

تأثير السياسة المالية على الاستثمار الخاص في مصر خلال الفترة (١٩٩٠ – ٢٠٢٢)

The impact of fiscal policy on private investment in Egypt during the period (1999-2022)

عثمان سمير عثمان عزوز

مدرس الاقتصاد – المعهد العالي لتكنولوجيا الادارة والمعلومات بالمانيا

المستخلص

هدفت الدراسة إلى تحليل وقياس تأثير السياسات المالية على الاستثمار الخاص في مصر خلال الفترة من ١٩٩٠-٢٠٢٢ ، وتساءلت الدراسة عما اذا كانت هناك علاقة تكاملية طويلة الأجل بين السياسة المالية والاستثمار الخاص في مصر؟ ، فقد اعتمدت الدراسة في تحليلها للعلاقة بين مؤشرات السياسة المالية والاستثمار الخاص في مصر من خلال التحليل الوصفي للبيانات، و استخدمت الدراسة أيضا الأسلوب القياسي – الكمي باستخدام منهجية الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة " نموذج ARDL " ليوضح العلاقة المتكاملة بين مؤشرات السياسة المالية (عجز الموازنة العامة للدولة ، الانفاق الحكومي، الاستثمارات الحكومية ، الإيرادات الضريبية) كمتغيرات مستقلة ومتغير الاستثمار الخاص في مصر كمتغير تابع وذلك خلال فترة الدراسة (١٩٩٠ – ٢٠٢٢)، وتوصلت النتائج المحصل عليها في نموذج الدراسة (اختبار الحدود – نموذج الفترة الطويلة) بوجود تكامل مشترك طويلة الاجل بين متغيرات الدراسة الاستثمار الخاص كمتغير تابع وعجز الموازنة والانفاق الحكومي والإيرادات الضريبية والاستثمار الحكومي كمتغيرات مفسرة، وتوصلت الدراسة في الفترة الطويلة إلى تطابق كبير لنتائج تقدير العلاقة قصيرة الاجل لنموذج وان هناك علاقة سالبة بين كلا من عجز الموازنة والانفاق الحكومي والاستثمار الحكومي من ناحية والاستثمار الخاص من ناحية أخرى في مصر وهو ما يؤكد وجود فرضية مزاحمة الاستثمار الحكومي على الاستثمار الخاص في مصر ، بينما كان هناك علاقة إيجابية للإيرادات الضريبية على الاستثمار الخاص في مصر، وأوصت الدراسة بمراجعة أوجه الإنفاق الحكومي وخاصة الانفاق الجاري، إعادة النظر بشكل كبير في النظام الضريبي خاصة وان النظام الضريبي في مصر لا يشجع المشروعات عن الإنتاج وزيادة الإنتاجية، فرض ضريبة على الثروة.

الكلمات المفتاحية: السياسة المالية، الاستثمار الخاص، الاستثمارات الحكومية، عجز الموازنة العامة للدولة،

الانفاق الحكومي

Abstract

The study aimed to analyze and measure the impact of fiscal policies on private investment in Egypt during the period 1990-2022. The study asked whether there is a long-term complementary relationship between fiscal policy and private investment in Egypt. The study relied on its analysis of the relationship between fiscal policy indicators and private investment in Egypt through descriptive data analysis. The study also used the standard-quantitative method using the autoregressive distributed lag methodology (ARDL model) to clarify the integrated relationship between fiscal policy indicators (state general budget deficit, government spending, government investments, tax revenues) as independent variables and the private investment variable in Egypt as a dependent variable during the study period (1990-2022). The results obtained in the study model (bounds test - long-term model) showed the existence of long-term joint integration between the study variables: private investment as a dependent variable and the budget deficit, government spending, tax revenues, and government investment as explanatory variables. In the long term, the study reached a great match with the results of estimating the short-term relationship of the model, and that there is a negative relationship between the budget deficit, government spending, and government investment on the one hand, and private investment on the other hand in Egypt, which confirms the existence of the hypothesis of crowding out government investment on private investment in Egypt, while there was a positive relationship between tax revenues on private investment in Egypt. The study recommended reviewing Government spending, especially current spending, requires a significant revision of the tax system, especially since Egypt's tax system discourages businesses from producing and increasing productivity, and imposes a wealth tax.

Keywords: Fiscal policy, private investment, government investments, state budget deficit, government spending

١-مقدمة

الهدف الأساسي لأي حكومة هو تحقيق أهداف الاقتصاد الكلي مثل النمو الاقتصادي المستدام، ومستوى منخفض ومقبول للبطالة، والاستقرار الداخلي، والاستقرار الخارجي، تحاول الحكومات تحقيق هذه الأهداف باستخدام السياسة المالية والسياسة النقدية والسياسات التجارية، وتدرس السياسة المالية الإنفاق الحكومي والإيرادات لمراقبة الاقتصاد

والتأثير عليه من خلال خفض معدلات البطالة، وتحقيق الاستقرار في الدورات الاقتصادية، والسيطرة على التضخم وأسعار الفائدة (K.M.I.P. Kalugalla, 2020, pp. 73–86).

ويعتبر المصدر الرئيسي لتمويل التنمية في هو من الإيرادات الحكومية من خلال الضرائب وغير الضرائب ويبلغ متوسط الإيرادات الضريبية (كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي) في مصر خلال الفترة من ١٩٩٠ حتى ٢٠٢٢ حوالي 67% من الإيرادات الحكومية^١. ومع ذلك، نظرًا لأن مصدر الدخل من الضرائب غير كافٍ مما يؤدي إلى عجز في الموازنة. يتم تمويل عجز الموازنة من الديون الأجنبية والمحلية. يمكن رؤية السياسة المالية التوسعية من الإنفاق الحكومي الذي يستمر في الزيادة، وهذا يعكس جهود الحكومة للحفاظ على استدامة التنمية في مصر. و بشكل عام، تكون خطط الإنفاق دائمًا أعلى من الإيرادات الحكومية وخاصة الإيرادات الضريبية ، لأن تنمية الإيرادات أبطأ، مما يتسبب في عجز ، لتغطية هذا العجز ، يتعين على الحكومة محاولة الحصول عليه من خلال إيجاد قروض، سواء قروض محلية أو أجنبية و أدى هذا الوضع إلى نمو سريع في الدين الحكومي كمصدر لتمويل عجز الموازنة (Saimul, 2020, pp. 5248 – 5258) ، وهو ما يؤثر على أسعار الفائدة ومن ثم سلوك الاستثمار الخاص في مصر ، وأوضح Mankiw (1999) أن سلوك الاستثمار الخاص من الناحية النظرية يتناسب عكسياً مع سعر الفائدة، إذا كان سعر الفائدة مرتفعاً، فإن الشركة تفضل الاحتفاظ بأموالها في البنك بدلاً من استثمارها. و تعكس أسعار الفائدة المرتفعة على القروض المصرفية أيضاً ارتفاع سعر رأس المال، وبالتالي تقليل حماس الاستثمار بين رواد الأعمال، و سيحدث الوضع المعاكس إذا كان سعر الفائدة منخفضاً. و يعد الاستثمار الخاص قناة مهمة لفعالية السياسة المالية من حيث زيادة النمو الاقتصادي، ويمكن ان تؤثر السياسة المالية التوسعية تأثيرا ايجابيا على الاستثمار الخاص (جذب) مما يؤدي إلى ارتفاع النمو الاقتصادي. ومع ذلك، فإنه يمكن أيضا أن يزاحم (Crowding Out) ؛ أي تقليل الاستثمار الخاص من خلال التسبب في زيادة أسعار الفائدة، وبالتالي فإن تأثير السياسة المالية على الاستثمار الخاص يصبح حاسما نظرا لأهميته في النمو الاقتصادي المستدام (TEPEL, 2005, pp. 185–192).

وعلى الرغم من اتفاق الاقتصاديين حول أهمية الاستثمار كأحد محددات النمو، إلا أن العلاقة بين الاستثمار العام والخاص كانت ومازالت موضوعا للجدل في كثير من دول العالم المتقدم والنامي على حد سواء، ولا يختلف الوضع في مصر فالآراء تتضارب (وجيه، ٢٠١٩، الصفحات ٦٧–٩٨)، فثمة من يرى أن العلاقة بين الاستثمار

^١ بواسطة الباحث بالاعتماد على بيانات البنك المركزي المصري ، بيان السلاسل الزمنية ، الموازنة العامة للدولة/ الإيرادات الحكومية ، سنوات متفرقة .

العام والخاص علاقة تنافسية بينما يرى فريق آخر أن العلاقة تكاملية أو طردية ، ويعاني الاقتصاد المصري من انخفاض معدلات الاستثمار بشكل عام، بالإضافة إلى تزايد عجز الموازنة العامة، وما يترتب على ذلك من آثار على شكل ونوع الإجراءات التي يجب اتباعها فيما يتعلق بالإففاق الحكومي. ويفرض برنامج الإصلاح الاقتصادي الذي تنفذه مصر عام ٢٠١٦ ضغوطا على بعض بنود الإففاق بهدف كبح عجز الموازنة، وهو ما قد ينعكس على الإففاق الاستثماري الذي قد يطوله التخفيض، وما يترتب على ذلك من آثار طويلة الأمد للاستثمار الخاص من جهة. ومن ناحية أخرى، فإن متطلبات تحقيق مستوى عال من النمو الاقتصادي ورفع مستوى معيشة الأفراد تتطلب زيادة قيمة الاستثمار العام، مما يثير المخاوف من تمويله عن طريق الاقتراض على سبيل المثال، مما يسبب مزاحمة مالية القطاع الخاص في شكل أسعار فائدة مرتفعة (المغرب، ٢٠٠٤، صفحة ١).

وعليه فقد تناولت هذه الورقة البحثية مشكلة الدراسة التي تمثلت في انخفاض معدلات الاستثمار الخاص في مصر وارتفاع العجز بالموازنة العامة للدولة وتساءلت الدراسة عن ما إذا كان هناك علاقة تكاملية طويلة الأجل بين السياسة المالية والاستثمار الخاص في مصر؟، وافترضت الدراسة ان هناك علاقة تكاملية بين السياسة المالية والاستثمار الخاص في مصر، وتناولت الورقة أيضا أهمية وهدف الدراسة، وقد استخدمت الدراسة المنهج الاستقرائي والنموذج القياسي لتحديد نوع العلاقة ، وانتهت الدراسة بالنتائج والتوصيات بغية اقتراح أنسب السياسات التي من شأنها ترشيد ورفع كفاءة الإففاق الاستثماري العام، والتي تضمن في ذات الوقت تحفيز معدلات الاستثمار الخاص ومن ثم النمو الاقتصادي.

١-١ مشكلة الدراسة

يعاني الاقتصاد المصري من عجز مزمن بالموازنة العامة للدولة، وارتفع هذا العجز بمعدلات قياسية خلال فترات بداية الدراسة خلال العام المالي ١٩٩١-١٩٩٢ بعجز بلغ حوالي ١٥ % وارتفع أيضا هذا العجز بمعدلات كبيرة خلال العام المالي ٢٠١٢/٢٠١٣ بعجز بلغ حوالي ١٣% من الناتج المحلي الإجمالي، و ١٢.٢ % من الناتج المحلي خلال العام المالي ٢٠١٣/٢٠١٤ ، و ١٢.٥% من الناتج المحلي خلال العام المالي ٢٠١٥/٢٠١٦ ، وفي هذا الإطار بدأت الحكومة في نوفمبر ٢٠١٦ بتنفيذ برنامج شامل للإصلاح الاقتصادي والاجتماعي عملت من خلاله على تحقيق الإصلاح الاقتصادي كمرحلة أولى يتبعه برنامج للإصلاحات الهيكلية كمرحلة ثانية وقد أطلقت مصر المرحلة الثانية من برنامج الإصلاح الاقتصادي التي تختص بالإصلاحات الهيكلية في إبريل ٢٠٢١، وتمتد على مدى ثلاث سنوات بعد أن أكملت المرحلة الأولى التي استهدفت معالجة اختلالات السياسات النقدية والمالية.

ومن أهداف برنامج الإصلاح الاقتصادي، كبح عجز الموازنة من خلال الضغط على بعض بنود الإنفاق والتي من ضمنها الانفاق الاستثماري العام أو الحكومي، وما يترتب على ذلك من آثار طويلة الأمد للاستثمار الخاص من جهة، وتسعي هذه الدراسة إلى دراسة تأثير السياسات المالية على الاستثمار الخاص بالتطبيق على الاقتصاد المصري في الفترة من ١٩٩٠ إلى ٢٠٢٢، للإجابة على تساؤل رئيسي وهو " هل هناك علاقة تكاملية طويلة الأجل بين السياسة المالية والاستثمار الخاص في مصر؟ وينبثق من هذا التساؤل عدة تساؤلات فرعية يسعى ذلك البحث في ثناياه إلى الإجابة عليها، وهي:

- هل يؤدي ارتفاع عجز الموازنة العامة للدولة إلى ارتفاع الاستثمار الخاص في مصر؟
 - هل يؤدي ارتفاع كلا من الانفاق الحكومي والاستثمارات الحكومية إلى ارتفاع الاستثمار الخاص في مصر؟ وهل هناك مزاحمة أم تكامل بين الاستثمار الحكومي والاستثمار الخاص؟
 - هل يؤدي انخفاض الإيرادات الضريبية إلى ارتفاع الاستثمار الخاص في مصر؟
- وفي إطار تلك التساؤلات تحاول الدراسة الوصول إلى توصيات تساعد من خلالها في الإجابة على هذا السؤال، وهو ما هي السياسات المالية المقترحة التي يمكن أن تتبعها الحكومة في المستقبل لترشيد ورفع كفاءة الاستثمار العام أو الحكومي، وتعظيم دوره في حفز معدلات الاستثمار الخاص ورفع معدلات النمو.

١-٢ فرضيات الدراسة

تقوم هذه الدراسة على فرضية أساسية وهي " يوجد تأثير وعلاقة تكامل بين السياسات المالية والاستثمار الخاص في مصر، وهذه العلاقة متكاملة سواء في الأجل القصير أو في الأجل الطويل " وتنقسم إلى ثلاثة فروضيات فرعية:

الأولى: هي "هناك علاقة تأثير (إيجابية) وتكامل بين عجز الموازنة العامة للدولة والاستثمار الخاص في مصر".

الثانية: هي "هناك علاقة تأثير (إيجابية) وتكامل بين الانفاق الحكومي والاستثمار الحكومي من جهة والاستثمار الخاص في مصر من جهة "

الثالثة: هي " هناك علاقة تأثير (سلبية) وتكامل بين الإيرادات الضريبية والاستثمار الخاص في مصر".

١-٣ أهمية وهدف الدراسة

لموضوع الدراسة أهمية بالغة خاصة في ظل التدني المستمر للاستثمار الخاص في مصر، حيث بلغ متوسط نسبة الاستثمار الخاص خلال الفترة من ١٩٩٠ حتى ٢٠٠٠ حوالي ٨.٦٪ من الناتج المحلي الإجمالي و ٩.٨٦٪ خلال الفترة من ١٩٩٩ حتى ٢٠١٢ و ٦.٤٪ خلال الفترة من ٢٠١٣ حتى ٢٠٢٢^٢. مما يستدعي ضرورة وتحديد أهم العوامل المؤثرة على الاستثمار الخاص في مصر، من خلال تقديم تحليل وقياس لأهم المتغيرات التفسيرية من شأنه أن يساهم بفاعلية كبيرة في وضع الحلول الكفيلة من أجل النهوض بالاستثمار الخاص في مصر، وزيادة بغية تحسين مستوياته على المدى القصير، كما أنه يحدد لنا الاطار العام للسياسة المالية الملائمة التي تحقق التوازن الكفاءة والعدالة وزيادة فعالية الاستثمار الخاص في تمويل التنمية الاقتصادية. و تهدف هذه الدراسة إلى التحقق من الهدف الرئيسي ألا وهو اختبار مدي صحة أو خطأ الفرضية الأساسية، وهي كالتالي:

- اختبار الفرضيات التي تفسر العلاقة بين الاستثمار الخاص في مصر و مؤشرات السياسة المالية (عجز الموازنة، الانفاق الحكومي، الاستثمارات الحكومية، الإيرادات الضريبية).
- التحليل والكشف عن طبيعة واتجاه العلاقة بين الاستثمار الخاص في مصر و مؤشرات السياسة المالية (عجز الموازنة، الانفاق الحكومي، الاستثمارات الحكومية، الإيرادات الضريبية)، خلال الفترة من ١٩٩٠-٢٠٢٢.

١-٤ منهجية الدراسة

في سبيل تحقيق هدف الدراسة ومحاولة لتقييم أثر السياسة المالية على الاستثمار الخاص في مصر، تعتمد الدراسة على المنهج الاستقرائي في عرض الأدبيات والدراسات، مع تناول النظريات الاقتصادية والدراسات التطبيقية التي أولت اهتماما حول بدراسة تأثير السياسة المالية على الاستثمار الخاص، فضلاً عن تحليل العلاقة بين مؤشرات السياسة المالية والاستثمار الخاص في مصر من خلال التحليل الوصفي للبيانات. و استخدمت هذه الدراسة أيضاً الأسلوب القياسي - الكمي و يركز هذا الأسلوب بشكل خاص على تحليل البيانات الاقتصادية واختبار النظريات الاقتصادية ذات الصلة بموضوع الدراسة، باستخدام منهجية الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة " نموذج ARDL" ليوضح العلاقة المتكاملة بين مؤشرات السياسة المالية (عجز الموازنة العامة للدولة ، الانفاق الحكومي،

^٢ بواسطة الباحث بالاعتماد على بيانات البنك الدولي ، إجمالي تكوين رأس المال الثابت، القطاع الخاص (% من إجمالي الناتج المحلي) - Egypt, Arab Rep.، شبكة المعلومات الدولية ، تاريخ الاطلاع ٦-١١-٢٠٢٤ ، رابط

<https://data.albankaldawli.org/indicator/NE.GDI.FPRV.ZS?end=2022&locations=EG&start=1990>

الاستثمارات الحكومية ، الإيرادات الضريبية) كمتغيرات ومستقلة ومتغير الاستثمار الخاص في مصر كمتغير تابع وذلك خلال فترة الدراسة (١٩٩٠ – ٢٠٢٢).

١-٥ خطة الدراسة

تنقسم الدراسة إلى خمسة أقسام وهي كالتالي:

القسم الأول: تناول المقدمة، المشكلة، الفروضيات، الأهمية، المنهجية، وخطة الدراسة.

القسم الثاني: يتناول الإطار النظري والدراسات السابقة التي اهتمت بدراسة تأثير السياسة المالية على الاستثمار الخاص.

القسم الثالث: يتناول تحليل العلاقة بين مؤشرات السياسة المالية والاستثمار الخاص في مصر.

القسم الرابع: يختص بتوصيف النموذج القياسي " Model ARDL " وتحليل النتائج.

القسم الخامس : يشمل الخلاصة وأهم نتائج وتوصيات الدراسة .

ثانياً الإطار النظري والدراسات السابقة

تعرض الدراسة في هذا الجزء الاطار النظري وبعض الدراسات التي أطلع عليها، والمرتبطة بموضوع البحث، للوقوف على ما توصلت إليه من نتائج، والاستفادة منها في استكمال جوانب الدراسة في هذا الموضوع، و تزخر الأدبيات الاقتصادية بالعديد من النظريات والدراسات التطبيقية التي اهتمت بدراسة تأثير السياسة المالية على الاستثمارات الخاص، ويوجد جدل كبير سواء في النظريات أو الدراسات التطبيقية التي تناولت هذه العلاقة كما هو موضح أدناه و بما يحقق التواصل والتكامل بين الدراسات البحثية في هذا المجال، وذلك على النحو الآتي:

٢-١ الإطار النظري

يقدم هذا القسم ملخصاً للحجج النظرية الرئيسية حول العلاقة بين الاستثمار الخاص والسياسة المالية. بشكل عام، ينظر خبراء الاقتصاد إلى التأثيرات الكلية للسياسة المالية من أحد ثلاثة نظريات . في حين يؤيد النموذج النيو كلاسيكي الإزاحة، زعمت المدرسة الكينزية أن الزيادة في الإنفاق الحكومي تعزز النشاط الاقتصادي المحلي وتجذب الاستثمار الخاص؛ تؤكد نظرية التكافؤ الريكاردي على أن الزيادات في العجز الممول بالإنفاق المالي سوف تقابلها

زيادة مستقبلية في الضرائب، مما يترك أسعار الفائدة والاستثمار الخاص دون تغيير (Bahmani-Oskooee, 1999, pp. 633-640). ويمكن توضيح تلك النظريات كالتالي :

أولاً وفقاً لنظرية الأموال القابلة للإقراض للنيوكلاسيك ، فإن آلية أسعار الفائدة توازن بين الادخار والاستثمار. يُعزى خلل هذه الآلية أو بطء تشغيلها إلى التقلبات قصيرة الأجل في العمالة والإنتاج (Grieve, 2004, pp. 1-17). ففي حالة زيادة الإنفاق الحكومي، يجب أن ترتفع أسعار الفائدة لإعادة سوق رأس المال إلى التوازن، مما يؤدي إلى إضعاف الاستثمار الخاص (Ganelli, 2003, pp. 87-103)، وتظهر الأدبيات حول صحة التزاحم أو الجذب في الفرضية ليست فريدة من نوعها، وتدعي وجهة النظر الكلاسيكية والنيو كلاسيكية بوجود التزاحم بين هذين النوعين من الإنفاق، حيث من شأن الإنفاق العام أن يسبب أثراً سالبة على كل من الاستهلاك والاستثمار الخاص (علي، ٢٠١٦، صفحة ٨٥).

ثانياً وجهة النظر الكينزية وترى أن الاقتصاد عادة ما يكون عاطلاً عن العمل وأن حساسية أسعار الفائدة للاستثمار منخفضة، و في هذه الحالة، ستؤدي السياسة المالية التوسعية إلى زيادة ضئيلة في أسعار الفائدة أو عدم زيادتها على الإطلاق، فضلاً عن زيادة الناتج والدخل. وعلاوة على ذلك، تفترض وجهة النظر هذه أن الإنفاق الحكومي يزيد من الاستثمار الخاص لأن الإنفاق الحكومي يرفع توقعات المستثمرين. ونتيجة لذلك، يحدث جذب بدلاً من المزاحمة، يزعم العديد من الكينزيين التقليديين أن العجز الحكومي لا يجب أن يزاحم الاستثمار الخاص عند أي سعر فائدة معين (Aschauer, 1989, pp. 171-188).

ويرى النموذج الكينزي أن الزيادة في الإنفاق الحكومي تحفز الإنفاق المحلي والنشاط الاقتصادي ويستقطب (يجذب) crowding in الاستثمار الخاص، وفقاً للنظرية الكينزية كان الأساس المنطقي للنظرية ناتجاً عن التاريخ المالي للعالم الذي ظهر في أوائل ثلاثينيات القرن العشرين والذي تحول إلى الكساد الكبير. بالنسبة لكينز، يجب على السلطة الفيدرالية (الحكومة) زيادة الطلب الكلي من خلال زيادة الإنفاق بالعجز من خلال مزيج من المزيد من الإنفاق وخفض الضرائب (Dwigh, 2012, pp. 473-493)، لقد زعم Jack. Jack (Jack, 2011, pp. 24-45) أن فلسفة كينز الاجتماعية كانت واضحة في النظرية العامة التي تعد نصاً نظرياً، مع الإشارة إلى توسع العمالة وعجز الميزانية. في الحالات الأولى، حاول أن يلاحظ كيف تؤدي العواقب الذاتية إلى انخفاض العمالة، يجب على الحكومة أن تصطدم بعجز الميزانية لتوفير الإغاثة من البطالة، ثانياً ميز كينز بين شكلين من أشكال القروض الحكومية؛ القرض الصافي على ميزانية رأس المال (يستخدم لتكملة ودعم الإنفاق الرأسمالي)

والقرض الصافي على العجز الحالي في الميزانية. لحل الموقف تم تأييد سياستين: أولاً، سياسات لإعادة توزيع الدخل وتجنب التفاوت الناجم عن الموقف الرأسمالي من خلال الضرائب المباشرة ثانياً، دعا كينز إلى سياسة طويلة الأجل لخفض منهجي لسعر الفائدة الحقيقي الخالي من المخاطر نحو الصفر.

كانت السمات الأساسية للنظرية الاقتصادية الكينزية القائمة على المناقشة أعلاه هي إدارة الطلب من خلال النشاط المالي في الأمد القريب، وتؤدي الإدارة الاقتصادية اللامركزية إلى إدارة منتظمة نقص الطلب وبالتالي ظل تدخل الحكومة غير قابل للجدال في توجيه تخصيص الموارد. يشير **Jack (٢٠١١)** إلا أن السمات التقليدية للاقتصاد الكينزي لها ثلاث موضوعات رئيسية: الدعوة إلى سياسة مالية تقديرية مضادة للدورة: السياسة المالية المضادة للدورة هي محاولة عمل متعمدة للتعويض عن التغيرات في الطلب الخاص، خلق متعمد لعجز الموازنة- تؤيد التأثيرات المشتركة للسياسة الكينزية دور عجز الموازنة الممول بالاقتراض العام في حالة الركود، يجب على الحكومة توسيع الإنفاق الكلي من خلال الإنفاق الحكومي الممول بالديون، الاعتقاد بأن الإنفاق الحكومي لا يزيح إنفاق الاستهلاك الخاص (الاستثمار الخاص). كما أشار **Jamee (1999, pp. 5-25)** إلا أن الأيديولوجية المركزية لكينز كانت تتمثل في القضاء على البطالة غير الطوعية من خلال تثبيت الاستثمار، لأن جزءاً من الاستثمار العام يمكن أن يمول الدين من بين النفقات المشروعة والنبيلة الأخرى. ويمكن أن يكون هذا بمثابة الحل لمواجهة السياسة المالية الدورية والتحفيز المالي في الأمد القريب. ويمكن للتدخل الحكومي المباشر أن يحرك الاقتصاد أقرب إلى التشغيل الكامل من خلال الزيادة المنهجية في رأس المال والإنتاج.

ثالثاً نظرية التكافؤ الريكاردى وفيها اقترح بارو (١٩٧٤) ، التي تفترض أن حاملي الأصول يستبعدون تماماً الالتزامات الضريبية المستقبلية التي تتطوي عليها العجز. وهذا يعني أن العجز في الميزانية ليس مهماً في اتخاذ القرارات المالية. بعبارة أخرى فإن العجز الناجم عن خفض الضريبة الإجمالية اليوم ثم زيادة الضريبة الإجمالية في وقت لاحق سوف يتم تعويضه بالكامل من خلال زيادة في الادخار الخاص، لأن دافعي الضرائب يدركون أن الضريبة مؤجلة فقط، وليس ملغاة. وبسبب الزيادة التعويضية في الادخار الخاص، فإن العجز لا يؤثر على الادخار الوطني، أو أسعار الفائدة، أو أسعار الصرف، أو الإنتاج المحلي في المستقبل، أو الدخل الوطني في المستقبل (Gale, 2004, pp. 101-210) ، إن الاختلاف الرئيسي بين فرضية كينز والمذهب الكلاسيكي الجديد هو أن بعض الموارد الاقتصادية عاطلة عن العمل وأن وجود عدد كبير من القيود قصيرة النظر أو قيود السيولة لدى المستهلكين الأفراد أمر واضح. وهذا يعني أن الاستهلاك الكلي حساس للتغيرات في الدخل المتاح. والواقع أن

الفكر الكينزي يعطي اعتباراً كبيراً للتدخل الحكومي في تصحيح مستوى التشغيل والاستثمار الذي يمكن أن يضمن تحقيق النمو الاقتصادي. وهو يربط بين العجز الحكومي وبين المتغيرات الاقتصادية ارتباطاً إيجابياً على عكس المذهب الكلاسيكي الجديد الذي يعتبر العلاقة بين العجز الحكومي والمتغيرات الاقتصادية ارتباطاً سلبياً.

٤-٢ الدراسات السابقة:

سوف يتم تقسيم الدراسات السابقة إلى ثلاث مجموعات وأهتمت المجموعة الأولى بدراسات العلاقة بين عجز الموازنة والاستثمار الخاص، بينما ستتناول المجموعة الثانية دراسات العلاقة بين السياسة المالية والاستثمار الخاص، في حين تناولت المجموعة الثالثة دراسات العلاقة بين الاستثمار العام والاستثمار الخاص.

المجموعة الأولى: دراسات تناولت العلاقة بين عجز الموازنة والاستثمار الخاص. ونذكر

منها دراسة هايدي على & هبة وصفي (٢٠٢١) (يوسف، ٢٠٢١، الصفحات ٨-٣٢) والتي هدفت إلى تحليل العلاقة بين كل من الاستثمار الخاص وعجز الموازنة من جهة، والاستثمار الخاص والانفاق الاستثماري الحكومي من جهة أخرى وذلك بالتطبيق على الاقتصاد المصري، وباستخدام بيانات سنوية للفترة من ١٩٨٥ إلى ٢٠١٧، وتوصلت الدراسة إلى عدد من النتائج الهامة، والتي تتمثل في وجود علاقة موجبة بين الاستثمارات الخاصة وعجز الموازنة. ويقضى ذلك بأن ارتفاع الانفاق الحكومي -والذي يقود إلى ارتفاع عجز الموازنة- يؤدي بدوره إلى تشجيع الطلب الكلي والانتاج الكلي، وينتج عن ذلك زيادة الاستثمارات الخاصة. وقد توصلت الدراسة أيضاً إلى وجود علاقة موجبة بين الاستثمار الخاص وبين الانفاق الحكومي على الاستثمارات العامة، وهو ما يعني وجود علاقة تكامل ومساندة -وليس علاقة تنافس- بين كل من الاستثمارات العامة والخاصة؛ وليس مزاحمته، ومن النتائج الهامة أيضاً هي العلاقة السالبة بين خدمة الدين العام والاستثمار الخاص. وأخيراً، ترتبط الاستثمارات الخاصة بعلاقة موجبة مع صافي الصادرات؛ ارتفاع الصادرات يؤدي إلى زيادة الطلب الكلي ومن زيادة الانتاج وتشجيع كل من الاستثمارات الحكومية والخاصة. واستهدفت دراسة Mosaad M.EL (٢٠٢٢) Mohamed E.Mikk & Gayish (E.Mikky, 2022, pp. 56-64) العلاقة بين الاستثمار الخاص وعجز الموازنة في مصر، واستخدمت الدراسة نموذج الانحدار الذاتي للتأخر الموزع (ARDL) واختبار الحدود لمنهج التكامل المشترك، مع بيانات سنوية متسلسلة زمنية من ١٩٩٠ إلى ٢٠٢٠، والتي تعطي نتائج لفترة طويلة، باستخدام عجز الموازنة كمتغير تفسيري أساسي، وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة سلبية ومعنوية

بين عجز الموازنة والاستثمار الخاص على المدى القصير والطويل وهذا ما تؤكدته النظريات الاقتصادية، كما أظهر الإنفاق الاستهلاكي الأسري أن له تأثيراً سلبياً وكبيراً على الاستثمار الخاص. وتوصلت الدراسة إلى أن هناك علاقة إيجابية بين الاستثمار الخاص والتضخم.

المجموعة الثانية: دراسات تناولت العلاقة بين السياسة المالية والاستثمار الخاص، ونذكر منها دراسة (Wang, Baotai Wang (2005) (2005, pp. 493–504) التي استهدفت بشكل تجريبي إلى دراسة تأثيرات الأشكال المختلفة للإنفاق الحكومي على الاستثمار الخاص في كندا باستخدام البيانات السنوية التي تغطي الفترة من ١٩٦١ إلى ٢٠٠٠، وفي فترة الدراسة، تم تطبيق نهج التكامل المشترك وتصحيح الأخطاء، وفقاً للنتائج التجريبية، فإن بعض فئات النفقات الحكومية مثل الإنفاق الحكومي على حماية الأشخاص والممتلكات (gp)، والنفقات على رسوم الديون (gd)، والإنفاق على الخدمات (gd) لا تحمل أي إمكانية للاستبدال (المزاحمة)، أو علاقة التكامل (التزام) مع الاستثمار الخاص خلال فترة الدراسة، من ناحية أخرى، يظهر الإنفاق الحكومي على التعليم والصحة (gh) تأثير التزام في حين يظهر الإنفاق الحكومي على رأس المال والبنية التحتية (gk) علاقة مزاحمة مع الاستثمار الخاص. من جانبها استهدفت دراسة Jonathan Huntley (2014) (Huntley, 2014, pp. 1–7) إلى مدى التأثير طويلة المدى للتغيرات في السياسة المالية الفيدرالية وتأثيرات التغيرات في عجز الموازنة الفيدرالية على إجمالي الناتج والدخل في الولايات المتحدة الأمريكية، وتوصلت الدراسة إلى أن كل مقابل زيادة بالدولار في العجز الفيدرالي، يتراوح التأثير على الاستثمار من انخفاض قدره ١٥ سنناً إلى انخفاض قدره ٥٠ سنناً، مع تقدير مركزي بانخفاض قدره ٣٣ سنناً. وهدفت دراسة Omojolaibi, Okenesi, (2016) Tochi-Nze P., and Mesagan, Ekundayo (2016, pp. 307–277) إلى دراسة العلاقة بين السياسة المالية والاستثمار الخاص في خمسة بلدان مختارة في غرب أفريقيا باستخدام البيانات السنوية من عام ١٩٩٣ إلى عام ٢٠١٤. وباستخدام نموذج Model for Panel data، وتوصلت نتائج الدراسة إلى وجود (تأثير إيجابي) كبير للإنفاق الرأسمالي الحكومي والإيرادات الضريبية في حين أظهرت الإيرادات غير الضريبية (تأثيراً سلبياً) على الاستثمار الخاص، وأظهرت النفقات المتكررة والديون الخارجية أيضاً تأثيرات مزاحمة، لكنها كانت ضئيلة، وتبين أيضاً أن تأثير تسريع نمو الناتج كان ضئيلاً في جميع البلدان خلال الفترة الزمنية، ودعت الدراسة هذه الدول إلى بذل جهود متضافرة لتوجيه الأموال نحو المشاريع الرأسمالية وكذلك إعادة هيكلة الأنظمة الضريبية لمنع الآثار السلبية للدين العام على الاستثمار الخاص.

المجموعة الثالثة: دراسات تناولت العلاقة بين الاستثمار العام والاستثمار الخاص، منها دراسة (Dash, Pradyumna Dash (2016) (2016) pp. 288-307، والتي هدفت إلى دراسة تأثير الاستثمار العام على الاستثمار الخاص في الهند خلال الفترة ١٩٧٠-٢٠١٣ باستخدام إجراء ARDL وتشير نتائج الدراسة إلى أن زيادة بنسبة ١ في المائة في الاستثمار العام كنسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي تؤدي إلى انخفاض بنسبة ٠.٨١ في المائة و ٠.٥٣ في المائة في الاستثمار الخاص كنسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي على المدى الطويل (حوالي ٤ إلى ٥ سنوات) وعلى المدى القصير (حوالي ٢ إلى ٣ سنوات)، على التوالي، ومن الملاحظ أن تأثير مزاحمة الاستثمار العام على الاستثمار الخاص قد تضاعف خلال فترة ما بعد التحرير. وتكشف النتائج أيضًا أن وجود وظيفة "صديقة للسوق" وزيادة الاستثمار الأجنبي المباشر يخففان من حجم تأثير مزاحمة الاستثمار العام، وتكشف النتائج أيضًا أن البنية التحتية العامة (ممثلة بعدد الكيلومترات من الطرق للفرد) لها تأثير إيجابي على الاستثمار الخاص على المدى القصير. وهدفت دراسة Samah Shetta and Ahmed Kamaly (2014) (Kamaly, January 3-6, 2014 - Number 1, May 2014, pp. 251-279) إلى اختبار فرضية الكسل المصرفي في مصر. ووفقاً لهذه الفرضية فإن الاقتراض الحكومي يزاحم الاستثمار الخاص من خلال تأثيره المضعف على الائتمان الخاص. تقدر الدراسة نموذج VAR model باستخدام بيانات ربع سنوية تمتد لما يقرب من أربعة عقود. وتوصل نموذج الدراسة المقدر عدد النتائج فعند إصدار الحكومة المزيد من أدوات الدين لتمويل عجزها، تعمل البنوك على تحويل محافظها الاستثمارية بعيداً عن القروض الخاصة المحفوفة بالمخاطر وتختار السلوك المتكاسل الذي يتسم بانكماش الائتمان الإجمالي وميله على نحو متزايد نحو أدوات الدين الحكومية. هذا السلوك ليس فقط وتحد من تعرضها للقطاع الخاص، وبالتالي تقلل من الاستثمار الخاص، ولكنها تؤثر أيضاً سلباً على الاستثمار وبالتالي على إمكانات النمو الإجمالي. وتساءلت دراسة Xiaoming Xu & Yanyang Yan (2014, pp. 1-13) عما إذا كانت الاستثمارات الحكومية "تجذب" أو "تزاحم" الاستثمار الخاص في الصين. وقسمت الدراسة النفقات الرأسمالية الحكومية إلى نوعين: (١) الاستثمار الذي يعمل على توفير السلع العامة والبنية التحتية، و(٢) الاستثمار في الصناعة والتجارة الخاصة. تشير نتائج تحليل الانحدار الذاتي المنظم The results of structured vector auto-regressive analysis إلى أن الاستثمار الحكومي في السلع العامة "يجذب" الاستثمار الخاص بشكل كبير، في حين أن الاستثمار الحكومي في السلع الخاصة، من قبل الشركات المملوكة للدولة بشكل رئيسي، "يزاحم" الاستثمار الخاص. وهدفت دراسة Mahmoud Mahmoud zadeh, Somaye Sadeghi & Soraya (2014) (Mahmoud Mahmoud zadeh, 2014)

Sadeghi 2013, pp. 31-40) الي تقييم تأثير الإنفاق المالي المفصل (الاستهلاك وتكوين رأس المال وعجز الميزانية) على الاستثمار الخاص في كل من البلدان المتقدمة والنامية باستخدام a panel data خلال الفترة ٢٠٠٠-٢٠٠٩. وتشير النتائج إلى أن مرونة الاستثمار الخاص فيما يتعلق بإنفاق تكوين رأس المال الحكومي إيجابية في كلا المجموعتين (تأثير الجذب Crowding-in effect)، ولكن هذا التأثير التكميلي أكبر مما هو عليه في البلدان المتقدمة. وبالمثل، فإن مرونة الاستثمار الخاص فيما يتعلق بالإنفاق الاستهلاكي الحكومي سلبية إلى حد كبير في كلا المجموعتين (Crowding Out Effect - تأثير المزاحمة)، ولكن تأثير الإحلال هذا أكبر في البلدان المتقدمة. علاوة على ذلك، فإن تأثير عجز الموازنة على الاستثمار الخاص في الدول المتقدمة هو تأثير سلبي (تأثير الازدحام)، في حين أن هذا التأثير إيجابي في الدول النامية (تأثير الجذب أو الاستقطاب). ومع ذلك، فإن هذه التأثيرات هامشية في كلا المجموعتين. وتتناول دراسة (Galli, 2017, pp. 10-16) Y. U. Dantama & N. M. Gatawa & S. M. Galli تأثير العجز المالي على المدى الطويل على الاستثمار الخاص في نيجيريا باستخدام بيانات السلاسل الزمنية السنوية التي تغطي الفترة من ١٩٨٠ إلى ٢٠١٤، تم استخدام أسلوب النمذجة الذي يتضمن ADF و PP لاختبار جذر الوحدة، واختبار التكامل المشترك Johansen لنموذج تصحيح الخطأ. وتشير نتائج الدراسة أن زيادة الوحدة في العجز المالي والإيرادات الحكومية وسعر الصرف يمثل جذب للاستثمار الخاص (Crowding-in effect) بمقدار ٠.٠٠٠٠٣ و ٠.٢٧٦ و ٠.٢٠٥ على التوالي بينما تؤدي زيادة الوحدة في الإنفاق الحكومي إلى مزاحمة الاستثمار الخاص (Crowding Out Effect) بنسبة -٠.٥٧٠. في المائة على المدى الطويل. وهدفت دراسة Sofia Vilela São Marcos (2019, p. 32) إلى تحلل العلاقة بين الاستثمار الخاص والعام في ٢١ دولة من دول منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية خلال الفترة ٢٠٠٠-٢٠١٧. وتشير النتائج إلى وجود أثر إيجابي للاستثمار العام على الاستثمار الخاص. ومن شأن زيادة الاستثمار الحكومي بنسبة ١٪ أن تؤدي إلى زيادة بنسبة ٠.١٨٪ في الاستثمار الخاص. واختبار مدى قوة هذه النتائج، تم توسيع التحليل ليشمل مجموعات فرعية من البلدان ضمن ٢١ دولة قيد التحليل، مقسومة على معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي المرتفع والمنخفض، وتؤكد النتائج التأثير الإيجابي للاستثمار العام على الاستثمار الخاص في كلا المجموعتين الفرعيتين. وربما يرجع هذا التأثير الإيجابي إلى قيام القطاع العام بتعزيز البنى التحتية التي تتحول إلى فرص استثمارية للقطاع الخاص. واستهدف دراسة Saimul & Ambya (2020) (Saimul, 2020, pp. 5248-5258) إلى إثبات ما إذا كان الإنفاق الحكومي التوسعي المرتبط بتنمية الاستثمار الخاص في إندونيسيا سيؤدي إلى جذب الاستثمار أو مزاحمة

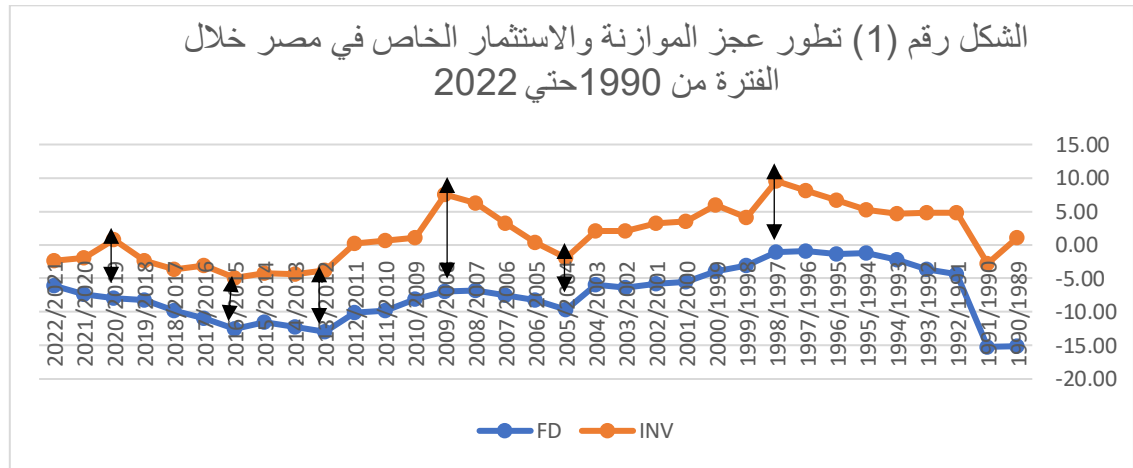
للاستثمار. ويتم استخدام البيانات من عام ١٩٩٠ إلى عام ٢٠١٦. وتوضح النتائج أن العلاقة بين الاستثمار الخاص وتحويل الإنفاق إلى المناطق تحدث مزاحمة للاستثمار، سواء بالنسبة للاستثمار الخاص المحلي أو الاستثمار الخاص الأجنبي، وهي كبيرة على المدى القصير والطويل، بالنسبة للنفقات الروتينية ونفقات الإنفاق الرأسمالي، فإن لها علاقة إيجابية مع الاستثمار الخاص أو تحدث جذب للاستثمار، وتحدث بشكل ملحوظ في الاستثمار المحلي على المدى القصير والطويل، بينما في الاستثمار الخاص الأجنبي ليس كبيراً، وتشير نتائج الدراسة أيضاً إلى أن العلاقة بين الاستثمار الخاص وأسعار الفائدة الائتمانية سلبية، في حين أن العلاقة بين الاستثمار الخاص والنتائج المحلي الإجمالي إيجابية. وهدفت دراسة & Lensink & Niels & Hermes Robert (٢٠٠١) (Hermes & Lensink, 2001, pp. 1-34) إلى تحليل تأثير السياسة المالية على الاقتصاد الكلي وبالتحديد الاستثمار الخاص الأداء لعينة مكونة من ٣٣ بلداً من أقل البلدان نمواً، وتظهر النتائج التجريبية أن مراعاة فئات الإنفاق والإيرادات الحكومية المختلفة أمر مهم: فالفئات المختلفة لها تأثيرات مختلفة على الاستثمار. ويعتبر النهج المتبع في الجزء الرئيسي من الأدبيات التجريبية، علاوة على ذلك، يبدو أن العلاقات بين فئات مالية محددة والاستثمار غير خطية. وعلى وجه الخصوص، نبين أن الإنفاق الرأسمالي والإنفاق على الدفاع يبدأ في إحداث تأثير إيجابي على الاستثمار الخاص فقط بعد الوصول إلى الحد الأدنى من الإنفاق على هذه الفئات. علاوة على ذلك، وفيما يتعلق بالنفقات على الأجور والصحة، نجد أنها تحفز الاستثمار إلى مستوى معين. وإذا زادت النفقات على كل من الفئتين إلى ما بعد هذا المستوى، ينخفض الاستثمار. واستهدفت دراسة Lina Sineviciene (٢٠١٢) (Lina Sineviciene, 2012, pp. 233-241) إلى تقييم العلاقة بين مؤشرات السياسة المالية، مثل الإيرادات الحكومية من الضرائب والنفقات الحكومية، والاستثمار الخاص بشكل شامل بما في ذلك مؤشرات بيئة الاقتصاد الكلي في دول البلطيق، من خلال تطبيق تحليل الارتباط والانحدار **applying correlation and regression analysis**، وتوصلت نتائج الدراسة إلى وجود علاقة مباشرة قوية بين مؤشرات السياسة المالية والاستثمار الخاص في دول البلطيق، مما يوضح أهمية السياسة المالية للاستثمار الخاص. ومن خلال تحليل مؤشرات الضرائب والإنفاق التفصيلية، ثبت أن العلاقة الأقوى موجودة بين الضرائب الحالية على الدخل والثروة وما إلى ذلك والاستثمار العام مع الاستثمار الخاص. ويفسر مؤشر الضرائب الحالية على الدخل والثروة وغيرها نحو ٨٦ بالمئة من تقلبات الاستثمار الخاص، كما يفسر مؤشر إجمالي تكوين رأس المال الثابت حسب القطاع العام نحو ٨٠ بالمئة من تقلبات الاستثمار الخاص في دول البلطيق. وكان الهدف الرئيسي لدراسة Md. Alauddin Majumder (٢٠٠٧) (Majumder, 2007, pp. 1-23) هو دراسة تأثير

الاقتراض العام على الاستثمار الخاص في بنغلاديش. تم تقدير دالة الاستثمار بثلاثة متغيرات مستقلة وهي الاقتراض العام والنواتج المحلي الإجمالي وسعر الفائدة من خلال تحليل اختبار جذر الوحدة واختبار التكامل المشترك ونموذج تصحيح الخطأ، ولا تدعم النتائج الرئيسية للدراسة فرضية المزاحمة في بنغلاديش، بل تقدم دليلاً على تأثير المزاحمة. ولهذه النتيجة آثار مهمة على الإدارة المالية. لتجنب التضخم غير الضروري والمديونية الخارجية (الناجمة عن الاعتماد على أموال بنك بنغلاديش والمصادر الأجنبية، على التوالي) المرتبطة بتمويل العجز، يمكن للحكومة الاعتماد على مصادر محلية غير بنك بنغلاديش لتغطية العجز دون الإضرار بالاستثمار الخاص طالما أن هناك سيولة زائدة سائدة في النظام المالي. بينما هدفت دراسة Munazza Ahmed, Anam Alamdar (٢٠١٨) (2018, pp. 1898–1913) إلى قياس آثار الفساد وعجز الميزانية بشكل تجريبي على الاستثمار الخاص في باكستان. تم استخدام طريقة Johansen يوهانسن (١٩٩٠) للتحقق من التكامل المشترك بين المتغيرات ولفحص العلاقة قصيرة المدى بين المتغيرات، تم استخدام نموذج تصحيح الخطأ. وتم الأخذ ببيانات السلاسل الزمنية السنوية للفترة من ١٩٨٤ إلى ٢٠١٥ لدراسة العلاقة على المدى الطويل والقصير، ومن الناحية النظرية فإن المتغيرات محل الدراسة تترك أثراً سلبياً على الاستثمار الخاص، وقد دعمت نتائج الدراسة مزاحمة تأثير عجز الموازنة علاوة على ذلك، تكشف النتائج أيضاً أن الفساد يترك أثراً سلبياً كبيراً على الاستثمار الخاص.

٣- تحليل اثر السياسة المالية على الاستثمار الخاص في مصر

يهدف هذا القسم إلى تحليل البيانات الخاصة بالاستثمارات الخاصة من جهة وعجز الموازنة العامة والانفاق الحكومي والاستثمارات الحكومية والايادات الضريبية من جهة أخرى، الوقوف على مدى تأثير السياسات المالية على الاستثمار الخاص في مصر.

يوضح الشكل رقم (١) تطور واتجاه عجز الموازنة الحكومية والاستثمار الخاص من عام ١٩٩٠ إلى عام ٢٠٢٢ في مصر،



المصدر : الباحث بالاعتماد على بيانات البنك الدولي والبنك المركزي المصري ، عجز الموازنة العامة (fd) ، والتكوين الرأسمالي الثابت (القطاع الخاص) .

ومن خلال هذا الشكل رقم (١) يمكن ملاحظة الآتي:

- خلال الفترة من ١٩٩١ حتى ١٩٩٨ وبالتحديد العامين الماليين ١٩٩٧/١٩٩٦ و ١٩٩٨/١٩٩٧ بلغ عجز الموازنة العامة في مصر **معدلاته القياسية الأدنى** خلال فترات الدراسة إلى حوالي ٠.٩٪ و ١.٠٦٪ على التوالي بينما بلغت نسبة الاستثمار الخاص **معدلاته القصوى** في تلك الفترتين إلى حوالي ٩.٢٪ و ١٠.٦٪ كنسبة من الناتج المحلي على التوالي، وهو ما يعنى ان هناك علاقة عكسية بين عجز الموازنة والاستثمار الخاص في مصر وكما هو موضح بإشارة الأسهم في الشكل التالي.
- خلال الفترة من ١٩٩٩ حتى ٢٠٠٧ وبالتحديد خلال العام المالي ٢٠٠٤/٢٠٠٥ بلغ عجز الموازنة العامة في مصر **معدلاته القصوى** بنسبة بلغت حوالي ٩.٦٪ من الناتج المحلي في حين بلغت نسبة الاستثمار الخاص كنسبة من الناتج المحلي أدنى معدلاته خلال نفس الفترة بنسبة ٧.٦٥٪ من الناتج المحلي الإجمالي مصر كما هو موضح بإشارة الأسهم في الشكل رقم (١)
- خلال الفترة من ٢٠٠٨ حتى ٢٠٢٢ ارتفعت معدلات عجز الموازنة في مصر إلى معدلات قياسية خلال فترات الدراسة (١٩٩٠-٢٠٢٢) باستثناء (١٩٩٠ حتى ١٩٩٢) ، حيث بلغت عجز الموازنة في عام ٢٠١٢/٢٠١٠ حوالي ٩.٨٪ و ٢٠١٢/٢٠١١ حوالي ١٠.١٪ ، و ٢٠١٣/٢٠١٢ حوالي ١٣٪ و ٢٠١٤/٢٠١٣ حوالي ١٢.٢٪ و ٢٠١٥/٢٠١٤ حوالي ١١.٥٪ و ٢٠١٦/٢٠١٥ حوالي ١٢.٥٪ و ٢٠١٧/٢٠١٦ حوالي ١٠.٩٪ ، و ٢٠١٨/٢٠١٧ حوالي ٩.٨٪ ، وقد رافق الارتفاع القياسي لعجز الموازنة خلال جميع فترات الدراسة (باستثناء العام ١٩٩٠-١٩٩٢) الانخفاض القياسي لنسبة الاستثمار الخاص كنسبة من الناتج المحلي إلى نسبة ٥.٨٨٪

في عام ٢٠١٨/٢٠١٩ و ٥.٤٣ % في عام ٢٠٢٠/٢٠٢١ ، و ٣.٧٤ % في عام ٢٠٢١/٢٠٢٢ و ٤.٣٦ % في عام ٢٠٢٢/٢٠٢٣ ، كما هو موضح بإشارة الأسهم في الشكل رقم (١) ، ويتضح من التحليل السابق للقيم الأدنى والأقصى كل من نسبة العجز بالموازنة العامة للدولة والاستثمار الخاص في مصر أن هناك علاقة عكسية بين عجز الموازنة العامة في مصر والاستثمار الخاص فارتفاع عجز الموازنة يتسبب في انخفاض الاستثمار الخاص في مصر ، والعكس انخفاض عجز الموازنة يؤدي الى ارتفاع نسبة الاستثمار الخاص في مصر ونستنتج من ذلك :-

- أن عجز الموازنة مع نموه سوف يتم تغطيته عن طريق الاقتراض الخارجي والداخلي، ونتيجة لهذه الزيادة في الإنفاق الحكومي، والذي يتم تلبيته عن طريق الاقتراض من أسواق رأس المال (Sabiha, 2011, pp. 11-20) ، ترتفع أسعار الفائدة، مما قد يؤدي إلى زيادة تكلفة رأس المال للمقترضين، وهذا من شأنه في نهاية المطاف أن يعيق الاستثمار في القطاع الخاص (E.Mikky, 2022, pp. 56-64).
- تكون خطط الإنفاق دائماً أعلى من الإيرادات الحكومية وخاصة الإيرادات الضريبية، لأن تنمية الإيرادات أبطأ، مما يتسبب في عجز الموازنة ، وبلغ متوسط عجز الموازنة خلال الفترة من ١٩٩٠-٢٠٢٢ حوالي ٧.٢٩ % من الناتج المحلي الإجمالي في حين بلغ متوسط الانفاق العام حوالي ٢٩.٢٨ % من الناتج المحلي ، بينما بلغ متوسط الإيرادات الضريبية حوالي ١٤.٨ % و متوسط الإيرادات الحكومية حوالي ٢١.٩٥ % من الناتج المحلي، ونستخلص من ذلك ان عجز الموازنة ناتج عن ارتفاع الانفاق العام عن الإيرادات لحكومية وخاصة الإيرادات الضريبة وهذا العجز كان له دور في انخفاض الاستثمار الخاص في مصر خلال الفترة من ١٩٩٠-٢٠٢٢ كما أوضحنا سابقا.

أما فيما يتعلق بتحليل بالعلاقة بين الاستثمار الحكومي والاستثمار الخاص في مصر وما اذا كانت الاستثمارات الحكومية مكتملة وجاذبة للاستثمار الخاص (تأثير إيجابي) أو ما اذا كانت الاستثمارات الحكومية تزامم للاستثمار الخاص في مصر (تأثير سلبي) ، وبهذا الصدد اشارت دراسة وسيم وجيه الكسبان (وجيه، ٢٠١٩، الصفحات ٦٧-٩٨) _الي انطباق فرضية مزاحمة الاستثمار العام للاستثمار الخاص في الاقتصاد المصري خلال فترة الدراسة، وأشارت أيضا دراسة **Samah Shetta and Ahmed Kamaly** (Kamaly, January 2014, Number 1, May 2014, pp. 251 - 279) إلى اختبار فرضية الكسل المصرفي في مصر. ووفقاً لهذه الفرضية فإن الاقتراض الحكومي يزاحم الاستثمار الخاص من خلال تأثيره المضعف على الائتمان

الخاص، وأشارت أيضا دراسة سميحة السيد فوزي بوجود علاقة مزاحمة في مصر بين الاستثمار العام في غير البنية الأساسية وبين الاستثمار الخاص (المغرب، ٢٠٠٤، صفحة ٢٠).

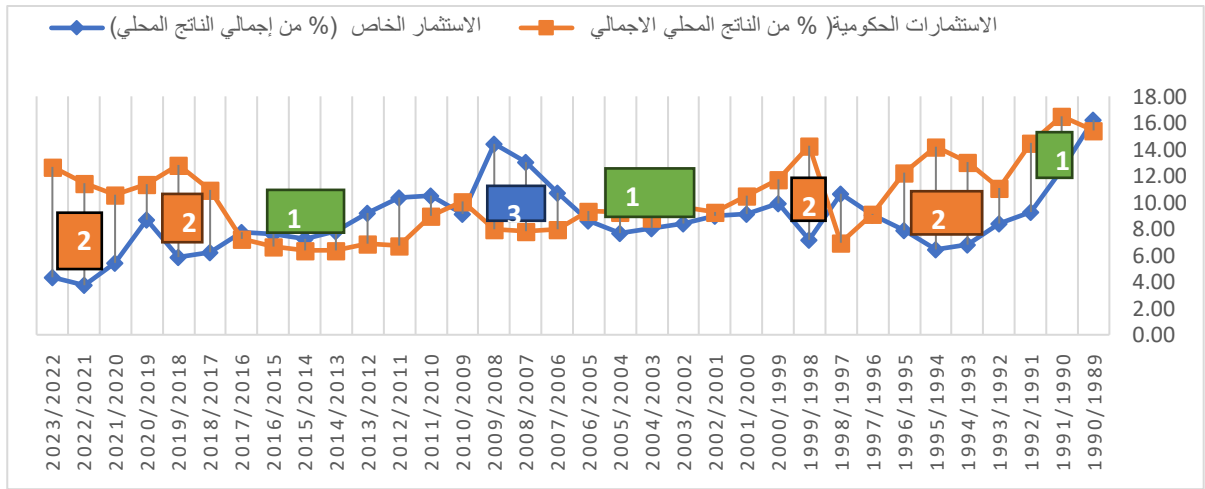
ودفعت أزمة الثمانينيات وتعثر محاولة الإصلاح الجزئي حينذاك، الحكومة في عام ١٩٩١ إلى الاتفاق مع المؤسسات الدولية على برنامج متكامل للتنشيط الاقتصادي والإصلاح الهيكلي. وأعلنت الحكومة بشكل لا يدع مجالا للشك تحولا في السياسة الاقتصادية نحو أعمال آليات السوق، وتغيير دور الدولة، والاعتماد على القطاع الخاص في قيادة عملية النمو والتنمية. وترتب على ما تقدم أن شهدت هذه الفترة اتجاهين مختلفين، فمن ناحية تراجعت نسبة الاستثمارات العامة إلى الناتج المحلي الإجمالي من ١٤.٤٩٪ عام ١٩٩١/١٩٩٢ إلى ٦.٩٥٪ عام ١٩٩٧/١٩٩٨ ، بينما تزايدت نسبة الاستثمار الخاص إلى الناتج المحلي الإجمالي خلال نفس الفترة من ٩.٢٤ % إلى ١٠.٦١ % تقريبا.

ومن ناحية، يفسر تراجع أهمية الاستثمار العام في النصف الأول من التسعينيات بصعوبة ضغط بنود النفقات الجارية لأسباب اجتماعية وسياسية، مما ترتب عليه أن ركز برنامج الإصلاح على تخفيض الإنفاق العام الاستثماري. فعلى سبيل المثال، انخفضت الاستثمارات العامة في مجموعها بمعدل ٧.٥٪ في السنة الأولى من تطبيق البرنامج (خاصة في مجال الكهرباء مقارنة بزيادة تقدر بنحو ٥.٧٪ في السنة المالية السابقة) (عتلم، ١٩٩٣، الصفحات ٥-٣٦) .

وخلال فترات الدراسة (١٩٩٠-٢٠٢٢) ظهر نمط جديد للعلاقة بين الاستثمار العام والخاص، و في أغلب فترات الدراسة تراجع الاستثمارات العامة وعلى النقيض تزايد أهمية الاستثمار الخاص، في حين تزايد أهمية الاستثمارات العامة تسبب في تراجع الاستثمار الخاص في مصر، ويعكس هذا النمط علاقة عكسية بين سلوك مكوني الاستثمار المحلي، وهو ما قد يبدو متشابها مع فكرة الإزاحة كما جاءت في النظرية الاقتصادية، إلا أن التدقيق يكشف خصوصية هذا النمط. فبينما تشير النظرية إلى أن زيادة الاستثمار العام تؤدي إلى انسحاب الاستثمار الخاص.

الشكل رقم (٢) العلاقة بين الاستثمارات الحكومية والاستثمارات الخاصة في مصر خلال الفترة من

١٩٩٠-٢٠٢٢



المصدر : اعداد الباحث بالاعتماد على بيانات البنك الدولي والبنك المركزي المصري .

وبشكل موجز، يمكن القول بأن أن الاستثمار الإجمالي مازال من حيث معدله وكفاءته دون

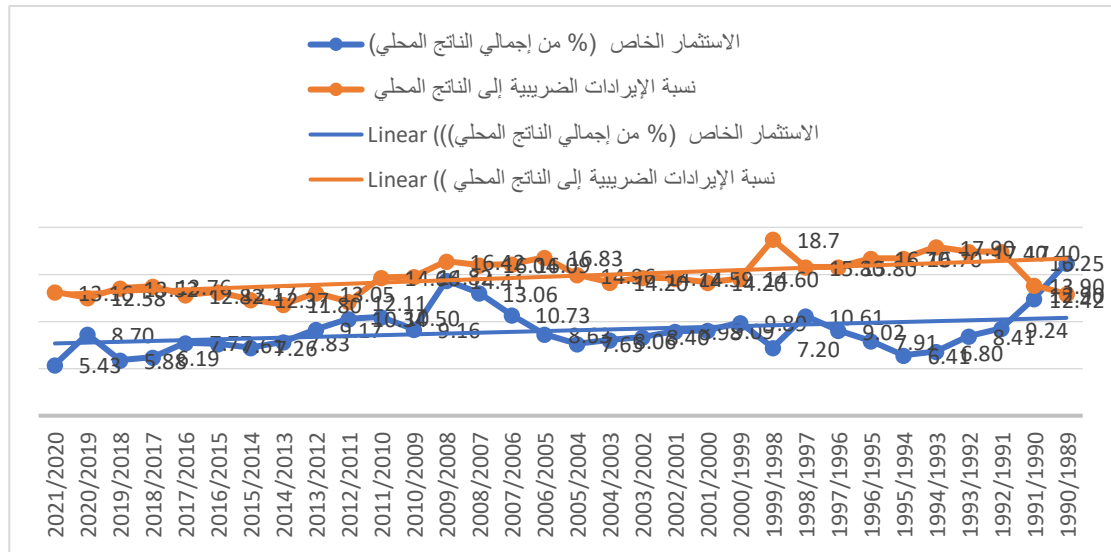
المستويات المنشودة، وأن العلاقة بين الاستثمار العام والخاص كانت تميل في معظم الوقت لأن تكون تكاملية كما هو موضح في الشكل رقم (٢) (ترقيم رقم ١ المربعات باللون الأخضر) أي ان هناك تأثير إيجابي للاستثمارات الحكومية على الاستثمار الخاص في مصر خلال تلك الفترات ، إلا ان غالبية فترات الدراسة تتسم بتنافسية الاستثمارات الحكومية للاستثمارات الخاصة (كما هو موضح بالمربعات ترقيم ٢ ، ٣)، أي ان الارتفاع القياسي لنسبة الاستثمارات الحكومية أدى كان سببا إزاحة الاستثمار الخاص في مصر وانخفاضه بمعدلات قياسية مع كما هو موضح بالشكل رقم ٢ (مربعات رقم ٢ باللون البرتقالي) ، بينما انخفاض الاستثمارات الحكومية كان سببا في استقطاب الاستثمار الخاص وارتفاعه لمعدلات قياسية كما هو موضح في الشكل البياني رقم ٢ (المربع رقم ٣ باللون الأزرق) ويتضح من التحليل السابق ان اغلب فترات الدراسة تتسم بتأييد فكرة إزاحة الاستثمارات الحكومية للاستثمار الخاص في مصر خلال فترة الدراسة وهو ما يؤكد وجود علاقة سالبة بين الاستثمار الحكومي والاستثمار الخاص في مصر خلال فترة الدراسة (١٩٩٠-٢٠٢٢) .

أما فيما يتعلق بتأثير الإيرادات الضريبية على الاستثمار الخاص في مصر خلال الفترة من ١٩٩٠-٢٠٢٢ بالشكل البياني رقم (٣) يوضح الاتجاه التنازلي لخط الاتجاه العام لكلا من الاستثمار الخاص والإيرادات الضريبية كنسبة

من الناتج المحلي في مصر — وهو ما يعنى ان اغلب فترات الدراسة اتسمت بانخفاض كلا من الإيرادات الضريبية والاستثمارات الخاصة في مصر ، فقد انخفضت الإيرادات الضريبية من حوالي ١٧.٤٠٪ في عام ١٩٩١/١٩٩٢ إلى حوالي ١٣.١٦٪ في عام ٢٠٢١ / ٢٠٢٠، في حين انخفض الاستثمار الخاص من حوالي ٩.٢٤٪ في عام ١٩٩١/١٩٩٢ إلى حوالي ٥.٤٣٪ في عام ٢٠٢١ / ٢٠٢٠.

الشكل رقم (٣) العلاقة بين الإيرادات الضريبية والاستثمارات الخاصة في مصر خلال الفترة من ١٩٩٠ -

٢٠٢٢



المصدر : اعداد الباحث بالاعتماد على بيانات البنك الدولي والبنك المركزي المصري .

يوضح الرسم البياني السابق اتساع الفجوة في اغلب فترات الدراسة (١٩٩٠-٢٠٢٢) بين الإيرادات الضريبية والاستثمار الخاص في مصر إضافة إلى ذلك الاتجاه التنازلي لخط الاتجاه العام لكلا المتغيرين (في اتجاه واحد) ، وهو ما يعنى ان تاريخ انخفاض الإيرادات الضريبية في مصر لم يكن سببا في زيادة الاستثمارات الخاصة في مصر، بل على العكس أدى ذلك إلى انخفاض الاستثمار الخاص في مصر (حيث بلغ متوسط الإيرادات الضريبية في مصر خلال الفترة من ١٩٩٠-٢٠٠٦ حوالي ١٥.٧٢٪ من الناتج المحلي الإجمالي بينما انخفض المتوسط ذاته خلال الفترة من ٢٠٠٧-٢٠٢٢ إلى حوالي ١٣.٧٦٪ من الناتج المحلي ، في حين بلغ متوسط نسبة الاستثمار الخاص خلال الفترة من ١٩٩٠-٢٠٠٦ حوالي ٩.١٢٪ وعلى الرغم من انخفاض الإيرادات الضريبية فلم يساهم ذلك في زيادة الاستثمار الخاص في مصر وعلى النقيض فقد انخفض نسبة الاستثمار الخاص خلال الفترة من ٢٠٠٧-٢٠٢٢ إلى حوالي ٨.٣٦٪ من الناتج المحلي) ، ويمكن القول ان التأثير الأكبر على الاستثمار

الخاص هو لعجز الموازنة في مصر، حيث يساهم انخفاض الإيرادات الضريبية كنسبة من الناتج المحلي خلال فترات الدراسة على ارتفاع العجز بالموازنة العامة للدولة ومن ثم انخفاض حجم الاستثمار الخاص في مصر كما أوضحنا سابقاً، فمقولة تخفيض الضرائب تسبب في تشجيع الاستثمار تحتاج إلى إعادة نظر بشكل كبير، وقد أشارت أغلب الدراسات منها دراسة (Mahmoud M. Abdellatif, 2000, p. 56) Kitamura وكذلك دراسة عثمان عزوز (عزوز، ٢٠٢٣، صفحة ١٦٩) ودراسة (Nada Massoud, 2005, pp. 1-23) Massoud ان الاعتبار الضريبي ليس هو الاعتبار الحاسم بالنسبة للاستثمار بشكل عام والاستثمار الخاص بالتحديد، مع التأكيد على أن مشكلة استقطاب الاستثمارات الخاصة ليست مشكلة الأعباء الضريبية، ولكن أداء الإدارة الضريبية ذاتها، ذلك أن الثقة التي يبحث عنها المستثمر تكون دائماً في التطبيق لا في التشريع، بالإضافة إلى العوامل الأخرى المرتبطة بالاستقرار ومكافحة الفساد وتهيئة البيئة الاستثمارية المنظومة الجمركية، الخدمات الحكومية، تكاليف الإنتاج، التنسيق بين السياسات الاقتصادية والمالية والنقدية، الشفافية في أسواق الأوراق المالية، البنية التحتية، الأسواق الداخلية للدولة والعمالة الماهرة والاستثمار في العنصر البشري وقوة العملة النقدية للدولة".

٤ - الدراسة القياسية لأثر السياسات المالية على الاستثمار الخاص في مصر خلال الفترة من ١٩٩٠ -

٢٠٢٢

يهدف هذا النموذج إلى قياس العلاقات الكمية بين كل مؤشرات السياسة المالية والاستثمار الخاص في مصر، خلال العقود الثلاثة الماضية، فضلاً عن تحديد العلاقات السببية بينهم، ومن ثم تحديد أي منهم يسبب الآخر، الأمر الذي يساعد في توجيه السياسات الاقتصادية وخاصة المالية منها وبما يساهم في زيادة كفاءة وفعالية الاستثمار الحكومي والخاص، وبالتالي، يساهم في الارتفاع بمعدل النمو الاقتصادي وتحقيق أهداف التنمية بالمجتمع، وبالتالي، فإن هذا القسم يهدف: (أ) تحديد المؤشرات التي تعبر عن كل من السياسات المالية والاستثمار الخاص، (ب) اختيار النموذج القياسي الملائم وفقاً للمعايير القياسية تماشياً مع طبيعة المتغيرات وهدف البحث، (ج) تقدير العلاقات بين المتغيرات المدرجة بالنموذج خلال فترة الدراسة، (د) تحديد اتجاه العلاقات السببية بين المتغيرات بالنموذج.

تماشياً مع ذلك، سوف يتم تناول هذا القسم من خلال خمسة بنود هي: توصيف النموذج وتحديد المتغيرات ومؤشراتها ومصادر البيانات، النموذج القياسي المستخدم، وتحليل التكامل المشترك وتقدير العلاقات بين المتغيرات، وأخيراً تحديد علاقات السببية بين المتغيرات.

٤-١ توصيف النموذج وتحديد المتغيرات ومؤشراتها ومصادر البيانات

ينطوي هذا النموذج على متغيرات هي: الاستثمار الخاص، عجز الموازنة العامة للدولة، الانفاق الحكومي، الإيرادات الحكومية، الاستثمارات الحكومية، وقد تعددت المؤشرات المستخدمة في التعبير عنها في الدراسات التطبيقية، غير أنه بعد إجراء عديد من محاولات القياس التجريبية تم التوصل إلى أفضل النتائج في ظل المؤشرات التي تم الاستقرار عليها، وقد كانت المتغيرات والمؤشرات المعبرة عنها ورموزها بالنموذج القياسي كما هي موضحة بالجدول التالي :

- **الاستثمار الخاص (INV)** : وتقاس من خلال نسبة الاستثمارات الخاصة كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي ، وزيادة قيمته عبر الزمن تعني ارتفاع نسبة الاستثمار الخاص في المجتمع ، والعكس صحيح .
- **عجز الموازنة العامة للدولة (FD)**: وتقاس من خلال نسبة عجز الموازنة العامة للدولة كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي، وزيادة قيمته عبر الزمن تعني زيادة العجز، والعكس صحيح، ويتوقع ان تكون أثارها إيجابية على الاستثمار الخاص في مصر .
- **الانفاق الحكومي (GEXP)**: وتقاس من خلال نسبة الانفاق الحكومي كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي ، وزيادة قيمته عبر الزمن تعني زيادة الانفاق، والعكس صحيح ، ويتوقع ان تكون أثارها إيجابية على الاستثمار الخاص في مصر .
- **الإيرادات الضريبية (TREV)**: وتقاس من خلال نسبة الإيرادات الضريبية كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي، وزيادة قيمته عبر الزمن تعني زيادة الإيرادات الضريبية، والعكس صحيح، ويتوقع ان تكون أثارها سالبة على الاستثمار الخاص في مصر .
- **الاستثمار الحكومي (INP)**: وتقاس من خلال نسبة الاستثمار الحكومي كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي، وزيادة قيمته عبر الزمن تعني زيادة الاستثمار الحكومي، والعكس صحيح، ويتوقع ان تكون أثارها إيجابية (إي علاقة مكملية وليست تنافسية للاستثمار الخاص) على الاستثمار الخاص في مصر .

ولتقييم تأثير السياسة المالية على الاستثمار الخاص في مصر، استخدمت الدراسة منهجية كمية ، باستخدام برنامج ١٢ Eviews و نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية المتباطئة الموزعة (ARDL) وذلك بعد تحديد

درجة استقرارية النموذج، وقد اعتمدت الدراسة القياسية على بيانات السلاسل الزمنية بالبنك المركزي المصري وبيانات البنك الدولي خلال الفترة من ١٩٩٠ إلى ٢٠٢٢، وتم تبني النموذج التالي من أعمال فينسننت وكليم (٢٠١٣) وفريدريك وأوكيكي (٢٠١٣) (Fredrick, 2013, pp. 161-165) وتعديله بعد إجراء عديد من محاولات القياس التجريبية تم التوصل إلى أفضل النتائج في ظل المؤشرات التي تم الاستقرار عليها، كما هو موضح في المعادلة القياسية الاقتصادية الخطية:

$$INV_T = B_0 + B_1FD + B_2GEXP + B_3TREV + B_4INP + E_T$$

حيث أن :-

م	المصطلح	البيان (% من الناتج المحلي الإجمالي)	مصادر البيانات
المتغير التابع	INV	نسبة الاستثمار الخاص في مصر (% ن.م.ج)	البنك الدولي
المتغيرات المستقلة	FD	نسبة عجز الموازنة العامة للدولة في مصر (% ن.م.ج)	البنك المركزي المصري
	GEXP	نسبة الانفاق الحكومي (% ن.م.ج)	البنك المركزي المصري
	TREV	نسبة الإيرادات الضريبية (% ن.م.ج)	البنك المركزي المصري
	INP	نسبة الاستثمارات الحكومية (% ن.م.ج)	البنك الدولي
	B ₁	معامل اعتراضي أو الحد ثابت	
	B ₁ -B ₂	تمثل معاملات استجابة المتغير التابع للمتغيرات التفسيرية على التوالي	
	E	اضطرابات الخطأ العشوائي	
	T	اتجاه الوقت	

٤-٢ النموذج القياسي

تناولت هذه الدراسة النموذج القياسي لتحديد أهم العوامل المحددة للاستثمار الخاص في مصر خلال الفترة (١٩٩٠-٢٠٢٢) وذلك باستخدام الانحدار الذاتي لفترات الإبطاء الموزعة Autoregressive Distributed Lag (ARDL) من خلال أسلوب اختبار الحدود Bounds Testing Approach والذي يمكن من خلاله دراسة العلاقات التوازنية طويلة الأجل من خلال دمج نماذج الانحدار الذاتي Autoregressive Model مع فترات الإبطاء الموزعة Distributed Lag Model (Pesaran, 1998, pp. 1-22) " ARDL Long Run Form and Bounds Test"، ويتميز النموذج بملائمة السلاسل الزمنية الصغيرة نسبياً مقارنة بالأساليب الأخرى المستخدمة فتكون مخرجات النموذج أكثر دقة وكفاءة (Mehrara, 2011, pp. 249-

(256)، مما يجعله أكثر مناسبة واتساقاً لتحديد العلاقات بين متغيرات الدراسة في الأجلين القصير والطويل، كما يتم اشتقاق علاقات الأجل القصير من خلال تطبيق نموذج تصحيح الخطأ ECM MODEL واكتشاف التكامل المشترك في النموذج للأجل القصير (Mestre, 1998, pp. 267-283). ويسمح النموذج بإدخال عدد أكبر من فترات الإبطاء الزمني حتى تصل إلى الوضع الأمثل (Narayan, 2005, pp. 423-438). وتختلف عن أساليب التكامل المشترك الأخرى Engle and Joansen (1991) and Granger من حيث أن هذا الاختبار لا يتطلب أن تكون السلاسل الزمنية متكاملة أو مستقرة من نفس الدرجة أي يمكن تطبيقها في حالة وجود متغيرات تستقر في المستوى $I(0)$ أو الفرق الأول $I(1)$ أو مزيج بينهما كما هو موضح في الجدول رقم (١)، مع شرط عدم وجود متغيرات تستقر في المستوى $I(2)$ وهذا شرط من شروط تطبيق منهجية (ARDL). وبالتالي، فإنه من خلال هذا النموذج يمكن قياس أثر السياسة المالية على الاستثمار الخاص في مصر خلال الفترة (١٩٩٠-٢٠٢٢) ويتم ذلك من خلال إتباع الخطوات التالية: (أ) دراسة استقرار السلاسل الزمنية والكشف عن جزر الوحدة، (ب) استخراج اختبارات فترة الإبطاء المثلى للنموذج المقدر، (ج) اختبار التكامل المشترك باستخدام منهج (bounds test)، (د) نتائج تقدير العلاقة طويلة الأجل لنموذج ARDL، (هـ) نتائج تقدير العلاقة قصيرة الأجل لنموذج ARDL (معلمة تصحيح الخطأ)، (و) الاختبارات التشخيصية للنموذج.

٤-٢-١ دراسة استقرار السلاسل الزمنية والكشف عن جزر الوحدة:

إن تحديد دراسة استقرار السلاسل الزمنية تأتي قبل تحديد نموذج التكامل محل الدراسة، الذي يعد شرطاً أساسياً من شروط التكامل المشترك، وبناءً على درجة استقرار السلاسل الزمنية محل الدراسة يتم تحديد نموذج الاختبار المستخدم في الدراسة.

الجدول رقم (١) يوضح حالات استقرار السلاسل الزمنية وحالاتها :

البيان	حالات استقرار السلاسل الزمنية والنموذج المناسب للدراسة		
درجة استقرار السلاسل الزمنية	كل المتغيرات مستقرة عند المستوى $I(0)$ وبعضها مستقرة عند الفرق الأول $I(1)$	كل المتغيرات مستقرة عند المستوى $I(0)$	بعض المتغيرات المعنوية مستقرة عند المستوى $I(0)$ وبعضها مستقرة عند الفرق الأول $I(1)$

استخدام نموذج ARDL	استخدام التكامل المشتترك Johansen) method test (ECM- VAR	استخدام تقدير "OLS" طريقة الانحدار المربعات الصغرى	النموذج المناسب حسب درجة الاستقرار
--------------------	---	---	--

اعداد الباحث "

إن الهدف من هذا اختبار استقراريه السلاسل الزمنية هو فحص السلاسل الزمنية لجميع المتغيرات المراد إدخالها في النموذج محل الدراسة، للتأكد من استقراريه بياناتها قبل تحديد النموذج المناسب لذا سنعتمد على اختبار فليبس بيرون (p.p Test) للتأكد من استقرار بيانات السلاسل الزمنية محل الدراسة، حيث كانت النتائج كما يلي:

الجدول رقم (٢) نتائج جذر الوحدة لاستقرار السلاسل الزمنية لاختبار فليبس بيرون

القرار	المتغير عند أخذ الفرق الأول (I) ₁			المتغير في عند مستوى البيانات (I) ₀			المتغير
	None	Trend & Intercept	Intercept	None	Trend & Intercept	Intercept	
(I) ₁	* ٧,٥٧٣٠-	* ٨,٨٢٨٢-	* ٧,٧١٥١-	١,٣٧٧٧-	٢,٧٤٨٢-	٢,٥٩١٥-	t-Statistic
	٠,٠٠٠٠	٠,٠٠٠٠	٠,٠٠٠٠	٠,١٥٣٠	٠,٢٢٥٥	٠,١٠٥١	Prob.
(I) ₁	* ٥,٠٨١٥-	* ٥,٢٣١٦-	* ٥,١٢٤٦-	١,٦٨٨٤-	٣,٢٣٢٠-	٢,٥٧٨٥-	t-Statistic
	٠,٠٠٠٠	٠,٠٠٠١	٠,٠٠٠٢	٠,٠٨٦٠	٠,٠٩٦٣	٠,١٠٧٨	Prob.
(I) ₁	* ٥,٩٢٦٠-	* ٦,١٦٩١-	* ٦,١٧٦٨-	١,٤٦٧٢-	٢,٠٥٥١-	١,٩٨٨٥-	t-Statistic
	٠,٠٠٠٠	٠,٠٠٠١	٠,٠٠٠٠	٠,١٣٠٦	٠,٥٥٠١	٠,٢٩٠١	Prob.
(I) ₀	—	—	—	٠,١٢٤٩-	* ٤,٠٥٤٥-	٢,٥٠٠٦-	t-Statistic
	—	—	—	٠,٦٣٢٩	٠,٠٠١٦	٠,١٢٤٧	Prob.
(I) ₁	* ٦,٥٥٣٨-	* ١١,١٤٥-	* ٦,٩٣٧٩-	١,٠٣٧٣-	٢,٣٠٢٢-	٢,٥٦١٨-	t-Statistic
	٠,٠٠٠٠	٠,٠٠٠٠	٠,٠٠٠٠	٠,٢٦٣٥	٠,٤٢٠٨	٠,١١١٢	Prob.

اعداد الباحث : اعداد الباحث بناء على بيانات البنك الدولي والبنك المركزي المصري ومخرجات ١٢ Eviwes.

ملحوظة: * عند مستوي معنوية ١٪

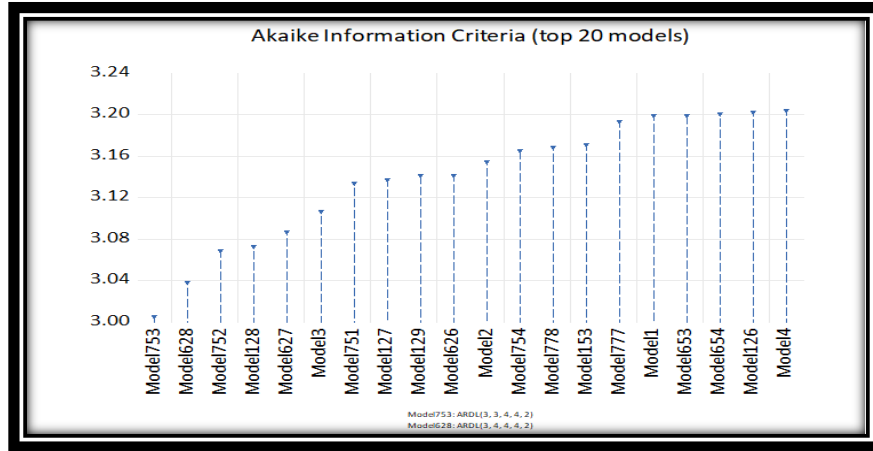
بالاستناد إلى اختبار جذر الوحدة فليبس بيرون (p p) ، تم إجراء اختبارات السكون لكل من المتغير التابع والمتغيرات المستقلة، ووجدت كل المتغيرات ساكنة عند الفرق الأول (I)₁ باستثناء متغير الإيرادات الضريبية وكانت عند المستوي (I)₀ ، و نظرا لان بعض المتغيرات مستقرة عن الفرق الأول (الاستثمار الخاص - الانفاق

الحكومي - عجز الموازنة - الاستثمار الحكومي) وبعض المتغيرات عند المستوى (الإيرادات الضريبية) وحسب هذه النتائج المحققة فإن الاختيار الأنسب هو اختبار التكامل المشترك باستعمال طريقة منهج الحدود "ARDL".

٤-٢-٢ استخراج اختبارات فترة الإبطاء المثلى للنموذج المقدر. "ARDL"

بعد تحديد الاختبار الأنسب للنموذج المقدر تأتي الخطوة التالية لتحديد طول فترات الإبطاء الموزعة (ARDL n.m.r.p) نستخدم معياري (AIC) و (shw) ونختار أدنى فترة من قيمة هذين المعيارين ولأنه الأكثر دلالة من بقية المعايير الأخرى، وحسب النتائج المبينة في الشكل التالي فإن أفضل نموذج هو Model753: ARDL(3, 4, 4, 2) وهي موضحة.

الشكل رقم (٤) النموذج الأمثل لفترات الإبطاء باستعمال معيار AIC



المصدر : الباحث بالاعتماد على مخرجات ١٢ Eviwes.

يسمح برنامج Eviwes12 بنسخته (12) تعيين فترات الإبطاء المثلى لنموذج (ardl) بشكل تلقائي بناء على معيار (AIC) الذي يحدد فترة الإبطاء المثلى وحسب النتائج الموضحة في الشكل رقم (٤)، حصلنا على فترة الإبطاء المثلى لمتغيرات النموذج Model753: ARDL (3. 3. 4. 4. 2) وهي ثلاثة تأخيرات بالنسبة لكلا من المؤشرات التالية (الاستثمار الخاص - وعجز الموازنة)، وأربعة تأخيرات لكلا من الانفاق الحكومي والإيرادات الضريبية، وتأخيرين لمؤشر الاستثمار الحكومي .

٣-٢-٤ اختبار التكامل المشترك باستخدام منهج (bounds test).

وبعدما قمنا بتحديد فترات الإبطاء المثلى لنموذج الدراسة نأتي بعدها لاختبار وجود علاقة توازنية طويلة الأجل للنموذج (3.3.4.4.2) ARDL ، وذلك بالاعتماد على اختبار الحدود (bounds test) الموضحة في الجدول رقم (٣) كالآتي:

الجدول رقم (٣) اختبار الحدود Bounds Test

F-Bounds Test		Null Hypothesis: No levels relationship		
Test Statistic	Value	Signif.	I(0)	I(1)
Asymptotic: n=1000				
F-statistic	7.156788	10%	2.2	3.09
k	4	5%	2.56	3.49
		2.5%	2.88	3.87
		1%	3.29	4.37
Finite Sample: n=35				
Actual Sample Size	29	10%	2.46	3.46
		5%	2.947	4.088
		1%	4.093	5.532

المصدر : اعداد الباحث بناء على مخرجات ١٢ Eviwes

من خلال نتائج الجدول أعلاه والجدول أدناه رقم (٣) يتبين أن قيمة (f-statistic) = ٧.١٥٦ المحسوبة أكبر من القيمة الجدولية للحد الأعلى عند مستوى المعنوية ٥٪ في وجود ٤ متغيرات تفسيرية (٤) وحد ثابت، وعليه نرفض الفرض العدم H_0 ونقبل الفرض البديل H_1 وبالتالي يمكن القول على أنه توجد علاقة توازنية طويلة الأجل بين المتغيرات المستقلة (FD- GEXP -TREV- INP) والمتغير التابع (INV) وبالتالي هناك علاقة تكامل مشترك بين متغيرات النموذج محل الدراسة

٤-٢-٤ نتائج تقدير العلاقة طويلة الاجل لنموذج ARDL :

من خلال النتائج الموضحة في الجدول التالي رقم (٤) نستنتج ما يلي:

- بالنسبة للمعاملات طويلة الاجل فنجد ان إشارة عجز الموازنة العامة سالبة^٣ ومعنوية (عند مستوي معنوية ١٪ " قيمة Prob = ٠.٠٠٠٠) ، فارتفاع عجز الموازنة بنسبة ١٪ يؤدي إلى انخفاض الاستثمار الخاص في مصر

^٣ تم اهمال إشارة متغير الموازنة باعتبارها ان جميع متغيراتها سالبة وادراجها في النموذج القياسي لتصبح جميع المتغيرات من مسمي الموازنة إلى عجز بالموازنة.

بنسبة ٠.٧٦٢٪ (Coefficient - ٠.٧٦٢٦٠٠) مما يشير إلى وجود علاقة سالبة بين عجز الموازنة والاستثمار الخاص في مصر وهذه العلاقة ذات دلالة إحصائية.

- بالنسبة للإنفاق الحكومي فإن إشارته سالبة ومعنوية (عند مستوى معنوية ١٪ " قيمة Prob = ٠.٠٠٠٣١ ")، وهذا يشير إلى أن الإنفاق الحكومي كان سببا في إزاحة الاستثمار الخاص في مصر خلال الفترة قيد المراجعة، فارتفاع الإنفاق الحكومي بنسبة ١٪ يؤدي إلى انخفاض الاستثمار الخاص في مصر بنسبة ٠.٣٩٨٪ (Coefficient - ٠.٣٩٨) مما يشير إلى وجود علاقة سالبة بين الإنفاق الحكومي والاستثمار الخاص في مصر وهذه العلاقة ذات دلالة إحصائية.

- بالنسبة للإيرادات الضريبية فإن إشارتها موجبة ومعنوية وذات دلالة إحصائية قوية (عند مستوى معنوية ١٪ " قيمة Prob = ٠.٠٠٠٠٠ % ") وهو ما يعني أن الإيرادات الضريبية لها علاقة إيجابية قوية في تخفيض عجز الموازنة ومن ثم التأثير غير المباشر على الاستثمار الخاص في مصر، فتلك الدلالة تؤكد ان الإيرادات الضريبية ليس بالعامل الحاسم على الاستثمار الخاص في مصر، فانخفاض نسبة الإيرادات الضريبية كنسبة من الناتج المحلي دعم ارتفاع عجز الموازنة في مصر وهذا الأخير تسبب في انخفاض الاستثمار الخاص في مصر وهو ما أكدته النتيجة الأولى ، فانخفاض الإيرادات الضريبية بنسبة ١٪ يؤدي إلى ارتفاع عجز الموازنة ومن ثم ارتفاع الاستثمار الخاص في مصر بنسبة ٢.٣٥٪ (Coefficient " ٢.٣٥ ") مما يشير إلى وجود علاقة موجبة بين الإيرادات الضريبية والاستثمار الخاص في مصر وهذه العلاقة ذات دلالة إحصائية قوية.

- بالنسبة للاستثمارات الحكومية فإن إشارتها سالبة ومعنوية وذات دلالة إحصائية قوية (عند مستوى معنوية ١٪ " قيمة Prob = ٠.٠٠٠٠٠ % ") وهو ما يعني أن الاستثمارات الحكومية لها أيضًا علاقة سالبة وقوية بالاستثمار الخاص، مما يكشف عن أن الاستثمارات الحكومية تزامم الاستثمار الخاص في مصر خلال فترات الدراسة ، فارتفاع الاستثمارات الحكومية بنسبة ١٪ يؤدي إلى انخفاض الاستثمار الخاص في مصر بنسبة ٠.٤٤٪ (Coefficient - ٠.٤٤١ ") مما يشير إلى وجود علاقة سالبة بين الاستثمارات الحكومية والاستثمار الخاص في مصر وهذه العلاقة ذات دلالة إحصائية قوية، الجدول التالي يوضح نتائج تقدير العلاقة طويلة الأجل.

الجدول رقم (٤) نتائج تقدير العلاقة طويلة الاجل

ARDL Long Run Form and Bounds Test				
Dependent Variable: D(INV)				
Selected Model: ARDL(3, 3, 4, 2)				
Case 2: Restricted Constant and No Trend				
Date: 10/28/24 Time: 12:20				
Sample: 1990 2022				
Included observations: 29				
Conditional Error Correction Regression				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-43.49829	9.321122	-4.666637	0.0016
INV(-1)*	-2.722669	0.576980	-4.718825	0.0015
FD(-1)	2.076308	0.550077	3.774574	0.0054
GEXP(-1)	-1.084138	0.413653	-2.620888	0.0306
TREV(-1)	6.419888	1.603306	4.004156	0.0039
INP(-1)	-1.203294	0.558518	-2.154442	0.0633
D(INV(-1))	1.540882	0.466211	3.305115	0.0108
D(INV(-2))	0.827252	0.242383	3.412997	0.0092
D(FD)	0.800826	0.331055	2.419009	0.0419
D(FD(-1))	-0.864533	0.510219	-1.694437	0.1286
D(FD(-2))	-1.013463	0.414218	-2.446690	0.0401
D(GEXP)	-0.619407	0.268997	-2.302652	0.0503
D(GEXP(-1))	0.803284	0.363723	2.208501	0.0582
D(GEXP(-2))	0.647786	0.158780	4.079779	0.0035
D(GEXP(-3))	0.203053	0.140364	1.446617	0.1860
D(TREV)	0.697260	0.421825	1.652959	0.1369
D(TREV(-1))	-4.376187	1.322054	-3.310142	0.0107
D(TREV(-2))	-2.554274	0.704720	-3.624525	0.0067
D(TREV(-3))	-0.983953	0.303096	-3.246345	0.0118
D(INP)	-0.140159	0.332953	-0.420956	0.6849
D(INP(-1))	0.470290	0.327715	1.435055	0.1892
* p-value incompatible with t-Bounds distribution.				
Levels Equation				
Case 2: Restricted Constant and No Trend				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
FD	0.762600	0.112937	6.752430	0.0001
GEXP	-0.398189	0.095224	-4.181605	0.0031
TREV	2.357939	0.241966	9.744932	0.0000
INP	-0.441954	0.131682	-3.356228	0.0100
C	-15.97634	3.095561	-5.161048	0.0009
EC = INV - (0.7626*FD -0.3982*GEXP + 2.3579*TREV -0.4420*INP - 15.9763)				

المصدر : اعداد الباحث بناء على مخرجات ١٢ Eviwes.

٤-٢-٥ نتائج تقدير العلاقة قصيرة الاجل لنموذج ARDL (معلمة تصحيح الخطأ) :

بعدما أكدت النتائج المحصل عليها (اختبار الحدود - نموذج الفترة الطويلة) بوجود تكامل مشترك طويلة الاجل بين متغيرات الدراسة الاستثمار الخاص كمتغير تابع وعجز الموازنة والانفاق الحكومي والايادات الضريبية والاستثمار الحكومي كمتغيرات مفسرة، تتمثل الخطوة الأخيرة في تحليل ARDL في تقدير نموذج تصحيح الخطأ الذي يمثل العلاقة بين الاستثمار الخاص ومحدداته الرئيسية في الأجل القصير، باستخدام نموذج (٣.٣.٤.٤.٢) ARDL .

الجدول رقم (٥) : نتائج تأثير تقدير نموذج تصحيح الخطأ للعلاقة قصيرة الأجل.

ARDL Error Correction Regression Dependent Variable: D(INV) Selected Model: ARDL(3, 3, 4, 4, 2) Case 2: Restricted Constant and No Trend Date: 10/29/24 Time: 08:45 Sample: 1990 2022 Included observations: 29				
ECM Regression Case 2: Restricted Constant and No Trend				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(INV(-1))	1.540882	0.268913	5.730034	0.0004
D(INV(-2))	0.827252	0.157774	5.243273	0.0008
D(FD)	0.800826	0.187564	4.269611	0.0027
D(FD(-1))	-0.864533	0.283429	-3.050262	0.0158
D(FD(-2))	-1.013463	0.205688	-4.927195	0.0012
D(GEXP)	-0.619407	0.141111	-4.389500	0.0023
D(GEXP(-1))	0.803284	0.184859	4.345396	0.0025
D(GEXP(-2))	0.647786	0.111598	5.804628	0.0004
D(GEXP(-3))	0.203053	0.091108	2.228705	0.0564
D(TREV)	0.697260	0.259038	2.691727	0.0274
D(TREV(-1))	-4.376187	0.689579	-6.346170	0.0002
D(TREV(-2))	-2.554274	0.428637	-5.959063	0.0003
D(TREV(-3))	-0.983953	0.212600	-4.628189	0.0017
D(INP)	-0.140159	0.160710	-0.872123	0.4086
D(INP(-1))	0.470290	0.151742	3.099271	0.0147
CointEq(-1)*	-2.722669	0.325937	-8.353364	0.0000
R-squared	0.916318	Mean dependent var	-0.084138	
Adjusted R-squared	0.819763	S.D. dependent var	1.853710	
S.E. of regression	0.786981	Akaike info criterion	2.659876	
Sum squared resid	8.051406	Schwarz criterion	3.414246	
Log likelihood	-22.56821	Hannan-Quinn criter.	2.896136	
Durbin-Watson stat	3.115592			
* p-value incompatible with t-Bounds distribution.				

المصدر : اعداد الباحث بناء على مخرجات ١٢ Eviwes

ومن خلال نتائج التقدير للعلاقة قصيرة الأجل لنموذج تصحيح الخطأ (ECM) والموضحة في الجدول السابق تظهر النتائج ان معامل التحديد R-squared بلغ ٠.٩١٦ أي ٩١ % من الاستثمار الخاص في مصر تفسره المتغيرات المستقلة في النموذج أو أن المتغيرات المستقلة في النموذج تفسر ٩١ % من التغيرات في الاستثمار الخاص، وهذه النسبة تعكس التغيرات التي تحدث في الاستثمار الخاص والباقي تفسره عوامل أو متغيرات أخرى لم تدرج في النموذج.

ولغرض قياس العلاقة قصيرة الأمد تم استخدام نموذج تصحيح الخطأ، هذا النموذج له ميزتان: الأولى هي قياس العلاقة قصيرة الأمد، والثانية هي قياس سرعة التعديل لإعادة التوازن في النموذج الديناميكي "معامل إبطاء حد تصحيح الخطأ (CointEq(-1))" فإذا كانت قيمة هذا المعامل سالبة وذات معنوية إحصائية فهذا تأكيد على وجود علاقة توازنه طويلة الأجل بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة المدرجة في النموذج المقدر ، بالتالي قيمة هذا المعامل تدعم نتائج اختبار الحدود (Bound Test) ، ويمكن تفسير قيمة معامل حد تصحيح الخطأ اقتصاديا بأن المتغير التابع تتعدل قيمته التوازنية في كل فترة زمنية بنسبة من الاختلال المتبقي من الفترة (T-١) أي عندما ينحرف المتغير التابع عن قيمته التوازنية في المدى القصير فإنه يتم تصحيح ما يعادل قيمة معامل حد

تصحيح الخطأ، حيث يتم حساب مدة التعديل بقسمة ١ الصحيح على قيمة معامل حد تصحيح الخطأ (Cadoret, 2009, p. 369).

أما بالنسبة لمعامل حد تصحيح الخطأ ($\text{cointEq}(-1)$) فكان سالب الإشارة ومعنوي عند مستوى معنوية ١٪ أي معنوي حسب إحصائية ($0.000=p\text{-value}$) مما يؤكد على وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين متغيرات النموذج ويمثل أيضا سرعة التعديل للعودة للوضع التوازني عند حدوث صدمات أو انحرافات في النموذج. وتقاس المعلمة سرعة العودة إلى وضع التوازن في الأجل الطويل وأن كل المحددات المقترحة للاستثمار الخاص لها أثر معنوي في الأجل القصير.

وبالنسبة لقيمة معامل تصحيح الخطأ ($\text{cointEq}(-1)$) تساوي (-٢.٧٢٢)، وهذا معناه أن ٢٧٢٪ من الخل في التوازن متغير الاستثمار الخاص في مصر للفترة السابقة ($T-1$) يتم تصحيحه في الفترة الحالية (T)، كما يمكن القول أن 272٪ من أخطاء الأجل القصير يتم تصحيحه في واحدة الزمن (0.37 سنة واحدة من أجل العودة إلى الوضع التوازني في الأجل الطويل. كما أن نسبة هذا التصحيح تعكس سرعة تعديل مرتفعة نحو التوازن بحيث أن الاستثمار الخاص في مصر يستغرق حوالي (٠.٣٧) سنة (فجوة التأخير الزمني مساوية ل ١/٢.٧٢٢) للرجوع إلى قيمته التوازنية نتيجة أي صدمة محدثة في النموذج.

ان العلاقة في الأجل الطويل هي التي يعتمد عليها في دراسة العلاقات الاستثمار الخاص والمتغيرات المستقلة لإثبات فرضيات البحث لأن العلاقة قصيرة الأجل قد تنحرف أو تتذبذب وفي نهاية المطاف يعود إلى التوازن أي العلاقة في الأجل الطويل.

٤-٢-٦ الاختبارات التشخيصية للنموذج

للتأكد من جودة النموذج المستخدم في الدراسة التطبيقية وخلوه من المشاكل القياسية يتم القيام بالاختبارات التالية:

الجدول رقم (٦) الاختبارات التشخيصية للنموذج المقدر

الاختبار	Value	.Prob
اختبار الارتباط الذاتي Serial Correlation Test:	٣.٠٢١٨٩٠ F-statistic	٠.١٢٣٦
اختبار التوزيع الطبيعي Jarque- berra:	٥.٩٠٣٨	٠.٠٥٢٢٤

اختبار	t-statistic ٠.٢٣٩٨١٢٤	٠.٨١٧٣
Ramsey RESET Test	F-statistic ٠.٠٥٧٥١٠	٠.٨١٧٣

المصدر: من إعداد الباحثين اعتماداً على مخرجات برنامج Eviwes12

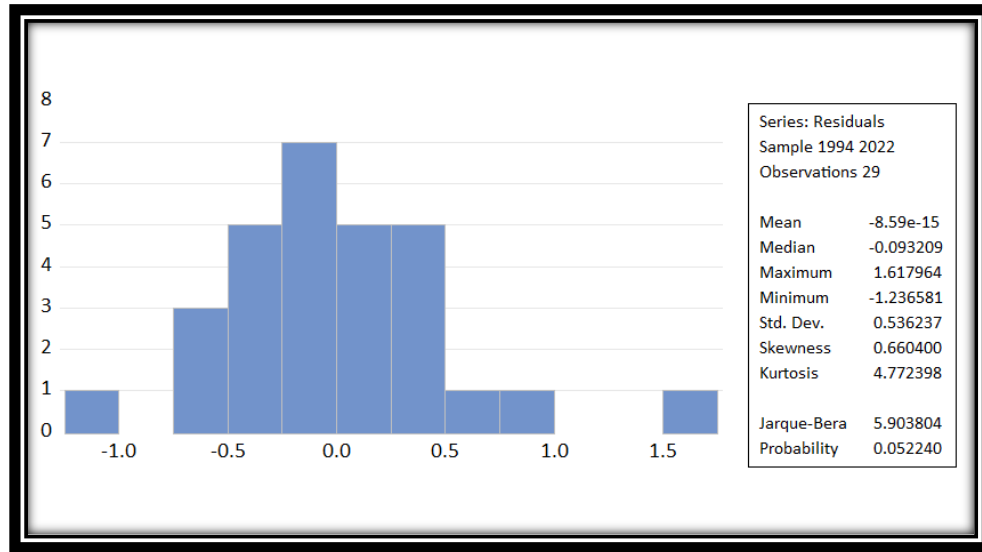
بعد تقدير نموذج تصحيح الخطأ وفق منهج ARDL وللتأكد من جودة النموذج المستخدم في الدراسة وخلوه من المشاكل القياسية تم القيام بإجراء مجموعة من الاختبارات التشخيصية لبواقي نموذج تصحيح الخطأ المقدر وقد ظهرت النتائج كما يلي:

اختبار الارتباط الذاتي: (correlation test) استناداً إلى اختبار Breuch – Godfrey LM test لاختبار الارتباط التسلسلي للأخطاء يتضح عدم وجود ارتباط ذاتي تسلسلي للأخطاء، فالاختبار أظهر عدم معنوية قيمة الاحتمال الحرج حيث بلغت $\text{prob value: } 0.123$ أي خلو النموذج من مشكلة الارتباط التسلسلي للأخطاء لأن القيمة الاحصائية ($f\text{-statistic}=3.02$) والاحتمال المقابل لها أكبر من ٥٪ أي عدم وجود ارتباط تسلسلي لبواقي معادلة الانحدار.

اختبار Ramsey Rest : من خلال نتائج الاختبار تظهر قيمته الاحتمالية تساوي (٠.٨١٧٣) وهي أكبر من حد المعنوية ٥٪ وبالتالي نقبل بالشكل الدالي للنموذج قيد الدراسة.

اختبار التوزيع الطبيعي من خلال نتائج اختبار Jarque– berra والتي أظهرت الاحتمالية الاحصائية للاختبار عند " – prob = ٠.٠٥٢٢٤ " وهي أكبر من حد المعنوية ٥٪ مما يدل على أن بواق النموذج تتوزع توزيعاً طبيعياً، كما هي في الشكل التالي .

الشكل رقم (٥) نتائج اختبار التوزيع الطبيعي للنموذج المقدر.



المصدر: من إعداد الباحثين اعتماداً على مخرجات برنامج Eviwes12

٥ - نتائج الدراسة

- أكدت الدراسة التحليلية والدراسة القياسية رفض الفرض القائل بأن هناك تأثير إيجابي لعجز الموازنة على الاستثمار الخاص في مصر وهو ما يتوافق مع النظرية الاقتصادية.
- أكدت الدراسة التحليلية والدراسة القياسية رفض الفرض القائل بأن هناك تأثير إيجابي للإنفاق الحكومي والاستثمار الحكومي من جهة على الاستثمار الخاص في مصر وهو ما يتوافق مع النظرية الاقتصادية.
- أكدت الدراسة التحليلية والدراسة القياسية رفض الفرض القائل بأن هناك تأثير سلبي للإيرادات الضريبية على الاستثمار الخاص في مصر وهو ما يتوافق مع النظرية الاقتصادية. ويمكن استعراض نتائج الدراسة تفصيلاً كالتالي:

٥-١ نتائج الدراسة التحليلية

- ان خطط الإنفاق الحكومي في مصر كانت دائماً أعلى من الإيرادات الحكومية وخاصة الإيرادات الضريبية، لأن تنمية الإيرادات أبطأ، مما يتسبب في عجز الموازنة، وبلغ متوسط عجز الموازنة خلال الفترة من ١٩٩٠-٢٠٢٢ حوالي ٧.٢٩% من الناتج المحلي الإجمالي في حين بلغ متوسط الإنفاق العام حوالي ٢٩.٢٨% من الناتج المحلي، بينما بلغ متوسط الإيرادات الضريبية حوالي ١٤.٨% ومتوسط الإيرادات الحكومية حوالي ٢١.٩٥%

من الناتج المحلي، ونستخلص من ذلك ان عجز الموازنة ناتج عن ارتفاع الانفاق العام عن الإيرادات الحكومية وخاصة الإيرادات الضريبية وهذا العجز كان له دور في انخفاض الاستثمار الخاص في مصر خلال فترة الدراسة، حيث يتم تغطيته هذا العجز عن طريق الاقتراض الخارجي والداخلي، ونتيجة لهذه الزيادة في الإنفاق الحكومي، والذي يتم تلبيته عن طريق الاقتراض من أسواق رأس المال، ومن ثم ارتفاع أسعار الفائدة، مما قد يؤدي إلى زيادة تكلفة رأس المال للمقترضين، وهذا من شأنه في نهاية المطاف أن يعيق الاستثمار في القطاع الخاص (E.Mikky, 2022, pp. 56-64).

أما فيما يتعلق بعلاقة الاستثمار الحكومي بالاستثمار الخاص في مصر فقد توصلت الدراسة إلى ان غالبية فترات الدراسة تتسم بتنافسية الاستثمارات الحكومية للاستثمارات الخاصة، وكان الارتفاع القياسي لنسبة الاستثمارات الحكومية أدى إلى إزاحة الاستثمار الخاص (انخفاض الاستثمار الخاص) في مصر ورافق ذلك الانخفاض القياسي لنسبة الاستثمار الخاص كنسبة من الناتج المحلي، بينما انخفاض الاستثمارات الحكومية كان سببا في استقطاب الاستثمار الخاص كما هو موضح في اغلب فترات الدراسة تتسم بتأييد فكرة إزاحة الاستثمارات الحكومية للاستثمار الخاص في مصر خلال فترة الدراسة وهو ما يؤكد وجود علاقة سالبة بين الاستثمار الحكومي والاستثمار الخاص في مصر خلال فترة الدراسة (١٩٩٠-٢٠٢٢).

أما فيما يتعلق بتأثر الإيرادات الضريبية على الاستثمار الخاص في مصر يمكن القول ان تاريخ انخفاض الإيرادات الضريبية في مصر لم يكن سببا في زيادة الاستثمارات الخاصة في مصر، بل على العكس أدى ذلك إلى انخفاض الاستثمار الخاص في مصر، ويمكن القول ان التأثير الأكبر على الاستثمار الخاص هو لعجز الموازنة في مصر، حيث ساهم انخفاض الإيرادات الضريبية كنسبة من الناتج المحلي خلال فترات الدراسة على ارتفاع العجز بالموازنة العامة للدولة ومن ثم انخفاض حجم الاستثمار الخاص في مصر كما اوضحنا سابقا، فمقولة تخفيض الضرائب تسبب في تشجيع الاستثمار تحتاج إلى إعادة نظر بشكل كبير، وقد اشارت أغلب الدراسات منها دراسة محمد عبدالفتاح وآخرون (Kitamura, 2000, p. 56) وكذلك دراسة عثمان عزوز (عزوز، ٢٠٢٣، صفحة ١٦٩) ودراسة Nada Massoud (Massoud, 2005, pp. 1-23) ان الاعتبار الضريبي ليس هو الاعتبار الحاسم بالنسبة للاستثمار بشكل عام والاستثمار الخاص بالتحديد، بل ان هناك عوامل أخرى لها تأثير أكبر على الاستثمار الخاص في مصر مرتبطة بالاستقرار ومكافحة الفساد وتهيئة البيئة الاستثمارية والمنظومة الجمركية، الخدمات

الحكومة، تكاليف الإنتاج، التنسيق بين السياسات الاقتصادية والمالية والنقدية، الشفافية في أسواق الأوراق المالية، البنية التحتية، الأسواق الداخلية للدولة والعمالة الماهرة والاستثمار في العنصر البشري وقوة العملة النقدية للدولة".

٥-٢ نتائج الدراسة القياسية

أكدت النتائج المحصل عليها في نموذج الدراسة (اختبار الحدود - نموذج الفترة الطويلة) بوجود تكامل مشترك طويلة الاجل بين متغيرات الدراسة الاستثمار الخاص كمتغير تابع وعجز الموازنة والانفاق الحكومي والايادات الضريبية والاستثمار الحكومي كمتغيرات مفسرة، وتوصلت الدراسة إلى تطابق كبير لنتائج تقدير العلاقة قصيرة الاجل لنموذج (ARDL Error Correction Regression) ، مع نتائج العلاقة طويلة الاجل لنموذج (ARDL Long Run Form and Bounds Test) باستثناء الاستثمار الحكومي في الفترة القصيرة التي كانت اشارتها سالبة و غير معنوية بخلاف تحليل الفترة الطويلة والتي كانت اشارتها سالبة و ذات دلالة إحصائية.

ان العلاقة في الأجل الطويل هي التي يعتمد عليها في دراسة العلاقات الاستثمار الخاص والمتغيرات المستقلة لإثبات فرضيات البحث لأن العلاقة قصيرة الأجل قد تنحرف أو تتذبذب وفي نهاية المطاف يعود إلى التوازن أي العلاقة في الأجل الطويل، وتشير نتائج الدراسة في الفترة الطويلة إلى : -

- بالنسبة للمعاملات طويلة الاجل فنجد ان إشارة عجز الموازنة العامة سالبة^٤ ومعنوية (عند مستوي معنوية ١٪ " قيمة Prob = ٠.٠٠٠٠) ، فارتفاع عجز الموازنة بنسبة ١٪ يؤدي إلى انخفاض الاستثمار الخاص في مصر بنسبة ٠.٧٦٢٪ (Coefficient - ٠.٧٦٢٦٠٠) مما يشير إلى وجود علاقة سالبة بين عجز الموازنة والاستثمار الخاص في مصر وهذه العلاقة ذات دلالة إحصائية، وهذا يعني أن تاريخ العجز الطويل في مصر كان سبباً استبعاد الاستثمار الخاص خلال الفترة، وهذا ما يتوافق مع الدراسة التحليلية والنظرية الاقتصادية
- وبالنسبة للإنفاق الحكومي فإشارته سالبة ومعنوية (عند مستوي معنوية ١٪ " قيمة Prob = ٠.٠٠٠٣١) ، وهذا يشير إلى أن الإنفاق الحكومي كان سبباً في إزاحة الاستثمار الخاص في مصر خلال الفترة قيد المراجعة، فارتفاع الانفاق الحكومي بنسبة ١٪ يؤدي إلى انخفاض الاستثمار الخاص في مصر بنسبة ٠.٣٩٨٪ (Coefficient - ٠.٣٩٨) مما يشير إلى وجود علاقة سالبة بين الانفاق الحكومي والاستثمار الخاص في مصر وهذه العلاقة

^٤ تم اهمال إشارة متغير الموازنة باعتبارها ان جميع متغيراتها سالبة وادراجها في النموذج القياسي لتصبح جميع المتغيرات من مسمي الموازنة إلى عجز بالموازنة.

ذات دلالة إحصائية. وتتفق هذه النتيجة مع النظرية الاقتصادية ، وهذا يعني أن تاريخ الانفاق الحكومي في مصر كان له سببًا استبعاده خلال الفترة قيد المراجعة.

- بالنسبة للإيرادات الضريبية فإنها موجبة ومعنوية وذات دلالة إحصائية قوية (عند مستوى معنوية ١٪ " قيمة $Prob = 0.0000$ %) وهو ما يعني أن الإيرادات الضريبية لها علاقة إيجابية قوية في تخفيض عجز الموازنة ومن ثم التأثير غير المباشر على الاستثمار الخاص في مصر، فتلك الدلالة تؤكد أن الإيرادات الضريبية ليست بالعامل المؤثر على الاستثمار الخاص في مصر، فارتفاع نسبة الإيرادات الضريبية كنسبة من الناتج المحلي يدعم تخفيض عجز الموازنة (المسبب لانخفاض الاستثمار الخاص في مصر، يكشف عن أن الإيرادات الضريبية تجذب الاستثمار الخاص في مصر خلال فترات الدراسة، فانخفاض الإيرادات الضريبية بنسبة ١٪ أدى ذلك إلى ارتفاع العجز بالموازنة العامة وانخفاض الاستثمار الخاص في مصر بنسبة ٢.٣٥٪ (Coefficient " ٢.٣٥") مما يشير إلى وجود علاقة موجبة بين الإيرادات الضريبية والاستثمار الخاص في مصر وهذه العلاقة ذات دلالة إحصائية قوية.

بالنسبة للاستثمارات الحكومية فإنها سالبة ومعنوية وذات دلالة إحصائية قوية (عند مستوى معنوية ١٪ " قيمة $Prob = 0.0000$ %) وهو ما يعني أن الاستثمارات الحكومية لها أيضًا علاقة سالبة وقوية بالاستثمار الخاص، مما يكشف عن أن الاستثمارات الحكومية تزام الاستثمار الخاص في مصر خلال فترات الدراسة ، فارتفاع الاستثمارات الحكومية بنسبة ١٪ يؤدي إلى انخفاض الاستثمار الخاص في مصر بنسبة ٠.٤٤٪ (Coefficient " - ٠.٤٤١") وهو ما يشير إلى وجود علاقة سالبة بين الاستثمارات الحكومية والاستثمار الخاص في مصر وهذه العلاقة ذات دلالة إحصائية قوية.

٥-٣ توصيات الدراسة

توصي الدراسة بمجموعة من السياسات المالية المقترحة ومن أهمها تخفيض عجز الموازنة و وكذلك السياسات التي يمكن أن تتبعها الحكومة في المستقبل لترشيد ورفع كفاءة الاستثمار العام أو الحكومي، وتعظيم دوره في خفض معدلات الاستثمار الخاص ورفع معدلات النمو والتأثير على استدامة التنمية في مصر ؛ لذا تقترح الدراسة الآتي:

■ ضمان قدر من الحوكمة لمنظومة السياسة واتخاذ القرار في هذا المجتمع، وموائمة الانفاق الحكومي مع الإيرادات الحكومية للحد من عجز الموازنة العامة للدولة ويتم ذلك من خلال :

مراجعة أوجه الإنفاق الحكومي وخاصة الانفاق الجاري مثل مكاتب وتنقلات واعلانات الوزراء بنسبة ٢٠٪ دون المساس أداء الجهات الحكومية للدولة، أضف إلى ذلك أن هناك متسع وإمكانية لتخفيض الانفاق الحكومي وخاصة الانفاق الجاري في الموازنة العامة للدولة بالإضافة إلى ترشيد لما يأتي من تخفيض الانفاق الاستثماري الحكومي التي ليست في الأولويات المرحلة الحالية بالإضافة إلى عدم التوسع أو القيام باستثمارات جديدة، والاكتفاء بالنفقات الخاصة بالصيانة والإحلال والتجديد، وفي هذا الصدد اوصت دراسة وسيم وجيه (وجيه، ٢٠١٩، الصفحات ٦٧-٩٨) بتوجيه الاستثمارات العامة نحو مجالات البنية التحتية حيث تتحقق فرضية راس المال العام، وتجنب المجالات الانتاجية، حيث تتحقق فرضية المزاحمة. وقد اوصت أيضا دراسة سميحة السيد فوزي (المغرب، ٢٠٠٤، صفحة ٢٠) بإعطاء وزن نسبي أكبر في هيكل النفقات العامة الاستثمارية لمشروعات البنية الأساسية البشرية (التعليم والصحة)، مع الاهتمام بصفة خاصة بتوجيه الإنفاق الاستثماري لرفع كفاءة الأداء في هذه الأنشطة (تطوير المناهج وأسلوب التعليم بدلا من بناء مدارس جديدة مثلا).

- إعادة النظر بشكل كبير في النظام الضريبي خاصة وان النظام الضريبي في مصر لا يشجع المشروعات عن الإنتاج وزيادة الإنتاجية، أي ان هناك خلل في النظام الضريبي في مصر، فمقولة رفع الضرائب تسبب في إعاقة الاستثمار تحتاج إلى إعادة نظر بشكل كبير وذلك لعدة أسباب :

- ففي مجال جذب الاستثمار الخاص في مصر هناك ضرائب إذا فرضت لن تؤثر من قريب او من بعيد على الاستثمار الخاص بل في الواقع قد تساعد الاستثمار لأنها تعطي انطباع بأن هذا المجتمع جاد في إدارة شؤونه مثل الانفاق البذخي - الثروات المتضخم، وهناك نوع من الضرائب (المعاملة الضريبية) المسكوت عنها في مجالات معينة مثل صناعة تجميع السيارات في مصر، حيث بلغ معدل الضريبة الجمركية لمكونات تجميع السيارات حوالي ١٥٪ إلى حوالي ٢٠٪ على أقصى حد في المقابل بلغ معدل الضريبة الجمركية على السيارات الواردة من الخارج حوالي ٨٠ % إلى ١٠٠٪ من قيمتها، الفارق بين ضرائب مكونات تجميع السيارات ومعدل الضريبة الجمركية لاستيراد السيارات فارق كبير لا يمثل ربح وإنما لغياب المعاملة الضريبية.

- فرض ضريبة على الثروة (بالتحديد الثروة غير المنتجة مثل الثروة العقارية) والطبقة المترفة وهذه الضريبة ليست لها علاقة بالاستثمار، وهذا يمكن ان يعطي انطباع أفضل بأن هذا المجتمع جاد وأنه سيدير شؤونه الاقتصادية

بقدر من الحكمة والمسئولية، هذه الطبقة تحتاج إلى وقفة لأنه لا يجوز على الإطلاق تركها بهذا الشكل دون مكافحتها، وذلك عن طريق اقتناص القوى الشرائية الزائدة في المجتمع، ويتم ذلك عن طريق زيادة الضرائب على الدخل المرتفعة، والقضاء على أوجه أحكام الطوق الاستهلاكي الترفي.

نوصي بأن تصدر الحكومة تعليماتها إلى وزارة المالية بإجراء تحليل للتكاليف والفوائد لحوافز المناطق الحرة وغير ها من الحوافز الضريبية الرئيسية (التي يتم تحديد ها من خلال ترتيب تقديرات الإيرادات الضريبية الضائعة). ورغم أن هذا يتطلب موارد كبيرة، فمن المهم في ضوء ندرة الأموال العامة مقارنة الفوائد والتكاليف المجتمعية، واتخاذ الإجراءات التصحيحية عند الضرورة. ومن بين أهم المخاوف المتعلقة بالسياسة المالية حالات الحوافز التي كان لها تأثير محدود في تعزيز الإنفاق الاستثماري، ولكنها تنطوي مع ذلك على إيرادات ضائعة كبيرة، بسبب الإعفاء الضريبي المقدم للاستثمارات الزائدة عن الحاجة، والنجاح المحدود في مكافحة التهرب الضريبي من جانب الشركات المتعددة الجنسيات، والذي تيسره الحوافز الضريبية (وأبرزها الإعفاءات الضريبية للشركات).

المراجع

- (2018, M. A. (2018, Number 6). Effects of corruption and budget deficit on private investment: Evidences from Pakistan. *International Journal of Development and Sustainability*(Volume 7). Retrieved from www.isdsnet.com/ijds
- Anindya Banerjee & Juan Dolado & Ricardo Mestre .(١٩٩٨). Error-correction Mechanism Tests for Cointegration in a Single-equation Framework .*Journal of Time Series Analysis*)vol. 19(3.((
- Aschauer, D. (1989, September). Does Public Capital Crowd Out Private Capital? *Journal of Monetary Economics*.
- Cadoret, I. (2009). *Applied econometrics, methods-applications -corrections*. group de boeck second edition.
- Dash, P. (2016, October - Decembe). The Impact of Public Investment on Private Investment: Evidence from India, . *The Journal for Decision Makers - Indian Institute of Management*.
- E.Mikky, M. M. (2022, Jul. – Aug). The Impact of The Budget Deficit on The Private Investment in Egypt. *IOSR Journal of Economics and Finance (IOSR-JEF)*.
- Galli, Y. U. (2017). An Analysis of the Impact of Fiscal Deficit on Private Investment in Nigeria: A Keynesian Perspective. *International Journal of Humanities and Social Science Invention ISSN*. Retrieved from www.ijhssi.org
- Ganelli, G. (2003, February). Useful Government Spending, Direct Crowding-Out and Fiscal Policy Interdependence. *Journal of International Money and Finance*.
- Grieve, R. (2004). *Macro Matters: Classical, Neoclassical and Keynesian Perspectives*. Scotland, UK: University of Strathclyde, Department of Economics.

- Hermes, N., & Lensink, R. (2001). Fiscal policy and private investment in less developed countries . *WIDER Discussion Paper, No. 2001/32*. Helsinki, Finland: The United Nations University World Institute for Development Economics Research (UNU-WIDER).
- Huntley, J. (2014, February). The Long-Run Effects of Federal Budget Deficits on National Saving and Private Domestic Investment. Washington, USA: Congressional Budget Office. Retrieved from <https://www.cbo.gov/publication/45140>
- Jack, D. (2011). Keynes Economics and the Question of Public Debt. Sydney, Australia: University of Sydney Press.
- K. M Jamee .(١٩٩٩) .*Government Spending in Growing Economy* .New York ،USA: Bard College Press.
- K.M.I.P. Kalugalla, J. J. (2020, Number 7). The impact of budget deficit on private investment in Sri Lanka. *Journal of Management Matters*, pp. 73-86.
- Kamaly, S. S. (January 3-6, 2014 - Number 1, May 2014). DOES THE BUDGET DEFICIT CROWD-OUT PRIVATE CREDIT FROM THE BANKING SECTOR? THE CASE OF EGYPT. *34th Annual Conference of MEEA in Philadelphia- Topics in Middle Eastern and North African Economies, Volume 16*. Pennsylvania.
- Kitamura, M. M. (2000). The Egyptian Tax System and Investment Tax Incentives. *Economics at the Graduate School of Business and Commerce - Keio University*.
- Lina Sineviciene, A. V. (2012). Fiscal Policy Interaction with Private Investment: the Case of the Baltic States. *magazine Inzinerine Ekonomika-Engineering Economics*.
- M. Bahmani-Oskooee) .September, 1999 .(Do Federal Budget Deficits Crowd Out or Crowd In Private Investment .,? *Journal of Policy Modeling*.
- M. H & , .Shin, Y. Pesaran .(١٩٩٨) .*An autoregressive distributed-lag modelling approach to cointegration analysis* (الإصدار) First Version: February, 1995 .(,England : Department of Applied Economics- University of Cambridge.
- Mahmoud Mahmoud zadeh, S. S. (2013, April 1). Fiscal Spending and Crowding out Effect: A Comparison between Developed and Developing Countries. *Journal Institutions and Economies*(Vol. 5, No. 1).
- Majumder, M. A. (2007). Does Public Borrowing Crowd-out Private Investment?The Bangladesh Evidence. *Working Paper Series*. Bangladesh: Policy Analysis Unit (PAU) , Research Department, Bangladesh Bank Head Office.
- Marcos, S. V. (2019, September). The impact of public investment on private investment in 21 OECD countries over the period 2000-2017. *Master's thesis* -. Lisbon , Portugal: University of Lisbon.
- Massoud, N. (2005). ASSESSMENT OF FDI INCENTIVES IN EGYPT. *Working Paper 0336*. Giza, egypt: Economic Research Forum (ERF).
- Mohsen Mehrara .(٢٠١١) .Health Expenditure and Economic growth: An ARDL Approach for the Case of Iran . *Journal of Economics and Behavioral Studies, AMH International*)vol. 3(4 تم الاسترداد من 4)) <https://ideas.repec.org/a/rnd/arjeb/v3y2011i4p249-256.html>
- N.Gregory Mankiw .(١٩٩٩) .*Macroeconomics Theory* .Jakarta: University of Lambung Mangkurat.

- O. A & .Okeke, I. C Fredrick .(٢٠١٣). The Crowding Out Effect of Budget Deficit on Private Investment in Nigeria .*European Journal of Business Management* من الاسترداد من https://www.researchgate.net/publication/304659780_The_crowding_out_effect_of_Budget_Deficits_on_Private_Investment_in_Nigeria
- Omojolaibi, J. A., Okenesi, T.-N. P., & and Mesagan, E. P. (2016). Fiscal Policy and Private Investment in Selected West African Countries. *CBN Journal of Applied Statistics (JAS)*(Vol. 7 : No. 1 , Article 13).
- Pareesh Kumar & Narayan, Seema Narayan .(٢٠٠٥). Estimating income and price elasticities of imports for Fiji in a cointegration framework .*Economic Modelling, Elsevier*.
- R. L. Dwigth .(٢٠١٢). The Keynesian Path to Fiscal Irresponsibility .*Cato Journal*.
- Saimul, A. (2020). Relationship Between Government Spending and Private Investment in Indonesia. *International Journal of Advanced Science and Technology*.
- Selim BAŞAR & Özgür POLAT & Sabiha .(٢٠١١). Crowding out effect of government spending on private investments in turkey: A cointegration analysis .*Journal of the Institute of Social Sciences*.^(٨)
- W. and Orszag Gale .(٢٠٠٤). *Budget Deficits, National Saving, and Interest Rates* .Brooking Papers on Economic Activity.
- Wang, B. (2005, September). Effects of government expenditure on private investment: Canadian empirical evidence. *Journal of the Institute for Advanced Studies*, pp. 493-504.
- Yan, X. X. (2014). Does government investment crowd out private investment in China? *Journal of Economic Policy Reform (Online) Journal*. Retrieved from <https://www.tandfonline.com/>
- Yrd. Doç. Dr. Ye im KU TEPEL .(٢٠٠٥). Effectiveness of Fiscal Spending: Crowding out and/or crowding in ? *Journal of Management and Economics* ،Issue 1.
- باهر محمد عتلم. (١٩٩٣). أثر برنامج الإصلاح على تخفيض الموازنة في مصر. *مجلة مصر المعاصرة* (٤٣١).
- سميحة السيد فوزي & نهال المغربل. (٢٠٠٤). *الاستثمار العام والاستثمار الخاص في مصر: مزاحمة أم تكامل*. القاهرة: المركز المصري للدراسات الاقتصادية.
- عبد الناصر عز الدين & احمد علي. (٢٠١٦). التزاحم بين الاستثمار العام والاستثمار الخاص في الاقتصاد الليبي : دراسة قياسية للفترة من ١٩٦٥-٢٠٠٥. *مجلة البحوث المالية بجامعة بني غازي*.
- عثمان سمير عثمان عزوز. (٢٠٢٣). أثر السياسات الاقتصادية على التجارة الخارجية والاستثمار (دراسة مقارنة في إطار سياسة التحرير الاقتصادي). *رسالة دكتوراه*. السويس ، السويس ، مصر : جامعة قناة السويس .
- هايدي على & هبه يوسف. (يناير، ٢٠٢١). الاستثمار الخاص، الاستثمار الحكومي، وعجز الموازنة العامة للدولة في الاقتصاد المصري خلال الفترة (١٩٨٥-٢٠١٧): علاقة تكامل أم تنافس؟ . *مجلة كلية الاقتصاد والعلوم السياسية جامعة القاهرة*.
- وسيم وجيه. (٢٠١٩). أثر مزاحمة الاستثمار العام للاستثمار الخاص في الاقتصاد المصري: تحليل السلاسل الزمنية الطويلة. *مجلة السياسة والاقتصاد جامعة بني سويف*.