مجلة جامعة القدس المفتوحة للبحوث الإدارية والاقتصادية

اسم المقال: اختبار علاقة التكامل المتزامن بين الاستثمار الأجنبي المحفظي والنمو الاقتصادي في مصر: مقاربة اقتصادية قياسية باستخدام منهجية "ARDL" خلال الفترة (2002 - 2016)

اسم الكاتب: د. محمد خالد ساحل، د. أحمد بوبكر سلامي، د. عبد الحق بن تفات

رابط ثابت: https://political-encyclopedia.org/library/1740

تاريخ الاسترداد: 2025/05/05 13:03 +03

الموسوعة السياسيّة هي مبادرة أكاديمية غير هادفة للربح، تساعد الباحثين والطلاب على الوصول واستخدام وبناء مجموعات أوسع من المحتوى العلمي العربي في مجال علم السياسة واستخدامها في الأرشيف الرقمي الموثوق به لإغناء المحتوى العربي على الإنترنت.
لمزيد من المعلومات حول الموسوعة السياسيّة - Encyclopedia Political، يرجى التواصل على
info@political-encyclopedia.org

استخدامكم لأرشيف مكتبة الموسوعة السياسيّة - Encyclopedia Political يعني موافقتك على شروط وأحكام الاستخدام المتاحة على الموقع https://political-encyclopedia.org/terms-of-use

---

تم الحصول على هذا المقال من موقع مجلة جامعة القدس المفتوحة للبحوث الإدارية والاقتصادية ورفده في مكتبة الموسوعة السياسيّة مستوفياً شروط حقوق الملكية الفكريّة ومتطلبات رخصة المشاع الإبداعي التي ينضوي المقال تحتها.

اختبار علاقة التكامل المتزامن بين الاستثمار الأجنبي المحفظي والنمو الاقتصادي في مصر: مقاربة اقتصادية قياسية باستخدام منهجية (ARDL) خلال الفترة (2002 - 2016)

Test of the Co-integration Relationship Between Foreign Investment Portfolio and Economic Growth in Egypt Econometric Approach Using "ARDL" Method During the Period of 2002-2016

د. محمد خالد ساحل
أستاذ محاضر "أ"/ جامعة خميس مليانة /الجزائر

Dr. Mohamed Sahel
Lecturer Class A/ Khemis Miliana University /Algeria
mohamedsahel244@yahoo.com

د. أحمد بوبكر سلامي
أستاذ محاضر "أ"/ جامعة قاصدي مرباح ورقلة /الجزائر

Dr. Ahmed Sellami
Lecturer Class A/University of Kasdi Merbah, Ouargla / Algeria
sellami.ahmed.78@gmail.com

د. عبد الحق بن تفات
أستاذ محاضر "أ"/ جامعة قاصدي مرباح ورقلة /الجزائر

Dr. Abdelhak Bentafat
Lecturer Class A/ University of Kasdi Merbah, Ouargla / Algeria
bentabdelhak@yahoo.fr

Received: 10/ 3/ 2019, **Accepted:** 22/ 7/ 2019
DOI: https://doi.org/10.5281/zenodo.3621289
http: //journals.qou.edu/index.php/eqtsadia

تاريخ الاستلام:10/ 3/ 2019م، **تاريخ القبول:** 22/ 7/ 2019م.
E - ISSN: 2410 - 3349
P - ISSN: 2313 - 7592

الملخص:

تهدف هذه الدراسة إلى اختبار علاقة التكامل المتزامن بين الاستثمار الأجنبي المحفظي والنمو الاقتصادي في مصر خلال الفترة (2002 ــ 2016). تحقيقا لهذه الغاية، سنستخدم المنهج الوصفي التحليلي، علاوة على المنهج القياسي، حيث نستعرض معالجة قياسية للبيانات المتاحة باستخدام نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة المتباطئة (ARDL) واختبار (جرانجر) للعلاقة السببية. أشارت نتائج اختبار (ARDL) إلى غياب علاقة توازنية بين الاستثمار الأجنبي المحفظي والنمو الاقتصادي في مصر خلال الفترة المعنية بالدراسة، وهذه النتيجة تتعارض مع النظرية الاقتصادية وتتفق مع نتيجة دراسة (2014) et al MEHMET وتختلف مع باقي الدراسات السابقة المدرجة في هذه الدراسة، ويمكن تفسير ذلك بالتقلبات العنيفة التي عرفها الاستثمار الأجنبي المحفظي في مصر خلال الفترة التي قمنا بتحليلها بسبب التطورات السياسية والاقتصادية المحلية والعالمية التي أثرت سلبا على مصر. كما أشارت نتائج اختبار (جرانجر) للسببية إلى غياب العلاقة السببية بين متغيري الدراسة. أوصت الدراسة بضرورة تعزيز الديمقراطية في المجتمع من أجل تحقيق الاستقرار السياسي والحفاظ عليه، وكذا قيام الحكومة المصرية بوضع سياسات واستراتيجيات من شأنها تشجيع الأنواع طويلة الأجل من استثمارات المحفظة للحَد من تقلبات هذا النوع من الاستثمار والمساهمة في النمو الاقتصادي.

الكلمات المفتاحية: استثمار أجنبي محفظي، نمو اقتصادي، مصر، منهجية (ARDL).

Abstract:

This study aims to test the co-integration relationship between portfolio foreign investment and economic growth in Egypt during the period of 2002-2016. Therefore, the descriptive analytical approach was used, as well as the econometric approach, where we reviewed an econometric processing of available data using the Auto-regressive Distributed Lag model «ARDL» and the Granger causal relationship test. The results of the test «ARDL» indicated the absence of a balancing relationship between the portfolio foreign investment and the economic growth in Egypt during the period of the study. This result contradicts the economic theory, and conforms to the findings of the study of MEHMET et al. (2014) and differs with the other previous studies included in the present study. We can explain that by the severe fluctuations experienced by the portfolio foreign investment in Egypt during the period that we analyzed due to local and global political and economic developments that affected Egypt negatively. The results of the causality Granger test indicated a lack of causal relationship between the two study variables. Finally, The study recommended the need to strengthen democracy in society in order to achieve and maintain political stability, as well as the establishment of policies and strategies by the Egyptian government that encourage long-term types of portfolio investments to reduce the volatility of this type of investment and contribute to economic growth.

***Keywords**: Foreign Investment Portfolio, economic growth, Egypt, ARDL method.*

مقدمة:

أصبح الاستثمار الأجنبي المحفظي جزءا متزايد الأهمية من الاقتصاد العالمي على مدى العقود الثلاثة الماضية، حيث ازدادت تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية التي ترجع إلى الاستثمار في المحافظ الأجنبية من 55،75 مليار دولار سنة 1993 إلى 283 مليار دولار سنة 2012 (خرافي،2015،ص39)، ويشكل هذا النوع من الاستثمار مصدرا مهما للتمويل الدولي ليس في الدول المتقدمة فحسب، بل وفي الدول النامية أيضا .

وتعتبر مصر إحدى الدول النامية التي سعت إلى جذب الاستثمار الأجنبي المحفظي، حيث اتجهت الحكومة المصرية منذ أوائل عام 1991 إلى برنامج شامل للإصلاح الاقتصادي والتكييف الهيكلي، وتمثلت المحاور الرئيسة للبرنامج في العمل على تحقيق الاستقرار المالي والنقدي واستعادة التوازن الاقتصادي الكلي، وذلك بتحفيض عجز الموازنة العامة للدولة، وتحرير أسعار الفائدة، وتحرير سعر الصرف، وتحرير التجارة الخارجية، والخصخصة (محمد، 2005، ص (165ـ 169)، وكذلك إصدار قانون سوق رأس المال رقم 95 لسنة 92 والذي عمل على تنظيم السوق وتطويرها وتحريرها من القيود التي تعيق حركة الاستثمارات، فتم إدخال مؤسسات مالية جديدة للعمل في مجال الأوراق المالية، كما تم تحسين متطلبات الإفصاح عن المعلومات، وتسهيل تسوية المعاملات إلى غير ذلك من عوامل جذب الاستثمار في سوق الأوراق المالية (محمد ، 2005، ص 217).

من جهة أخرى، كان هناك اهتمام متجدد من قبل الباحثين بتحليل تأثير استثمارات المحافظ الأجنبية على الرفاهية الاقتصادية للبلد المضيف. ففي حين أنه من المقبول على نطاق واسع أن تدفق هذا الاستثمار له فوائده الخاصة، فإن الدروس المستخلصة من الأزمات المالية أبرزت أن الاستثمار الأجنبي المحفظي في الأجل القصير قد يكون له آثار سلبية على الاقتصاد المضيف. ولذلك فمن الأهمية بمكان تحليل مدى قدرة أي بلد على الاستفادة من تدفق الاستثمار الأجنبي المحفظي(JARITA& SALINA,2009,p109).

إشكالية الدراسة:

تعاني معظم الاقتصادات النامية ومنها مصر من عدم كفاية الاستثمار المحلي الذي يمكن أن يكفل تحقيق النمو الاقتصادي المنشود. ويرجع ذلك إلى وجود اختلال بين رأس المال المطلوب والادخار المتاح. ولتعويض النقص في المدخرات، اتجهت الدول النامية إلى التمويل الخارجي لتعويض النقص في المدخرات، ويمثل الاستثمار

الأجنبي المحفظي أحد المصادر التمويلية التي تعتمد عليها هذه الدول. كما أن الجدال مازال قائما حول ما إذا كانت تدفقات الاستثمار الأجنبي المحفظي مفيدة أم لا بالنسبة للدولة المضيفة. في ضوء ما ذكر أعلاه، يمكن طرح الاشكالية التالية:

◄ **هل توجد علاقة تكامل متزامن بين الاستثمار الأجنبي المحفظي والنمو الاقتصادي في مصر خلال الفترة (2002 ـ 2016)؟**

أهمية الدراسة ودوافعها:

تنبع أهمية الدراسة من أهمية الموضوع الذي تعالجه، والمتمثل في الاستثمار الأجنبي المحفظي. فالاستثمار الأجنبي المحفظي كما هو معروف شكل من أشكال التدفقات المالية الدولية التي تعتبر مكملة للمدخرات المحلية (ABU SHANAB,2017, p1469)، وبالنظر إلى أن الافتقار إلى المدخرات يعد أحد المشكلات الاقتصادية الرئيسةفي البلدان النامية(MEHMET,MUSTAFA, İBRAHIM, 2014,p838) ومنها مصر، فإن هذا الوضع يجعل الاستثمار الأجنبي المحفظي مهما لسد فجوة التمويل، لتحسين معدل الاستثمار، والمساهمة في دفع عجلة النمو الاقتصادي في مصر.

ومن المأمول أن تساهم نتائج الدراسة في إثراء الأدبيات ذات الصلة بالعلاقة بين الاستثمار المحفظي الأجنبي والنمو الاقتصادي، لا سيما في حالة الدول النامية.

أما دوافع القيام بهذه الدراسة فيمكن تلخيصها في النقاط التالية:

- قلة الدراسات والبحوث العربية التي عالجت موضوع الاستثمار الأجنبي المحفظي وعلاقته بالنمو الاقتصادي، حيث ركزت معظم الدراسات السابقة بدرجة أكبر على الاستثمار الأجنبي المباشر مع إيلاء قدر أقل من الاهتمام للاستثمار الأجنبي المحفظي.
- موضوع الاستثمار الأجنبي المحفظي وعلاقته بالنمو الاقتصادي مازال محل خلاف وجدل واسع بين الباحثين.

أهداف الدراسة:

الهدف الرئيس لهذه الدراسة يتمثل في اختبار علاقة التكامل المتزامن بين الاستثمار الأجنبي المحفظي والنمو الاقتصادي في مصر خلال الفترة (2002 – 2016)، **أما الأهداف الأخرى فيمكن إجمالها في الآتي:**

- رصد وتحليل التطورات الحاصلة في كل من الاستثمار الأجنبي المحفظي والنمو الاقتصادي في مصر.
- تقديم اقتراحات وتوصيات لتعظيم الاستفادة من المزايا التي يوفرها الاستثمار الأجنبي المحفظي في مصر.

فرضية الدراسة:

قمنا بوضع الفرضية الرئيسة التالية:

لا توجد علاقة تكامل متزامن بين الاستثمار الأجنبي المحفظي والنمو الاقتصادي في مصر خلال الفترة (2002 ـ 2016).

منهج الدراسة:

للإجابة على إشكالية الدراسة وتحقيقا لهدفها، سنقوم باستخدام المنهج الوصفي التحليلي، باعتباره منهجا ملائما لمثل هذه المواضيع. علاوة على المنهج القياسي، حيث قمنا باستخدام نماذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة المتباطئة (ARDL) واختبار (جرانجر (للعلاقة السببية وهذا بالاعتماد على بيانات سنوية للفترة (2002 ـ 2016) تم الحصول عليها من البنك الدولي والبنك المركزي المصري.

هيكل الدراسة :

تم تقسيم هذه الدراسة إلى أربعة أقسام، بالإضافة إلى مقدمة وخاتمة تضمنت أهم نتائج الدراسة وتوصياتها، القسم الأول يتناول الاطار النظري للدراسة، والثاني يتناول مراجعة للأدبيات التي تناولت الموضوع، أما القسم الثالث فكرس لتحليل تطور الاستثمار الأجنبي المباشر والنمو الاقتصادي في مصر، في حين خصص القسم الرابع للقيام بالدراسة التطبيقية والتي تتمحور حول العلاقة بين الاستثمار الأجنبي المحفظي والنمو الاقتصادي في مصر.

الاطار النظري للدراسة:

الاستثمار الأجنبي المحفظي: مفهومه، أهميته وسلبياته:

1. مفهوم الاستثمار الأجنبي المحفظي:

الاستثمار المحفظي الاجنبي هو ذلك النوع من الاستثمار الذي يقوم على أساس شراء الأجانب للأسهم والسندات الخاصة أو الحكومية في البلد المضيف بقصد المضاربة والاستفادة من فروق الأسعار التي تدرها الأوراق المالية شرط أن لا يكون في حوزة الأجانب من الأسهم ما يمكنهم من حق إدارة المشروع أو الاشراف عليه (حسين وكاظم، 2012،ص 105) .

وفي تعريف آخر يسمى (الاستثمار الأجنبي المحفظي) أيضا بالاستثمار الأجنبي غير المباشر الذي يقصد به ملكية الأوراق المالية على اختلاف أنواعها: سندات ،أسهم، ضمانات القروض التي يحصل عليها المقرضون مقابل رأس المال المستثمر، ويمكن أن يقترن هذا النوع من الاستثمارات في بعض الأحيان بتنقل الخبرات والتكنولوجيا (تشام، 2006،ص ص 46 – 47) لكن هذه الملكية لا تعطي الأفراد أو الهيئات أو الشركات حق ممارسة أي نوع من أنواع الرقابة أو المشاركة في تنظيم المشروع الاستثماري وإدارتها، كما أن هذا النوع من الاستثمارات الأجنبية يعتبر قصير الأجل إذا قورن مع الاستثمار الأجنبي المباشر (أبو قحف، 1989،ص 13).

وتأسيسا على ما سبق يمكننا تعريف الاستثمار الأجنبي المحفظي على أنه ملكية المستثمر الأجنبي لمجموعة من الأوراق المالية كالأسهم والسندات في إحدى الشركات المحلية، لكن هذه الملكية لا تخوله الحق في الإدارة أو ممارسة أي نوع من الرقابة.

2. أهمية الاستثمار الأجنبي المحفظي:

تتجسد أهمية الاستثمار الاجنبي المحفظي من خلال تحديد أهم المزايا بالنسبة للدولة المضيفة والتي تترتب على حركة رؤوس الاموال على شكل الاستثمار الاجنبي المحفظي خاصة نحو الدول النامية ومنها الدول العربية، وكما يأتي (محمد، 2005 ،ص 46 ؛ Kimberly,2002,p02) :

أ. يساهم في تنشيط وتطور أسواق الأوراق المالية وذلك عن طريق:

- الاستثمار الأجنبي المحفظي يزيد من سيولة وعمق أسواق رأس المال المحلية، ويمكن ذلك من تمويل مجموعة واسعة من الاستثمارات.

- يمكن أن يساعد على تطوير كفاءة السوق أيضا وذلك لحصول اتصال بالمؤسسات الأجنبية التي تمتلك تكنولوجيا مالية حديثة وأساليب متطورة تساعد على جذب المزيد من التدفقات وزيادة المعرفة بتلك الأسواق وبالتالي تشجيع الاستثمار الأجنبي .

- إن عملية المشاركة الأجنبية في سوق رأس المال المحلي يساعد على تطوير القواعد المحاسبية وعلى رفع مستوى الإفصاح على المعلومات على أداء الشركات .

ب. يشير الاقتصاديون إلى أن الاستثمار الأجنبي المحفظي يمكن أن يعود بالنفع على القطاع الحقيقي للاقتصاد، إذ يمكن لتدفق الاستثمار الأجنبي المحفظي توفير مصدر للاستثمارات الأجنبية ولاسيّما إلى البلدان النامية ذات الشحة في رؤوس الاموال .لذا فإن الاستثمارات الأجنبية المحفظية يمكن أن تكون مكملة للادخارات المحلية لتحسين معدل الاستثمار من خلال توفير النقد الأجنبي في البلدان النامية، كما أن الاستثمار الأجنبي المحفظي أيضا يقلل من ضغط فجوة العملات الأجنبية لأقل البلدان نموا مما يجعل الواردات من السلع الاستثمارية اللازمة سهلة بالنسبة لهم؛ لذا فان تحرر تدفقات رأس مال المحفظة العالمية قد يقود الى معدلات أعلى من النمو الاقتصادي، لأنه قد يميل الى تسريع أسواق الأسهم العالمية، وتلك تقود بدورها الى انتاجية متزايدة للعامل المحلي (محمد وأحمد، 2013، ص 106) .

3.1 ـ سلبيات الاستثمار الأجنبي المحفظي:

على الرغم من المزايا المذكورة أعلاه للاستثمار الأجنبي المحفظي،إلا أنه قد ينجم عنه آثارا سلبية على الاقتصاد المضيف ، إذا كان استثمار قصير الأجل يتميز بالتقلب، وذلك لاحتمال أن يتخذ المستثمر الأجنبي قرارا مفاجئا بمغادرة البلد المضيف، مما يؤدي إلى (عبد المطلب ،2006، ص 194–193):

- انخفاض سعر العملة الوطنية.
- تدهور في أسعار الأصول العقارية والمالية.
- هبوط الأسعار .
- تدهور معدلات الربحية.
- تزايد العجز في ميزان المدفوعات.
- استنزاف الاحتياطات الدولية وفقدان ثقة المستثمر الأجنبي بالسوق المحلية.

مفهوم النمو الاقتصادي:

النمو الاقتصادي هو حدوث زيادة في إجمالي الناتج المحلي الإجمالي(" GDP «Gross Domestic Product)، أو الدخل الوطني الاجمالي (Gross National Income GNI)، والذي يؤدي إلى زيادة مستمرة في متوسط نصيب الفرد من الدخل الحقيقي (عجمية وناصف، 2000، ص51). ويتم قياس النمو الاقتصادي ااستخدام النسبة المئوية لنمو الناتج المحلي الاجمالي(Gross Domestic Product» GDP).

ويمكن التعبير عن متوسط الدخل الفردي من خلال العلاقة الرياضية التالية :

$$\text{متوسط الدخل الفردي} = \frac{\text{الدخل الكلي}}{\text{عدد السكان}}$$

من خلال القراءة المتمعنة للتعريف السابق يمكن استخلاص الآتي :

- النمو الاقتصادي يعني حدوث زيادة حقيقية في الدخل الفردي وليس زيادة نقدية، أي لا بد من استبعاد معدل التضخم.
- النمو الاقتصادي يعبر عن زيادة مستمرة في الدخل الفردي وليس زيادة مؤقتة.

مراجعة الأدبيات:

الأدبيات النظرية:

لقد جاءت النظرية الكلاسيكية بمعزل عن أساسيات نظرية نمو، حيث لا توجد علاقة كبيرة بينهما، ورغم ذلك كان هناك نقاط اشتراك بينهما أهمها أن النظرية الكلاسيكية كانت مهتمة أيضًا بحالة الاقتصاد. زد على ذلك أن من بين الامتدادات المنطقية للأفكار الكلاسيكية نجد نموذج النمو الكلاسيكي الجديد. إن المنظور النظري البديل لعملية النمو هو نموذج نمو «Harrod-Domar" "هارود دومار" المعروف، والذي يستند إلى الفكر الكينزي. ووفقًا لنموذج نمو (هارود دومار)، فإن الاستثمار هو مفتاح النمو (IBRAHIM, AKINBOBOLA,2017,p35).

يعد نموذج الفجوة الثنائية لـ (Chenery (1966 و Strout امتداد لنموذج نمو Harrod-Domar حيث يكون النمو مدفوعًا بتكوين رأس المال المادي . في نموذج "هارود دومار"، يعتمد الإنتاج على معدل الاستثمار وإنتاجية الاستثمار. وتوجد فجوة في المدخرات إذا كانت المدخرات المحلية غير كافية لتمويل الاستثمار المطلوب لتحقيق معدل النمو المستهدف. بالإضافة إلى فجوة المدخرات، توجد أيضًا فجوة في التجارة أو النقد الأجنبي تستند إلى افتراض مفاده أنه لا يمكن إنتاج جميع السلع الاستثمارية محليًا. يتم الجمع بين هاتين الفجوتين لتشكيل نموذج الفجوة الثنائية (Anthony, Akachukwu, Elijah,2014,p974). حيث كانت فكرة Chenery و Strout ومفادها تقديم القطاع الأجنبي على أساس أن المدخرات من البلدان الأجنبية في شكل تدفق رؤوس أموال إلى الاقتصاد المحلي يمكن أن تستخدمها البلدان النامية

لاستكمال المدخرات المحلية والعملات الأجنبية(IBRAHIM, AKINBOBOLA,2017,p35) .

ويمكن أن نشير كذلك إلى نظريات اللغز المالي الدولي، حيث حدد(Levine 1997) خمس وجهات نظر بخصوص نقاش العلاقة بين التمويل والنمو. وقد تمثلت وجهات النظر هذه في ما يلي: أولاً، الآراء المنسوبة إلى «Bagehot ، Hamilton و Schumpeter، والتي تدافع عن أن التمويل يشعل النمو؛ وجهة نظر ثانية يمكن إرجاعها إلى "آدم سميث" الذي يرى أن التمويل يضر بالنمو؛ وجهة نظر ثالثة تعود لـ "Robinson" هي أن التمويل يقود النمو؛ وجهة النظر الرابعة ترجع إلى "Lucas" الرافضة لفكرة وجود علاقة بين التمويل والنمو ؛ أما النظرة الخامسة والأخيرة، فتعود للبنك الدولي والتي تؤكد على أهمية التمويل عند ظهور أزمة مالية (Anthony, Akachukwu, Elijah,2014,p974).

الدراسات السابقة:

هناك عدد من الدراسات التجريبية التي تناولت العلاقة بين الاستثمار الأجنبي المحفظي والنمو الاقتصادي باستخدام طرق تقدير مختلفة، ومن أهم هذه الدراسات :

دراسة (**2009JARITA& SALINA**،) بعنوان:

Foreign Portfolio Investment and Economic Growth in Malaysia

تناولت هذه الدراسة العلاقة بين الاستثمار الأجنبي المحفظي والنمو الاقتصادي في ماليزيا. على وجه الخصوص، حلّت هذه الدراسة العلاقة بين الاستثمار الأجنبي المحفظي والناتج المحلي الاجمالي الحقيقي باستخدام اختبار سببية (جرانجر) واختبار السببية (Toda-Yamamoto). وقد توصلت الدراسة إلى أن النمو الاقتصادي يسبب تغيرات في الاستثمار الأجنبي المحفظي وليس العكس.

دراسة (**MEHMET ,MUSTAFA, İBRAHIM ,2014**) بعنوان:

The Relationship Between Foreign Portfolio Investments And Economic Growth: The Case Of Turkey

بحثت هذه الدراسة في العلاقة الطويلة الأجل بين الاستثمار الأجنبي المحفظي والنمو الاقتصادي في تركيا خلال الفترة (1990 ـ 2012) في إطار التكامل المشترك، وخلصت الدراسة إلى عدم وجود علاقة بين هذه المتغيرات على المدى الطويل.

دراسة (**Amanda& Nila ,2016**) بعنوان:

The Relationship between Foreign Portfolio Investment and Foreign Direct Investment on Economic Growth (Study at Indonesia Stock Exchange and Bank of Indonesia period 2006-2014)

هدفت هذه الدراسة إلى تحديد أثر الاستثمار الأجنبي المحفظي على النمو الاقتصادي، وأثر الاستثمار الأجنبي المحفظي على الاستثمار الأجنبي المباشر، وأثر الاستثمار الأجنبي المباشر على النمو الاقتصادي في إندونيسيا للفترة (2006 ـ 2014) وذلك باستخدام أسلوب تحليل المسار. وقد توصلت الدراسة إلى أن الاستثمار الأجنبي المحفظي له تأثير كبير على النمو الاقتصادي، وللاستثمار الأجنبي المحفظي تأثير كبير على الاستثمار الأجنبي المباشر، ولهذا الأخير تأثير كبير على النمو الاقتصادي، وأيضا إلى أنه من خلال الاستثمار الأجنبي المباشر يمكن أن تكون العلاقة بين الاستثمار الأجنبي المحفظي والنمو الاقتصادي قوية.

دراسة (**Fayyaz, Muhammad, Su-chang, 2016**) بعنوان Foreign portfolio inflows and economic growth: Evidence : from ASEAN5

هدفت هذه الدراسة إلى اختبار العلاقة السببية بين تدفقات الاستثمار الأجنبي المحفظي والنمو الاقتصادي لرابطة دول جنوب شرق آسيا (الآسيان). واستخدمت الدراسة بيانات الاستثمار الأجنبي المحفظي، والناتج المحلي الإجمالي، والاستثمار الأجنبي المباشر من2001 إلى 2013؛ لتحديد أثر الاستثمار الأجنبي المحفظي على الاقتصاد بالاستناد إلى سببية Granger واختبار MWald. وكشفت النتائج التجريبية عن وجود علاقة هامة بين الاستثمار الأجنبي المحفظي والنمو الاقتصادي في دول الآسيان، باستثناء سنغافورة. وتشير النتائج أيضا إلى وجود أثر إيجابي للاستثمار الأجنبي المباشر على التنمية الاقتصادية، لا سيما في سنغافورة وإندونيسيا وماليزيا.

دراسة (AKINBOBOLA, IBRAHIM, IBRAHIM 2017) بعنوان :

Foreign Portfolio Investment- Economic Growth Nexus in Nigeria: Co Integration and Granger Causality Analyses

هدفت هذه الدراسة إلى الكشف عن العلاقة السببية بين الاستثمار الأجنبي المحفظي والنمو الاقتصادي في نيجيريا للفترة (1986 ـ 2013) وذلك باستخدام المنهجية السببية لـWald . وأشارت النتائج إلى وجود علاقة موجبة بين الاستثمار الأجنبي المحفظي والنمو الاقتصادي. كما أظهرت النتائج عن وجود علاقة سببية ثنائية الاتجاه بين الاستثمار الأجنبي المحفظي والنمو الاقتصادي والدور التكميلي للمدخرات المحلية ومعدلات الفائدة في النمو الاقتصادي.

دراسة (**Kunofiwa,2017**) بعنوان:

Is foreign Portfolio Equity Investment Inspired Growth Hypothesis Relevant in Emerging Markets ?

تناولت هذه الدراسة أثر الاستثمار الأجنبي المحفظي على النمو الاقتصادي. وتم استخدام بيانات سلاسل زمنية مقطعية من 14 سوقا آسيوية وأوروبية نائشة للفترة (2001 ـ 2014). وقد خلصت الدراسة إلى أن للاستثمار الأجنبي المحفظي أثرا إيجابيا ولكن لم يؤثر بشكل كبير على النمو الاقتصادي .

ونتيجة لاستعراض الأدبيات السابقة، نجد أنها قد قدمت نتائج غير متناسقة بشأن العلاقة بين الاستثمار الأجنبي المحفظي والنمو الاقتصادي.

- تحليل تطور الاستثمار الأجنبي المحفظي والنمو الاقتصادي في مصر :

- تحليل تطور الاستثمار الأجنبي المحفظي في مصر خلال الفترة (2002 ـ 2016):

شهد صافي تدفق الاستثمار الأجنبي المحفظي إلى السوق المالية المصرية خلال الفترة (2002 ـ 2016) ، تذبذبا كبيرا حسب ما يظهره الجدول رقم (01)، حيث تارة يرتفع بشكل ملحوظ وتارة أخرى يحقق انخفاضا كبيرا إلى درجة تحقيق قيم سالبة .

الجدول (1):

صافي تدفق الاستثمار الأجنبي المحفظي خلال الفترة (2002 – 2016)

السنوات	صافي تدفق الاستثمار الأجنبي المحفظي (مليون دولار)
2002	998,9
2003	405,2-
2004	225,6-
2005	831,1
2006	2764
2007	936,7-
2008	1400-
2009	9200-
2010	7900
2011	2600-
2012	5000-
2013	1477,4
2014	1237,2
2015	638,6-
2016	1286,8-

المصدر: البنك المركزي المصري: التقرير السنوي، أعداد مختلفة.

وإذا ما قمنا بتحليل تفصيلي لصافي تدفق الاستثمار الأجنبي المحفظي في مصر خلال الفترة محل الدراسة لوجدنا تأثره بالعديد من الظروف المحلية والاقليمية والعالمية. فبعد أن كان صافي تدفق الاستثمار الأجنبي المحفظي موجبا في سنة 2002 أصبح سالبا في سنة 2003، ومرد ذلك إلى تأثر سوق الأوراق المالية في مصر في سنة 2003 كغيرها من الأسواق بتطور الأحداث الجارية في منطقة الشرق الأوسط وبالتطورات الاقتصادية التي شهدتها الساحة الداخلية أيضا، فقد اتسمت حركة التعامل على الأسهم والسندات بالهدوء معظم شهور السنة وإن اتجهت للانتعاش من جديد خلال الربع الأخير منها بعد الانتهاء السريع للحرب في العراق واستقرار الأوضاع نسبيا في المنطقة (البنك المركزي المصري: التقرير السنوي ،2003، ص 90).

وفي سنة 2004، انخفض صافي التدفق السالب من الاستثمار الأجنبي المحفظي في مصر من– 405،2 مليون دولار في سنة 2003 إلى – 225،6 مليون دولار في سنة 2004، وجاء ذلك كمحصلة لما شهدته السنة المالية (2003/ 2004) من قرارات وإجراءات عديدة تستهدف استكمال البنية التشريعية لسوق المال وتنظيم وتدعيم الثقة في التعاملات وحماية حقوق المستثمرين في البورصة المصرية. وقد شملت هذه الاجراءات إجراء تعديلات على نصوص قانون سوق المال ولائحته التنفيذية، وكذا نصوص بعض القوانين المرتبطة بنشاطها، وهي قانون الايداع والقيد المركزي للأوراق المالية، وقانون التمويل العقاري، وقانون حوافز وضمانات الاستثمار (البنك المركزي المصري : التقرير السنوي ،2003/ 2004، ص 83).

أما في سنة 2005، فقد حقق صافي تدفق الاستثمار الأجنبي المحفظي في مصر طفرة كبيرة بعدما كان سالبا في السنة السابقة أصبح موجبا في هذه السنة وبمبلغ 831،1 مليون دولار، وكان ذلك نتيجة التعديلات السابقة في بيئة سوق المال وكذا القيام ببعض التعديلات في سنة 2005 التي مست بعض أحكام قانون شركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم والشركات ذات المسؤولية المحدودة ولائحته التنفيذية، وتعديل بعض أحكام اللائحة التنفيذية، وتعديل بعض أحكام اللائحة التنفيذية لقانون التمويل العقاري، بالإضافة إلى اتخاذ عدة إجراءات بشأن تفعيل برنامج الخصخصة لإنعاش سوق الاصدار وزيادة كفاءته (البنك المركزي المصري: التقرير السنوي ،2004/ 2005 ، ص 93).

وقد واصل صافي تدفق الاستثمار الأجنبي المحفظي ارتفاعه بشكل ملحوظ في سنة 2006، حيث بلغ حجمه 2764 مليون دولار، ويرجع ذلك إلى الإصلاحات السابقة في مجال سوق المال، بالإضافة إلى ما شهدته السنة المالية (2005 /2006) من استمرار العمل على تحسين البيئة التشريعية والتنظيمية والمؤسسية لسوق المال المصرية وهذا الأمر الذي انعكس على أدائها لتصبح من أفضل عشرة أسواق مالية صاعدة على مستوى العالم وفقا لمؤشري ستاندرد آندبورز (S&P) ومورجان ستانلي عن سنة 2005 (البنك المركزي المصري: التقرير السنوي،2005/ 2006، ص 87).

ولكن نجد الحال يتغير في السنوات 2007، 2008، 2009، حيث حقق صافي الاستثمار الأجنبي المحفظي خلال هذه السنوات قيم سالبة بلغت – 936،7– 1400، – 9200، فعلى الرغم من مواصلة الاصلاحات المتعلقة بتحسين بيئة سوق المال، إلا أن الأزمة المالية العالمية وتداعياتها قد تسببت في هذه النتائج.

وفي سنة 2010،عاود صافي تدفق الاستثمار المحفظي الأجنبي في مصر الارتفاع ليبلغ ذروته خلال الفترة محل الدراسة، حيث وصل إلى مستوى 7900 مليون دولار، ومرد ذلك إلى ما شهدته هذه السنة من مراجعة شاملة لعدد كبير من التشريعات والمنظمة لسوق المال (عبد العال، 2013، ص ص 89 – 90).

ولكن حدث وأن تحولت الاستثمارات في محفظة الأوراق المالية في مصر إلى صافي تدفق للخارج (سالب) في سنة 2011 و في سنة 2012، حيث بلغت – 2600 مليون دولار و– 5000 مليون دولار على التوالي، وجاء ذلك كمحصلة للأحداث غير

المستقرة في مصر منذ بداية ثورة 2011.

غير أنه تحول صافي تدفق الاستثمار الأجنبي المحفظي في مصر إلى صافي تدفق للداخل (موجب) في سنة 2013 وفي سنة 2014، حيث بلغ 1477،4 مليون دولار و1237،2 مليون دولار على التوالي. أما في السنتين الأخيرتين (2015 و2016) من فترة الدراسة ، فقد تحولت الاستثمارات بمحفظة الأوراق المالية في مصر إلى صافي تدفق للخارج (سالب)، حيث بلغ على التوالي– 638،6 مليون دولار– 1286،8 مليون دولار .

تحليل تطور النمو الاقتصادي في مصر خلال الفترة (2002 - 2016):

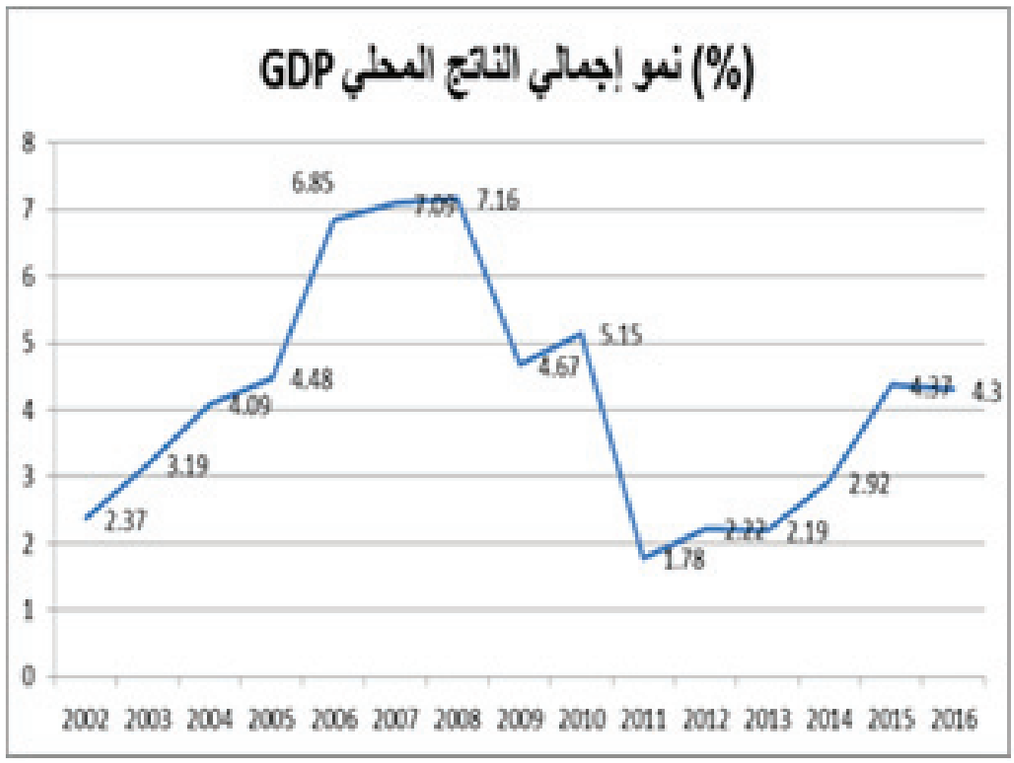
يظهر الشكل رقم (01)، أن الاقتصاد المصري نما بمعدلات متزايدة خلال الفترة (2002 ـ 2008)، ويعزى ذلك إلى إجراء إصلاحات هيكلية وتشريعية في بعض القطاعات الاقتصادية، وانتعاش أسواق الأوراق المالية، وحفز الاستثمار من خلال توفير المناخ الملائم وهذا ساهم في جذب المزيد من الاستثمارات الأجنبية المباشرة (البنك المركزي المصري: التقرير السنوي 2002 / 2003 والتقرير السنوي 2006 / 2007)، إلا أن هذا المسار المرتفع لم يستمر، حيث انخفض معدل النمو في سنة 2009 إلى 4،67 % في ظل الأزمة المالية العالمية التي ضربت الاقتصاد العالمي في عام 2008 ثم بدأ في التعافي مع العام 2010 ليبلغ 5،15 %. ولكن لم يستمر التعافي في ظل الصدمة الجديدة التي تعرض لها الاقتصاد المصري مع ثورة 25 يناير لينخفض معدل النمو إلى 1،78 % في عام 2011 (خطاب ، ب. د.ت ، ص10).

إلا أن استمرار الانفلات الأمني، وعدم الاستقرار السياسي، وسوء الإدارة لا سيما فيما يتعلق بملف السياحة والموازنة العامة للدولة قد أدت جميعها إلى استمرار تواضع معدلات النمو (أبو شعبان، 2017، ص 57) خلال الاعوام (2012، 2013، و 2014)، حيث بلغ على التوالي (2،22 % ، 2.19 %، 2،92 %) .

وارتفع معدل النمو في إجمالي الناتج المحلي بوتيرة ملحوظة في عام 2015 ، ليسجل معدل بلغ (4،37 %) ، وذلك مقارنة مع (2،92 %) قبل عام بدعم من خطط تحفيز النشاط الاقتصادي واستجابة النشاط الاقتصادي للإجراءات الإصلاحية التي تبنتها الحكومة المصرية يضاف إلى ذلك خطط تحفيز النشاط الاقتصادي من خلال ضخ استثمارات ضخمة إضافية في مشروعات البنية الأساسية كثيفة الاستخدام للعمالة، وخفض دعم الطاقة وتعديلات على قانون الاستثمار يخفف الإجراءات إلى جانب الجهود الرامية للقضاء على السوق السوداء للعملة (أبو شعبان، 2017، ص58). غير أن هذه الوتيرة تراجعت بشكل طفيف في عام 2016 ليحقق (4،30 %) .

الشكل (1):

نمو إجمالي الناتج المحلي خلال الفترة (2002 - 2016)



.Source:https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.KD

الدراسة التطبيقية:

نهدف في هذه الدراسة التطبيقية إلى الكشف عن وجود علاقة تكامل مشترك من عدمها بين متغيري الدراسة المتمثلين في كل من الاستثمار الأجنبي المحفظي والنمو الاقتصادي في مصر من خلال دراسة قياسية، حيث سنستخدم سلسلة بيانات سنوية خلال الفترة 2002 إلى 2016. تشمل الدراسة فحص إستقرارية السلاسل الزمنية من خلال تطبيق اختبار ديكي فولر المطور (ADF) واختبار فيليبس بيرون (PP)، وتقديم النموذج والكشف عن وجود تكامل مشترك باستخدام منهج الحدود وتقدير العلاقة في المدى القصير والطويل باستخدام نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة المتباطئة (ARDL)، يضاف إلى ذلك اختبار جرانجر للعلاقة السببية.

نموذج الدراسة:

يمكن صياغة نموذج الدراسة على النحو التالي:

$$GDP = \alpha_0 + \alpha_1 FIP + u_t \quad .....(1)$$

حيث أن:

GDP : الناتج المحلي الاجمالي

FIP : الاستثمار الأجنبي المحفظي

u_t : عنصر الخطأ العشوائي

α_0 : تمثل الحد الثابت، α_1 تمثل معامل استجابة المتغير التابع للمتغير التفسيري.

منهجية التكامل المشترك باستعمال نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة المتباطئة ARDL:

تقوم هذه الدراسة باستخدام نموذج حدود الارتباط الذاتي المتباطئ التوزيع Autoregressive Distributed Lag (ARDL) Bounds Test الذي طوره (Pesaran and Pesaran (1997 و (2001 Pesaran et al) ويعود السبب في تفضيل هذا النموذج على غيره من نماذج التكامل المشترك المعروفة، مثل (Johansen (1988 أو طريقة اختبار الخطوتين الذي وضعه (Engle and Granger, 1987) إلى مشكلة عدم التأكد التي عادة ما تظهر بشأن خصائص السلاسل الزمنية، ودرجة استقرارها، الأمر الذي يصبح معه استخدام طريقة Pesaran و Pesaran et al لاختبار الحدود هو الخيار الأفضل، لأن هذا الاختبار لا يتطلب أن تكون السلاسل الزمنية متكاملة من الدرجة الأولى، والتي عادة يرمز لها بالرمز

1. **فضلا عن ذلك، فإن طريقة** Pesaran و Pesaran et al تتمتع بخصائص أفضل في حالة السلاسل الزمنية القصيرة، مقارنة بالطرائق الأخرى المعتادة. وقد لاحظ (Kremers et al, 1992) أنه في حالة صغر حجم العينة، فإنه من الصعوبة وجود تكامل مشترك بين المتغيرات غير المستقرة. وأن استقرار السلاسل الزمنية يقود إلى الحصول على معلمات انحدار خالية من المعنى ومتحيزة نحو الصفر.

من خلال وضع المعادلة المستهدفة (المعادلة (1)) في صيغة نموذج الخطأ غير المقيد للانحدار الذاتي ذي الإبطاء الموزع (ARDL) الذي يتضمن التغير في إجمالي الناتج المحلي كمتغير تابع، والذي يكون دالة في الفرق الأول للقيمة المبطئة للمتغير التابع والفرق الأول للقيم المبطئة والحالية للمتغيرات التفسيرية، وتركيبة خطية من المستويات المبطئة والحالية للمتغيرات التفسيرية، وتركيبة خطية من المستويات المبطئة للمتغير التابع والمتغيرات المستقلة نحصل على المعادلة التالية:

$$\Delta GDP = c_0 + c_1 t + \beta_0 GDP_{t-1} + \beta_1 FIP_{t-1} + \sum_{i=1}^{p=m} \varphi_i \Delta GDP_{i-p} + \sum_{j=0}^{q=n} \delta_j \Delta FIP_{j-q} + u_t \quad ..(2)$$

حيث:

C_0 : الحد الثابت، t الاتجاه العام.

الهيكل الديناميكي للأجل القصير لفروق المتغير التابع والمتغيرات المستقلة المبطئة وضعت لتضمن أن البواقي u_t متغير عشوائي بمتوسط صفر وتباين ثابت.

لاختبار فرض العدم القائل بغياب علاقة تكامل مشترك بين المتغير التابع والمتغيرات المفسرة في المعادلة (2)، نقوم بحساب إحصائية F من خلال اختبار (Wald test) لفرض العدم القائل بأن:

$$\beta_0 = 0,\ \beta_1 = 0$$

مقابل الفرض البديل بوجود علاقة تكامل مشترك بين مستويات متغيرات النموذج، حيث ينص الفرض البديل على أن :

إذا كانت قيمة إحصاء F المحسوبة أكبر من الحد الأعلى للقيمة الحرجة، نرفض فرض العدم (أي توجد علاقة تكامل مشترك)، وإذا كانت أقل من الحد الأدنى، نقبل فرض العدم.

في حالة وجود علاقة تكامل مشترك بين المتغيرات، نستخدم أسلوب (ARDL) لتقدير نموذج تصحيح الخطأ (ECM).

النتائج التطبيقية:

1. **إجراء اختبار جذر الوحدة:**

على الرغم من أن طريقة اختبار الحدود قابلة للتطبيق بغض النظر عما إذا كانت المتغيرات الأساسية متكاملة من الدرجة صفر (I(0)، أو من الدرجة الأولى (I1)، أو خليط بينهما، فإنه يظل من الضروري التأكد من عدم وجود أي متغير متكامل من الدرجة الثانية (I 2).

وللتحقق من درجة تكامل المتغيرات نستخدم اختبار ديكي فولر الموسع (ADF) علاوة على اختبار فيليبس بيرون (PP). نتائج تحديد مدى سكون المتغيرات معروضة في الجدول (2) أدناه

الجدول (2):

نتائج اختبارات السكون (جذر الوحدة) باستخدام اختبار ADF واختبار PP

نتائج اختبار ADF

At Level		GDP	FIP
With Cons...	t-Statistic	-2.7248	-5.2425
	Prob.	0.0983	0.0012
		*	***
With Cons...	t-Statistic	-2.9239	-4.0083
	Prob.	0.1902	0.0381
		n0	**
Without C...	t-Statistic	-0.3028	-5.3092
	Prob.	0.5582	0.0001
		n0	***

At First Difference		d(GDP)	d(FIP)
With Cons...	t-Statistic	-3.4827	-4.0039
	Prob.	0.0270	0.0136
		**	**
With Cons...	t-Statistic	-3.3651	-3.7993
	Prob.	0.0997	0.0603
		*	*
Without C...	t-Statistic	-3.6275	-4.2844
	Prob.	0.0016	0.0005
		***	***

نتائج اختبار PP

At Level		GDP	FIP
With Cons...	t-Statistic	-1.8799	-10.0229
	Prob.	0.3310	0.0000
		n0	***
With Cons...	t-Statistic	-1.9667	-10.8245
	Prob.	0.5683	0.0000
		n0	***
Without C...	t-Statistic	-0.3978	-6.1105
	Prob.	0.5218	0.0000
		n0	***

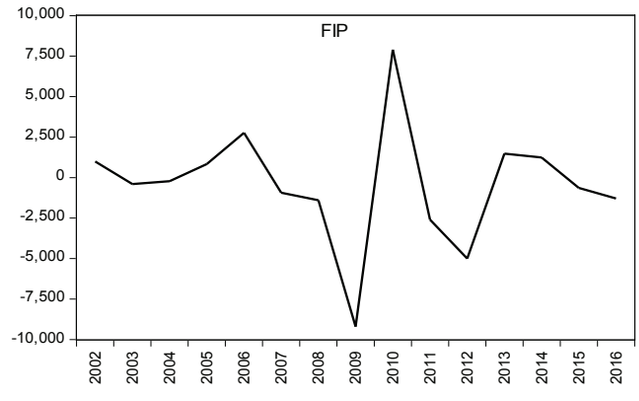
At First Difference		d(GDP)	d(FIP)
With Cons...	t-Statistic	-3.5148	-15.4756
	Prob.	0.0255	0.0000
		**	***
With Cons...	t-Statistic	-3.4150	-14.5570
	Prob.	0.0927	0.0001
		*	***
Without C...	t-Statistic	-3.6410	-16.1058
	Prob.	0.0015	0.0001
		***	***

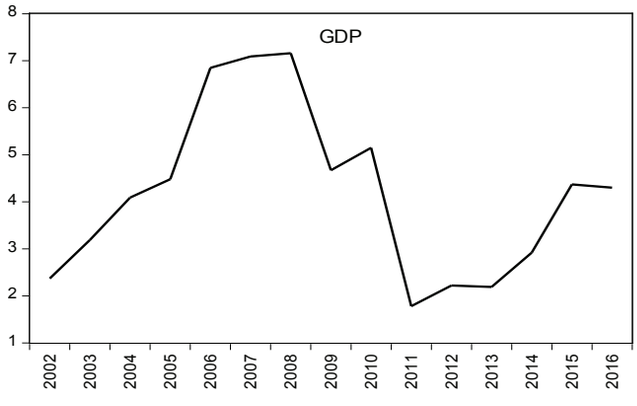
Notes: (*)Significant at the 10%; (**)Significant at the 5%; (***) Significan
*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

يظهر من الجدول (02) أن المتغير FIP مستقر في المستوى بينما الناتج المحلي الإجمالي GDP مستقر في الفرق الأول، أي أن المتغيرات المعنية ليس فيها أي متغير له درجة تكامل أكبر من الواحد. وعليه، لا يمكن تطبيق طرق اختبار التكامل المشترك التقليدية، وينبغي استخدام طريقة اختبارات الحدود الحديثة في البحث عن مدى وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين متغيرات النموذج. كما يمكننا من خلال النظرة العامة للشكل البياني الممثل للسلاسل الزمنية في مستوياتها تعزيز النتائج المتوصل إليها سابقا، حيث يتبين من الشكل (2) أن متغيرة FIP تتذبذب حول وسط حسابي ثابت ليس له علاقة بالزمن بحيث تأخذ شكلا أفقيا موازيا لمحور الفواصل، الأمر الذي يدلل على خلوها من جذر وحدوي وبالتالي فهي ساكنة، وهذا على خلاف متغيرة GDP غير المستقرة لاحتوائها على جذر الوحدة.

الشكل البياني(2):

السلاسل الزمنية للمتغيرات في المستوى





المصدر: مخرجات برنامج Eviews10

2. اختبار التكامل المشترك باستعمال منهج الحدود:

بالانتقال إلى اختبار الحدود (ARDL)، يوضح الجدول (3) نتائج حساب إحصائية (F)، حيث جاءت القيمة (49.65) أكبر من قيمة الحد العلوي للقيم الحرجة في النموذج. والقيم الحرجة تم الحصول عليها من الجداول التي اقترحها كل من (2001). Pesaran et al

عند مستويات معنوية (1 %، و5% و10%). النتائج لهذا النموذج تدعم رفض فرض العدم عند مستويات معنوية (1%، و5% و10%). ومنه وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين اجمالي الناتج المحلي و الاستثمار الأجنبي المحفظي في مصر.

جدول(3)

نتائج اختبار منهج الحدود لوجود علاقة طويلة الأجل

ARDL Bounds Test

Date: 06/21/18 Time: 07:52

Sample: 2006 2016

Included observations: 11

Null Hypothesis: No long-run relationships exist

Test Statistic	Value	K
F-statistic	49.65392	1
Critical Value Bounds		
Significance	I0 Bound	I1 Bound
10%	4.04	4.78
5%	4.94	5.73
2.5%	5.77	6.68
1%	6.84	7.84

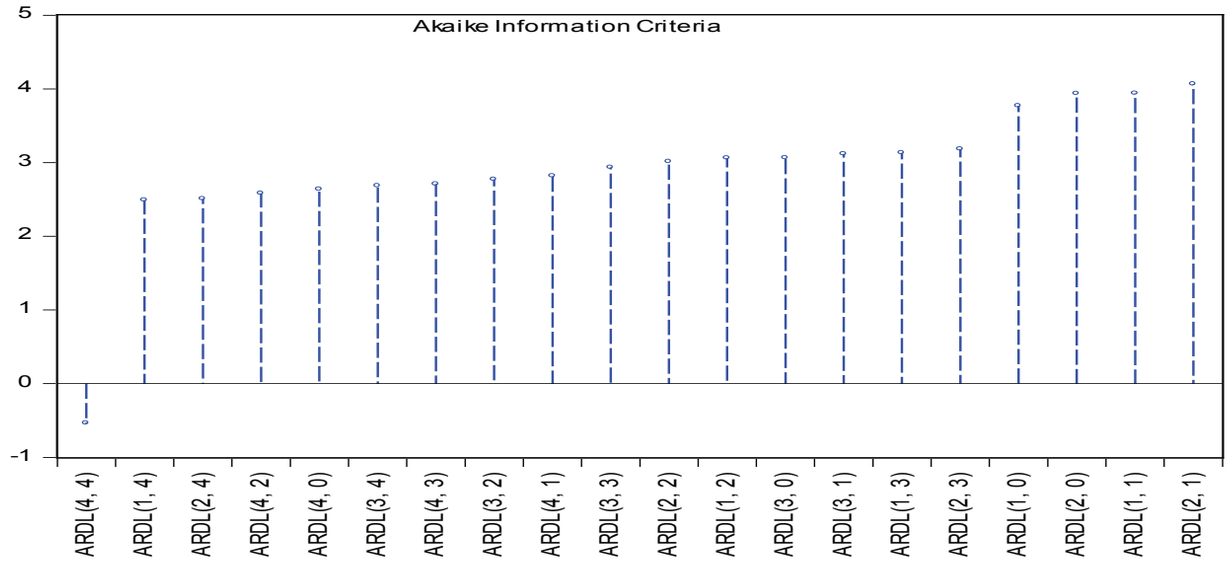
المصدر: مخرجات برنامج Eviews

3. التوازن في المدى الطويل:

بعد التأكد من وجود علاقة تكامل مشترك بين المتغيرين، قمنا بقياس العلاقة طويلة الأجل في إطار نموذج ARDL. وتتضمن هذه المرحلة الحصول على مقدرات المعلمات طويلة الأجل، ولتحديد طول الإبطاء، نستخدم معيار لاختبار طول الإبطاء، وهذا المعيار هو (AIC)، بحيث يتم اختبار طول الإبطاء الذي يعطي أقل قيمة لهذا المعيار. النتائج معروضة في الشكل أدناه

الشكل البياني (3):

نتائج معيار اختيار طول الإبطاء



المصدر: مخرجات برنامج Eviews 9

تشير النتائج إلى أن النموذج الأمثل حسب المعيار المستخدم هو نموذج ARDL(4,4)

جدول (4)

تقدير نموذج العلاقة طويلة الاجل الطويل

Dependent Variable: GDP

Method: ARDL

Date: 06/23/18 Time: 00:02

Sample (adjusted): 2006 2016

Included observations: 11 after adjustments

Maximum dependent lags: 4 (Automatic selection)

Model selection method: Akaike info criterion (AIC)

Dynamic regressors (4 lags, automatic): FIP

Fixed regressors: C

Number of models evalulated: 20

Selected Model: ARDL(4, 4)

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.*
GDP(-1)	0.271188	0.174779	1.551609	0.3645
GDP(-2)	0.018507	0.210371	0.087973	0.9441
GDP(-3)	0.491786	0.165564	2.970368	0.2067
GDP(-4)	-0.571661	0.106155	-5.385176	0.1169
FIP	0.000283	2.88E-05	9.850235	0.0644
FIP(-1)	0.000248	6.06E-05	4.094841	0.1525
FIP(-2)	0.000455	6.61E-05	6.879969	0.0919
FIP(-3)	0.000221	5.61E-05	3.951178	0.1578
FIP(-4)	0.000267	4.89E-05	5.451572	0.1155
C	4.354444	0.462319	9.418697	0.0673

R-squared	0.998475	Mean dependent var	4.427273
Adjusted R-squared	0.984748	S.D. dependent var	2.004635
S.E. of regression	0.247572	Akaike info criterion	-0.533943
Sum squared resid	0.061292	Schwarz criterion	-0.172220
Log likelihood	12.93669	Hannan-Quinn criter.	-0.761959
F-statistic	72.73809	Durbin-Watson stat	2.173338
Prob(F-statistic)	0.090764		

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

المصدر: مخرجات برنامج Eviews 9

من خلال نتائج التقدير أعلاه يمكن القول إنّ معلمات النموذج لا تتمتع بالمعنوية الإحصائية، وبالتالي لا يمكن قبول النموذج المقدر.

4. التوازن في المدى القصير

جدول (5):

نتائج تقدير نموذج تصحيح الخطأ غير المقيد

ARDL Cointegrating And Long Run Form

Dependent Variable: GDP

Selected Model: ARDL(4, 4)

Date: 06/23/18 Time: 00:09

Sample: 2002 2016

Includedobservations: 11

Cointegrating Form

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(GDP(-1))	0.061368	0.124951	0.491135	0.7094
D(GDP(-2))	0.079875	0.146564	0.544985	0.6823
D(GDP(-3))	0.571661	0.106155	5.385176	0.1169
D(FIP)	0.000283	0.000029	9.850235	0.0644
D(FIP(-1))	-0.000455	0.000066	-6.879969	0.0919
D(FIP(-2))	-0.000221	0.000056	-3.951178	0.1578
D(FIP(-3))	-0.000267	0.000049	-5.451572	0.1155
CointEq(-1)	-0.790180	0.092516	-8.541047	0.0742

Cointeq = GDP - (0.0019*FIP + 5.5107)

Long Run Coefficients

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
FIP	0.001866	0.000317	5.891025	0.1070
C	5.510701	0.200247	27.519523	0.0231

المصدر: مخرجات برنامج Eviews 9

تشير النتائج المبينة في الجدول أعلاه إلى أن حد تصحيح الخطأ (ECM-1) قد ظهر بإشارة سالبة (0.790180–) ولكن غير معنوي عند مستوى معنوية (5%)، وعليه، لا يمكننا قبول هذا النموذج، كما أن نتائج العلاقة طويلة الأجل تؤكد على غياب المعنوية الإحصائية لمعلمة الاستثمار الأجنبي المحفظي التي تساوي (0.1070) وهي أكبر من (5 %).

من أجل تعزيز هذه النتائج قمنا بحساب معامل الارتباط الخطي (بافتراض خطية العلاقة بين المتغيرين) حيث تبين أنه يساوي (0.14) وهو غير دال إحصائيا (غير معنوي) على اعتبار أن مستوى الاحتمال المشاهد بلغ (0.60) وهو أكبر من (5 %) كما يبينه الجدول أدناه. وهو ما يعكس الضعف الشديد بين المتغيرين. بناء على ذلك يمكننا رفض وجود علاقة توازنية حقيقية بين الاستثمار الأجنبي المحفظي والنمو الاقتصادي في مصر خلال الفترة المعنية بالدراسة.

جدول (6)

معامل الارتباط الخطي بين GDP و FIP

Correlations			
		FIP	GDP
FIP	Pearson Correlation	1	0,148
	Sig. (2-tailed)		0,600
	N	15	15
GDP	Pearson Correlation	0,148	1
	Sig. (2-tailed)	0,600	
	N	15	15

المصدر: مخرجات برنامج SPSS22

إن عدم وجود علاقة تكامل مشترك بين الاستثمار الأجنبي المحفظي والنمو الاقتصادي في مصر عند مستوى معنوية (%)، يدلل على أن النمو الاقتصادي لا يعتمد على مستوى الاستثمار الأجنبي المحفظي في الاقتصاد المصري خلال الفترة المعنية بالدراسة، وللتأكد من اتجاه العلاقة السببية بين الاستثمار الأجنبي المحفظي والنمو الاقتصادي في مصر خلال فترة الدراسة، نستخدم اختبار(جرانجر) للسببية.

5. اختبار سببية جرانجر Granger Causality Tests :

يتطلب اختبار السببية (لجرانجر) تقدير نموذج متجه انحدار ذاتي (VAR) ثنائي الاتجاه الذي يصف سلوك المتغيرين (FIP و GDP)، كما يتطلب كذلك استخدام المتغيرات بصيغتها المستقرة، لأن غياب صفة الاستقرار قد يجعل الانحدار المقدر زائفا، وبالتالي أخذنا بعين الاعتبار المتغيرين (FIP و GDP). ولكن قبل تحديد العلاقة السببية بين المتغيرين، يجب تحديد عدد الفجوات الزمنية p المناسب لنموذج (VAR)، وذلك لأنه بعدد أقل من (p) يؤدي إلى خطأ في التوصيف، وبعدد أكبر من (p) يؤدي إلى عدم استغلال كامل معلومات السلسلة الزمنية، كما ينقص من درجات الحرية. يتم عادة تحديد عدد الفجوات الزمنية بالاعتماد على معايير المفاضلة (LR FPE AIC SC HQ) ، وإن أفضل علاقات سببية يمكن أن تتحقق في التباطؤ الزمني الثاني (رشاد، 2011،ص276)

الجدول (7):

اختبار عدد فترات التباطؤ الزمني في نموذج VAR

VAR Lag Order Selection Criteria

Endogenous variables: GDP FIP

Exogenous variables: C

Time: 17:48 19/31/Date: 05

Sample: 2002 2016

Included observations: 13

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-151.3059	NA	60031781	23.58553	23.67245	23.56766
1	-144.2801	10.80898	38308898	23.12002	23.38076	23.06642
2	-134.2641	12.32739*	16225948*	22.19448*	22.62905*	22.10515*

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

المصدر : مخرجات برنامج Eviews10

تشير أغلب المعايير الإحصائية المستخدمة إلى أن فترة الابطاء المثلى هي التي توافق الابطاء الثاني، لذلك ولغرض تحديد اتجاه العلاقة بين المتغيرين، أجرينا اختبار جرانجر للعلاقة السببية وذلك باستخدام برنامج EViews10 مع أخذ عدد الفجوات الزمنية تساوي ،(Lags: 2) 2 وحصلنا على النتائج المعروضة في الجدول التالي.

الجدول (8):

نتائج اختبار سببية جرانجر

Pairwise Granger Causality Tests

Date: 05/31/19 Time: 18:06

Sample: 2002 2016

Lags: 2

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
FIP does not Granger Cause DGDP	12	0.76738	0.4997
DGDP does not Granger Cause FIP		0.25213	0.7839

المصدر : مخرجات برنامج Eviews10

نتائج الاختبار تشير إلى قبول الفرضية العدمية الأولى، ورفض الفرضية البديلة، وبالتالي لا توجد علاقة سببية من الاستثمار الأجنبي المحفظي نحو النمو الاقتصادي، أي أن التغير في الاستثمار الأجنبي المحفظي لا يؤدي إلى التغير (لا يسبب) في معدل النمو الاقتصادي. كما يعزز هذه النتيجة قيمة الاحتمال الحرج الموافق لإحصائية فيشر التي تساوي (49.97%) وهي أكبر من(5 %.) كما تشير النتائج كذلك إلى قبول الفرضية العدمية الثانية، ورفض الفرضية البديلة، وبالتالي لا توجد علاقة سببية تتجه من النمو الاقتصادي نحو الاستثمار الأجنبي المحفظي، أي أن التغير في معدل النمو الاقتصادي لا يؤدي إلى التغير (لا يسبب) في الاستثمار الأجنبي المحفظي .كما يعزز هذه النتيجة قيمة الاحتمال الحرج الموافق لإحصائية (فيشر) التي تساوي (78.39 %) وهي أكبر من (5 %). إذن لا توجد سببية في أي من الاتجاهين.

إن نتائج اختبار السببية تعزز النتائج المتوصل إليها سابقا بإتباع أسلوب التكامل المشترك بتطبيق منهجية ARDL، وبالتالي يمكن القول إنّ الاستثمار الأجنبي المحفظي والنمو الاقتصادي لا يرتبطان بعلاقة طويلة الأجل في الاقتصاد المصري خلال الفترة المغطاة بالدراسة، ما يعني صحة الفرضية الأساسية للبحث.

6. تفسير النتائج :

في هذا الجزء سنحاول تقديم تفسير واضح ومنطقي للنتائج المتوصل إليها، بغرض الإجابة على السؤال المطروح في الإشكالية. في هذا الإطار، قد يكون التفسير المحتمل لضعف أو غياب العلاقة بين الاستثمار الأجنبي المحفظي والنمو الاقتصادي في مصر هو التراجع العام في صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي المحفظي في مصر والتي بلغت كمتوسط للفترة نحو (– 432.28 مليون دولار) وذلك نتيجة لانعكاس التطورات السياسية والاقتصادية المحلية والعالمية (الحرب في العراق لسنة 2003 ،الأزمة المالية العالمية لسنة 2008 ، ثورة 25 يناير 2001) التي أثرت سلبا على الاقتصاد المصري بشكل عام والاستثمار الأجنبي المحفظي بشكل خاص، هذا الضعف أو العجز نعتقد أنه عديم التأثير ولا يساهم بالشكل المأمول في إحداث تغييرات إيجابية على مستوى نمو الاقتصاد المصري. كذلك من بين الأسباب نجد التقلبات العنيفة التي عرفها الاستثمار الأجنبي المحفظي في مصر، حيث تبين لنا من قيم هذا المتغير خلال فترة الدراسة أنه كان محصورا بين أقل قيمة (9200– مليون دولار) مُسجَّلة سنة 2009 وأعلى قيمة (7900) مليون دولار مُسجَّلة سنة 2010، بمتوسط بلغ (432.28– مليون دولار) وبانحراف معياري (3724.098) وبالتالي فإن درجة التقلب بلغت (861.48 %) والتي تشير إلى تذبذب عنيف جدا في قيم هذا المتغير.

الخاتمة:

خلافا للأدبيات التجريبية التي ركزت على الاستثمار الأجنبي المباشر، بحثت هذه الدراسة في العلاقة بين الاستثمار الأجنبي المحفظي والنمو الاقتصادي في مصر خلال الفترة (2002 ـ 2016). ومن أجل تحقيق هذا الغرض تم استخدام نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة المتباطئة (ARDL) واختبار جرانجر للعلاقة السببية .

النتائج:

أبانت الدراسة عن النتائج التالية:

– يتمتع الاستثمار الأجنبي المحفظي بالعديد من المزايا ومنها مساهمته في تطوير وتنشيط الأسواق المالية وتحسين فرص الحصول على التمويل، غير أنه قد تشوبه بعض السلبيات كعدم الاستقرار الاقتصادي وذلك لاحتمال أن يتخذ المستثمر الأجنبي قرارا مفاجئا بمغادرة الدولة المضيفة له.

– تؤكد النظرية الاقتصادية على العلاقة بين تدفقات رؤوس الأموال الدولية والنمو الاقتصادي، في حين أنّ هناك

تضاربا في نتائج الدراسات التجريبية بشأن العلاقة بين الاستثمار الأجنبي المحفظي والنمو الاقتصادي.

- شهدت مصر تقلبا وضعفا واضحا في تدفقات الاستثمار الأجنبي وكذا أداء غير مستقر للنمو خلال الفترة محل الدراسة، وهذا بالرغم من الجهود الكبيرة التي تبذلها الدولة المصرية سواء في مجال جذب الاستثمار الأجنبي المحفظي أو دعم النمو الاقتصادي.

- أشارت نتائج اختبار (ARDL) إلى غياب علاقة توازنية بين الاستثمار الأجنبي المحفظي والنمو الاقتصادي في مصر خلال الفترة المعنية بالدراسة، وهذه النتيجة تتعارض مع النظرية الاقتصادية وتتفق مع نتيجة دراسة (MEHMET et al 2014) وتختلف مع باقي الدراسات السابقة المدرجة في هذه الدراسة ، ويمكن تفسير ذلك إلى التقلبات العنيفة التي عرفها الاستثمار الأجنبي المحفظي في مصر خلال الفترة التي قمنا بتحليلها بسبب التطورات السياسية والاقتصادية المحلية والعالمية التي أثرت سلبا على مصر .

- أشارت نتائج اختبار (جرانجر) للسببية إلى غياب العلاقة السببية بين الاستثمار الأجنبي المحفظي والنمو الاقتصادي في مصر، وهو ما يعزز النتائج المتوصل عليها أعلاه.

التوصيات:

بناء على النتائج السابقة، يمكن اقتراح التوصيات التالية:

- بغض النظر عن طبيعة العلاقة بين المتغيرين، من الأهمية بمكان بالنسبة لصانعي القرار في مصر الاستمرار في نهج الإصلاحات الاقتصادية والمالية خاصة ما تعلق برفع كفاءة سوق الأوراق المالية وإزالة كافة قيود وحواجز الدخول إلى هذه السوق؛ لتوفير بيئة مواتية لجذب المزيد من تدفقات الاستثمار الأجنبي المحفظي إلى سوق الأوراق المالية في مصر بسبب مزاياه العديدة للاقتصاد.

- ضرورة تعزيز الديمقراطية في المجتمع من أجل تحقيق الاستقرار السياسي، والحفاظ عليه، وقيام الحكومة المصرية بوضع سياسات واستراتيجيات من شأنها تشجيع الأنواع طويلة الأجل من استثمارات المحفظة للحَد من تقلبات هذا النوع من الاستثمار والمساهمة في النمو الاقتصادي.

المصادر والمراجع:

المراجع باللغة العربية:

1. البنك المركزي المصري : التقرير السنوي .(2003/ 2004).
2. البنك المركزي المصري: التقرير السنوي .(2004/2005).
3. البنك المركزي المصري: التقرير السنوي .(2005/2006).
4. البنك المركزي المصري :التقرير السنوي .(2006/2007).
5. البنك المركزي المصري : التقرير السنوي .(2008/2009).
6. البنك المركزي المصري : التقرير السنوي.(2010/2011).
7. البنك المركزي المصري: التقرير السنوي.(2014/ 2015).
8. البنك المركزي المصري: التقرير السنوي .(2015/2016).
9. تشام ،فاروق.(2006). الاستثمارات الأجنبية المباشرة في الجزائر وآثارها على التنمية الاقتصادية، الملتقى الوطني الأول حول الاقتصاد الجزائري في الألفية الثالثة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة البليدة، الجزائر.
10. حسين ،عبد الرزاق حمد و كاظم، عامر عمران.(2012). قياس أثر الاستثمار الأجنبي غير المباشر على بعض المتغيرات الاقتصادية الكلية في البلدان النامية (الهند حالة دراسية)، مجلة جامعة كركوك للعلوم الإدارية والاقتصاد ،2(1) :102 ـ 119.
11. خرافي، خديجة.(2015). دور السياسات المالية في ترشيد الاستثمار الأجنبي المباشر في الجزائر دراسة مقارنة ما بين الجزائر، تونس والمغرب (أطروحة دكتوراه غير منشورة)، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة أبو بكر بلقايد، تلمسان، الجزائر.
12. خطاب ،عبد الله شحاته (ب.د.ت) ، مسار النمو الاقتصادي للاقتصاد المصري وإمكانية الاستدامة. https://platform.almanhal.com/Files/2/65750
13. رشاد، ندوى خزعل. (2011).استخدام اختبار كرانجر في تحليل السلاسل الزمنية المستقرة، المجلة العراقية للعلوم الإحصائية، 11(19): 267 – 288.
14. أبو شعبان، همام وائل محمد.(2016). أثر التمويل الخارجي على النمو الاقتصادي «دراسة تطبيقية لدول عربية»(رسالة ماجستير غير منشورة)، كلية التجارة ، الجامعة الاسلامية ـ غزة، فلسطين.
15. عبد العال، علا عادل علي.(2013). دور الاستثمار الأجنبي غير المباشر في تنشيط البورصة المصرية، بحوث اقتصادية عربية،(63 ـ 64): 74 ـ94 .
16. عبد المطلب، عبد الحميد. (2006).العولمة الاقتصادية (منظماتها ، شركاتها ،تداعياتها)، الاسكندرية: الدار الجامعية.
17. عجمية ،محمد عبد العزيز و ناصف، إيمان عطية.(2000). التنمية الاقتصادية: دراسات نظرية وتطبيقية، الاسكندرية: جامعة الاسكندرية.
18. أبو قحف، عبد السلام .(1989)، نظريات التدويل وجدوى الاستثمارات الأجنبية، ط1 ، القاهرة :مؤسسة شهاب الجامعة.
19. محمد، أميرة حسب الله.(2005). محددات الاستثمار الأجنبي المباشر وغير المباشر في البيئة الاقتصادية العربية :دراسة مقارنة (تركيا، كوريا الجنوبية، تركيا)، ط1، الاسكندرية : الدار الجامعية.
20. محمد، أياد طاهر و أحمد، صلاح حسن.(2013). الاستثمار الأجنبي غير المباشر وانعكاسه على تداول الأسهم العادية –دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية–، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، عدد خاص بمؤتمر الكلية:99 ـ126 .

المراجع باللغة الأجنبية:

1. *ABU SHANAB ,S.(2017). The Effect of Foreign Portfolio Investment (FPI) on Capital Market Indices (Evidence from Amman Stock Exchange), International Review of Management and Business Research, 6 (4):1469-1477. [Available online]. Retrieved, 27 February 2018*

From: www.irmbrjournal.com/download.php?file= ../papers/1513074842:

2. *AKINBOBOLA, T. O , & IBRAHIM, T. R. , & IBRAHIM, O.(2017). Foreign Portfolio Investment-Economic Growth Nexus in Nigeria: Co Integration and Granger Causality Analyses, Research Journal of Finance and Accounting, 8, (5):pp 11- 17. .[Available online]. Retrieved,22 May 2018 from: iiste.org/Journals/ index.php/RJFA/article/ viewFile/36289/37288*
3. *Amand,A.S, & Nila, F. N.(2016). THE RELATIONSHIP BETWEEN FOREIGN PORTFOLIO INVESTMENT AND FOREIGN DIRECT INVESTMENT ON ECONOMIC GROWTH (Study at Indonesia Stock Exchange and Bank of Indonesia period 2006-2014), Jurnal Administrasi Bisnis (JAB) , 39 (2) : pp 44 – 49 .[Available online]. Retrieved,22 May 2018 from: https://media.neliti.com/.../87444-EN-the-relationship-between-foreig.a*
4. *Anthony, O, & Akachukwu, S, U, & Elijah, A, I.(2014). Foreign Capital Inflows and Growth: An Empirical Analysis of WAMZ Experience, International Journal of Economics and Financial Issues, 4(4): pp971-983. [Available online]. Retrieved,30 May 2019 from: www.econjournals.com/index.php/ijefi/article/viewFile/916/pdf*
5. *Fayyaz, A,& Muhammad, U. D, & Su-chang, Y.(2016). FOREIGN PORTFOLIO INFLOWS AND ECONOMIC GROWTH: EVIDENCE FROM ASEAN5, Actual Problems of Economics, 179, (5): pp. 57-69. .[Available online]. Retrieved,10 February 2018 from: https://papers.ssrn.com/.../SSRN_ID2781480_code1640937.pdf*
6. *IBRAHIM, T, R, & AKINBOBOLA, T, O.(2017). Foreign Portfolio Investment and Economic Growth in Nigeria Democratic Settings, Journal of Economics and Sustainable Development, 8(5): pp33-52. [Available online]. Retrieved,30 May 2019 from:*

   https://pdfs.semanticscholar.org/.../86a27a9acf45b516ecd94e9458a5...
7. *Jarita, D, & Salina, K. (2009). Foreign Portfolio Investment and Economic Growth in Malaysia, The Pakistan Development Review, 48 (2): pp 109-123.[Available online]. Retrieved,22 May 2018 from: https://core.ac.uk/download/ pdf/ 6543841.pdf*
8. *Kimberly, E.(2002). GLOBAL FORUM ONINTERNATIONA INVESTMENTATTRACTING FOREIGN DIRECT INVESTMENT FOR DEVELOPMENT, L Shanghai. [Available online]. Retrieved,22 May 2018 from: www.oecd.org › Investment › Investment for development.*
9. *Kunofiwa, T.(2017). Is foreign Portfolio Equity Investment Inspired Growth Hypothesis Relevant in Emerging Markets?, EuroEconomica, 36(2) : pp78¬ - 90 . [Available online]. Retrieved,22 May 2018 from: https://ideas.repec.org/a/dug/journl/y2017i2p78- 90.html*
10. *MEHMET, M, MUSTAFA, T. D, İBRAHIM, E. Ş .(2014) .THE RELATIONSHIP BETWEEN FOREIGN PORTFOLIO INVESTMENTS AND ECONOMIC GROWTH: THE CASE OF TURKEY, 12th International Academic Conference, Prague: pp837- 845. [Available online]. Retrieved,22 May 2018 from: iises.net/proceedings/12th-international.../table-of-content*