



معهد التخطيط القومى

سلسلة قضايا

التخطيط والتنمية

رقم (٢٩١)

سعر الصرف

وعلاقته بالاستثمارات الأجنبية فى مصر

يوليو ٢٠١٨

جمهورية مصر العربية – طريق صلاح سالم – مدينة نصر – القاهرة – مكتب بريد رقم ١١٧٦٥

A.R.E Salah Salem St. Nasr City , Cairo P.O.Box : 11765

سلسلة قضايا التخطيط والتنمية
رقم (٢٩١)
(سلسلة علمية محكمة)



سعر الصرف وعلاقته بالاستثمارات الأجنبية في مصر

يوليو ٢٠١٨

لم يسبق نشر هذا البحث أو أي أجزاء منه، ويحظر إعادة نشره في أي جهة أخرى قبل أخذ موافقة المعهد.
"الآراء في هذا البحث تمثل رأى الباحثين فقط"

تقديم

تعتبر سلسلة قضايا التخطيط والتنمية أحد القنوات الرئيسية لنشر نتائج معهد التخطيط القومي من دراسات وبحوث جماعية محكمة في مختلف مجالات التخطيط والتنمية. يضم المعهد مجموعة من الباحثين والخبراء متنوعي ومتعددي التخصصات، مما يضيف إلى قيمة وفائدة مثل هذه الدراسات المختلفة التي يتم إجراؤها من حيث شمولية تناول والأخذ في الاعتبار الأبعاد الاقتصادية، الاجتماعية، البيئة، المؤسسية، والمعلوماتية وغيرها لأي من القضايا محل البحث.

تضمنت الإصدارات المختلفة لسلسلة قضايا التخطيط والتنمية منذ بدئها في عام ١٩٧٧ عدداً من الدراسات التي تناولت قضايا مختلفة تفيد الباحثين والدارسين، وكذا صانعي السياسات ومتخذي القرارات في مختلف مجالات التخطيط والتنمية منها على سبيل المثال لا الحصر: السياسات المالية، السياسات النقدية، الإنتاجية والأسعار، الاستهلاك والتجارة الداخلية، المالية العامة، التجارة الخارجية، قضايا التشغيل والبطالة وسوق العمل، التنمية الإقليمية، آفاق وفرص الاستثمار، السياسات الصناعية، السياسات الزراعية والتنمية الريفية، المشروعات الصغيرة والمتوسطة، مناهج ونماذج التخطيط، قضايا البيئة والموارد الطبيعية، التنمية المجتمعية، قضايا التعليم... الخ.

تتنوع مصادر وقنوات النشر لدى المعهد إلى جانب سلسلة قضايا التخطيط والتنمية، والمتمثلة في المجلة المصرية للتنمية والتخطيط، والتي تصدر بصفة دورية نصف سنوية، وكذلك كتاب المؤتمر الدولي والذي يضم الأبحاث التي تم قبولها أو مناقشتها في المؤتمر، وسلسلة المذكرات الخارجية، وكراسات السياسات، إضافة إلى ما يصدره المعهد من نشرات علمية تعكس ما يعقده المعهد من فعاليات علمية متنوعة.

وفق الله الجميع لما فيه خير البلاد، والله من وراء القصد...

رئيس المعهد

أ.د. علاء زهران

موجز

تتناول الدراسة سعر الصرف وعلاقته بالاستثمارات الأجنبية في مصر، وتركز علي قياس أثر تطورات سعر الصرف الرسمي للجنيه علي تدفقات رؤوس الأموال الي مصر خلال الفترة ١٩٩١-١٦/٢٠١٧، وتفحص الدراسة أثر سعر الصرف الاسمي علي الاشكال المختلفة من تدفقات رؤوس الأموال (المباشرة وغير المباشرة)، وتكشف النتائج التي تم التوصل اليها باستخدام تحليل الانحدار المتعدد أن هناك علاقة معنوية وسلبية هامة بين سعر الصرف الاسمي والاستثمارات الأجنبية المباشرة. وبين التحليل ان كلا من متغيري الانفتاح التجاري ومتوسط دخل الفرد من الناتج (GDP) من أهم المحددات المفسرة لتدفقات الاستثمارات المباشرة، أيضا تستنتج تحليلات الدراسة ان النمط السائد من الاستثمارات المباشرة في مصر هو ذلك الباحث عن الموارد الطبيعية (البترول) وان الانخفاض في سعر الصرف الاسمي لا يكون في صالح الاستثمارات الأجنبية الموجهة للسوق المحلي. كذلك تلقي الدراسة الضوء حول اهمية بناء قاعدة معلومات تفصيلية لتوزيع الاستثمارات الأجنبية وفقاً لتوجهها سواء نحو السوق المحلي أو التصدير.

وتوضح **نتائج القياس** للاستثمار غير المباشر، تأثيرات سعر الصرف الاسمي والمحددات الأخرى: الانفتاح التجاري، ربحية الاسهم، الاحتياطيات الدولية، الاستقرار الاقتصادي واليقين علي المؤشر العام للسوق EGX30 ومعاملات الاجانب في سوق الأوراق المالية حيث تبرز العلاقة العكسية بين التغير في سعر صرف الاسمي للجنيه والمؤشر العام للسوق. وتلقي الدراسة الضوء علي دلالات النتائج فيما يتعلق بإدارة السياسة النقدية للتخفيف من أثر التغيرات في سعر الصرف الاسمي على التكاليف والأسعار واستقرار النمو، وكذلك للتخفيف من الآثار العكسية التي تمارسها علي تدفقات رؤوس الأموال.

وقد اقترحت الدراسة توسيع نطاق الأدوات المالية والمشتقات لتشجيع المستثمرين علي التحوط ضد تذبذبات سعر الصرف، وذلك فضلاً عن اجراء العديد من الاصلاحات الاقتصادية في القطاع الحقيقي لتشجيع المدخرات والاستثمارات الخاصة، كذلك التوصية بتحقيق التكامل بين السياستين التجارية والنقدية لتجنب الآثار المعاكسة لصدمات التجارة علي تذبذبات سعر الصرف للجنيه.

الكلمات الدالة:

سعر صرف الإسمى للجنيه، الاستثمارات الأجنبية، السياسة النقدية، تحليل الانحدار المتعدد

Abstract

Exchange rate and its relationship with foreign investments in Egypt

The study empirically investigates the effect of Egypt's nominal exchange rate on capital flows (whether direct or indirect investments) in Egypt over the period 1991-2017. In addition, the study examines the impact the nominal exchange rate exerts on the different forms of capital flows.

The findings from the multiple regression analysis reveal that the nominal exchange rate has a statistically significant negative impact on foreign direct investments to Egypt. The analysis shows that the determinants of trade openness and per capital GDP are the most significant factors. Also, the study concludes that the most predominant pattern of direct investments in Egypt are those of natural resources seeking (in the oil sector). The study finds that the decline in the nominal exchange rate is not in favor of foreign investment that produces for the domestic market. The study highlights the importance of establishing a detailed data base that reveals the distribution of direct investments between export or domestic oriented projects.

As regards foreign indirect investments, the empirical analysis shows the impacts exerted of the nominal exchange rate, and other determinants i.e trade openness, stock earnings, international foreign exchange reserves, economic stability and certainty, on the Egyptian Exchange index EGX30 and foreign transactions in the exchange market. The results show there is a negative relationship between the developments of the nominal exchange rate (pound) and the Egyptian Exchange Index EGX30.

The implications for authorities resulting from the findings include, a monetary policy that mitigates the Egypt's exchange rate changes on costs, prices and growth in an effort to attenuate the adverse subduing effects it has on capital flows in Egypt. Further broadening of financial instruments and derivatives for investors to hedge against exchange rate volatility is impertive. In addition, deep economic reforms at the real sector are advised to encourage savings and private investment. A priority is given to the integration of both the trade and monetary policy to avoid the destabilizing effects of trade shocks on the exchange rate.

فريق الدراسة

أعضاء الهيئة العلمية:

أ.د. فادية عبد السلام (الباحث الرئيسى)

أ.د. محمود عبد الحى صلاح

د. حجازى الجزار

د. أحمد رشاد الشربينى

د. فاطمة خميس الحملاوى

أعضاء الهيئة العلمية المعاونة:

أ. ثريا محمد محمد حسين

فهرس المحتويات

م	البيان	رقم الصفحة
	المقدمة	٤-١
١	الفصل الأول: الملامح العامة للاستثمار الأجنبي المباشر وغير المباشر (١-١) مفاهيم الاستثمار الأجنبي المباشر وغير المباشر وأهميته وأشكاله ووضعه في النظرية الاقتصادية	٥
	(١-١-١) تعريف الاستثمار الأجنبي المباشر	٦
	(٢-١-١) أشكال الاستثمار الأجنبي المباشر	٦
	(١-٢-١-١) الاستثمار الباحث عن الثروات الطبيعية	٦
	(٢-٢-١-١) الاستثمار الباحث عن الأسواق	٧
	(٣-٢-١-١) الاستثمار الباحث عن الكفاءة في الاداء	٧
	(٤-٢-١-١) الاستثمار الباحث عن أصول استراتيجية	٧
	(٣-١-١) أهم النظريات الخاصة بالاستثمار الأجنبي المباشر	٨
	(١-٣-١-١) النظرية الكلاسيكية والنيوكلاسيكية	٨
	(٢-٣-١-١) النظرية الحديثة	٩
	(٤-١-١) الإطار النظري للاستثمار الأجنبي غير المباشر	١٣
	(١-٤-١-١) مفهوم الاستثمار الأجنبي غير المباشر	١٣
	(٢-٤-١-١) أنواع الاستثمار الأجنبي غير المباشر	١٤
	(٣-٤-١-١) مزايا وسلبيات الاستثمار الأجنبي غير المباشر	١٥
	(٤-٤-١-١) مخاطر الاستثمار الأجنبي غير المباشر	١٦
	(٥-٤-١-١) تأثير الاستثمار الأجنبي غير المباشر على النمو الاقتصادي	١٧
	(٢-١) الإطار المؤسسي والتشريعي المحدد لجذب الاستثمار في مصر	١٩
	(١-٢-١) مداخل تحسين بيئة الأعمال في مصر	٢٣
	(٢-٢-١) قانون الاستثمار الجديد رقم ٢٠١٧/٧٢	٢٣
	(٣-٢-١) الإجراءات الإصلاحية التي تم اتخاذها وتؤثر على مناخ الاستثمار	٢٤
	(٣-١) تطور تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر وغير المباشر	٢٧
	(١-٣-١) تطور تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر	٢٧
	(٢-٣-١) الاتجاهات القطاعية في توزيع تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر	٢٩
	(١-٢-٣-١) تتنوع القطاعات الاقتصادية التي يساهم فيها الاستثمار الأجنبي المباشر في مصر	٢٩
	(٢-٢-٣-١) وطبقاً للغرض من الاستثمار يبين توزيع الاستثمارات الأجنبية المباشرة وفقاً للقطاعات الكلية	٣٠
	(٣-٢-٣-١) أهم مؤشرات سوق الأوراق المالية	٣٢

م	البيان	رقم الصفحة
٣	الفصل الثاني: الإطار النظري والمفاهيمي للعلاقة بين سعر الصرف والاستثمارات الأجنبية (١-٢) ملاحظات تمهيدية حول مفهوم سعر الصرف (٢-٢) أنواع سعر الصرف (١-٢-٢) سعر الصرف الإسمي (٢-٢-٢) سعر الصرف الفعال (٣-٢-٢) سعر الصرف الحقيقي (٤-٢-٢) سعر الصرف الحقيقي الفعال (٣-٢) سعر الصرف الأجنبي وعلاقته بتدفقات الاستثمار الأجنبي الداخلة والخارجة (١-٣-٢) علاقة سعر الصرف بتدفقات الاستثمار الأجنبي الداخلة والخارجة (٢-٣-٢) خصائص سوق الصرف والأطراف الفاعلة فيه (٣-٣-٢) مجالات الاستثمار الأجنبي والإطار التنظيمي (٤-٣-٢) نوع الاستثمار (٥-٣-٢) نوع العائد على الاستثمار الأجنبي (٤-٢) تأثير سعر الصرف في مصر على تدفقات الاستثمار الأجنبي الداخلة والخارجة	٣٦ ٣٧ ٣٨ ٣٨ ٣٨ ٣٩ ٤٠ ٤٢ ٤٣ ٤٤ ٤٥ ٤٧ ٤٧ ٤٩
٣	الفصل الثالث: دراسة بعض التجارب الدولية في مجال تدفقات الاستثمارات الأجنبية وعلاقتها بسعر الصرف (١-٣) الأزمات الآسيوية وآثارها على سياسات سعر الصرف (٢-٣) ترتيبات سعر الصرف في الدول النامية وتطورها (٣-٣) العلاقة بين سعر الصرف والاستثمار الأجنبي المباشر (٤-٣) تقلبات سعر الصرف وأثرها على تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر (٥-٣) سعر الصرف وعلاقته بالاستثمار الأجنبي غير المباشر (٦-٣) ترتيبات سعر الصرف في دول نامية مختارة وأثرها على تدفقات الاستثمارات الأجنبية (١-٦-٣) تجربة الصين في مجال جذب الاستثمارات الأجنبية (٢-٦-٣) تجارب بعض دول أمريكا اللاتينية (البرازيل، المكسيك وشيلي)	٥٥ ٥٦ ٥٨ ٦٠ ٦٢ ٦٢ ٦٣ ٦٤ ٧١
٤	الفصل الرابع: أثر تغير سعر صرف الجنيه المصري على تدفقات الاستثمارات الأجنبية المباشرة إلى مصر خلال الفترة (١٩٩١-٢٠١٦) (١-٤) الدراسات التطبيقية السابقة في مجال الدراسة	٧٨ ٧٩

سعر الصرف وعلاقته بالاستثمارات الأجنبية في مصر

م	البيــــــــــــــــان	رقم الصفحة
	(٢-٤) التحليل الوصفي لسلوك سعر صرف الجنيه المصري والاستثمار الأجنبي المباشر الوارد إلى مصر خلال الفترة محل الدراسة	٨٢
	(١-٢-٤) الفترة (١٩٩١-٢٠٠٠)	٨٢
	(٢-٢-٤) الفترة (٢٠٠١-٢٠٠٣)	٨٤
	(٣-٢-٤) الفترة (٢٠٠٣-٢٠١٥)	٨٥
	(٣-٤) قياس العلاقة بين سعر صرف الجنيه المصري وتدفق الاستثمار الأجنبي المباشر إلى مصر خلال (١٩٩١-٢٠١٦)	٨٨
	(١-٣-٤) توصيف النموذج	٨٩
	(١-١-٣-٤) الهيكل العام للنموذج المقترح	٨٩
	(٢-١-٣-٤) قاعدة بيانات النموذج	٩٠
	(٣-١-٣-٤) الصيغة الدالية للنموذج	٩٢
	(٢-٣-٤) النتائج التطبيقية لعملية القياس:	
	(١-٢-٣-٤) نتائج اختبارات الكشف عن استقرار السلاسل الزمنية:	٩٢
	(٢-٢-٣-٤) نتائج التحقق من وجود التكامل المتناظر باستخدام اختبار الحدود	٩٢
	Bounds Test:	٩٤
	(٣-٢-٣-٤) نتائج تقدير معلمات النموذج في الأجل الطويل	٩٤
	(٤-٢-٣-٤) نتائج تقدير نموذج تصحيح الخطأ (التوازن في الأجل القصير)	٩٧
	(٥-٢-٣-٤) الإختبارات التشخيصية للحكم على جودة النموذج واستقراره:	٩٧
	(١-٥-٢-٣-٤) اختبار Bruesh-GoldFrey (LM- Stat) للكشف عن وجود مشكلة ارتباط ذاتي بين البواقي Serial Correlation	٩٧
	(٢-٥-٢-٣-٤) اختبار Bruesh- Pagan GoldFrey Test للكشف عن وجود مشكلة عدم ثبات التباين Heteroskedasticity	٩٨
	(٣-٥-٢-٣-٤) اختبار استقرارية النموذج Stability Test	٩٨
٥	الفصل الخامس: أثر تغير سعر صرف الجنيه المصري على جذب الاستثمارات الأجنبية غير المباشر	١٠٠
	(١-٥) مراجعة للأدبيات الاقتصادية الخاصة بالعلاقة بين سعر الصرف وسوق الأوراق المالية	١٠٤
	(٢-٥) التعرف علي أهم الدراسات في مجال علاقة سعر الصرف وأداء الأسواق المالية	١٠٧
	(٣-٥) التطور في سوق الأوراق المالية واسعار الصرف الجنيه المصري	١١٣

سلسلة قضايا التخطيط والتنمية رقم (٢٩١) - معهد التخطيط القومى

م	البيان	رقم الصفحة
	(٥-٤) قياس العلاقة بين سعر صرف الجنيه المصرى وأداء سوق الأوراق المالية	١١٧
	(٥-٤-١) منهجية القياس	١١٧
	(٥-٤-٢) النموذج المستخدم	١١٨
	(٥-٤-٣) نتائج القياس	١٢١
	(٥-٤-٣-١) تأثير تغيرات سعر صرف الجنيه المصري على مؤشرات أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية المصرية	١٢١
	(٥-٤-٣-٢) تأثير تغيرات سعر صرف الجنيه المصري وبقية المتغيرات الاقتصادية الأخرى علي سوق الأوراق المالية في مصر	١٢٥
	(٥-٥) ملاحظات حول أهم نتائج القياس	١٣٣
٦	ملاحظات ختامية	١٣٥
٧	ملخص الدراسة	١٣٨
٨	قائمة المراجع	١٤٩
٩	قائمة الملاحق	١٦٠

قائمة الجداول

رقم الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
٣١	الأهمية النسبية للقطاعات الاقتصادية المختلفة في توزيع الاستثمارات الأجنبية المباشرة	(١-١)
٣١	الأهمية النسبية للقطاعات الكلية في توزيع الاستثمار الأجنبي المباشر	(٢-١)
٣٣	تطور مؤشرات سوق الأوراق المالية منذ الأزمة المالية العالمية من ٢٠١٦/١٥	(٣-١)
٦٠	ترتيبات سعر الصرف (٢٠٠٨ - ٢٠١٦) % من الدول الأعضاء في صندوق النقد الدولي	(١-٣)
٦٩	تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الصين وأسعار الصرف في الفترة (٢٠١٥-١٩٩٥)	(٢-٣)
٧٢	تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر إلى البرازيل وأسعار الصرف في الفترة (٢٠١٥-١٩٩٥)	(٣-٣)
٨٧	تطور سعر صرف الجنيه المصري وتدفق الاستثمار الأجنبي المباشر خلال (٢٠١٦-١٩٩١)	(١-٤)
٩١	المتغيرات الاقتصادية الكلية المستخدمة في عملية القياس ومصادر بياناتها	(٢-٤)
٩٣	نتائج اختبار جذر الوحدة Unit Root test باستخدام اختبار ديكي فولر الموسع (ADF)	(٣-٤)
٩٤	نتائج اختبار منهج الحدود Bounds test للكشف عن وجود التكامل المشترك	(٤-٤)
٩٦	نتائج تقدير معلمات النموذج في الأجل الطويل في مصر خلال الفترة ٢٠١٦/٩١	(٥-٤)
٩٧	نتائج تقدير نموذج تصحيح الخطأ التوازن في الأجل القصير وفقا لنموذج ARDL	(٦-٤)
٩٨	نتائج اختبار Bruesh-Gold Frey (LM-Stat)	(٧-٤)
٩٨	نتائج اختبار Bruesh-Pagan Gold Frey Test	(٨-٤)
١٢٣	مقارنة بين معامل التحديد ومعامل الارتباط للعلاقة بين معدلات الصرف والمؤشر الرئيسي لسوق الأوراق المالية في عدد من الدول المتقدمة والنامية	(١-٥)
١٢٦	معاملات المتغيرات المفسرة في النموذج خلال الفترة من عام ٢٠٠٣/٢٠٠٤ - ٢٠١٧/٢٠١٦	(٢-٥)
١٣١	معاملات المتغيرات المفسرة في النموذج خلال الفترة من عام ٢٠٠٣/٢٠٠٤ - ٢٠١٧/٢٠١٦	(٣-٥)

قائمة الأشكال

رقم الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
٢٠	ترتيب مصر في مؤشر التنافسية العالمي في الأعوام الثلاث الأخيرة وفي عام ٢٠١٧.	(١-١)
٢١	تحسن ترتيب مصر في مجموعة مؤشرات (المتطلبات الأساسية) و(محفزات الكفاءة) و(عوامل تطور الإبداع والابتكار) بشكل كبير في عام ٢٠١٧.	(٢-١)
٢٨	صافى تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر	(٣-١)
٢٨	معدل نمو صافى تدفقات الاستثمار المباشر (%)	(٤-١)
٤٢	التغيرات القياسية فى الاحتياطيات الدولية وسعر صرف الجنيه المصري خلال (٢٠١٦-٢٠٠٠) باعتبار ١٠٠=٢٠٠٠	(١-٢)
٧٠	معدلات تغير تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الصين وسعر الصرف في الفترة ١٩٩٥-٢٠١٥	(١-٣)
٧٣	معدلات تغير تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر إلى البرازيل وسعر الصرف في الفترة ١٩٩٥-٢٠١٥	(٢-٣)
٨٨	التغيرات القياسية فى سعر صرف الجنيه المصري وتدفق الاستثمار الأجنبي المباشر خلال (١٩٩١-٢٠١٦) باعتبار ١٠٠=١٩٩١	(١-٤)
٩٩	نتائج اختبار المجموع الكلى التراكمى CUSUM	(٢-٤)
٩٩	نتائج اختبار المجموع الكلى للمربعات CUSUMSQ	(٣-٤)
١٢٢	تغير سعر صرف الجنيه المصري وقيمة مؤشر EGX30 خلال الفترة ٢٠١٧-٢٠٠٤	(١-٥)

سعر الصرف وعلاقته بالاستثمارات الأجنبية في مصر

قائمة الملاحق

م	البيان	رقم الصفحة
ملاحق الفصل الأول		
١	تطوير توزيعات تدفقات الاستثمار المباشر قطاعيا ووفقا للقنوات الرئيسية لهذه التدفقات (٢٠٠٧/٦ - ٢٠١٧/١٦)	١٦١
٢	ترتيب مصر في مؤشر التنافسية العالمي خلال الفترة ٢٠٠٩-٢٠١٧	١٦٢
٣	نقاط الضعف في المؤشرات الخاصة بمصر في ٢٠١٧/٢٠١٨	١٦٣- ١٦٤
٤	التغيرات في سياسات الاستثمار الوطنية (بدلالة عدد الإجراءات)	١٦٤
ملاحق الفصل الثاني		
١	تطور الاحتياطات الدولية وسعر صرف الجنيه المصري خلال الفترة (٢٠٠٠-٢٠١٦)	١٦٥
ملاحق الفصل الرابع		
١	المتغيرات الاقتصادية الكلية المستخدمة في عملية القياس	١٦٦
٢	نتائج اختبار جذر الوحدة لمتغير الاستثمار الأجنبي المباشر FDI	١٦٧
٣	نتائج اختبار جذر الوحدة لمتغير متوسط نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي (GDPpc)	١٦٧
٤	نتائج اختبار جذر الوحدة لمتغير سعر الصرف الأسمي للجنيه المصري مقابل الدولار الأمريكي	١٦٧
٥	نتائج اختبار جذر الوحدة لمتغير معدل التضخم السنوي	١٦٨
٦	نتائج اختبار جذر الوحدة لمتغير سعر الفائدة على الإقراض	١٦٨
٧	نتائج اختبار جذر الوحدة لمتغير درجة الانفتاح التجاري	١٦٨
٨	نتائج اختبار جذر الوحدة لمتغير نسبة الانفاق العام الاستثماري إلى الناتج المحلي الإجمالي	١٦٩
٩	نتائج اختبار جذر الوحدة للمتغير الصوري	١٦٩
١٠	نتائج الكشف عن وجود التكامل المشترك باستخدام اختبار منهج الحدود	١٦٩
١١	نتائج تقدير العلاقة بين متغيرات النموذج في الأجل الطويل في مصر خلال الفترة (١٩٩١-٢٠١٦)	١٧٠
١٢	نتائج تقدير العلاقة قصيرة الأجل بين بين متغيرات النموذج	١٧٠
١٣	نتائج اختبار Bruesh-GoldFrey (LM- Stat)	١٧١
١٤	نتائج اختبار Bruesh- Pagan GoldFrey Test	١٧١
١٥	نتائج تقدير العلاقة بين متغيرات النموذج في الأجل الطويل في مصر خلال الفترة (١٩٩١-٢٠١٦) وذلك بإدخال متغير سعر الصرف الحقيقي واستبعاد متغير معدل التضخم السنوي	١٧١
١٦	نتائج تقدير العلاقة قصيرة الأجل بين بين متغيرات النموذج وذلك بإدخال متغير سعر الصرف الحقيقي واستبعاد متغير معدل التضخم السنوي	١٧٢
ملاحق الفصل الخامس		
١	نتائج نموذج الانحدار البسيط	١٧٣
٢	نتائج نموذج الانحدار المتعدد	١٧٤

تقديم

فى ظل اتجاه بعض الدول النامية إلى تقليص الاعتماد على المديونية الخارجية وتقليل حجم المساعدات الخارجية إليها يعتبر الاستثمار الأجنبى أفضل من اللجوء إلى الاقتراض من العالم الخارجى لتوفير العملات الأجنبية ودعم سعر صرف العملات الوطنية، ولا تحظ مصر بمكانة أو قدرة متميزة فى جذب الاستثمار الأجنبى سواء استثمارات مباشرة أو غير مباشرة ويعود ذلك إلى العديد من الأسباب قد يكون منها تطورات سعر صرف العملة الوطنية أو مناخ الاستثمار والأعمال أو غيرها من الأسباب. ويسود الاعتقاد بأن تدفقات الاستثمار الأجنبى الواردة إلى مصر لا تتحرك فقط بدافع البحث عن الموارد الطبيعية أو البشرية ولكن بالثقة فى الاقتصاد واستقراره على مستوى متغيراته الكلية (الأساسيات الاقتصادية)*.

والاعتبار الأساسى للدراسة ينطلق من أن التغير فى سعر صرف الجنيه المصرى قد يزيد من تكاليف الصفقات ومخاطر التغطية من تقلبات العملة أمام المستثمر الأجنبى، ويقلل من المكاسب المحتملة المترتبة على التنويع الدولى لمصادر التمويل، والتي قد تمارس أثراً إنكماشياً على تدفق الموارد إلى الداخل. هذا فضلاً عن حقيقة أن تقلبات فى سعر صرف العملة المحلية قد تؤثر على اكتشاف والتنبؤ بأسعار الأصول بما يعوق قدرة المستثمر على اتخاذ القرارات حول هيكل الحوافز portfolio وتقييم العوائد ومعدلات الأرباح إذا كانت استثمارات فى مشروعات بعينها.

وبالأخذ فى الاعتبار ذلك فإنه من الأهمية الربط بين تطور سعر صرف العملة الوطنية (الجنيه) وتدفقات رؤوس الأموال إلى داخل مصر وفحص طبيعة العلاقة من حيث درجتها ومستواها والاستفادة من التجارب الدولية فى هذا الشأن. هذه الرغبة فى التعرف على علاقة سعر صرف الجنيه المصرى بتدفقات رؤوس الأموال الواردة سواء استثمارات مباشرة أو حوافز مالية تتيح رؤية لمتخذى القرار حول ما إذا كان المستثمرون الدوليون يأخذون فى اعتبارهم التغيرات فى سعر الصرف عند توجيه أموالهم نحو أسواق رأس المال فى مصر أم لا ؟. وتبرز مشكلة الدراسة فى معرفة الكيفية التى يؤثر بها سعر العملة المحلية صعوداً وهبوطاً فى تحديد التطورات فى قيمة تدفقات رؤوس الأموال الواردة إلى مصر.

فى ضوء السياق السابق فإن اتجاه هذه العلاقة وتحديد المتغيرات الأخرى المؤثرة فيها يمكن أن يساعد صناع القرار نحو اختيار أدوات الاستجابة المناسبة لتحقيق استدامة هذه التدفقات والحفاظ عليها باعتبار أهميتها بالنسبة للاقتصاد المصرى وبما يساعد على تحقيق حسن صياغة وتوصيف للسياسات والجراءات.

* يقصد بالأساسيات الاقتصادية: معدل الاستثمار، معدل الإنتاجية، درجة الانفتاح التجارى، معدلات التبادل الدولى، صافى الأصول الأجنبية...الخ.

أهداف الدراسة

للتعرف نظرياً وتطبيقياً على طبيعة علاقة سعر صرف الجنيه المصرى بالاستثمارات الأجنبية الواردة إلى الاقتصاد المصرى سواء الاستثمارات المباشرة أو استثمارات المحافظ المالية، وبشكل محدد تسعى الدراسة للإجابة على التساؤلات التالية:

- ما هو اتجاه ومستوى استجابة تدفقات رؤوس الأموال سواء استثمارات مباشرة أم غير مباشر لتغير سعر الصرف فى مصر؟ وهل تأثير تغيرات سعر الصرف على هذه التدفقات سيعتمد على شكل تدفقات رؤوس الأموال؟ وهل تصورات المستثمر الدولى بخصوص مخاطر الاستثمار ستتأثر بتغيرات سعر الصرف فى مصر؟

أهداف أكثر تفصيلاً :

- التعرف على مفاهيم سعر الصرف والاستثمار الأجنبى والمراجعة المختصرة لأهم نظريات الاستثمار الأجنبى وأشكاله.
- التعرف على تطور تدفقات الاستثمارات الأجنبية المباشرة وغير المباشرة إلى مصر وأهم القطاعات الجاذبة للاستثمار الأجنبى ومستوى جودة المناخ الاستثمارى قبل وبعد قرار التعويم.
- تحليل انعكاسات التغيرات فى سياسة سعر الصرف للعملة الوطنية (الجنيه) على تدفق الاستثمارات الأجنبية المباشرة وغير المباشرة.
- دراسة بعض التجارب الدولية فى تحرير أسعار الصرف الوطنية وجدواها فى جذب الاستثمارات المباشرة وغير المباشرة.

خطوط الدراسة

تنقسم الدراسة إلى خمسة فصول بخلاف النتائج والاستخلاصات والملاحظات الختامية:

- الفصل الأول: ويتناول مفاهيم الاستثمار الأجنبى ويقدم مراجعة مختصرة للأدبيات النظرية حول العلاقة بين سعر الصرف وتدفقات رؤوس الأموال، وكذلك يستعرض بعض جوانب مناخ الاستثمار فى مصر، ثم يستعرض تطور هذه التدفقات إجمالياً وقطاعياً وفقاً لنوعها سواء استثمارات مباشرة أم غير مباشرة، وتقوم بإعداده أ.د. فادية محمد أحمد عبد السلام.

- الفصل الثانى: ويستعرض المفاهيم المختلفة لسعر الصرف وحدود استخدامها ودلالاتها بالنسبة لتدفقات الاستثمار الأجنبى المباشر وغير المباشر، ويتناول طبيعة العلاقة بين سعر الصرف وتدفقات الاستثمار الأجنبى من حيث خصائص سوق الصرف والأطراف الفاعلة، وينتهى بتقديم ملاحظات تحليلية لأهم معالم سوق ونظام الصرف الأجنبى فى مصر منذ ٢٠٠٣ وحتى أواخر

عام ٢٠١٦ (ما أطلق عليه التعويم للجنيه المصري)، ويقوم بإعداد هذا الفصل أ.د. محمود عبدالحى صلاح.

- **الفصل الثالث:** ويهتم بدراسة بعض التجارب الدولية في مجال تدفقات الاستثمارات الأجنبية وعلاقتها بسعر الصرف، ويركز على تجارب كل من الصين والبرازيل والمكسيك باعتبارها دول مرت بأزمات اقتصادية أعقبها تحول اقتصادي فضلاً عن انتمائها لنفس شريحة الدخل ومستوى التنمية الاقتصادية مثل مصر وفقاً لتقرير التنافسية العالمية (٢٠١٧/٢٠١٨)، حيث يتطرق للأزمات الآسيوية وآثارها على سياسات سعر الصرف وترتيباتها وكذلك اتجاه التدفقات وأنماطها في الدول عينة الدراسة، وتقوم بإعداد هذا الفصل د. فاطمة خميس الحملاوى.

- **الفصل الرابع:** ويستهدف قياس وزن تأثير المتغيرات الرئيسية سيما سعر صرف الجنيه المصري المؤثرة على تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر، وكذلك يستعرض العديد من الدراسات التطبيقية بهدف اختبار المنهجية وطرق التقدير، ويهتم كذلك بالتحليل الوصفي لسلوك سعر صرف الجنيه خلال ثلاث فترات زمنية وعلاقته بالاستثمارات المباشرة الواردة إلى مصر خلال نفس الفترة ثم يستخدم نموذج الإنحدار الذاتى للفجوات الزمنية الموزعة ARDL الذى يعتمد على تحليل السلاسل الزمنية فى إطار منهج الحدود ثم ينتهى إلى مجموعة من نتائج القياس حيث يقوم بتحليلها وتفسيرها، ويقوم بإعداد هذا الفصل د. أحمد رشاد الشربيني.

- **الفصل الخامس:** يهتم الفصل بصفة أساسية بفحص العلاقة بين تطور سعر صرف الجنيه المصري وبين تطور مؤشرات سوق الأسهم والسندات فى الاقتصاد الوطنى: بالتركيز على المؤشر العام لسوق الأوراق المالية وتعاملات الأجانب، ولتحقيق ذلك استعرض أهم الدراسات فى مجال علاقة سعر الصرف بأداء سوق الأوراق المالية ثم استخدم نموذج إنحدار متعدد لبيان العلاقة بين سعر الصرف وأداء سوق الأوراق المالية ثم كرس باقى الفصل للتحليل والتمثيل والتفسير للنتائج القياسية، وقد قام بإعداد هذا الفصل د. حجازى الجزار، ويساعد فى إعداد البيانات والمعلومات والتمثيل البياني فى الدراسة أ. ثريا حسين.

وهكذا يتضح لنا من السياق السابق للأهداف الرئيسية للدراسة وفصولها أن المنهجية المتبعة هى مزيج من المنهج الوصفي التحليلي ومنهج التحليل الكمي المستند إلى دراسات تطبيقية، مع ملاحظة أن سعر الصرف الأسمى وليس الحقيقي هو المستخدم والمعتمد فى الفصلين الرابع والخامس سواء تعلق بالاستثمار المباشر أو بالاستثمار غير المباشر، وهو المفهوم الأكثر اتساقاً مع المتطلبات الواقعية لإدارة وتنمية العلاقات الاقتصادية وتدفقات الاستثمار المباشر وغير المباشر، أما المفاهيم الأخرى لسعر الصرف والتي ورد الحديث عنها فى سياق الفصل الثانى فلها أهميتها فى تقييم المراكز التنافسية النسبية،

وفى الوصول إلى سياسات لإدارة سعر الصرف الأسمى على النحو المناسب ويبدو هذا المفهوم أكثر اتساقاً مع نتائج احدى الدراسات التطبيقية^١ لقياس التذبذب فى اسعار الصرف باستخدام نموذج ARCH بالنسبة لمجموعة الدول الصناعية مقابل مجموعة الدول النامية، حيث لم تتوصل الدراسة المشار إليها إلى فروق ملموسة بين النتائج فى الحالتين (بالاعتماد فى القياس للتذبذب على سعر الصرف الاسمى والحقيقى) فضلاً عن تأكيدها على وجود علاقة ارتباط بين المتغيرين سعر الصرف الحقيقى والأسمى تصل إلى ٠,٩٢.

ويأمل فريق الدراسة أن تكون هذه الدراسة قد أسهمت على نحو فعال بما توصلت إليه من نتائج وما طرحته من مقترحات فى مساعدة صانعى القرار نحو اتخاذ السياسات والإجراءات المناسبة بما يجذب تدفقات الاستثمار الأجنبى إلى الاقتصاد المصرى ويتفادى ظاهرة هروب أو انسحاب رؤوس الأموال.

الباحث الرئيسى

أ.د. فادية عبد السلام

^١ Mckenzie, M.D. and Brooks, R.D (1997). The impact of exchange rate volatility on Jerman-US trade flows, Journal of International Financial Markets, Institutions and Money, 7 (1), 73-87.

سعر الصرف وعلاقته بالاستثمارات الاجنبية فى مصر