

٤- الفترة الرابعة (فترة الأزمة الاقتصادية العالمية وتداعياتها) ٢٠٠٨ - ٢٠١٠:

حدثت الأزمة العالمية في سبتمبر ٢٠٠٨ فور إعلان بنك ليمان برادرز الأمريكي عن إفلاسه - وأثرت هذه الأزمة على مختلف بلدان العالم سواء في الجانب المالي للاقتصاد (البنوك والاسواق المالية وشركات التأمين) أو في الجانب الحقيقي للاقتصاد، ولم تكن مصر بمعزل عن هذه التأثيرات فقد شهد صافي تدفقات الاستثمارات الأجنبية المباشرة تراجعاً حيث تراجع من ١٠.٩ مليار دولار عام ٢٠٠٧ إلى نحو ٧.٦ مليار دولار عام ٢٠٠٨، واستمر في التراجع خلال عامي ٢٠٠٩ و ٢٠١٠ ليبلغ نحو ٦.١ و ٥.٢ مليار دولار على التوالي بنسبة انخفاض ٥٢.٣% ما بين عامي ٢٠٠٧ و ٢٠١٠، أما الاستثمار في الحافظة فكان التأثير فيه أكثر وضوحاً وحده حيث تراجع صافي الاستثمار إلى -١.٤ مليار دولار في عام ٢٠٠٨ (قيمة الأموال المحولة للخارج أكبر من الداخلة إلى مصر بقيمة ١.٤ مليار دولار) بعد أن كانت فقط -٠.٩ مليار دولار عام ٢٠٠٧، ثم تراجعت إلى -٩.٢ مليار دولار في عام ٢٠٠٩، ثم إلى -٢.٦ مليار دولار عام ٢٠١٠، ويعكس هذا الأداء من المستثمرين الأجانب سواء أكان الاستثمار في أصول ثابتة (استثمار مباشر) أو أصول مالية (استثمارات في الحافظة)، أن المستثمر الأجنبي دائماً وأبداً يسعى إلى الربح ولا يتحمل المخاطرة مع تقلب الأوضاع وسوء الظروف الاقتصادية حيث قام بخفض حجم الأموال المستثمرة في الأصول الثابتة وقام بسحب الاستثمارات الخاصة بالأصول المالية لقدرته الأكبر على تسهيلها والخروج من السوق المصري دون قيود أو شروط وفقاً لقواعد التحرير المالي ودون أن يتحمل أية أعباء مالية، فإذا رأى ذلك المستثمر أن سوق الأوراق المالية تشهد إنتعاشاً وهناك رواج اقتصادي فإنه لا يتوانى عن ضخ المزيد من استثماراته في هذه السوق، وإذا رأى أن هذه السوق تتعرض إلى خسائر فإنه يتخذ قراره على الفور بترك هذه السوق وتحويل استثمارته إلى أسواق مالية أخرى أكثر استقراراً أو الاستثمار في أصول مالية قليلة المخاطر كالعقارات والأراضي والذهب وفقاً لما يعرف بهروب الأموال الساخنة عند حدوث الأزمات كما حدث في أزمة جنوب شرق آسيا عام ١٩٩٧.

جدول رقم (٧) أهم مؤشرات سوق الأوراق المالية

البيان	٢٠٠٨	٢٠٠٩	٢٠١٠
صافي الاستثمار الأجنبي المباشر (بالمليون دولار)	٧٥٧٤.٤	٦١٤٠.٤	٥٢١٠.١
صافي الاستثمار الأجنبي في الحافظة (بالمليون دولار)	-١٤٠٠	-٩٢٠٠	-٢٦٠٠
قيمة المؤشر العام لسوق رأس المال	١٥٧٣.١١	١٤٠٠.٥	١٥٠٣.٥١
معدل النمو في المؤشر (معدل العقد) %	-٥٣.٩	-١١.٠	٧.٤
قيمة التداول السنوي (بالمليون جنيه)	٥٢٩٦٠٠	٤٤٨٧٢٢	٣٢١٣٧٣
متوسط قيمة التداول الشهري (بالمليون جنيه)	٤٤١٣٣.٣	٣٧٣٥٦.٠	٢٦٧٨١.١
عدد الشركات المقيدة المتداول أوراقها خلال العام	٣٢٢	٢٨٩	٢١١
عدد الشركات المقيدة في نهاية العام	٣٧٣	٣٠٦	٢١٢
القيمة الإجمالية (سندات حكومية + شركات خاصة) للسندات المصدرة (بالمليون جنيه)	٢٠٠١٤.٧	٤٠٦٠٠	٦٣٤٩٨.٣
رأس المال الاسمي للشركات المقيدة (مليون جنيه مصري)	١٢١٨٢٣	١٢١٨١٨.٨	١٢١٨٢٠.٧
رأس المال السوقي للشركات المقيدة (مليون جنيه مصري)	٤٧٤٠٠٠	٤٩٩٨٨٧	٤٨٨٢٧٨
نسبة رأس المال السوقي / رأس المال الاسمي	٣.٨٩	٤.١٠	٤.٠١
معدل النمو الحقيقي للتقج المحلى الإجمالى بالأسعار الثابتة (%)	٤.١	٥.٢	٥.١

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.

وشهدت سوق الأوراق المالية انخفاضاً حاداً فى جميع مؤشراتنا بعد انسحاب وخروج عدد كبير من المستثمرين الأفراد الأجانب والعرب وكذا المؤسسات الأجنبية (صناديق الاستثمار الأجنبية) من السوق وما تبعه من خروج كذلك لعدد كبير من المستثمرين المصريين وفقاً لنظرية القطيع، وبناءً على ذلك فقد المؤشر العام لسوق الأوراق المالية أكثر من نصف قيمته حيث سجل تراجعاً من ٣٤١٢ نقطة فى عام ٢٠٠٧ إلى ١٥٧٣ نقطة فى عام ٢٠٠٨ بنسبة انخفاض ٥٣.٩ % واستمر تراجعها فى العام التالى بنسبة ١١ % قبل أن يتحسن أدائه ويرتفع بنسبة ٧.٤ % ليصل إلى ١٥٠٣ نقطة، فى ذات الوقت الذى تراجعت فيه عدد الشركات المقيدة من ٣٢٧ شركة عام ٢٠٠٧ إلى ٢١٢ شركة فى عام ٢٠١٠ بنسبة انخفاض ٣٧ %، وتراجعت قيم رأس المال السوقي للشركات المقيدة لتصل إلى ٤٧٤ مليار جنيه فى عام ٢٠٠٨ بعد أن وصلت فى العام السابق قبل حدوث الأزمة إلى نحو ٦٣٠.٩ مليار جنيه، كما تراجعت نسب رأس المال السوقى للأسهم نتيجة الانخفاض الحاد فى قيمة رأس المال السوقى لتصل إلى ٤.٦ %

عام ٢٠٠٨ بعد أن كانت ٧.٢% عام ٢٠٠٧. وعلى الرغم أن حجم المتعاملين الأجانب سواء أكانوا أفراد أم مؤسسات لا يتخطى ١٠% من إجمالي المتعاملين في سوق الأوراق المالية إلا أنه في الواقع لهم تأثير كبير في توجهات السوق ببيعاً أو شراءً نتيجة إدارة أغلبهم لصناديق استثمار في السوق المصري وما يتوافر بها من سيولة كبيرة قادرة على تغيير مؤشرات السوق صعوداً وهبوطاً وكذا إعطاءها لصورة واضحة للمستثمر المصري سواء بالدخول بائعاً أو مشترياً في السوق وفقاً لتوجهات هذه الصناديق وفقاً لسلوك القطيع.

وكما تأثرت الاستثمارات الأجنبية وما لحق بها من تأثر في سوق الأوراق المالية، كان للاقتصاد الحقيقي نصيب كذلك من التراجع فقد شهد معدل النمو الحقيقي للاقتصاد تراجعاً من ٧.٢% عام ٢٠٠٧/٢٠٠٨ إلى نحو ٤.١% عام ٢٠٠٩/٢٠٠٨، قبل أن يرتفع إلى ٥.٢% عام ٢٠١٠/٢٠٠٩، وتبع ذلك تأثر عدد كبير من القطاعات الإقتصادية المصرية وفقاً لهذه الأزمة حيث انخفض كل من معدل نمو ناتج الصناعات التحويلية من ٨% إلى ٣.٨%، ومعدل نمو قطاع التشييد والبناء من ١٥.٤% إلى ٩.٣%، ومعدل نمو السياحة من ٣٨.٣% إلى ٧.٨%، ومعدل نمو إيرادات قناة السويس من ١٩.٣% إلى سالب (٢.٥%)، ومعدل نمو الإنتاج الزراعي من ٣.٣% إلى ٣.١%، ومعدل نمو قطاع النقل من ٨.١% إلى ٥.٤%. ورصيد صافي الاحتياطيات الدولية من النقد الأجنبي من حوالي ٣٥ مليار دولار بنهاية شهر سبتمبر ٢٠٠٨ إلى نحو ٣٤.١ مليار دولار في ديسمبر ٢٠٠٨. كما تراجع معدل الاستثمار من أكثر من ٢٣% من الناتج المحلي الإجمالي إلى أقل من ٢١%، وتراجعت جملة أعداد الشركات التي تمت الموافقة على تأسيسها وتوسعاتها بنسبة ١٥%، كما انخفضت جملة الأموال المصدرة بنسبة ٢٣%. وتقلصت فرص العمل الجديدة التي تم توفيرها بالداخل إلى ١٢٨ ألف فرصة عمل في عام ٢٠٠٨ مقابل ١٨١ ألف فرصة عمل في عام ٢٠٠٧ بنسبة تراجع ٣٠% ليصل معدل البطالة إلى ٨.٨% مقابل ٨.٦% خلال العام السابق، مع زيادة عجز الميزان التجاري من ١١.٣ مليار دولار إلى ١٤.٦ مليار دولار، وكذا تحول الفائض في ميزان المدفوعات إلى عجز يبلغ نحو مليار دولار في السنة المالية ٢٠٠٨/٢٠٠٩ مقارنة بفائض يصل إلى ٣.١ مليار دولار من العام السابق، ويتضح من هذه المؤشرات مدى التأثير البالغ الذي أضر بمعظم القطاعات في الاقتصاد المصري وأنه نتيجة الإنفتاح المالي وإدماج الاقتصاد المصري في الاقتصاد العالمي قد تحدثت هزات قوية داخل الاقتصاد نتيجة الصدمات الخارجية التي يتعرض لها سواء كانت هذه الصدمة من خلال

القنوات المالية (أزمة ترتبط بالبنوك أو تتعلق بسوق المال) أو من خلال القنوات النقدية أو التجارية (أزمة تتعلق بالتضخم، وأسعار الصرف، والصادرات والواردات قادمة من الخارج).

رابعاً: الإطار التطبيقي لأثر التحرير المالي على البورصة المصرية باستخدام نموذج قياسي:

يهدف النموذج إلي اختبار العلاقة بين التحرير المالي ونمو سوق الأوراق المالية خلال الفترة ١٩٩١ - ٢٠١٠ وذلك باستخدام أساليب تقدير النماذج الديناميكية وهي نماذج التكامل المتناظر Co-integration Models، ونماذج تصحيح الخطأ Error Correction Models (ECM).

ويمكن التعبير رياضياً عن النموذج بالمعادلة التالية:

$$Y = F(\text{INF}, \text{FPI}, \text{INT}, \text{GDP}, \text{EXR}, \text{Crisis})$$

ويمكن تفسير متغيرات النموذج وفقاً للجدول التالي:-

جدول رقم (٨) : وصف مختصر لمتغيرات النموذج القياسي

المتغير	الوصف	المصدر
Y	المؤشر العام لسوق الأوراق المالية	نقطة مئوية
INF	الرقم القياسي لأسعار المستهلكين	نقطة مئوية
FPI	صافي التدفق المالي لاستثمارات الأجانب بمحفظة الأوراق المالية	المليون دولار
INT	متوسط معدل الفائدة بالبنوك	رقم قياسي تم حسابه بواسطة الباحث
GDP	معدل النمو في الناتج المحلي الإجمالي	%
EXR	التغير في سعر الصرف	رقم قياسي تم حسابه بواسطة الباحث
Crisis	متغير صوري للتعبير عن الأزمات الاقتصادية	(صفر، ١)

المصدر: تم إعداده بواسطة الباحث.

ويمكن تفسير المؤشرات المستخدمة في النموذج وفقاً لما يلي:

١ - المؤشر العام لسوق رأس المال (General Index of Stock Market):

ويعرف المؤشر بأنه تلك القيمة العددية التي تعكس التغير في قيمة رأس المال السوقي فكلما ارتفعت تلك القيمة كلما زادت قيمة المؤشر، وكلما انخفضت قيمة رأس المال السوقي كلما تراجع المؤشر وقد دشّن هذا المؤشر وتم بدء العمل به عام ١٩٩١ بمقدار ١٠٠ نقطة مئوية، كما أن رأس المال السوقي يعرف على أنه عدد أسهم الشركات المقيدة في البورصة مضروباً في القيمة السوقية للسهم، ومن ثم فإنه يعبر عن نشاط سوق الأوراق المالية وحجم الارتفاعات والانخفاضات في القيمة

السوقية لأسهم هذه الشركات العاملة في هذا القطاع، فالقيمة السوقية لأي سهم قد تقل أو تزيد عن قيمته الاسمية (سعر الإصدار) تبعاً لأداء الشركة المعنية أو أداء السوق ككل والذي يؤثر فيه ويتأثر به الاقتصاد الحقيقي والاستثمارات الأجنبية وأسعار الفائدة والأزمات الاقتصادية وغيرها من هذه العوامل.

٢- الرقم القياسي لأسعار المستهلكين - معدل التضخم - (INF):

يُعد أحد المؤشرات الهامة للغاية عند قياس تأثير أية سياسة اقتصادية نظراً للارتباط الوثيق بين معدل التضخم وأسعار الفائدة الحقيقية في المجتمع وكذا العائد المحقق في الاستثمارات فقد يحقق المستثمر عائد كبير في سوق رأس المال وبفعل التغير في الأسعار قد يفقد ما حققه المستثمر جراء الإرتفاعات الكبيرة في هذه الأسعار، وتوضح البيانات أن مصر قد تعرضت لمعدلات تضخم مرتفعة من ١٩٩١ حتى ٢٠١٠، وتراوح معدل التضخم السنوي المتوسط لتلك الفترة ما بين ١٢-١٥% (معهد التخطيط القومي، ٢٠٠٧). وأكدت دراسة قام بها (Mankiw, ٢٠٠٣) أن هناك علاقة بين التضخم و تنمية القطاع المالي حيث يؤثر علي حجم الأصول والخصوم المملوكة للشركات العاملة في مجال سوق الأوراق المالية من جهة ، ومن جهة أخرى يؤثر علي سيولة سوق الأوراق المالية وحجم التداول، فهناك علاقة موجبة بين التضخم وتقلب العائد علي السهم، و هذا يعني أن التضخم يؤثر علي قدرة القطاع المالي علي توزيع الموارد بكفاءة مما يؤثر علي النشاط الحقيقي في الأجل الطويل وبالتالي فإنه من المتوقع أن معامل هذا المتغير يكون سالبا.

صافي التدفق المالي لاستثمارات الأجانب بمحفظة الأوراق المالية (FPI):

تُعد العلاقة بين التدفق المالي من الخارج محل خلاف بين الاقتصاديين، فقد أوضحت العديد من الدراسات أن التحرير المالي يحسن أداء النمو وذلك من خلال التأثير الإيجابي على تدفق رؤوس الأموال الأجنبية من الخارج، كالاستثمار الأجنبي المباشر والاستثمارات في المحافظ وتنمية الأسواق المالية المحلية. كما يُسهم في دعم التنافسية والكفاءة في توزيع الموارد، وتحقيق وفورات النطاق ونقل المعرفة التكنولوجية، فقد لاحظ (Coe ١٩٩٥) أن مزيداً من الانفتاح وتدفق مزيد من الاستثمارات إلي الدول النامية يساعدها على الاستفادة من البحث والتطوير في سوق الأوراق المالية وبخاصة في الدول المتقدمة، وأشار (Martin ١٩٩١) and

(١٩٩٣) Gould إلى أن النمو السريع للقطاع المالي لبعض من الدول النامية مثل جنوب كوريا وتايوان، كان نتيجة الاتجاه إلى الانفتاح والتحرير المالي، وبالتالي فإن وضع قيود على حرية الاستثمار يؤثر سلباً على المنافسة النسبية التي تتمتع بها الدولة، إلا أن هناك دراسات أخرى مثكفاءة الاقتصاد، حيث تعمل هذه القيود على عدم تمكن الاقتصاد من الاستفاد دراسة Jacobson , lalonde (١٩٩٣) and sullivan رأت أن التحرير المالي قد يكون له تأثير معاكس على ربحية المنشآت وقد تؤدي إلى زيادة البطالة في الدولة التي قامت بالتحرير، وكذلك الخوف من هروب رؤوس الأموال كما هو الحال في حالة التجربة المكسيكية التي عانت من هروب رؤوس الأموال في أعقاب أزمتها المالية ١٩٨٢، وارتفاع معدل التضخم بها، وانخفاض الناتج (١٩٩٦) Fieleke نتيجة التحرير وهذا قد يعني فشل الحكومة في خلق سياسة للتحرير التجاري والمالي لها مصداقية، وكذا كما حدث في أزمتي جنوب شرق آسيا والأزمة الاقتصادية العالمية.

٣- سعر الفائدة (INT):

يُعد سعر الفائدة إحدى الأدوات الهامة لإدارة السياسة النقدية في الاقتصاد القومي حيث يستخدمها البنك المركزي في التأثير على عرض النقود، ويتمثل الدور الأساسي لأسعار الفائدة في المساهمة في التخصيص الأمثل للموارد المتاحة من المدخرات بين الاستثمارات المختلفة.

وتشير دراسة (السعيد، ٢٠٠٠) إلى أن ارتفاع سعر الفائدة يشجع الادخار إلا أنه في نفس الوقت يؤدي إلى زيادة تكلفة الاستثمار، وبالتالي إبحام المستثمرين على الاقتراض وتراجع نسب الاستثمار العام وتأثيرها على إنشاء استثمارات جديدة مما يؤثر سلباً على سوق الأوراق المالية، إلا أن هناك دراسة أخرى (الدسوقي، ٢٠٠٥) تشير إلى أن سعر الفائدة يؤثر إيجاباً على سوق الأوراق المالية من خلال طريقين الأول أن ارتفاع تكلفة الاقتراض من البنوك بعد رفع أسعار الفائدة يجعل اللجوء إلى سوق الأوراق المالية وطرح الأسهم بها بديل جيد أي أن المستثمر يحجم عن الاقتراض من البنوك ويلجأ إلى تمويل استثمارته من خلال سوق الأوراق المالية باعتبار سوق الأوراق المالية والبنوك تقوم بنفس الدور وهو الوساطة بين الراغب في التمويل والقادر على التمويل، والطريق الثاني الذي يدعم هذا الطرح أنه مع ارتفاع أسعار الفائدة المحلية قد يجذب ذلك المستثمر الأجنبي

على الاستثمار في هذه الدولة ونقل مدخراته بها ولو على الأقل في الأجل القصير للاستفادة من فروق أسعار الفائدة بين الدولة المتلقية لهذه الأموال ودولته، ومن ثم زيادة الإدخار الإجمالي وزيادة حجم الاحتياطات النقدية من العملة الأجنبية وانخفاض معدلات التضخم بعد ارتفاع أسعار الفائدة، وهذه العوامل تسهم في نمو سوق الأوراق المالية وتؤثر عليه إيجابياً.

٤- نمو الناتج المحلي الإجمالي (GDP):

يعد أحد المؤشرات الرئيسية في دراسة أثر التغير في سوق الأوراق المالية نظراً لعلاقة المباشرة والقوية بين الجانب الحقيقي للاقتصاد والجانب المالي، فالاستقرار الاقتصادي على أفضّل لسوق الأوراق المالية.

٥- أسعار الصرف (EX) المستوى الكلى وتحسن البيئة الاقتصادية وارتفاع معدلات النمو الاقتصادي تقود إلى (R):

تلعب أسعار الصرف دوراً رئيسياً في حجم تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية للاستثمار في الاقتصاد المحلي، فكلما كان هناك استقرار في أسعار الصرف كلما كان هناك إقدام من قبل المستثمرين للدخول في الأسواق المحلية نظراً لارتفاع نسب اليقين لديهم وكذلك قدرتهم على التوقع للمستقبل (Rational Expectation)، وكلما كان هناك تقلبات شديدة في أسعار الصرف كلما ساهمت في ارتفاع نسب عدم التيقن لدى المستثمرين وبخاصة الأجانب منهم ومن ثم هروبهم من تلك الأسواق المالية إلى أسواق أخرى أكثر استقراراً.

٦- الأزمات الاقتصادية (Crisis):

هو متغير صوري يعبر عن توقيّات الأزمة الاقتصادية كسنوات مفصلية في تحليل أداء سوق الأوراق المالية قبل هذه الأزمة وبعد حدوثها كأزمة جنوب شرق آسيا ١٩٩٧ والأزمة الاقتصادية العالمية عام ٢٠٠٨، ويهدف هذا المتغير إلى قياس مدى تأثير الاقتصاد المصري بالأزمات الخارجية والصدمات التي تعرض لها.

ويمكن تفسير المنهجية المستخدمة في تقدير النموذج وفقاً للآتي:-

١- تحليل جذر الوحدة (Unit Root Test)

يوجد عدة اختبارات للتعرف علي مدى السكون في سلاسل البيانات باستخدام أسلوب جذر الوحدة (Unit Root Test) والذي يشير إلى مدى ارتباط الأخطاء العشوائية في بيانات السلاسل الزمنية من عدمه ومن ثم تأثيره على نتائج النماذج المقدره، كما يوضح كذلك درجة سكون المتغيرات المستخدمة في هذه النماذج إذا كانت ساكنه في المستوى أو عند الفروق الأولى إلخ، ونستخدم في هذا الإطار لإختبار مدى سكون السلاسل الزمنية بالنموذج اختبار ديكي - فولر الموسع Augmented Dicky-Fuller Test (ADF) حيث يمثل الفرض العدمي وجود جذر وحدة في السلسلة الزمنية أي عدم سكونها (الأخطاء العشوائية ترتبط مع بعضها البعض). في مقابل الفرض البديل الذي يقضى بأن السلسلة ساكنة (عدم وجود ارتباط بين الأخطاء العشوائية)، ويمكن توضيح اختبار ديكي فوللر من خلال المعادلة التالية :

$$\Delta y_t = \beta_1 + \delta y_{t-1} + \mu_t$$

فإذا كان حد الخطأ (μ_t) في النموذج أعلاه يعاني من الارتباط الذاتي (Autocorrelation)، فيمكن أن يصحح بإضافة عدد مناسب من حدود الفرق المبطة، وتصبح معادلة اختبار جذر الوحدة كالآتي :

$$\Delta y_t = \beta_1 + \beta_2 t + \delta y_{t-1} + \alpha_i \sum_{i=1}^m \Delta y_{t-i} + \varepsilon_t$$

وهذا النموذج يوصف باختبار ديكي - فولر الموسع، حيث يصبح حد الخطأ الجديد (ε_t) غير مرتبطة ذاتيا ويتميز بالخواص المرغوبة (white noise). ويهدف اختبار جذر الوحدة إلى فحص خواص السلاسل الزمنية لكافة المتغيرات السالف الإشارة إليها خلال الفترة ١٩٩١-٢٠١٠ والتأكد من مدي سكونها، وتحديد رتبة تكامل كل متغير علي حدة.

ويمكن إجراء هذا الإختبار من خلال اختبار الفرض العدم له (Null Hypothesis) بأن المعلمة ($\delta=0$) أي وجود جذر وحدة في السلسلة من خلال

مقارنة إحصائية (t) المقدره للمعلمة δ مع القيمة الجدولية لاختبار Dicky-Fuller. فإذا كانت القيمة المطلقة الإحصائية (t) المقدره تتجاوز القيمة المطلقة ل (DF) فإنها تكون معنوية إحصائياً، وعليه نرفض الفرض العدمي بوجود جذر

الوحدة، أي أن السلسلة الزمنية ساكنة (Stationary)، وإذا كانت قيمتها أقل من القيمة الجدولية فإنه لا يمكن رفض جذر الوحدة، بمعنى أن السلسلة الزمنية غير ساكنة، وبالتالي نقوم باختبار سكون الفرق الأول (First Difference) للسلسلة وإذا كانت غير ساكنة نكرر الاختبار للفرق من درجة أعلى وهكذا. أما عن المعادلات المستخدمة في تقدير هذا الاختبار، فإن المعادلة تختلف باختلاف ما إذا كان هناك مقطع واتجاه زمني (Intercept and trend)، أو وجود مقطع فقط (Intercept)، أو عدم وجود مقطع (None) ويمكن التعبير عنها رياضياً كما يلي:-

$$1- \text{عدم وجود مقطع أو اتجاه زمني: } Dx_t = \beta x_{t-1} + \mu_t$$

$$2- \text{وجود مقطع دون اتجاه زمني: } Dx_t = \alpha + \beta x_{t-1} + \mu_t$$

$$3- \text{وجود كل من المقطع والاتجاه الزمني: } Dx_t = \alpha + \beta x_{t-1} + \delta T + \mu_t$$

حيث :

D = مشغل الفروق الأولي First Difference Operator

X = المتغير محل الاختبار.

وتظهر نتائج هذا الاختبار في الجدول رقم (٩). والجدير بالذكر أن القيم المدونة بالجدول هي قيم إحصاء t (t-Statistics) المقابل للمعلمة β المقدرة في كل من المعادلات السابقة، ويتم مقارنة القيمة المحسوبة بالقيمة الحرجة للاختبار بدرجة ثقة ٩٥% وذلك لقبول أو رفض وجود جذر للوحدة في البيانات لكل سلسلة زمنية

جدول (٩)

نتائج اختبار جذر الوحدة في المستوى للمتغيرات المستخدمة في النموذج

المتغير	بدون مقطع أو اتجاه زمني (none)	إدخال مقطع بدون اتجاه زمني (intercept)	إدخال مقطع و اتجاه زمني (trend and intercept)
Stock	٠.٥٦-	١.٤١	٢.٢٢-
FPI	٢.٦٨-	٢.٦٦-	٣.٠٠-
INF	٣.٩٩	١.٤١	٠.٧١-
EXR	٠.٩٧	٠.٦٣-	٢.٠٩-
GDP	٠.٨٢	٣.٨٩-	٣.٧٥-
CRISIS	٢.٢-	٢.٩٥-	٢.٨٦-
INT	٢.٥٧-	٢.٩٧-	٣.٣٢-
القيم الحرجة للاختبار عند ٥% التي يتم المقارنة على أساسها	١.٩٦-	٣.٠٢-	٣.٦٤-

المصدر: حسب البيانات بواسطة الباحث من خلال برنامج E-Views.

و علي ضوء نتائج الاختبار، نلاحظ أن احصائية (t) المقدرة للمعلمة δ غير معنوية في الثلاث حالات جميعهم أو بعضهم المشار إليهم بعاليه، مما يدل علي أن مستوي المتغيرات المستخدمة في النموذج غير ساكنة، و بتطبيق الاختبارات علي الفرق الأول للمتغيرات كشفت نتائج الاختبار عن رفض الفرض العدمي بوجود جذر الوحدة عند مستوي معنوية ٥% (جدول رقم ١٠)، وعليه فيمكن استنتاج بأن متغيرات النموذج المستخدم غير ساكنة في المستوى و لكنها ساكنة الفرق، وكل متغير علي حدة يعتبر متكامل من الدرجة الأولى وهذه النتائج تتفق مع النظرية القياسية التي تفترض أن أغلب المتغيرات الاقتصادية الكلية تكون غير ساكنة في المستوي ولكنها تصبح ساكنة في الفرق الأول (Enders, ١٩٩٥) حيث أنه عادة ما تشهد بيانات السلاسل الزمنية مشكلة الارتباط السلسي (Serial Correlation)، وتشهد البيانات المقطعية مشكلة عدم ثبات التباين نتيجة عدم التجانس (heteroscedasticity).

جدول رقم (١٠)

نتائج اختبار جذر الوحدة عند أخذ الفروق الأولى للمتغيرات المستخدمة في النموذج

المتغير	لا يوجد اتجاه زمني (none)	اتجاه زمني (intercept)	اتجاه زمني (trend and intercept)
Stock	٤.٧٢-	٤.٦٨-	٤.٥٥-
FPI	٦.١٢-	٦.٠٨-	٦.٣٩-
INF	٢.٧٧-	٤.٦٣-	٥.٧٩-
EXR	٣.٥١	٣.٦٥-	٣.٩٦-
GDP	٨.٩٨-	٨.٨٨-	٨.٣-
CRISIS	٣.٧٦-	٣.٦٣-	٣.٥١-
INT	٥.١١-	٤.٩٦-	٤.٨٠-
القيم الحرجة للاختبار عند ٥% التي يتم المقارنة على أساسها	١.٤٦-	٣.٠٤-	٣.٦٩-

E-Views المصدر: حسب البيانات بوساطة الباحث من خلال برنامج

٢- تحليل التكامل المتناظر Co-integration Analysis

بعد التأكد من سكون السلاسل الزمنية المستخدمة في النموذج بعد أخذ الفروق الأولى لها، نقوم فيما يلي بتطبيق طريقة Engle-Granger علي البيانات لاختبار فرض أن السلاسل الزمنية المستخدمة هي لمتغيرات متناظرة التكامل Co-integrated، أى بعبارة Engle-Granger هذه المتغيرات تأخذ ذات السلوك في الأجل الطويل ولكنها غير مستقرة في الأجل القصير (عند المستوى)، وتسمى هذه الطريقة بالطريقة ذات المرحلتين (أو الانحدار الساكن):
في المرحلة الأولى: نوجد متجه تناظر التكامل (أو متجه المتغيرات المتكاملة) والذي يمثل العلاقة طويلة أجل بين المتغيرات المختارة.
في المرحلة الثانية: نختبر ما إذا كانت سلسلة البواقي الناتجة عن تقدير المعادلة المقدرة في المرحلة الأولى ساكنة $\{I(0)\}$ أم لا وفقاً للمعادلة التالية.

$$\Delta \hat{\varepsilon}_t = \alpha + \delta \hat{\varepsilon}_{t-1} + \Delta \hat{\varepsilon}_{t-1} + \varepsilon_t \quad \varepsilon_t \sim IN(0)$$

و لابد من قبول الفرض البديل بسكون اليواقي الناتجة عن تقدير المعادلة المقدرة حتى نتمكن من القول بأن هذه المتغيرات بالفعل متكاملة وتربطها علاقة مشتركة فى الأجل الطويل ومن ثم نتمكن فيما بعد من إجراء اختبار نموذج تصحيح الأخطاء (ECM)، ويكمن توضيح ذلك فيما يلى:-

المرحلة الأولى:

معادلة التكامل المتناظر:

$$Stock = \beta_0 + \beta_1 FPI + \beta_2 INF + \beta_3 EXR + \beta_4 GDP + \beta_5 Crisis + \beta_6 INT.$$

$$Stock = -738 + 0.04 FPI + 10.4 INF + 4.9 EXR - 11.6 GDP + 40.7 Crisis - 10.4$$

$$INT \text{----} (1)$$

$$(1.09) \quad (0.31) \quad (-0.8) \quad (-0.11) \quad (-1.78) \quad (1.01) \quad (-2.2)$$

$$N=20 \quad R^2=0.94 \quad D.W=2.89$$

حيث:

N = عدد المشاهدات.

R^2 = معامل التحديد.

$D.W$ = إحصائية ديرين - واطسون

و تمثل الأرقام التي تظهر تحت كل تقدير قيمة إحصاء t .

ونلاحظ انخفاض معنوية المعاملات المقدرة لعدد من المتغيرات كما يتبين منها اختلاف إشارات بعض المعلمات عما هو متوقع مسبقاً للنتائج المحلى الإجمالي والأزمات الاقتصادية وهو ما سيتم تلافيه باستخدام نموذج تصحيح الأخطاء (ECM) والذي يدرس طبيعة العلاقة بين المتغيرات وفقاً للأسلوب الديناميكي، عكس تلك المعادلة التي تدرس العلاقة وفقاً للأسلوب الساكن، ولكن يجب أولاً قبل الانتقال إلى نموذج تصحيح الأخطاء التأكد من أن هذه المتغيرات متكاملة مع

بعضها البعض في الأجل الطويل من خلال إجراء المرحلة الثانية من اختبار التكامل المتناظر، وهي اختبار مدى سكون سلسلة البواقي الناتجة من هذه المعادلة. المرحلة الثانية: يتم في هذه المرحلة اختبار ما إذا كانت سلسلة البواقي الناتجة عن تقدير المعادلة (١) ساكنة $I(0)$ أم لا ، فإذا تحقق السكون فيمكن إدخالها كمتغير مفسر (كعنصر تصحيح الأخطاء الزمنية) Error correction term. وباستخدام اختبار ديكي فولر الموسع ADF، وفي حالة استخدام معادلة الاختبار لا تحتوي على مقطع أو اتجاه زمني، فقد أعطي الاختبار القيمة (-٧.٩) حيث أن القيمة الحرجة للاختبار عند مستوي معنوي ٥% هي (-١.٩٦) ، أي أن بواقي المعادلة (١) تعتبر ساكنة عند مستوي معنوية ٥%، وذات الأمر في حالة وجود مقطع فقط وجدت قيمة الاختبار (-٧.٦٩) والقيمة الحرجة للاختبار (-٣.٠٢)، وكذا في حالة وجود مقطع واتجاه زمني وجد أن قيمة الاختبار (-٧.٤٥) في حين أن القيمة الحرجة للاختبار (-٣.٦٤)، ومن ثم فبواقي هذه المعادلة المقدره ساكنه في المستوى وبالتالي وجود متجه تناظر متكامل، أي وجود علاقة طويلة الأجل بين المتغيرات المستخدمة في النموذج، وهو الأمر الذي يمكننا من استخدام أسلوب تصحيح الأخطاء ECM والذي يعتمد على إدخال عنصر الخطأ المقدر في المرحلة الأولى من اختبار التكامل المتناظر - والذي ثبت سكونه في المرحلة الثانية من ذات الاختبار- على أنه متغير مفسر بالمعادلة حتى يتمكن من تلافى عيوب المعادلة المقدره ويستطيع أن يصحح الأخطاء بها ويدرس العلاقة الديناميكة بين هذه المتغيرات في الأجل الطويل.

ECM-: (Error-Correction Model) ٣- تقديرات نماذج تصحيح الخطأ

بعد التأكد من عدم سكون السلاسل الزمنية لمتغيرات النموذج في المستوى وسكونها عند الفارق الأول، ثم التحقق من أنها جميعا متكاملة تكاملا مشتركا، يتضح أن هناك علاقة توازنية طويلة الأجل بين هذه المتغيرات، أي أن المتغيرات التي تحقق التكامل المشترك تعكس علاقة توازنية طويلة الأجل، وعليه ينبغي أن تحظى بتمثيل نموذج تصحيح الخطأ (ECM)، والذي ينطوي على إمكانية اختبار وتقدير العلاقة في المدى القصير والطويل بين المتغيرات، كما أنه يتفادى المشكلات

القياسية الناجمة عن الارتباط الزائف (Spurious Correlation) المقدرة وفقاً للمعادلة (١) وذلك كما هو موضح من نتائج الجدول رقم (١١) .

جدول رقم (١١)

نتائج النموذج بعد تصحيح الأخطاء وفقاً لأسلوب **ECM**

المتغير التابع: Stock		
المتغيرات التفسيرية	المعطيات	إحصائية (t)
C	-٤.٩٦	١٠.٧
ΔINT	-٣.٨٥	-١٣.٩
ΔINF	-٢٣.٧	-٢.١٣
ΔGDP	٥٦.٤	٦.٦٠
ΔEXR	-٣.١٨	-٣.٩
$\Delta Crisis$	-٣٥٥.٧	-٣١٠.٨
ΔFPI	٠.٩٢	٠.١٤
$\square t(-١)$	-٠.٢٣	١.٩٨
(R:٠.٨٩٧), (Adj:٠.٧٦٦) (DW:٢.٧)		

المصدر: حسب البيانات بواسطة الباحث من خلال برنامج E-Views.

ويمكن تفسير هذه النتائج التي تم الحصول عليها وفقاً لما يلي:-

- عند حدوث أى تغير فى مؤشر سعر الفائدة بنقطة واحدة يؤثر عكسياً على مؤشر سوق المال بمقدار ٣.٨٥ نقطة وذلك بافتراض بقاء العوامل الأخرى ثابتة كما هى، وهذا يؤيد الفرض الأول الذى يؤكد العلاقة العكسية بين سعر الفائدة فى البنوك وبين نمو سوق الأوراق المالية باعتبارهما سوقين متنافسين فإما المستثمر يستثمر أمواله فى سوق المال وإما يتوجه بها إلى البنوك حال ارتفاع أسعار الفائدة، وكذلك حال انخفاض سعر الفائدة فى البنوك يتوجه المستثمر إلى الاستثمار فى سوق المال.

- عند حدوث أى تغير فى مؤشر الرقم القياسى لأسعار المستهلكين بنقطة واحدة يؤثر عكسياً على مؤشر سوق مال بمقدار ٢٣.٧ نقطة وذلك بافتراض بقاء العوامل الأخرى ثابتة كما هى، وذلك يؤيد العلاقة العكسية بين التضخم من جهة وسوق رأس المال من جهة أخرى حيث يؤثر التضخم على الأصول والخصوم الخاصة

للشركة، ومن ثم على نتائج أعمالها، وكذا يؤثر على المستثمر من حيث قيمة استثمارته الحقيقية والعوائد التي يحصل عليها بعد خصم معدل التضخم منها.

• عند حدوث أى تغير فى معدل النمو الاقتصادى الحقيقى للدولة بمقدار نقطة مئوية واحدة يؤثر ذلك طردياً على مؤشر سوق المال بمقدار ٥٦.٣ نقطة وذلك بافتراض بقاء العوامل الأخرى ثابتة كما هى، وهذا يؤيد النتائج التى تم التوصل إليها فى تحليل الفترات الأربع التى مر بها الاقتصاد المصرى، حيث تزدهر سوق المال ويرتفع مؤشرها حال الاستقرار الاقتصادى وارتفاع معدلات النمو به، وينخفض مؤشر سوق المال وتراجع قيم التداول به بفترات الركود الاقتصادى.

• عند حدوث أى تغير فى مؤشر سعر الصرف بنقطة واحدة يؤثر ذلك عكسياً على مؤشر سوق المال بمقدار ٣.١٨ نقطة وذلك بافتراض بقاء العوامل الأخرى ثابتة كما هى، وهذا يعنى أنه كلما ارتفع مؤشر سعر الصرف أى انخفضت قيمة الجنيه أمام الدولار فهنا تسود حالة من عدم الاستقرار فى الأسواق وحالة من عدم اليقين بين المستثمرين إضافة إلى انخفاض أرباح المستثمرين عند تحويل أرباحهم من العملة المحلية إلى العملة الأجنبية، وعليه يفضل المستثمر دائماً الاستقرار فى سعر الصرف.

• عند حدوث أى أزمة اقتصادية (صدمة خارجية) فإن ذلك يؤثر عكسياً على مؤشر سوق المال بمقدار ٣٥٥.٧ نقطة وذلك بافتراض بقاء العوامل الأخرى ثابتة كما هى، وهذا الأمر قد اتضح جلياً فى أزمة جنوب شرق آسيا (١٩٩٧)، والأزمة الاقتصادية العالمية حيث انخفض المؤشر بأكثر من نصف قيمته تأثراً بهذه الأزمات وسحب الأموال الساخنة من الأسواق فور وقوع الأزمة.

• بالنسبة للمتغير (صافى تدفق الاستثمار الأجنبى فى الحافطة) وجد أن هذا المتغير إشارته موجبه ولكنه غير معنوى أى أن الاختبار الأحصائى له أثبت أنه غير مؤثر على نمو سوق رأس المال وذلك يتفق مع النتيجة التى تم التوصل إليها من أن قيم حجم الاستثمارات الأجنبية فى الأوراق المالية ضئيلة للغاية نسبة إلى رأس المال السوقى، وقيم التداولات الإجمالية بالبورصة.

• بالنسبة لحد الخطأ العشوائى المستخرج من المعادلة الأولى والذى تم الاستعانة به كمعغير مفسر لتصحيح الأخطاء الواردة بهذه المعادلة، وجد أن قيمته سالبه وتقدر

بنحو (٠.٢٣) مما يعنى أنه نحو ٢٣% من الإختلال فى الأجل القصير يمكن معالجتها وتصحيحها فى الأجل الطويل، ووجد كذلك أن هذا المتغير معنوي وهو الأمر الذى يؤكد على أهمية هذا المتغير فى تصحيح الأخطاء الواردة بالمعادلة رقم (١)، وكذا دليل على جودة النموذج الموضح أعلاه ، وبخاصة أن قيمة R^2 (adjusted) بلغت نحو ٠.٧٦٦ أى أنه نحو ٧٦.٦% من التغيرات التى تحدث فى قيمة المؤشر يستطيع أن تفسرها المتغيرات المفسرة لهذا النموذج والنسبة الباقية تفسرها البواقي أو المتغيرات الأخرى غير الواردة بهذا النموذج، وهى نسبة جيدة كذلك للحكم على النموذج من الناحية الإحصائية، وخاصة أن قيمة اختبار ديرين واتسون وجدت أنها ٢.٧ أى أن النموذج بعد أخذ الفروق الأولى لمتغيراته أصبح لا يعانى من الارتباط السلسلى.

الخاتمة:

• يُعد سوق الأوراق المالية المصرية أحد الأسواق المالية الصاعدة الجاذبة لرأس المال الأجنبى خاصة فى ظل التطورات الاقتصادية التى شهدتها الفترة من ١٩٩١-٢٠١٠، وكذا إنضمام مصر إلى منظمة التجارة العالمية فى ١٩٩٥، وتعتبر تعاملات الأجانب فى البورصة المصرية ضئيلة للغاية نسبة إلى قيم التداول بالبورصة، فهى لم تتعدى فى مجملها ما قيمته ١٠%، ولكنها مؤثرة فى اتجاه الأسعار، خاصة وأن تلك التعاملات تتم بالأساس من خلال عدد من صناديق الاستثمار الأجنبية الكبرى وتتخذ شكل موجات، سواء فى البيع أو الشراء، خاصة وأن كل الشروط المحيطة بدخول الاستثمارات الأجنبية إلى البورصة المصرية تتيح لها بل وتدفعها لكي تكون أموالاً سريعة الحركة، تحقق الأرباح من تحريك أسعار الأسهم فى الاتجاهات التى تريدها، وتخرج وتدخل إلى السوق بلا عوائق، فى ظل عدم وجود ضرائب على أرباح الأوراق المالية، أو حد أدنى لحيازة الأسهم قبل تداولها.

• ولقد مر الاقتصاد المصرى بأربع فترات رئيسية خلال الفترة (١٩٩١ - ٢٠١٠)، الفترة الأولى هى فترة الإصلاح الاقتصادى خلال الفترة (١٩٩١-١٩٩٦) وهى تلك الفترة التى شهدت إندماج مصر فى الاقتصاد العالمى من خلال برنامج الإصلاح الاقتصادى بعد قرضى صندوق النقد والبنك الدوليين وكذا انضمام مصر لمنظمة

التجارة العالمية، وتحسن أداء الاقتصاد الكلى خلال هذه الفترة من حيث انخفاض معدلات التضخم والبطالة واستقرار أسعار الصرف والفائدة وارتفاع معدلات النمو الاقتصادى، وزيادة تدفق الاستثمار الأجنبى المحلى المباشر والاستثمار الأجنبى فى الحافظة، وشهدت مؤشرات البورصة المصرية تحسناً ملحوظاً خلال تلك الفترة.

• وتُعد الفترة الثانية التى مر بها الاقتصاد المصرى خلال الفترة (١٩٩٧-٢٠٠٣) فترة ركود اقتصادى حيث شهد الاقتصاد المصرى تراجعاً فى الاحتياطى النقدى الأجنبى وتدهور فى مؤشرات النمو الاقتصادى وتراجعاً فى الاستثمار الأجنبى المباشر وفى استثمارات الحافظة وبخاصة فى أعقاب أزمة جنوب شرق آسيا عام ١٩٩٧ وهو الأمر الذى انعكس سلباً على مؤشرات البورصة المصرية.

• وتوصف الفترة الثالثة (٢٠٠٧-٢٠٠٧) بأنها فترة الإزدهار أو الرواج الاقتصادى والتى شهدت معدلات نمو اقتصادى مرتفع وتحسن فى صافى تدفق الاستثمار الأجنبى المباشر والاستثمارات الأجنبية فى الحافظة وتراجع معدلات التضخم وارتفاع حجم الاحتياطى النقدى الأجنبى واستقرار الأوضاع الاقتصادية وهو الأمر الذى انعكس إيجاباً على أداء سوق المال المصرية.

• وتأثر الاقتصاد المصرى بصفة عامة وسوق المال بصفة خاصة فى أعقاب الأزمة الاقتصادية العالمية ٢٠٠٨ وهى الفترة الرابعة (٢٠٠٨-٢٠١٠) والتى شهدت تراجعاً فى معدلات النمو الاقتصادى وارتفاع معدلات التضخم وارتفاع البطالة وخروج المستثمرين الأجانب من سوق الأوراق المالية وتراجع حجم الاستثمار الأجنبى المباشر فى مصر وهو الأمر الذى أثر سلباً على سوق الأوراق المالية حيث أتسمت تعاملات الأجانب فى البورصة بالتحرك السريع الباحث عن تحقيق أقصى ربح ممكن فى ظل الاستقرار الاقتصادى والهروب السريع كذلك عند حدوث أى أزمة (ظاهرة الأموال الساخنة)، كما تم تحويل الأرباح التى حققها الأجانب فى البورصة إلى الخارج وبخاصة فى ظل هذه الأزمات.

• وباستخدام نموذج قياسى كمى للتعرف على مدى تأثير الانفتاح والتحرير المالى على سوق الأوراق المالية وجد أن هناك تأثير إيجابى لمعدل النمو الاقتصادى على سوق الأوراق المالية، فى حين أن هناك تأثير سلبى لكل من سعر الفائدة ومعدل التضخم وسعر الصرف على سوق الأوراق المالية، وأن هناك تأثير سلبى للصدمات

الخارجية (الأزمات الاقتصادية) على أداء سوق المال، بينما لم يكن هناك تأثير معنوي لصافي تدفقات الاستثمارات الأجنبية في المحافظة نظراً لصغر حجمها^٨ مقارنة بحجم الأموال المستثمرة في البورصة المصرية وأن كانت قادرة في الكثير من الأحيان على إعطاء مؤشرات على اتجاهات الأسعار في البورصة المصرية.

النتائج والتوصيات:

- سوق الأوراق المالية المصري شهد تحسناً ورواجاً في ظل الأوضاع الاقتصادية المستقرة وفي فترات الإصلاح الاقتصادي والرواج والانتعاش فانعكس ذلك إيجاباً على سوق الأوراق المالية في حين شهد تراجعاً وتأثراً كبيراً نتيجة الأوضاع الاقتصادية السيئة التي سادت في فترات الركود الاقتصادي وفي أعقاب حدوث هزات اقتصادية عنيفة أثرت على الاقتصاد الكلي وكذا على سوق الأوراق المالية.
- ضرورة التنسيق بين السياسات المالية والنقدية والتجارية وكذا السياسة الاستثمارية للدولة بما يسهم في الحفاظ على سلامة مؤشرات الاقتصاد الكلي بخفض معدلات التضخم واستقراراً سعر صرف العملة والحفاظ على النمو الاقتصادي وتنوع مصادر الدخل ومساهمة أكبر لمختلف القطاعات الاقتصادية في الناتج، واستقرار أسعار الفائدة والعمل على جذب الاستثمار الأجنبي والمحلي على حد سواء. الأمر الذي يؤدي إلى التأثير الإيجابي على مسار النمو الاقتصادي.
- أتضح أن أحجام التداول للمستثمرين الأجانب ضعيفة للغاية مقارنة بأحجام التداولات في السوق المصرية، وتأخذ شكل التدفق للداخل في ظل الاستقرار الاقتصادي والنمو الاقتصادي وسرعان ما تتحول إلى تدفقات للخارج في ظل الأزمات الاقتصادية أو تراجع الاقتصاد الكلي.
- الاستمرار في تعزيز اتجاه الإصلاح الاقتصادي، بالتركيز على جوانبه الإيجابية المتعلقة بتحقيق التوازنات الداخلية والخارجية، واعتماد سياسات سليمة وفعالة على مستوى الاقتصاد الكلي، وإطلاق طاقات القطاع الخاص وتوجيهها إلى القطاعات الإنتاجية، وتقوية الجهاز المصرفي والأسواق المالية في ظل إطار تنظيمي ورقابي كفء وفعال.
- ضرورة اتباع السياسات والإجراءات المناسبة التي تؤدي إلى الاستقرار المالي، والعمل على عدم هروب رؤوس الأموال إلى الخارج، وجذب تدفق رؤوس الأموال الأجنبية إلى الداخل، وزيادة الثقة في الاقتصاد والسوق المالي.

- ضرورة تقوية القطاع المالي والمصرفي حيث يلعب هذا القطاع دوراً حاسماً في كل دورات الرواج والركود في البلدان المتقدمة والنامية على حد سواء. ومن الضروري وضع التدابير الملائمة للحماية المالية والإشراف، وأن تقوم البنوك بتقييم المخاطرة بها بصورة دائمة.
- ضرورة التآني ووضع الضوابط الكفيلة بتوجيه مسار رؤوس الأموال الأجنبية إلى الاستثمار المباشر في القطاعات الإنتاجية، وحماية الاقتصاد القومي من الأموال الساخنة التي تتدفق للاستثمار في محافظ الأوراق المالية بهدف المضاربة، والاستفادة من الإجراءات التي طبقت بنجاح في عدد من الدول النامية بشأن ضوابط تعاملات الأجانب في البورصة. مثل : فرض فترة لحيازة السهم قبل تداوله لتشجيع المستثمرين الأجانب على التحول إلى مستثمرين لآجال متوسطة وطويلة مما يجعلهم عنصر استقرار في البورصة، وفرض ضرائب ولو بنسبة بسيطة على رؤوس الأموال سريعة التحرك والخروج من السوق كأن تفرض ضريبة على رؤوس الأموال التي تخرج من السوق قبل مضي ثلاثة أشهر مثلاً، أو تحديد سقف لتملك الأجانب للأسهم من إجمالي الأسهم المتداولة في قطاع معين أو شركة معينة.
- ضرورة التعامل مع مصادر التمويل الخارجي سواء من خلال القروض أو الاستثمار الأجنبي المباشر وغير المباشر باعتبارها مصادر إضافية، وضرورة العمل على زيادة الادخار المحلي والاعتماد المتزايد على الموارد الذاتية.
- أهمية وجود شركات صانعة للسوق (Market Maker) لخلق التوازن ومنع حدوث الأزمات المالية فيها، والعمل على توسيع شريحة المستثمرين في البورصة من خلال تشجيع صغار ومتوسطي المستثمرين على الاستثمار في الأوراق المالية، مما يؤدي إلى زيادة السيولة وعمق السوق وتطورها، والعمل على تدعيم الأسواق المالية ببناء الثقة لدى المستثمرين وتحفيز الاستثمار الخاص، فقد تفاقمت الأضرار الاقتصادية والفوضى المالية الناجمتين عن أزمات الأسواق الناشئة بسبب أخطاء السياسات التي قضت على ثقة المستثمرين.
- ألا ينساق المتعاملون وراء القطيع ولا يركبوا موجات الصعود والهبوط غير المبررة بدون رؤية والرجوع إلى أهل الخبرة. حيث ينبغي على المستثمرين الشراء وعدم البيع في حالة حدوث أزمة بالبورصة لتقليل الخسائر المترتبة عليها، وتجنب حالة الهلع التي تنتابهم عند أول موجة انخفاض للأسعار مما يؤدي إلى مزيد من الانخفاض.

• يوصى الباحث الباحثين الآخرين الراغبين في استكمال الدراسة بذات الموضوع بالمقارنة بين تأثير الأزمات الداخلية المتولدة من داخل الاقتصاد المحلي بتلك الصدمات الخارجية على سوق الأوراق المالية حيث تشير النتائج الأولية المستخلصة من هذه الدراسة أن الأزمات الداخلية والاستقرار بالاقتصاد الكلى أثره أكبر كثيراً من الهزات الخارجية على أسواق المال ربما لضعف الروابط المالية بين سوق المال المصرى وغيره من الأسواق العالمية.

ملحق رقم (١) بيانات النموذج القياسى الموضح بالدراسة

السنوات	المؤشر العام لسوق رأس المال (نقطة)	صافي الاستثمار الأجنبي فى المحافظة (بالمليون دولار)	صافي الاستثمار الأجنبي (بالمليون دولار)	مؤشر التضخم (نقطة)	مؤشر سعر الفائدة (نقطة)	سعر صرف الدولار الأمريكى مقوماً بالقرش المصرى	النتائج المحلى الأجمالي بالمليون جنيه	مؤشر الأزمات الاقتصادية
1991	100	21	1.91	41.5	100	333.2	112500	0
1992	108.87	6	4.55	46.5	93.4	333.8	139100	0
1993	135.67	4	4.93	50.4	74.59	337.1	157300	0
1994	238.37	3	1.21	52.8	61.8	339.64	175000	0
1995	213.21	20	5.05	56.2	64.3	339.64	204000	0
1996	296.68	545	6.31	60.8	61.1	338.8	229415	0
1997	359.85	815.5	7.61	63.3	59.0	338.8	256300	1
1998	382.77	-600	1.03	64.2	55.6	338.8	280220	0
1999	453.37	595.3	1.03	64.8	56.9	399.4	302300	0
2000	532.36	266	1.18	66.0	58.4	340	338630	0
2001	611.34	1461.3	4.98	66.6	58.4	352.4	358700	0
2002	635.29	995.7	6.19	70.9	57.	364.0	381700	0
2003	803.18	-421	2.17	81.1	50.8	538.4	417500	0
2004	1221.17	-112.6	1.09	94.9	47.7	621.3	506511	0
2005	2238.93	1371.8	5.28	100	44.6	579.4	581144	0
2006	2380.84	2800	9.89	107.0	37.18	575.7	710387	0
2007	3412.27	-900	1.09	117.6	37.7	569.6	855301	0
2008	1573.11	-1400	7.57	142.5	40.6	533.3	994055	1
2009	1400.5	-9200	6.14	134.5	40.1	584.9	1150590	1
2010	1503.51	-2600	5.21	151.4	38.5	596.9	1309906	0 -

المراجع

أولاً: باللغة العربية

- أمين، جلال، جودة عبد الخالق، وآخرون، "العولة وتداعيتها على الوطن العربي"، بيروت، مركز دراسات الوحدة العربية، ٢٠٠٣.
- توفيق. زينب، "المستثمرون الأجانب في البورصة المصرية خلال الفترة ١٩٩٧-٢٠٠٥"، مجلة مصر المعاصرة، العدد ٤٨٢، ٢٠٠٦.
- جبار، محفوظ، "العولة المالية وانعكاساتها على الدول المتخلفة"، ملتقى دولي حول "الجزائر والعولة"، الجزائر، جامعة منتوري قسنطينة، قسم علم الاجتماع، ٢٠٠٩.
- خطيب، شذا جمال، "اتفاقية تحرير الخدمات المالية وأثرها على مستقبل الأسواق العربية لرأس المال"، رسالة ماجستير، المنظمة العربية للتربية والثقافة والعلوم، معهد البحوث والدراسات العربية، ٢٠٠١.
- زكي، رمزي "العولة المالية"، دار المستقبل العربي، الطبعة الأولى ١٩٩٩.
- صليب، أماني رزق، "مخاطر العولة المالية على الأسواق الناشئة مع إشارة خاصة لمصر"، رسالة ماجستير، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، جامعة القاهرة، ٢٠١١.
- عبد الحي. محمود، "القطاع المالي وتحدياته"، المجلة المصرية للتنمية والتخطيط، معهد التخطيط القومي، المجلد الثاني، العدد الثاني، ٢٠٠٢.
- عبد الخالق، جودة، "التثبيت والتكيف في مصر إصلاح أم أهدار للتصنيع؟"، المشروع القومي للترجمة، المجلس الأعلى للثقافة، ٢٠٠٤.
- عبد المطلب عبد الحميد "العولة واقتصاديات البنوك"، الدار الجامعية، ٢٠٠٥.

- علي، هبة عبد المتعم، "فاعلية القيود على انتقالات رؤوس الأموال الأجنبية في تحقيق أهداف السياسة الاقتصادية الكلية"، رسالة ماجستير، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، جامعة القاهرة، ٢٠٠٦.
- المعتري. سلوى، وآخرون، "القطاع المالي وتمويل التنمية في مصر: التطور والاستشراف حتي عام ٢٠٢٠"، القاهرة، المكتبة الأكاديمية، ٢٠٠٢.
- العيسوي. إبراهيم، "الاقتصاد المصري في ثلاثين عام"، القاهرة، مكتبة النهضة، ٢٠٠٧.

- محيي الدين، محمود، "العولة وأسلوب الإدارة الاقتصادية: منظور مصري"، ندوة العولة وإدارة الاقتصاديات الوطنية المنعقدة في أبو ظبي بالإمارات، صندوق النقد العربي، معهد السياسات الاقتصادية، ٢٠٠٠.

ثانيا المراجع : باللغة الانجليزية

- Arestis, Philip and Demetriades, Panicos, "Financial Development and Economic Growth": Assessing the Evidence, The Economic Journal, vol 107, No. 442. May (1997).
- Bacchetta, Philippe and Eric Van Wincoop, "Capital Flows to Emerging Countries: Liberalization, Overshooting and Volatility", National Bureau of Economic Research (NBER), Working Paper, No. 6530, 1998.
- Barry Echnigeren, "Assessing Financial System Vulnerability" IMF Working Paper wp/00/76 April 1998.
- Gourinchas, Pierre-Olivier and Olivier Jeanne, " The Elusive Gains from International Financial Integration", Review of Economic Studies limited, 2006.

- Gupta, Nandini and yuan, Kathy, "**On the Growth Effect of Liberalizations**", Social Science Network. June 2005.
- Kaminsky, Graciela Laura and Sergio L.Schmukler, "**Short-Run Pain, Long Run Gain: Thr Effects of Financial Globalization**", International Monetary Fund (IMF), Working Paper, No.03/34, 2003.
- Kaminsky, Graciela Laura and Sergio L.Schmukler, "**Short-Run Pain, Long Run Gain: Thr Effects of Financial Globalization**", available on line <http://home.gwu.edu/graciela/Home-page/research-work/working-papers/booms-crashes.pdf>, 2007.
- Martin, Philippe and Helene Rey, "**Financial Globalization and Emerging Markets: With or Without Crash?**", National Bureau of Economic Research (NBER), Working Paper No. 9288, 2002.
- Vanassche, Ellen, "**The Impact of International Financial Integration on Industry Growth**", katholieke universities Leuven, Belgium, 2004.
- J.Walliamson and Mahar: "**A Review oh Financial Libralization South Asia Region**", Internal Disscussion Paper, No. 171, World Bank, Jan., 1998.

٣ - المواقع على شبكة الانترنت:

- <http://www.capmas.gov.eg>
- <http://www.cma.com.eg>
- <http://www.efsa.gov.eg>
- <http://www.egyptse.com>
- www.cbe.gov.eg
- www.mop.gov.eg

١ يشمل التحرير المالي كل ما يتعلق بتحرير أسواق صرف العملات، وقطاع التأمين والمصارف. وتحرير حركة رؤوس الأموال، وتحرير أسواق رأس المال. إلا أنه قد تم التركيز من خلال الدراسة على الجانب المتعلق بتحرير حركة رؤوس الأموال وتحرير أسواق رأس المال.

٢ هذه الدول هي: الأرجنتين والبرازيل وشيلي وكولومبيا والهند والمغرب وكوريا وماليزيا والمكسيك وباكستان وبيرو والفلبين وجنوب أفريقيا وسريلانكا وتايلاند وتركيا وفنزويلا.

٣ الاعتماد على بيانات ٢١ دولة صناعية.

٤ استخدمت الدراسة شكلين من أشكال النموذج النيكلاسيكي، الأول تمثل في نموذج (Ramsey - Cass - Koopman) الذي تقوم فيه الدول بتراكم رأس المال المادي فقط، أما الشكل الثاني فقد وفر قدرأ أكبر من التفاصيل الواقعية حيث قام بالأخذ في الاعتبار تراكم رأس المال البشري من خلال إطار (Macro - Mincer - Framework) به مستويات واقعية من التشوهات في تراكم رأس المال المادي والبشري.

٥ امتدت فترة دراسة (Kaminsky and Schmukler, 2003) من يناير ١٩٧٣ وحتى يونيو ١٩٩٩، في حين امتدت فترة دراسة (Kaminsky and Schmukler, 2007) من عام ١٩٧٣ وحتى عام ٢٠٠٥. يلاحظ أن هذه الفترات شهدت العديد من التغيرات في الإجراءات والنظم المطبقة سواء كان لك في شكل الاتجاه نحو مزيد من التحرير أو في شكل تراجع وإعادة لفرض القيود أو فرض قيود جديدة.

٦ غسل الأموال هي عمليات للأموال الناجمة عن الأنشطة غير المشروعة لإخفاء مصدرها الأصلي وإبعاد الأجهزة المختصة عن مصادرها والقائمين عليها.

٧- سيتم الإستعانة في النموذج بالقيم الحقيقية لصافي تدفق الإستثمار الأجنبي في الحافطة دون قيمة إجمالي الإستثمار الأجنبي المتدفق للداخل في الحافطة فقط، حيث أنه يأخذ في الاعتبار كل من الإستثمار الأجنبي المتدفق للداخل والخارج معاً فيكون أكثر تعبيراً عن اتجاهات الإستثمار الأجنبي في الحافطة في الفترات الزمنية المختلفة ويعبر كذلك عن مدى تأثيره بالتغيرات الحقيقية والمالية داخل الاقتصاد المحلي من جهة، وكذا تأثيره بالصدمات الخارجية لهذا الاقتصاد من جهة أخرى.

٨ بالاعتماد على تقارير الهيئة العامة لل قابه المالية، لم تتخطى نسبة تعاملات الأجانب حاجز ٢٠٪ عام ٢٠٠٦ وهي القيمة الأكبر لها خلال فترات الدراسة حيث أن النسب السائدة تراوحت بين ٨٪ إلى ١٥٪ من إجمالي التعاملات التي تتم في السوق.