

أثر التحرير المالي على البورصة المصرية خلال الفترة (١٩٩١-٢٠١٠)

احمد عاشور عبد الله*

المقدمة:-

قد يرى البعض أن ظاهرة التحليل المالي حديثة نسبياً، ولكن المتتبع لتاريخ النظام الرأسمالي يلاحظ أنها ظاهرة تلازمت مع نشوء وتطور هذا النظام منذ الكشوف الجغرافية وما صاحبها من نمو للرأسمالية التجارية، ومروراً بالثورة الصناعية التي عززت الانتقال إلى الرأسمالية الصناعية، ثم الموجات المتتابة من التقدم العلمي وتطبيقاته التكنولوجية التي أفضت إلى ثورة تكنولوجية ومعرفية واتصالية مستمرة حتى يومنا هذا، مع وجود فارق يتمثل في أن درجة التكامل بين الأسواق المالية في الماضي لم تكن عليه مثلما هو الحال اليوم، نظراً لأن التكامل الحالي يتزايد كلما ازدادت درجة ارتباط أسواق المال المحلية بالعالم الخارجي بفعل اتساع حرية حركة رأس المال عبر الحدود، وهو اتساع تدعمه ثورة المعلومات والاتصالات.

ويعد التحرير المالي ناتجاً أساسياً من نواتج عمليات العولمة المالية والتحول إلى ما يسمى بالانفتاح المالي الذي نادى به كل من (shaw & R. Mckinnon, 1973) اللذان اعتبرا أن التحرير المالي أفضل سياسة لتحقيق التطور الاقتصادي في الدول النامية وذلك من خلال ارتفاع معدلات الفائدة الاسمية إلى أن تصبح معدلات الفائدة الحقيقية موجبة، والتخلي عن سياسة توجيه الائتمان، وفتح المجال المصرفي أمام القطاع الخاص المحلي والأجنبي، وهذا من شأنه أن يؤدي إلى التعمق المالي، فترتفع كفاءة النظام المالي في جمع الادخار المحلي وتوجيهه نحو المشروعات الجيدة مما يحقق للاقتصاد نمواً كبيراً (زكي، ١٩٩٩).

وعليه فإن عملية التحرير المالي تتمثل في إعطاء السوق المالية الحرية في توزيع وإعادة توزيع وتخصيص الموارد المالية طبقاً لقانون وقوى العرض والطلب، بالإضافة إلى إلغاء القيود على تخصيص الائتمان المحلي وتحرير معدلات الفائدة، وإعطاء البنوك والمؤسسات المالية الحرية في إدارة أنشطتها المالية من خلال إلغاء مختلف القيود والضوابط على العمل المصرفي، وإلغاء تدخل الدولة في القطاع

* احمد عاشور عبد الله. خبير بمركز دراسات السياسات الكلية معهد التخطيط القومي

المالي، بالإضافة إلى تحرير المعاملات المتعلقة بحساب رأس المال والحسابات المالية لميزان المدفوعات، وحرية دخول وخروج رؤوس الأموال المستثمرة في سوق رأس المال دون قيود (Barry Echnigeren, 1998).

ونظراً لمدى أهمية ظاهرة التحليل المالي وتأثيرها على الأسواق المالية والممتد إلى التأثير على الجانب الحقيقي في الاقتصاد القومي، فقد أصبح من الضروري أن نقيم تجربة التحرير المالي في جمهورية مصر العربية بعد مرور ما يزيد عن عشرين عاماً على بدايتها منذ بداية الإصلاح الاقتصادي في مصر عام ١٩٩١، ومن ثم يصبح التساؤل الرئيسي ما هو أثر التحرير المالي على البورصة المصرية؟

وتنقسم الدراسة إلى أربعة أجزاء رئيسية، يخصص الجزء الأول منها لعرض أهم الدراسات السابقة المتعلقة بطبيعة التحرير المالي وأثره على سوق الأوراق المالية، والثاني منها يعرض الإطار النظري للتحرير المالي وأهم الإيجابيات والسلبيات به، ويخصص الجزء الثالث لتحليل أداء الاقتصاد المصري في ظل سياسات التحرير المالي من عام ١٩٩١ وحتى عام ٢٠١٠، والجزء الرابع منها يعرض نموذج قياسي كمي لتحليل أثر التحرير المالي على أداء البورصة المصرية خلال ذات الفترة.

أولاً: الدراسات السابقة لأثر سياسات التحرير المالي على أسواق المال
قام العديد من الدول بإصلاحات اقتصادية في أواخر الثمانينات وأوائل التسعينات، ومن بين تلك الإصلاحات القيام بتحرير أسواق الأوراق المالية، وظهر معها العديد من الكتابات الخاصة بأثر هذا التحرير المالي، كما أعدت مجموعة من الدراسات لهذا الغرض تمثلت في أوراق عمل أو بحوث ذات طبيعة خاصة، والتي اختلفت فيما بينها سواء من حيث الفترة الزمنية أو من حيث أسلوب التقييم، ويمكن أن نعرض أهم هذه الدراسات وفقاً لما يلي:

- أشارت دراسة (Vanassche, 2004) إلى العلاقة بين الانفتاح المالي والنمو فتم دراسة تأثير التكامل المالي على النمو في مجموعة من الدول الصناعية، وتوصل إلى أن الانفتاح المالي له تأثير إيجابي على نمو القطاع الصناعي بغض النظر عن السمات المختلفة للصناعات. وأشارت الدراسة إلى أن التكامل المالي يعمل على تنمية سوق الأوراق المالية المحلي من خلال دعم التنافسية مع غيره من الأسواق الخارجية حيث إن دخول المستثمرين الأجانب في السوق المحلي وكذلك استثمار رأس المال المحلي في الأسواق العالمية يزيد من التنافسية، وكذا كشفت الدراسة أن عدد الأوراق المالية الصاعدة بسوق الأوراق المالية أصبح أكبر حجماً وأكثر سيولة خاصة بعد تحرير الحسابات الرأسمالية بهذه الدول.

المقيدة بسوق الأوراق المالية أصبح أكبر حجما وأكثر سيولة خاصة بعد تحرير الحساب الرأسمالي بهذه الدول.

• قامت دراسة (Gupta and Yuan, ٢٠٠٦) باختبار فرضية أثر التحرير المالي على سوق الأوراق المالية من خلال استخدام بيانات مقطعية متعلقة بالصناعات في الأسواق الناشئة وأشارت الدراسة إلى قيام الدول النامية بتحرير سوق الأوراق المالية في الأونة الأخيرة وبالتالي السماح للمستثمر الأجنبي بالاستثمار في سوق الأسهم المحلية وكذلك السماح للمستثمر المحلي بالاستثمار في الخارج، وقامت الدراسة بفصل وتحديد أثر تحرير سوق الأوراق المالية على كل من مستوي الاستثمار، و معدل نمو القيمة المضافة الحقيقية، وعدد المنشآت ومتوسط حجم المنشآت، وأوضحت النتائج أن لتحرير سوق الأوراق المالية آثار مختلفة علي الصناعات وأنه سيكون مفيدا لبعض الصناعات دون الأخرى حيث إن الصناعات التي تعتمد بشكل كبير على التمويل الخارجي ستنمو بشكل سريع بعد مرحلة التحرير. أيضا يؤدي التحرير إلى زيادة نمو المنشآت الجديدة في الدول التي لديها نظام جيد لحماية المقرضين والتي تتمتع بإطار مؤسسي جيد، مما يعني أنه يمكن للأسواق الناشئة الاستفادة بشكل كبير من تحرير سوق الأوراق المالية. ولكن لابد من وجود إصلاحات مؤسسية وتنظيمية وهذا يتوقف علي الإصلاح الاقتصادي المعاصر، وقرار القيام بالتحرير، وخصائص الدولة وكذلك الصناعات القائمة بهذه الدولة.

• قامت دراسة (Bacchetta and Wincoop, ١٩٩٨) بتحليل أثر التحرير المالي والإصلاحات في الدول النامية على ديناميكية تدفقات رؤوس الأموال. ولم يقتصر التركيز على الدول النامية فقط حيث قامت الدراسة بالاعتماد على بيانات ١٧ دولة نامية^١، وهي تلك التي تُعد من أكبر المُستقبلين لتدفقات رؤوس الأموال باستثناء الصين. وعدد من الدول الصناعية^٢، وتوصلت الدراسة إلى أن هناك موجه من التحرير المالي وغيرها من الإصلاحات في الدول النامية أدت لجعل تلك الدول أكثر جاذبية للاستثمارات. وأن تدفقات رؤوس الأموال لتلك الدول اتصفت ببعض الصفات منها التذبذب وعدم الاستقرار وتأثر حجمها بما يُعرف بأثر العدوى. حيث لوحظ أن المستثمرين في الأسواق المالية الناشئة لا يتمتعوا بمعلومات كافية عن طبيعة هذه الدول وتزداد معرفتهم بمرور الوقت، ولذلك تنسم التدفقات بالتذبذب والتأثر بالعوامل الخارجية.

- قامت دراسة (Gourinchas and Jeanne, ٢٠٠٦) بتقدير فوائد التكامل المالي الدولي التي تنبع من توافر رأس المال للدول النامية التي تعاني من ندرة رأس المال. وذلك بهدف اختبار ما تُشير إليه النظرية النيوكلاسيكية من فوائد حرية انتقال رؤوس الأموال، حيث تُشير النظرية إلى أن الدول التي لديها كميات محدودة نسبياً من رأس المال تستفيد من التكامل المالي حيث يتدفق إليها رأس المال الأجنبي مما يساعد على تحقيق التقارب ما بين الدول المختلفة. إلا أنه تم التوصل من خلال استخدام نموذج نيوكلاسيكي، إلى أن المنافع المتعلقة بالرفاهة والتي تنتج عن التكامل والتحرير المالي محدودة نسبياً عند قياسها في حالة الدول ذات الأسواق المالية الناشئة، وأهم ما تم التوصل إليه هو أنه على الرغم من أن الانفتاح المالي يُزيد من مستوى الرفاهة المحلية، وعلى الرغم من أن هذا النفع قد يكون ذو حجم مؤثر في بعض الدول، إلا أنه ليس كبيراً للغاية في المتوسط، فقد توصلت الدراسة إلى أن الدول النامية لا تنتفع بشكل كبير من التكامل المالي الدولي؛ فالتحسن في مستوى الرفاهة التي تتمتع بها الدول التي لا تنتمي لمنظمة التعاون والتنمية الاقتصادية، في حالة تحولها من الإنغلاق المالي الكامل إلى الحرية الكاملة لانتقال رأس المال، يكافئ زيادة دائمة في الاستهلاك تُقدر بواحد في المائة. هذا بالطبع أقل بكثير من المنافع التي يهدف متخذي القرار وصانعي السياسات تحقيقها من قيامهم بالتحرير المالي. كما أشارت الدراسة إلى أن الهيكل المالي الدولي يجب أن يتم تصميمه بالشكل الذي يوفر للدول النامية المزيد من إتاحة الدخول لأسواق المال الدولية. إلا أنها تقترح كذلك أنه حتى لو كانت تدفقات رؤوس الأموال أقل من المستوى الكفء بسبب ترشيد الإئتمان الدولي، فإن المكاسب المحتملة من علاج هذا الشكل من أشكال عدم الكفاءة من المحتمل أن تكون شديدة التواضع. فالدول من الممكن أن تُحقق منافع ومكاسب إذا ما قامت بتطوير مصادر النمو والتنمية المحلية (على سبيل المثال،- القيام بالتخفيف من ترشيد الإئتمان المحلي) أكبر بكثير مما ستحققه من جذب كميات أكبر من رؤوس الأموال في حد ذاتها.
- وركزت دراسة (Martin and Rey, ٢٠٠٢) على تحديد الشروط التي في ظل وجودها يمكن القول بأن التحرير المالي مسنون عن السلسلة الحالية من الانهيارات المالية في الأسواق الناشئة. كما تم تحليل أثر التحرير المالي على أسعار الأصول،

والاستثمار وإمكانية حدوث انهيارات بسبب التوقعات المولدة لذاتها في الأسواق الناشئة، وذلك من خلال نموذج يقوم على دولتين؛ دولة ذات سوق مالي ناشئ (ذات مستوى دخل متوسط) ودولة صناعية (ذات مستوى دخل مرتفع). كما تم التأكيد على أن تحرير تدفقات رؤوس الأموال يُزيد من أسعار الأصول، والاستثمار والدخل في السوق الناشئة، إلا أن التوقعات المتشائمة يمكن أن تكون مولدة لذاتها، مما يؤدي لحدوث انهيار مالي. يُصاحب هذا الانهيار خروج سريع ومفاجئ لرؤوس الأموال، وانخفاض حجم الدخل والاستثمار ليصل إلى مستوى أقل من مستواه في ظل الانغلاق المالي بالإضافة إلى وجود أكثر من مظهر من مظاهر عدم اكتمال الأسواق. وتم الإشارة أيضاً إلى حقيقة أن الأسواق الناشئة أكثر عرضة للانهيارات المالية ببساطة لأن لديهم مستويات دخل أقل وليس بسبب وجود مظاهر لفشل السوق (مثل الخطر المعنوي Moral Hazard أو وجود قيود على حجم الإئتمان)، أو السياسات النقدية غير السليمة أو نُظم سعر الصرف.

• وقام كل من (Kaminsky and Schmukler, ٢٠٠٣) و (Kaminsky and Schmukler, ٢٠٠٧) بدراسة كل من الآثار قصيرة وطويلة الأجل للتحرير المالي على أسواق المال. وللقيام بذلك فقد تم التوصل إلى قاعدة بيانات جديدة وأكثر شمولاً للتحرير المالي في ٢٨ دولة ناشئة ومتقدمة، هذه القاعدة ضمت العديد من جوانب التحرير ومن أهمها: تحرير ميزان المعاملات الرأسمالية وتحرير القطاع المالي المحلي وتحرير سوق المال. وذلك لبحث العلاقة بين التحرير المالي وكل من الأزمات المالية واستقرار الأسواق المالية، وباستعراض هذه البيانات أوضحت الدراسة أن عملية التحرير المالي في الأسواق المتقدمة اتسمت بالاستقرار والاستمرارية، بينما لوحظ أن هذه العملية شهدت تراجعاً وانعكاسات بل وأحياناً إعادة فرض القيود في الأسواق الناشئة. كما تم إنشاء لوغاريتم (An Algorithm) يُساعد على تعريف وتحديد حالات الازدهار والتراجع/ الانكماش (Booms and Busts) في الأسعار بأسواق المال. وقد أشارت الدلائل التطبيقية إلى أن العولمة المالية ينتج عنها المزيج من فترات الانتعاش والانكماش في الأجل القصير، خاصة في الدول التي تُعاني من التشوهات في أسواق رأس المال. إلا أنه وجد أن العولمة المالية تقود في الأجل الطويل إلى تحسين المؤسسات وإيجاد أسواق مالية أكثر استقراراً، حيث تم التوصل إلى أن المؤسسات تتجه للتحسن بعد القيام بتحرير

الأسواق المالية، وليس قبلها، وحيث إن التحرير يحدث في الاقتصادات ذات المؤسسات الضعيفة والتي تُعاني من العديد من المشاكل التي تؤدي إلى التوجه نحو إتباع السلوك القائم على المخاطرة وبالتالي اندلاع الأزمات بعد التحرير، إلا أنه مع استمرار عملية التحرير وتحسن المؤسسات تتجه الأسواق للاستقرار. ولذلك يجب العمل على تحسين المؤسسات المالية وإصلاح المؤسسات الحكومية قبل وليس بعد تحرير القطاع المالي وتحرير ميزان المعاملات الرأسمالية.

ثانياً: الإطار النظري للتحرير المالي:

احتل مفهوم التحرير المالي بصفة عامة حيزاً كبيراً في التطور العالمي على جميع المستويات، الاقتصادية، الاجتماعية، الثقافية، والسياسية،، إلخ وبالرغم من ذلك فإن الأدبيات الاقتصادية قد أبدت تبايناً في الآراء في تحديد مفهوم التحرير المالي، حيث عرفه الاقتصادي الأمريكي "هيلان راي" على أنه الانخفاض في تكاليف المعاملات المالية الدولية، وأنه الزيادة في تدفقات رؤوس الأموال بين الدول ودون قيود تذكر، كما عرفه أيضاً بأنه الناتج الأساسي لعمليات الانفتاح المالي الذي أدى إلى إلغاء القيود على حركة الأموال إلى الأسواق المالية العالمية. كما عرفها "دومنيك بليون" على أنه عملية مرحلية أو مخطط لإقامة سوق شاملة ووحيدة لرؤوس الأموال تتلاشى في ظلها كل أشكال القيود الجغرافية والتنظيمية، لتسود بذلك حرية التدفقات المالية، من أجل ضمان أفضل تخصيص لرؤوس الأموال بين مختلف المناطق وقطاعات النشاط في أثناء البحث عن أعلى العوائد وأقل المخاطر. كما عرفه "ألو نسوجي" على أنه الزيادة في التجارة الدولية والروابط المالية التي دعمها الاندماج أو الانفتاح المالي، الذي أدى إلى تكامل الأسواق المالية المحلية مع العالم الخارجي من خلال إلغاء القيود على حركة رؤوس الأموال لتتدفق عبر الحدود إلى الأسواق العالمية كما عرفه أيضاً بأنه الظاهرة التي نمت وتطورت بالتوازي مع نمو التجارة العالمية ونمو الاستثمارات الأجنبية المباشرة، وتطبيق نظام أسعار الصرف المرنة وإزالة الحدود والقيود للنظام المالي على المستويين المحلي والعالمي. ويرى آخرون أنه نتاج الثورة التكنولوجية والمعلوماتية، وانخفاض تكاليف النقل، وتحرير التجارة الدولية وتحول الأسواق إلى سوق واحدة تشند فيها وطأة المنافسة ويتسع نطاقها بحيث تمتد من سوق السلع إلى سوق العمل ورأس المال أيضاً، ويقصد به كذلك التكامل من خلال الأسواق المالية للعديد من دول العالم وأحياناً أخرى يُعرف بأنه الانتقال الحر لرؤوس الأموال بين الحدود

القومية دون وجود عوانق (Arestis and Basu, ٢٠٠٤)، كما يطلق أحيانا لفظ التحرير المالي على تحرير وخفض عوانق التجارة في الأصول المالية (Ksminsky and schmukler, ٢٠٠٣).

ومن خلال التعريفات السابقة يتبنى الباحث تعريف محدد للتحرير المالي ويعرفه بأنه "النمو في المعاملات المالية التي تتجاوز كل الحدود الوطنية وتمثل في كل تدفق لرؤوس الأموال عبر سوق عالمية موحدة خاضعة للمنافسة بما يحقق الكفاءة في تخصيص الموارد المالية بين الدول والقطاعات الاقتصادية، وينتج عنها زيادة الاستثمارات الأجنبية المباشرة وغير المباشرة، وإنشاء أسواق مالية تتدفق فيها رؤوس الأموال قصيرة ومتوسطة وطويلة الأجل بين الدول دون قيود وعوانق حقيقية تذكر".

ويلاحظ ظهور مفهوم التحرير المالي منذ بداية الستينات والسبعينات ثم تسارعت واتسعت في الثمانينات بحيث يمكن القول بأن العالم على مشارف التسعينات كان قد أصبح قرية مالية واحدة، واندمج النشاط المالي في العديد من الدول مع الاقتصاد العالمي، بحيث أصبح بالإمكان الحديث عن دولية النشاط المالي والاندماج في الأسواق المالية. وقد مر التحرير المالي بالمراحل التالية:-

المرحلة الأولى: مرحلة تدويل التمويل غير المباشر:

استمرت هذه المرحلة من سنة ١٩٦٠ وحتى سنة ١٩٧٩ وتميزت بما يلي: (محموظ، ٢٠٠٩)

- سيطرة البنوك الوطنية على تمويل الاقتصادات الوطنية.
- ظهور وتوسع أسواق الأورو دولار (أسواق فيما بين البنوك بعضها البعض) بدءاً من لندن ثم في بقية الدول الأوروبية.
- انهيار نظام سعر الصرف الثابت بسبب عودة المضاربة على العملات القوية آنذاك (الجنية الإسترليني والدولار) وذلك مع نهاية الستينات.
- انهيار اتفاقية "بريتون وودز" في عام ١٩٧٣، وإنهاء ربط الدولار والعملات الأخرى بالذهب، مما مهد لتطبيق نظام أسعار الصرف المرنة.
- ظهور أسواق الأوراق المالية المدينة مثل سندات الخزينة.
- اندماج البترو دولارات في الاقتصاد العالمي بعد ارتفاع أسعار البترول وتجمع مبالغ ضخمة لدى الدول المصدرة للبترول فاقت احتياجاتها من التمويل، حيث سجلت دول الخليج العربي فائضاً مقداره ٣٦٠ مليار دولار خلال ثماني سنوات ١٩٧٤- ١٩٨١ مما زاد في نسبة الادخار العالمي وظهور القروض البنكية المشتركة.

- انتشار البنوك الأمريكية في كافة أنحاء العالم والتي منحت العديد من القروض الدولية.
- ظهور أسواق الأدوات المالية المشتقة كالمستقبليات والاختيارات (Futures and Options Derivatives Contract) على العملات وأسعار الفائدة.
- ارتفاع العجز في موازين المدفوعات للدول المتقدمة لاسيما الولايات المتحدة، ويوضح الجدول رقم (١) أهم الدول التي قامت بعملية التحرير المالي خلال هذه المرحلة.

جدول رقم (١)

تاريخ بدء التحرير المالي في بعض الدول خلال الفترة من ١٩٦٠ - ١٩٧٩

تاريخ بدء التحرير المالي	الدولة
١٩٧٤	شيلي
١٩٧٨	هونج كونج
١٩٧٨	كوريا الجنوبية
١٩٧٨	سنغافورة
١٩٧٨	ماليزيا
١٩٧٩	اليابان
١٩٧٩	تايوان

Source: J.Walliamson and Mahar: A Review oh Financial Liberalization South Asia Region, Internal Discussion Paper, No. ١٧١, World Bank, Jan., ١٩٩٨, P.٤٣

المرحلة الثانية: مرحلة التحرير المالي:

امتدت هذه المرحلة من سنة ١٩٨٠ إلى سنة ١٩٨٥ وتميزت بما يلي: (محفوظ، ٢٠٠٩)

- ربط الأنظمة المالية والنقدية الوطنية ببعضها البعض وتحرير القطاع المالي.
- حرية حركة رؤوس الأموال من الولايات المتحدة والمملكة المتحدة إلى مختلف بلدان العالم، واعتبرت هذه هي الخطوة الأولى لعملية انتشار واسعة للتحرير المالي والنقدي على المستوى العالمي.
- التوسع الكبير في أسواق السندات، وارتباطها على المستوى الدولي وتحريرها من كافة القيود، الأمر الذي جعل الدول الصناعية الكبرى تمويل العجز في

موازانتها المالية عن طريق إصدار وتسويق تلك الأدوات المالية في الأسواق المالية العالمية، لاسيما سندات الخزينة.

- توسيع وتعميق الابتكارات المالية بصفة عامة والتي سمحت بجمع كميات ضخمة من الإذخار العالمي، وإجراء عمليات المراجعة الدولية في أسواق السندات والنمو السريع في الأصول المالية المشتقة بصفة خاصة.
- توسع صناديق المعاشات والصناديق الأخرى المتخصصة في جمع الإذخار، وهي صناديق تتحصل على أموال ضخمة، هدفها الأساسي هو تعظيم إيراداتها من خلال الاستثمار في مختلف الأسواق العالمية، ويوضح الجدول رقم (٢) أهم الدول التي قامت بعملية التحرير المالي خلال هذه المرحلة.

جدول رقم (٢)

تاريخ بدء التحرير المالي في بعض الدول خلال الفترة من ١٩٨٥ - ١٩٨٠

السنة	الدولة
١٩٨٠	كندا
١٩٨٠	جنوب أفريقيا
١٩٨١	المملكة المتحدة البريطانية
١٩٨١	أندونيسيا
١٩٨١	الفلبين
١٩٨٢	الولايات المتحدة الأمريكية
١٩٨٤	فرنسا
١٩٨٤	ألمانيا
١٩٨٥	تايوان

Source: J.Walliamson and Mahar: A Review oh Financial Libralization South Asia Region, Internal Discussion Paper, No. ١٧١, World Bank, Jan., ١٩٩٨, P.٤٣

المرحلة الثالثة: مرحلة التعميم وضم الأسواق المالية الناشئة:

- امتدت هذه المرحلة من ١٩٨٦ وحتى الآن، وتميزت بما يلي: (محفوظ، ٢٠٠٩)
- تحرير أسواق الأسهم، وقد كانت الانطلاقة من بورصة لندن سنة ١٩٨٦ بعد إجراءات الإصلاحات البريطانية المعروفة باسم "بيج بانج"، وتبعتها بقية البورصات العالمية بعد ذلك بتحرير أسواق أسهمها، مما سمح بربطها مع بعضها البعض وعولمتها على غرار أسواق السندات.

- ضم العديد من الأسواق الناشئة ابتداءً من أوائل التسعينيات وربطها بالأسواق المالية العالمية بشبكات الاتصال وتسجيل أدوات مالية أجنبية فيها، مما أدى إلى تدفق رؤوس الأموال نحوها.
- الانهيارات الضخمة التي شهدتها البورصات العالمية، والتي تسببت في إفلاس الكثير من البنوك والمؤسسات المالية، لاسيما في الولايات المتحدة الأمريكية.
- تحرير أسواق المواد الأولية وزيادة حجم التعامل فيها.
- توسيع التمويل المباشر (اللجوء إلى الأسواق المالية)، وتغطية الدين العام بواسطة الأدوات المالية حتى من طرف دول ومناطق خارج دول منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (OECD).
- إتباع سياسات الخصخصة في العديد من الدول النامية بعد تحول أنظمتها الاقتصادية من النظام الإشتراكي إلى نظام السوق الحر، ويوضح الجدول رقم (٣) أهم الدول التي قامت بعملية التحرير المالي خلال هذه المرحلة.

جدول رقم (٣)

تاريخ بدء التحرير المالي في بعض الدول خلال الفترة من ١٩٨٥ - ١٩٨٠

تاريخ بدء التحرير المالي	الدولة
١٩٨٨	بنجلادش
١٩٨٩	المكسيك
١٩٨٩	البرازيل
١٩٨٩	الهند
١٩٩١	بيرو
١٩٩١	فنزويلا
١٩٩١	جمهورية مصر العربية
١٩٩١	المغرب

Source: J.Walliamson and Mahar: A Review oh Financial Liberalization South Asia Region, Internal Disscussion Paper, No. ١٧١, World Bank, Jan., ١٩٩٨, P.٤٣

وننتج عن سياسات التحرير المالي مجموعة من الإيجابيات يمكن إيجازها فيما يلي:
(زكي، ١٩٩٩)

- ترشيد القرار التمويلي: من خلال إتاحة التعامل مع أسواق متنوعة وواسعة النطاق تحقق مزايا كبيرة لراغبي الحصول على التمويل.
- سهولة الوصول إلى مصادر التمويل حيث يسمح للدول بالوصول إلى الأسواق المالية بسهولة ويسر والحصول على الأموال لسد فجوة الموارد المحلية.
- الحد من زيادة المديونية حيث إن حركة الاستثمار الأجنبي المباشر تسمح بالتنوع وتوزيع أفضل للمخاطر من خلال الابتعاد عن التمويل بالقروض المصرفية والتجارية وبالتالي الحد من المديونية الخارجية وأعبائها كون تلك المصادر غير منشأة للديون.
- تخفيض تكلفة التمويل من خلال المنافسة بين الوكلاء العالميين، والتنافس بين مصادر التمويل الواسعة والمتنوعة مما يمنح ميزة خفض تكلفة التمويل للدول المحتاجة للتمويل.
- يسمح الاستثمار الأجنبي المباشر بنقل التكنولوجيا والأساليب المختلفة للإنتاج، وإكساب الأيدي العاملة المهارات والخبرات والفنون الإدارية وخصوصاً في مجال استحداث خدمات مالية ومصرفية حديثة سواء ما يخص نظام المدفوعات أو استخدام النقود والبنوك الإلكترونية، وتساهم جميعها في عمليات التمويل وتسوية المدفوعات.
- أسهم التحرير المالي في الوصول إلى أسعار فائدة حقيقية تشجع الادخار وتوجه مساره من السوق المالية غير الرسمية إلى السوق الرسمية، كما تشجع تلك الفائدة المقترضين على الاستثمار في النشاط الإنتاجي والصناعي وخلق بيئة مواتية لنشاط القطاع الخاص، مما يستقطب رؤوس الأموال الأجنبية ويساهم في الحد من هروب الأموال المحلية.
- سمح التحرر المالي بزيادة تدفق رؤوس الأموال مما أدى إلى خفض أسعار الفائدة محلياً وبالتالي شجع المستثمرين على الاقتراض المحلي ورفع مستويات الاستثمار من خلال فتح مشروعات جديدة فانعكس إيجابياً على زيادة معدل النمو الاقتصادي ونقل التكنولوجيا الحديثة.
- كما أن هناك العديد من المظاهر السلبية نتجت عن التحرير المالي، يمكن أن نوجزها فيما يلي:-
- مخاطر تقلبات رؤوس الأموال قصيرة الأجل: حيث يتصف رأس المال قصير الأجل بضخامة حركته وتحقيقه الربح السريع، ويحمل درجة تقلب عالية حيث يدخل ويخرج في النشاط الاقتصادي بأجال قصيرة مؤدياً إلى كثير من

المشكلات، علاوة على تأثره بالعوامل النفسية والشائعات والتصريحات وبذلك تتسم قرارات الاستثمار الأجنبي غير المباشرة بدرجة عالية من الحساسية في الأجل القصير وحركته السريعة بين الأسواق قد يجعل تلك الأسواق في حالة اختلال مفاجئ.

- مخاطر تراكم الأموال: أدى التحرر المالي إلى تراكم رأس المال في دول متقدمة أو لدى مؤسسات مالية أو لدى أفراد معينين، أما الدول التي تتميز بالضعف في الفعالية الاقتصادية فقد شهدت انخفاض وهجرة في أموالها، فالاستثمار الأجنبي المباشر يتجه أغلبه إلى الدول المتقدمة، فضلا عن التوزيع غير المتكافئ داخل تلك الدول نفسها.
- مخاطر هروب الأموال الوطنية: وتعني استخدام جزء هام من المدخرات المحلية خارج حدود الدول وبأشكال استثمارية مختلفة، وعلى الرغم من أن تلك الظاهرة ليست بالحديثة ولكنها تنامت في ظل التحرر المالي، فمثلا تقدر الأموال الخليجية المستثمرة بالخارج بنحو ٨٠٠ مليار دولار.
- مخاطر عولمة المديونية: لقد عمدت البنوك الغربية وبالتعاون مع بيوت السمسرة المختصة إلى تحويل الديون الخارجية للبلدان النامية إلى أوراق مالية تتداول في الأسواق العالمية، وهذا يعرض تلك الدول إلى حالة عدم التأكد من ديونها نتيجة التقلبات التي تحدث في الأسواق المالية، وكذا إمكانية بيع هذه الديون إلى دول يعينها تضر بالأمن القومي لهذه الدول.
- مخاطر غسل الأموال: أدت عملية التحرر المالي إلى صعوبة تعقب مصادر الأموال حيث أصبحت تحمل أرقاما سرية ومشفرة وبإمكانها المرور بعدد من الإجراءات قبل أن تدخل الدورة الاقتصادية لبلد ما، وكلها عوامل ساعدت على توسيع أنشطة اقتصادية غير مشروعة والتي تمارس تحت ما يسمى بغسل الأموال، وهي ظاهرة تهدد النمو والاستقرار الاقتصادي من خلال انعكاساتها على مجمل الأنشطة الاقتصادية والاجتماعية.
- مخاطر سهولة انتقال الأزمة: أي سرعة انتشار الأزمة بين المؤسسات المالية حين وقوعها، من نولة لأخرى وفقا لما يعرف بأثر العدوى من خلال الروابط المالية بين الدول مثل أزمتي جنوب شرق آسيا عام ١٩٩٧، والأزمة الاقتصادية العالمية ٢٠٠٨.

ثالثاً: تحليل أداء الاقتصاد المصري في ظل سياسات التحرير المالي:

شهد الاقتصاد المصري خلال الفترة ١٩٩١-٢٠١٠ تغيرات جوهرية في مختلف جوانبه، وذلك نتيجة لتبني برنامج الإصلاح الاقتصادي لمواجهة

الظروف الاقتصادية المتعثرة التي شهدتها مصر قبل تطبيق ذلك البرنامج في الثمانينات، وتمثل الهدف الرئيسي لهذا البرنامج في إصلاح الخلل المالي والهيكلية للاقتصاد المصري، وتحسين مناخ الاستثمار بما يساعد في جذب رؤوس الأموال الوطنية والأجنبية، والعمل على زيادة معدلات النمو الاقتصادي وتحسين دخول الأفراد ورفع مستوى معيشتهم، وعلى الرغم من البدء في تطبيقه إلا أن هناك بعض العثرات التي واجهت هذه الأهداف بعضها يرجع إلى عوامل داخلية تتعلق باختلالات هيكلية داخل الاقتصاد ذاته، ويرجع بعضها الآخر إلى صدمات خارجية نتيجة سياسات التحرير المالي المتبعة كما حدث في عام ١٩٩٧ تأثراً بأزمة جنوب شرق آسيا، وكذا الأزمة الاقتصادية العالمية في عام

٢٠٠٨.

كما انضمت مصر في عام ١٩٩٥ إلى منظمة التجارة العالمية (WTO) وأصبحت عضواً بها، ومن ثم التزمت باتفاقية تحرير التجارة في السلع والتعريفات الجمركية (GATT)، والتوقيع على اتفاقية تحرير التجارة في الخدمات (GATS)، واتفاقية تحرير التجارة المتعلقة بالاستثمارات (TRIMS)، واتفاقية حماية حقوق الملكية الفكرية (TRIPS)، هذه الاتفاقيات ساهمت بصورة كبيرة على إدماج الاقتصاد المصري في الاقتصاد العالمي وبخاصة مع إزالة القيود غير الجمركية، وتخفيض التعريفات الجمركية، وتحرير التجارة في الخدمات ومن أهمها القطاع المصرفي (البنوك)، وغيرها من هذه الإجراءات التي ساهمت بجانب برنامج الإصلاح الاقتصادي في تحرير الاقتصاد المصري وإتاحة الفرصة الأكبر للاستثمار الخاص وبخاصة الأجنبي منه، والتي كان من أهمها الاستثمارات في القطاع المالي وبخاصة سوق المال، فقد بدأ تحرير سوق الأوراق المالية وفتحها أمام الأجانب للاستثمار بها مع بدء تطبيق برنامج الإصلاح الاقتصادي في منتصف عام ١٩٩١، وبالتحديد مع صدور القانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ لتنظيم سوق رأس المال، والذي سمح للشركات الأجنبية بالعمل بسوق المال المصري وفقاً لقواعد الهيئة العامة للرقابة المالية، وكذا سمح للمتعاملين من الجنسيات الأجنبية الأخرى غير المصرية في التعامل ببيعاً وشراءً داخل السوق المصري باستثناء الشركات القائمة في سيناء نظراً للبعد الأمني بها، ويمكن إيجاز أهم ملامح تحرير سوق الأوراق المالية في الجدول التالي:-

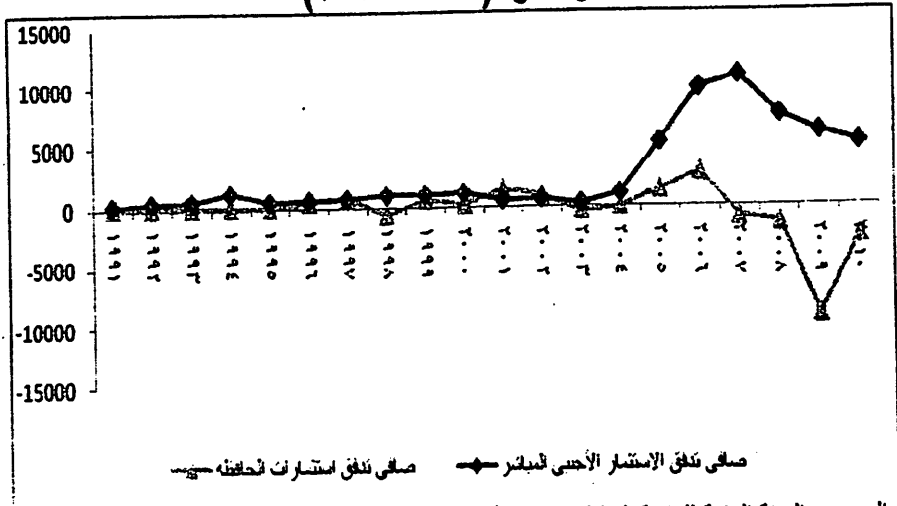
جدول رقم (٤) أهم إجراءات وضوابط تحرير سوق الأوراق المالية

التاريخ	الإجراء
يناير-١٩٩٠	إزالة القيود على المعاملات بالنقد الاجنبي
أكتوبر-١٩٩٠	توحيد أسعار صرف السوق الأولية والثاقوية ، وإعلان حرية التعامل في النقد الاجنبي من خلال البنوك المعتمدة والجهات الأخرى غير المصرفية
يناير-١٩٩٢	السماح للمستثمرين الأجانب وصناديق الاستثمار الأجنبية وفقاً للفقرة رقم ٦٥ لسوق المال بالتعامل في البورصة المصرية ، وإزالة كافة القيود على تلك التعاملات
يناير-١٩٩٧	السماح للأجانب بموجب الفقرة رقم (٨) لحوافز الاستثمار بالتكامل للكامل للمشروعات وحرية تحويل أرباحهم ورؤوس أموالهم للخارج
يناير ٢٠٠١	إصدار القانون رقم ١٤٧ لسنة ٢٠٠١ والخاص بالإذن بإصدار السندات الدولارية المصرية، وتداولها في أسواق المال المصرية والعالمية بضمن الخزانة للعملة للدولة، والالتزام بتسديد المبالغ الخاصة بهذه السندات، وتحويل المبالغ المطلوبة لهذا السند بالدولار الأمريكي إلى خارج البلاد قبل أن يحل مواعيد الاستحقاق.
أكتوبر-٢٠٠١	حظر العمليات التي من شأنها المضاربة على الجنيه المصري باستخدام المشتقات المالية
أكتوبر-٢٠٠١	حظر فتح حسابات بالجنيه المصري لبانك تعمل في الخارج بغرض المضاربة
يونيو-٢٠٠١	إقرار نظام جديد لتنظيم تحويلات المستثمرين بالبورصة من خلال اشتراط أن يتم ذلك من خلال قيام بانك الحفظ بفتح حسابات بالعملة المحلية والأجنبية للمستثمرين الأجانب لتنظيم تلك التحويلات
يناير-٢٠٠٣	تحرير التعامل بالنقد الأجنبي شراءً وبيعاً وفقاً لقرار رئيس الوزراء، وإطلاق حرية البنوك المعتمدة والمرخص لها بالتعامل بالنقد الأجنبي في تحديد أسعار البيع والشراء، والسماح لشركات الصرافة بشراء وبيع النقد الأجنبي
مارس ٢٠٠٥	السماح بإصدار شهادات الإيداع لدولية (GDR)، والتي تصدر في ثلاث صور: شهادات لمريكية American Depository Receipts .. شهادات لوروية European Depository Receipts ، شهادات دولية Global Depository Receipts

المصدر : هبه عبد المنعم علي، " فاعلية القيود على انتقالات رؤوس الأموال في تحقيق أهداف السياسة الاقتصادية الكلية " ، رسالة ماجستير غير منشورة ، جامعة القاهرة ، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية ، ٢٠٠٦ .

ونجد أنه وفقاً لسياسات التحرير قد تدفق صافى استثمار أجنبي كلى خلال الفترة (١٩٩١-٢٠١٠) قدر بنحو ٤٨.٦ مليار دولار، بلغ صافى الاستثمار الأجنبي المباشر منه نحو ٥٤.٩ مليار دولار، وبلغ صافى الاستثمار الأجنبي فى الحافطة نحو -٦.٣ مليار دولار أى أن خروج الاستثمار الأجنبي فى الحافطة (بيع الأسهم والسندات) كان أكبر من دخول الاستثمار الأجنبي فى الحافطة (شراء الأسهم والسندات) بنحو ٦.٣ مليار دولار خلال هذه الفترة.

شكل رقم (١)
صافى تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر والاستثمار فى الحافطة
خلال الفترة (١٩٩١-٢٠١٠)



المصدر: الهيئة العامة للرقابة المالية، تقرير الأداء السنوى، أعداد مختلفة.

ويمكن تقسيم هذه الفترة فى إطار التحليل إلى أربع فترات رئيسية تمتد الأولى منها من بداية برنامج الإصلاح وتنتهى قبل أزمة جنوب شرق آسيا (١٩٩١-١٩٩٦)، والثانية تمتد من أزمة جنوب شرق آسيا ١٩٩٧ وحتى عام ٢٠٠٣، وتبدأ الفترة الثالثة من عام ٢٠٠٤ وتنتهى قبل الأزمة الاقتصادية العالمية ٢٠٠٧، ثم تبدأ الفترة الرابعة من الأزمة الاقتصادية العالمية فى ٢٠٠٨ وحتى نهاية الفترة الزمنية للدراسة عام ٢٠١٠.

١- الفترة الأولى (فترة الإصلاح الاقتصادى) من ١٩٩١ وحتى ١٩٩٦:-

شهدت هذه الفترة صافى تدفق استثمار أجنبي بلغ نحو ٤.١ مليار دولار، بلغ الاستثمار الأجنبي المباشر منه نحو ٣.٥ مليار دولار وبلغ الاستثمار فى

المحفظة منه ٠.٦ مليار دولار، ويتميز رأس المال الأجنبي في هذه الفترة بالثبات في معدلاته دون حدوث تقلبات كبيرة به، ساهم في ذلك نجاح برنامج الإصلاح الاقتصادي في تثبيت قيمة الجنيه المصري وتحسين عجز المعاملات الجارية وتخفيض عجز الموازنة من ١٥% من الناتج المحلي الإجمالي عام ١٩٩١/١٩٩٠ إلى نحو ١.٣% عام ١٩٩٦/١٩٩٥، وتخفيض معدل التضخم نتيجة للسياسة الإنكماشية للدولة من ٢٠% في متوسط الفترة (١٩٨٩ - ١٩٩١) إلى نحو ٧.١% عام ١٩٩٥، وذلك نتيجة لرفع سعر الفائدة على الودائع بالجنيه المصري لمدة ثلاثة شهور من ٨.٥% في ديسمبر ١٩٩٠، إلى نحو ١٣.٥% في يونيو ١٩٩١، ثم وصل إلى ١٧.٥% في يناير ١٩٩٢ وذلك ساهم في امتصاص السيولة المالية بالعملة المحلية، مما أدى إلى الإقبال على الودائع بالعملة المحلية وبخاصة بعد زيادة التدفقات المالية للعاملين المصريين بالخارج بعد الإضرابات السياسية التي شهدتها منطقة الشرق الأوسط في عام ١٩٩٢/١٩٩١ في ظل حرب الخليج، وارتفع معدل النمو الحقيقي من ٢% و ٢.٥% خلال عامي ١٩٩٢/٩١، ١٩٩٣/٩٢ إلى نحو ٥% عام ١٩٩٧/١٩٩٦، وهو الأمر الذي دعم امتصاص السيولة المحلية وكذا السيولة القادمة من الخارج والحد من معدلات التضخم (عبد الخالق، ٢٠٠٤).

وتم تخفيض سعر الصرف بحوالي ٢٣% حيث انخفض سعر الجنيه من ٢.٨٧ جنيه للدولار في يونيو ١٩٩٠ إلى نحو ٣٣٤ قرش للدولار بحلول فبراير ١٩٩١ (١٩٩٧، Korayem)، وأدت هذه الإصلاحات إلى دخول كمية كبيرة من التدفقات الرأسمالية قصيرة الأجل مدفوعة باعتبارات الربح، كما ساهم برنامج الخصخصة وبيع عدد من الشركات إما لمستثمر أجنبي رئيسي (أدى إلى زيادة تدفق رأس المال المباشر) أو من خلال بيع دولار إلى نحو ١٠.٥ مليار دولار في يونيو ١٩٩٢، ثم إلى نحو ١٨.١ مليار الأوراق المالية من خلال طرح أسهمها في البورصة (زيادة تدفق الاستثمار الأجنبي في الحافظة) إلى زيادة معدلات تدفق الأموال الأجنبية من الخارج، مما أدى إلى زيادة صافي الاحتياطيات الأجنبية لدى البنك المركزي المصري من ٤.٧ مليار دولار في سبتمبر ١٩٩٦. وكافة هذه الأسباب سألقة الذكر قادت سوق المال إلى الإزدهار خلال هذه الفترة ويمكن إيجاز ذلك فيما يلي (العنتري، ٢٠٠٣):-

- ارتفع عدد الشركات المقيدة في سوق الأوراق المالية من ٦٢٧ شركة في عام ١٩٩١ إلى نحو ٦٤٦ شركة في عام ١٩٩٦ أى بنسبة زيادة بلغت نحو ٣% خلال هذه الفترة.
- فى المقابل ارتفع متوسط عدد الأوراق المالية للشركات المتداولة شهرياً من ٢٢.٧ مليون ورقة إلى نحو ٢٠٧.٧ مليون ورقة وهو الأمر الذى يوضح حجم النشاط واتساعه خلال هذه الفترة وزيادة معدل دوران هذه الأوراق.
- فى ذات الوقت ارتفع الذى فيه عدد الأسهم المقيدة بالبورصة من ٣٩٤.٧ مليون سهم فى عام ١٩٩١ إلى نحو ١.٣٩ مليار سهم فى عام ١٩٩٦ بنسبة زيادة بلغت نحو ٢٥١.٦%.
- ارتفع المؤشر العام لسوق الأوراق المالية من ١٠٠ نقطة مئوية كسنة أساس عام ١٩٩١ إلى نحو ٣٥٩.٩ نقطة عام ١٩٩٦ بنسبة زيادة بلغت نحو ٢٥٩.٩ % خلال هذه الفترة.
- ارتفعت قيمة التداول السنوى من ٤٢٧.٨ مليون جنيه فى عام ١٩٩١ إلى نحو ١١ مليار جنيه فى عام ١٩٩٦، كما ارتفع كل من رأس المال الأسمى ورأس المال السوقى خلال ذات الفترة وارتفعت نسبة رأس المال السوقى إلى الأسمى من ١.٤١% عام ١٩٩١ إلى نحو ٣.٥٢% عام ١٩٩٦، وهو الأمر الذى أوضح انتعاش هذا السوق خلال هذه الفترة مع تحسن الأداء الاقتصادى والبدء فى طرح أوراق مالية جديدة من خلال برنامج الخصخصة، إضافة إلى قدوم تدفقات مالية أجنبية سواء مباشرة أو كاستثمارات فى المحفظة خلال هذه الفترة ولم تسجل أى قيم سالبة لها فى ذات الفترة، وكذا عدم حدوث أى هزات وصدمات خارجية خلال تلك الفترة وهو الأمر الذى يؤكد أن الاستقرار فى المؤشرات الاقتصادية الكلية وما صاحبها من عولمة مالية فى ظل هذه الظروف الجيدة خلال تلك الفترة قد أتى بآثار إيجابية أدت إلى تحسن سوق الأوراق المالية وكذا الاقتصاد العينى فى مصر.

تابع جدول رقم (٤) أهم مؤشرات سوق الأوراق المالية خلال الفترة من ١٩٩١ - ١٩٩٦

١٩٩٦	١٩٩٥	١٩٩٤	١٩٩٣	١٩٩٢	١٩٩١	البيان
٦٣١	٥٠٥	١٢١٣	٤٩٣	٤٥٥	١٩١	صافي الاستثمار الأجنبي المباشر (بالمليون دولار)
٥٤٥	٢٠	٣	٤	٦	٢١	صافي الاستثمار الأجنبي في المحافظة (بالمليون دولار)
٣٥٩.٩	٢٩٦.٧	٢١٣.٢	٢٣٨.٤	١٠٨.٩	١٠٠	قيمة المؤشر العام لسوق رأس المال
٣٩.١	-١٠.٦	٧٥.٧	٢٤.٦	٨.٩	---	معدل النمو في المؤشر (معدل العائد) %
١٠٩٦٧.٥	٣٨٤٩.٤	٢٥٥٧.٢	٥٦٨.٦	٥٩٦.٧	٤٢٧.٨	قيمة التداول السنوي (بالمليون جنيه)
٩١٤	٣٢٠.٨	٢١٣.١	٤٧.٣٨٣٣	٤٩.٧	٣٥.٦٥	متوسط قيمة التداول الشهري (بالمليون جنيه)
٢٠٧.٧	٧٢.٢	٥٩.٨	١٧.٧	٢٩.٦	٢٢.٧	عدد الأوراق المالية (بالمليون)
١٢٩	١١٣	٩١	٧٤	٧٨	٧٩	متوسط عدد الشركات المتداول أوراقها شهريا
٦٤٦	٧٤٦	٧٠٠	٦٧٤	٦٥٦	٦٢٧	عدد الشركات المقيدة في نهاية العام
١٣٨٧.٩	١١١٦.٧	٤٥١	٤٢٤	٤٠٥.٧	٣٩٤.٧	عدد الاسهم المقيدة في نهاية العام (بالمليون)
٤٩٢٠	٣٠٨٠	٩٤.٧	١٢.٣	٢٣.٣	٣٠.٥	القيمة الإجمالية (سندات حكومية + شركات خاصة) للسندات المصدرة (بالمليون جنيه)
١٣٦٧٣	١١.٥٢	٨.٥١	٨٨٩٠	٨٠.٩٨	٦٢٨٣	رأس المال الاسمي للشركات المقيدة (مليون جنيه مصري)
٤٨٠.٨٦	٢٧٤٢٠	١٤٤٨٠	١٢٨٠.٧	١٠.٨٤	٨٨٤٥	رأس المال السوقى للشركات المقيدة (مليون جنيه مصري)
٣.٥٢	٢.٤٨	١.٨٠	١.٤٤	١.٣٤	١.٤١	نسبة رأس المال السوقى / رأس المال الاسمي
٥	٤.٧	٤.٤	٣.٩	٢.٥	٢	معدل النمو الحقيقي للناتج المحلى الإجمالى بالأسعار الثابتة

المصدر: الهيئة العامة للرقابة المالية، تقرير الأداء السنوى، أعداد مختلفة. ووزارة الدولة للتنمية الاقتصادية، تقارير متابعة الخطأ، أعداد مختلفة، والبنك المركز المصرى، تقرير الأداء السنوى، أعداد مختلفة. وبعض البيانات حسبت بواسطة الباحث.

٢- الفترة الثانية (فترة الركود الاقتصادي) من ١٩٩٧ وحتى ٢٠٠٣:-

شهدت هذه الفترة صافي تدفق استثمار أجنبي بلغ نحو ٨.٥ مليار دولار، بلغ الاستثمار الأجنبي المباشر منه نحو ٥.٤ مليار دولار، وبلغ الاستثمار في المحفظة منه ٣.١ مليار دولار، ويتميز صافي رأس المال الأجنبي في هذه الفترة بالتذبذب في معدلاته حيث زاد صافي الاستثمار الأجنبي بصفة عامة من ٧٦١.١ مليون دولار عام ١٩٩٧ إلى نحو ١.٢ مليار دولار عام ٢٠٠٠، ثم تراجع عام ٢٠٠١ إلى ٤٩٧.٥ مليون دولار مع أزمة برجي التجارة العالمية في الولايات المتحدة الأمريكية وكذا أزمة الأرجنتين عام ٢٠٠١، وارتفع إلى ٦١٩.١ مليون دولار في عام ٢٠٠٢، ثم تراجع إلى ٢١٦.٧ مليون دولار عام ٢٠٠٣ في ظل الحرب الأمريكية على العراق، وهو ذات التذبذب الذي شهده صافي تدفق الاستثمار الأجنبي في الحافظة حيث شهد تراجعاً كبيراً للغاية بين عامي ١٩٩٧ و ١٩٩٨ من + ٨١٥.٥ مليون دولار إلى نحو - ٦٠٠ مليون دولار، أي إجمالي ما تم خروجه من رؤوس الأموال المستثمرة في سوق المال في ذلك العام يفوق ما دخل لسوق الأوراق المالية بنحو ٦٠٠ مليون دولار وذلك بفعل أزمة جنوب شرق آسيا والتي أثرت سلباً على أغلب البورصات العالمية ومنها البورصة المصرية حيث قام المستثمرون الأجانب بالخروج من السوق المصري لحاجتهم الماسة للسيولة المالية لتغطية خسائرهم في البورصات العالمية وبخاصة في دول جنوب شرق آسيا، وهو الأمر الذي يظهر جلياً في تراجع تدفق استثمارات الحافظة وتحولها إلى القيم السالبة، أعقب ذلك استمرار في ارتفاع صافي التدفقات وتحولها إلى القيم الموجبة منذ عام ١٩٩٩ بقيمة ٥٩٥.٣ مليون دولار وحتى عام ٢٠٠٢ بقيمة ٩٩٥.٧ مليون دولار، وتحول صافي التدفق إلى قيمة سالبة مرة أخرى في عام ٢٠٠٣ حيث بلغت قيمته نحو - ٤٢١ مليون دولار مع الحرب الأمريكية على العراق.

جدول رقم (٥) أهم مؤشرات سوق الأوراق المالية خلال الفترة (١٩٩٧-٢٠٠٣)

٢٠٠٣	٢٠٠٢	٢٠٠١	٢٠٠٠	١٩٩٩	١٩٩٨	١٩٩٧	البيان
٢١٦,٧	٦١٩,١	٤٩٧,٥	١١٨٤	١,٠٢٧,٨	١,٠٣٦	٧٦١,٣٥	صافي الاستثمار الأجنبي المباشر (بالمليون دولار)
٤٢١	٩٩٥,٧	١٤٦١,٣	٢٦٦	٥٩٥,٣	٦٠٠	٨١٥,٥	صافي الاستثمار الأجنبي في المحفظة (بالمليون دولار)
٨٠٣,١٨	٦٣٥,٢٩	٦١١,٣٤	٥٢٢,٣٦	٤٥٣,٣٧	٣٨٢,٧٧	٣٥٩,٨٥	قيمة المؤشر العام لسوق رأس المال
٢٦,٤	٣,٩	١٤,٨	١٧,٤	١٨,٤	٦,٤	٢١,٣	معدل النمو في المؤشر (معدل للعائد) %
٢٧٧٨٢,٩	٣٤١٨٧,٩	٣١٦٧٤,٤	٤٤٤٩٣,٧	٣٩٠٨٦,٦	٢٣٣٦٤	٢٤٢١٩,٨	قيمة التداول السنوي (بالمليون جنيه)
٢٣١٥,٢	٢٨٤٩	٢٦٣٩,٥	٤١٢٤,٥	٣٢٥٧,٢	١٩٤٧	٢٠١٨,٣	متوسط قيمة التداول الشهري (بالمليون جنيه)
١٤٢١,٥	٩٠٤,١	١٢٥٩,٨	١٠٣٠,٥	٧١٤,١	٥٧٠,٨	٣٧٢,٥	عدد الأوراق المالية (بالمليون)
٤٩٩	٥٧٤	٦٣٤	٦٥٩	٦٦٣	٥٥١	٤١٦	عدد الشركات المقيدة المتداول أوراقها خلال العام
١٨٧	٢١٠	٢١٨	٢٣٢	٢٤٣	٢١٨	١٦٨	متوسط عدد الشركات المتداول أوراقها شهريا
٩٦٧	١١٥٠	١١١٠	١٠٧٦	١٠٣٣	٨٦١	٦٥٠	عدد الشركات المقيدة في نهاية العام
٦٢٥٨	٥٦٠٥,٧	٥٤٧٣,٢	٤٦٧٢,٨	٤٣٩٣	٣٣٥٤	١٨٥٤,٢	عدد الاسهم المقيدة في نهاية العام (بالمليون)
٠	٥١٥	٨١٥	٣٣٩٢	٧٥١٣	٣١١٥	١١٩٥	القيمة الاجمالية (سندات حكومية + شركات خاصة) للسندات المصدرة (بالمليون جنيه)
٩٧١٩٩	٩٢٠٣٠	٨٣٠٢٠	٧٤٦٣٨	٤٧٠٧٧	٣٣٨٣٦	١٨٢٩١	رأس المال الاسمي للشركات المقيدة (مليون جنيه مصري)
١٧١٩٢٢	١٢٢٠١٤	١١١٣٣٣	١١٩٧٧٨	١١٢٣٣١	٨٣١٤٠	٧٠٨٧٣	رأس المال السوقي للشركات المقيدة (مليون جنيه مصري)
١,٧٦	١,٣٣	١,٣٤	١,٦٠	٢,٣٩	٢,٤٦	٣,٨٧	نسبة رأس المال السوقي / رأس المال الاسمي
٣,١	٣,٢	٣,٢	٣	٥,١	٤,٩	٣,٣	معدل النمو الحقيقي للناتج المحلي الإجمالي بالأسعار الثابتة (%)

المصدر: الهيئة العامة للرقابة المالية، تقرير الأداء السنوي، أعداد مختلفة. ووزارة الدولة للتنمية الاقتصادية، تقارير متابعة الخطة، أعداد مختلفة، والبنك المركز المصري، تقرير الأداء السنوي، أعداد مختلفة، وبعض البيانات حسبت بواسطة الباحث.

ويتضح من الجدول السابق أنه تأثراً بالأزمة المالية في جنوب شرق آسيا قد انخفض معدل العائد في السوق حيث تراجع من ٢١.٣% عام ١٩٩٧ إلى نحو ٦.٤% عام ١٩٩٨، وذلك مع تراجع قيمة التداول السنوى عن ذات الفترة من ٢٤.٢ مليار جنيه إلى نحو ٢٣.٤ مليار جنيه بنسبة إنخفاض بلغت نحو ٣.٣% وتراجعت نسبة رأس المال السوقى إلى الأسمى من ٣.٨٧% إلى نحو ٢.٤٦% واستمر تراجعها خلال الفترة من ١٩٩٧ وحتى ٢٠٠٢ إلى أن وصلت إلى ١.٣٣%، وتراجعت قيمة الإصدارات الجديدة للسندات من ٤٩٢٠ مليون (٤٠٠٠ مليون حكومى + ٩٢٠ خاص) عام ١٩٩٦ إلى ١١٩٥ مليون جنيه (جميعها سندات لشركات خاصة ولم تصدر الحكومة أى سندات خلال ذلك العام) بنسبة تراجع بلغت نحو ٧٥.٨%، وتعكس هذه المؤشرات تأثير أزمة جنوب شرق آسيا على سوق الأوراق المالية والمتمثلة في تراجع قيمة التداول وتراجع نسب رأس المال السوقى للأسمى وانخفاض العائد وفقاً للمؤشر العام للسوق، وخلال هذه الفترة شهد الإقتصاد العينى (الحقيقى) ذات مستوى التذبذب والتقلب الذى شهدته مؤشرات سوق الأوراق المالية وكذا التدفقات المالية الأجنبية حيث تراجع معدل النمو الإقتصادى من ٥% عام ١٩٩٦/١٩٩٧ إلى نحو ٣% فى العام الأول لأزمة جنوب شرق آسيا ثم تحسن أداء الإقتصاد ليرتفع معدل النمو إلى ٤.٩% و ٥.١% خلال العامين التالين قبل أن يدخل الإقتصاد المصرى فى حالة من الركود بدءاً من عام ٢٠٠٠ وحتى عام ٢٠٠٣ والذى شهد ثبات نسبى فى معدل النمو الحقيقى حول ٣%، وصاحب ذلك انخفاض حجم الاحتياطات النقدية الأجنبية من ٢٠ مليار دولار أمريكى عام ١٩٩٦/١٩٩٧ إلى ١٤ مليار دولار عام ٢٠٠١ مع استمرار سحب الاستثمارات الأجنبية من السوق المصرية وبخاصة الاستثمارات فى الحافطة، ومحاولة البنك المركزى الحفاظ على قيمة الجنيه المصرى أمام الدولار، وارتفاع معدلات التضخم خلال هذه الفترة وهو الأمر الذى دفع الحكومة فى يوليو ٢٠٠١ إلى تعديل سعر الصرف المركزى ليصبح ٣٩٠ قرشاً للدولار، مع زيادة الهامش حول السعر صعوداً وهبوطاً إلى ١.٥%، وفى أغسطس ٢٠٠١ تم تحريك السعر إلى ٤١٥ قرشاً للدولار مع زيادة الهامش إلى ٣%، ثم إلى ٤٥٠ قرشاً للدولار فى يناير ٢٠٠٢ مع الحفاظ على الهامش عند مستوى ٣%، وفى ٢٩ يناير ٢٠٠٣ ألغى العمل بالسعر المركزى للدولار وتقرر تعويم سعر الصرف، مما أدى إلى انخفاض السعر إلى ٦٠٣ قرش للدولار فى يونيو ٢٠٠٣، ثم إلى ٦١٥ قرش للدولار فى ديسمبر ٢٠٠٣ (العيسوى، ٢٠٠٧)، وذلك للحفاظ على الاحتياطى من النقد الأجنبى فى محاولة للحد من الواردات وزيادة الصادرات وتأثر بذلك الاستثمار الأجنبى سواء المباشر أو

الاستثمار في الحافظة وكذا مؤشرات سوق الأوراق المالية نتيجة عدم التيقن وبخاصة بعد الإنخفاض الشديد في قيمة العملة خلال هذه الفترة.

٣- الفترة الثالثة (فترة الرواج الإقتصادي) من ٢٠٠٤ وحتى ٢٠٠٧:-

وهي تلك الفترة التي شهدت تحسناً كبيراً في الأداء الإقتصادي بعد فترة الركود التي سادت الفترة ١٩٩٧-٢٠٠٣ حيث شهدت الاستثمارات الأجنبية المباشرة استمراراً في صافي التدفق للداخل ارتفع من ١.١ مليار دولار في عام ٢٠٠٤ إلى نحو ٥.٣ مليار دولار في ٢٠٠٥، واستمر صعوده في عام ٢٠٠٦ ليبلغ نحو ٩.٩ مليار دولار، ثم بلغ أكبر قيمة له في عام ٢٠٠٧ حيث بلغ صافي التدفق نحو ١٠.٩ مليار دولار، وفي ذات الوقت شهد صافي تدفق الاستثمارات في الحافظة تحسناً كبيراً خلال هذه الفترة حيث تراجعت القيمة السالبة في عام ٢٠٠٣ والتي بلغت -٠.٤ مليار دولار، إلى نحو -٠.١ مليار دولار في عام ٢٠٠٤، وتحول صافي تدفق الاستثمار في الحافظة إلى تدفق للداخل في عام ٢٠٠٥ ليبلغ نحو ١.٤ مليار دولار وبلغ أكبر قيمة له في عام ٢٠٠٦ ليبلغ نحو ٢.٨ مليار دولار، قبل أن تتخفف قيمته في عام ٢٠٠٧ إلى ٠.٩ مليار دولار صافي تدفق للخارج نتيجة عمليات جني الأرباح التي شهدتها تلك الفترة بعد الإرتفاعات الكبيرة التي شهدتها تلك الفترة والتي بلغت نحو ٤٣.٣ % خلال عام ٢٠٠٧، فخلال هذه الفترة فقط تدفق صافي استثمار أجنبي مباشر بلغت قيمته نحو ٢٧.٢ مليار دولار، وكذا شهد صافي تدفق استثمار أجنبي في الحافظة بلغ قيمته نحو ٣.٢ مليار دولار.

وشهدت معدلات البورصة المختلفة تحسناً خلال ذات الفترة حيث ارتفعت قيمة التداول من ٤٢.٤ مليار جنيه في عام ٢٠٠٤ إلى نحو ٣٦٣.٣ مليار جنيه في عام ٢٠٠٧ بنسبة إرتفاع بلغت نحو ٧٥٧% وبخاصة بعد الإسراع في برنامج الخصخصة وطرح عدد كبير من أسهم الشركات العامة في البورصة كطرح شركة المصرية للاتصالات وشركة سيدى كرير للبتروكيماويات وغيرها من الشركات الجيدة، وارتفع رأس المال السوقى إلى نحو ٦٣٠ مليار جنيه في عام ٢٠٠٧ بعد أن كانت ١٧٢ مليار جنيه وارتفعت كذلك قيمة رأس المال الأسمى إلى نحو ١٢١.٨ مليار جنيه، وارتفعت كذلك نسبة رأس المال السوقى للأسمى من ٢.٢٧% إلى نحو ٥.٢% عام ٢٠٠٧، في ذات الوقت الذي شهدت فيه مؤشرات القطاع الحقيقي استقراراً كبيراً حيث ارتفع معدل النمو الإقتصادي الحقيقى من ٣.١% عام ٢٠٠٣ إلى نحو ٧.٢% عام ٢٠٠٧، وشهد معدل التضخم تراجعاً خلال هذه الفترة حيث

تراجع من ١٢.٣% عام ٢٠٠٤/٢٠٠٣ إلى ١٠.١% عام ٢٠٠٥/٢٠٠٤، ثم إلى ٣.٧% عام ٢٠٠٦/٢٠٠٥ (معهد التخطيط، ٢٠٠٧)، واستقر سعر الصرف حول (٥.٧٥ - ٥.٩٠) قرشاً للدولار وارتفع حجم الاحتياطي النقدي الأجنبي لدى البنك المركزي حتى وصل في عام ٢٠٠٧ إلى نحو ٣٤.٦ مليار دولار، وبهذا فقد شهدت هذه الفترة إجمالاً تحسناً في أداء الاقتصادى المصرى الكلى وكذا تحسناً كبيراً في أداء سوق الأوراق المالية وكذا في تدفقات الاستثمارات الأجنبية إلى الداخل.

جدول رقم (٦)
أهم مؤشرات سوق الأوراق المالية خلال الفترة (٢٠٠٧-٢٠٠٤)

٢٠٠٧	٢٠٠٦	٢٠٠٥	٢٠٠٤	البيان
١٠٩١٣.٣	٩٨٩٤.٤	٥٢٨٣.٦	١٠٩٤.٤	صافي الاستثمار الأجنبي المباشر (بالمليون دولار)
-٩٠٠	٢٨٠٠	١٣٧١.٨	-١١٢.٦	صافي الاستثمار الأجنبي في الحافظة (بالمليون دولار)
٣٤١٢.٢٧	٢٣٨٠.٨٤	٢٢٢٨.٩٣	١٢٢١.١٧	قيمة المؤشر العام لسوق رأس المال
٤٣.٣	٦.٣	٨٣.٣	٥٢.٠	معدل النمو في المؤشر (معدل للمعدن) %
٣٦٣٢٩٨	٢٨٧٠٩٠	١٦٠٣٣٢	٤٢٣٧٢.٩	قيمة التداول السنوي (بالمليون جنيه)
٢٤٤٤٥.٦	٢٣٩٢٤.٢	١٣٣٦١	٣٥٣١.١	متوسط قيمة التداول الشهري (بالمليون جنيه)
٣٣٧	٣٥٩	٣٩٩	٤٥٥	عدد الشركات المقيدة المتداول أورتها خلال العام
٥٢٥	٦٠٣	٧٤٤	٧٩٢	عدد الشركات المقيدة في نهاية العام
٢٥٩٦٢	٢٣٩٥٧	٢٧٩٦٦	٢٣٢٥٨	القيمة الإجمالية (سندات حكومية + شركات خاصة) للسندات المصدرة (بالمليون جنيه)
١٢١٨٠.٨	١١٨٦٤٣	١٠٦١٤٢	١٠٣٢٣٧	رأس المال الاسمي للشركات المقيدة (مليون جنيه مصري)
٦٣.٨٢٣	٥٣٣٩٨٦	٤٥٦٢٧٨	٢٣٣٨٨٧	رأس المال السوقى للشركات المقيدة (مليون جنيه مصري)
٥.١٨	٤.٥٠	٤.٣٠	٢.٢٧	نسبة رأس المال السوقى / رأس المال الاسمي
٧.٢	٦.٩	٥.١	٤.٢	معدل النمو الحقيقي للناتج المحلى الإجمالى بالأسعار الثابتة (%)

المصدر: الهيئة العامة للرقابة المالية، تقرير الأداء السنوى، أعداد مختلفة. ووزارة الدولة للتنمية الاقتصادية، تقارير متابعة الخطة، أعداد مختلفة، والبنك المركز المصرى، تقرير الأداء السنوى، أعداد مختلفة، وبعض البيانات حسبت بواسطة الباحث.