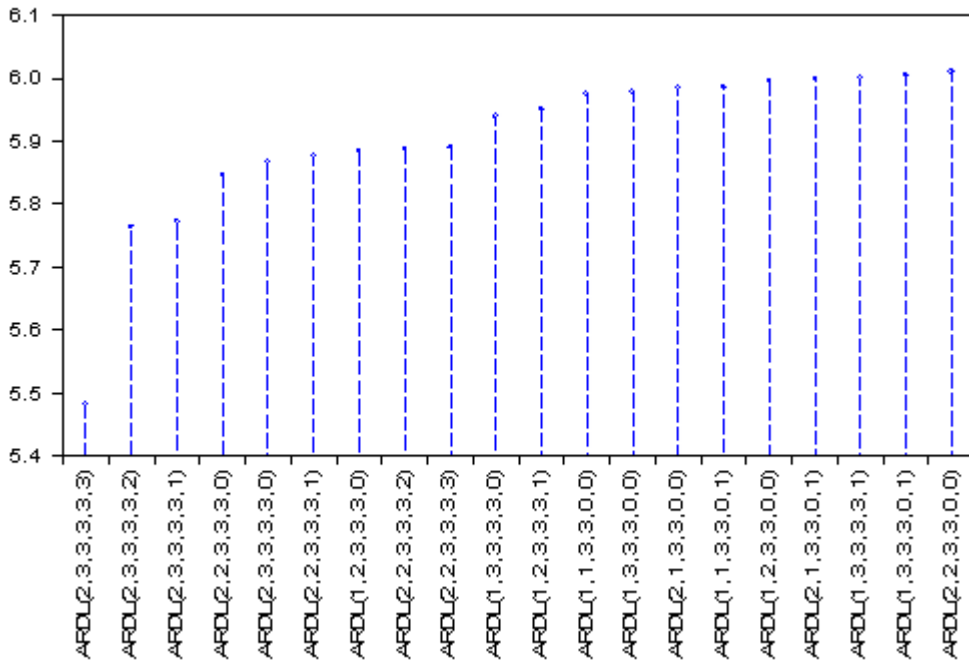
F-test summary:

	Sum of Sq.	df	Mean Squares
Test SSR	3.624390	1	3.624390
Restricted SSR	91.18795	7	13.02685
Unrestricted SSR	87.56356	6	14.59393

يبين الجدول أن النموذج لا يعاني من مشكلة عدم ملائمة الشكل الدالي، وبذلك فالنموذج المقدر صحيح وفق Ramsey RESET Test، حيث تم قبول فرض العدم حسب معنوية اختبار F، التي كانت أكبر من 0.05.

٢- اختبار أفضل توصيف لنموذج التكامل

Akaike Information Criteria (top 20 models)



يتضح من الرسم أن أفضل توصيف لنموذج التكامل المشترك المقدر كان ARDL (2,3,3,3,3,3)

٣- اختبار فرضية اختلاف التباين:

Heteroskedasticity Test: Breusch-Pagan-Godfrey

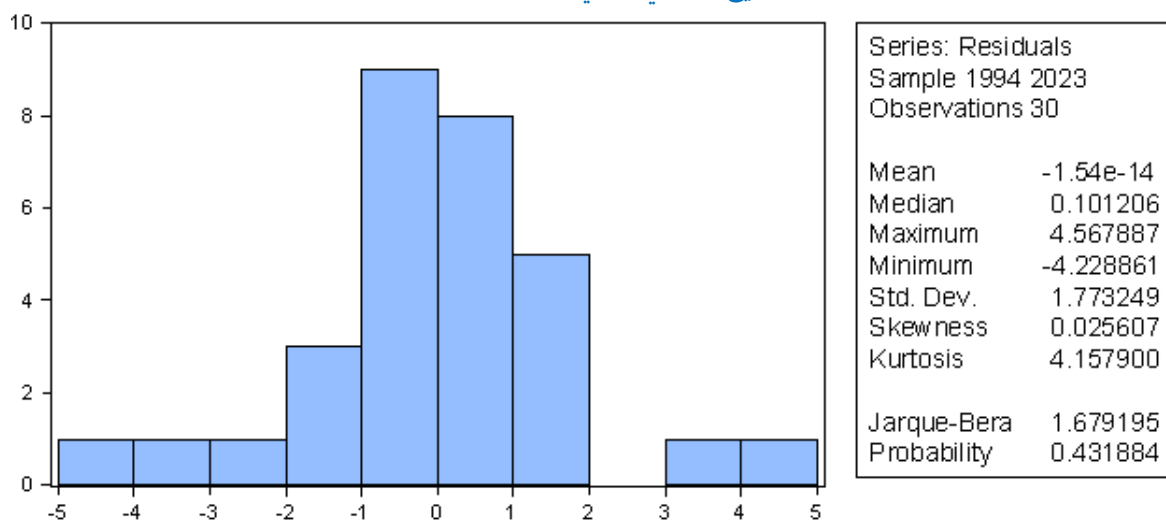
F-statistic	0.853953	Prob. F(22,7)	0.6415
Obs*R-squared	21.85635	Prob. Chi-Square(22)	0.4685
Scaled explained SS	1.878883	Prob. Chi-Square(22)	1.0000

Heteroskedasticity Test: White

F-statistic	0.834607	Prob. F(22,7)	0.6555
Obs*R-squared	21.71969	Prob. Chi-Square(22)	0.4767
Scaled explained SS	1.867134	Prob. Chi-Square(22)	1.0000

باستخدام اختبار ثبات التباين المشروط بالانحدار الذاتي White، توضح النتائج إمكانية قبول فرضية عدم القائل "بثبات تباين حد الخطأ العشوائي في النموذج المقدر"، حيث كانت معنوية الاختبار أكبر من 0.05.

٤- اختبار التحقق من التوزيع الطبيعي لبواقي معادلة الانحدار:



توضح النتائج أنه لا يمكن رفض فرضية عدم القائلة بأن "بواقي الانحدار موزعة توزيعاً طبيعياً"، وهكذا نجد أن النموذج المقدر لا يعاني من مشكلة التوزيع غير الطبيعي للبواقي، وفق اختبار Jarque-Bera.

النتائج:

قامت الدراسة بقياس تأثير تغيرات أسعار الفائدة على الاستثمار الأجنبي والمحلي في مصر، باستخدام عدد من متغيرات الاقتصاد الكلي: (سعر فائدة الإقراض، نمو إجمالي الناتج المحلي، إجمالي الادخار المحلي، سعر الصرف الرسمي، بالإضافة إلى الانفتاح التجاري) خلال الفترة (١٩٩١ - ٢٠٢٣)، وذلك باستخدام نموذج ARDL. وقد توصلت الدراسة إلى عدة نتائج نجلها في الجدول التالي:

المتغير المستقل	الاستثمار الأجنبي المباشر		الاستثمار الأجنبي غير المباشر		إجمالي الاستثمار المحلي	
	اتجاه العلاقة	قيمة المعامل	اتجاه العلاقة	قيمة المعامل	اتجاه العلاقة	قيمة المعامل
سعر فائدة الإقراض	عكسية	0.17	طردية	1.79	طردية	0.45
نمو الناتج الإجمالي	طردية	0.56	_____	_____	طردية	1.25
إجمالي الادخار المحلي	عكسية	0.21	عكسية	1.51	طردية	0.11
سعر الصرف الرسمي	طردية	0.15	طردية	0.91	عكسية	0.09
الانفتاح التجاري	طردية	0.19	طردية	0.58	_____	_____

❖ **أولاً: العلاقة العكسية بين سعر الفائدة والاستثمار الأجنبي المباشر (FDI) :**

عادةً ما تكون العلاقة بين سعر الفائدة والاستثمار الأجنبي المباشر علاقة عكسية، وذلك للأسباب التالية:

- تكلفة الاقتراض: عندما ترتفع أسعار الفائدة، تزيد تكلفة تمويل المشروعات، مما يجعل البيئة الاستثمارية أقل جاذبية للمستثمر الأجنبي.
- تأثير الفائدة على النمو الاقتصادي: ارتفاع الفائدة يقلل من الاستهلاك المحلي ويؤثر سلباً على النشاط الاقتصادي، فيضعف الحافز للاستثمار.

- تفضيل الاستثمار المالي: في بيئة ذات فائدة مرتفعة، يميل المستثمر الأجنبي للاستثمار في أدوات الدين بدلاً من المشاريع الإنتاجية.
- بالتالي، كلما ارتفع سعر الفائدة، قلَّ الاستثمار الأجنبي المباشر.

❖ **ثانياً: العلاقة الطردية بين سعر الفائدة والاستثمار الأجنبي غير المباشر (FPI): تصبح العلاقة هنا طردية، لعدة أسباب منها:**

- جاذبية العائد: ارتفاع سعر الفائدة يجعل السندات والأدوات المالية أكثر جذباً لرؤوس الأموال الأجنبية.
- الفرق بين الفوائد محلياً ودولياً: الفائدة المرتفعة في بلد معين تشجع المستثمرين الأجانب على ضخ الأموال للاستفادة من العائد المرتفع.
- سهولة الدخول والخروج: الاستثمار غير المباشر لا يتطلب تملك أو إدارة، لذلك يتأثر بسرعة بتغير الفائدة.

لذا كلما زادت الفائدة، زاد تدفق الأموال الأجنبية للاستثمار في الأسواق المالية المحلية.

❖ **ثالثاً: العلاقة الطردية بين سعر الفائدة وإجمالي الاستثمار المحلي:** رغم أن العلاقة التقليدية بين الفائدة والاستثمار المحلي هي علاقة عكسية، إلا أنه توجد حالات تكون فيها العلاقة طردية، منها:

- ضعف الثقة في الاقتصاد أو العملة: الفائدة المرتفعة تشجع المستثمرين على الاحتفاظ بأموالهم داخل البلد بالجنه بدلاً من تحويلها للدولار أو الخارج.
- وجود أدوات ادخارية مضمونة: مثل الشهادات والسندات التي تعطي عائداً ثابتاً، فتجذب الأموال المحلية.
- انتقال الفوائض المالية إلى أدوات استثمارية: نتيجة تقليل الاستهلاك وزيادة الادخار، فتزيد السيولة المتاحة للاستثمار.

❖ **في مصر:**

بعد تعويم الجنيه (٢٠١٦) ثم في أزمت لاحقة (٢٠٢٢-٢٠٢٣)، تم رفع أسعار الفائدة لمواجهة التضخم. ذلك أدى إلى زيادة الإقبال على شهادات الادخار، وضخ جزء من الأموال في استثمارات محلية، خاصة العقارات. وبالتالي، ظهرت علاقة طردية بين سعر الفائدة والاستثمار المحلي.

التوصيات:

- (١) إعادة هيكلة سياسة أسعار الفائدة بما يوازن بين جذب الاستثمار الأجنبي المباشر وغير المباشر
 - بما أن الدراسة أثبتت وجود علاقة عكسية بين أسعار الفائدة والاستثمار الأجنبي المباشر، وطرديّة مع الاستثمار الأجنبي غير المباشر، فإن على صانع السياسة النقدية إدارة مستويات الفائدة بشكل ديناميكي، بحيث يتم خفضها تدريجيًا عند الرغبة في تحفيز الاستثمارات الإنتاجية طويلة الأجل (FDI)، ورفعها مؤقتًا لجذب التدفقات المالية قصيرة الأجل (FPI) في حالات الحاجة لزيادة الاحتياطيات الأجنبية أو استقرار سعر الصرف.
 - يوصى باعتماد آلية استهداف مزدوجة لسعر الفائدة، بحيث تُحدّد مستويات الفائدة وفق مزيج من أهداف النمو الاقتصادي واستقرار ميزان المدفوعات، مع مراعاة عدم إطالة فترات الفائدة المرتفعة لتجنب الأثر السلبي على الاستثمار الحقيقي.
- (2) تحفيز الاستثمار الأجنبي المباشر من خلال أدوات غير نقدية
 - نظرًا لأن خفض الفائدة قد يكون مقيدًا باعتبارات التضخم وسعر الصرف، يُنصح بتعويض الأثر السلبي للفائدة المرتفعة على FDI من خلال أدوات أخرى، مثل:
 - منح حوافز ضريبية انتقائية للمشروعات ذات المكون التكنولوجي العالي أو الموجهة للتصدير.
 - تقليص التعقيدات الإجرائية وزمن الحصول على التراخيص.
 - توفير ضمانات استقرار السياسات الاقتصادية والقانونية للمستثمر الأجنبي.
 - التركيز على جذب الاستثمارات في قطاعات البنية التحتية والطاقة المتجددة والصناعات التحويلية، التي تتسم بحساسية أقل لتغيرات الفائدة.
- (٣) إدارة تدفقات الاستثمار الأجنبي غير المباشر (Hot Money) لتقليل المخاطر
 - بما أن العلاقة مع FPI طردية، فإن ارتفاع الفائدة قد يجذب تدفقات قصيرة الأجل عالية التقلب، والتي يمكن أن تتسبب في صدمات مفاجئة عند خروجها.
 - يوصى بتبني سياسات "تنظيم الدخول والخروج" مثل فرض حد أدنى لفترة بقاء الاستثمار، أو تشجيع تحويل جزء من هذه الاستثمارات إلى أدوات أطول أجل.
 - تطوير سوق أدوات الدين المحلي من حيث التنوع والسيولة لزيادة قدرة الدولة على الاحتفاظ بجزء من هذه التدفقات.
- (٤) تعزيز دور الادخار المحلي في تمويل الاستثمار طويل الأجل

- النتائج أوضحت وجود علاقة عكسية بين الادخار المحلي و FDI و FPI، لكنها طردية مع الاستثمار المحلي، مما يعني أن الادخار يتجه بالأساس نحو تمويل المشروعات المحلية.
- يوصى بتفعيل قنوات الربط بين المدخرات المحلية والمشروعات الإنتاجية من خلال:
 - تطوير سوق رأس المال وتحفيز إنشاء صناديق استثمار قطاعية.
 - تشجيع البنوك على تقديم قروض استثمارية طويلة الأجل بأسعار فائدة ميسرة للمشروعات الاستراتيجية.
- (٥) إستراتيجية سعر الصرف لتحقيق توازن بين جذب الاستثمارات وضبط التضخم
- العلاقة الطردية بين سعر الصرف (التحركات الاسمية) والاستثمار الأجنبي المباشر وغير المباشر، تقترح أن تخفيض العملة قد يحفز الاستثمارات المرتبطة بالتصدير، لكنه في الوقت ذاته قد يرفع تكاليف الإنتاج ويضغط على التضخم.
- يوصى باعتماد سياسة "التعويم المدار" التي تسمح بتحريك سعر الصرف في نطاق مستهدف لدعم القدرة التنافسية للصادرات، مع تجنب تقلبات حادة قد تؤثر سلباً على بيئة الاستثمار.
- (٦) تعزيز الانفتاح التجاري كأداة داعمة للاستثمار
- وجود علاقة طردية بين الانفتاح التجاري وكل من FDI و FPI يؤكد أن تحرير التجارة وتحسين البنية التحتية للموانئ والجمارك قد يعزز التدفقات الاستثمارية.
- يوصى بتسريع تنفيذ الاتفاقيات التجارية الإقليمية، وتبسيط الإجراءات الجمركية، وتطوير المناطق اللوجستية.
- (٧) استفادة خاصة من التجربة المصرية بعد ٢٠١٦
- النتائج الخاصة بالفترة بعد تعويم الجنيه ورفع الفائدة تشير إلى ضرورة الحذر في الاعتماد على الفائدة المرتفعة كأداة طويلة الأمد، لأنها قد تعزز الاستثمارات غير الإنتاجية (مثل العقارات والأدوات المالية) على حساب القطاعات الإنتاجية.
- يوصى بتبني سياسات هيكلية متزامنة مع ضبط الفائدة، لضمان توجيه السيولة الناتجة عن زيادة الادخار إلى استثمارات منتجة

الأبحاث المستقبلية

بالنظر إلى النتائج التي توصلت إليها هذه الدراسة، يمكن اقتراح عدد من المسارات البحثية التي قد تسهم في تعميق الفهم حول تأثير أسعار الفائدة على أنماط الاستثمار في مصر، وذلك على النحو التالي:

١. إجراء دراسات قطاعية تستهدف قياس أثر أسعار الفائدة على الاستثمار في قطاعات اقتصادية محددة، مثل الصناعة، الزراعة، السياحة، والطاقة، بما يكشف عن التباينات القطاعية في الاستجابة للتغيرات النقدية.
٢. تنفيذ دراسات مقارنة دولية بين مصر ودول ذات ظروف اقتصادية وهيكلية متقاربة، بما يتيح استخلاص أنماط مشتركة أو خصوصيات محلية في العلاقة بين أسعار الفائدة والاستثمار.
٣. بحث أثر أدوات السياسة النقدية غير التقليدية مثل التيسير الكمي، ومتطلبات الاحتياطي، وأسعار الفائدة التفضيلية، على تدفقات الاستثمار الأجنبي والمحلي، خاصة في فترات الأزمات الاقتصادية أو التضخم المرتفع.
٤. دمج المتغيرات المؤسسية والهيكلية في النماذج القياسية، مثل جودة المؤسسات، ومستوى الاستقرار السياسي، وكفاءة البنية التحتية، لقياس أثرها في تعديل أو تعزيز العلاقة بين أسعار الفائدة والاستثمار.
٥. الاعتماد على بيانات عالية التكرار (ربع سنوية أو شهرية) بدلاً من البيانات السنوية، لتحليل الديناميكيات قصيرة الأجل والاستجابات الفورية لتغيرات أسعار الفائدة.
٦. دراسة الاستثمار المستدام والأخضر، وقياس تأثير أسعار الفائدة على تدفقات الاستثمار في القطاعات البيئية والطاقة المتجددة، في ظل التحولات العالمية نحو الاقتصاد منخفض الانبعاثات الكربونية.
٧. تحليل العلاقة في ظل الصدمات الاقتصادية الكبرى مثل جائحة كورونا أو الأزمات الجيوسياسية، لمعرفة مدى استقرار أو تغير طبيعة العلاقة بين أسعار الفائدة وأنماط الاستثمار في الظروف الاستثنائية.

قائمة المراجع

١. الزاوي، ع. (2019). تحليل نقدي لآثار الاستثمار الأجنبي المباشر في الجزائر.
٢. الربيعي، ف. (٢٠٢٠). العلاقة بين سعر الفائدة والتضخم في الاقتصادات العربية. مجلة البحوث الاقتصادية والمالية.
٣. السيد حلمي، ح. (٢٠١٦). الاستثمار الأجنبي المباشر في مصر: معوقاته وسبل التغلب عليها. مجلة الدراسات والبحوث التجارية، جامعة بنها، كلية التجارة، (4).
٤. النجار، ي. (2017). مخاطر الاستثمار الأجنبي المباشر على السيادة الاقتصادية للدول النامية.
٥. الهيئة العامة للرقابة المالية. (2013). تقرير سنوي عن أداء صناديق الاستثمار في مصر خلال الفترة ١٩٩٥-٢٠١٢. القاهرة: الهيئة العامة للرقابة المالية.
٦. البنك الأهلي المصري. (2014). النشرة الاقتصادية: تحليل اتجاهات الاستثمار الأجنبي المباشر خلال الفترة ٢٠١٣-٢٠١٤، (4)، المجلد ٥٧.
٧. البنك المركزي المصري. (2014). النشرة الاقتصادية: التقرير المالي حول الاستثمار الأجنبي المباشر للعام المالي ٢٠١٣/٢٠١٤.
٨. بلواقي، أ.، & بالعباس، ع. (٢٠٠٩). حقيقة سياسة معدل الفائدة الصفري. الملتقى الدولي الثاني، الجزائر.
٩. بورقية، ش. (2013). التمويل في البنوك التقليدية والبنوك الإسلامية. الأردن: عالم الكتب الحديث.
١٠. حجازي، م. (٢٠١٨). النظريات المفسرة لسعر الفائدة وأثرها على الاستقرار المالي. مجلة البحوث الاقتصادية والمالية، (16)، جامعة الجزائر.
١١. حمزة، م. ح.، & حمدي. (2018). الحوافز الضريبية وأثرها على جذب الاستثمار الأجنبي (رسالة ماجستير). كلية الحقوق، جامعة المنصورة.
١٢. حسين، ن. (٢٠١٧). قياس العلاقة بين سعر الفائدة وبعض المتغيرات الاقتصادية الكلية: دراسة لتجربتي مصر واليابان مع إشارة خاصة للعراق (١٩٩٠-٢٠١٥). كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة كربلاء.
١٣. خاطر، أ. (٢٠١٥). دور التكامل الاقتصادي في تفعيل الاستثمار الأجنبي المباشر: دراسة حالة دول مجلس التعاون الخليجي.

١٤. سيد، ر.، & أبو العلا، د. (٢٠٢٢). العلاقة بين الاستثمار الأجنبي المباشر والنمو الاقتصادي (١٩٨٠-٢٠٢٠). جامعة القاهرة.
١٥. شاويش، و. م. (٢٠١١). *السياسة النقدية بين الفقه الإسلامي والاقتصاد الوضعي*. الولايات المتحدة الأمريكية: المعهد العالمي للفكر الإسلامي.
١٦. عبد العال، ع. (٢٠١٨). أثر السياسة النقدية على سعر الفائدة في الاقتصاد المصري. *مجلة الاقتصاد والتنمية المستدامة*، (٢٢)، جامعة المنصورة.
١٧. عبد العال، ع. (٢٠١٣). دور الاستثمار الأجنبي غير المباشر في تنشيط البورصة المصرية. كلية التجارة، جامعة دمياط.
١٨. عبد العظيم، ف. (٢٠٢٢). تحليل العلاقة بين أسعار الفائدة والاستثمارات الأجنبية في مصر. *مجلة الاقتصاد والتنمية*، ١٩. (٢).
١٩. عبد الحميد، ح. (٢٠١٧). قياس أثر الاستثمار الأجنبي المباشر على النمو الاقتصادي: دراسة تحليلية بالتطبيق على الحالة المصرية. (٢٠١٥-١٩٩٠) *المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة*.
٢٠. عز، ن. (٢٠١٨). محددات الاستثمار الأجنبي المباشر في مصر باستخدام تحليل الانحدار ونموذج. ٩(٤). ARDL.
٢١. عزام، ع. (٢٠٢٠). تحليل أثر التضخم وسعر الصرف على سعر الفائدة في الاقتصادات النامية. *مجلة البحوث الاقتصادية والمالية*، (١٤)، جامعة الجزائر.
٢٢. علي، خ. (٢٠١٨). تحليل العلاقة بين سعر الفائدة والاستثمار في الاقتصاد المصري. *المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة*، جامعة عين شمس.
٢٣. علي، ي.، & الحملوي، ف. (٢٠٢٢). المحددات الاقتصادية والقانونية للاستثمار الأجنبي المباشر في مصر. *المجلة العلمية للدراسات والبحوث المالية والتجارية*، كلية التجارة، جامعة دمياط.
٢٤. عليوي، أ. (٢٠١٦). أثر صفقات الاستثمار الأجنبي المباشر على النمو الاقتصادي في العراق. (٢٠١٤-٢٠٠٠) *المجلة العلمية للدراسات التجارية والبيئية*، ٧. (٤).
٢٥. محمد، س. (٢٠٢٠). *الآثار السلبية للاستثمار الأجنبي المباشر على الاقتصادات العربية*.
٢٦. محمد سليمان، ح. (٢٠١٩). محددات الاستثمار الأجنبي المباشر في سوريا: دراسة قياسية. *فكر وإبداع*، (٦٣).
٢٧. محمد عطية، إ. (٢٠٠١). *محددات الاستثمار الأجنبي المباشر وأساليب تشجيعية* (رسالة ماجستير). كلية التجارة، جامعة الزقازيق.

٢٨. محمد حسب الله، أ. (2005). *محددات الاستثمار الأجنبي المباشر وغير المباشر في البيئة الاقتصادية العربية: دراسة مقارنة بين تركيا وكوريا الجنوبية*. القاهرة: الدار الجامعية.

ثانياً؛ المراجع باللغة الانجليزية:

1. Abbas, M., & El Mosallamy, D. (2016). Determinants of FDI flows to developing countries: An empirical study on the MENA region.
2. Ahmad, M. H., Ahmed, Q. M., & Atiq, Z. (2018). The impact of quality of institutions on sectoral FDI: Evidence from Pakistan. *Foreign Trade Review*, 53(3).
3. Ali, F., Fiess, N., & MacDonald, R. (2011). Climbing to the top? Foreign direct investment and property rights. *Economic Inquiry*, 49(1).
4. Behera, C., Mishra, B. R., Priyadarshini, B. T., & Satpathy, L. D. (2020). Institutional quality and foreign direct investment inflows: Evidence from cross-country data with policy implication. *International Journal of Economics and Business Administration*, 8.
5. Bekoe, W., Jalloh, T., & Rahaman, W. A. (2021). Corruption and foreign direct investment inflows: Evidence from West Africa. *International Journal of Business and Economic Sciences Applied Research*.
6. Bergougui, B., & Murshed, S. M. (2022). A sectoral analysis of institutional quality and foreign direct investment in MENA countries: Does sector type matter? *Review of World Economics*.
7. Bernanke, B., & Abel, A. (2020). *Macroeconomics* (10th ed.).
8. Blanchard, O., & Johnson, D. (2017). *Macroeconomics* (7th ed.).
9. Blonigen, B. A. (2005). A review of the empirical literature on FDI determinants. *Atlantic Economic Journal*, 33(4).
10. Bodie, Z., & Marcus, A. J. (2014). *Investments* (10th ed.).

11. Buchanan, B. G., Le, Q. V., & Rishi, M. (2012). Foreign direct investment and institutional quality: Some empirical evidence. *International Review of Financial Analysis*.
12. Busse, M., & Hefeker, C. (2007). Political risk, institutions, and foreign direct investment. *European Journal of Political Economy*, 23(2).
13. Caldara, D., & Iacoviello, M. (2022). Measuring geopolitical risk. *American Economic Review*.
14. Campos, N., & Kinoshita, Y. (2003). Why does FDI go where it goes? New evidence from the transition economies. *IMF Working Paper*.
15. Central Bank of Egypt. (n.d.). Foreign investment in Egypt. *External position of the Egyptian economy*. Retrieved June 11, 2025, from <https://www.cbe.org.eg/en/EconomicResearch/Statistics/Pages/ExternalSector.aspx>
16. Central Bank of Egypt. (n.d.). Key interest rates. *Monetary Policy Committee*. Retrieved June 11, 2025, from <https://www.cbe.org.eg/en/MonetaryPolicy/Pages/CoreIndicators.aspx>
17. Central Bank of Egypt. (n.d.). *Monthly Statistical Bulletin*. Various issues. Retrieved from <https://www.cbe.org.eg>
18. Duasa, J., & Kassim, S. H. (2008). Foreign portfolio investment inflows and economic performance in Malaysia. *Gadjah Mada International Journal of Business*, 10(3).
19. Fabozzi, F. J. (2013). *Bond markets, analysis, and strategies* (8th ed.).
20. Gallagher, K., & Zarsky, L. (2007). *The enclave economy*. MIT Press.
21. Globerman, S., & Shapiro, D. (2003). Governance infrastructure and U.S. foreign direct investment. *Journal of International Business Studies*, 34(1).
22. Holston, K., & Williams, J. (2017). Measuring the natural rate of interest. *Federal Reserve Bank of San Francisco*.

23. International Monetary Fund. (2009). *Balance of payments and international investment position manual* (6th ed.). IMF.
24. Jaradat, M., & Al Hosban, S. (2014). Relationship and causality between interest rate and inflation rate: Case of Jordan. *Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business*, (4).
25. Keynes, J. M. (1936). *The general theory of employment, interest, and money*. London.
26. Kumari, R., & Sharma, A. K. (2017). Determinants of foreign direct investment in developing countries: A panel data study. *International Journal of Emerging Markets*, 12(4).
27. Levy, H., & Post, T. (2005). *Investment analysis and portfolio management*.
28. Madura, J. (2020). *International Financial Management* (14th ed.). Cengage Learning. ISBN 978-0-357-13054-4
29. Mankiw, G. N. (2021). *Principles of economics* (9th ed.). Cengage Learning.
30. Mishkin, F. S. (2018). *The economics of money, banking, and financial markets* (12th ed.).
31. Mishkin, F. S. (2019). *The economics of money, banking, and financial markets* (12th ed.).
32. Narula, R., & Dunning, J. H. (2000). Industrial development, globalization and multinational enterprises: New realities for developing countries. *Oxford Development Studies*, 28(2).
33. Paul, J., & Jadhav, P. (2020). Determinants of FDI in emerging markets: A comparative study. *International Journal of Comparative Management*, 3(2).
34. Solnik, B., & McLeavey, D. (2009). *Global investments* (6th ed.).
35. The World Bank. (n.d.). GDP growth (annual %) – Egypt, Arab Rep. *World Development Indicators*. Retrieved June 11, 2025, from <https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.KD.ZG?locations=EG>

36. UNCTADstat. (2023). Real GDP growth y-on-y %: 3.76% in 2023.
 37. UNCTAD. (2023). *World investment report 2023: Investing in sustainable energy for all*. United Nations Conference on Trade and Development.
 38. Wheeler, D., & Mody, A. (1992). International investment location decisions: The case of U.S. firms. *Journal of International Economics*, 33(1–2).
 39. World Bank. (2020). *Doing business 2020: Comparing business regulation in 190 economies*. World Bank Group.
- ce and accounting. PressAcademia Procedia.