

تأثير تعاملات الأجنبي على أداء البورصة المصرية

طارق نوير

تأثير تعاملات الأجانب على أداء البورصة المصرية

طارق نوير*

ملخص

تهدف الورقة إلى التعرف على تأثير تعاملات الأجانب على أداء البورصة المصرية خلال الفترة من عام 2000 إلى عام 2006. وقد أظهرت نتائج القياس الكمي وجود بعض الآثار الايجابية لدخول المستثمرين الأجانب إلى البورصة المصرية، خاصة في ما يتعلق بزيادة العوائد والسيولة فيها، إلا أن هناك بعض الآثار السلبية المتمثلة في مسئولية تعاملات الأجانب - وخاصة مبيعاتهم من الأسهم - عن تقلبات البورصة المصرية. كما تبين وجود آثار تغذية مرتدة بالنسبة لطبيعة العلاقة بين تعاملات الأجانب و تعاملات المصريين. تقترح الدراسة بعض التوصيات، خاصة تلك المتعلقة بالعمل على تحسين كفاءة وتنظيم البورصة المصرية من خلال ابتكار أدوات واليات تقلل من مخاطر المتاجرة للسوق، حدة التقلبات، وإضافة نشاط صانع السوق، وضرورة توافر المعلومات الكاملة وتمائل وصولها إلى كافة الأطراف المتعاملين، وتطوير نظام معلومات كفوء لتتبع حركة دخول وخروج استثمارات الحافظة، فضلا عن إلزام البنوك التجارية بإطار تنظيمي دقيق لتسجيل الاستثمارات في الحافظة وإبلاغ البنك المركزي بها بصفة دورية.

The Impact of Foreign Trading on The Performance of Egypt's Stock Market

Tarek Nouair

Abstract

This paper analyzes the Behavior and Effects of Foreign Investors on the Egyptian Stock Market during the period from 2000 to 2006. The quantitative results showed some positive effects concerning the entry of foreign investors to the Egyptian Stock Market, especially with regard to increased Stock Price Returns and liquidity; however, there are some negative effects that are captured through the responsibility of foreign Trading in Stock Market Volatility. And it also traced the feedback effects for the relationship between foreign Trading and Egyptians Trading. The study suggests some recommendations, like: improving the efficiency and the organization of Egyptian Stock Market through innovating tools and mechanisms that would reduce the market's trading risks, volatility. And developing the role of institutions and adding market maker activity. Also, the free access of information to all the users in the Egyptian Stock Market is very critical. And forcing the commercial banks to have a precise regulatory framework for the registration of investments in the portfolio and to inform the Central Bank periodically.

* خبير اقتصادي - معهد التخطيط القومي - مصر.

مقدمة

تعتبر تدفقات رؤوس الأموال بغرض الاستثمار في الحافظة، والتي تتمثل في تعاملات الأجانب في البورصة إحدى المكونات الهامة للحساب الرأسمالي . وقد قامت مصر منذ أوائل تسعينات القرن الماضي في إطار برنامج الإصلاح الاقتصادي والمالي والتكيف الهيكلي باتخاذ العديد من الإجراءات لتحرير حساب المعاملات الرأسمالية في ميزان المدفوعات وإزالة القيود على المعاملات بالنقد الأجنبي ، بحيث تسمح بحرية الحركة لخروج ودخول رؤوس الأموال، وما صاحبه من وجود تعاملات معنوية للأجانب في البورصة المصرية، والتي تبلغ في الوقت الحالي حوالي 30% من إجمالي التعاملات.

وعلى الرغم مما شهدته البورصة المصرية من نمو كبير في الأعوام الأخيرة، إلا أنها تعرضت لبعض الهزات والتراجعات، وخاصة في نهاية يناير من عام 2006. وعزى بعض المحللين ذلك إلى العديد من الأسباب، من ضمنها زيادة نسبة تعاملات الأجانب في البورصة المصرية. وقد قامت العديد من الدراسات - على مستوى دول العالم - بدراسة تأثير استثمار الأجانب في البورصة، وأثر اختلاف المعلومات بين المستثمر المحلي والمستثمر الأجنبي، وتأثير ذلك في تفسير سلوك المستثمر الأجنبي والاستراتيجيات المختلفة التي يتبعها، وتأثيرها على أداء الأسواق المالية (العوائد وتقلباتها، الحجم والسيولة).

تركز الورقة الحالية على دراسة تأثير تعاملات الأجانب على أداء البورصة المصرية خلال الفترة الممتدة بين عامي 2000 و 2006. وذلك من خلال اختبار الفرضية التالية: " أن تعاملات الأجانب خلال الفترة من 2000 إلى 2006 أثرت بالسلب على أداء البورصة المصرية، وساهمت في زيادة حدة تقلباتها".

وفي سبيل تحقيق هدف الدراسة، سوف يتم تناول النقاط التالية بالتحليل: الإطار المفاهيمي لتأثير تعاملات الأجانب على أداء الأسواق المالية، تطور أداء البورصة المصرية وتعاملات الأجانب، القياس الكمي لتأثير تعاملات الأجانب على أداء البورصة المصرية والنتائج والتوصيات ومضامين السياسة.

الإطار المفاهيمي لتأثير تعاملات الأجانب على أداء الأسواق المالية

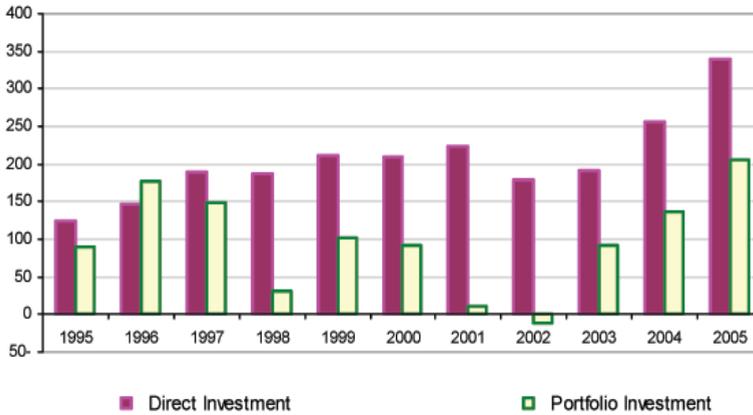
ساهم "تحرير الحساب الرأسمالي" في حرية دخول وخروج المستثمرين الأجانب من السوق المالي، الأمر الذي كان له انعكاسات ملموسة لتعاملاتهم على أداء الأسواق المالية، وتشير النظرية النيوكلاسيكية ومؤيدو تحرير الحساب الرأسمالي إلى أنه يؤدي إلى تعزيز النمو والاستقرار الاقتصادي وتقوية الأسواق المالية، استناداً إلى توافر بعض الشروط الأساسية، مثل: توفر المعلومات الكاملة عن الأسواق، تحقق شروط المنافسة الكاملة وضمنان كفاءة الأسواق الرأسمالية.

ويستند المنطق النظري وراء تحرير الحساب الرأسمالي إلى مقولة أن التحركات الحرة لرؤوس الأموال تؤدي إلى تخصيص عالي كفاء لرأس المال وتوزيع أفضل للمخاطر وتوفير فرص أفضل للربحية مما

يؤدي بالتالي إلى تعزيز النمو الاقتصادي والرفاهة (Fischer, Stanley, 1998). بينما يرى بعض المعارضين لتحرير الحساب الرأسمالي، أن عدم تماثل المعلومات في الأسواق المالية وخاصة في ظل وجود تشوهات وتعرض الاقتصادات المحلية للصدمات الخارجية لن تؤدي بالضرورة إلى التخصيص الأمثل للموارد المالية (Joseph, E. Stiglitz, 2000).

ومع تزايد عملية عوالة الأسواق المالية في العقدين الماضيين وتسارع ظاهرة "التحرير المالي" فقد تعاظم دور انتقال رؤوس الأموال الأجنبية خلال عقد تسعينات القرن الماضي، حيث شكلت قيمة المعاملات المالية الرأسمالية نحو خمسة أمثال حجم التبادل التجاري. وبالنسبة للدول النامية، فقد تسارعت حركة التدفقات المالية إلى هذه الدول، فارتفعت من 323.3 مليار دولار في عام 1995 إلى 674.5 مليار دولار في عام 2005، موزعة ما بين استثمارات مباشرة واستثمارات في الحافظة واستثمارات أخرى. وعلى الرغم من أن الاستثمارات الأجنبية المباشرة الواردة إلى الدول النامية والناشئة تبلغ تقريباً ضعف الاستثمار في الحافظة - شكل رقم (1) - إلا أن هذه الأخيرة تتسم بزيادة درجة التقلبات مقارنة بحركة الاستثمار الأجنبي المباشر. ففي الفترة من عام 1991 إلى عام 2002 حسب معامل الاختلاف لكل من صافي الاستثمارات الأجنبية المباشرة وصافي الاستثمارات في الحافظة، جاء الأول ليساوي 0.47، بينما جاء الثاني مساوياً لـ 1.33 (IMF, 2003).

شكل (1) التدفقات الرأسمالية إلى الدول النامية والناشئة خلال الفترة من 1995-2005 (بمليار دولار أمريكي)



SOURCE : Global Financial Stability Report (2006), IMF , September 2006

ومن الملاحظ أنه مع حدوث الأزمات المالية، خاصة منها تلك التي ضربت دول جنوب شرق آسيا في عام 1997، تزايد الاقتناع بأنه لا يمكن اعتبار سياسة تحرير ميزان المعاملات الرأسمالية بمفردها شرطاً كافياً لتعزيز النمو وتقليل التقلبات الاقتصادية، خاصة في ضوء الطبيعة المتقلبة لانتقال رؤوس الأموال. حيث

توصلت إحدى الدراسات التطبيقية إلى وجود علاقة ارتباط بين تحرير الدول لموازينها الرأسمالية ومعاناتها من بعض الأزمات المالية (Williamson, J, 1998). ومن ثم أعيد طرح فكرة تقييد الحساب الرأسمالي مرة أخرى بقوة، حيث لجأت الكثير من الدول النامية منذ بداية عقد تسعينات القرن الماضي إلى استخدام سياسة القيود على انتقال رؤوس الأموال، وكانت تشيلي وماليزيا من أوائل الدول التي اقتتعت بأهمية فرض قيود انتقائية على انتقال رؤوس الأموال، حيث أثبتت القيود فعاليتها في تحقيق أهداف السياسات الاقتصادية الكلية خلال فترات الأزمات (Neely, Christopher J, 1999)، هبة عبد المنعم (2006).

هذا الأمر دعا بعض الاقتصاديين في صندوق النقد الدولي إلى تفضيل البدء في تحرير التدفقات طويلة الأجل قبل التدفقات قصيرة الأجل، وتحرير الاستثمار الأجنبي المباشر قبل تحرير استثمار الحافظة المالية، وأن التحرير الشامل لمعاملات وتحويلات رأس المال لا يعني التخلي عن كل القواعد والنظم المطبقة على معاملات العملة الأجنبية، بل ربما يحتاج الأمر إلى تقوية القواعد المنظمة التحوطية المتعلقة بمعاملات وتحويلات العملة الأجنبية التي يجريها غير المقيمين (باري جونسون، 1998).

ويرى بعض الاقتصاديين أن هناك بعض المخاطر المرتبطة بالاستثمارات في الحافظة، فعندما تتدفق هذه الاستثمارات للداخل بكميات كبيرة وبشكل مفاجئ، فإنها تؤدي إلى ارتفاع في سعر صرف العملة الوطنية، الأمر الذي يضر بالصادرات ويزيد من الواردات فيزداد العجز في الميزان التجاري، كما تؤدي إلى ارتفاع في أسعار الأصول والأراضي والعقارات والأصول المالية، زيادة معدل التضخم، زيادة الاستهلاك المحلي. وعندما تخرج تلك الاستثمارات على نحو مفاجئ وفي شكل موجات عاتية، فإنها تؤدي إلى انخفاض سعر صرف العملة الوطنية، وتدهور أسعار الأصول العقارية والمالية، وهبوط الأسعار وتدهور معدلات الربح، وتزايد العجز في ميزان المدفوعات، وفقدان ثقة المستثمرين الأجانب في السوق المحلي، واستنزاف الاحتياطيات الدولية للدولة خاصة إذا ما حاول البنك المركزي أن يدافع عن سعر صرف العملة الوطنية مع وجود ضغوط قوية لتدهور قيمة العملة (رمزي زكي، 1999).

ويرى اقتصادي آخر، أن هناك حاجة إلى التعامل مع تدفقات رأس المال الأجنبي بقدر أكبر من الحذر، حيث يقرر " إن كان هناك مزيج من الأضرار والمنافع للاستثمار المباشر، فإن الاستثمار في الحافظة يكون ضرره أكثر من نفعه، فهو يشبه أسراب الجراد التي تحط على الحقول الخضراء فلا تتركها إلا صعيداً جرساً، ورغم أنه يزيد من السيولة المتاحة للاقتصاد ويؤدي إلى توسيع وتعميق سوق رأس المال في البلد المتلقي، إلا أنه ينطوي على تكلفة تعقيم عالية، ويؤدي إلى تضخم أسعار الأصول المالية، ويقوض استقرار أسواق المال وأسواق الصرف" (جودة عبد الخالق، 1998).

إلا أنه بعض الدراسات على المستوى الجزئي أشارت إلى أن القيود على تدفقات رأس المال تشوه من سلوك الشركات متعددة الجنسيات، وأنها تقلل من فرص التمويل المتاحة للمنشآت، وأن تحرير أسواق

الأوراق المالية يزيد من الاستثمارات والعوائد على رأس المال ويؤدي إلى كفاءة تخصيص الاستثمارات (Kristin Forbes, 2004). كما توصلت بعض الدراسات الأخرى إلى أنه على الرغم من وجود بعض المنافع للدول النامية من جراء تحرير الحساب الرأسمالي، إلا أنها لن تستفيد كثيراً من اندماجها في الأسواق المالية العالمية، حيث قدرت منافع الرفاهية بحوالي 1% فقط زيادة في حجم الاستهلاك المحلي بها (Olivier, 2004).

وقد قامت بعض الدراسات ببحث العلاقة بين تحرير الحساب الرأسمالي وتنمية الأسواق المالية من خلال اختبار العلاقة بين الحجم والسيولة والتقلبات في أسواق المال وتحرير التدفقات الرأسمالية الدولية في 16 دولة من الأسواق الناشئة، وتوصلت الدراسة إلى أن "الأسواق المالية تميل إلى أن تصبح أكبر حجماً، وأكثر سيولة، وأكثر تذبذباً وتقلباً بعد تحرير القيود المفروضة على التدفقات العالمية للاستثمارات في الحافظة"، وأن الوصول الميسر للمعلومات المرتبطة بالشركات المدرجة في البورصات لكل من المستثمرين الأجانب والمحليين، والتزام الدول بالمعايير المحاسبية الدولية ووجود قوانين لحماية المستثمرين، كلها عوامل من شأنها تطوير أداء البورصات وتمييزها (Bacchetta, Philippe 1998)، (Ross Levine, 1996).

وتوصلت دراسة أخرى إلى أن تحرير التدفقات الرأسمالية في الحافظة يحسن من أداء أسواق المال في الدول النامية ويشجع ويحفز على إحداث النمو طويل الأجل، فضلاً عما يتحده من وجود فرص استثمارية مربحة، وفتح الأسواق المالية للمستثمرين الأجانب يؤدي إلى زيادة الضغوط نحو تطبيق أنظمة تعامل متطورة في البورصات، وتعديل الأطر التشريعية بما ينعكس على وجود تشكيلة كبيرة من الأدوات المالية. وأوضحت الدراسة أن تحرير القيود في وجه الاستثمارات في الحافظة يؤدي إلى زيادة السيولة في الأسواق المالية ولكنه يزيد من درجة التقلبات في هذه الأسواق، حيث أوضحت الدراسة أنه في 12 دولة من بين 14 دولة ناشئة تزايدت فيها سيولة البورصة بعد التحرير، وفي المقابل، هناك سبع دول من إحدى عشر دولة ارتفعت فيها تقلبات البورصة بعد التحرير (Ross Levine, 1997).

وتؤكد الدراسة السابقة على أنه في الأجل الطويل ومع الانفتاح المتزايد على الأسواق العالمية لرؤوس الأموال سوف تتخفف حدة هذه التقلبات في البورصات، فارتفاع حدة التقلبات بعد التحرير تعتبر ظاهرة مؤقتة، فضلاً عن أن هذه التقلبات لا ترتبط بالنمو طويل الأجل، في حين أن زيادة السيولة هي المحدد الهام للتسريع بعملية النمو الاقتصادي. وعليه فإن صانع السياسة يجب أن يضحى بقبول بعض التقلبات في الأجل القصير وأن يحرر القيود أمام الاستثمارات الدولية في الحافظة في سبيل توسيع الفرص المتاحة أمام التنمية الاقتصادية. وخلصت الدراسة إلى أنه يجب على صانعي السياسات في الدول الناشئة القيام باتخاذ خطوات جادة لتطوير وظائف الأسواق المالية وإزالة كافة القيود من أمامها.

وبالنسبة لنتائج الدراسات التي ركزت على بحث " سلوك تعاملات الأجانب وعلاقته بأداء البورصات " ، فقد جاءت متباينة وغير حاسمة، وإن كانت تميل بشكل كبير، إلى أن المستثمرين الأجانب قد يتسببون في زيادة حدة التقلبات في البورصات. فقد توصلت العديد من دراسات الحدث Event Studies إلى عدم وجود علاقة بين التحرير المالي والتقلبات في البورصة (Kim and Singal, 1993). وتوصلت دراسة عن البورصة المكسيكية، إلى أن دخول المستثمرين الأجانب إلى سوق الأوراق المالية يوسع من قاعدة المستثمرين ويخفض من العوائد المتوقعة ويزيد من أسعارها (Clark, J. and Berko, E., 1996). كما أوضحت دراسة عن أداء البورصة الهندية، تركيز المستثمرين الأجانب على إستراتيجيتين عند دخولهم إلى البورصة: الإستراتيجية الأولى تسمى إستراتيجية المتاجرة بالتغذية الراجعة الإيجابية (Positive- Feedback Trading (PT، والتي تعني أن المستثمر الأجنبي يقوم بشراء أو بيع الأسهم استنادا إلى ملاحظته لتطور عوائد البورصة. والإستراتيجية الثانية هي إستراتيجية القطيع (Herding (H والتي تشير إلى الموقف الذي يتصرف فيه كل المستثمرين (بالفعل أو برد الفعل) بنفس الطريقة. وقد توصلت الدراسة إلى أن صافي تعاملات الأجانب ارتبط إيجابيا بالتقلبات في عوائد البورصة الهندية، وخلصت إلى أن تحرير الحساب الرأسمالي يجب أن يصاحبه إصلاحات في الإطار التنظيمي للقطاع المالي (Paramita, Mukherjee, 2002). وكذلك في دراسة أخرى قامت بتحليل سلوك الأجانب في بورصة اسطنبول بتركيا، توصلت إلى وجود علاقة إيجابية بين المستثمرين الأجانب وعوائد البورصة (Adabag, 2004).

هذا بالإضافة إلى أن العديد من الأدبيات ناقشت موضوع تأثير استثمار الأجانب في البورصة، وأثر اختلاف المعلومات بين المستثمر المحلي والمستثمر الأجنبي المقيم وغير المقيم، وكذلك المستثمر الأجنبي المؤسسي والفرد. وتأثير ذلك في تفسير سلوك المستثمر الأجنبي مثل إستراتيجية المتاجرة بالتغذية الراجعة الإيجابية أو سلوك القطيع وتأثيراتها على الأسواق المالية. (Banerjee, Abhijit. 1992) (Chen, Y. 2002)، و (Choe, Hyuk, 1999)، و (De Long, J, 1990).

تطور أداء البورصة المصرية وتعاملات الأجانب

تشير مؤشرات أداء البورصة المصرية خلال الفترة من عام 2000 إلى عام 2006 ، إلى حدوث تحسن مضطرب في الاتجاه العام لها، باستثناء بعض التقلبات خلال هذه الفترة، ويوضح الجدول رقم (1) المؤشرات الرئيسية لأداء البورصة المصرية، حيث يلاحظ زيادة كل من رأس المال السوقي للشركات المقيدة، وقيمة التداول وعدد الأوراق المالية المتداولة للأسهم والسندات المقيدة، والمؤشر العام للأسعار بحوالي أربع مرات على الأقل خلال الفترة محل التحليل، كما تضاعفت نسبة رأس المال السوقي إلى رأس المال الاسمي.

جدول رقم (1) مؤشرات البورصة المصرية خلال الفترة من عام 2000 إلى عام 2006

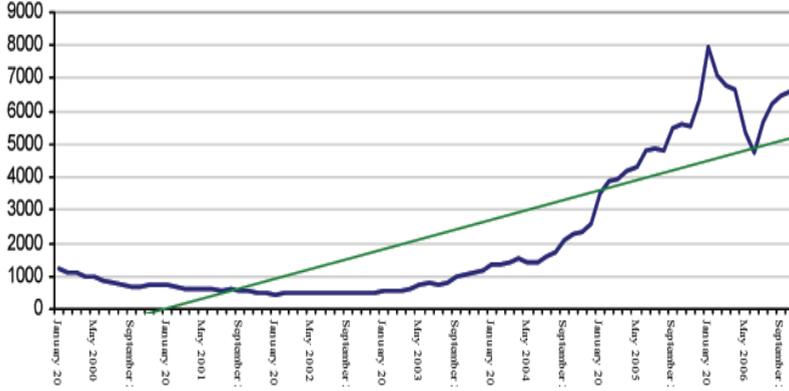
عام 2006 (يناير - أكتوبر)		عام 2005		عام 2000		البيان
رقم قياسي	القيمة	رقم قياسي	القيمة	رقم قياسي	القيمة	
414.2	496179	380.9	456278	100	119778	رأس المال السوقي للشركات المقيدة (مليون جنيه)
529.3	220951	361.4	150859.5	100	41744.6	قيمة التداول للاسهم والسندات المقيدة (مليون جنيه)
627.7	5972.3	441.3	4198.9	100	951.5	عدد الأوراق المالية المتداولة للاسهم والسندات المقيدة (مليون ورقة)
215.0	4.3	215.0	4.3	100	2	نسبة رأس المال السوقي إلى رأس المال الاسمي (%)
360.4	2256.8	357.6	2238.9	100.0	626.2	المؤشر العام للأسعار (بنط)

المصدر: الهيئة العامة لسوق المال، "بيان تطور حركة القيد والتداول بالبورصة"، مركز المعلومات، سنوات مختلفة.

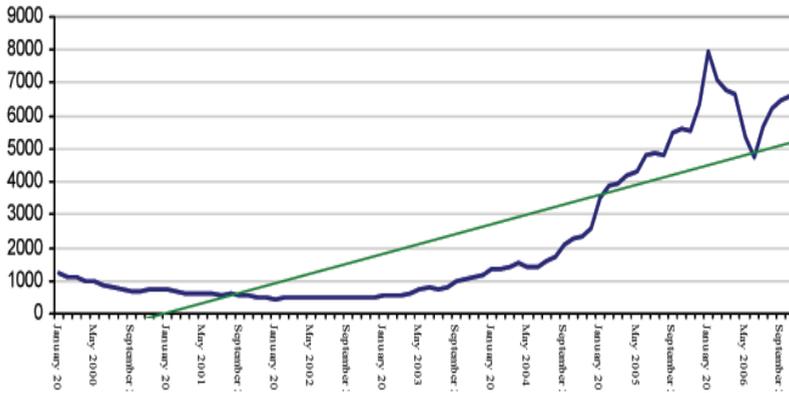
وقد ساهمت الطروحات التي تمت في إطار برنامج الخصخصة وخاصة شركات: سيدي كرير للبتروكيماويات، والإسكندرية للزيوت المعدنية (أموك)، والشركة المصرية للاتصالات، خلال الفترة محل الدراسة في حدوث زيادة كبيرة في عدد المستثمرين بالمبورصة المصرية، وارتفاع قيم التداول، وضخ سيولة كبيرة بالسوق المصري. وظهرت موجة من إعادة هيكلة المحافظ الاستثمارية للدخول في أدوات أكثر استقراراً، بحيث جاء عام 2005 من أفضل أعوام البورصة المصرية وجعل البورصة المصرية على قمة البورصات الناشئة في العالم في ذلك العام. وبفحص التطور الشهري لمؤشر البورصة (CASE 30) يلاحظ أن هناك اتجاهاً عاماً متزايداً باستثناء الهبوط العنيف الذي حدث بعد شهر يناير 2006 (الشكل البياني رقم 2). وبالنسبة لعوائد البورصة خلال الفترة محل التحليل يلاحظ أنه على الرغم من تزايدها إلا أن تقلباتها تعتبر حادة نسبياً، وذلك على النحو الذي يوضحه الشكل البياني رقم 3). وقد عزي بعض المحللين الماليين الهبوط العنيف الذي عصف بمكاسب المؤشر في نهاية يناير 2006، إلى العديد من الأسباب، منها: ارتفاع نسبة الأفراد في إجمالي قيمة التعاملات (حوالي 70%) مقابل تراجع دور المؤسسات وزيادة نسبة تعاملات الأجانب وأغلبهم من المستثمرين العرب من منطقة الخليج (والتي أصبحت لا تقل عن 30%) وعدم الاستقرار السياسي وحوادث الإرهاب (أحداث الإسكندرية وتفجيرات دهب)، وزيادة درجة ارتباط البورصة بالعالم الخارجي من خلال شهادات الإيداع الدولية في بورصة لندن لعدد من الأسهم الرئيسية، وآلية الشراء والبيع في ذات الجلسة Same Day Trading، وزيادة الاكتتاب للوفاء بزيادات رؤوس الأموال وسوء تنظيم طرح الاكتتاب (عيسى فتحي، 2005).

وقد أشار أحد التقارير الحديثة الصادرة عن صندوق النقد الدولي لتقييم الأداء الاقتصادي في مصر، إلى أن الثقة في السياسة الاقتصادية أثرت بالإيجاب على سوق المال المصري، وأن التصحيحات السلبية التي أثرت على البورصة المصرية منذ بداية عام 2006 - حيث انخفض مضاعف الربحية من 27% في يناير 2006 إلى 15% في مايو 2006 - كانت أقل من نظيرتها بالنسبة للبورصات العربية وخاصة الخليجية، ولم تؤثر بشكل ملموس على الاقتصاد، نظراً لأن رأس المال السوقي في البورصة المصرية لا يزال صغيراً نسبياً، وأن التداول يتركز في عدد محدود من الأوراق المالية النشطة، حيث تستحوذ أكبر 5 شركات في البورصة على حوالي 62% من حجم السوق، (IMF, 2006).

شكل (2) تطور مؤشر CASE_30 خلال الفترة من يناير 2000 إلى أكتوبر 2006 (نقطة)



شكل (3) تطور عوائد البورصة الشهرية خلال الفترة من فبراير 2000 إلى أكتوبر 2006



ومن خلال التعرف على حركة تعاملات الأجانب في البورصة خلال الفترة من عام 2000 إلى عام 2005، يلاحظ أن صافي تعاملات الأجانب قفز إلى حوالي 7 مليارات جنيه مصري في عام 2005، ويلاحظ أن نسبة تعاملات الأجانب (المشتريات أو المبيعات) تراوحت بين 15%، و 30%، وبمتوسط يدور حول 25% من إجمالي قيمة التعامل للأوراق المالية المقيدة خلال الفترة الممتدة بين عامي 2000 و 2005، وذلك على النحو الذي يوضحه الجدول رقم (2).

جدول رقم (2) تعاملات المستثمرين الأجانب في البورصة المصرية خلال الفترة من عام 2000 إلى عام 2005 (مليون جنيه)

السنوات	مشتريات الأجانب (1)	مبيعات الأجانب (2)	إجمالي قيمة التعامل للأوراق المالية المقيدة (3)	نسبة مشتريات الأجانب إلى إجمالي التعامل % (3)/(1)	نسبة مبيعات الأجانب إلى إجمالي التعامل % (3)/(2)	صافي تعاملات الأجانب (1) (2) -	إجمالي تعاملات الأجانب (1) (2) +
2000	11627	7565	41745	27,9	18,1	4062	19192
2001	4075	3799	24658	16,5	15,4	276	7874
2002	5130	4570	25807	19,9	17,7	560	9700
2003	5137	4339	23002	22,3	18,9	798	9476
2004	10026	9739	36134	27,7	27,0	287	19765
2005	47811	40780	150859	31,7	27,0	7031	88591

المصدر: الهيئة العامة لسوق المال، "بيان تطور حركة القيد والتداول بالبورصة"، مركز المعلومات، سنوات مختلفة.

وبمقارنة المؤشرات الأساسية للبورصة المصرية بنظيرتها للدول العربية، يلاحظ أنه على الرغم من أن البورصة المصرية تسجل المرتبة الأولى بالنسبة لعدد الشركات المدرجة بها مقارنة بباقي الدول العربية، إلا أنها تحتل المرتبة السادسة بالنسبة لكل من: حجم البورصة معبراً عنه برأس المال السوقي، وسيولة البورصة معبراً عنه بقيمة الأسهم المتداولة في عام 2005، وذلك بعد سوق الأسهم السعودي، وسوق أبوظبي للأوراق المالية، وسوق الكويت للأوراق المالية، وسوق دبي المالي، وسوق الدوحة للأوراق المالية، وذلك على النحو الذي يوضحه الجدول رقم (3).

جدول رقم (3) مؤشرات أداء البورصات العربية لعام 2005

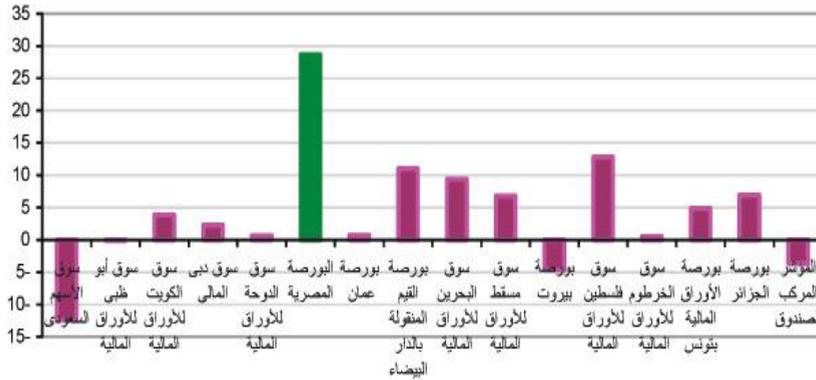
معدل دوران السهم (%)	عدد الأسهم المتداولة (مليون سهم)	قيمة التداول (مليون دولار أمريكي)	عدد الشركات المدرجة	رأس المال السوقي (مليون دولار أمريكي)	البورصات العربية
171	12281	1103583	77	646121	سوق الأسهم السعودي
22	8317	28506	59	132413	سوق أبوظبي للأوراق المالية
79	52201	97290	156	123893	سوق الكويت للأوراق المالية
98	25542	110304	30	111993	سوق دبي المالي
32	1033	28252	32	87143	سوق الدوحة للأوراق المالية
35	5310	27720	744	79508	بورصتي القاهرة والإسكندرية
63	2583	23806	201	37639	بورصة عمان
29	439	7859	54	27274	بورصة القيم المنقولة بالدار البيضاء
4	458	711	47	17364	سوق البحرين للأوراق المالية
28	452	3320	125	12062	سوق مسقط للأوراق المالية
19	90	923	15	4917	بورصة بيروت
47	369	2103	28	4457	سوق فلسطين للأوراق المالية
16	1731	504	49	3157	سوق الخرطوم للأوراق المالية
19	41	529	45	2821	بورصة الأوراق المالية بتونس
0	0	0	3	91	بورصة الجزائر
111	110847	1435412	1665	1290853	الإجمالي

المصدر: صندوق النقد العربي، "قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية: النشرة الفصلية"، 2006.

هذا وبمقارنة عوائد البورصة المصرية بباقي البورصات في الدول العربية، نجد أنها قد حققت أكبر معدلات ما بين الربع الثالث والربع الثاني من عام 2006، مقارنة بباقي البورصات في الدول العربية الأخرى، على النحو الذي يوضحه الشكل رقم (4).

شكل (4) عوائد البورصة المصرية مقارنة بالبورصات العربية الأخرى

(نسبة التغير المئوي في مؤشر صندوق النقد العربي بين الربع الثالث والثاني من عام 2006 (%))



المصدر: صندوق النقد العربي، "قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية: النشرة الفصلية"، 2006.

أيضا بمقارنة مدى جاذبية البورصة المصرية لجذب المزيد من الاستثمارات إليها، نجد أنه بمعياري مضاعف الربحية، ومعدل العائد على الكوبون، يعتبر الدخول إلى البورصة المصرية مربحا بشكل كبير بالمقارنة بعدد من البورصات الإقليمية، وذلك على النحو الذي يوضحه الجدول رقم (4).

جدول رقم (4) جاذبية البورصة المصرية مقارنة بعدد من البورصات الإقليمية

السوق	مضاعف الربحية		العائد على الكوبون (العائد الجاري) %	
	نوفمبر- 2005	نوفمبر- 2006	نوفمبر- 2005	نوفمبر- 2006
البحرين	32.2	14.1	1.7	4.2
مصر	19	20.9	4.7	4.1
الأردن	64	21.3	2	1
الكويت	-	20.3	-	3.2
المغرب	22.3	21.5	3.8	2.3
عمان	15.7	12.7	2.2	4.7
قطر	-	13.6	-	2.5
السعودية	102.9	56.2	1.3	2.5
الإمارات	-	14.4	-	2.1
تركيا	15.6	16.8	1.9	2.2

المصدر: وزارة المالية، "التقرير المالي الشهري"، ديسمبر 2006.

التحليل القياسي لاختبار تأثير تعاملات الأجنبي على أداء البورصة المصرية

يتأثر أداء البورصة المصرية، بالعديد من العوامل، مثل الاستقرار الاقتصادي والسياسي، وأدوات السياسة النقدية، مثل: التضخم، سعر الصرف، سعر الفائدة على الدولار الأمريكي، وسعر الفائدة على الجنيه المصري. ولكن نظراً لارتباط هذه المتغيرات بعمليات الأجنبي والمصريين، فقد تم الاقتصار على تحليل أثر تعاملات المصريين والأجنبي على أداء البورصة المصرية، نظراً لأن هذه الأخيرة بطبيعتها الحال سوف تعكس أثر كافة المتغيرات على أداء البورصة المصرية. لذا يتناول هذا الجزء من الدراسة تحديد الأثر الكمي لعمليات الأجنبي على أداء البورصة المصرية، وذلك من خلال صياغة علاقات غير هيكلية وتقديرها قياسياً، حيث يتم أولاً استعراض لتوصيف النموذج ومنهجية التقدير، ثم يتبعه توصيف البيانات وتجهيزها، وأخيراً يتم تحليل النتائج المستمدة من القياس الكمي.

المنهجية والنموذج القياسي المستخدم

لاختبار فرضية الدراسة، وبيان تأثير تعاملات الأجنبي على أداء البورصة المصرية فإنه سوف يتم اختبار أثر تعاملات الأجنبي على كل من: عوائد البورصة، التقلبات في عوائد البورصة وسيولة البورصة. وذلك من خلال الصيغة القياسية التالية :

$$STOCK_Performance_t = B_0 + B_1FPT_t + \varepsilon_t \quad (1)$$

حيث تشمل مصفوفة المتغيرات التابعة المعبرة عن أداء البورصة المصرية STOCK__ Performance على ثلاثة متغيرات: عوائد البورصة المصرية، التقلبات في عوائد البورصة المصرية وسيولة البورصة، ويمثل المتغير المفسر تعاملات الأجنبي FPT_t ، وذلك على النحو الذي سوف يرد تفصيله في الجزء التالي. كذلك سوف يتم فحص العلاقة السببية أو التبادلية بين تعاملات الأجنبي FPT_t ، وعمليات المصريين EPT_t في البورصة المصرية، من خلال اختبار سببية جرانجر طبقاً للصيغة القياسية الثنائية لنموذج متجه الانحدار الذاتي (VAR) Vector autoregression model المعدلة بعد تصحيح الخطأ (Vector Error Correction (ECM)، وذلك على النحو التالي :

$$\Delta FPT_t = \mu_0 + \sum_{j=1}^m a_{0,j} \Delta FPT_{t-j} + \sum_{j=1}^m b_{0,j} \Delta EPT_{t-j} + \lambda_0 \varepsilon_{0,t-j} + Z_{0,t} \quad (2)$$

$$\Delta EPT_t = \mu_1 + \sum_{j=1}^p a_{1,j} \Delta EPT_{t-j} + \sum_{j=1}^q b_{1,j} \Delta FPT_{t-j} + \lambda_1 \varepsilon_{1,t-j} + Z_{1,t} \quad (3)$$

تجهيز البيانات المستخدمة

تم استخدام بيانات شهرية عن تطور مؤشر البورصة case 30 خلال الفترة من يناير 2000 إلى أكتوبر 2006 (82 مشاهدة شهرية)، وذلك لحساب عوائد وتقلبات البورصة المصرية⁽¹⁾. بالإضافة إلى مؤشرات تعبر عن تعاملات الأجانب والمصريين - المشتريات والمبيعات - خلال نفس الفترة، فضلاً عن مؤشر سيولة البورصة، وذلك على النحو التالي:

- المتغيرات التابعة

للتعبير عن أداء البورصة المصرية، طبقاً لما استقرت عليه الأدبيات، فإنه سوف يتم استخدام المؤشرات التالية:

1. مؤشر عوائد البورصة الشهرية (Monthly Stock Market Returns)
2. التقلبات في عوائد البورصة الشهرية (Stock Market Volatilities)
3. سيولة البورصة (Stock Market Liquidity)

• بالنسبة لمؤشر عوائد البورصة الشهرية، تم حسابه - كنسبة للتغير- من خلال طرح لوغاريتم مؤشر CASE_30 للشهر الحالي من الشهر السابق له، وذلك طبقاً للصيغة التالية المتعارف عليها في ادبيات البورصة (Campbell, Lo and Mackinley, 1997):

$$R_M = (\ln P_M - \ln P_{M-1})$$

حيث R_M ، يعبر عن العوائد الشهرية للبورصة، والمتغير P_M عن المؤشر الشهري CASE 30.

• وبالنسبة لمؤشر التقلبات في عوائد البورصة الشهرية، فقد تم حسابه من خلال إيجاد الانحراف المعياري البسيط للعوائد اليومية للبورصة لكل شهر من أشهر التحليل، طبقاً للصيغة التالية:

$$\sigma_M = \sqrt{\frac{1}{T-1} \sum_{t=1}^T (r_M - \mu)^2}$$

• وفيما يتعلق بمتغير سيولة البورصة الشهري، فقد تم التعبير عنه بنسبة إجمالي قيمة الأسهم المتداولة إلى رأس المال السوقي الشهري.

- المتغيرات المفسرة، وتشمل:

O تعاملات الأجانب في البورصة المصرية

1. المشتريات الشهرية للأجانب من الأسهم المتداولة في البورصة.
2. المبيعات الشهرية للأجانب من الأسهم المتداولة في البورصة.
3. إجمالي التعاملات الشهرية للأجانب (المشتريات + المبيعات).

O تعاملات المصريين في البورصة المصرية

1. المشتريات الشهرية للمصريين من الأسهم المتداولة في البورصة.
2. المبيعات الشهرية للمصريين من الأسهم المتداولة في البورصة.
3. إجمالي التعاملات الشهرية للمصريين (المشتريات + المبيعات).

يوضح الجدول رقم (5) أهم المقاييس الإحصائية الوصفية للمتغيرات الداخلة في النموذج، حيث يلاحظ أن تعاملات المصريين، سواء بالنسبة لإجمالي التعاملات، أو بالنسبة للمشتريات أو المبيعات تعتبر أكبر حجماً وأكثر تشتتاً من تعاملات الأجانب.

جدول رقم (5) أهم المقاييس الإحصائية الوصفية للمتغيرات الداخلة في النموذج

المقاييس الإحصائية	عوائد البورصة	التقلبات في عوائد البورصة	سيولة البورصة (%)	تعاملات الأجانب (مليون سهم)	تعاملات المصريين (مليون سهم)	مشتريات المصريين (مليون سهم)	مشتريات الأجانب (مليون سهم)	مبيعات الأجانب (مليون سهم)	مبيعات المصريين (مليون سهم)
الوسيط الحاسبي Mean	0.02	0.02	0.02	72.02	325.20	160.95	37.66	34.36	164.25
الوسيط Median	0.01	0.02	0.02	33.81	214.27	106.00	17.35	15.37	106.28
الحد الأعلى Maximum	0.20	0.06	0.07	366.39	1567.92	728.51	238.64	150.80	839.41
الحد الأدنى Minimum	-0.17	0.00	0.01	5.55	67.34	34.57	2.65	2.90	32.77
الانحراف المعياري Std. Dev.	0.08	0.01	0.01	83.94	321.67	156.78	46.91	38.58	165.29
معامل الإلتواء Skewness	0.10	2.14	1.29	1.86	2.03	1.93	2.23	1.61	2.13
معامل التفرطح Kurtosis	2.66	12.75	4.41	5.71	6.75	6.18	7.98	4.38	7.39
عدد المشاهدات Observations	80	80	80	80	80	80	80	80	80

ولتجهيز المتغيرات الداخلة في النموذج القياسي (التابعة والمفسرة)، فقد تم اختيار سكون السلاسل الزمنية من خلال إجراء اختبار ديكي - فولر الموسع (ADF) لجذر الوحدة⁽²⁾. حيث تبين أن المتغيرات التابعة جاءت متكاملة - ساكنة - من الدرجة (صفر). بينما جاءت المتغيرات المستقلة غير ساكنة، لذا تم إيجاد الفروق الأولى لـ لوغاريتم القيم لها لإزالة خصائص عدم السكون وجعلها ساكنة Stationary من الدرجة الأولى)، وذلك على النحو الذي يوضحه الجدول رقم (6)⁽³⁾.

جدول رقم (6) نتائج اختبار جذور الوحدة (سكون السلاسل الزمنية- ديكي فولر الموسع)⁽⁴⁾ (ADF)

إحصائية ديكي فولر الموسع		المتغيرات
المستويات المطلقة	الفروق الأولى	
-6.36	-	عوائد البورصة الشهرية
-5.51	-	التقلبات في عوائد البورصة
-3.76	-	لوغاريتم سيولة البورصة
-2.01	-13.4	لوغاريتم إجمالي تعاملات المصريين
-2.72	-15.2	لوغاريتم إجمالي تعاملات الأجانب
-2.00	-13.5	لوغاريتم مشتريات المصريين
-3.04	-15.3	لوغاريتم مشتريات الأجانب
-2.06	-13.3	لوغاريتم مبيعات المصريين
-2.70	-14.8	لوغاريتم مبيعات الأجانب

القيمة الحرجة لاختبار (ADF) عند مستوى معنوية: 1%، 5%، 10% هي: -3.51، -2.90، -2.59.

نتائج القياس الكمي

أظهر اختبار سكون المتغيرات الداخلة في التحليل أن هناك اختلاف في درجة التكامل بين المتغيرات التابعة والمفسرة، لذا فإنه لم يكن ممكناً إجراء اختبار التكامل المشترك Cointegration بين المتغيرات المستقلة والتابعة، وعليه فقد تم استخدام طريقة انحدار المربعات الصغرى العادية (OLS) لقياس تأثير تعاملات الأجانب على أداء البورصة المصرية - بعد إزالة عدم السكون للمتغيرات المفسرة - كما تم تشغيل المعادلات السابقة بواسطة حزمة البرامج Eviews.

تأثير تعاملات الأجانب على عوائد البورصة وتقلباتها

أظهرت نتائج القياس من خلال إجراء ثلاث معادلات انحدار متعدد لقياس تأثير تعاملات الأجانب على عوائد البورصة المصرية خلال الفترة محل الدراسة، معنوية إحصائية للمتغيرات التالية: إجمالي تعاملات الأجانب في الفترة الحالية، مشتريات الأجانب في الفترة الحالية ومبيعات الأجانب في الفترة الحالية وذلك عند مستويات معنوية تتراوح بين 5%، و 10%، كما أظهر التحليل أيضاً أن متغيرات تعاملات المصريين متمثلة بمبيعات المصريين في الفترة الحالية، وكل من إجمالي تعاملات المصريين السابقة، ومبيعات ومشتريات المصريين السابقة، لها تأثير معنوي على عوائد البورصة المصرية، وذلك عند مستوى معنوية قدره 5%. وقد جاء متغير عوائد البورصة بفترة إبطاء واحدة معنوياً في معظم معادلات القياس بما يتفق مع معظم الأدبيات والدراسات التطبيقية التي تناولت تحليل سلوك عوائد البورصة (حيث الأخبار الجيدة تفضي إلى أخبار جيدة جديدة والعكس صحيح) وذلك على النحو الذي يوضحه الجدول رقم (م1) في الملاحق.

وبالنسبة لفحص مدى معنوية تأثير المتغيرات المعبرة عن تعاملات الأجانب على التقلبات في عوائد البورصة المصرية، اتضح معنوية المتغيرات التالية: إجمالي تعاملات الأجانب بفترة إبطاء واحدة، ومبيعات

الأجانب بفترة إبطاء واحدة، وذلك عند مستوى معنوية قدره 5%. هذا بالإضافة إلى أن متغير التقلبات السابقة لعوائد البورصة بفترة إبطاء واحدة أظهر دوماً معنوية كبيرة في تأثيرها على التقلبات الحالية لعوائد البورصة. ولم يظهر أي تأثير معنوي لتعاملات المصريين على تقلبات عوائد البورصة، وذلك على النحو الذي يوضحه الجدول رقم (م 2) في الملاحق.

تأثير تعاملات الأجانب على سيولة البورصة المصرية

أظهرت النتائج المرتبطة بقياس تأثير تعاملات الأجانب على سيولة البورصة المصرية خلال الفترة محل الدراسة، معنوية المتغيرات التالية: إجمالي تعاملات الأجانب الحالية، مشتريات الأجانب الحالية ومبيعات الأجانب الحالية. كما أظهرت تعاملات المصريين الحالية (المشتريات، المبيعات وإجمالي التعامل) تأثيراً معنوياً واضحاً على سيولة البورصة المصرية. وأظهر متغير سيولة البورصة بفترة إبطاء تأثيراً معنوياً كبيراً على السيولة الحالية للبورصة، وذلك على النحو الذي يوضحه الجدول رقم (م 3) في الملاحق.

اختبار علاقة السببية بين تعاملات الأجانب وتعاملات المصريين في البورصة المصرية

وفقاً لنتائج التحليل السابق، تبين أن بعض المتغيرات المعبرة عن كل من تعاملات المصريين والأجانب أظهرت تأثيراً معنوياً على كل من عوائد وسيولة البورصة خلال فترة التحليل، وبناءً عليه، فإنه يجب التعرف على جوهر علاقة السببية لكل من المتعاملين على الآخر، وما إذا كانت تعاملات الأجانب تقود تعاملات المصريين أم العكس هو الصحيح؟. لذا فقد تم إجراء اختبار السببية لجرانجر بين كل من المتغيرات الستة التالية: إجمالي تعاملات الأجانب، إجمالي تعاملات المصريين، مشتريات المصريين، مشتريات الأجانب، مبيعات المصريين ومبيعات الأجانب.

ونظراً لأن المتغيرات الداخلة في النموذج جاءت متكاملة من الدرجة الأولى - على النحو الذي أوضحه تحليل السكون السابق - لذا يمكن تحليل مدى وجود تكامل مشترك بينهما من خلال إجراء اختبار Granger- Engle test، الذي تبين منه أن متغيرات تعاملات الأجانب والمصريين تتسم بخاصية التكامل المشترك، حيث جاءت سلسلة البواقي ساكنة من الدرجة (صفر) لكل زوج من المتغيرات السابقة.

وعليه فإن النموذج الملائم لاختبار السببية لجرانجر يتمثل في الصيغة القياسية الثنائية لنموذج متجه الانحدار الذاتي Vector autoregression model (VAR) المعدلة بحد تصحيح الخطأ Vector Error Correction (ECM)، وفقاً للصيغة التي تم ذكرها في جزء المنهجية.

يوضح الجدول رقم (7) نتائج الاختبار طبقاً للصيغة السابقة، فمن خلال فحص إحصائية F لعلاقات الثلاث المختلفة. حيث يتبين أن هناك آثار تغذية مرتدة Feed Back Effects بين تعاملات

الأجانب وتعاملات المصريين بأشكالها المختلفة، حيث كل منهما يسبب الآخر، وهي من الدلائل الشائعة في تحليل التعاملات في البورصات. وبمعنى آخر فإنه طبيعة العلاقة بين تعاملات كل من المصريين والأجانب يغلب عليها طبيعة العلاقة التبادلية⁽⁵⁾.

جدول رقم (7) نتائج اختبار السببية لجرانجر المستند إلى نموذج تصحيح الخطأ بين تعاملات المصريين والأجانب في البورصة المصرية

إحصائية F (الفجوة الأولى والثانية) ⁽⁶⁾	فرض العدم
6.38 (0.000)	تعاملات الأجانب لا تسبب تعاملات المصريين
10.79 (0.000)	تعاملات المصريين لا تسبب تعاملات الأجانب
6.24 (0.000)	مشتريات الأجانب لا تسبب مشتريات المصريين
9.78 (0.000)	مشتريات المصريين لا تسبب مشتريات الأجانب
6.74 (0.000)	مبيعات الأجانب لا تسبب مبيعات المصريين
11.9 (0.000)	مبيعات المصريين لا تسبب مبيعات الأجانب

القيمة الحرجة لإحصائية F عند درجات حرية (K) للسطح، ودرجات حرية (N-K+1) للمقام (5، 73) = 2.29 ، 3.17 ، عند مستويي معنوية 5%، 1% على الترتيب، وتعتبر القيم بين الأقواس عن قيمة الاحتمال (P).

النتائج والتوصيات ومضامين السياسة

يتناول هذا الجزء أبرز النتائج التي توصلت إليها الدراسة، كما يستعرض بعض التوصيات لتعظيم الاستفادة، والتقليل من بعض الآثار السلبية الناجمة عن تعاملات الأجانب في البورصة المصرية، وذلك على النحو التالي:

1. أظهر التحليل الكمي وجود بعض الآثار الإيجابية لدخول المستثمرين الأجانب إلى البورصة المصرية وخاصة في ما يتعلق بزيادة العوائد والسيولة بها، إلا أن هناك بعض الآثار السلبية المتمثلة في مسئولية تعاملات الأجانب، وخاصة مبيعاتهم من الأسهم إلى حد ما عن تقلبات البورصة المصرية.
2. أظهر التحليل الكمي أيضاً أن هناك آثار تغذية مرتدة Feed Back Effects - علاقة تبادلية - بالنسبة لطبيعة العلاقة بين تعاملات الأجانب وتعاملات المصريين بأشكالها المختلفة، حيث أن كلا منهما يسبب الآخر.
3. على الرغم من أن دخول المستثمرين الأجانب إلى البورصة المصرية لا يخلو من منافع، حيث يمكن الاستفادة من خبرات المؤسسات المالية والمعرفة الفنية لهم know how، وتدريب الكوادر الوطنية

في المؤسسات المالية الأجنبية للتعرف على أساليب فنية متقدمة في تحليل أداء البورصات. إلا أنه يجب العناية والتركيز في الفترة القادمة على التنظيم الداخلي للبورصة المصرية من خلال ابتكار أدوات وآليات تقلل من مخاطر المتاجرة للسوق وحدة التقلبات صعوداً وهبوطاً، وتمية الدور المؤسسي بالسوق وإضافة نشاط صانع السوق أو المتخصصين بما يساهم في تحقيق التوازن للسوق، وتفعيل سوق السندات، وتقليل تكلفة التعاملات وتسييل الأوراق المالية، وإعادة النظر ومراجعة آليات البيع والشراء في نفس جلسة التداول والشراء الهامشي، وكذلك تنظيم عملية الاكتتاب بما لا يؤثر بالسلب على سيولة البورصة وحجم التعاملات، والعمل على رفع ثقافة التعامل في البورصة وخاصة في ما يتعلق بمزايا الاستثمار طويل الأجل، وتوعية المتعاملين في البورصة بمخاطر إستراتيجية القطيع.

4. ضرورة تطوير نظام معلومات كفوء لتتبع حركة دخول وخروج استثمارات الحافظة، وفترة مكوث وتحويل الأموال الناجمة عن تعاملات الأجانب، وإعداد قائمة بالمضاربين والمقامر من منهم، وإلزام البنوك التجارية بإطار تنظيمي دقيق لتسجيل الاستثمارات في الحافظة وإبلاغ البنك المركزي بها بصفة دورية.

5. إن السؤال الأساسي الذي يهم متخذي القرار، هو "هل تفرض مصر في الوقت الراهن قيوداً على تدفقات الاستثمار في الحافظة وعلى تعاملات الأجانب في البورصة؟" يعتقد الباحث أن الإجابة هي بالنفي. صحيح أن تعاملات الأجانب قد تتسبب في تقلبات البورصة بما يساهم في انهيار الأسعار بالبورصة ويضر بمصالح صغار المستثمرين، فضلاً عن أن خروجهم المفاجئ سوف يضغط على سوق الصرف. إلا أنه من الصعب في الوقت الحالي فرض قيود على تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية خاصة في ظل المناخ العالمي السائد وتعهد مصر بالانفتاح على العالم في إطار برامج الإصلاح الاقتصادي الجارية. فهذا الأمر قد يعطي إشارات سلبية للمستثمرين الأجانب، هذا بالإضافة إلى أن الوضع الحالي المتعلق بتعاملات الأجانب في البورصة المصرية ليس خطيراً، خاصة وأن نسبة الاستثمارات في الحافظة لا تشكل وزناً كبيراً في الحساب الرأسمالي، وأن نسبة تعاملات الأجانب لم تزد حتى الآن عن 30% سنوياً في المتوسط، فضلاً عن أن تعاملات الأجانب تتم بمعظمها من خلال مؤسسات على عكس تعامل المصريين⁽⁷⁾، كما أن سوق المال المصري لم يشهد حالات كبيرة ومتكررة لخروج وقرار الأجانب منه. كذلك فإن هناك الآليات المتاحة حالياً أمام التنفيذيين بالبورصة المصرية (الحدود السعرية - الوقف المؤقت للتعاملات) فضلاً عن التكاليف الكبيرة المصاحبة لفرض القيود نتيجة متطلباتها من الأطر التنظيمية والإدارية والآليات مواجهة التحايل عليها، قد لا توثي ثمارها في بعض الأحوال⁽⁸⁾.

6. يمكن قبول بعض التقلبات الحادثة في البورصة المصرية، على أن تصحح الأوضاع نفسها في الأجل الطويل بعد إتمام تنظيم البورصة وإدخال الآليات وأدوات تؤدي إلى تعميقها ونضجها. ومن ثم لا يتوجب اللجوء إلى القيود إلا في حالة الخطر والضرورة القصوى، وكحل أخير بعد استنفاد كل الجهود المطلوبة لتنظيم وتطوير البورصة، حيث أنه لا يزال ممكناً احتواء تعاملات الأجانب من خلال التنظيم الجيد للبورصة.

7. هناك مجالات بحثية إضافية يجب القيام بها - حال توفر سلاسل زمنية من البيانات التفصيلية - للتمييز بين المستثمر الأجنبي المقيم وغير المقيم، والمستثمر الأجنبي الفرد والمؤسسة، حيث أن مثل هذا التمييز يمكن أن يساعد بشكل كبير على فهم سلوك المستثمرين، وكذلك للتعرف على تأثير تفاوت المعلومات لدى المستثمرين الأجنبي على استراتيجيات المتاجرة المتبعة مثل المتاجرة بالتغذية المرتدة الإيجابية أو طبقاً لسلوك القطيع.
8. وختاماً فإن الدراسة ترى أن تأثير تعاملات الأجنبي على أداء البورصة المصرية يحكمه ثالث (تحرير وتقييد الحساب الرأسمالي، التنظيم الداخلي للبورصة وسلوك تعاملات الأجنبي أنفسهم) والتحدي الحقيقي الذي ينبغي مواجهته، هو الكيفية التي يمكن من خلالها تحويل تعاملات الأجنبي في البورصة المصرية إلى استثمار طويل الأجل.

الهوامش

- (1) يرجع سبب اختيار فترة التحليل من عام 2000 إلى عام 2006، إلى أنها تعد من الفترات النشطة للبورصة المصرية، التي شهدت فيها حركة كبيرة لتعاملات الأجنبي، فضلاً عما تعرضت له البورصة المصرية من تقلبات صعوداً وهبوطاً.
- (2) يعبر عن صيغة ADF بعد إضافة الثابت أو المقطع b_0 كالتالي:

$$\Delta y_t = b_0 + b_1 y_{t-1} + \sum a_j \Delta y_{t-j} + \epsilon_t$$

وفي هذه الحالة يصبح الفرض الصفري $H_0: b_1 = 0$ ، والفرض البديل: $H_1: b_1 \neq 0$ ، ويتم قبول الفرض عندما تكون القيمة المحسوبة (قيمة T) من اختبار ديكي فولتر المطور أقل من القيمة الحرجة المناظرة، التي تظهر مع نتائج الاختبار، وفي هذه الحالة تكون السلسلة غير ساكنة ولا تصلح لاستخدامها في التقدير. بينما يتم قبول الفرض البديل بحيث تكون المتغيرات خالية من جذر الوحدة عندما تكون قيمة T المحسوبة أكبر من القيمة الجدولية، بمعنى أن السلسلة الزمنية تكون ساكنة ويمكن استخدامها في التقدير مباشرة.

(3) إن إيجاد الفروق الأولى للمتغيرات يعتبر أحد الحلول لإزالة خصائص عدم السكون، وخاصة إزالة الاتجاه العام.

(4) تم إجراء اختبار Phillips-Perron Test، وجاءت النتائج متشابهة لاختبار ديكي فولر المطور.

(5) نظراً لأن F المحسوبة أكبر من F الجدولية، لذا يتم رفض الفرض بعدم وقبول الفرض البديل.

(6) تم تحديد الفجوات المثلى لاختبار سببية جرانجر من خلال تطبيق معيار: Akaike Final Prediction Error (FPE) الذي يحدد الفجوات الزمنية المثلى، حيث جاءت الفجوة السادسة هي أمثل الفجوات الزمنية التي تضمن عدم ارتباط البواقي ذاتياً، إلا أنه تم تفضيل اختيار الفجوتين الأولى والثانية لملاءمتها مع طبيعة التعاملات قصيرة الأجل للبورصة المصرية. وفي كلتا الحالتين فقد جاءت النتائج متشابهة.

(7) على سبيل المثال، يلاحظ أنه في يوم 2007/2/1 شكلت تعاملات المؤسسات الأجنبية حوالي 75% من إجمالي تعاملات الأجنبي، في حين بلغت نسبة تعاملات المؤسسات المصرية حوالي 10% من إجمالي تعاملات المصريين.

(8) جدير بالذكر أنه حتى في أيام الهبوط الحادة للبورصة المصرية، لم يخرج المستثمرون الأجنبي منها بشكل كامل، فعلى سبيل المثال، يلاحظ أنه في يومي 14 مارس 2006، و 14 يونيو 2006، سجلت تعاملات الأجنبي صافي مشتريات موجب (معنى أن مشترياتهم تجاوزت مبيعاتهم من الأسهم).

المراجع

- الهيئة العامة لسوق المال، "بيان تطور حركة القيد والتداول بالبورصة"، مركز المعلومات، سنوات مختلفة.
- باري جونسون، (1998)، "تسلسل الإجراءات لتحجير حساب رأس المال"، مجلة التمويل والتنمية.
- جودة عبد الخالق، (1998)، "الاقتصاد المصري والدروس المستفادة من أزمة المكسيك"، مجلة مصر المعاصرة.
- رمزي زكي، (1999)، العولة المالية: الاقتصاد السياسي لرأس المال الدولي الناشر: دار المستقبل العربي.
- صندوق النقد العربي، "قاعدة بيانات أسواق الأوراق المالية العربية: النشرة الفصلية"، 2006.
- عيسى فتحي، (2006)، دعم البورصة المصرية "ورقة عمل قدمت إلى لقاء الخبراء بمعهد التخطيط القومي".
- وزارة المالية، "التقرير المالي الشهري"، ديسمبر 2006.
- هبه عبد المنعم علي، (2006)، "فاعلية القبود على انتقالات رؤوس الأموال في تحقيق أهداف السياسة الاقتصادية الكلية"، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة القاهرة، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، 2006.
- Bacchetta, Philippe and Wincoop, Eric Van (1998). "Capital flows to emerging markets: liberalization, overshooting, and volatility", National Bureau of Economic Research, Working Papers No. 6539.
- Banerjee, Abhijit. (1992). "A Simple Model of Herd Behavior", Quarterly Journal of Economics, vol. 107.
- Chen, Y. (2002) Domestic Investors' Herding Behavior in Reaction to Foreign Trading, 2002 National Taiwan University International Conference in Finance.
- Choe, Hyuk, Bong-Chan Kho, and René M. Stulz (1999), "Do Foreign Investors Destabilize Stock Markets? The Korean Experience in 1997", Journal of Financial Economics, Vol. 54.
- Clark, J. and Berko, E. (1996), "Foreign Investment Fluctuations and Emerging Market Stock Returns: The Case of Mexico", Research Paper from Federal Reserve Bank of New York, November 1996, Number 9635.
- Dahel, R. and B. Laabas. (1998), "The Behavior of Stock Prices in the GCC Markets." Paper presented at the ERF Fifth Annual Conference, August 31-September 2, Tunis, Tunisia.

De Long, J. Bradford, Andrei Shleifer, Lawrence H. Summers, and Robert J. Waldmann. (1990). "Positive Feedback Investment Strategies and Destabilizing Rational Speculation," Journal of Finance, vol. 45, No. 2.

Fischer, Stanley, (1998) "Capital Account Liberalization and the Role of the IMF", Princeton Essays in International Finance, No. 207, Princeton University.

IMF, (2003), "Global Financial Stability Report : Market Developments and Issues", Washington: International Monetary Fund.

IMF, (2006) "Arab Republic of Egypt: 2006 Article IV Consultation—Staff Report", International Monetary Fund.

John Y. Campbell and others (1997), "The Econometrics of Financial Markets", Princeton University Press, New York University.

Kim, E. H. and Singal, V. (1993). "Opening Up of Stock Markets by Emerging Economies: Effect on Portfolio Flows and Volatility of Stock Prices", In Stijn Claessens and Sudarshan Gooptu eds., Portfolio Investment in Developing Countries. World Bank Discussion Paper 228, Washington DC.

Kristin Forbes, (2004) "Capital Flows to Emerging Markets: The Myths and Realities", Council of Economic Advisers & MIT, Dallas Federal Reserve Bank.

Levine, Ross and Sara Zervos. (1996), "Capital Control Liberalization and Stock Market Development ", Policy research working paper 1622 , The World Bank.

Levine, Ross (1997), "Stock Markets, economic development, and Capital Control Liberalization and", investment company institute , perspective , vol.3 , no.5 , December.

Murat Can Adabag, "Behavior and Effects of Foreign Investors on Istanbul Stock Exchange", Università Luigi Bocconi.

Neely, Christopher J (1999), "An Introduction to Capital Controls", Federal Reserve Bank of St. Louis Review, November/December.

Olivier Pierre and Olivier Jeanne, "The Elusive Gains from International Financial Integration", IMF Working Paper, WP/04/74, May 2004.

Paramita, Mukherjee, (2002) "Foreign Institutional Investment in the Indian Equity Market an Analysis of Daily Flows", Money & Finance.

Schwert, G. W. (1989). “Why Does Stock Market Volatility Change Over Time?” The Journal of Finance, Vol. 44.

Stiglitz, Joseph, (2004) “Capital-Market Liberalization, Globalization, and the IMF”, Oxford Review of Economic Policy, Vol. 20, No. 1

Williamson, J. and M. Maher (1998) “A Survey of Financial Liberalization, Essays in International Finance”, No. 211, Princeton, N.J.: International Finance Section, Princeton University.

ملاحق

جدول رقم (1م) نتائج قياس تأثير تعاملات الأجانب والمصريين على عوائد البورصة المصرية

المعادلة الثالثة	المعادلة الثانية	المعادلة الأولى	المتغيرات
0.012 (1.419)	0.012 (1.476)	0.013 (1.456)	الحد الثابت
		0.037 (2.016)	إجمالي تعاملات الأجانب
		0.017 (0.945)	إجمالي تعاملات الأجانب بفترة إبطاء واحدة
		0.028 (1.051)	إجمالي تعاملات المصريين
		0.041 (1.538)	إجمالي تعاملات المصريين بفترة إبطاء واحدة
	0.042 (2.689)		مشتريات الأجانب
	0.018 (1.162)		مشتريات الأجانب بفترة إبطاء واحدة
	0.021 (0.811)		مشتريات المصريين
	0.045 (1.813)		مشتريات المصريين بفترة إبطاء واحدة
0.024 (1.414)			مبيعات الأجانب
0.020 (1.191)			مبيعات الأجانب بفترة إبطاء واحدة
0.046 (1.853)			مبيعات المصريين
0.038 (1.510)			مبيعات المصريين بفترة إبطاء واحدة
0.307 (2.931)	0.313 (3.033)	0.308 (2.943)	عوائد البورصة بفترة إبطاء واحدة
0.21	0.24	0.22	معامل التحديد (R^2)
2.23	2.24	2.23	معامل ديربن واطلسون
79	79	79	عدد المشاهدات

جدول رقم (2م) نتائج قياس تأثير تعاملات الأجانب والمصريين على تقلبات عوائد البورصة المصرية

المتغيرات	المعادلة الأولى	المعادلة الثانية	المعادلة الثالثة
الحد الثابت	0.008 (4.418)	0.008 (4.599)	0.008 (4.337)
إجمالي تعاملات الأجانب	0.001 (0.771) 0.003 0		
إجمالي تعاملات الأجانب بفترة إبطاء واحدة	0.003 (2.062)		
إجمالي تعاملات المصريين	0.000 (0.304)		
إجمالي تعاملات المصريين بفترة إبطاء واحدة	-0.000 (-0.233)		
مشتريات الأجانب		0.000 (0.149)	
مشتريات الأجانب بفترة إبطاء واحدة		0.001 (0.894)	
مشتريات المصريين		0.002 (0.667)	
مشتريات المصريين بفترة إبطاء واحدة		0.001 (0.544)	
مبيعات الأجانب			0.002 (1.473)
مبيعات الأجانب بفترة إبطاء واحدة			0.004 (2.778)
مبيعات المصريين			0.000 (0.418)
مبيعات المصريين بفترة إبطاء واحدة			-0.001 (-0.371)
تقلبات عوائد البورصة بفترة إبطاء واحدة	0.476 (4.509)	0.448 (4.251)	0.488 (4.713)
معامل التحديد (R ²)	0.24	0.21	0.27
معامل ديربن واطسون	2.04	1.99	2.05
عدد المشاهدات	79	79	79

جدول رقم (3) نتائج قياس تأثير تعاملات الأجانب والمصريين على سيولة البورصة المصرية

المتغيرات	المعادلة الأولى	المعادلة الثانية	المعادلة الثالثة
الحد الثابت	-0.897 (-3.091)	-0.897 (-3.091)	-2.884 (-4.578)
إجمالي تعاملات الأجانب	0.263 (3.097)		
إجمالي تعاملات الأجانب بفترة إبطاء واحدة	0.071 (0.857)		
إجمالي تعاملات المصريين	0.253 (2.018)		
إجمالي تعاملات المصريين بفترة إبطاء واحدة	-0.014 (-0.117)		
مشتريات الأجانب		0.236 (3.176)	
مشتريات الأجانب بفترة إبطاء واحدة		0.018 (0.254)	
مشتريات المصريين		0.282 (2.302)	
مشتريات المصريين بفترة إبطاء واحدة		0.067 (0.570)	
مبيعات الأجانب			0.162 (2.232)
مبيعات الأجانب بفترة إبطاء واحدة			0.065 (0.959)
مبيعات المصريين			0.418 (4.106)
مبيعات المصريين بفترة إبطاء واحدة			0.224 (3.340)
سيولة البورصة بفترة إبطاء واحدة	0.766 (10.34)	0.772 (10.44)	0.534 (5.651)
معامل التحديد (R^2)	0.62	0.62	0.66
معامل ديرين وايسون	2.71	2.65	2.45
عدد المشاهدات	79	79	79