

دور الجهاز المصرفي في تنمية الإستثمار الخاص دراسة تطبيقية

على الإقتصاد المصري خلال الفترة من 2002 وحتى ٢٠١٦

خالد عبد المجيد محمد تعيلب

مدرس الإقتصاد بالمعهد العالى للحاسبآلي ونظم المعلومات بأبي قير - الاسكندرية

## الملخص

يعد الجهاز المصرفي المحرك الرئيس لحركة الإستثمار لقدرته على حشد الموارد المالية وحسن تخصيصها ، ولدقة المعاملات وتكامل الخبرات لديه ، وبذلك يستطيع جذب حائزى الثروة والعمل وأصحاب المهارات الإدارية ألخ ، وسعت الدراسة إلى تحديد دور البنوك - الذي يختصره البعض خطأ فى التمويل المصرفى - فى المنظومة الإستثمارية فى مصر خلال الفترة ٢٠٠٢ - ٢٠١٦ . وإعتمدت منهجية الدراسة على قياس التغيرات فى كل من الإستثمار الحقيقى ، التكوين الرأسمالى نتيجة للتغيرات فى كل من حجم الائتمان المصرفى ، سعر الفائدة ، سعر الصرف كمتغيرات تفسيرية ، وذلك لإختبار فرض الدراسة " توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين التمويل المصرفى والأستثمار الخاص " . وقد إستخدمتالدراسة نموذجاً قياسياً تبين صحة فرض الدراسة وتبين منه أن ٩٠.٣% ، ٩١.٦% من التغيرات فى المتغيرين التابعين على الترتيب يرجعا للتغيرات فى المتغيرات التفسيرية عند مستوى معنوية ١%، وتتولى البنوك بصفة أساسية تمويل الإستثمار الخاص ، والتكوين الرأسمالى .

الكلمات الدالة: التكوين الرأسمالى .الائتمان المصرفى ، الأستثمار الخاص .

## **The role of the banking system in the development of private investment**

**An applied study on the Egyptian economy during  
the period from 2002 to 2016**

**Khaled Abdel Maged Mohammed Tealeb**

**Lecturer of Economics at the Higher Institute of Computer and Information  
Systems, Abu-Kir, Alexandri**

### **Abstract**

**The banking system is the main engine of the investment movement due to its high ability to mobilize financial resources and allocating them , accuracy of transactions and the integration of experience thus, it can attract the holders of wealth and work and administrative skills. The study sought to determine the role of banks some summarized by mistake in banking finance in the investment system in Egypt during the period 2002-2016 the study. The methodology used was depredation measuring changes in both real investment and capital formation as a result of changes in the size of bank credit interest rate and foreign exchange rule as explanatory variables . the study set a hypothesis which is “there is a significant relationship between banking finance and private investments”the study proved the validity of the hypothesis under consideration .Using an econometric model showing the validity of the study, 90.3% and 91.6% of the changes in the two variable respectively are expected to change the explanatory variables at a significant level of 1% the banks mainly finance the capital formation sector**

**Key words: capitalization. Bank credit, private investment**

## مقدمة

يدل تطور مؤشرات الأداء الإقتصادي بالقطع إلى قدرة الدولة على تحفيز الأستثمار لديها ، كونه عاملاً حاكماً لمعدل النمو الإقتصادي كماً وكيفاً ، والذي يتوقف على القدرة في توفير الحوافز والتسهيلات التي يكون لديها تأثير نسبي على حفز المستثمر لإتخاذ قراره بالأستثمار ، وفي هذا السياق يتضح أن هناك حلقات متواصلة لنتيجة مفادها أن النمو الأقتصادي ظاهرة ديناميكية تنشأ من تغير كمي لمجموعة من المتغيرات الأقتصادية الأساسية من فترة لأخرى "2009، Dragoslav Avramovic" . ويمثل البنك أداة فعل غير محدودة في الحياة الأقتصادية لما له من دور فاعل في تحريك قوى التغير ، وتوطينها على مراكز النشاط وتوجيهها وتنشيطها ، وإحداث مجموعة من التوازنات الحركية التي من خلالها يحدث الأرتقاء في الأنتاج والأنتاجية وكذا التنوع الإنتاجي . فرصيد الخبرات لدى البنك وما يعايشه من مستجدات وما يحيط به من ثوابت ومتغيرات تمكنه من أن يستشف فرص الأستثمار وتقييمها وتحديد مدى جدوى القيام بها والترويج لدى المستثمرين وإدارة عمليات الإكتتاب فيها ، والإشراف على تأسيسها بالشكل الذي يخدم أهداف كل من الأطراف المعنية بها مباشرة أو بطريق غير مباشر . وإستناداً للدور القاند لجانب العرض - التمويل يحدث النمو - ، والدور التابع لجانب الطلب - الأستثمار والنمو - .

وإعتماًداً على ما إنتهت اليه دراسة " 2005 Robinson, Joan " من إنه عندما يكون مستوى الدخل متدنياً ، فإن التطور المالي يرفع معدل نمو الدخل إلى حين بلوغه مستوى نمو منتظم (أو مستوى الإلتقاء) ، من خلال تحفيزه للقطاع الحقيقي ، وفي المرحلة الألاحقة يتحدد التطور في القطاع المالي إستناداً لمعدلات التطور بالقطاع الحقيقي ، وهو ما يتفق والحالة المصرية في ظل إنخفاض نصيب الفرد من الدخل القومي .

ولما كانت البنوك - بما تمثله من عصب القطاع المالي في مصر - طرف ثقة تنهض أعمالها في إطار إنطباع إيجابي وتصور ذهني سليم عنها ، فإنها بذلك تكتسب وضعاً خاصاً بين أطراف الأستثمار يجعلها أمينة ومؤتمنة وعلى قدم المساواة على مصالح عملائها - المستثمرين - الأمر الذي يدفع إلى ضرورة إيجاد منهج متكامل لزيادة فاعلية دورها في منظومة الأستثمار ، ومن ثم النمو الأقتصادي بمفهومه العلمي الدقيق . ومستهدفاً تحليل أثر التسهيلات الائتمانية المقدمة من

الجهاز المصرفى المصرى للقطاع الأستثمارى سوف يتم التركيز على مدى تأثر الأستثمار الخاص فى مصر، إستناداً إلى مساهمة قطاع الأعمال الخاص بنحو ٦٢% من الناتج القومى الاجمالى بنهاية يونيو ٢٠١٧ ( البنك المركزى المصرى ، المجلة الأقتصادية ) .

### المحاور المنهجية للدراسة:

يتناول هذا الجزء المحاور المنهجية للدراسة والتي تتضمن كل من أهمية الدراسة، وهدف الدراسة، ومشكلة الدراسة ، كما يتضمن منهج وفرضيات الدراسة ، ومصادر البيانات ، وينتهى بعرض لخطة الدراسة .

### أهمية الدراسة

تستقى الدراسة أهميتها من أهمية كل من الإستثمار للناتج القومى بالدول النامية - ومنها مصر- فى تلبية الطلب المحلى فى ظل عجز القطاع الأنتاجى عن أداء هذا الدور بالمستوى المرغوب ، والذى إنعكس فى عجز مزمين وتدهور مستمر بالميزان التجارى - خاصة منذ عام ٢٠١١ - حتى أقتصرت نسبة تغطية الصادرات السلعية لنحو ٣٧% فقط من الواردت نهاية يونيو ٢٠١٧ ( البنك المركزى المصرى ، المجلة الأقتصادية ) . ومن ناحية أخرى كون الجهاز المصرفى العمود الفقرى والعصب لسوق المال المصرى ومن ثم فهو محرك رئيس لحركة الأستثمار ، بل وكل فاعل فيها إنما يتفاعل من خلاله ، ومن ثم تصبح العملية الأستثمارية مردود وباعث وصدى لجهد الجهاز المصرفى الفاعل ، ذو القدرة على الرؤية الممتدة للمستقبل لأستشراف ما يجب أن يكون ، وكذا القدرة على إعادة توجيه الموارد وتطويع قوى الفعل الاقتصادى لتصبح قادرة على التوطين الإستثمارى الفعال ، ما من شأنه المساهمة فى تحسين أداء المؤشرات الاقتصادية ، وهذه المكانة تسعى الدراسة إلى تناولها مما يكسب الدراسة مزيداً من الأهمية .

### هدف الدراسة

تهدف الدراسة إلى الوقوف على تقييم أثر التسهيلات الائتمانية التى تمنحها البنوك العاملة فى مصر كمتغير تفسيرى بجانب عدد من المتغيرات التى سبق وأن تناولتها النظرية الاقتصادية ، وبعض من الدراسات السابقة وهما سعر الفائدة ، سعر الصرف على الأستثمار الخاص - معدل التكوين الرأسمالى بالمجتمع - كمتغير تابع . فضلا عن الإسهام فى الجدل المستمر حول دور الجهاز

المصرفى المصرى فى تمويل القطاع الحقيقى ، خاصة بعد تجنب البنوك منح تمويل طويل الأجل والذى يمثل عصب التمويل الأستثمارى ، لكون تلك التسهيلات أصول خطرة تحتاج المزيد من التحوط حيالها من جانب البنك ، مقارنة بتسهيلات إنتمائية أخرى كاذون الخزانة مثلا إعمالاً لإتفاقية بازل الثالثة والتي بعد العمل بأشتراطاتها على البنوك العاملة فى مصر مرحلياً تمهيداً للالتزام بالتطبيق مطلع عام ٢٠١٩ .

### مشكلة الدراسة

ترتبط إلى حد بعيد مؤشرات الأداء الإقتصادي طردياً بقدرة الدولة على علاج الإختلالات الإقتصادية التي تعوق إقامة الأستثمار ، إذ أن ارتفاع أسعار الفائدة على القروض مثلا - الموجهة ولو تأشيرياً من قبل السلطة النقدية من خلال سعر الاقراض والخصم رغم تحريره شكلياً مطلع عام ١٩٩١ - ولو تأشيرياً على مناخ الأستثمار لكونه يولد سلسلة من الآثار السلبية منها ، ارتفاع تكاليف ومستلزمات الإنتاج ، ومساهماً بدرجة ما فى التضخم ومن ثم إنخفاض قيمة العملة ، إلى جانب عزوف المستثمر عن تبنى المشروعات طويلة الأجل بهدف تقليل المخاطر فى ظل عدم إستقرار المناخ العام للأستثمار ، الأمر الذى يؤثر فى مجمله سلباً على الناتج القومى ، ومن ثم الأعتدال المتزايد على الخارج فى تغطية فجوة الطلب الكلى وما يترتب على ذلك من آثار منها تصاعد الفاتورة الخارجية . وعلى ذلك يمكن صياغة مشكلة الدراسة فى التساؤلات التالية :-

- إلى أى مدى يحقق التمويل المصرفى تنفيذ الإستثمار المطلوب . بعبارة أخرى ، هل يمكن للجهاز المصرفى دفع عجلة التنمية من خلال المزيد من التمويل المقدم للقطاع الإستثمارى .
- ماذا يجب على المعنى بالسياسة النقدية تبنيه لتفعيل دور القطاع المصرفى لتحفيزه نحو المزيد من تمويل الأستثمار الحقيقى بما يسهم فى سلامة تخصيص الموارد .
- ألى أى مدى تؤثر التسهيلات المصرفية فى كل من الإستثمار الخاص ، التكوين الرأسمالى . بعبارة أخرى ، هل تؤثر التسهيلات المصرفية فى الإستثمار الخاص بذات قدر تأثيرها على التكوين الرأسمالى .

وإنطلاقاً من مشكلة الدراسة وإستناداً لما تقضى به النظرية الأقتصادية من أن التمويل المصرفى الموجه للقطاع الأستثمارى من شأنه تحسين زيادة الناتج القومى الأجمالى وتحسين وضعية

الميزان التجاري يمكن أن يزداد حجم الصادرات وتخفيض حجم الواردات في المديا الطويل - رهناً بتوافر عدد من الشروط - . ويمكن صياغة الفرض الأساسي للدراسة على النحو التالي :-

" توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين التمويل المصرفي والإستثمار الخاص "

منهج الدراسة ومصادر البيانات

في سبيلها للتثبت من صحة فرض الدراسة من عدمه ، إتخذت الدراسة نهجاً تحليلياً إستقرانياً يقوم على رصد المشكلة وتحليلها من الواقع العملي ، والتوجه لواقع الإستثمار والجهاز المصرفي المصري وإستقرانها للوصول إلي المؤشرات التي تتصل بفرض الدراسة . وقد إعتمدت الدراسة على مصدرين أساسين للبيانات: يتمثل أولهما في الكتب والدوريات التي ساهمت في إعداد الأطار النظري . فيما يتمثل ثانيهما في التقارير والدوريات الصادرة عن الجهات ذات الصلة كصندوق النقد والبنك الدوليين ، وكذا البيانات والأحصانات الصادرة عن البنك المركزي المصري من خلال تقاريره السنوية والمجلات الأقتصادية ..... الخ .

خطة الدراسة

تنقسم خطة الدراسة إلى مبحثين إثنين : يعرض المبحث الأول للإطار النظري للدراسة ، حيث يتناول في أولاً الدراسات السابقة ، ثم في ثانياً الإطار النظري . في حين يتناول المبحث الثاني الدراسة التطبيقية ، والتي تعرض بدورها للسياسة النقدية في مصر من خلال تطور التمويل الإستثماري والعوامل ذات الصلة والمؤثرة في الإستثمار الخاص كما وكيفاً وذلك في أولاً ، ثم تعرض في ثانياً إلى الأطار المنهجي للدراسة من خلال التحليل الإحصائي لأختبار فرض الدراسة والنموذج المقترح ، ثم النتائج والتوصيات .

المبحث الأول : الأطار النظري للدراسة

يعد الجهاز المصرفي المحرك الرئيس لحركة الإستثمار ، فبما يحوزه من ثقة الأطراف المعنية بالإستثمار لدقة المعاملات وكفاءة وتكامل الخبرات لديه ، فهو يستطيع جذب حائزى الثروة والعمل وأصحاب المهارات الأدارية ... الخ بل وكل فاعل فيها إنما يتفاعل من خلاله ، ومن ثم تصبح العملية الإستثمارية مردود وباعث وصدى لجهد الجهاز المصرفي الفاعل ذو القدرة على الرؤية

الممتدة للمستقبل ، لإستشفاف ما يجب أن يكون وذو القدرة على إعادة توجيه الموارد وتطوير قوى الفعل الأقتصادي لتصبح قادرة على التوطين الأستثماري الفعال ( مختار ، ١٩٨٧ ).

وعليه فقد إتفقت العديد من الأدبيات على أهمية دور البنوك - والذي يختصره البعض خطأ في التمويل المصرفي - من بين المحددات الأقتصادية فى تفعيل العملية الأستثمارية ، والتي تحتل بدورها مكان الصدارة من بين محددات الأستثمار . وعليه تعرض الدراسة فى هذا الجانب منها إلى الدراسات السابقة وذلك فى أولاً ، ثم إلى الإطار النظرى فى ثانياً ، وذلك على النحو التالى :-

أولاً : الدراسات السابقة .

تطرقت دراسة " Parry T.G, 2006 " إلى ترتيب الأهمية النسبية للعوامل المحددة للأستثمار الخاص فى مناطق عدة من العالم ، فقد أحصى بيانات لنحو ٢٠٥ مؤسسة إستثمارية خاصة بلغ عدد مشروعاتها مجتمعة ٢٤٤٤ مشروعاً ، موزعة جغرافياً على مناطق محددة فى إفريقيا وأوروبا وأمريكا اللاتينية وكذلك أستراليا والشرق الأوسط . وفيها احتل التمويل المصرفي المرتبة السادسة من بين ثمانى عشر محدد للاستثمار فى إفريقيا ، فى حين احتل ذات العامل المرتبة الحادية عشر من بين أربعون محدد للأستثمار فى كل من أستراليا والشرق الأوسط ، والمرتبة الثالثة والخمسون من بين إثنين وستون محدد فى أوربا ، وأخيراً المرتبة الحادية والعشرين من بين إثنين وأربعون محدد بأمريكا اللاتينية . وذلك من بين محددات أخرى أهمها مشروعات البنية الأساسية المطورة - خاصة مشروعات النقل والاتصالات والموانى - ، والعمالة منخفضة التكلفة والتي احتلت مراتب متقدمة فى تلك الدراسة فى إفريقيا على وجهه الخصوص . وإنصرف الهدف من دراسة " Ribeiro, 2001 " بعنوان "An econometric analysis of private sector investment in Brazil" private

إلى الوقوف على المحددات الرئيسية للأستثمار فى القطاع الخاص فى البرازيل خلال الفترة ١٩٧٥ - ٢٠٠٠ ، بإستخدام نموذجاً تجريبياً قياسياً. وأظهرت النتائج أن نسبة مساهمة الأستثمار الخاص إلى الناتج المحلى الإجمالي بلغت نحو ٦١% والذي يعتمد بدوره بالدرجة الأولى على الائتمان

طويل الاجل . ثم ياتي الاستثمار العام كمرتبة ثانية ، والذي يعتمد بدوره أيضا على ذات النوع من التمويل بعد الأنفاق الحكومي

بينما تناولت دراسة " ٢٠٠٥ LOZA, ACOSTA , بعنوان "SHORT AND LONG RUN DETERMINANTS OF PRIVATE INVESTMENT IN ARGENTINA" تحليل عوامل الاقتصاد الكلي المؤثرة في قرار الاستثمار الخاص بالأرجنتين ، من منظور المدى القصير والطويل، خلال الفترة ١٩٧٠- ٢٠٠٣ مستخدمة المنهج القياسي بجانب الأسلوب الوصفي ، وقد إنتهت الدراسة إلى أن قرارات الاستثمار تتحدد في الأجل القصير، من خلال الصدمات في الإيرادات - سعر الصرف ودرجة تحرر التجارة - وفي الطلب الكلي . إلى جانب ذلك هناك أدلة على تأثير الاستثمار العام لوجود "المزاحمة" في الأجلين الطويل والمتوسط ، بيد أن مسار تراكم رأس المال يعتمد بشكل وثيق على كل من الأسواق المالية والانتمانية المتطورة وعلى منظورات الإستدامة المالية . وإستخدمت دراسة ملاوي، ٢٠٠٣ بعنوان " تأثير الائتمان المصرفي على النشاط الاقتصادي" نموذج الانحدار الذاتي المتجه VAR لدراسة تأثير الائتمان المقدم من البنوك التجارية على النشاط الاقتصادي الأردني مستنداً إلى السلاسل الزمنية خلال الفترة ١٩٧٠ - ٢٠٠٣ ، وقد تم إختيار متغيرين فقط هما الناتج المحلي الإجمالي ، والرصيد الجيد القائم - غير المصنف - من الائتمان المصرفي ، وإنتهت إلى وجود علاقة طردية قوية بين حجم الائتمان الموجهه للقطاع الأستثماري ومعدل نمو الأقتصاد الأردني خلال الفترة محل الدراسة .

وهدفت دراسة "Araby, Marwan. 2012" بعنوان "أثر الائتمان المصرفي على النمو الإقتصادي" قياس أثر القروض المصرفية الأستثمارية الممنوحة من البنوك التجارية العاملة في مصر خلال الفترة ١٩٩٠ - ٢٠٠١ ، على النمو الإقتصادي، وكانت المنهجية المتبعة هي الأسلوب الوصفي والتحليل القياسي الإحصائي . وأظهرت نتائج الدراسة مرونة الإنتاج بالنسبة للجانب من الائتمان المصرفي الموجة للقطاع الأستثماري على مستوى الأقتصاد ، والذي يعكس أثراً إيجابياً على الناتج المحلي الأجمالي . في حين ركزت دراسة خليل، ٢٠٠٤ بعنوان "أثر سياسة البنوك التجارية الانتمانية على الإستثمار الخاص " على السياسة الانتمانية في البنوك التجارية العاملة في فلسطين وعلاقتها بالأستثمار الخاص ، ومستخدمة المنهج الوصفي توصلت إلى أن زيادة التسهيلات الانتمانية من شأنها أن تلعب دور العرض القائد الذي بدوره يعمل على تحفيز الطلب الأستثماري

الخاص . وتحدد البنوك سياساتها الائتمانية بناء على مستوى أداء القطاعات الاقتصادية أي إنها تتجنب تمويل القطاعات الجديدة . وقام البدري، ٢٠٠٨ بدراسة بعنوان "الأستثمار الخاص والعوامل المؤثرة فيه في الأردن " خلال الفترة ١٩٩٤ إلى عام ٢٠٠٧ ، وذلك بهدف الوقوف على المتغيرات الاقتصادية المؤثرة على الأستثمار الخاص مستخدماً طريقة المربعات الصغرى . وأسفرت نتائج هذه الدراسة تزايد تأثير الأستثمار الخاص مقارناً بالأستثمار الحكومي ، حيث زيادة نقطة مئوية واحدة في حصة الأستثمار الخاص من شأنه التأثير في الناتج المحلي الاجمالي بما يقارب المرة ونصف من زيادة حصة الأستثمار العام في ذات المتغير . كما كان لظاهرة المزاحمة أثر واضح في الأقتصاد الأردني . إلا أن دراسة "Mohammed,2013" بعنوان "Private Sector Credit and Economic Growth Nexus inNigeria: An Autoregressive Distributed Lag Bound Approach" إنصرفت إلى تحليل العلاقة بين الائتمان الأستثماري بالموجه للقطاع الخاص من جهة والنمو الأقتصادي في نيجيريا من جهة أخرى ، باستخدام السلاسل الزمنية خلال الفترة ١٩٧٤ - ٢٠١٠ ، ودلت النتائج - باستخدام طريقة المربعات الصغرى- إلى عدم وجود علاقة سببية بين الائتمان الأستثماري المقدم للقطاع الخاص والنمو الأقتصادي في الأجل القصير . في حين ثبت صحة ذات العلاقة في المدى الطويل ، وأوصت بالتركيز على القروض الأستثمارية طويلة الأجل للقطاع الخاص المنتج بالإضافة إلى الحاجة إلى سياسات شاملة وإطار قانوني عملاً على الأنتعاش السريع لائتمان القطاع الخاص . وسبقها دراسة الدغيم ، ٢٠١٢ بعنوان "إدارة المخاطر الائتمانية في البنوك التجارية" إلا إنها ركزت إهتمامها على كيفية منح القروض الموجهة للأستثمار الخاص بالبنوك التجارية العاملة بسوريا ، والوقوف على أوجه القصور في القرارات الائتمانية في البنوك التجارية.متبعة المنهج الوصفي التحليلي بأسلوب الدراسة الميدانية.وأرجعت إرتفاع نسبة التعثر فيها إلى الفساد الذي يشوب عملية منح الائتمان الأستثماري سواء من المستثمر - تقديم بيانات خاطئة - أو من جانب البنك - حال المنح أو المتابعة - . وإستخدمت دراسة المعلا ، ٢٠١٢ بعنوان " أثر التسهيلات الائتمانية للبنوك التجارية على الأستثمار الخاص " خلال الفترة ١٩٨٠ - ٢٠١٢ ، في الأردن نموذج الأنداد الذاتي المتجه ، لأختيار متغيرات الدراسة وهي الأستثمار الخاص والناتج المحلي الإجمالي، التضخم، وإجمالي التسهيلات الائتمانية، ومعدل التبادل التجاري الخارجي . وتبين أن متغير التسهيلات الائتمانية غير مستقر في المستوى وأستقر بعد اخذ الفرق الأول ، بينما متغير

الأستثمار الخاص مستقر في المستوى والنتاج المحلي الإجمالي والتضخم مستقر في المستوى، والأفتتاح التجاري غير مستقر في المستوى وأستقر بعد أخذ الفرق الأول، كما تبين وجود علاقة سببية بين المتغيرات من خلال وجود تأثير للتسهيلات الائتمانية على الأستثمار الخاص. بالإضافة إلى إستخدام أداتين رئيسيتين للتحليل وهما: تحليل مكونات التباين ، الذي دل على قوة متغير التسهيلات الائتمانية والذي يتجه تأثيره طردياً وأختبار دالة الإستجابة لردة الفعل الذي دل على التأثير الإيجابي للتسهيلات الائتمانية على الأستثمار الخاص، وتم التأكد من مصداقية النتائج من خلال إعادة ترتيب المتغيرات في النموذج .

وأخيراً تناولت دراسة كل من Goldberg L.S & Klein 2014, دوافع ومحددات الأستثمارات لعدد ١١٥ شركة أمريكية للدراسة الأولى ، بعدد من الدول النامية والناشئة . وعدد ١٠٠ شركة تمارس نشاطها الأستثماري في أستراليا بالنسبة للدراسة الثانية ، وأظهرت النتائج أن عامل الأسواق يحتل المرتبة الأولى ضمن المحددات والمقومات الأكثر جذباً لتلك الأستثمارات يليه الحوافز الحكومية ، ثم جاء عاملى العمالة ، التسهيلات الائتمانية على ذات المستوى فى المرتبة الثالثة . كما أوضحت الدراسة الثانية والتي تناولت تحليل دوافع ومحددات الأستثمارات الخاصة في أستراليا إحتلال نمو الأسواق المحلية في أستراليا المرتبة الأولى بوزن مرجح ٢٩ % - لكونها منفذاً للأسواق الأخرى في نيوزلندا وأسيا - ثم يليه توافر درجة ملائمة من الأستقرار السياسي ، علاوة على المعاملة الضريبة ثم أنخفاض القيود والمعوقات أمام تحويل الأرباح ، ثم جاء التمويل المصرفى ، وذلك من بين ستة عشر عامل محفز على الأستثمار .

وتنصب الدراسة الحالية على قياس أثر التسهيلات الائتمانية الممنوحة من الجهاز المصرفى ، وكذا كل من سعر الفائدة على تلك التسهيلات ، وسعر الصرف على الأستثمار الحقيقي الذى يقوم به القطاع الخاص والذي ينصرف فى هذه الدراسة إلى التكوين الرأسمالى الخاص والذي يعكس الأضافة إلى ثروة المجتمع الحقيقية . وبذلك فالقصد منها إنما هو قياس مدى تأثير التسهيلات الائتمانية على كل من المشروعات الجديدة ، التوسعات فى المشروعات القائمة ، رفع كفاءة القدرات الإنتاجية الحالية .

## ثانياً : الإطار النظري للدراسة

لما كان إتساق الحركة الأستثمارية يتم من خلال رؤية وتوجهات لرفع كفاءة الأداء بها وتجنب العشوائية والتضارب ، وعليه ترتبط مؤشرات الأداء الأقتصادي طردياً بالقدرة على علاج الأختلالات التي تعوق إقامة الإستثمار ، إذ أن تحسن تلك المؤشرات يعد دليلاً دامغاً على قدرة الدولة على تحفيز الأستثمار بها . وفي ضوء ما يحيط بالجهاز المصرفي من ثوابت ومتغيرات ورصيد الخبرات لديه ، وما يعايشة من مستجدات تمكنه من تحسين مناخ الأستثمار من خلال خلق فرص الأستثمار وتقييم المتاح وتحديد مدى جدوى القيام بها ، فضلاً عن الترويج لدى المستثمرين وإدارة عمليات الأكتتاب فيها والأشراف على تأسيسها بالشكل السليم الذي يخدم أهداف المنظومة الأستثمارية . وعلى ذلك فالإرتباط بين الدور المصرفي والإستثمار الحقيقي يجعل العلاقة شديدة الخصوصية نابعة من الإعتمادية المتبادلة والتي تمثل أساس وجود لهما ( مختار ، ١٩٨٧ ) .

ويعد الأستثمار عاملاً حاكماً في معدل النمو الأقتصادي كماً ، وكيفاً ، وبعبارة أخرى فإن معدل النمو المطلوب يتوقف أولاً على القدرة في جذب التدفقات النقدية المطلوب للقيام بتنفيذ ما هو مستهدف من الأستثمار ، ويتوقف ثانياً على القدرة في توفير الحوافز والمزايا والتسهيلات – بما فيها الائتمانية - التي يكون ليها تأثير نسبي على المستثمر في إتخاذ قراره بالإستثمار . وفي هذا السياق يتبين لنا أن هناك حلقات متواصلة لنتيجة مفادها أن النمو الأقتصادي ظاهرة ديناميكية تتمثل في تغيير كمي لمجموعة من المتغيرات الأقتصادية الأساسية من فترة إلى أخرى "هندي ، ٢٠٠٧" . كما أن التصور الذهني الإيجابي عن المنظومة المصرفية تكسبها مكانة في المنظومة الأستثمارية يجعلها مؤتمنة على مصالح عملائها - المستثمرين - الأمر الذي يدفع إلى ضرورة إيجاد منهج متكامل لزيادة فاعلية وتفعيل دور البنوك في الأستثمار ذو المردود الأقتصادي بمفهومه العلمي الدقيق .

وتمثل التسهيلات الائتمانية النشاط الرئيسي للبنوك ، ويقصد بها مجموعة التسهيلات النقدية وغير النقدية المقدمة إلى القطاعات المرتبطة بالمصارف ، القطاع العائلي ، وقطاع الأعمال العام ، والقطاع الخاص ، والقطاع الحكومي "الدسوقي ، ٢٠٠٣" . وتنبع أهمية التسهيلات الائتمانية من كونها تعمل على إشباع الإحتياجات التمويلية للمشروعات الأقتصادية فهي بمثابة مساعدة تقدمها المصارف لعملائها وتساعدهم من خلالها على إستكمال إحتياجاتهم التمويلية . وفي المقابل

ينصرف الاستثمار إلى العميلة الاقتصادية التي تقوم بتوظيف رأس المال، بهدف شراء مواد الإنتاج والتجهيزات، لتحقيق تراكم رأسمالي جديد، ورفع القدرة الإنتاجية أو تجديد وتعويض رأس المال القديم Brherman&Thomas m klein 2009 . وإقتصرت الدوافع الاقتصادية للاستثمار كما يتبنى الكثير من الإقتصاديين رؤيا كينز بمتغيرين: أما الأول فهو ، الكفاية الحدية لرأس المال - أي ناتج المردود المتوقع في حالة القيام بالاستثمار- . ويشير الثاني إلى قيمة معدل الفائدة - كلفة القروض الضرورية للقيام بالاستثمار- .

ويشير الباحث إلى إن مجرد المقارنة بين معدل الفائدة والكفاية الحدية لرأس المال لا ينهض مبرراً كافياً لتحديد إختيارات المنظم ، ورغم أهمية الدور المصرفي الذي تضمنته قيمتي كينز ، إلا أن واقع التجربة يؤشر إلى أن عملية الاستثمار أكثر تعقيداً ، حيث تتأثر بمتغيرات عدة - معطيات نفسية وموضوعية - فى ظل بيئة شديدة التعقيد والتغيير وإعمال للتوازنات تتعلق بالأحتمالات والتنبؤات التي يقوم بها المنظم، وبأبعاد السياسة الاقتصادية للدولة ، فضلاً عن تجاوز الدور المصرفي مجرد العملية التمويلية للاستثمار إلي كل ما يحيط ويحفز الاستثمار فكل فاعل في تلك المنظومة إنما يتم من خلال البنوك ، وبذلك فدور الجهاز المصرفي أكثر تعقيداً فى المنظومة الاستثمارية .

ويعكس مناخ الاستثمار مجمل الأوضاع القانونية والإقتصادية، والسياسية والإجتماعية التي تكون البيئة الإستثمارية والتي على أساسها يتم إتخاذ قرار الإستثمار. وبالتالي تصبح البيئة الاقتصادية محفزة وجاذبة لرأس المال أو طاردة له." المؤسسة العربية لضمان الأستثمار، ٢٠٠٢ " .

وفى ضوء تباين وجهات نظر الإقتصاديين حول مدى أهمية الدور المصرفي فى المنظومة الإستثمارية بوصفه العامل الأساسي فى تحقيق التنمية الاقتصادية ، تعرض الدراسة فى هذا الجانب منها إلى الأتجاهين السائدين فى تفسير تلك العلاقة ، وذلك على النحو التالى:-

الاتجاه الأول :- تطور مؤسسات الوساطة المالية نتاج تطور الاستثمار والنمو الاقتصادي

أوضح "Dunning J.H,2003" بأن الاقتصاديين قد شددوا بشكل مبالغ فيه على أهمية النظام المصرفي - بل والمالي - بالنسبة للاستثمار ، وأن التطور الاقتصادي وزيادة الاستثمار هو الذي يخلق الطلب على الخدمات المالية وليس العكس ، مستنداً في ذلك إلى فحوى نظرية الاستخدام الداخلي للمزايا الاحتكارية - Robinson,1952 - والتي ترى أن الاستثمارات المباشرة يمكن اعتبارها متغير مستقل يعتمد بشكل أساسي على ثلاثة متغيرات تفسيرية هي ، مجموعة المزايا الاحتكارية التي تملكها المنشأة الاستثمارية ، وأسلوب الاستخدام الداخلي لهذه المزايا ، وكذا المقومات الاقتصادية التي تتمتع بها الدولة على نحو يساهم في تهيئة المناخ المناسب للاستثمار . وإنطلاقاً من هذه النقطة فقد حصر "DragoslavAvramovic 2009" وظائف النظام المالي في

خمسة أهداف هي ، تسهيل المتاجرة والتحوط وتنويع المخاطر، وتخصيص الموارد، ومراقبة المدراء وبذل جهود لتحسين رقابة الشركات ، تعبئة المدخرات ، تسييل تبادل السلع والخدمات . وبذلك فالقطاع المالي بمؤسساته - بما فيها النظام المصرفي - لا يعد قطاع قائد ، بحيث أن العلاقة الجدلية بين الاستثمار والنمو الاقتصادي ينتج عنها تطور القطاع المالي والمصرفي وليس العكس . في حين أفسح اتجاه اقتصادي مقابل ( Dipendra&Macri,2013 ) دوراً للتمويل حين أرجع قيام الاستثمارات المباشرة إلى توافر شرطين : أولهما ، هو ضرورة تحقيق هذه الاستثمارات أرباحاً متناسب وحجم المخاطر بكل بيئة اقتصادية . وثانيهما ، إمتلاك مشروعات الاستثمارية حزمة من المزايا شبه احتكارية مثل رؤوس الأموال الضخمة - سهولة الحصول على التمويل اللازم من الأسواق المالية - مستوى عالي من التكنولوجيا - عمالة مدربة - إنفاق ضخم على مراكز البحوث العلمية والتكنولوجية - أساليب تسويقية متقدمة ، بما يخلق بيئة مواتية للتكوين الرأسمالي **world investment report , 2012** . كما أكد على تزايد الأهمية النسبية لمؤسسات التمويل في مرحلتى التمهيد للنمو ، وكذا المرحلة الأولى منه وبذلك فهو يتولى دور القيادة ، مع تراجع دور مؤسسات الوساطة المالية في المراحل المتقدمة ليصبح تطور تلك المؤسسات تحصيلية لتطور الاستثمار والنمو الاقتصادي.

## الاتجاه الثاني :- تطور مؤسسات الوساطة المالية سابق لنمو الأستثمار.

تبنت النماذج الحديثة ومن أبرزها تلك التي أعدها "Van Roy, Patrick. 2005" إمكانات المؤسسات المالية زيادة معدلات الإنتاجية الإجمالية لعوامل الإنتاج والإنتاجية الحدية لرأس المال ، من خلال تحفيز المدخرين على توظيف جانب متزايد من ثروتهم في موجودات منتجة ، وفي تمويل تقنيات ذات مخاطر أكبر ولكن ذات إنتاجية أعلى. ، ومن ثم فالمحصلة النهائية لذلك هي أنه يمكن للتطور المالي إحداث تأثيرات دائمة ومتواصلة على معدل النمو المنتظم للدخل. ونظرًا للآثار الخارجية الإيجابية اللاحقة التي يمكن أن يفرزها هذا النوع من تراكم رأس المال يبقى التساؤل ، كيف نعمل على إستمرار النمو في الإستثمار ومن ثم في النمو الأقتصادي الذي يكون مرجعه التطور المالي ؟ هل من خلال تعميق الهيكل المالي القائم ، أم من خلال توسيعه ، أممن خلال إستهدافهما معًا في آن واحد؟ إن هذه القضايا تتمثل في إطار الدول النامية حول التساؤل ما إذا كان المقصود هو تعميق الهيكل الذي تهيمن عليه المصارف التجارية (تقوية المنافسة، الأشراف، الشمولية إلخ..) ، أم تشجيع أسواق الأوراق المالية بجانبها، ومن ثم لا تعد قضية الدور القيادي للمؤسسات المالية دوراً جدلياً "Levine and King 2001" .

وإنتهت دراسات عدة للوقوف على حقيقة العلاقة بين الدور التمويلي والأستثمار الحقيقي ، وبعبارة أخرى محاولة الفصل بين مؤيدوا الفرضية القائلة بأن التمويل يحدث النمو ، والدورالقائد لجانب العرض (التمويل يأتي أولاً ) والدور التابع لجانب الطلب (النمو يحدث التمويل) . وأوضحا "Brherman & Thomas m Klein 2009" أيضا أن التنمية المالية تشرح بصورة أفضل الفوارق في معدلات النمو على الأمد الطويل فيما بين الدول وليس في ديناميكية النمو. وأرجعا ذلك الأستنتاج إلى أن التنمية المالية تتطور ببطء ولكن النمو أشد عرضة للتذبذب حال تمويل إستثمارات -مشروعات - ذات المخاطر من خلال وظيفتي تقاسم المخاطر والرقابة .وتستند هذه الحجج إلى وقائع عملية معقولة حيث بيّن كل من Zevros and Levine 1998 على صعيد الأقتصاد الكلي أن التطورات في كل من البورصات والنظام المصرفي تحسّن النمو لأن النظام يوفر وظيفة مالية مستقلة. أما KuntDemirguc and Maksimovic 1996 فيجدان أنه حتى على صعيد الأقتصاد الجزئي، فإن تطور البورصات يفسح المجال أمام الشركات لزيادة نسبة مديونيتها

إلى رأسمالها مما يمكنها بالتالي من تشجيع المزيد من النشاطات المصرفية . وإنتهى الرأى لدى Brash ، Brherman&Thomas m Klein ، إلى القول بأن العلاقة تعتمد على مستوى التنمية، فعندما يكون مستوى الدخل متدنياً، فإن التطور المالي يرفع معدل نمو الدخل إلى حين بلوغه مستوى نمو منتظم (أو مستوى الألتقاء)، وفي المرحلة الألاحقة تتحدد طبيعة العلاقة حسب أمور عدة منها مستوى المنافسة ، ودرجة التدخل الحكومى .. الخ . إلا أن هذا التوفيق تعتريه التطور المالي من خلال المعدل الخارجي للنمو المنتظم للدخل مشكلة عدم ملاءمته مع المبادئ التي تفترضها نظرية النمو الذاتي.

وينحاز الباحث للرؤية التي تفر بالعلاقة السببية التبادلية بين التطور المالي ونموالأستثمارات ومن ثم النمو الأقتصادي ، كما وأن القطاع المالي يتشتق أهميته من جودة الخدمات التي يمكنه توفيرها، وأن تواجد إطار نقدي مستقر ونظام تشريعي موثوق يشكلان عنصرين يدعما تلك الجودة. وعلاوة عن ذلك، فإن الأدبيات التي عرضتلموضوعي التمويل والنمو تتناول في معظمها إستخدام نموذج تحليل الأندادار لعدد كبير من الدول لا يعكس بالضرورة ظروف كل دولة من تلك الدول بمفردها .

### المبحث الثالث : الدراسة التطبيقية

لأن للجهاز المصرفي دوراً محورياً في قضية التنمية ، ليس ذلك فحسب بل يمكن القول إن مؤسسات التمويل في أي مجتمع مسنولة بدرجة أساسية عن نوعية النمو الأقتصادي الذي يحققه ، وهل هذا النمو إيجابي ويتسم بالعدالة أم أنه - وفقاً لأدبيات البنك الدولي - نمو زائف وسلبى ورديء ويتسم بالأنحياز لصالح طبقة إجتماعية علي حساب بقية طبقات المجتمع. وللوقوف على دور القطاع المصرفي المصري من قضية الأستثمار الخاص الحقيقي ومن ثم النمو الأقتصادية في مصر خلال الفترة ٢٠٠٠ - ٢٠١٧ ، تعرض الدراسة في هذا الجانب منها إلى محاور ثلاث ، يتناول الأول تطور دور البنوك العاملة في مصر حيال قضية الأستثمار الحقيقي . أما الثاني : فيتناول حوافز الأستثمار بقانون الأستثمار رقم ٧٢ الصادر عام ٢٠١٧ ، أما المحور الثالث : فيعرض للإطار المنهجي للدراسة من خلال التحليل الأحصائى بغية التحقق من صحة فرض الدراسة من عدمه ، ووصولاً لنتائج وتوصيات الدراسة ، وذلك على النحو التالي :-

المحور الأول :- تطور دور البنوك العاملة حيال مصر من قضية الأستثمار الحقيقي .  
لأن هدف الدراسة الوقوف على تأثير الإنتمان المصرفى على الأستثمار الخاص، تعرض الدراسة فى هذا الجانب لتطور حجم لكل من الإنتمان للقطاع الخاص والقطاع العام ، وكذا للقطاعات الرئيسية مقترناً بالمؤشرات الأقتصادية ذات الصلة والتي تمثل المتغيرات التفسيرية للدراسة الحالية ، وذلك على النحو التالى ( البنك المركزي المصري ، التقارير السنوية أعداد مختلفة ):-

بعد أن تجاوز الأقتصاد المصرى مرحلة التأميم ، والتي بدأت منذ عقد الستينات بتدخل حكومى مكثف وتولى الدولة معظم الشأن الأقتصادى وتبنى الدولة آنذاك سياسة نقدية موجهة إتبع من خلالها سياسة التثبيت - ومنها ، تحديد أسعار الفائدة ، وسياسة سعر الصرف الثابت - . وإستهل عقد السبعينات بحجم إنتمان بلغ نحو ٩٣٣ مليون جنية - منه نحو ٨٩% موجه للأستثمار بالقطاع العام - ، تصاعد حتى بلغ نحو ٤٨ مليار جنية فى نهاية عقد الثمانينات - منه نحو ٣٦% موجه للأستثمار بالقطاع الخاص - . وبدين خارجى ١.٧ مليار دولار فقط ، تصاعد حتى بلغ نحو ٢٢ مليار دولار خلال عقد الثمانينات ، إلا أنه فى المجمع لم يمثل الدين الخارجى عباءً على الأقتصاد ، ولم يتجاوز سعر صرف الدولار ١.١ جنية ، وإتسمت تلك الفترة بالأستقرار فى سعر الصرف وكذا معظم المؤشرات الأقتصادية .

وما لبث أن تراجع هذا الدور تدريجياً منذ منتصف عقد السبعينات وحتى نهاية العقد التالى له ، وكانت تلك المرحلة إنعكاساً للبرنامج الموقع من الحكومة المصرية مع كل من صندوق النقد والبنك الدوليين عام ١٩٨٧ ، مستهدفة الحد من الأختلالات بالأقتصاد جراء إتباع سياسة الإنفتاح الإقتصادى وما ترتب عليها من زيادة الاستهلاك ومن ثم الواردات ، وكانت النتيجة تراجع قيمة الجنية بنحو ٨٢% - من ١.١ جم إلى ٢ جم للدولار - . إلا أن حزمة السياسات الأقتصادية إستهدفت تنامي دور القطاع الخاص فى الناتج القومى من خلال إصدار القانون ٤٣ لسنة ١٩٧٤ والمعدل بالقانون ٣٢ لسنة ١٩٧٧ متزامناً مع تحرير لجانب من البيئة الأقتصادية كتحرير التجارة وسعر الصرف وأحتكار الحكومة للتجارة الخارجية ، إلا أن تطور الأستثمار الحقيقى بشكل عام والأستثمار الخاص والأجنبى منه بشكل خاص - الذي لم تتجاوز نسبته ١.٤% من الناتج المحلى - لم يتناسب والحوافز المقدمة بما يشير إلى أن المناخ الإستثمارى لم يكن محفزاً بالقدر الكافى لتحقيق المستهدف . كما يلاحظ تحولاً ملموساً فى التركيب القطاعى فى الأستثمارات فى إتجاه

القطاع الصناعي والقطاعات التمويلية مقارنة بقطاعى الزراعة و البناء و التشييد . وشهدت الفترة مطلع عقد التسعينيات تغيرات جذرية فى السياسات الاقتصادية وما تبعها من تحرير السياسات النقدية والائتمانية... الخ ، وتعكس المؤشرات الواردة بالجدول تلك التغيرات :-

#### جدول رقم (١) المؤشرات الاقتصادية الكلية

متوسط الفترة من ٢٠٠٠-١٩٩٠	الاقراض والخصم	التكوين الرأسمالي *	هيكل التمويل الرأسمالى %	معدل نمو التكوين الرأسمالى %	سعر الفائدة %	سعر الصرف جم	نمو الناتج المحلي %
متوسط الفترة من ٢٠١٠-٢٠٠١	٢٦٣	١٢٠	٢١.٥	٨.٩	١٢.٧	٥.٦٢	٥.٢٥
متوسط الفترة من ٢٠١٦-٢٢٠١١	٤٨٢	٢٣٤.٨	١٦.٧	٣.٥	١٢.٣	٧.٦٢	٣.٠٦

المصدر : البنك المركزي المصري ، التقارير السنوية ، أعداد مختلفة .

- ينصرف التكوين الرأسمالى إلى القيمة المطلقة لتكوين الاستثمارات خلال الفترة ، في حين أن هيكل التكوين الرأسمالى ينصرف إلى نسبته للناتج المحلى الاجمالي .

ففى مرحلة الاصلاح الاقتصادى - مطلع ١٩٩١ - شهدت البيئة تغيرات جذرية حين تبنت الحكومة برنامج لمعالجة الخلل الهيكلى الذى أصاب الاقتصاد ومستهدفة المشكلات التى تفاقمت بنهاية العقد السابق بمعدل تضخم ٢١% ، وعجز موازنة عامة ٢٢.٢% من الناتج المحلى ، وتراكم أعباء الدين الخارجى - ٢٩% من حصيلة الصادرات - بخلاف الدين الداخلى ٩٠% من الناتج المحلى - بلغ خدمة ٤٠.٦% من الموازنة - . وشمل البرنامج التى تبنته الحكومة للاصلاح مراحل عدة تركزت الاولى منها على إصلاح القطاع المالى والنقدى وتطبيق برنامج الخصخصة وإصدار قوانين لإصلاح البيئة التشريعية ذات الصلة بالاستثمار. وشهدت تطبيق البرنامج فى بدايته إرتفاع شديد فى سعر الفائدة - بعد تحريرها ضمن منظومة التحرير الائتمانى - ، مما ترتب عليه تدفق تيار ضخم من الودائع وصل لأربعة أضعاف مثيله قبل سياسة التحرير - من نحو ٦٩ مليار جم عام ١٩٩٠ مقابل

تساعد الائتمان المصرفي من نحو ٤٩ مليار في ذات العام إلى ٢٩٠ مليار عام ٢٠٠١ مقابل الائتمان المصرفي من نحو ٢٤١ مليار جم - ، حيث بلغ معدل النمو السنوي المركب للودائع نحو ٢٣.٦% ، في حين بلغ ذات المعدل للتسهيلات الائتمانية ٢٤.١% ، وفي المقابل بلغ معدل التكوين الرأسمالي عن ذات الفترة ١٩٤ مليار جنية .

وإنعكس ذلك في تحسن مؤشرات الأداء الاقتصادي العام المالي ١٩٩٨ - ١٩٩٩ بزيادة معدل النمو إلى ٦% ، وتراجع كل من عجز الموازنة إلى ما يقرب من ١% من الناتج المحلي وكذا التضخم ٥% وخدمة الدين الخارجي إلى ١٤.٥% من حصيلّة الصادرات .

و فيما يتعلق بالاستثمار فقد تجاوز معدل الاستثمار الخاص مثيله العام مقارنة بالعقد السابق إلا أن معدل الاستثمار العام إنخفض مع تقلب نسبة الاستثمار الخاص خلال تلك الفترة . وفي المجمل تعكس تلك الفترة ضآلة التكوين الرأسمالي الذي لم يتجاوز ١٩٦ مليار جنية ، ولم يتجاوز هيكل التكوين الرأسمالي ١٩.٢% من الناتج المحلي الذي بلغ معدل النمو فيه ٦.٥% في المتوسط خلال هذا العقد كما بلغ في المتوسط حجم الأقرض والخصم ٣٠.٥ مليار جنية بما يمثل ٥٦% من حجم الودائع الأمر الذي يعكس الدور الملموسة للإئتمان المصرفي في تمويل الاستثمار الخاص إبان تلك الفترة . ولذلك فقد تم إصدار قانون الإستثمار رقم ٨ لسنة ١٩٩٧ والذي يعد نقطة تحول فيما يتعلق بحوافز و ضمانات الاستثمار - وخاصة الأجنبي منه - إلا أن ذلك لم يكن حافزاً كافياً لزيادة حجم الإستثمارات ومنها الأجنبية والتي كانت توجة في معظمها إلى قطاع البترول .

وفيما يتعلق بمدى توافر أسواق إئتمان متطورة في مصر خلال العقد التالي لعام ٢٠٠١ وبالرغم من الجهود المبذولة لتطوير سوق المال بشقية - سوق راس المال و السوق النقدي - إلا أنها ظلت تمارس دوراً محدوداً في جذب الإستثمارات وتوجيهها وفقاً لحاجة الاقتصاد ، وإن كان سوق الإئتمان يلعب دوراً محورياً في توفير التمويل المتوسط وطويل الأجل للمستثمر، إلا أن هذا الدور مازال محدوداً كون أن نحو ٦٦,٧% من إجمالي المشروعات الإستثمارية في مصر تعتمد في تمويل نشاطها على التمويل الذاتي ويعزو ذلك جزئياً إلى ارتفاع أسعار الفائدة ، فضلاً عن تعدد وتضارب قرارات السلطات النقدية والخاصة بسياسات الائتمان في الوقت الذي يحتاج فيه سوق

رأس المال خاصة البورصة إصلاحاً جذرياً خاصة في ظل وجود علاقة وثيقة بين الاستثمار بأشكاله المتعددة ووجود سوق رأس مال نشطة (سميرة، ٢٠٠٣)

ويعكس إستقراء العقد المنصرم - ٢٠٠١ إلى ٢٠١٠ - تراجع التكوين الرأسمالي من ١٩٦ مليار جنية خلال العقد السابق إلي نحو ١٢٠ مليار جنية فقط ، وكذا تراجع معدل النمو فيه إلى ٨.٩% في المتوسط خلال هذا العقد ، الامر الذي يتزامن مع تراجع متوسط حجم الأقرض والخصم إلي ٢٦٣ مليار جنية بما يمثل ٥٢.٦% من حجم الودائع ، الامر الذي يشير إلي دور الإئتمان المصرفي في تمويل الأستثمار. كما تبنت السلطة النقدية سياسة سعر الصرف المعوم المدار مما ترتب عليه تراجع في قيمة الجنية خلال هذا العقد بنحو ٧٠% ، وذلك حين ارتفع سعر الصرف أربع مرات متتالية من ٢ جم للدولار الي ٣.٤ في نهاية عام ٢٠٠٠ ثم الي ٣.٨ بواقع ١١.٧% خلال ذات الشهر ثم إلي ٤.١٤ بواقع ٩% ثم إلي ٤.٥ بعد تبني البنك المركزي المصري نظام تعويم سعر الصرف وذلك مع مطلع عام ٢٠٠٣ الأ انه ورغم التخفيضات السابقة في قيمة الجنية والتي أدت إلي تصاعد سعر الصرف الي نحو ٦ جم للدولار الأمريكي لم يتأثر الإستثمار إيجابياً وفقاً للمؤشرات الكلية للأقتصاد المصري حيث شهد هذا العقد تراجع في متوسط نمو الناتج المحلي الاجمالي إلي ٥.٥% في المتوسط بعد أن كان ٦.٦٥% في العقد السابق عليه .

وفيما يتعلق بالفترة الراهنة - من ٢٠١١ وحتى نهاية ٢٠١٦ - ، فقد شهدة اضطرابات عدة انعكست أيضاً في تضارب مؤشراتها ، وذلك حين ارتفع حجم الأقرض والخصم من ٢٦٣ إلي ٤٨٢ مليار جنية في المتوسط لازمه زيادة التكوين الرأسمالي من ١٢٠ إلي ٢٣٤.٨ مليار جنية رغم تراجع هيكل التمويل الرأسمالي إلي ١٦.٧% بعد أن كان ٢١.٥% خلال الفترة السابقة وتراجع معدله إلي ٣.٥% بعد أن كان ٨.٩% الامر الذي انعكس في المجمال تراجع متوسط نمو الناتج المحلي الاجمالي إلي ٣.٠٦% . وإنتهت الفترة بحزمة من الإجراءات النقدية والمالية ، أملاً في تجاوز جانب من المشكلات التي لحقت بالأقتصاد وانعكست على مؤشراتته - عجز الميزان التجاري ، تراجع معدل تغطية الصادرات للواردات ، معدل الزيادة في النمو الاقتصادي .. الخ - ورغبة في تحسين المناخ الأستثمالي منها التخفيض الحاد في قيمة العملة المحلية حين أقدمت السلطة النقدية مطلع نوفمبر ٢٠١٦ على تخفيض بلغ ١١٠% من قيمة الجنية المصري. وتم إصدار قانون الأستثمار رقم ٧٢ لسنة ٢٠١٧ ، والذي تضمن خصماً ضريبياً بواقع ٥٠% على الأستثمارات في

المناطق غير المطورة ، مع إمكانية إستردادهم ٥٠% من قيمة الأرض للمشروعات التي تبدأ في الانتاج خلال عامين ، وإعادة العمل بالمناطق الحرة للقطاع الخاص ، كما يجوز للمستثمر الأجنبي الأستعانة ب ١٠% من العمالة الأجنبية وتحويل أرباحه للخارج ومنحة حوافز إضافية حالة إعتمادة على الخامات المحلية بنسبة ٥٠% أو تصدير ٢٠% من الأنتاج ، فضلا عن تقليص الإجراءات البيروقراطية والقضاء على تضارب الإختصاصات بين الجهات المعنية.

ويرى الباحث إستناداً إلى تراجع المؤشرات الاقتصادية الكلية ، فإن السياسة الاقتصادية بشقيها المالي والنقدي - ومنها الانتماني - على الأقل لم تكن فعالة بما يكفي لتحفيز الجهاز الانتاجي المصري لمقابلة الزيادة في الاستهلاك ، ولا نعفي الجهاز المصرفي من القيام بالدور التحفيزي للقطاع الحقيقي كونه عصب القطاع النقدي بل والمالي المصري ، ومن ثم المسؤولية المباشرة عن الوضع الراهن للإستثمار، الأمر الذي القى بظلاله على الفاتورة الخارجية والتي باتت امراً يدعو إلى القلق . ويبقى الأمل في فاعلية ما تم إتخاذة مؤخراً من حزمة الإجراءات والقوانين في النهوض بالإستثمار بما يلائم صعوبة الوضع الراهن .

### متغيرات ونموذج الدراسة

لأن هدف الدراسة هو تحليل وقياس أثر الانتمان المصرفي علي الوضع الراهن للإستثمار الخاص خلال الفترة ( ٢٠٠٢ - ٢٠١٦ ) ، سوف يتم تحليل طبيعة العلاقة المتوقعة بين المتغيرات التفسيرية الثلاثة بالدراسة الحالية وهم حجم الأقرض والخصم - الانتمان - الممنوح للقطاع الخاص ، أسعار الفائدة على القروض والسلفيات ، سعر صرف الدولار الامريكي مقابل الجنية المصري . وذلك لقياس مدى تأثيرهم أولاً على كل من الإستثمار الخاص ، وثانياً على التكوين الرأسمالي ، وعليه تصبح دالتي النموذج المقترح على الشكل التالي :

$$I EX = \beta 0' + \beta 1 P C + \beta 2 I R + \beta 3 F EX R.....( 1 )$$

حيث تشير I EX إلى الأنفاق الأستثماني الخاص investment expenditure  
private ، وتشير P C إلي الانتمان المصرفي private credit بدلالة الاقرض والخصم

، بينما تشير I R إلى سعر الفائدة على الائتمان الممنوح من الجهاز المصرفى المصرى interest rate ، فى حين تشير F EX R إلى سعر الصرف الاجنبى Exchange rate .

وتهدف المعادلة التالية ( رقم ٢ ) إلى قياس مدى تأثير ذات المتغيرات التفسيرية على التكوين الرأسمالى الخاص capital formation والذي يشار اليه بالرمز C F وذلك على النحو التالى :-

$$C F = \beta 0' + \beta 1 P C + \beta 2 I R + \beta 3 F EX R \dots \dots \dots ( ٢ )$$

ونعرض فيما يلى للمدلول الاقتصادى لطبيعة العلاقة بين متغيرات الدراسة :-

- الأستثمار الخاص :- ينصرف إلى الوحدة التنظيمية الخاصة سواء كانت وطنية أو أجنبية أو مشتركة ويحكمه دوافع الربح ، ويمثل إضافة للطاقة الإنتاجية للمجتمع . فى حين أن الائتمان هو الحصول على قيمة عاجلة لسدادها فى موعد اجل لقاء عائد محدد . وتنصرف النظرية الاقتصادية إلى وجود علاقة طردية بين كمية الائتمان المصرفى المتاحة وحجم الاستثمار الخاص .

- سعر الصرف الاجنبى :- تمنح البنوك تسهيلات إئتمانية بالعملة الأجنبية لمقابلة المكون الأجنبى بالمشروعات الأستثمارية وفق ضوابط إضافية- فى ضوء ما تعانية الدول النامية من ضعف فى مصادرالنقد الأجنبى - . وينصرف مفهوم سعر الصرف فى النظرية الاقتصادية إلى سعر الصرف الحقيقى - يقاس بسعر السلع غير القابلة للتجارة الدولية / سعر السلع القابلة للتجارة الدولية - . ويؤثر سعر الصرف فى الأستثمار الخاص من خلال جانبى الطلب والعرض كما يلى :

- جانب الطلب : يؤدى تخفيض سعر الصرف الحقيقى إلى تراجع الأستثمار الخاص إستناداً إلى إنخفاض القيمة الحقيقية لثروة القطاع الخاص ، وذلك من خلال تأثير هذا التخفيض على المستوى العام للأسعار ، وبالتالي فالإنخفاض فى الأستيعاب المحلى ربما يدفع

الشركات لمراجعة توقعاتها المستقبلية حيال الطلب على العملة الأجنبية ومن ثم تخفيض استثماراتها .

- جانب العرض : نظراً لان تخفيض سعر الصرف الحقيقي يرفع من سعر المنتجات القابلة للتأجار الدولي (معبراً عنها بالعملة المحلية) بالنسبة لسعر المنتجات غير القابلة للتبادل الدولي وبما يشجع ذلك على الاستثمار فى قطاعات التجارة الدولية على حساب الاستثمار بالقطاعات المحلية غير القابلة للتأجار دولياً .

- متغير معدل التكوين الرأسمالي :- يعد التكوين الرأسمالي المكون الرئيس للاستثمار ويمثل تدفقاً يضاف إلى رصيد رأس المال فى المجتمع ، ويشمل الإنفاق على السلع الرأسمالية التي تستخدم فى العملية الإنتاجية ، وعليه فيعد التكوين الرأسمالي الثابت أحد المؤشرات على نجاح الممظومة الاستثمارية بشكل عام .

- سعر الفائدة :- تمثل العائد الذى يتقاضاه الدائن مقابل تخليه عن قيمة عاجلة لإستردادها فى وقت آجل ، وتقر النظرية الأقتصادية بوجود علاقة عكسية بين أسعار الفائدة على القروض والسلفيات ، مع حجم الأستثمار . ويتحد حجم الأستثمار الأمثل وفقاً للنيوكلاسيك عندما يتساوى تكلفة التمويل مع عائد الأستثمار .

ويرى الباحث بأنه فى ظل عدم تطوير سوق رأس المال - خاصة أدوات حقوق الملكية - كحال العديد من الدول النامية ، تعتمد المشروعات بدرجة عالية على الائتمان المصرفى ، ليس فقط لتغطية الاحتياجات من رأس المال التشغيلى ، وإنما أيضاً لاحتياجات التمويل طويل الأجل ( التراكم الرأسمالى ) . وإستناداً إلى أن أسعار الفائدة مازالت تتحدد بطريقة شبه إدارياً - فعلياً - ، مما ينتج عنه أسعار فائدة حقيقية سالبة الامر الذى يخلق طلباً زائداً على الائتمان المصرفى يصعب تقنينه من قبل البنوك داخلياً ، فتصبح معه كمية الائتمان المصرفى المتاحة هى المحدد للاستثمار وليست أسعار الفائدة .

## مخرجات النموذج الإحصائي " SPSS "

أظهرت نتائج التحليل الإحصائي باستخدام تحليل "SPSS" معنوية النموذج المقترح بمعادلته ( ١ ) ،  
 ( ٢ ) بدرجة ثقة ٩٩% في المعادلتين ، كما بلغ معامل التحديد ٩٠.٣. في المعادلة رقم ١ بما  
 يعنى أن ٩٠.٣% من التغيرات في المتغير التابع الاول - حجم الاستثمار الخاص الحقيقي - ترجع  
 إلى التغيرات في المتغيرات التفسيرية الواردة بالدراسة وذلك عند مستوى معنوية ١% حسبما  
 يتضح من الجدول التالي.

Coefficients <sup>a</sup>							
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized	t	Sig.	Zero-order
		B	Std. Error	Coefficients			
1	(Constant)	542.098	217.738		2.490	.030	
	private credit (Billion EGP)	.638	.244	.819	2.617	.024	.912
	interest rate (%)	-48.409	17.058	-.272	-2.838	.016	-.237
	Exchange rate (EGP	8.437	24.933	.106	.338	.741	.863

a. Dependent Variable: investment expenditure (billion EGP)

المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي " SPSS ".

ومن الجدول تصبح معادلة الإنحدار للنموذج المقترح كما يلي :-

$$IEX = 542.098 + 0.638X1 - 48.409X2 + 8.437X3 \dots (1)$$

وعلى ذلك فإن نتائج التحليل الإحصائي بالجدول والذي تعكسه المعادلة ( ١ ) تشير إلى ما يلي :-

- العلاقات التي تعكسها المعادلة (١) تتفق وطبيعة العلاقة التي تقرها النظرية الاقتصادية ، حيث توجد علاقة طردية بين الاستثمار الخاص - كمتغير تابع - من ناحية ، وكل من الائتمان المصرفي ، وكذا سعر الصرف الاجنبي ، مع وجود علاقة عكسية مع المتغير التفسيري سعر الفائدة .

- أن ثمة متغيريين تفسيريين ذو تأثير معنوي على الاستثمار الحقيقي الخاص في مصر خلال فترة الدراسة ( ٢٠٠٢- ٢٠١٦ ) هما الائتمان المصرفي، وسعر الفائدة على القروض والسلفيات ، فيما لم تثبت معنوية سعر الصرف الاجنبي على الاستثمار الحقيقي الخاص ، ونعرض فيما يلي لنتائج التحليل الإحصائي لكل متغير على حدى:-

- لم تثبت الدراسة معنوية متغير سعر الصرف فى التأثير على المتغير التابع من بين المتغيرات التفسيرية الثلاثة الخاصة بالنموذج عند مستوى ١% ، فضلا عن أن معامل  $\beta$  المعيارية لم يتجاوز ١.٠٦ . ويرجع الباحث تلك النتيجة إلى المغالاه في تقييم قيمة الجنية المصري خلال فترة الدراسة ، كون أن التقييم الحقيقي لسعر صرف العملة المحلية من شأنه التأثير إيجابياً على الإستثمار الحقيقي . ويدلل على ذلك تدنى نصيب مصر من الإستثمارات الأجنبية التى تدفقت إلى الدول النامية ككل حيث تراوحت نسبة ما أستحوذت عليه ٠.٩% خلال الفترة ( ١٩٩٠ - ٢٠٠٠ ) زادت إلى ١.٢% خلال العقد التالى ، وتراجعها مرة أخرى إلى ٠.٧% فى الفترة ( ٢٠١١-٢٠١٦ ) " world investment report - I.F.S;- I.M.F."، أعداد متفرقة .

- يمثل الجزء المقطوع من محور الصادات ( + ٥٤٢.٩٨ ) بما يعنى تحقق معدل موجب للتكوين الراسمالي حتى لو كانت قيمة المتغيرات التفسيرية الواردة بالدراسة مساوية للصفر ، بما يشير إلى وجود متغيرات أخرى لم ترد بالنموذج تؤثر فى المتغير التابع .  
- بالنظر إلى معاملات  $\beta$  نجد أن متغيرى الائتمان المصرفي ، وسعر الفائدة على القروض والسلفيات مارسا أقوى تأثير على الاستثمار الخاص قياساً بالمتغيرات التفسيرية الأخرى ، وذلك كما يلى :-

- بلغ معامل الإنحدار لمتغير الائتمان المصرفي + ٠.٦٣٨ . وبما يعكس العلاقة الطردية بين هذا المتغير التفسيري والاستثمار الحقيقي الخاص عند مستوى معنوية ١% ، وهو ما يتفق وجوهر النظرية الاقتصادية . كما بلغت قيمة بيتا المعيارية لهذين المتغيريين ٠.٨١٩ .  
بما يعنى أن زيادة الائتمان المصرفي بمقدار مليار جنية من شأنه زيادة الإستثمار الخاص بنحو ٨.٢ مليار جنية .

- بلغ معامل الانحدار لمعدل الفائدة المحتسب على القروض والسلفيات والتسهيلات الائتمانية الممنوحة من البنوك للاستثمار الخاص - ٤٨.٩٠٤ . بما يعنى أن العلاقة بينهما عكسية وهو ما يتفق والمنطق الإقتصادي كما أسلفنا الإشارة .

- بالنظر إلى معلمات  $\beta$  المعيارية نجد أن متغيرى سعر الفائدة على القروض والسلفيات كمتغير تفسيري ، الاستثمار الخاص كمتغير تابع نجدها مساوية - ٢٧٢ . وهو ما يعنى أن زيادة سعر الفائدة بمعدل ١% من شأنه التأثير سلبياً فى المتغير التابع بمقدار ٢٧.٢ مليار جنية ، وذلك عند مستوى معنوية ١% .

وللوقوف على مصداقية ما أسفر عنه نموذج الدراسة المقترح من نتائج ، قام الباحث بإختبار ذات المتغيرات التفسيرية على معدل التكوين الرأسمالى الخاص كمتغير تابع ثانى بدلا من الاستثمار الحقيقي الخاص ، وقد أسفرت نتائج الدراسة صحة النتائج بنموذج الدراسة الذى تم التوصل اليه والذى تعكسه المعادلة رقم ( ١ ) ، حيث أسفر التحليل الأحصائى الثانى عن النتائج الموضحة بالجدول التالى :-

Coefficients <sup>a</sup>						
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients		Zero-order
		B	Std. Error	Beta	T	
1	(Constant)	436.418	157.644		2.768	.018
	private credit (Billion EGP)	.533	.177	.877	3.020	.012
	interest rate (%)	-35.373	12.350	-.255	-2.864	.015
	Exchange rate (EGP	3.527	18.052	.057	.195	.849

a. Dependent Variable: capital formation (billion EGP)

المصدر : مخرجات البرنامج الاحصائى " SPSS " .

ومن الجدول تصبح معادلة الإنحدار للنموذج المقترح كما يلى :-

$$C F = ٤٣٦.٤١٨ + ٥٣٣. X1 - ٣٥.٣٧٣ - X2 + ٣.٥٢٧ X3 \dots ( ٢ )$$

وتشير نتائج التحليل الإحصائي الموضح بالجدول والذي تعكسه المعادلة رقم ( ٢ ) إلى ما يلي :-

- أن ذات المتغيريين التفسيريين هما صاحبا التأثير المعنوي على التكوين الراسمالي الخاص وهما الأنتمان المصرفي ، وسعر الفائدة على القروض والسلفيات ، فيما لم تثبت معنوية سعر الصرف الاجنبي على التكوين الراسمالي الخاص ، ومن ثم يصبح جلياً صحة ما توصلت اليه الدراسة من نتائج ، وأن متغيرات الجهاز المصرفي هي الاقوي تأثيراً على الأستثمار الخاص في مصر خلال فترة الدراسة . ونعرض فيما يلي لنتائج التحليل الإحصائي لكل متغير على حدى .

- بلغ معامل التحديد ٩١٦ . في المعادلة رقم ( ٢ ) بما يعنى أن ٩١.٦ % من التغيرات في المتغير التابع الثانى - التكوين الراسمالي الخاص - ترجع إلى التغيرات فى المتغيرات التفسيرية الواردة بالدراسة ، وذلك عند مستوى معنوية ١% .

- فيما يتعلق بمدى قوة تأثير المتغيرات التفسيرية على التكوين الراسمالي ، أوضحت بيتا المعيارية أن ذات المتغيريين التفسيريين - الأنتمان المصرفي ، سعر الفائدة - مازال هما صاحبا التأثير المعنوي على المتغير التابع مع عدم وجود تأثير ذو دلالة معنوية لمتغير سعر الصرف وهو ما يتسق مع كل من نتائج الدراسة المتعلقة بالمعادلة الاولى ، وجوهر النظرية الاقتصادية .

- لم تثبت الدراسة معنوية متغير سعر الصرف كمتغير تفسيري فى التأثير على متغير معدل التكوين الراسمالي عند مستوى ١% ، فضلا عن أن معامل  $\beta$  المعيارية لم يتجاوز ٠.٥٧ . ، ويرجع الباحث تلك النتيجة إلى ذات التفسير قرين العلاقة بين سعر الصرف ، والاستثمار الخاص كون أن النظرية تقرر بزيادة الإستثمار وخاصة الأجنبي منه كلما كانت العملة المحلية مقومة بقيمتها الحقيقية ( سميرة ، ٢٠٠٣ ) .

- يمثل الجزء المقطوع من محور الصادات (+ ٤٣٦.٤١٨ ) بما يعنى تحقق معدل موجب للتكوين الراسمالي حتى لو كانت قيمة المتغيرات التفسيرية الواردة بالدراسة مساوية للصفر ، بما يشير إلى وجود متغيرات أخرى لم ترد بالنموذج تؤثر فى المتغير التابع .

أوضحت قيم المعلمات المقدرة "بيتا" بالنموذج النتائج التالية :-

- بلغ معامل الإنحدار لمتغير الأئتمان المصرفي + ٠.٥٣٣ . وبما يعكس العلاقة الطردية بين هذا المتغير التفسيري والتكوين الرأسمالي عند مستوى معنوية ١% ، وهو ما يتفق وجوهر النظرية الاقتصادية . كما بلغت قيمة بيتا المعيارية لهذين المتغيريين ٠.٨٧٧ . بما يعني أن زيادة الائتمان المصرفي بمقدار مليار جنية من شأنه التأثير إيجابياً في التكوين الرأسمالي ٨.٨ مليار جنية .

- إحتل متغير معدل الفائدة المحتسب على القروض والسلفيات والتسهيلات الائتمانية الممنوحة المرتبة الثانية في التأثير على التكوين الرأسمالي كمتغير تابع ، إذ بلغ معامل الأندحار - ٣٥.٣٧ بما يعني أن العلاقة بينهما عكسية وهو ما يتفق والمنطق الإقتصادي كما أسلفنا الإشارة .

- بالنظر إلى معلمات  $\beta$  المعيارية نجد أن متغيري سعر الفائدة على القروض والسلفيات كمتغير تفسيري ، التكوين الرأسمالي كمتغير تابع نجدها مساوية -٢٥٥ . هو ما يعني أن زيادة سعر الفائدة بمعدل ١% من شأنه التأثير سلبياً في المتغير التابع بمقدار ٢٥.٥ مليار جنية وذلك عند مستوى معنوية ١%

## النتائج والتوصيات

### اولاً :- النتائج

إنتهت الدراسة إلى النتائج التالية :-

- إعتد القطار الحقيقي - والمعبر عنه في الدراسة بحجم الإستثمار ، والتكوين الرأسمالي الخاص - في تمويله بشكل أساسي علي الجهاز المصرفي ، وذلك إستناداً إلى إرتفاع المقدرة التفسيرية للنموذج بمعادلتيه ، إذ بلغ معامل التحديد ٠.٩٠٣ ، ٠.٩١٦ . للنموذج المقترح ، بما يعني أن ٩٠.٣% من التغيرات في الإستثمار الحقيقي الخاص ، ٩١.٦% من التغيرات في التكوين الرأسمالي ترجع إلى التغيرات في المتغيرات التفسيرية الواردة بالدراسة ، وذلك عند مستوى معنوية ١% .

- أن زيادة الائتمان المصرفي بمقدار مليار جنية من شأنه زيادة الاستثمار الخاص بنحو ٨.٢ مليار جنية ، وذلك عند مستوى معنوية ١% .
- زيادة سعر الفائدة على التسهيلات المصرفية بمعدل ١% من شأنه التأثير سلباً على الاستثمار الخاص بمقدار ٢٧.٢ مليار جنية ، وذلك عند مستوى معنوية ١% .
- أن زيادة الائتمان المصرفي بمقدار مليار جنية من شأنه زيادة التكوين الرأسمالي بمقدار ٨.٨ مليار جنية وذلك عند مستوى معنوية ١% .
- إن زيادة سعر الفائدة على التسهيلات المصرفية بمعدل ١% من شأنه التأثير سلباً على التكوين الرأسمالي بمقدار ٢٥.٥ مليار جنية وذلك عند مستوى معنوية ١% .
- تتفق نتائج النموذج المقترح وطبيعة العلاقة بالنظرية الاقتصادية حيث توجد علاقة طردية بين الائتمان المصرفي كمتغير تفسيري وكل من الاستثمار الخاص ، التكوين الرأسمالي - كمتغيرين تابعين - ، وعلاقة عكسية بينهما مع المتغير التفسيري الثاني سعر الفائدة المطبقة على القروض والسلفيات الممنوحة من القطاع المصرفي .
- لم يمارس متغير سعر الصرف تأثيراً على أى من متغيري الدراسة التابعين - الاستثمار الخاص ، معدل نمو التكوين الرأسمالي - ذو دلالة معنوية ، ويرجع ذلك - كما يرى الباحث - أن سعر الجنية المصرى مقوم بما يزيد عن قيمته الحقيقية خلال فترة الدراسة ، كون أن النظرية تقر بزيادة الاستثمار وخاصة الاجنبى منه كلما كانت العملة المحلية مقومة بقيمتها الحقيقية .

## ثانياً :- التوصيات

- إستناداً إلى ما أسفرت عنه الدراسة، من تولى الجهاز المصرفى دور القيادة فى تمويل القطاع الحقيقي والتكوين الرأسمالي ، وفى ضوء إرتفاع معامل التحديد للنموذج المقترح بمعادلتيه - ٩٠.٣% ، ٩١.٦% على الترتيب - يصبح من الأهمية بمكان إيلاء السلطة النقدية المتغيرات

التفسيرية الواردة بالدراسة أهميتها حال رسم السياسة النقدية ، لتوافر التأثير متبادل بين القطاع المالي بمؤسساته والقطاع الحقيقي بما يخدم الاقتصاد القومي ، ومن ثم يوصى الباحث بما يلي :-

- في ضوء ارتفاع المقدرة التفسيرية للانتماء المصرفي بالنموذج المقترح ، فمن الأهمية بمكان استخدام الممكن والمتاح من أدوات السياسة النقدية- مثل سعر الاقراض والخصم ، الإحتياطات النقدية - لإعادة تخصيص الموارد المالية للجهاز المصرفي نحو القطاعات الإنتاجية ، بما ينعكس إيجابياً على المؤشرات الاقتصادية الكلية .
- لكون سعر الفائدة ذو أثر معنوي على القطاع الحقيقي ، فمن الأهمية بمكان إيلاء هذا المتغير ما يستوجبه من إهتمام من قبل السلطة النقدية حال تحديده لسعر الاقراض والخصم - والذي يعد مرشداً للبنوك عند تحديدها لسعر الفائدة على التسهيلات الائتمانية - ، وبما لا يخل بأهداف السياسة النقدية العامة مثل الحد من ظاهرة الدولار .
- المحافظة على تقويم الجنية المصري بقيمته الحقيقية - دون مغالاة - بما يفسح المجال لممارسة هذا المتغير دوراً ملموساً في تحفيز القطاع الحقيقي وبخاصة الاستثمارات الاجنبية .
- التطبيق الفعلي للحوافز الواردة بقانون الاستثمار الجديد رقم ٧٢ لسنة ٢٠١٧ - دون عوائق بيروقراطية أو غيرها - حتى يصبح المناخ الإستثماري جذاباً وبحق لاستثمارات جديدة .
- العمل على تنشيط السوق الأولى للأوراق المالية باستخدام أدوات السياستين المالية - مثل الحوافز الضريبية ، دعم الصادرات ..الخ \_ وكذا الحوافز النقدية - مثل منح مميزات مصرفية للوحدات الإنتاجية التي تقوم بتأسيس وحدات إنتاجية جديدة و/ أو التوسع للوحدات القائمة وفق ضوابط محددة - ، وذلك لتفعيل دور السوق فى القطاع الحقيقي ، وصولاً لتكامل مثمر بين المؤسستين - البنوك وسوق الاوراق المالية - وفقاً للمنظور الكلي .
- استخدام البنك المركزي أدوات السياسة النقدية - بما فيها التأثير الادبى - قبل وحدات الجهاز المصرفي لتحفيز البنوك نحو منح تسهيلات مصرفية على النحو المتبع فى قروض الممنوحة من قبل الجهاز الوطنى لتنمية الصناعة المتوسطة والصغيرة ومتناهية الصغر ..الخ ، عملاً على زيادة الانتماء الموجه للقطاع الحقيقي ، سواء من خلال قروض لتمول إقتناء اصول إنتاجية و/أو الإكتتاب فى تأسيس وحدات إنتاجية جديدة أو زيادة رأسمال الوحدات القائمة ، وللمحد من القروض الإستهلاكية .
- أستهداف إستثمارات البنوك فى الأوراق المالية لتوجيهها نحو السوق الأولى وتجنب المضاربات على القائم منها بالسوق الثانوى .

## قائمة المراجع

- أولاً : - المراجع العربية
- إبراهيم مختار ، التمويل المصرفي ، منهاج لاتخاذ القرار ، مكتبة الانجلو المصرية ، القاهرة ، ١٩٨٧ ، ص ص ١٩٧ - ٢٠١ .
- أحمد ملاوي ، تأثير الائتمان المصرفي على النشاط الاقتصادي استخدام نموذج الانحدار الذاتي المتجة : دراسة حالة في الاردن ١٩٧٠ - ٢٠٠٣ ، جامعة مؤتة ، ٢٠٠٣ ، ص ص ١٨١ - ١٩٦ .
- البنك المركزي المصري ، التقرير السنوي ، المجلة الاقتصادية ، أعداد مختلفة.
- المؤسسة العربية لضمان الاستثمار "مناخ الاستثمار في الدول العربية" ، العدد ١٧٧ ، ٢٠٠٨ ، ص ١٤١ .
- الأمم المتحدة- تقرير البنك الدولي عن التنمية ، ٢٠١٢ ، ص ١١ .
- جاسر خليل ، أثر سياسة البنوك التجارية الائتمانية على الأستثمار الخاص في فلسطين ، مجلة جامعة النجاح لبحاث العلوم الانسانية ، المجلد ٢١ ، ٢٠٠٦ ، ص ص ٣٣-٤٢ .
- حامد ابو زيد الدسوقي ، إدارة عمليات البنوك التجارية "مدخل تحليلي ، دار النهضة العربية ، القاهرة ، مصر ، ٢٠٠٣ ، ص ١٥١ .
- خالد أمين البدري ، الأستثمار الخاص والعوامل المؤثرة فيه في الأردن " خلال الفترة ١٩٩٤٢٠٠٧ ، مجلة الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية ، عمان ، الأردن ، ٢٠٠٨ ، ص ص ٦٣ - ٨١ .
- د. سميرة إبراهيم أيوب ، محددات جذب وترشيد الاستثمارات الاجنبية المباشرة في مصر خلال الفترة من ١٩٧٥ - ٢٠٠٣ ، دراسة تحليلية تقييمية ، مؤتمر الأستثمار والتنمية وتحديات القرن الحادي والعشرون ، المجلد الثاني ، كلية التجارة ، جامعة الاسكندرية ، ٢٠٠٣ ، ص ص ١١ - ١٣ ، ٢٠٠٣ ، ص ص ٢١٦ \_ ٢١٧ .
- طاهر ناجي المعلا ٢٠١٢ ، أثر التسهيلات الائتمانية للبنوك التجارية على الأستثمار الخاص " خلال الفترة ١٩٨٠ - ٢٠١٢ ، في الأردن ، مجلة الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية ، عمان ، الأردن ، ٢٠١ ، ص ص ١١٢ - ١٢٣ .

- علي لطفي ، إدارة أزمة الاستثمار في ضوء التكتلات الاقتصادية العالمية ، المؤتمر السنوي الثاني عشر- جامعة عين شمس- دار الضيافة- ديسمبر ٢٠٠٠، ص ٦٨.
- منير هندي، الفكر الحديث في مجال الاستثمار، دار الإشعاع، الإسكندرية، ٢٠٠١، ص ٣٠٥.

## **ثانياً : المراجع الأجنبية**

- Araby, Marwan. ASSESSMENT OF INVESTMENTPORTFOLIOS OF JORDANIAN BANKS .٢٠١٢,pp 115-117
- Andres Loza,Pablo Acosta, Short AND Long RunDeterminants OF Private Investment in Argentina,2005.Bound Approach, pp 301-303.
- Dipendra, S. and Joseph, M: Financial Development andEconomic Growth: The Case of Eight Asian Countries,2000,p151.
- DragoslavAvramovic, et al economic growth and external debt the Johns Hopkins press 1964 p. 39 see also Thomas m Klein the external debt -- situation of developing countries finance and development vol 13 no 4 december2009, pp 21-25.
- Dunning J.H “location and multinational enterprise a neglected factor “ journal of international business studies vol 26, 2003 p:461
- Levine and King ,Macroeconomics Theory and policies,5Edition, Prentice Hall ,USA,2001 , pp112-121.
- Mohammed Haruna.(2013(, Private Sector Creditand Economic, pp 101-109 .
- Parry T.G “internationalization as a general theory of foregin direct investment” ٢٠٠٦ pp:564-569
- Ribeiro,2001 "An econometric analysis of private sector investment in Brazil", vol.,14, no 4 december 201١, p.22-55. -DragoslavAvramovic, et al economic growth and external debt the Johns Hopkins press ٢٠٠٩ p. 39.
- Robinson, Joan: The Generalization of the General Theory. In:The Rate of Interest, and other essays. London:Macmillan. 1952. pp.67-142.

- Thomas m klein&Brherman ,Brash the external debt --situation of developing countries finance and development vol 13 no 4 december2009, pp 21-35.
- Van Roy, Patrick.(2005), Credit Ratings and TheStandardized Approach to Credit Risk In Basel 2Powered by TCPDF ([www.tcpdf.org](http://www.tcpdf.org))
- world investment report "transnational corporation and export competitiveness U.N.C 2012 p: 304

**" SPSS " مخرجات النموذج الإحصائي**

```
REGRESSION
  /MISSING LISTWISE
  /STATISTICS COEFF OUTS R ANOVA ZPP
  /CRITERIA=PIN(.05) POUT(.10)
  /NOORIGIN
  /DEPENDENT inveex
  /METHOD=ENTER privcrediinrateexcrate
  /SCATTERPLOT=(*ZPRED ,*ZRESID)
  /RESIDUALS HISTOGRAM(ZRESID) NORMPROB(ZRESID) .
```

**Variables Entered/Removed<sup>b</sup>**

Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	Exchange rate (EGP, interest rate (%), private credit (Billion EGP)		Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: investment expenditure (billion EGP)

**Model Summary<sup>b</sup>**

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.950 <sup>a</sup>	.903	.876	32.80649

a. Predictors: (Constant), Exchange rate (EGP, interest rate (%), private credit (Billion EGP)

b. Dependent Variable: investment expenditure (billion EGP)

**ANOVA<sup>b</sup>**

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	109638.809	3	36546.270	33.957	.000 <sup>a</sup>
	Residual	11838.924	11	1076.266		
	Total	121477.733	14			

a. Predictors: (Constant), Exchange rate (EGP, interest rate (%), private credit (Billion EGP)

b. Dependent Variable: investment expenditure (billion EGP)

**Coefficients<sup>a</sup>**

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized	T	Sig.	Zero-order
		B	Std. Error	Coefficients			
1	(Constant)	542.098	217.738		2.490	.030	
	private credit (Billion EGP)	.638	.244	.819	2.617	.024	.912
	interest rate (%)	-48.409	17.058	-.272	-2.838	.016	-.237
	Exchange rate (EGP	8.437	24.933	.106	.338	.741	.863

a. Dependent Variable: investment expenditure (billion EGP)

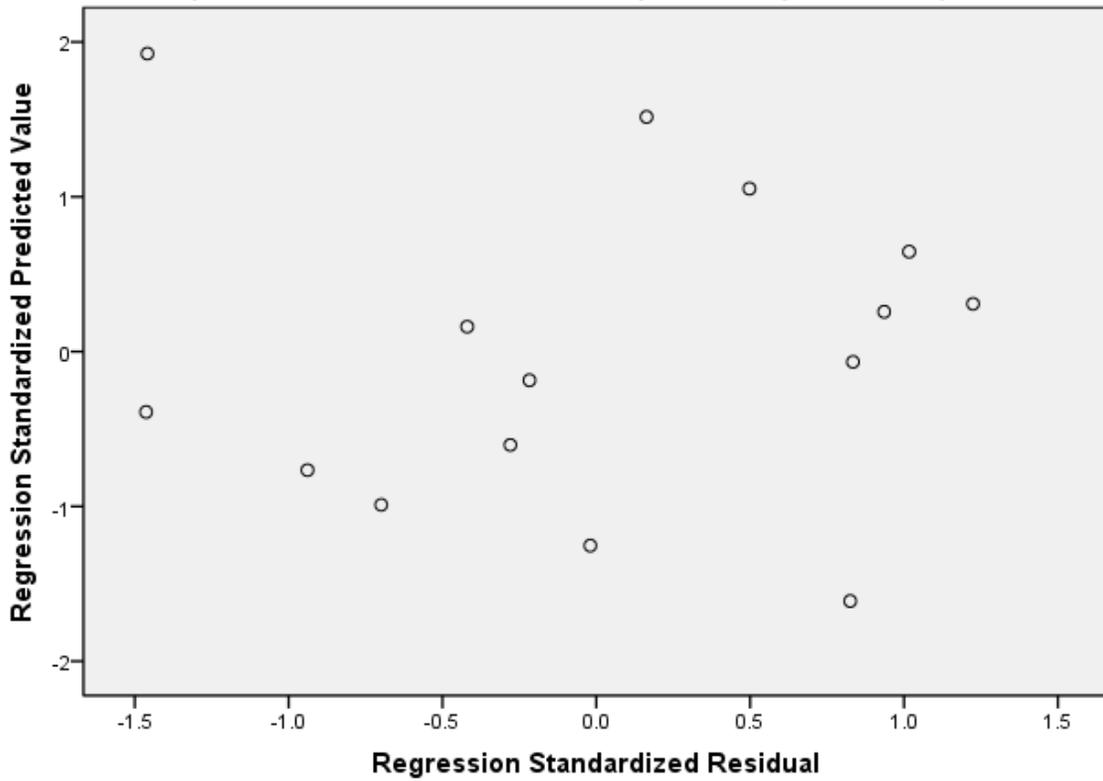
**Residuals Statistics<sup>a</sup>**

	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	N
Predicted Value	35.9324	348.8660	178.5333	88.49488	15
Residual	-47.99988	40.15903	.00000	29.07985	15
Std. Predicted Value	-1.611	1.925	.000	1.000	15
Std. Residual	-1.463	1.224	.000	.886	15

a. Dependent Variable: investment expenditure (billion EGP)

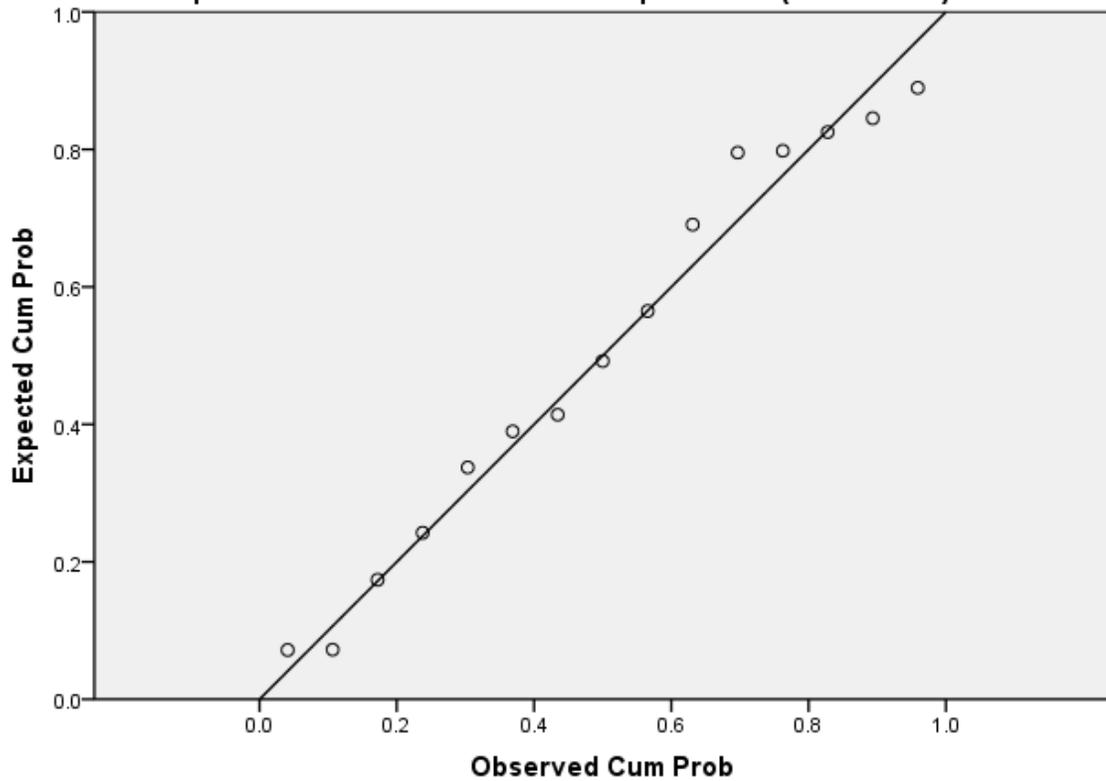
### Scatterplot

Dependent Variable: investment expenditure (billion EGP)



### Normal P-P Plot of Regression Standardized Residual

Dependent Variable: investment expenditure (billion EGP)



```

REGRESSION
  /MISSING LISTWISE
  /STATISTICS COEFF OUTS R ANOVA ZPP
  /CRITERIA=PIN(.05) POUT(.10)
  /NOORIGIN
  /DEPENDENT capfor
  /METHOD=ENTER privcrediinrateexcrate
  /SCATTERPLOT=(*ZPRED ,*ZRESID)
  /RESIDUALS HISTOGRAM(ZRESID) NORMPROB(ZRESID) .

```

Variables Entered/Removed <sup>b</sup>			
Model	Variables Entered	Variables Removed	Method
1	Exchange rate (EGP, interest rate (%), private credit (Billion EGP)		. Enter

a. All requested variables entered.

b. Dependent Variable: capital formation (billion EGP)

Model Summary <sup>b</sup>				
Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate
1	.957 <sup>a</sup>	.916	.893	23.75217

a. Predictors: (Constant), Exchange rate (EGP, interest rate (%), private credit (Billion EGP)

b. Dependent Variable: capital formation (billion EGP)

**ANOVA<sup>b</sup>**

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	67691.513	3	22563.838	39.995	.000 <sup>a</sup>
	Residual	6205.820	11	564.165		
	Total	73897.333	14			

a. Predictors: (Constant), Exchange rate (EGP, interest rate (%), private credit (Billion EGP)

b. Dependent Variable: capital formation (billion EGP)

**Coefficients<sup>a</sup>**

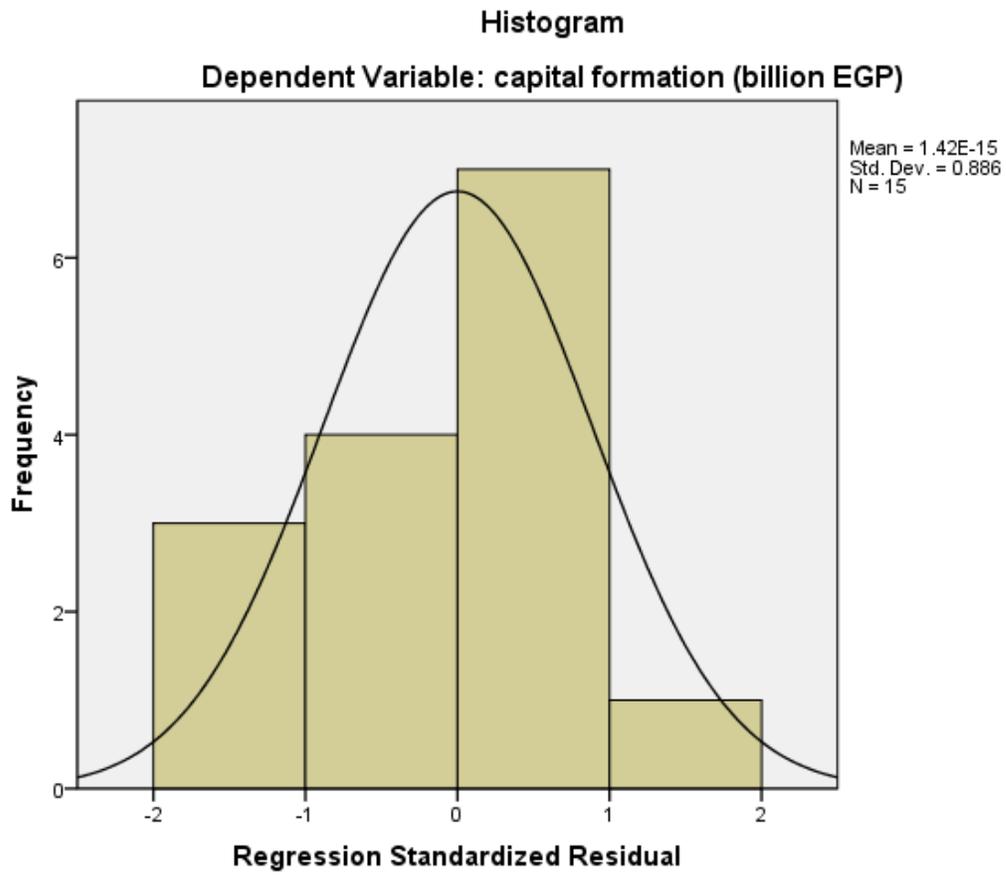
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized	t	Sig.	Zero-order
		B	Std. Error	Coefficients			
1	(Constant)	436.418	157.644		2.768	.018	
	private credit (Billion EGP)	.533	.177	.877	3.020	.012	.923
	interest rate (%)	-35.373	12.350	-.255	-2.864	.015	-.222
	Exchange rate (EGP	3.527	18.052	.057	.195	.849	.870

a. Dependent Variable: capital formation (billion EGP)

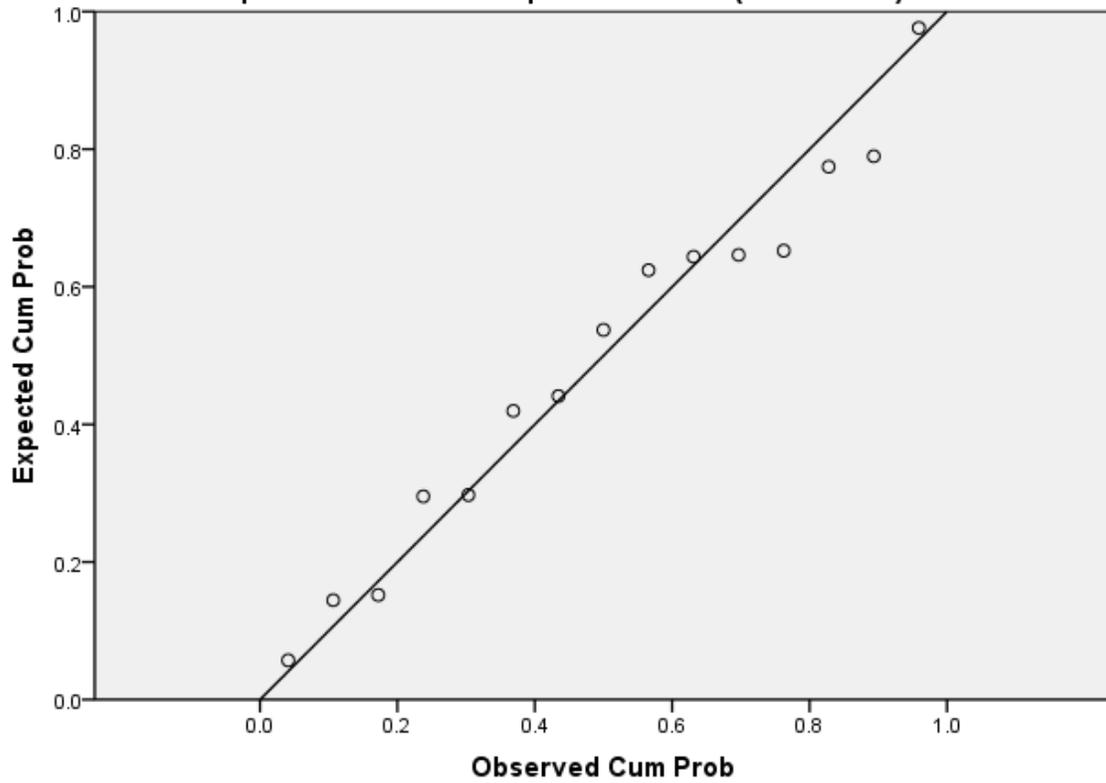
**Residuals Statistics<sup>a</sup>**

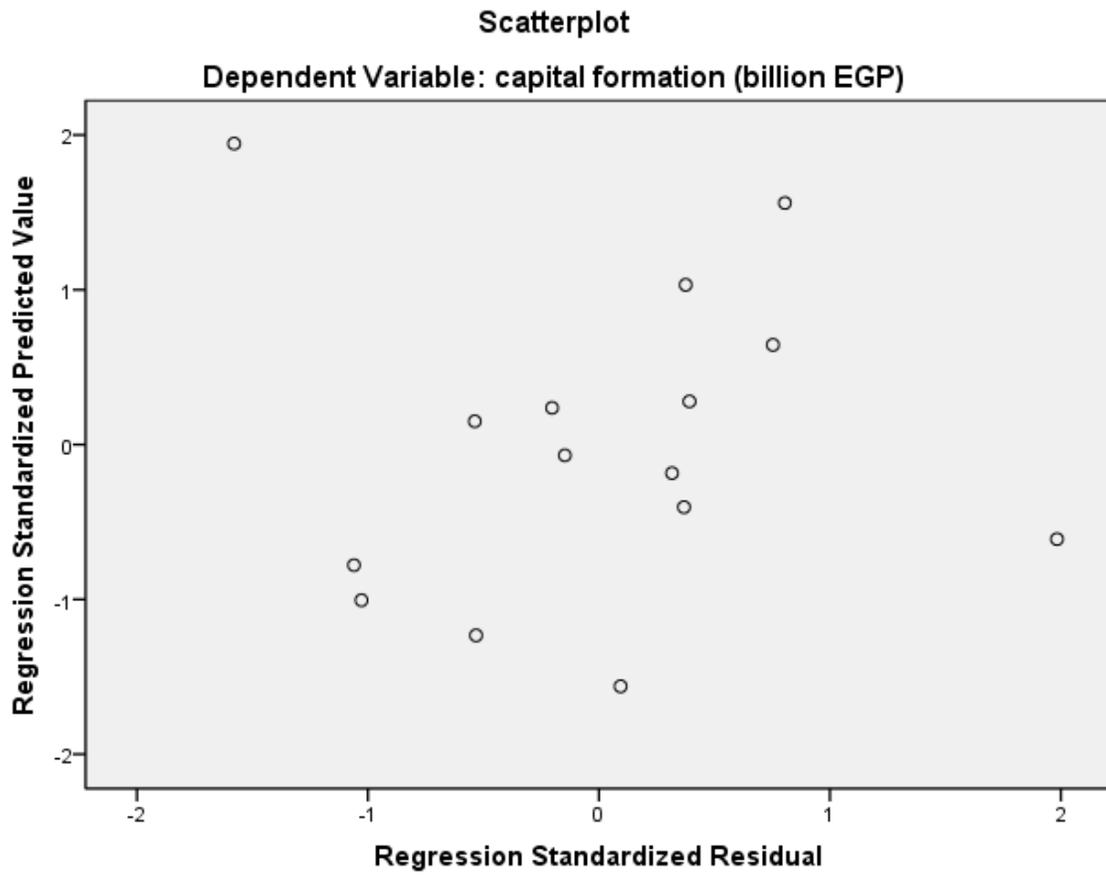
	Minimum	Maximum	Mean	Std. Deviation	N
Predicted Value	65.7729	309.5166	174.3333	69.53494	15
Residual	-37.51662	47.10955	.00000	21.05405	15
Std. Predicted Value	-1.561	1.944	.000	1.000	15
Std. Residual	-1.580	1.983	.000	.886	15

a. Dependent Variable: capital formation (billion EGP)



Normal P-P Plot of Regression Standardized Residual  
Dependent Variable: capital formation (billion EGP)





## ثانياً متغيرات الدراسة

التكوين الراسمالي الخاص	الاستثمار الخاص مليار	سعر الصرف اجم	سعر الفائدة %	الاقراض والخصم مليار	السنوات
٦٩.٢	٦٤	٤.٥	١٣.٢	١٩٩	٢٠٠٢
٦٨	٦٨	٤.٧	١٣.٥	٢١٤	٢٠٠٣
٦٧.٨	٦٨	٥.٣	١٣.٢	٢٤٠	٢٠٠٤
٧٥.٧	٨٠	٦.١	١٣	٢٤٧	٢٠٠٥
٨٥	٩٦	٦	١٢.٩	٢٧٩	٢٠٠٦
١٥٥.٣	١١٦	٥.٩	١٢.٦	٢٦٦	٢٠٠٧
١٧٩.٢	١٥٥	٥.٧	١٢.٥	٢٧٢	٢٠٠٨
١٦٣	٢٠٠	٥.٦	١٢.١	٢٨٩	٢٠٠٩
١٧٢.٣	١٧٩	٥.٨	١٢.٢	٣٠١	٢٠١٠
١٨٦	٢٣١	٥.٩	١٢.١	٣٣١	٢٠١١
٢٣٣	٢٤٦	٦.١	١٢.٤	٣٥٣	٢٠١٢
٢٤٥	٢٦٩	٧.١١	١٢.٦	٣٦٤	٢٠١٣
٢٧١.٥	٢٩١	٧.٢٨	١٢.٥	٣٦٧	٢٠١٤
٣٠٢	٣١٢	٧.٥٣	١٢.٣	٣٨١	٢٠١٥
٣١٥	٣٢٩	٨.٧٨	١٢.٨	٣٩٢	٢٠١٦