



أوراق صندوق النقد العربي، عدد 6

الاستثمارات الاجنبية المباشرة، التطور المالي، والنمو الاقتصادي
شواهد من البلدان العربية، 1975-1999

د. علي أحمد البلبيل
د. محمد مصطفى عمران
معهد السياسات الاقتصادية

أبو ظبي، مايو 2003

المحتويات

الصفحة

ملخص.....	2
مقدمة.....	3
ثانياً: الاستثمارات الأجنبية المباشرة والتطور المالي: تحليل وصفي موجز.....	7
ثالثاً: الاستثمارات الأجنبية المباشرة، التطور المالي، والنمو الاقتصادي: نموذج ونتائج.....	11
رابعاً: اختبارات السببية: الاستثمارات الأجنبية المباشرة والتطور المالي.....	20
خامساً: الخلاصة.....	22
الأشكال:.....	24
الجدول:.....	27
المراجع:.....	44

الاستثمارات الأجنبية المباشرة، التطور المالي، والنمو
الاقتصادي:
شواهد من البلدان العربية: 1975-1999

ملخص

تشير الآن الأدبيات الخاصة بالاستثمارات الأجنبية المباشرة بأن تأثيرها الإيجابي على النمو إنما يعتمد على مدى القدرة على استيعابها. ويعتبر التطور المالي في مقدمة هذه القدرات، وتعزز هذه الورقة هذه النظرية في سياق البلدان العربية التي يستند نظامها المالي أساساً على المصارف. وتخلص الورقة أن التأثير المواتي للاستثمارات الأجنبية المباشرة على النمو سوف يتحقق إذا ما تفاعل مع متغيرات مالية معينة وذلك عند مستوى معين من التطور المالي. كما تخلص الورقة إلى أن الاستثمارات الأجنبية المباشرة يمكن أن تحقق التطور المالي في البلدان التي قامت بإصلاحات اقتصادية، وذلك استناداً لنظرية Granger السببية. وتصل الورقة إلى خلاصة قوداها أنه يتعين أن تسبق الإصلاحات المالية المحلية أية سياسات تروج للاستثمارات الأجنبية المباشرة، وأنه من شأن التدابير الاستثمارية أن تهيئ المناخ لجميع المستثمرين سواء كانوا أجنبياً أو محليين، وأنه يتعين أن تكون السياسات التجارية التحررية بمثابة تدابير مبدئية لاجتذاب الاستثمارات الأجنبية المباشرة.

مقدمة

لعل الاستثمارات الأجنبية المباشرة هي النشاط الاقتصادي الوحيد الذي شهد قدراً ملحوظاً من الآراء المتفاوتة بالنسبة للدور الذي يمكن أن يلعبه وبالنسبة لتأثيره على التنمية الاقتصادية. فمن انعدام الثقة فيما يمكن أن تمثله تلك الاستثمارات في الستينيات والسبعينيات إلى تبنيها كلياً خلال العقدين اللذان انقضيا منذ ذلك الحين، شهد العالم النامي زيادة في نصيب الاستثمارات الأجنبية المباشرة من إجمالي صافي التدفقات من 5.3% في 1980 إلى أكثر من 60% في عام 2000.¹ ولكن في كلتا الفترتين يبدو أن الاعتبارات الأيدلوجية والولع قد حلاً محل تقيماً انتقادياً لتلك الاستثمارات. فالتهديد المبالغ فيه، الذي كانت تمثله للبعض تلك الاستثمارات للاستغلالية الاقتصادية والذي أدى إلى كراهيتها في البداية، انما تجاهل بعض تأثيراتها الإيجابية على النمو الاقتصادي (وتعتبر سنغافورة أحد الشواهد على ذلك). كما أدى تبني تلك الاستثمارات بلا ضوابط – مع ما صاحب ذلك من مد لظاهرة العولمة خلال الفترة التالية – إلى أن تجاهل البعض ان الاستثمارات الأجنبية المباشرة لا تؤدي بالضرورة إلى تأثير انمائي مستقل (وتعتبر نيجيريا من بين الأمثلة العديدة على ذلك).² بل أن عدداً كبيراً من البلدان ذهب إلى حد تبني مجموعة من التدابير التحفيزية ترمي إلى دعم الاستثمارات الأجنبية المباشرة، إيماناً منها بما تجلبه تلك الاستثمارات من فوائد جانبية من تكنولوجيا وقدرات إدارية فضلاً عن إسهامها في تراكم رأس المال.

	(2002)	1
%53	1980	2
	%10	
UNCTAD (2002)	2000	
	%49 %31	

ولحسن الحظ، يجري الآن تدقيقاً أكبر لمزايا الاستثمارات الأجنبية المباشرة يؤدي إلى بث بعض الشك أو إعادة النظر في تبني تلك الاستثمارات بلا ضوابط، والتي اتسمت بها الفترة الأخيرة. فعلى المستوى القطاعي، تبين الشواهد أن الاستثمارات الأجنبية المباشرة لا تؤدي بالضرورة إلى زيادة إنتاجية الشركات المحلية بسبب الآثار السلبية على وفرة الحجم الناجمة عن استئثار الشركات الأجنبية على حصة في السوق على حساب الشركات المحلية.³ ولن ترتفع إنتاجية جميع الشركات العاملة في القطاع المأخوذ بعين الاعتبار، إلا إذا ما صاحب الاستثمارات الأجنبية المباشرة قدر أكبر من المنافسة ووجود هوة تكنولوجية واسعة بين الشركات الأجنبية والمحلية وزيادة الإنفاق على البحث والتطوير.⁴ وعلى المستوى الإجمالي، أوضحت الدراسات السابقة أنه ليس للاستثمارات الأجنبية المباشرة تأثيراً إيجابياً مستقلاً، بل أن تأثيرها قد يكون سلبياً بسبب الأثر الشديد للرافعة المالية من قبل الشركات الأجنبية (وما ينجم عنها من مزاحمة للاستثمار المحلي) وانعدام الكفاءة الناجمة عن تزويد الاستثمارات الأجنبية المباشرة لأسواق محلية تتمتع بالحماية من جراء الضرائب المرتفعة والحوافز التجارية غير التعريفية.⁵ كما أن أية آثار إيجابية للاستثمارات الأجنبية المباشرة لا تحدث من خلال الاستثمار بقدر ما تحدث بسبب الكفاءة أو بفضل مجمل إنتاجية عوامل الإنتاج. ولكن الأهم من ذلك هو أن آثار هذه الكفاءة يتوقف على توافر القدرات الاستيعابية،

.Aitken and Harrison (1999)

3

Chuang and Lin (1999)

Sjoholm (1999)

4

Smarzynska (2002)

Carkovic and Levine (2002)

5

Loungani and Razin (2001)

وفي مقدمة تلك القدرات وجود إدارة سليمة للاقتصاد الكلي، وبنية أساسية معقولة وحد أدنى من رأس المال البشري، وبقدر متزايد تطور مالي.⁶

ولا يمكن المبالغة في أهمية تلك القدرة الأخيرة، أي التطور المالي، ذلك أن الاستثمارات الأجنبية المباشرة تؤدي إلى المزيد من المجارة والمنافسة والترابط مع المنتجين المحليين تؤدي بهم إلى الاستثمار في تحسين تكنولوجياتهم وممارساتهم. كما ويتطلب ذلك، خاصة بالنسبة لرجال الأعمال الجدد والمحتملين الذين يفتقرون إلى مصادر أموال داخلية، وجود مؤسسات مالية يمكنها توفير سبل الوصول إلى الأموال الخارجية ويمكنها تخصيص تلك الأموال ورصدها. كما أن تطوير المؤسسات المالية المحلية يعتبر أساسياً لتمديد ما يمكن أن تقترضه الشركات الأجنبية حتى تزود الاقتصاد المحلي بأنشطتها الابتكارية.⁷ وفي هذا الصدد، يتعين على السياسة الحكومية الرامية لتشجيع التطور المالي أن تدير جنباً إلى جنب مع السياسة الموجهة نحو اجتذاب الاستثمارات الأجنبية المباشرة، بل أن تسبق تلك السياسة.

وفي العالم العربي، بالرغم من أن إجمالي صافي التدفقات من الموارد لم يتجاوز معدلاً سنوياً يبلغ 10 بليون دولار خلال الفترة 1975-2000، بينما ظلت التدفقات الخاصة تعادل أقل من نصف ذلك القدر، فإن حصة الاستثمارات الأجنبية المباشرة من التدفقات الأخيرة ارتفعت من

Borensztein, et World Bank (2001) ⁶
Hermes and Lensink Alfaro, et al (2002) al (1998)
(2001)
Rajan and Hermes and Lensink (2001) ⁷
.Zingales (1998)

أقل من 20% إلى أكثر من 30% خلال تلك الفترة.⁸ وقد صاحب ذلك، خصوصاً في البلدان التي قامت بإصلاحات مثل مصر والأردن والمغرب وتونس، عملية تحرر مالي شملت معظم التدابير المعيارية. وتضمنت تلك التدابير، ضمن أمور أخرى ما يلي: استخدام الأدوات النقدية غير المباشرة، وتحرير أسعار الفائدة وتدفقات رؤوس الأموال، وترخيص المصارف الأجنبية، والتخصيص، وتحسين دور أسواق الأوراق المالية والتوسع فيها.⁹ ومع ذلك، وبالرغم من تلك التطورات، فلم تظهر الدلائل المتعلقة بتأثيرات الاستثمارات الأجنبية المباشرة والتدابير التحفيزية لرفع النمو المتصل بالكفاءة، أية علامات إيجابية في البلدان العربية.¹⁰ غير أنه لا توجد بعد دراسات عما إذا كانت تلك الآثار الإيجابية متوقعة على مدى تطور الأسواق المالية المحلية. ولذا، فإن الهدف من هذه الورقة هو استكشاف إمكانية تحقيق ذلك.

وسوف نقوم بعملية الاستكشاف هذه على النحو التالي. سنعرض في القسم الثاني من الورقة تحليلاً وصفيًا موجزاً للاستثمارات الأجنبية المباشرة والهيكل المالي السائد في البلدان العربية. وسوف يلي ذلك القسم الثالث الذي يمثل لب هذه الورقة، ونقدم فيه معادلة للنمو تظهر التفاعل بين الاستثمارات الأجنبية المباشرة ومختلف مؤشرات التطور المالي المعتمدة على الأساس البنكي والسوقي. ونجد من تقديرات تلك المعادلة أن هناك بالفعل حد أدنى

.World Bank (2002)

8

.AMF (2002)

9

.Sadik and Bolbol (2001a)

10

للتطور المالي يتعين تحقيقه حتى يمكن لأثار النمو المتعلقة بالاستثمارات الأجنبية المباشرة أن تقيد الاقتصاد المحلي.

وفي القسم الرابع من الورقة نجري مجموعة من الاختبارات السببية ونخلص إلى أن الاستثمارات الأجنبية المباشرة يمكن - استناداً لنظرية Granger السببية - أن تحقق التطور المالي، ولا سيما في البلدان التي أجرت إصلاحات اقتصادية. وبناء على ذلك، نقترح بعض التدابير التي يمكن أن تطلق عملية فعالة تبدأ من الاستثمارات الأجنبية المباشرة إلى التطور المالي ومن كليهما إلى النمو الاقتصادي. ويختتم القسم الخامس بالخلاصة ومضامين السياسة.

ثانياً: الاستثمارات الأجنبية المباشرة والتطور المالي: تحليل وصفي موجز

من المتفق عليه تماماً أن الاستثمارات الأجنبية المباشرة شهدت طفرة هائلة في بداية التسعينيات، أطلقها زوال الحواجز أمام تدفقات رأس المال، وظهور ترتيبات إقليمية للتجارة الحرة، والتوسع في طرق الإنتاج الرأسي العالمي بالإضافة إلى التجارة في المراحل المختلفة من عملية الإنتاج (في المكونات).¹¹ وكما يتبين من الجدول (1) والأشكال (1) إلى (3)، ازداد إجمالي تدفقات الاستثمارات الأجنبية المباشرة بأكثر من ثمانية أضعاف بين عامي 1992 و 2000. وشهدت التدفقات في اتجاه البلدان النامية أكبر زيادة لها بين عامي 1992 و 1997، ثم حدث تباطؤاً ملموساً عقب الأزمة الآسيوية وأزمات الأسواق الناشئة الأخرى

.Fry (1993) and Athukorala and Menon (1997)

في 1997 و 1998. ويجدر بالذكر أن سبب معدلات النمو المرتفعة لإجمالي التدفقات خلال الفترة 1997-2000 هو التدفقات الموجهة إلى البلدان المتقدمة، والتي حدثت أساساً نتيجة لعمليات الدمج والشراء قبل بدء الاتحاد النقدي الأوروبي في عام 2001. أما بالنسبة للبلدان العربية، فيمكن أن نلاحظ بصورة عامة اتجاهات تصاعدياً لتدفقات الاستثمارات الأجنبية المباشرة، غير أن ذلك النمط يتسم بتذبذبات حادة في معدلات نموها. ويشير ذلك بوضوح إلى الطبيعة غير المستقرة للمنطقة العربية كهدف لتلك الاستثمارات. ومما يدعم ذلك الاستنتاج، النتائج المبينة في الجدول رقم (2) التي تظهر التغييرات الواسعة في نسبة الاستثمارات الأجنبية المباشرة إلى الناتج المحلي الإجمالي (FDI/GDP)، والتي بلغت في المتوسط 0.83% أي تقريباً نصف متوسط المعدل السائد في البلدان النامية الأخرى والبالغ 1.5%.

ويمكن أيضاً أن نرى الفروق الكبيرة بين البلدان العربية المتلقية للاستثمارات الأجنبية المباشرة. ويبدو أن معظم الاستثمارات الأجنبية المباشرة قد تركزت في ثلاثة بلدان خليجية هي البحرين وعمان والمملكة العربية السعودية، إلى جانب ثلاثة بلدان أجرت إصلاحات وهي مصر والأردن وتونس (وإلى حد أقل المغرب).¹² ولعله ليس من قبيل المصادفة أن أربعة من هذه البلدان، أي كلها باستثناء البحرين والمملكة العربية السعودية، تمثل أعلى معدلات لنمو دخل الفرد (PCYG) في العالم العربي، كما يظهر ذلك من الجدول (4). وبالإضافة إلى ذلك، تركزت الاستثمارات الأجنبية المباشرة أساساً في قطاعات النفط والبتروكيميايات والمصارف في بلدان الخليج، بينما تركزت في قطاعي الصناعة والسياحة

بالنسبة للبلدان التي أجرت اصلاحات اقتصادية. وبالنسبة للبلدان الأخيرة، هناك ما يشير إلى أن الاستثمارات الأجنبية المباشرة كانت ساعية نحو الكفاءة (ويدفعها إلى ذلك انخفاض تكلفة الإنتاج وفرص التصدير) في الأردن وتونس، بينما سعت إلى العثور على أسواق في مصر (ويدفعها إلى ذلك تجاوز التعريفات وسعة حجم الأسواق).¹³

وبنفس القدر من الأهمية، يبدو أن تلك البلدان حققت نتائج طيبة بالنسبة لمؤشرات التنمية المالية. ويتضمن الجدول (5) بياناً عن مؤشرين ذاتي أساس بنكي وهما: نسبة الائتمان المحلي المقدم من البنوك التجارية إلى القطاع الخاص للنتائج المحلي الإجمالي (DC/GDP)، ونسبة أصول البنوك التجارية إلى أصول البنوك التجارية وأصول البنك المركزي (RBA). ونتيجة لذلك، يمكن أن نرى أن كل البلدان الستة باستثناء مصر، حققت معدلات لأصول البنوك التجارية أعلى من المتوسط العربي الذي يبلغ 62%. ولا يمكن أن يقال نفس الشيء تماماً بالنسبة لمعدلات الائتمان المحلي، ذلك أن ثلاثة بلدان فقط وهي البحرين والأردن وتونس حققت معدلات أعلى من المتوسط العربي البالغ 35%. أما بالنسبة للمؤشرات ذات الأساس السوقي فيمكن أن تكون، هي الأخرى، بنفس القدر من الصحة، ذلك أن جميع البلدان الستة (والمغرب) تمثل أكثر الأسواق المال الفعالة. وكما يتبين من الجدول (6)، الذي يعرض بيانات عن معدل الدوران (TURN) وعن معدلات التداول (VT/GDP) في البلدان

7.3% 6.5%

1-%

.Sadik and Bolbol (2000a)

التي أجرت إصلاحات اقتصادية، تعتبر سوق الأوراق المالية في بلدين من هذه البلدان وهما الأردن ومصر من "أنشط" أسواق الأوراق المالية العربية جمعاء.¹⁴

ومن المهم أن نتذكر طبيعة النظام المالي العربي عند النظر في حجم المؤشرات المالية المختلفة والآثار المترتبة عليها. فكما هو الحال في معظم البلدان النامية، يعتمد النظام المالي العربي إلى حد كبير على المصارف. وللتوسع قليلاً في هذا الصدد، فإن المؤشرات ذات الأساس البنكي التي نستخدمها هي نسب الائتمان المحلي وأصول البنوك التجارية (RBA و DC) وهما يقيسان على التوالي الأنشطة الاستثمارية للبنوك التجارية في القطاع الخاص، والدرجة التي تخصص بها البنوك التجارية مقارنة بالمصرف المركزي مدخرات المجتمع. حيث تقيس المؤشرات ذات الأساس السوقي، كل من معدل TURN و VT، نشاط سوق الأوراق المالية بالنسبة لحجم السوق وحجم الاقتصاد. إذا ما نظرنا من جديد في قيم تلك المتغيرات في الجدول (2)، سنجد أنها تمثل في المتوسط 35% و 62% و 12% و 4% على التوالي. ويمكن مقارنة ذلك بالأرقام المقابلة لها في البلدان النامية التي بلغت في المتوسط 42% و 78% و 35% و 17%.¹⁵ وبالرغم من بساطة تلك المقارنة التي نسلم بها، فإنها مازالت توضح لماذا يعتبر النظام المالي العربي نسبياً، وأيضاً بالمقارنة للبلدان النامية الأخرى، نظاماً يقوم أساساً على المصارف. وقد توسعت أسواق الأوراق المالية العربية خلال التسعينيات، يحفزها في ذلك تدفقات رؤوس الأموال و عمليات التخصيص وسياسة

14

.AMF (Various Issues)

15

.Demirguc-Kunt and Levine (1999)

حكومية وضعت لتشجيع الشركات على الدخول في البورصة، ولكن يبدو أنه ما زال أمامها بعض الوقت قبل أن تصبح طرفاً مؤثراً في التمويل الخارجي العربي.¹⁶ وأخيراً قد يكون من بين الأسباب الهامة التي أدت إلى هيمنة النظام المصرفي هو الخلفية التاريخية القانونية (القائمة على القانون الفرنسي!) وانتشار الشركات الأسرية وشركات الدولة إلى جانب انخفاض دخل الفرد.¹⁷

استعراضاً لما سلف، يمكن أن يقال أن الاستثمارات الأجنبية المباشرة مرتبطة على الأرجح، من ناحية، بنمو دخل الفرد، ومن ناحية أخرى (ولكن بدرجة أقل)، بمؤشرات التطور المالي، ولا سيما تلك ذات الأساس البنكي.

ثالثاً: الاستثمارات الأجنبية المباشرة، التطور المالي، والنمو الاقتصادي: نموذج ونتائج

عندما يتعلق الأمر بمعادلات "صناعة" النمو، فمن المعتاد تقليدياً توصيف معادلات النمو التقديري على النحو التالي:

(Various Issues)

.Omran (2002)

AMF

16

La Porta, et al (1997)

17

$$(1) \quad PCYG = a + b_1R + b_2T + b_3C + e$$

حيث تمثل **R** المتجه للمتغيرات التي من المتعارف عموماً أنها تقسر النمو (مثل دخل الفرد الابتدائي، ورأس المال البشري، والاستثمار، والتطور المالي، والاستثمارات الأجنبية المباشرة)؛ أما **T** فتمثل المتجه للمتغيرات موضع البحث حالياً والمفترض امكانية تأثيرها على النمو؛ بينما تمثل **C** المتجه لمتغيرات منتقاة والتي عادة ما تستخدم كضوابط عند إجراء التقديرات (التضخم، والانفاق الحكومي، والانفتاح، أو انحرافات في أسعار الصرف، وذلك فقط على سبيل المثال)؛ و **e** تعبر عن الخطأ.¹⁸ والمتغير الذي يهمننا في هذه الدراسة يكمن في التفاعل بين الاستثمارات الأجنبية المباشرة والتطور المالي، وبالتالي سوف يمثلها المتجه **T** في المعادلة (1). وقد أضافت دراسات سابقة متغير التفاعل إلى معادلات النمو دون توفير معالجة رياضية صريحة لتلك الإضافة.¹⁹ والذي نزمع القيام به فيما بعد هو توفير تلك المعالجة عن طريق اشتقاق معادلة مماثلة للمعادلة رقم (1) تعتمد على الإطار المحاسبي للنمو لدالة إنتاج Cobb-Douglas مستخدمين في ذلك متغير التفاعل لمؤشرات التطور المالي الأربعة التي عرضناها سابقاً.

.Hermes and Lensink (2001)

Barro (1991)

18

Hermes and Lensink

Alfaro, et al (2002)

19

.(2001)

1- النموذج

وكما أسلفنا القول، نظراً لأن الاستثمارات الأجنبية المباشرة تؤثر أساساً على كفاءة الاستثمار، وطالما أن ذلك التأثير مرتبط بدرجة التطور المالي، يمكننا بذلك وضع نموذج لهذه العلاقة بأن نجعل التفاعل بين الاستثمارات الأجنبية المباشرة والتطور المالي عنصراً يحدد كفاءة الاستثمار أو مجمل إنتاجية عوامل الإنتاج. وباستخدام دالة إنتاج Cobb-Douglas، يمكن أن نحدد ما يلي:

$$(2) \quad Y = A (FS.FI) L^{\alpha} K^{\beta}$$

حيث تمثل Y الإنتاج، و A مجمل إنتاجية عوامل الإنتاج، و FS رصيد الاستثمارات الأجنبية المباشرة، بينما تمثل FI متغير التطور المالي، و L العمالة، و K رأس المال، و α و β هما حصة كل من العمل ورأس المال على التوالي. وعند أخذ التفاضل اللوغارتمي للمعادلة (2) سوف نحصل على ما يلي:

$$(3) \quad \hat{Y} = A' (FS.dFI + FI.dFS) / A + \alpha \hat{L} + \beta \hat{K}$$

حيث تمثل \hat{Y} معدل النمو و A' المشتق من A بالنسبة لمصطلح التفاعل $FS.FI$ ، وبالنظر إلى أن $dFS = FDI$ وأن $A'Y/A = \lambda$ هي الناتج الحدي لمجمل إنتاجية عوامل الإنتاج بسبب التغيرات في مصطلح التفاعل، يمكننا عرض المعادلة (3) على النحو التالي:

$$(4) \quad \hat{Y} = \lambda \cdot FS.dFI/Y + \lambda \cdot FI.FDI/Y + \alpha \hat{L} + \beta \hat{K}$$

ويصور المصطلح $FI.FDI/Y$ التفاعل بين متغير التطور المالي ونسبة الاستثمارات الأجنبية المباشرة. كما يمكن أيضاً تحويل المعادلة (4) من معادلة محاسبية للنمو إلى معادلة للنمو في شكل وظيفي قابل للتقدير. ويمكن أن يتم ذلك باستبدال \hat{K} بنسبة الاستثمار إلى الناتج المحلي الإجمالي (I/GDP)، ويتم تخصيص $\lambda \cdot FS.dFI/Y$ بصفته المصطلح الثابت، ويمكن منطقياً إحلال $PCYG$ محل النمو في المتغير Y/L . وعندما نأخذ دخل الفرد الابتدائي ($IPCY$)، و FI ، ونسب الاستثمارات الأجنبية المباشرة والاستثمار كعناصر في المتجه R الذي عادة ما يحدد النمو، تصبح المعادلة (4) على النحو التالي:

$$(5) \quad PCYG = a + b_{11} IPCY + b_{12} FDI/GDP + b_{13} I/GDP + b_{14} FI + \\ b_2 FI.FDI/GDP + b_3 C + e$$

ونقوم بتقدير المعادلة (5) لنماذج متتالية مختلفة، ونحصل من خلال ذلك على جميع العناصر المتجهة لمتغيراتها المستقلة. وفيما يلي بيان بالنتائج الكاملة.

2- النتائج

تم استخدام طريقة المربعات الصغرى العادية (OLS) في وضع تقديرات المعادلة (5)، وتستند التقديرات التي نسردها على المؤشرات ذات الأسس البنكية والسوقية. وبالنسبة

للأولى نستخدم ، كما أسلفنا، نسبة الائتمان المحلي (DC/GDP) وأصول البنوك التجارية النسبية RBA. وقد فعلنا ذلك بالنسبة للبلدان العربية المدرجة في الجدول (4) (أي جميع البلدان العربية باستثناء جزر القمر، جيبوتي، والعراق وفلسطين والصومال) على مدى فترات يبلغ متوسطها خمس سنوات خلال الفترة الواقعة ما بين 1975 و 1999.²⁰ كما أننا نتبع التقليد السائد في الأدبيات باستخدام L (لوغارتيم) بالنسبة لدخل الفرد الابتدائي (IPCY) وكذلك بالنسبة لمؤشرات التطور المالي.²¹

ويبين الجدول (7) النتائج الخاصة بأصول البنوك التجارية النسبية (RBA)، ويمكن ان نستخلص من النموذج (1) ما يلي: لوغارتيم دخل الفرد الابتدائي سلبي وذو معنوية إحصائية بما يشير إلى أن العينة تظهر تقارب مشروط نحو المستويات المرتفعة لدخل الفرد في دول الخليج.²² كما أن معامل نسبة الاستثمار إلى الناتج المحلي الإجمالي (I/GDP) إيجابي وذو معنوية إحصائية كما ذلك متوقعا، مما يشير أيضاً إلى أن تأثير الاستثمارات الأجنبية المباشرة على النمو يتحقق بفضل كفاءة الاستثمار. ومع ذلك نلاحظ أن نسبة كل من الاستثمارات الأجنبية المباشرة وأصول البنوك التجارية النسبية ليست ذي معنوية إحصائية

20

World Bank, *Global Development Network*
AMF, *Arab Stock Markets Database*

21

Hermes and Lensink (2001) Barro and Sala-i-Martin (1995)
.Alfaro, et al (2002)

22

مما يبرهن على أنهما لا يملكان ذاتياً تأثيراً على النمو. ويضيف النموذج (2) مصطلح التفاعل بين نسب كل من أصول البنوك التجارية النسبية و الاستثمارات الأجنبية المباشرة ويأتي المعامل ذو معنوية إحصائية و إيجابي، مما يثبت صحة النظرية التي أسفرت عنها دراستنا. لاحظ أن تأثير نسبة الاستثمارات الأجنبية المباشرة أصبح الآن سلبياً ومرتفعاً.²³ وتتضمن النماذج (3)-(5) متغيرات الضبط المعيارية: نسبة الإنفاق الحكومي إلى الناتج المحلي الإجمالي (GE/GDP)، ومؤشر أسعار المستهلكين (CPI)، ومؤشر الانفتاح OPEN (الصادرات زائد الواردات على الناتج المحلي الإجمالي). وهي توفر جميعاً اختباراً لصحة النتائج التي توصلنا إليها بالنظر إلى أن مصطلح التفاعل، $FDI/GDP * LRBA$ ، ظل إيجابياً و ذو معنوية إحصائية. لاحظ أن مؤشر أسعار المستهلكين (CPI) كان له التأثير السلبى المتوقع على معدلات نمو دخل الفرد (PCYG)؛ بينما كان لمؤشر الانفتاح (OPEN) تأثيراً دون معنوية إحصائية نظراً لأنه يعكس بالفعل الفارق بين الدخل والاستيعاب بينما لا يعكس الطبيعة الفعلية للنظام التجاري. والأغرب من ذلك هو التأثير الإيجابي و ذو معنوية إحصائية لنسبة الإنفاق الحكومي. ويمكن أن يعزى ذلك إلى تأثير نفقات الصحة والتعليم على النمو، ولكنه يعزى كذلك إلى أهمية السياسة المالية العامة نظراً لأن معظم البلدان العربية تتبع نظام سعر الصرف الثابت (مما يجعل السياسة النقدية عاجزة ولا سيما في دول الخليج). ومما يعزز صحة النتائج أيضاً، الحصيلة التي توصلت لها النماذج (6)-(8) بإضافة متغيرات صورية بالنسبة لكل من دول الخليج ودول الإصلاح ودول أخرى،

على التوالي. وظل مصطلح التفاعل إيجابياً وذو معنوية إحصائية، بينما لم تكن لأي من التغيرات الصورية قدراً ما من الأهمية.

ومن المهم أيضاً أن نكتشف مستوى الحد الأدنى الذي يبدأ – عند تجاوزه – تفاعل أصول البنوك التجارية النسبية مع الاستثمارات الأجنبية المباشرة ليؤثر إيجابياً على نمو دخل الفرد (PCYG). ويمكن استخلاص ذلك من النموذج (2) بواسطة تفضيل نسبة نمو دخل الفرد بالمقارنة بنسبة الاستثمارات الأجنبية المباشرة ثم جعل النتيجة المشتقة مساوية لصفر:

$$(6) \quad -4.93 + 1.28 LRBA = 0$$

وبحل معادلة (6) نجد أن $LRBA = 3.85\%$ ، وبالتالي $RBA = 47\%$ ، أي مستوى الحد الأدنى المنشود. ومن الجدول (5) يمكن أن نرى أن كل من ليبيا والمملكة العربية السعودية والسودان واليمن في موقع يقل عن مستوى الحد الأدنى المطلوب، بينما سوريا تتساوى تقريباً عند ذلك المستوى، غير أن جميع البلدان الأخرى، ولا سيما لبنان وتونس والإمارات العربية المتحدة تفوق بيسر ذلك المستوى.

ويتضمن الجدول (8) نتائج المؤشر الثاني ذو الأساس البنكي، أي نسبة الائتمان المحلي (DC ratio)، وتمثل النتائج تقريباً نفس تلك التي تم الحصول عليها من أصول البنوك التجارية النسبية إلا أن نسبة الاستثمارات الأجنبية المباشرة أصبحت الآن سلبية ولكنها دون معنوية إحصائية في النماذج (2) – (8). وبالمثل، نجد أن مستوى الحد الأدنى لنسبة الائتمان

المحلي يساوي 13.8%²⁴ ويضع ذلك كل من السودان وسوريا واليمن في مستوى يقل عن مستوى الحد الأدنى المنشود، بينما تقع كل من الأردن ولبنان وتونس بيسر فوق ذلك المستوى. وقد يعتقد المرء أن ذلك المؤشر أكثر فاعلية نظراً لأنه يتعلق بتيسير الاستثمار الخاص الذي تحفزه أنشطة الاستثمارات الأجنبية المباشرة. وللحصول على تقديرات لمدى دعم القطاع المالي – المتمثل في نسبة الائتمان المحلي (DC ratio) – في تعزيز آثار النمو الناجمة عن الاستثمارات الأجنبية المباشرة، يبين الجدول (9) التأثير الصافي لزيادة متوسط عينة نسبة الاستثمارات الأجنبية المباشرة بانحراف معياري واحد على معدل نمو دخل الفرد (PCYG)، وذلك مع مراعاة متوسط نسبة الائتمان المحلي لكل بلد من البلدان. ووفقاً لما كان متوقعاً يحظى كل من الأردن ولبنان على أكبر قدر من الآثار، بينما يحظى كل من السودان وسوريا واليمن على آثار سلبية. وبنفس القدر من الأهمية، ينبغي مقارنة آثار نسبة الاستثمار (I/GDP) على النمو بآثار نسبة الاستثمارات الأجنبية المباشرة. ومن واقع متوسط العينة، نجد أن تأثير زيادة وحدة من الانحراف المعياري لنسبة الاستثمار هو 0.97% (6.52 x 0.15) مقابل زيادة مماثلة في نسبة الاستثمارات الأجنبية المباشرة تبلغ 0.56% (3.26 x 1.89 + 0.48 x 1.89 - 1.26). وذلك يعني أن ادخال تحسينات على مناخ الاستثمار المحلي يمكن أن يكتسب أولوية أكبر من اجتذاب مزيد من الاستثمارات الأجنبية المباشرة.

أما بالنسبة للمؤشرات ذات الأساس السوقي يبين الجدولان (10) و (11) نتائج عن معدلات الدوران وقيمة التداول. وتتكون العينة من أربع بلدان عربية أجرت إصلاحات اقتصادية، كانت بالغة الفعالية في استيعاب الاستثمارات الأجنبية المباشرة، وفي إجراء عمليات تحرير محسوبة لنظامها المالي، وفي تشجيعها لتنمية سوق الأوراق المالية فيها. إلا أن الإطار الزمني للعينة كان غير متوازن لأنه اعتمد على بيانات مقطعية تمثل رصد سنوي لفترة 1980 إلى 1999 بالنسبة لمصر والأردن، وفترة 1985 إلى 1999 بالنسبة للمغرب وتونس. وأيضاً، نظراً لاختلاف طبيعة تلك الاقتصادات عن بقية العينة الكلية، فقد استخدمنا متغيرات ضبط مختلفة: نسبة الإنفاق الحكومي الاستهلاكي (CONS/GDP)، ومخفض الناتج المحلي الإجمالي (GDPDEF)، ونسبة خدمة الدين (DS/GDP)؛ وجاءت آثار كل هذه المتغيرات، كما كان متوقعاً، سلبية وذات معنوية إحصائية.²⁵ وتعكس نتائج الجدولين (10) و (11) إلى حد كبير تلك التي أسفرت عنها المؤشرات ذات الأساس البنكي؛ أي أن مصطلحات التفاعل بين نسبة الاستثمارات الأجنبية المباشرة وكل من معدل الدوران وحجم التداول كانت إيجابية وذات معنوية إحصائية.²⁶ ومع ذلك، فإنه يبدو أن المؤشرات ذات الأساس السوقي كانت لها كل على حدة تأثيراً مستقلاً سلبياً وذو معنوية إحصائية على نمو

29

- 50%

LIPCY

1999

%

25

26

دخل الفرد.²⁷ وعلى أية حال، ونظراً للطبيعة غير المتوازنة للبيانات والتغطية القطرية المحدودة، فإنه يتعين النظر إلى نتائج المؤشرات ذات الأساس السوقي على أنها – في أحسن الأحوال – نتائج مؤقتة.

رابعاً: اختبارات السببية: الاستثمارات الأجنبية المباشرة والتطور المالي

طالما أن التأثير الإيجابي للاستثمارات الأجنبية المباشرة يتوقف على التمتع بمستوى أدنى من التطور المالي، فمن المنطقي أن تتساءل عما إذا كانت الاستثمارات الأجنبية المباشرة ذاتها تستطيع الإسهام في التطور المالي ومن ثم تحسين فرصها في تسريع عمليات النمو الاقتصادي. ومن أجل التحقق من هذه العلاقة، قمنا بإجراء اختبارات ازدواجية مستندة إلى سببية Granger وذلك بين الاستثمارات الأجنبية المباشرة والمؤشرات المالية الأربعة، ويتضمن الجدولين (12) و (13) نتائج هذه الاختبارات. ويتغطية خمسة هيكل تأخر زمنية مختلفة، نستخلص من جدول (12) أنه لا يمكن استبعاد فرص العدم وبالتالي هناك علاقة مستقلة بين الاستثمارات الأجنبية المباشرة والمؤشرين القائمين على الأساس البنكي؛ بينما يتبين بجلاء من الجدول (13) أنه يمكن استبعاد فرص العدم بالنسبة للزوجين الأولين، ومن هنا يمكن إيجاد سببية أحادية الاتجاه من نسب معدل الدوران وحجم التداول إلى الاستثمارات الأجنبية المباشرة. ومن هنا، نرى أن المؤشرات ذات الأساس السوقي تسبب الاستثمارات

Carkovic and Levine (2002)

.Alfaro, et al (2002)

الأجنبية المباشرة وفق منهجية Granger . ولكن طالما أن أي توظيف في الأسهم يتعدى 10% يعتبر استثماراً أجنبياً مباشراً، فيمكن اعتبار الاستثمار الناجم عن ذلك استثماراً مالياً من حيث طبيعته والغرض منه، دون أن يكون ذا أثر كبير على الاقتصاد الحقيقي. ومع ذلك، فإن النتائج المبينة في الجداول (14) - (16) لا تدعم هذا المفهوم. ففي تلك الجداول أجرينا اختبارات ازدواجية حسب البلدان لسببية Granger للمؤشرات ذات الأساس البنكي في نطاق ثلاثة هياكل تأخر زمنية مختلفة، ويمكن أن نرى من الجدول (14) أنه بالنسبة لمصر والأردن والمغرب فقط (وهي ثلاثة من البلدان الأربعة التي أجرت إصلاحات مالية وحققت نتائج إيجابية في الجدول (13)) تؤثر الاستثمارات الأجنبية المباشرة وفقاً لسببية Granger على الائتمان المحلي.²⁸ وبالتالي يبدو أن نشاط سوق الأوراق المالية يجذب قدراً أكبر من الاستثمارات الأجنبية المباشرة من خلال وسيلتين: الأولى، بشكل مباشر من خلال مزيد من الاستثمارات القائمة على توظيف الأسهم؛ والثانية، وبشكل غير مباشر، من خلال استثمارات جديدة تحفزها التوقعات الجيدة بالنسبة للأداء الاقتصادي المستندة على الارتفاع في أسعار سوق الأسهم. وعلى هذا الأساس، تؤدي الاستثمارات الأجنبية المباشرة التي تدفقت إلى المزيد من الائتمان المحلي بسبب الفرص الاستثمارية الإضافية التي تقسمها الآثار الجانبية الإيجابية للاستثمارات الأجنبية المباشرة .

هنالك مضمونان مهمان يمكن استخراجهم من التحليل السابق. أولاً، في البلدان التي تقوم بإصلاحات اقتصادية، التنمية المحسوبة لأسواق الأسهم تشجع الاستثمارات الأجنبية المباشرة. ولكن، كما هو معروف، إن تنمية سوق الأسهم ليس بالسهل لأنه، كما أشرنا سابقاً،

يعتمد على القدرة التنظيمية والرقابية، والتاريخ القانوني، والثقافة الاستثمارية، ونمط وهيكلية ملكية الشركات. ثانياً، لذلك من الأسهل في المدى القصير للمتوسط مرافقة تشجيع الاستثمارات الأجنبية المباشرة بسياسة اقتصادية نشطة، ولا سيما بالنسبة للسياسة التجارية. وهناك دلائل كثيرة تشير إلى أن وجود نظام تجاري مفتوح، وتنوع للصادرات، وأسعار صرف معقولة – وباختصار وجود مشاركة متزايدة في تجارة دولية متنوعة – هي أمور من شأنها تشجيع الاستثمارات الأجنبية المباشرة.²⁹ ونتيجة لذلك، فإن ازدياد الاستثمارات الأجنبية المباشرة سيؤدي على الأرجح إلى ازدياد الائتمان المحلي؛ وبمجرد وصول هذا المؤشر للتطور المالي إلى المستوى المنشود، سوف يمكن جنى ثمار الآثار المواتية للاستثمارات الأجنبية المباشرة على كفاءة الاستثمار والنمو.

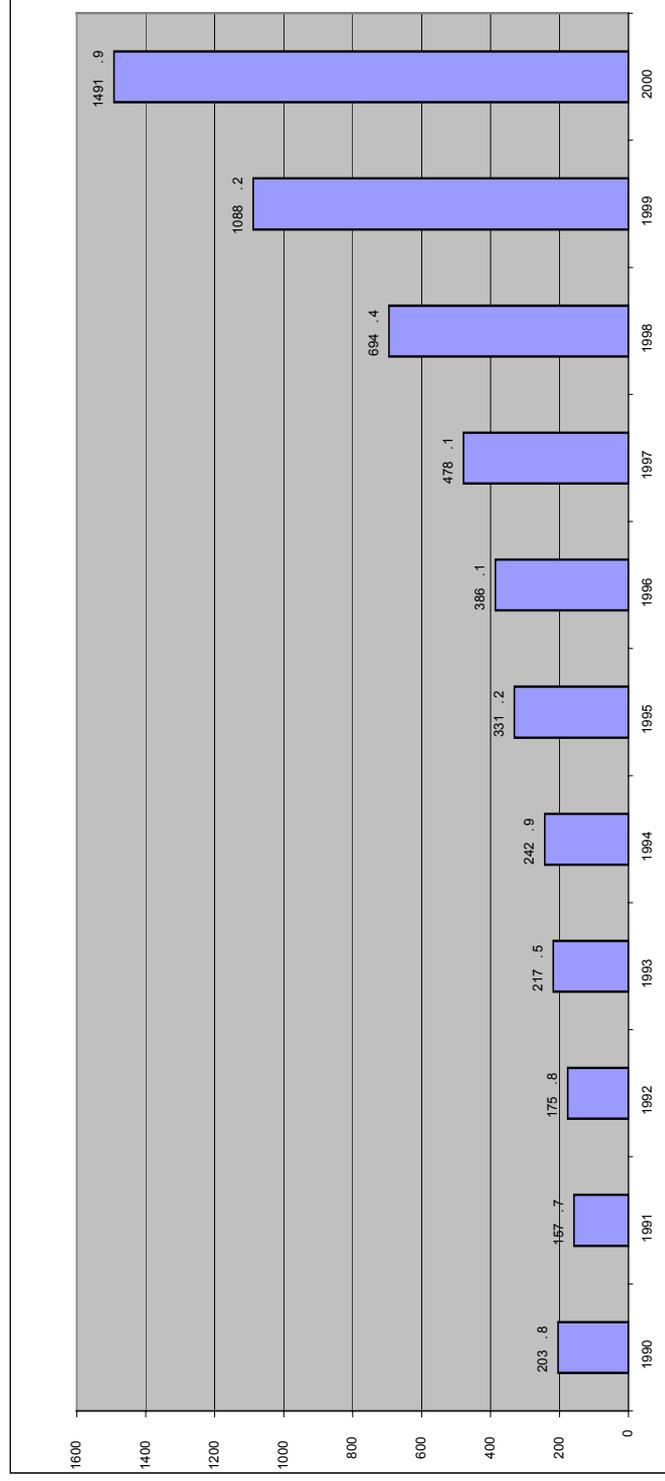
خامساً: الخلاصة

تشير الأدبيات المعاصرة عن الاستثمارات الأجنبية المباشرة إلى أن تأثيرها الإيجابي على النمو يتوقف على الظروف المحلية وعلى القدرات الاستيعابية. ويمثل التطور المالي أهم هذه القدرات. وهذه الورقة تدعم هذه النظرية في سياق البلدان العربية، التي يستند نظامها المالي أساساً على البنوك. كما تبين الورقة أن الاستثمارات الأجنبية المباشرة لم تسفر بعد عن تأثير مستقل على النمو، وأنه يمكن تحقيق ذلك إذا ما تفاعلت الاستثمارات الأجنبية المباشرة مع مستواً معين من التطور المالي يساوي 13.8% و 47% لكل من نسبة الائتمان المحلي

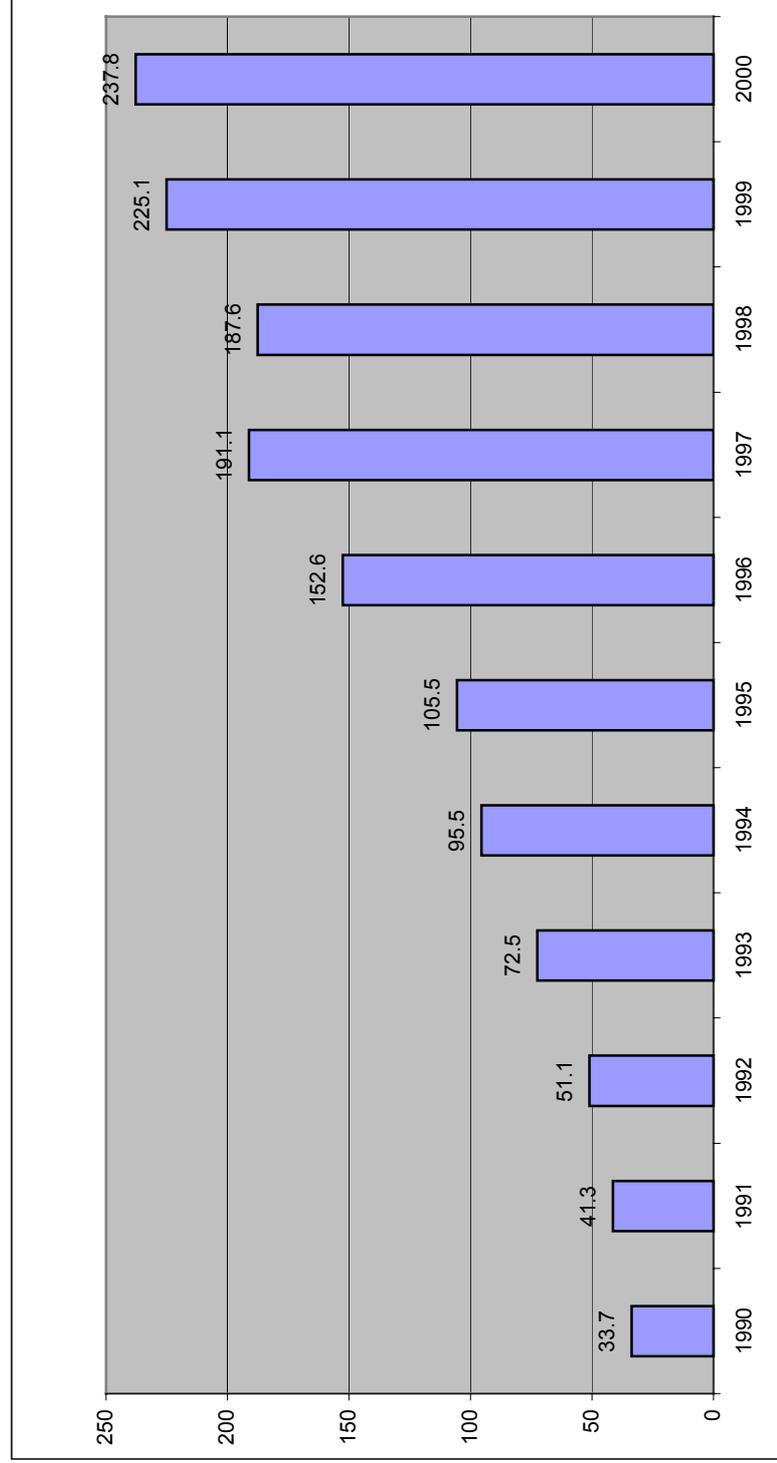
وأصول البنوك التجارية النسبية على التوالي. وتعني تلك النتائج ضمناً أنه يتعين على هذه البلدان إصلاح نظامها المالي المحلي قبل العمل على جذب الاستثمارات الأجنبية. كما أنها تعني، ربما ليس بنفس الصراحة ولكن بنفس القدر من الأهمية، أنه حتى بالنسبة للبلدان التي حققت هذا المستوى من الحد الأدنى من التطور المالي، فقد يكون للاستثمار المحلي إمكانيات أكبر من الاستثمارات الأجنبية المباشرة على النمو. ويشير ذلك إلى أن تحسين مناخ الاستثمار من خلال حوافز مؤسسية واقتصادية أفضل بالنسبة لجميع المستثمرين ينبغي أن يكون في مقدمة توجيهات السياسة الاقتصادية.³⁰

وبالنسبة للبلدان التي تتحقق فيها إصلاحات متواصلة وذات مصداقية، يمكن للاستثمارات الأجنبية المباشرة، في حد ذاتها، أن تعزز التطور المالي. وبينما يمكن لنشاط سوق الأوراق المالية أن يؤدي إلى زيادة في الاستثمارات الأجنبية المباشرة، فإن الاعتماد إلى جانب ذلك على السياسة التجارية يكون أفضل وأيسر تحقيقاً. وليس من الأسهل والأسرع تحقيق ذلك فحسب، ولكن من الأفضل كذلك، من زاوية الترتيب المنطقي لإجراءات السياسة إصلاح النظام التجاري قبل إجراء تحرير كامل لحساب رأس المال (وعلى وجه التحديد الجزء الخاص بمكونات محفظة الحساب الرأسمالي). ذلك لأن مثل هذا الترتيب الزمني يمكن البلدان من تنظيم إنتاجها أولاً لتخصيص مواردها على نحو أفضل، ثم يسمح لها بتوجيه تدفقات رأس المال المقبلة نحو تخصصات تتمتع فيها بميزة نسبية حقيقية. وبعبارة أخرى وإجمالاً، ينبغي أن تبدأ الإصلاحات أولاً وقبل أي شيء آخر بالاقتصاد المحلي.

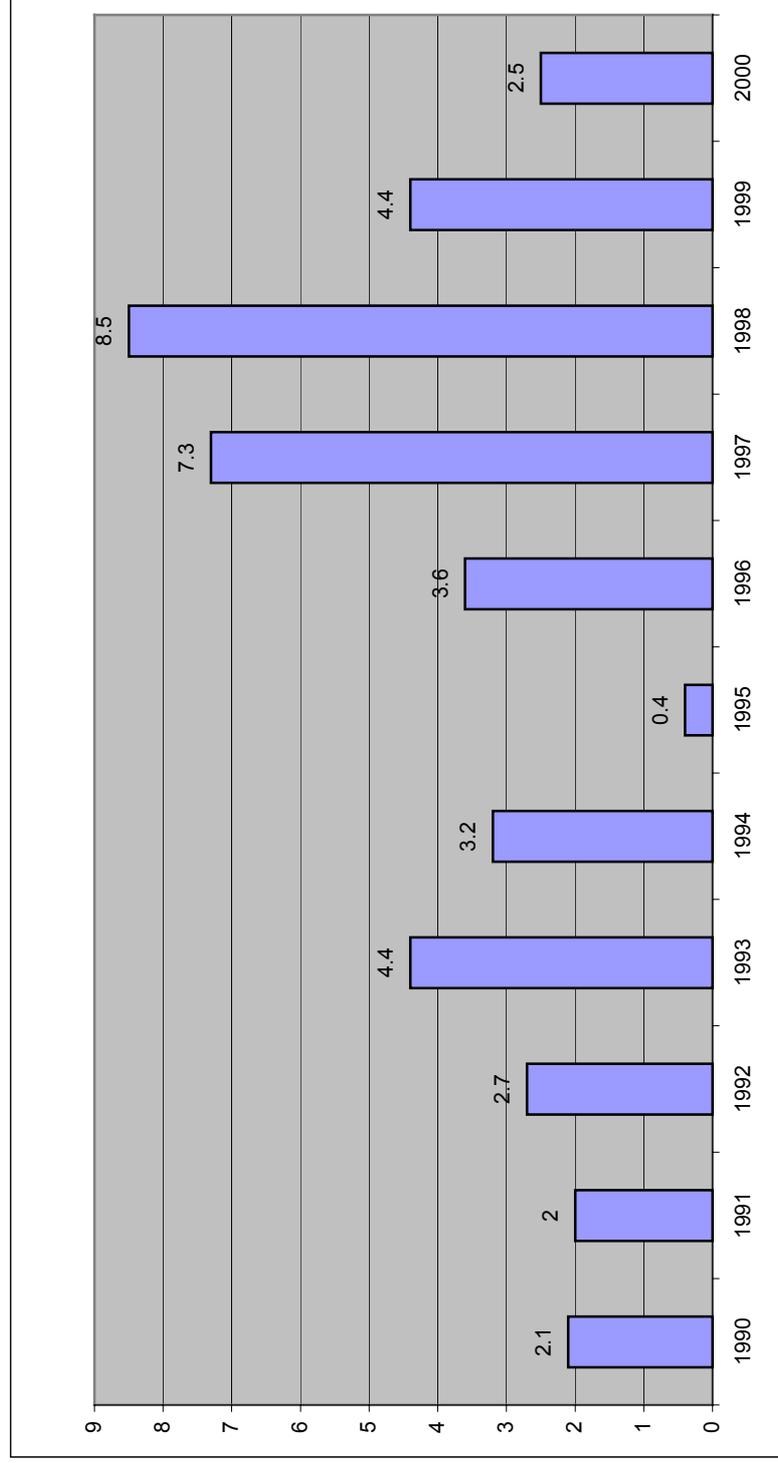
الشكال:
شكل (1): إجمالي تدفقات الاستثمارات الأجنبية المباشرة (بليون دولار)



شكل (2): تدفقات الاستثمارات الأجنبية المباشرة للدول النامية (بليون دولار)



شكل (3): تدفقات الاستثمارات الأجنبية المباشرة للدول العربية (بليون دولار)



الجدول:
جدول (1): تدفقات الاستثمارات الأجنبية المباشرة (بليون دولار)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
إجمالي التدفقات	203.8	157.7	175.8	217.5	242.9	331.2	386.1	478.1	694.4	1088.2	1491.9
معدل النمو (%)	0	-22.6	11.4	23.7	11.6	36.3	16.5	23.8	45.2	56.7	37
التدفقات للدول النامية	33.7	41.3	51.1	72.5	95.5	105.5	152.6	191.1	187.6	225.1	237.8
معدل النمو (%)	17.8	22.5	23.7	41.8	31.7	10.4	44.6	25.2	-1.8	19.9	5.6
% من الإجمالي	16.5	26.1	29	33.3	39.3	31.8	39.5	39.9	27	20.6	15.9
التدفقات للدول العربية	2.1	2	2.7	4.4	3.2	0.4	3.6	7.3	8.5	4.4	2.5
معدل النمو (%)	34	-4.7	35	62.9	-27.2	-87.5	800	102	16.4	-48.2	-43.1
% من الإجمالي	1	1.2	1.5	2	1.3	0.1	0.9	1.5	1.2	0.4	0.1
% من الدول النامية	6.2	4.8	5.2	6	3.3	0.3	2.3	3.8	4.5	1.9	1

المصدر: UNCTAD، World Investment Report، (أعداد مختلفة)

جدول (2): إحصاءات وصفية: الدول العربية

المتغيرات	الحد الأدنى	الحد الأقصى	المتوسط	الوسيط	الانحراف المعياري
¹ PCYG	-57	68	4.26	8.84	10.06
¹ FDI/GDP	-25.78	33.56	0.83	0.23	3.11
¹ DC/GDP	1.50	267	35.36	28.77	28.72
¹ RBA	10.19	92.13	62.36	65.34	18.26
² VT/GDP	0.045	25.16	3.63	1.72	5.07
² TURN	0.95	46.82	11.71	8.43	9.67

أ على أساس 425 مشاهدة (1999-1975).

ب على أساس 70 مشاهدة (سنوات مختلفة).

المصدر: AMF, Arab Stock Markets Database؛ World Bank, Global Development Network.

جدول (3): إحصاءات وصفية: FDI/GDP (1999-1975)

الدول	الحد الأدنى	الحد الأقصى	المتوسط	الوسيط	الانحراف المعياري
الجزائر	-0.12	1.05	0.17	0.02	0.33
البحرين	-11	33.6	3.80	2.72	8.50
مصر	0.07	6.70	1.97	1.70	1.40
الأردن	-0.59	4.93	1.05	0.69	1.34
الكويت	-0.03	1.1	0.08	0	0.2
لبنان	0	1.51	0.22	0	0.41
ليبيا	-4.81	0.62	-0.99	-0.42	1.48
موريتانيا	-25.8	9.81	0.07	0.53	5.74
المغرب	-0.002	1.83	0.50	0.37	0.52
عمان	0.34	5.07	1.57	1.34	1.13
قطر	-0.06	3.74	0.61	0	1.19
السعودية	-2.16	8.33	1.17	0.57	2.55
السودان	-0.02	3.82	0.34	0	1.05
سورية	0	1.65	0.33	0.06	0.43
تونس	0.60	4.18	1.87	1.53	1.10
الإمارات	-0.34	0.93	0.20	0	0.31
اليمن	-5.42	19.16	1.11	0	5.42

المصدر: World Bank, Global Development Network.

جدول (4): إحصاءات وصفية: PCYG (1975-1999)

الدول	الحد الأدنى	الحد الأقصى	المتوسط	الوسيط	الانحراف المعياري
الجزائر	-4.56	6.19	0.47	1.82	3.25
البحرين	-18.20	20.36	-0.80	-1.29	8.63
مصر	-1.13	12.47	3.82	3.41	3.13
الأردن	-17.05	20.71	2.51	0.83	8.14
الكويت	-30.37	45.06	-1.77	-3.31	16.90
لبنان	-57	68	2.42	2.33	27.62
ليبيا	-25.50	18.71	-3.53	-2.85	9.52
موريتانيا	-7.51	6.13	-0.19	0.85	3.22
المغرب	-8.34	10.48	1.80	2.14	5.21
عمان	-9.12	20.30	3.16	0.68	1.19
قطر	-28.4	22.10	-3.62	-1.20	10.99
السعودية	-16.82	10.75	-1.13	-1.02	5.68
السودان	-9.03	13.55	0.99	2.05	5.59
سورية	-12.26	16.32	2.12	2.67	6.11
تونس	-4.60	5.75	2.55	3.49	2.79
الإمارات	-22.60	16.68	-3.22	-2.44	9.41
اليمن	-14.25	17.80	1.46	1.13	5.42

المصدر: نفس جدول (3).

جدول (5): إحصاءات وصفية: المؤشرات ذات الأساس البنكي

الدول	DC/GDP (1975-1999)					الانحراف المعياري
	الحد الأدنى	الحد الأقصى	المتوسط	الوسيط	الانحراف المعياري	
الجزائر	18.95	61.87	44.24	49.24	13.34	
البحرين	28.30	52.35	40.15	41.63	5.90	
مصر	14.05	59.72	29.86	27.68	11.21	
الأردن	38.74	76.74	61.24	63.18	9.14	
الكويت	14.53	123.74	57.23	52.09	30.62	
لبنان	45.27	267.07	103.79	86.76	55.97	
ليبيا	10.86	41.94	25.56	25.29	8.21	
موريتانيا	21.98	42.68	30.30	29.20	6.13	
المغرب	16.80	54.34	24.99	20.11	10.76	
عمان	11.87	47.07	22.74	21.44	8.95	
قطر	11.39	44.1	27.68	27.85	10.46	
السعودية	4.81	33.43	17.48	18.66	8.41	
السودان	1.50	19.47	10.36	12.30	5.60	
سورية	4.15	11.15	7.69	7.70	2.04	
تونس	37.64	59.31	48.95	50.73	6.31	
الإمارات	14.78	60.86	39.08	41.85	12.07	
اليمن	3.18	22.09	9.79	7.95	5.27	

تتمة جدول (5)

الدول	RBA (1975-1999)					الانحراف المعياري
	الحد الأدنى	الحد الأقصى	المتوسط	الوسط	الانحراف المعياري	
الجزائر	57.85	71.83	66.11	66.76	4.18	
البحرين	60.69	83.76	75.51	76.69	6.42	
مصر	50.37	67.62	60.15	59.59	4.74	
الأردن	51.25	76.26	69.84	71.94	6.64	
الكويت	72.23	92.13	85.30	85.49	5.40	
لبنان	52.19	82.35	71.56	75.58	9.47	
ليبيا	34.36	49.46	44.15	45.63	3.80	
موريتانيا	34.35	60.69	51.18	53.68	7.30	
المغرب	58.83	77.84	65.99	66.36	6.15	
عمان	60.40	77.99	67.30	66.01	4.53	
قطر	83.67	91.03	87.82	87.64	2.06	
السعودية	10.19	72.94	41.22	42.69	20.27	
السودان	24.37	43.79	35.66	36.50	5.99	
سورية	39.76	58.21	47.55	47.81	5.25	
تونس	66.92	77.45	72.64	72.12	2.76	
الإمارات	68.78	87.72	84.58	85.73	4.09	
اليمن	27.40	39.35	33.55	33.92	2.94	

المصدر: نفس جدول (2).

جدول (6): إحصاءات وصفية: المؤشرات ذات الأساس السوقي

VT/GDP					
الدول	الحد الأدنى	الحد الأقصى	المتوسط	الوسيط	الانحراف المعياري
مصر ^أ	0.05	11.64	1.88	0.36	3.25
الأردن ^أ	1.73	25.16	11.16	6.33	9.58
المغرب ^ب	0.05	7.37	1.69	0.24	2.43
تونس ^ب	0.06	3.69	1.13	0.31	1.22
TURN					
مصر ^أ	2.76	33.43	11.16	6.33	9.58
الأردن ^أ	4.79	44.89	14.66	11.74	10.04
المغرب ^ب	2.66	46.82	10.93	6.50	11.14
تونس ^ب	0.95	20.14	8.74	5.16	6.32

أ- على أساس 20 مشاهدة (1980-1999).

ب- على أساس 15 مشاهدة (1985-1999).

المصدر: نفس جدول (2).

جدول (7): المؤشرات ذات الأساس البنكي: RBA

المتغيرات المستقلة	نموذج 1	نموذج 2	نموذج 3	نموذج 4	نموذج 5	نموذج 6	نموذج 7	نموذج 8
Constant	5.51 (1.1)	11.3*** (1.90)	9.68*** (1.68)	13.1*** (2.19)	12.3*** (2.04)	12.99*** (2.04)	13.02*** (2.10)	14.53*** (2.11)
LIPCY	-1.31* (-3.60)	-1.18* (-3.26)	-1.68* (-4.22)	-1.69* (-4.05)	-1.54* (-3.44)	-1.81*** (-2.08)	-1.41* (-2.72)	-1.61* (-3.49)
I/GDP	0.14*** (1.89)	0.15** (2.12)	0.10 (1.40)	0.11 (1.54)	0.13*** (1.78)	0.15*** (1.77)	0.13*** (1.69)	0.14*** (1.82)
FDI/GDP	0.21 (0.86)	-4.93*** (-2.10)	-5.20*** (-2.30)	-4.63*** (-2.02)	-5.03* (-2.16)	-4.86*** (-2.03)	-5.23*** (-2.20)	-5.13*** (-2.18)
LRBA	0.36 (0.24)	-1.43 (-0.85)	-0.79 (-0.48)	-1.27 (-0.74)	-1.25 (-0.73)	-0.95 (-0.50)	-1.70 (-0.89)	-1.55 (-0.87)
FDI/GDP*LRBA		1.28** (2.20)	1.36** (2.43)	1.19** (2.12)	1.30** (2.26)	1.26** (2.13)	1.34** (2.30)	1.32** (2.28)
GE/GDP			0.11* (2.61)	-0.08** (2.07)	0.08*** (1.96)	0.08*** (1.78)	0.08*** (1.90)	0.07*** (1.79)
CPI				-0.03*** (-1.70)	-0.03*** (-1.75)	-0.03*** (-1.78)	-0.03*** (-1.69)	-0.03*** (-1.74)
OPEN					-0.01 (-0.92)	-0.01 (-0.95)	-0.01 (-0.80)	-0.01 (-1.01)
دول الخليج						0.98 (0.36)		
دول الإصلاح							0.67 (0.54)	
دول أخرى								-0.81 (-0.68)
N	85	85	85	76	76	76	76	76
قيمة R ² المعدلة (%)	18.19	21.94	27.29	28.70	28.53	27.60	27.77	28
قيمة F المحسوبة	5.67*	5.72*	6.25*	5.31*	4.74*	4.18*	4.20*	4.23*
D.W.	2.09	2.03	2.16	2.06	2.09	2.09	2.11	2.12

* تشير لوجود دلالة إحصائية بمستوى معنوية 1%، ** بمستوى معنوية 5%، *** بمستوى معنوية 10%. تمثل الأرقام المكتوبة بين قوسين قيمة t المحسوبة.

جدول (8): المؤشرات ذات الأساس البنكي: DC/GDP

المغيرات المستقلة	نموذج 1	نموذج 2	نموذج 3	نموذج 4	نموذج 5	نموذج 6	نموذج 7	نموذج 8
Constant	7.09** (2.09)	8.33** (2.44)	8.36** (2.52)	10.2* (3.04)	9.45* (2.70)	11.45** (2.18)	9.22** (2.55)	10.51*** (2.57)
LIPCYI	-1.22* (-3.65)	-1.21* (-3.67)	-1.62* (-4.45)	-1.76* (-4.77)	-1.66* (-4.12)	-2.01** (-2.49)	-1.61* (-3.71)	-1.73* (-4.04)
I/GDP	0.15** (2.10)	0.15** (2.14)	0.11 (1.51)	0.10 (1.44)	0.13*** (1.68)	0.14*** (1.69)	0.12*** (1.72)	0.12*** (1.70)
FDI/GDP	0.21 (0.89)	-1.26 (-1.46)	-1.29 (-1.54)	-1.11 (-1.38)	-1.18 (-1.46)	-1.16 (-1.42)	-1.18 (-1.45)	-1.17 (-1.43)
LDC/GDP	-0.38 (-0.62)	-0.82 (-1.25)	-0.68 (-1.06)	-0.42 (-0.70)	-0.32 (-0.52)	-0.15 (-0.21)	-0.39 (-0.58)	-0.37 (-0.57)
FDI/GDP*LDC/GDP		0.48*** (1.78)	0.51** (1.95)	0.42*** (1.69)	0.46*** (1.80)	0.46*** (1.76)	0.45*** (1.75)	0.45*** (1.72)
GE/GDP		0.10** (2.37)	0.08*** (1.92)	0.08*** (1.81)	0.07*** (1.81)	0.07*** (1.85)	0.07*** (1.80)	0.07*** (1.71)
CPI			-0.03*** (-1.68)	-0.03*** (-1.68)	-0.03*** (-1.67)	-0.03*** (-1.73)	-0.03 (-1.43)	-0.03*** (-1.71)
OPEN			-0.01 (-0.72)	-0.01 (-0.72)	-0.01 (-0.72)	-0.02 (-0.87)	-0.01 (-0.61)	-0.01 (-0.76)
دول الخليج						1.43 (0.51)	0.37 (0.30)	
دول الإصلاح								
دول أخرى								-0.61 76
N	85	85	85	76	76	76	76	76
قيمة R ² المعدلة (%)	18.52	20.68	25.07	26.86	26.33	25.51	25.32	25.51
قيمة F المحسوبة	5.77*	5.38*	5.68*	4.93*	4.35*	3.85*	3.83*	3.85*
D.W	2.08	2.07	2.16	2.06	2.09	2.10	2.10	2.11

* تشير لوجود دلالة إحصائية بمستوى معنوية 10%، ** بمستوى معنوية 5%، *** بمستوى معنوية 1%.

جدول (9): أثر زيادة نسبة الاستثمارات الأجنبية المباشرة بانحراف معياري واحد على PCYG

الدول التي أجرت إصلاحات اقتصادية	دول الخليج	الدول الأخرى
مصر	0.69	الجزائر 1.04
الأردن	1.34	لبنان 1.82
المغرب	0.53	ليبيا 0.55
تونس	1.14	موريتانيا 0.71
		السودان -0.26
		سورية -0.56
		اليمن -0.31

جدول (10): المؤشرات ذات الأساس السوقي: VT/GDP

المشتريات المستقلة	نموذج 1	نموذج 2	نموذج 3	نموذج 4	نموذج 5
Constant	2.32	6.03	2.39	15.93	5.36
LIPCY	-0.84	-1.57	-0.69	-2.71	-0.36
I/GDP	0.18***	0.23**	0.37*	0.48*	0.39*
FDI/GDP	0.30	0.18	-0.02	0.08	-0.21
LVT/GDP	-0.42	-0.88***	-0.65	-0.80***	-0.91**
FDI/GDP*LVT/GDP		0.46***	0.54***	0.56**	0.47**
CONS/GDP			-0.29**	-0.35*	-0.15
GDPDEFL				-0.31*	-0.31*
DS/GDP					-0.68*
N.	70	70	70	70	70
قيمة R ² المعدلة (%)	2.16	6.20	9.30	19.97	34.68
قيمة F المحسوبة	1.38	1.90***	2.18***	3.46*	5.58*
D.W.	2.28	2.25	2.27	2.33	2.69

* تشير لوجود دلالة إحصائية بمستوى معنوية 1%، ** بمستوى معنوية 5%، *** بمستوى معنوية 10%، تمثل الأرقام المكتوبة بين قوسين قيمة t المحسوبة.

جدول (11): المؤشرات ذات الأساس السوقي: TURN

المعغير التابع: PCYG					
المعغيرات المستقلة	نموذج 1	نموذج 2	نموذج 3	نموذج 4	نموذج 5
Constant	7.81	18.06	11.30	24.61***	14.75
LIPCY	-1.36	-2.58	-1.27	-3.18	-1.05
I/GDP	0.17***	0.28**	0.42*	0.52*	0.43*
FDI/GDP	0.34	-4.65**	-5.27*	-4.96*	-4.10**
LTURN	-0.88	-3.12*	-3.05*	-3.13*	-2.77*
FDI/GDP*LTURN		2.32*	2.50*	2.41*	1.89**
CONS/GDP			-0.28**	-0.35*	-0.20***
GDPDEFL				-0.29*	-0.28*
DS/GDP					-0.60*
N.	70	70	70	70	70
قيمة R ² المعنلة (%)	1.77	10.25	16.55	26.18	37.29
قيمة F المحسوبة	1.31	2.58**	3.28*	4.50*	6.13*
D.W.	2.25	2.20	2.27	2.31	2.58

* تشير لوجود دلالة إحصائية بمستوى معنوية 1%، ** بمستوى معنوية 5%، *** بمستوى معنوية 10%. تمثل الأرقام المكتوبة بين قوسين قيمة t المحسوبة.

جدول (12): اختبارات ازدواجية لسببية Granger: المؤشرات ذات الأساس البنكي

فرض العدم	عدد التأخرات الزمنية (عدد المشاهدات) قيمة F المحسوبة			
	1	2	4	6
	8			
	(408)	(391)	(357)	(323)
Granger لا تسبب FDI بمنهجية DC	0.10	0.10	0.15	0.11
Granger لا تسبب DC بمنهجية FDI	0.05	0.06	0.03	0.03
Granger لا تسبب FDI بمنهجية RBA	0.81	0.36	0.39	0.66
Granger لا تسبب RBA بمنهجية FDI	0.02	0.23	0.62	0.66
				0.71
				0.88

* تشير لوجود دلالة إحصائية بمستوى معنوية 0.10% .
** تشير لوجود دلالة إحصائية بمستوى معنوية 0.05% .
*** تشير لوجود دلالة إحصائية بمستوى معنوية 0.01% .

جدول (13): اختبارات ازدواجية لسببية Granger: المؤشرات ذات الأساس السوقي

فرض العدم	عدد التأخرات الزمنية (عدد المشاهدات) قيمة R المحسوبة			
	1	2	4	6
	1 (66)	2 (62)	4 (54)	6 (46)
لا تسبب FDI بمنهجية Granger	2.68* **	1.51	2.06***	4.47* 5.77*
لا تسبب VT بمنهجية Granger	0.05	0.30	0.61	0.79 0.89
لا تسبب FDI بمنهجية Granger	3.53* **	2.55***	1.13	2.67** 4.01*
لا تسبب TURN بمنهجية Granger	0.02	0.13	0.55	0.62 1.56

* تشير لوجود دلالة إحصائية بمستوى معنوية 10%، ** بمستوى معنوية 5%، *** بمستوى معنوية 1%.

جدول (14): اختبارات ازدواجية لسببية Granger: المؤشرات ذات الأساس البنكي للدول التي أجرت إصلاحات اقتصادية

	عدد التأخرات الزمنية (عدد المشاهدات)			عدد التأخرات الزمنية (عدد المشاهدات)		
	1	2	3	1	2	3
الدول	(24)	(23)	(22)	(24)	(23)	(22)
	قيمة F المحسوبة					
	فرض العدم: DC لا تسبب FDI بمنهجية Granger			فرض العدم: RBA لا تسبب FDI بمنهجية Granger		
	فرض العدم: (Granger) DC لا تسبب DC بمنهجية (Granger)			فرض العدم: FDI لا تسبب RBA بمنهجية Granger		
مصر	1.23 (1.62)	1.99 (2.82***)	1.60 (2.90***)	0.16 (0.83)	1.15 (0.75)	1.49 (0.30)
الأردن	1.16 (4.65**)	0.31 (4.95*)	1.66 (3.26**)	0.001 (1.49)	0.83 (1.13)	0.43 (1.06)
المغرب	0.88 (0.01)	0.91 (3.03**)	1.05 (7.05*)	0.20 (0.09)	0.19 (2.84***)	0.33 (3.14**)
تونس	2.06 (0.69)	0.65 (0.49)	2.02 (0.32)	0.05 (0.91)	1.38 (0.78)	0.74 (0.79)

* تشير لوجود دلالة إحصائية بمستوى معنوية 1%، ** بمستوى معنوية 5%، *** بمستوى معنوية 10%.

جدول (15): اختبارات زدواجية لسببية Granger: المؤشرات ذات الأساس البنكي لدول الخليج

	عدد التأخرات الزمنية (عدد المشاهدات)			عدد التأخرات الزمنية (عدد المشاهدات)		
	1 (24)	2 (23)	3 (22)	1 (24)	2 (23)	3 (22)
الدول	قيمة F المحسوبة فرض العدم: DC لا تسبب FDI بمنهجية Granger (فرض العدم: FDI لا تسبب DC بمنهجية Granger)			قيمة F المحسوبة فرض العدم: RBA لا تسبب FDI بمنهجية Granger (فرض العدم: FDI لا تسبب RBA بمنهجية Granger)		
البحرين	0.05 (0.35)	0.16 (1.06)	0.08 (1.22)	1.74 (2.06)	1.44 (1.49)	1.06 (0.78)
الكويت	0.41 (0.04)	0.25 (0.32)	0.32 (0.41)	1.45 (0.59)	2.11 (0.32)	1.13 (0.30)
عمان	1.78 (1.81)	1.67 (4.05**)	1.33 (2.66****)	1.90 (1.37)	0.80 (1.61)	0.52 (1.34)
قطر	0.23 (0.51)	0.77 (0.33)	1.29 (0.87)	2.14 (1.04)	1.90 (1.44)	2.01 (1.18)
السعودية	0.94 (2.51)	1.35 (1.28)	0.82 (0.63)	0.55 (2.36)	1.34 (1.20)	1.57 (1.36)
الإمارات	0.91 (0.001)	0.99 (0.14)	0.69 (0.20)	0.47 (0.18)	0.60 (1.24)	0.58 (0.49)

* تشير لوجود دلالة إحصائية بمستوى معنوية 10%، ** بمستوى معنوية 5%، *** بمستوى معنوية 1%، **** بمستوى معنوية 0.1%.

جدول (16): اختبارات ازدواجية لسببية Granger: المؤشرات ذات الأساس البنكي للدول الأخرى

الدول	عدد التأخرات الزمنية (عدد المشاهدات)			عدد التأخرات الزمنية (عدد المشاهدات)		
	1 (24)	2 (23)	3 (22)	1 (24)	2 (23)	3 (22)
	قيمة F المحسوبة					
	فرض العدم: DC لا تسبب FDI بمنهجية Granger (فرض العدم: FDI لا تسبب DC بمنهجية Granger)			فرض العدم: RBA لا تسبب FDI بمنهجية Granger (فرض العدم: RBA لا تسبب FDI بمنهجية Granger)		
الجزائر	0.36 (0.31)	0.09 (0.11)	0.85 (0.34)	0.45 (0.007)	0.11 (0.07)	0.31 (1.36)
لبنان	0.56 (0.31)	0.13 (0.10)	1.76 (0.10)	0.12 (2.62**)	0.09 (8.52**)	0.12 (7.11*)
ليبيا	1.05 (1.50)	1.80 (1.58)	0.72 (1.00)	1.54 (0.47)	1.66 (0.70)	1.86 (0.70)
موريتانيا	0.11 (0.02)	0.32 (0.57)	0.78 (0.04)	0.70 (2.14***)	0.53 (0.22)	0.40 (0.60)
السودان	1.48 (0.002)	1.60 (0.58)	1.20 (1.36)	1.27 (1.17)	1.77 (0.82)	0.82 (0.55)
سورية	0.96 (0.44)	1.25 (0.85)	2.17 (2.37)	0.50 (0.05)	2.40 (0.05)	1.61 (2.11)
اليمن	0.12 (0.14)	0.21 (0.04)	0.22 (0.20)	1.98 (5.12**)	1.01 (8.20*)	1.63 (6.07*)

* تشير لوجود دلالة إحصائية بمستوى معنوية 10%، ** بمستوى معنوية 5%، *** بمستوى معنوية 1%، **** بمستوى معنوية 0.1%.

المراجع:

1. Aitken, B. and A. Harrison. 1999. "Do Domestic Firms Benefit from FDI?" *American Economic Review*, Vol. 89, No. 3, pp. 605-18.
2. Alfaro, L. and et al. 2002. "FDI and Economic Growth: The role of Local Financial Markets", Unpublished manuscript.
3. Arab Monetary Fund (AMF). 2000. *The Unified Arab Economic Report*. Abu Dhabi: AMF.
4. Arab Monetary Fund (AMF). Various Issues. *Arab Stock Markets Database*. Abu Dhabi: AMF.
5. Athukorala, P. C. and J. Menon. 1997. "AFTA and the Investment-Trade Nexus in ASEAN," *The World Economy*, Vol. 20, No. 2, pp. 159-75.
6. Barro, R. 1991. "Economic Growth in a Cross-Section of Countries," *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 106, No. 2, pp. 407-43.
7. Barro, R. and X. Sala-i-Martin. 1995. *Economic Growth*. Cambridge, MA: McGraw-Hill.
8. Borensztein, E. and et al. 1998. "How Does FDI Affect Economic Growth?" *Journal of International Economics*, Vol. 45, No. 1, pp. 115-35.

9. Carkovic, M and R. Levine. 2002. "Does FDI Accelerate Economic Growth?" Unpublished manuscript. University of Minnesota.
10. Chakrabarti, A. 2001. "The Determinant of FDI: Sensitivity Analyses of Cross-Country Regressions," *KYKLOS*, Vol. 45, No. 1, pp. 89-114.
11. Chuang, Y.C. and C.M. Lin. 1999. "FDI, R & D, and Spillover Efficiency: Evidence from Taiwan's Manufacturing Firms," *Journal of Development Studies*, Vol 35, No. 4, pp. 117-37.
12. Demirguc-Kunt, A. and R. Levine. 1999. "Bank-Based and Market-Based Financial System: Cross Country Comparisons," *Policy Research Working Paper # 2143*. Washington. D.C: World Bank.
13. Fry, M. 1993. "FDI in a Macroeconomic Framework," *Policy Research Working Paper # 1411*. Washington, D.C: World Bank.
14. Hermes, N. and R. Lensink. 2001. "FDI, Financial Development, and Economic Growth," Unpublished manuscript. University of Groningen.
15. La Porta, R. and et al. 1997. "Legal Determinants of External Finance," *Journal of Finance*, Vol. 52, pp. 1131-50.
16. Loungani, P. and A. Razin. 2001. "How Beneficial is FDI for Developing Countries?" *Finance and Development*, Vol. 38, No. 2, pp. 6-9.

17. Omran, M. 2002. "Performance and Sources of Growth: A Case Study of the Egyptian Economy," *AMF Economic Paper #5*. Abu Dhabi: AMF.
18. Rajan, R. and L. Zingales. 1998. "Financial Dependence and Growth," *American Economic Review*, Vol. 88, No. 2, pp. 560-86.
19. Rodrik, D. 1999. *The New Global Economy and Developing Countries: Making Openness Work*. Washington, D.C: Overseas Development Council.
20. Sadik, A. and A. Bolbol. 2001a. "Capital Flows, FDI, and Technology Spillovers: Evidence from Arab Countries," *World Development*, Vol. 29, No. 12, pp. 2111-25.
21. Sadik, A. and A. Bolbol. 2001b. "Mobilizing International Capital for Arab Economic Development: With Special Reference to the Role and Determinants of FDI," *Arab Economic Journal*, Vol. 10, No. 26, pp. 3-49.
22. Sjöholm, F. 1999. "Technology Gap, Competition, and Spillovers from FDI: Evidence from Establishment Data," *Journal of Development Studies*, Vol. 36, No. 1, pp. 53-73.
23. Smarzynska, B. 2002. "Does FDI Increase the Productivity of Domestic Firms?" *Policy Research Working Paper #2929*. Washington, D.C: World Bank.
24. United Nations Conference on Trade and Development (UNCTAD). 2002. *World Investment Report*. Geneva: United Nations.

25. World Bank. 2002. *Global Development Finance*. Washington, D.C: World Bank.
26. World Bank. 2001. *Global Development Finance Report*. Washington, D.C: World Bank.