معهد التخطيط القومى

سلسلة قضايا التخطيط والتنمية

رقم (٢٩١)

سعر الصرف
وعلاقته بالاستثمارات الأجنبية فى مصر

يوليو ٢٠١٨

جمهورية مصر العربية – طريق صلاح سالم – مدينة نصر – القاهرة – مكتب بريد رقم ١١٧٦٥

A.R.E Salah Salem St. Nasr City , Cairo P.O.Box : 11765

سلسلة قضايا التخطيط والتنمية
رقم (٢٩١)
(سلسلة علمية محكمه)

سعر الصرف وعلاقته بالاستثمارات الأجنبية فى مصر

يوليو ٢٠١٨

لم يسبق نشر هذا البحث أو أي أجزاء منه، ويحظر إعادة نشره في أي جهة أخرى قبل أخذ موافقة المعهد.
"الآراء في هذا البحث تمثل رأى الباحثين فقط "

تقديم

تعتبر سلسة قضايا التخطيط والتنمية أحد القنوات الرئيسية لنشر نتاج معهد التخطيط القومي من دراسات وبحوث جماعية محكمة في مختلف مجالات التخطيط والتنمية. يضم المعهد مجموعة من الباحثين والخبراء متنوعي ومتعددي التخصصات، مما يضيف إلى قيمة وفائدة مثل هذه الدرسات المختلفة التي يتم إجراؤها من حيث شمولية التناول والأخذ فى الاعتبار الأبعاد الاقتصادية، الاجتماعية، البيئة، المؤسسية، والمعلوماتية وغيرها لأي من القضايا محل البحث.

تضمنت الإصدارات المختلفة لسلسلة قضايا التخطيط والتنمية منذ بدئها في عام ١٩٧٧ عدداً من الدراسات التي تناولت قضايا مختلفة تفيد الباحثين والدارسين، وكذا صانعي السياسات ومتخذي القرارات في مختلف مجالات التخطيط والتنمية منها على سبيل المثال لا الحصر: السياسات المالية، السياسات النقدية، الإنتاجية والأسعار، الاستهلاك والتجارة الداخلية، المالية العامة، التجارة الخارجية، قضايا التشغيل والبطالة وسوق العمل، التنمية الإقليمية، آفاق وفرص الاستثمار، السياسات الصناعية، السياسات الزراعية والتنمية الريفية، المشروعات الصغيرة والمتوسطة، مناهج ونماذج التخطيط، قضايا البيئة والموارد الطبيعية، التنمية المجتمعية، قضايا التعليم،...الخ.

تتنوع مصادر وقنوات النشر لدى المعهد إلى جانب سلسة قضايا التخطيط والتنمية، والمتمثلة فى المجلة المصرية للتنمية والتخطيط، والتي تصدر بصفة دورية نصف سنوية، وكذلك كتاب المؤتمر الدولي والذي يضم الأبحاث التي تم قبولها أو مناقشتها في المؤتمر، وسلسلة المذكرات الخارجية، وكراسات السياسات، إضافة إلي ما يصدره المعهد من نشرات علمية تعكس ما يعقده المعهد من فعاليات علمية متنوعة.

وفق الله الجميع لما فيه خير البلاد، والله من وراء القصد...

رئيس المعهد

أ.د. علاء زهران

موجـــز

تتناول الدراسة سعر الصرف وعلاقته بالاستثمارات الأجنبية في مصر، وتركز علي قياس أثر تطورات سعر الصرف الرسمي للجنيه علي تدفقات رؤوس الأموال الي مصر خلال الفترة ١٩٩١-٢٠١٧/١٦، وتفحص الدراسة أثر سعر الصرف الاسمي علي الاشكال المختلفة من تدفقات رؤوس الأموال (المباشرة وغير المباشرة)، وتكشف النتائج التي تم التوصل اليها باستخدام تحليل الانحدار المتعدد أن هناك علاقة معنوية وسلبية هامة بين سعر الصرف الاسمي والاستثمارات الأجنبية المباشرة. ويبين التحليل ان كلا من متغيري الانفتاح التجاري ومتوسط دخل الفرد من الناتج (GDP) من أهم المحددات المفسرة لتدفقات الاستثمارات المباشرة، أيضا تستنتج تحليلات الدراسة ان النمط السائد من الاستثمارات المباشرة في مصر هو ذلك الباحث عن الموارد الطبيعية (البترول) وان الانخفاض في سعر الصرف الاسمي لا يكون في صالح الاستثمارات الأجنبية الموجهة للسوق المحلي.

كذلك تلقي الدراسة الضوء حول اهمية بناء قاعدة معلومات تفصيلية لتوزيع الاستثمارات الأجنبية وفقاً لتوجهها سواء نحو السوق المحلي أو التصدير.

وتوضح **نتائج القياس** للاستثمار غير المباشر، تأثيرات سعر الصرف الاسمي والمحددات الأخرى: الانفتاح التجاري، ربحية الاسهم، الاحتياطيات الدولية، الاستقرار الاقتصادي واليقين علي المؤشر العام للسوق EGX30 ومعاملات الاجانب في سوق الأوراق المالية حيث تبرز العلاقة العكسية بين التغير فى سعر صرف الاسمى للجنيه والمؤشر العام للسوق.

وتلقي الدراسة الضوء علي دلالات النتائج فيما يتعلق بإدارة السياسة النقدية للتخفيف من أثر التغيرات في سعر الصرف الاسمي على التكاليف والأسعار واستقرار النمو، وكذلك للتخفيف من الآثار العكسية التى تمارسها علي تدفقات رؤوس الأموال.

وقد اقترحت الدراسة توسيع نطاق الأدوات المالية والمشتقات لتشجيع المستثمرين على التحوط ضد تذبذات سعر الصرف، وذلك فضلاً عن اجراء العديد من الاصلاحات الاقتصادية في القطاع الحقيقي لتشجيع المدخرات والاستثمارات الخاصة، كذلك التوصية بتحقيق التكامل بين السياستين التجارية والنقدية لتجنب الآثار المعاكسة لصدمات التجارة علي تذبذبات سعر الصرف للجنيه.

الكلمات الدالة:

سعر صرف الإسمى للجنيه، الاستثمارات الأجنبية، السياسة النقدية، تحليل الانحدار المتعدد

Abstract

Exchange rate and its relationship with foreign investments in Egypt

The study empirically investigates the effect of Egypt's nominal exchange rate on capital flows (whether direct or indirect investments) in Egypt over the period 1991-2017. In addition, the study examines the impact the nominal exchange rate exerts on the different forms of capital flows.

The findings from the multiple regression analysis reveal that the nominal exchange rate has a statistically significant negative impact on foreign direct investments to Egypt. The analysis shows that the determinants of trade openness and per capital GDP are the most significant factors. Also, the study concludes that the most predominant pattern of direct investments in Egypt are those of natural resources seeking (in the oil sector). The study finds that the decline in the nominal exchange rate is not in favor of foreign investment that produces for the domestic market. The study highlights the importance of establishing a detailed data base that reveals the distribution of direct investments between export or domestic oriented projects.

As regards foreign indirect investments, the empirical analysis shows the impacts exerted of the nominal exchange rate, and other determinants i.e trade openness, stock earnings, international foreign exchange reserves, economic stability and certainty, on the Egyptian Exchange index EGX30 and foreign transactions in the exchange market. The results show there is a negative relationship between the developments of the nominal exchange rate (pound) and the Egyptian Exchange Index EGX30.

The implications for authorities resulting from the findings include, a monetary policy that mitigates the Egypt's exchange rate changes on costs, prices and growth in an effort to attenuate the adverse subduing effects it has on capital flows in Egypt. Further broadening of financial instruments and derivatives for investors to hedge against exchange rate volatility is impertive. In addition, deep economic reforms at the real sector are advised to encourage savings and private investment. A priority is given to the integration of both the trade and monetary policy to avoid the destabilizing effects of trade shocks on the exchange rate.

فريق الدراسة

أعضاء الهيئة العلمية:

أ.د. فادية عبد السلام (الباحث الرئيسى)

أ.د. محمود عبد الحى صلاح

د. حجازى الجزار

د. أحمد رشاد الشربينى

د. فاطمة خميس الحملاوى

أعضاء الهيئة العلمية المعاونة:

أ. ثريا محمد محمد حسين

فهرس المحتويات

م	البيـــــــان	رقم الصفحة
	المقدمة	١-٤
١	**الفصل الأول: الملامح العامة للاستثمار الأجنبي المباشر وغير المباشر**	٥
	(١-١) مفاهيم الاستثمار الأجنبى المباشر وغير المباشر وأهميته وأشكاله ووضعه فى النظرية الاقتصادية	٦
	(١-١-١) تعريف الاستثمار الإجنبي المباشر	٦
	(١-١-٢) أشكال الاستثمار الاجنبي المباشر	٦
	(١-١-٢-١) الاستثمار الباحث عن الثروات الطبيعية	٦
	(١-١-٢-٢) الاستثمار الباحث عن الأسواق	٧
	(١-١-٢-٣) الاستثمار الباحث عن الكفاءة في الاداء	٧
	(١-١-٢-٤) الاستثمار الباحث عن أصول استراتيجية	٧
	(١-١-٣) أهم النظريات الخاصة بالاستثمار الاجنبي المباشر	٨
	(١-١-٣-١) النظرية الكلاسكية والنيوكلاسيكية	٨
	(١-١-٣-٢) النظرية الحديثة	٩
	(١-١-٤) الإطار النظرى للاستثمار الأجنبى غير المباشر	١٣
	(١-١-٤-١) مفهوم الاستثمار الأجنبى غير المباشر	١٣
	(١-١-٤-٢) أنواع الاستثمار الاجنبى غير المباشر	١٤
	(١-١-٤-٣) مزايا وسلبيات الاستثمار الاجنبى غير المباشر	١٥
	(١-١-٤-٤) مخاطر الاستثمار الاجنبى غير المباشر	١٦
	(١-١-٤-٥) تأثير الاستثمار الاجنبى غير المباشر على النمو الاقتصادى	١٧
	(١-٢) الإطار المؤسسى والتشريعى المحدد لجذب الاستثمار فى مصر	١٩
	(١-٢-١) مداخل تحسين بيئة الأعمال فى مصر	٢٣
	(١-٢-٢) قانون الاستثمار الجديد رقم ٢٠١٧/٧٢	٢٣
	(١-٢-٣) الإجراءات الإصلاحية التى تم اتخاذها وتؤثر على مناخ الاستثمار	٢٤
	(١-٣) تطور تدفقات الاستثمار الأجنبى المباشر وغير المباشر	٢٧
	(١-٣-١) تطور تدفقات الاستثمار الأجنبى المباشر	٢٧
	(١-٣-٢) الاتجاهات القطاعية فى توزيع تدفقات الاستثمار الأجنبى المباشر	٢٩
	(١-٣-٢-١) تتنوع القطاعات الاقتصادية التى يساهم فيها الاستثمار الأجنبى المباشر فى مصر	٢٩
	(١-٣-٢-٢) وطبقا للغرض من الاستثمار يبين توزيع الاستثمارات الأجنبية المباشرة وفقاً للقطاعات الكلية	٣٠
	(١-٣-٢-٣) أهم مؤشرات سوق الأوراق المالية	٣٢

م	البيـــــــان	رقم الصفحة
٣	**الفصل الثانى: الإطار النظرى والمفاهيمى للعلاقة بين سعر الصرف والاستثمارات الأجنبية**	٣٦
	(٢-١) ملاحظات تمهيدية حول مفهوم سعر الصرف	٣٧
	(٢-٢) أنواع سعر الصرف	٣٨
	(٢-٢-١) سعر الصرف الإسمى	٣٨
	(٢-٢-٢) سعر الصرف الفعال	٣٨
	(٢-٢-٣) سعر الصرف الحقيقى	٣٩
	(٢-٢-٤) سعر الصرف الحقيقى الفعال	٤٠
	(٢-٣) سعر الصرف الأجنبى وعلاقته بتدفقات الاستثمار الأجنبى الداخلة والخارجة	٤٢
	(٢-٣-١) علاقة سعر الصرف بتدفقات الاستثمار الأجنبى الداخلة والخارجة	٤٣
	(٢-٣-٢) خصائص سوق الصرف والأطراف الفاعلة فيه	٤٤
	(٢-٣-٣) مجالات الاستثمار الاجنبى والإطار التنظيمى	٤٥
	(٢-٣-٤) نوع الاستثمار	٤٧
	(٢-٣-٥) نوع العائد على الاستثمار الاجنبى	٤٧
	(٢-٤) تأثير سعر الصرف فى مصر على تدفقات الاستثمار الأجنبى الداخلة والخارجة	٤٩
٣	**الفصل الثالث: دراسة بعض التجارب الدولية فى مجال تدفقات الاستمارات الأجنبية وعلاقتها بسعر الصرف**	٥٥
	(٣-١) الأزمات الآسيوية وآثارها على سياسات سعر الصرف	٥٦
	(٣-٢) ترتيبات سعر الصرف فى الدول النامية وتطورها	٥٨
	(٣-٣) العلاقة بين سعر الصرف والاستثمار الأجنبى المباشر	٦٠
	(٣-٤) تقلبات سعر الصرف وأثرها على تدفقات الاستثمار الأجنبى المباشر	٦٢
	(٣-٥) سعر الصرف وعلاقته بالاستثمار الأجنبى غير المباشر	٦٢
	(٣-٦) ترتيبات سعر الصرف فى دول نامية مختارة وأثرها على تدفقات الاستثمرات الأجنبية	٦٣
	(٣-٦-١) تجربة الصين في مجال جذب الاستثمارات الأجنبية	٦٤
	(٣-٦-٢) تجارب بعض دول أمريكا اللاتينية (البرازيل، المكسيك وشيلي)	٧١
٤	**الفصل الرابع: أثر تغير سعر صرف الجنيه المصرى على تدفقات الاستثمارات الأجنبية المباشرة إلى مصر خلال الفترة (١٩٩١-٢٠١٦)**	٧٨
	(٤- ١) الدراسات التطبيقية السابقة فى مجال الدراسة	٧٩

م	البيـــــــــــان	رقم الصفحة
	(٤-٢) التحليل الوصفى لسلوك سعر صرف الجنيه المصرى والاستثمار الأجنبى المباشر الوارد إلى مصر خلال الفترة محل الدراسة	٨٢
	(٤-٢-١) الفترة (١٩٩١-٢٠٠٠)	٨٢
	(٤-٢-٢) الفترة (٢٠٠١-٢٠٠٣)	٨٤
	(٤-٢-٣) الفترة (٢٠٠٣- ٢٠١٥)	٨٥
	(٤-٣) قياس العلاقة بين سعر صرف الجنيه المصرى وتدفق الاستثمار الأجنبى المباشر إلى مصر خلال (١٩٩١-٢٠١٦)	٨٨
	(٤-٣-١) توصيف النموذج	٨٩
	(٤-٣-١-١) الهيكل العام للنموذج المقترح	٨٩
	(٤-٣-١-٢) قاعدة بيانات النموذج	٩٠
	(٤-٣-١-٣) الصيغة الدالية للنموذج	٩٢
	(٤-٣-٢) النتائج التطبيقية لعملية القياس:	٩٢
	(٤-٣-٢-١) نتائج اختبارات الكشف عن استقرار السلاسل الزمنية:	٩٢
	(٤-٣-٢-٢) نتائج التحقق من وجود التكامل المتناظر باستخدام اختبار الحدود Bounds Test:	٩٤
	(٤-٣-٢-٣) نتائج تقدير معلمات النموذج فى الأجل الطويل	٩٤
	(٤-٣-٢-٤) نتائج تقدير نموذج تصحيح الخطأ (التوازن فى الأجل القصير)	٩٧
	(٤-٣-٢-٥) الإختبارات التشخيصية للحكم على جودة النموذج واستقراره:	٩٧
	(٤-٣-٢-٥-١) اختبار Bruesh-GoldFrey (LM- Stat) للكشف عن وجود مشكلة ارتباط ذاتى بين البواقى Serial Correlation	٩٧
	(٤-٣-٢-٥-٢) اختبار Bruesh- Pagan GoldFrey Test للكشف عن وجود مشكلة عدم ثبات التباين Heteroskedasticity	٩٨
	(٤-٣-٢-٥-٣) اختبار استقرارية النموذج Stability Test	٩٨
٥	**الفصل الخامس: أثر تغير سعر صرف الجنيه المصرى على جذب الاستثمارات الاجنبية غير المباشر**	١٠٠
	(٥-١) مراجعة للأدبيات الاقتصادية الخاصة بالعلاقة بين سعر الصرف وسوق الأوراق المالية	١٠٤
	(٥-٢) التعرف علي أهم الدراسات في مجال علاقة سعر الصرف وأداء الأسواق المالية	١٠٧
	(٥-٣) التطور فى سوق الأوراق المالية واسعار الصرف الجنيه المصرى	١١٣

م	البيان	رقم الصفحة
	(٥-٤) قياس العلاقة بين سعر صرف الجنيه المصرى وأداء سوق الأوراق المالية	١١٧
	(٥-٤-١) منهجية القياس	١١٧
	(٥-٤-٢) النموذج المستخدم	١١٨
	(٥-٤-٣) نتائج القياس	١٢١
	(٥-٤-٣-١) تأثير تغيرات سعر صرف الجنيه المصري على مؤشرات أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية المصرية	١٢١
	(٥-٤-٣-٢) تأثير تغيرات سعر صرف الجنيه المصري وبقية المتغيرات الاقتصادية الأخرى علي سوق الأوراق المالية في مصر	١٢٥
	(٥-٥) ملاحظات حول أهم نتائج القياس	١٣٣
٦	ملاحظات ختامية	١٣٥
٧	ملخص الدراسة	١٣٨
٨	قائمة المراجع	١٤٩
٩	قائمة الملاحق	١٦٠

قائمة الجداول

رقم الجدول	عنوان الجدول	رقم الصفحة
(١-١)	الأهمية النسبية للقطاعات الاقتصادية المختلفة فى توزيع الاستثمارات الأجنبية المباشرة	٣١
(١-٢)	الأهمية النسبية للقطاعات الكلية فى توزيع الاستثمار الأجنبى المباشر	٣١
(١-٣)	تطور مؤشرات سوق الأوراق المالية منذ الأزمة المالية العالمية من ٢٠١٦/١٥	٣٣
(٣-١)	ترتيبات سعر الصرف (٢٠٠٨ - ٢٠١٦) % من الدول الأعضاء في صندوق النقد الدولي	٦٠
(٣-٢)	تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الصين وأسعار الصرف في الفترة (١٩٩٥-٢٠١٥)	٦٩
(٣-٣)	تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر إلى البرازيل وأسعار الصرف في الفترة (١٩٩٥-٢٠١٥)	٧٢
(٤-١)	تطور سعر صرف الجنيه المصري وتدفق الاستثمار الأجنبي المباشر خلال (١٩٩١-٢٠١٦)	٨٧
(٤-٢)	المتغيرات الاقتصادية الكلية المستخدمة في عملية القياس ومصادر بياناتها	٩١
(٤-٣)	نتائج إختبار جذر الوحدة Unit Root test باستخدام اختبار ديكى فولر الموسع (ADF)	٩٣
(٤-٤)	نتائج إختبار منهج الحدود Bounds test للكشف عن وجود التكامل المشترك	٩٤
(٤-٥)	نتائج تقدير معلمات النموذج فى الاجل الطويل فى مصر خلال الفترة ٢٠١٦/٩١	٩٦
(٤-٦)	نتائج تقدير نموذج تصحيح الخطأ التوازن فى الاجل القصير وفقا لنموذج ARDL	٩٧
(٤-٧)	نتائج اختبار Bruesh-Gold Frey(LM-Stat)	٩٨
(٤-٨)	نتائج اختبار Bruesh-Pagan Gold Frey Test	٩٨
(٥-١)	مقارنة بين معامل التحديد ومعامل الارتباط للعلاقة بين معدلات الصرف والمؤشر الرئيسى لسوق الأوراق المالية فى عدد من الدول المتقدمة والنامية	١٢٣
(٥-٢)	معاملات المتغيرات المفسرة فى النموذج خلال الفترة من عام ٢٠٠٣/٢٠٠٤-٢٠١٦/٢٠١٧	١٢٦
(٥-٣)	معاملات المتغيرات المفسرة فى النموذج خلال الفترة من عام ٢٠٠٣/٢٠٠٤-٢٠١٦/٢٠١٧	١٣١

قائمة الأشكال

رقم الشكل	عنوان الشكل	رقم الصفحة
(١-١)	ترتيب مصر في مؤشر التنافسية العالمي في الأعوام الثلاث الأخيرة وفي عام ٢٠١٧.	٢٠
(١-٢)	تحسن ترتيب مصر في مجموعة مؤشرات (المتطلبات الأساسية) و(محفزات الكفاءة) و(عوامل تطور الإبداع والابتكار) بشكل كبير في عام ٢٠١٧.	٢١
(١-٣)	صافى تدفقات الاستثمار الأجنبى المباشر	٢٨
(١-٤)	معدل نمو صافى تدفقات الاستثمار المباشر (%)	٢٨
(٢-١)	التغيرات القياسية فى الاحتياطيات الدولية وسعر صرف الجنيه المصري خلال (٢٠٠٠-٢٠١٦) باعتبار ٢٠٠٠=١٠٠	٤٢
(٣-١)	معدلات تغير تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الصين وسعر الصرف في الفترة ١٩٩٥-٢٠١٥	٧٠
(٣-٢)	معدلات تغير تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر إلى البرازيل وسعر الصرف في الفترة ١٩٩٥-٢٠١٥	٧٣
(٤-١)	التغيرات القياسية فى سعر صرف الجنيه المصرى_وتدفق الاستثمار الأجنبي المباشر خلال (١٩٩١-٢٠١٦) باعتبار ١٩٩١=١٠٠	٨٨
(٤-٢)	نتائج اختبار المجموع الكلى التراكمى CUSUM	٩٩
(٤-٣)	نتائج اختبار المجموع الكلى للمربعاتCUSUMSQ	٩٩
(٥-١)	تغير سعر صرف الجنيه المصرى وقيمة مؤشر EGX30 خلال الفترة ٢٠٠٤-٢٠١٧	١٢٢

قائمة الملاحق

م	البيـــــــان	رقم الصفحة
	ملاحق الفصل الأول	
١	تطوير توزيعات تدفقات الاستثمار المباشر قطاعيا ووفقا للقنوات الرئيسية لهذه التدفقات (٢٠٠٧/٦ – ٢٠١٧/١٦)	١٦١
٢	ترتيب مصر فى مؤشر التنافسية العالمى خلال الفترة ٢٠٠٩-٢٠١٧	١٦٢
٣	نقاط الضعف في المؤشرات الخاصة بمصر في ٢٠١٨/٢٠١٧	١٦٣-١٦٤
٤	التغيرات فى سياسات الاستثمار الوطنية (بدلالة عدد الإجراءات)	١٦٤
	ملاحق الفصل الثانى	
١	تطور الاحتياطيات الدولية وسعر صرف الجنيه المصري خلال الفترة (٢٠٠٠-٢٠١٦)	١٦٥
	ملاحق الفصل الرابع	
١	المتغيرات الاقتصادية الكلية المستخدمة فى عملية القياس	١٦٦
٢	نتائج اختبار جذر الوحدة لمتغير الاستثمار الأجنبى المباشر FDI	١٦٧
٣	نتائج اختبار جذر الوحدة لمتغير متوسط نصيب الفرد من الناتج المحلى الإجمالى (GDPpc)	١٦٧
٤	نتائج اختبار جذر الوحدة لمتغير سعر الصرف الأسمى للجنيه المصرى مقابل الدولار الأمريكي	١٦٧
٥	نتائج اختبار جذر الوحدة لمتغير معدل التضخم السنوي	١٦٨
٦	نتائج اختبار جذر الوحدة لمتغير سعر الفائدة على الإقراض	١٦٨
٧	نتائج اختبار جذر الوحدة لمتغير درجة الانفتاح التجارى	١٦٨
٨	نتائج اختبار جذر الوحدة لمتغير نسبة الانفاق العام الاستثمارى إلى الناتج المحلى الإجمالى	١٦٩
٩	نتائج اختبار جذر الوحدة للمتغير الصورى	١٦٩
١٠	نتائج الكشف عن وجود التكامل المشترك باستخدام اختبار منهج الحدود	١٦٩
١١	نتائج تقدير العلاقة بين متغيرات النموذج فى الأجل الطويل فى مصر خلال الفترة (١٩٩١-٢٠١٦)	١٧٠
١٢	نتائج تقدير العلاقة قصيرة الأجل بين بين متغيرات النموذج	١٧٠
١٣	نتائج اختبار Bruesh-GoldFrey (LM- Stat)	١٧١
١٤	نتائج اختبار Bruesh- Pagan GoldFrey Test	١٧١
١٥	نتائج تقدير العلاقة بين متغيرات النموذج فى الأجل الطويل فى مصر خلال الفترة (١٩٩١-٢٠١٦) وذلك بإدخال متغير سعر الصرف الحقيقى واستبعاد متغير معدل التضخم السنوي	١٧١
١٦	نتائج تقدير العلاقة قصيرة الأجل بين بين متغيرات النموذج وذلك بإدخال متغير سعر الصرف الحقيقى واستبعاد متغير معدل التضخم السنوى	١٧٢
	ملاحق الفصل الخامس	
١	نتائج نموذج الانحدار البسيط	١٧٣
٢	نتائج نموذج الانحدار المتعدد	١٧٤

تقديم

فى ظل اتجاه بعض الدول النامية إلى تقليص الاعتماد على المديونية الخارجية وتقليل حجم المساعدات الخارجية إليها يعتبر الاستثمار الأجنبى أفضل من اللجوء إلى الاقتراض من العالم الخارجى لتوفير العملات الأجنبية ودعم سعر صرف العملات الوطنية، ولا تحظ مصر بمكانة أو قدرة متميزة فى جذب الاستثمار الأجنبى سواء استثمارات مباشرة أو غير مباشرة ويعود ذلك إلى العديد من الأسباب قد يكون منها تطورات سعر صرف العملة الوطنية أو مناخ الاستثمار والأعمال أو غيرها من الأسباب. ويسود الاعتقاد بأن تدفقات الاستثمار الأجنبى الواردة إلى مصر لا تتحرك فقط بدافع البحث عن الموارد الطبيعية أو البشرية ولكن بالثقة فى الاقتصاد واستقراره على مستوى متغيراته الكلية (الأساسيات الاقتصادية)*.

والاعتبار الأساسى للدراسة ينطلق من أن التغير فى سعر صرف الجنيه المصرى قد يزيد من تكاليف الصفقات ومخاطر التغطية من تقلبات العملة أمام المستثمر الأجنبى، ويقلل من المكاسب المحتملة المترتبة على التنويع الدولى لمصادر التمويل، والتى قد تمارس أثراً إنكماشياً على تدفق الموارد إلى الداخل. هذا فضلاً عن حقيقة أن التقلبات فى سعر صرف العملة المحلية قد تؤثر على اكتشاف والتنبؤ بأسعار الأصول بما يعوق قدرة المستثمر على اتخاذ القرارات حول هيكل الحوافظ portfolio وتقييم العوائد ومعدلات الأرباح إذا كانت استثماراته فى مشروعات بعينها.

وبالأخذ فى الاعتبار ذلك فإنه من الأهمية الربط بين تطور سعر صرف العملة الوطنية (الجنيه) وتدفقات رؤوس الأموال إلى داخل مصر وفحص طبيعة العلاقة من حيث درجتها ومستواها والاستفادة من التجارب الدولية فى هذا الشأن. هذه الرغبة فى التعرف على علاقة سعر صرف الجنيه المصرى بتدفقات رؤوس الأموال الواردة سواء استثمارات مباشرة أو حوافظ مالية تتيح رؤية لمتخذى القرار حول ما إذا كان المستثمرون الدوليون يأخذون فى اعتبارهم التغيرات فى سعر الصرف عند توجيه أموالهم نحو أسواق رأس المال فى مصر أم لا ؟. وتبرز مشكلة الدراسة فى معرفة الكيفية التى يؤثر بها سعر العملة المحلية صعوداً وهبوطاً فى تحديد التطورات فى قيمة تدفقات رؤوس الأموال الواردة إلى مصر.

فى ضوء السياق السابق فإن اتجاه هذه العلاقة وتحديد المتغيرات الأخرى المؤثرة فيها يمكن أن يساعد صناع القرار نحو اختيار أدوات الاستجابة المناسبة لتحقيق استدامة هذه التدفقات والحفاظ عليها باعتبار أهميتها بالنسبة للاقتصاد المصرى وبما يساعد على تحقيق حسن صياغة وتوصيف للسياسات والاجراءات.

* يقصد بالأساسيات الاقتصادية: معدل الاستثمار، معدل الإنتاجية، درجة الانفتاح التجارى، معدلات التبادل الدولى، صافى الأصول الأجنبية...ألخ.

أهداف الدراسة

للتعرف نظرياً وتطبيقياً على طبيعة علاقة سعر صرف الجنيه المصرى بالاستثمارات الأجنبية الواردة إلى الاقتصاد المصرى سواء الاستثمارات المباشرة أو استثمارات المحافظ المالية، وبشكل محدد تسعى الدراسة للإجابة على التساؤلات التالية:

- ما هو إتجاه ومستوى استجابة تدفقات رؤوس الأموال سواء استثمارات مباشرة أم غير مباشر لتغير سعر الصرف فى مصر؟ وهل تأثير تغيرات سعر الصرف على هذه التدفقات سيعتمد على شكل تدفقات رؤوس الأموال؟ وهل تصورات المستثمر الدولى بخصوص مخاطر الاستثمار ستتأثر بتغيرات سعر الصرف فى مصر؟

أهداف أكثر تفصيلاً :

- التعرف على مفاهيم سعر الصرف والاستثمار الأجنبى والمراجعة المختصرة لأهم نظريات الاستثمار الأجنبى وأشكاله.
- التعرف على تطور تدفقات الاستثمارات الأجنبية المباشرة وغير المباشرة إلى مصر وأهم القطاعات الجاذبة للاستثمار الأجنبى ومستوى جودة المناخ الاستثمارى قبل وبعد قرار التعويم.
- تحليل انعكاسات التغيرات فى سياسة سعر الصرف للعملة الوطنية (الجنيه) على تدفق الاستثمارات الأجنبية المباشرة وغير المباشرة.
- دراسة بعض التجارب الدولية فى تحرير أسعار الصرف الوطنية وجدواها فى جذب الاستثمارات المباشرة وغير المباشرة.

خطوط الدراسة

تنقسم الدراسة إلى خمسة فصول بخلاف النتائج والاستخلاصات والملاحظات الختامية:

- **الفصل الأول:** ويتناول مفاهيم الاستثمار الأجنبى ويقدم مراجعة مختصرة للأدبيات النظرية حول العلاقة بين سعر الصرف وتدفقات رؤوس الأموال، وكذلك يستعرض بعض جوانب مناخ الاستثمار فى مصر، ثم يستعرض تطور هذه التدفقات إجمالياً وقطاعياً وفقاً لنوعها سواء استثمارات مباشرة أم غير مباشرة، وتقوم بإعداده **أ.د. فادية محمد أحمد عبد السلام.**

- **الفصل الثانى:** ويستعرض المفاهيم المختلفة لسعر الصرف وحدود استخدامها ودلالاتها بالنسبة لتدفقات الاستثمار الأجنبى المباشر وغير المباشر، ويتناول طبيعة العلاقة بين سعر الصرف وتدفقات الاستثمار الأجنبى من حيث خصائص سوق الصرف والأطراف الفاعلة، وينتهى بتقديم ملاحظات تحليلية لأهم معالم سوق ونظام الصرف الأجنبى فى مصر منذ ٢٠٠٣ وحتى أواخر

عام ٢٠١٦ (ما أطلق عليه التعويم للجنيه المصرى)، ويقوم بإعداد هذا الفصل **أ.د. محمود عبدالحى صلاح.**

- **الفصل الثالث:** ويهتم بدراسة بعض التجارب الدولية فى مجال تدفقات الاستثمارات الأجنبية وعلاقتها بسعر الصرف، ويركز على تجارب كل من الصين والبرازيل والمكسيك باعتبارها دول مرت بأزمات اقتصادية أعقبها تحول اقتصادى فضلاً عن انتمائها لنفس شريحة الدخل ومستوى التنمية الاقتصادية مثل مصر وفقاً لتقرير التنافسية العالمية (٢٠١٨/٢٠١٧)، حيث يتطرق للأزمات الآسيوية وآثارها على سياسات سعر الصرف وترتيباتها وكذلك اتجاه التدفقات وأنماطها فى الدول عينة الدراسة، وتقوم بإعداد هذا الفصل **د. فاطمة خميس الحملاوى.**

- **الفصل الرابع:** ويستهدف قياس وزن تأثير المتغيرات الرئيسية سيما سعر صرف الجنيه المصرى المؤثرة على تدفق الاستثمار الأجنبى المباشر، وكذلك يستعرض العديد من الدراسات التطبيقية بهدف اختبار المنهجية وطرق التقدير، ويهتم كذلك بالتحليل الوصفى لسلوك سعر صرف الجنيه خلال ثلاث فترات زمنية وعلاقته بالاستثمارات المباشرة الواردة إلى مصر خلال نفس الفترة ثم يستخدم نموذج الإنحدار الذاتى للفجوات الزمنية الموزعة ARDL الذى يعتمد على تحليل السلاسل الزمنية فى إطار منهج الحدود ثم ينتهى إلى مجموعة من نتائج القياس حيث يقوم بتحليلها وتفسيرها، ويقوم بإعداد هذا الفصل **د. أحمد رشاد الشربينى.**

- **الفصل الخامس:** يهتم الفصل بصفة أساسية بفحص العلاقة بين تطور سعر صرف الجنيه المصرى وبين تطور مؤشرات سوق الأسهم والسندات فى الاقتصاد الوطنى: بالتركيز على المؤشر العام لسوق الأوراق المالية وتعاملات الأجانب، ولتحقيق ذلك استعرض أهم الدراسات فى مجال علاقة سعر الصرف بأداء سوق الأوراق المالية ثم استخدم نموذج إنحدار متعدد لبيان العلاقة بين سعر الصرف وأداء سوق الأوراق المالية ثم كرس باقى الفصل للتحليل والتمثيل والتفسير للنتائج القياسية، وقد قام بإعداد هذا الفصل **د. حجازى الجزار**، ويساعد فى إعداد البيانات والمعلومات والتمثيل البيانى فى الدراسة أ. ثريا حسين.

وهكذا يتضح لنا من السياق السابق للأهداف الرئيسية للدراسة وفصولها أن المنهجية المتبعة هى مزيج من المنهج الوصفى التحليلى ومنهج التحليل الكمى المستند إلى دراسات تطبيقية، مع ملاحظة أن سعر الصرف الأسمى وليس الحقيقى هو المستخدم والمعتمد فى الفصلين الرابع والخامس سواء تعلق بالاستثمار المباشر أو بالاستثمار غير المباشر، وهو المفهوم الأكثر اتساقاً مع المتطلبات الواقعية لإدارة وتنمية العلاقات الاقتصادية وتدفقات الاستثمار المباشر وغير المباشر، أما المفاهيم الأخرى لسعر الصرف والتى ورد الحديث عنها فى سياق الفصل الثانى فلها أهميتها فى تقييم المراكز التنافسية النسبية،

وفى الوصول إلى سياسات لإدارة سعر الصرف الأسمى على النحو المناسب ويبدو هذا المفهوم أكثر اتساقاً مع نتائج احدى الدراسات التطبيقية [1] لقياس التذبذب فى اسعار الصرف باستخدام نموذج ARCH بالنسبة لمجموعة الدول الصناعية مقابل مجموعة الدول النامية، حيث لم تتوصل الدراسة المشار إليها إلى فروق ملموسة بين النتائج فى الحالتين (بالاعتماد فى القياس للتذبذب على سعر الصرف الاسمى والحقيقى) فضلاً عن تأكيدها على وجود علاقة ارتباط بين المتغيرين سعر الصرف الحقيقى والأسمى تصل إلى ٠,٩٢.

ويأمل **فريق الدراسة** أن تكون هذه الدراسة قد أسهمت على نحو فعال بما توصلت إليه من نتائج وما طرحته من مقترحات فى مساعدة صانعى القرار نحو اتخاذ السياسات والإجراءات المناسبة بما يجذب تدفقات الاستثمار الأجنبى إلى الاقتصاد المصرى ويتفادى ظاهرة هروب أو انسحاب رؤوس الأموال.

الباحث الرئيسى

أ.د. فادية عبد السلام

[1] Mckenzie, M.D. and Brooks, R.D (1997). The impact of exchange rate volatility on Jerman-US trade flows, Journal of International Financial Markets, Institutions and Money, 7 (1), 73-87.

الفصل الأول

الملامح العامة للاستثمار الأجنبي المباشر وغير المباشر *

تمهيد:

يستهدف هذا الفصل التعرف علي مفاهيم الاستثمار الأجنبي المباشر وغير المباشر وأهميته وأشكاله وذلك من خلال التعرف علي ماهيته، ووضع الاستثمار الأجنبي في النظرية الاقتصادية سواء التقليدية أو غير التقليدية، ثم ينتقل **القسم الثانى** إلى استعراض ما يخص مناخ الاعمال من قانون الاستثمار الجديد ٢٠١٥ وحتى قانون ٧٢ لسنة ٢٠١٧ ومؤشرات تطور هذا المناخ ورؤية رجال الاعمال حول أهم معوقات الاستثمار في مصر وفقاً للدراسة الاستقصائية التى اعدها المنتدى الاقتصادي العالمي في إطار تقرير التنافسية العالمية لعامى (٢٠١٧/١٦، ٢٠١٨/١٧)، ويخصص **القسم الثالث** من الفصل الي الوقوف علي شكل تطور تدفقات الاستثمار الاجنبي من حيث اتجاهاته القطاعية ونسبة مساهمته في القطاعات المختلفة.

* قام بإعداد هذا الفصل أ.د. فادية محمد احمد عبد السلام – مركز العلاقات الاقتصادية الدولية ، معهد التخطيط القومى .

(١-١) مفاهيم الاستثمار الأجنبى المباشر وغير المباشر وأهميته وأشكاله ووضعه فى النظرية الاقتصادية

(١-١-١) تعريف الاستثمار الإجنبي المباشر[١]

بأنه قيام شركة أو منشأة ما بالاستثمار في مشروعات تقع خارج حدود الوطن الأم بهدف ممارسة قدر من التأثير علي عمليات تلك المشروعات ويمكن أن يتخذ الاستثمار الاجنبي المباشر اشكالاً عديدة كإنشاء مشروع جديد بالكامل أو تملك أصول منشأة قائمة او من خلال عمليات الدمج والتملك ويعرف صندوق النقد الدولي الاستثمار الاجنبي بأنه مباشر حين يمتلك المستثمر ١٠% او اكثر من أسهم رأسمال احدى مؤسسات الاعمال علي ان ترتبط هذه الملكية بالقدرة علي التأثير في ادارة المؤسسة وبهذا يختلف عن الاستثمار في المحافظ والصناديق الاستثمارية التى تقوم بشراء اصول الشركات بهدف تحقيق عائد مالي دون التحكم في ادارتها.

أما الاستثمار الأجنبي في الأوراق المالية، فينطوى علي تملك الافراد او الهيئات او الشركات علي بعض الأوراق المالية دون ممارسة اى نوع من الرقابة او المشاركة في تنظيم وإدارة المشروع الاستثمارى ويعتبر الاستثمار في الأوراق المالية استثمار قصير الاجل أى أن التفرقة بين الاستثمار الاجنبي المباشر وغير المباشر تعتمد علي استخدام معيار المراقبة والسيطرة اى المشاركة في اتخاذ القرارات والرقابة علي المؤسسة وفي حالة محفظة الأوراق المالية [٢] تتألف قاعدة المستثمرين من مؤسسات استثمارية (مثل شركات ميريل لنش، ومورجان ستانلي) في مجال استثمار محفظة الأوراق بينما المستثمرون في مجال الاستثمار الاجنبي المباشر، فهم عبارة عن شركات عابرة للقوميات مثل شل وايزون وكوك ونستلة...

(١-١-٢) أشكال الاستثمار الاجنبي المباشر يمكن تصنيفها وفق المحددات التالية:

(١-١-٢-١) **الاستثمار الباحث عن الثروات الطبيعية فى قطاع التعدين** حيث تسعي العديد من الشركات المتعددة الجنسيات نحو الاستفادة من الموارد الطبيعية والخامات وخاصة في مجالات البترول والغاز والعديد من الصناعات الاستخراجية الأخرى، وينطوى هذا النوع على زيادة الصادرات من المواد الاولية وزيادة الواردات من السلع الرأسمالية ومدخلات الانتاج الوسيطة والمواد الاستهلاكية ويعتبر هذا

---

[١] محمد سعيد بسيوني، أثر الاستثمار الاجنبي المباشر علي النمو الاقتصادى في دول مجلس التعاون، المجلة المصرية للتنمية والتخطيط، العدد الثاني، ديسمبر ٢٠١٣، ص٥٤، حسان خضر، الاستثمار الاجنبي، تعاريف وقضايا، جسر التنمية، ٢٠٠٤ السنة الثالثة، المعهد العربي للتخطيط بالكويت، ص٣.

[٢] ناصرى نفيسة، اثر سعر الصرف علي جذب الاستثمارات الاجنبية المباشرة في البلدان النامية – دراسة حالة الجزائر، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير والعلوم الاجتماعية، جامعة ابر بكر بلقايد – تلمسان، الجزائر، ٢٠١٠/٢٠١١، ص ٥-٧.

الشكل غير عادل بالأخذ في الاعتبار أن النسبة الأكبر من أرباحه قد تذهب للشركات المستثمرة [1] (وفق الاتفاقيات المبرمة مع بعض الدول) .

(١-١-٢-٢) **الاستثمار الباحث عن الأسواق:** يهدف لتلبية المتطلبات الاستهلاكية في اسواق الدول المتلقية للاستثمارات (المحلية، والمجاورة أو الاقليمية) ولا سيما تلك التى كان يتم التصدير اليها في فترات سابقة، ومن شأن هذا النوع من الاستثمار ان يساهم في ارتفاع معدلات النمو في الدول المضيفة للاستثمار عن طريق زيادة رصيد رأس المال فيها كما أن له آثار توسعية علي التجارة في مجال الانتاج والاستهلاك وذلك بزيادة صادرات الدولة المضيفة وزيادة وارداتها من مدخلات الانتاج والسلع الواردة اليها.

(١-١-٢-٣) **الاستثمار الباحث عن الكفاءة في الاداء:** يتم هذا النوع من خلال الشركات متعددة الجنسية التى تركز أنشطتها بهدف زيادة الربحية من خلال الايدى العاملة الماهرة والرخيصة ويتميز هذا النوع من الاستثمار بآثاره التوسعية علي تجارة الدولة المضيفة ويأخذ هذا النوع أشكالاً عدة منها تحويل جزء من عملياتها الانتاجية كثيفة العمالة الي الدولة المضيفة أو تصنيع بعض المكونات في الخارج بسبب ارتفاع الأجور أو ارتفاع سعر صرف العملة والعملية الأخيرة تتركز في بعض الدول حديثة التصنيع.

(١-١-٢-٤) **الاستثمار الباحث عن أصول استراتيجية:** ويتمثل في قيام الشركات بعمليات تملك أو شراكة لخدمة اهدافها الاستراتيجية وأهم اشكال هذا النوع: الاستثمار المشترك – الاستثمارات المملوكة بالكامل للمستثمر الاجنبي، الاستثمار في المناطق الحرة – مشروعات أو عمليات تجميع سلع، الاستثمار في مشروعات البنية الاساسية المحولة (الاستثمار بنظام B.o.T)

وهناك العديد من التصنيفات لأنواع الاستثمار المباشر سواء من وجهة نظر المستثمرين (في الدولة المصدرة) أو من وجهة نظر الدولة المتلقية للاستثمار، فمن وجهة نظر الدولة المصدرة يتطرق التصنيف إلي ثلاثة أنواع [2] هي: الأفقي، العمودى والمختلط، حيث يهدف النوع الأول الي التوسع الاستثمارى في الدول المتلقية بهدف انتاج نفس السلع أو سلع مشابهة للسلع المحلية، أما النوع الثاني فيهدف إلي استغلال المواد الأولية (الاستثمار العمودى الخلفي) او للاقتراب أكثر من المستهلكين من خلال التملك أو منافذ التوزيع (الاستثمار العمودى الامامي) في حين يشتمل الاستثمار الاجنبي المباشر المختلط على النوعين المشار اليهما.

أما من منظور الدولة المتلقية فيمكن التقسيم الي ثلاثة أنواع حسب الهدف منها وهي الاستثمارات الهادفة الي احلال الواردات او زيادة الصادرات والاستثمارات الأجنبية المباشرة بمبادرة حكومية.

---

[1] محمد سعيد بسيوني، مرجع سبق ذكره، ص٥٤-٥٥

[2] حسان خضر،... مرجع سبق ذكره، ص٥

(١-١-٣) أهم النظريات الخاصة بالاستثمار الاجنبي المباشر

وتختلف المعالجات النظرية للاستثمار المباشر في الفكر التقليدى عن المعالجات في الفكر الحديث مع تزايد حجم تدفقات الاستثمارات المباشرة من اجمالي تدفقات رؤوس الأموال بعد الحرب العالمية الثانية:

(١-١-٣-١) النظرية الكلاسكية والنيوكلاسيكية

أظهرت النظرية الكلاسيكية دور الاستثمار الاجنبي المباشر في نمو الاقتصادات النامية من خلال التخفيف من فجوة الادخار والاستثمار في هذه الدول وقد اعتبر الكلاسيك ان النمو الاقتصادى يعتمد علي عدة عوامل مثل عرض عنصر العمل، رأس المال والبرامج العلمية، حيث ألقوا الضوء حول دور رأس المال والتكنولوجيا في تحفيز النمو. وقد اعتقد الاقتصاديون الكلاسيك أن الاستثمارات المباشرة ترتبط بالعديد من المنافع ولكنها تعود في معظمها للشركات متعددة الجنسيات التى لا تقوم بنقل التكنولوجيا للدول المضيفة بما يتناسب مع المستوى المطلوب للتنمية الاقتصادية فضلاً عن قيامها بتحويل أكبر قدر من الأرباح الناتجة عن استثماراتها الي الدولة الأم بدلا من اعادة استثماره في الدولة المضيفة، كذلك دورها في خلق انماط جديدة من الاستهلاك، والمساهمة في تزايد التفاوت في الاجور داخل الدولة المضيفة.

أما **النظرية النيو كلاسيكية** فقد ارتكزت علي أساس الافتراضات الكلاسيكية والمتعلقة بفرضية المنافسة الكاملة واعتبرت ان الاستثمارات الاجنبية المباشرة هي بمثابة تحركات دولية لرأس المال وذلك بسب اختلاف اسعار الفائدة، فالدول النامية التى تعاني من ندرة في رأس المال ترتفع فيها أسعار الفائدة وتجتذب رؤوس الأموال من الدول الغنية ذات الوفرة في رؤوس الاموال، ويعتبر [١] (Ohlin, 1933) أول من فسر تحركات رأس المال الدولي ،حيث ارجع اختلاف سعر الفائدة الي انتاجية رأس المال بين الدول والتى تمثل من وجهة نظرة العامل الوحيد الذي يحدد معدل العائد علي رأس المال دون ايلاء الاهتمام لتفسير كيفية نشأة الاستثمارات الاجنبية وعدم واقعية فرضية المنافسة الكاملة.

وفى إطار **النظرية النيوكلاسيكية** أيضا قدم [٢] Solow دالة إنتاج Cobb Douglas وفكرة الإنتاجية الكلية العواملية Tot.factor productivity وأن عوامل الإنتاج العمل ورأس المال يمكن تعويضهما مقابل نواتجهما الحدية، وبالرغم من أن الناتج الحدى لرأس المال يتزايد مع حقن المزيد من الاستثمارات إلا أن الناتج يتناقص فى الأجل الطويل تحت تأثير قانون العوائد المتناقصة، ومع ذلك فإن التقدم التكنولوجى الخارجى يمكنه أن يحقق معدلات نمو أعلى بتحريك منحنى إمكانية الإنتاج إلى أعلى

---

[١] ناصرى نفيسة، مرجع سبق ذكره، ص١٦،

Jean – Louis muncchielli, Relations economiques internationals, 4 edirion, Hachette liver, 2005, p. 47.

[٢] Solow, Robert, 1956, A contribution to the theory of Economic growth, the Quarterly J., of Economics, Vol.70, No.1,pp.65-94.

(production Frontiers). وهكذا فإن نظرية النمو النيوكلاسيكية لم تفسر العوامل التى تعزز TFPG باعتباره العنصر الوحيد المسئول عن النمو الاقتصادى فى الأجل الطويل ومن ثم فإن نماذج النمو الداخلى endogenous growth models ظهرت لسد هذه الفجوة النظرية [١].

ووفقاً **للنظرية النيوكلاسيكية** فإن تدفقات رؤوس الأموال الدولية تؤدى إلى زيادة فى رصيد رأس المال المادى المتراكم. وعلى الرغم من أن نظرية النمو الداخلى تشير إلى أن تدفقات رأس المال يمكن أن تؤثر على معدلات النمو الاقتصادى فى الأجل الطويل خلال نقل التكنولوجيا (عملية الإنتاج، الإدارة، الأساليب التنظيمية) فإن هذا من شأنه أن يولد آثاراً انتشارية موجبة من خلال تنويع المنتج أو تحسين جودته وهكذا فإن الاستثمار الأجنبى المباشر يمكن أيضا أن يساهم فى زيادة الرصيد المعرفى عن طريق حقن المزيد من الاستثمارات فى البحوث والتطوير [٢].

(١-١-٣-٢) <u>النظرية الحديثة</u>

تقوم **النظرية الحديثة** [٣] على افتراض وجود مصلحة مشتركة بين طرفى الاستثمار (الشركات المتعددة الجنسيات والدول المضيفة)، أى أن حجم وعدد ونوع العوائد التى يتحصل عليها كل من الطرفين تتوقف على ممارسات الطرف الآخر بشأن الاستثمار الذى يمثل جوهر العلاقة بينهما، ومن ثم فإنه وفقاً للنظرية يساعد الاستثمار المباشر على تدريب العمالة المحلية، نقل التقنيات التكنولوجية، الاستفادة من الموارد المادية والبشرية المتاحة للمساهمة فى خلق علاقات بين قطاعات الإنتاج والخدمات داخل الدولة المضيفة بما ينعكس على خلق أسواق جديدة للتصدير وتقليل الواردات.

ولقد تفرعت النظريات إلى دراسات من الزاوية النقدية ودراسات أخرى من زاوية تطور الإنتاج ودراسات من زاوية السوق والتى يمكن تمييزها على النحو التالى:

أ. فقد أبرزت الدراسات النقدية أن الكنزيين الجدد يفسرون انتقال الاستثمارات الأجنبية المباشرة فى ضوء اختلاف الإنتاجية الحدية لرأس المال من الدولة الأم إلى الدولة المضيفة. حيث ينتقل رأس المال إلى الدول التى يرتفع فيها عائد رأس المال

---

[١] Mahmoud Abd EL Hai & others, The impact of financial openness on total factor productivity Growth, through the Channel of Banking credit, International Research Journal of Applied Finance, Vol. Issue-1 Jan. 2016, pp. 13-14.

[٢] Abd EL Hai,.. ibid. pp. 14-15.

[٣] أميرة حسين عامر، (أثر الاستثمارات الأجنبية المباشرة من دول الاتحاد الأوروبى على الناتج المحلى الإجمالى فى مصر)، رسالة ماجستير (غير منشورة) ، معهد التخطيط القومى ، ٢٠١٥ ، ص ٢٠ ، نقلاً عن المرجع:

Abdel Salam M. Abou-Kahf. Foreign Direct investment in Development countries: An Analysis of the Determinants, Impacts, policies and organization with specific reference to the case of Egypt, Ph. D Thesis, Un. of strathelyde, Glasgow, UK, Oct.1985, pp. 4-8.

ب. أما من زاوية الإنتاج فقد ارجع هكشر/أولين الاستثمارات المباشرة إلى التوزيع المتباين لعناصر الإنتاج والذى يجعل رأس المال ينتقل إلى الدولة التى يتوافر فيها عناصر الإنتاج وهو نفس تفسير قيام التجارة الدولية بين الدول مختلفة المزايا النسبية.

ج. الدراسات من زاوية السوق: وتفترض أن الاستثمار ينتقل إلى الدولة التى تمنح أسواقها مزايا احتكارية فى مواجهة الاستثمارات المحلية بما يدعم الموقف التنافسى للاستثمار الأجنبى[١] .

ومن منظور الزاويا السابقة ظهرت العديد من النظريات التى حاولت تفسير قيام الاستثمار الأجنبى المباشر نستعرض منها مايلى:

- **نظرية التحركات الدولية لرأس المال** [٢]

والتى تفسر قيام تحركات الاستثمار فى ضوء اختلاف أسعار الفائدة بين الدول، فالانتقال من الدول ذات العوائد المنخفضة على رأس المال إلى الدول ذات العوائد المرتفعة أى أن الشركات توازن بين العوائد الحدية المتوقعة لرأس المال وبين تكلفته الحدية. ومع ذلك هناك العديد من الانتقادات التى توجه إليها من بينها:

أ. أن هناك عوامل أخرى تؤثر على القرار الاستثمارى بخلاف الربحية أو العائد مثل معدل النمو الاقتصادى وحجم السوق والمناخ الاقتصادى ودرجة توافر البنية التحتية وخلافه

ب. عدم واقعية افتراض المنافسة الكاملة.

ج. أن هذه النظرية تصلح لتفسير الاستثمار فى الأوراق المالية ولكنها قد تعجز عن تفسير الاستثمار المباشر فى ضوء الفرض الضمنى وهو وجود معدل واحد للعوائد بين الأنشطة المختلفة.

نظرية عدم كمال الأسواق ومدخل المنشأة الصناعية ودورة حياة المنتج

تقوم النظرية على عدم توافر المعلومات ومن ثم عدم كمال الأسواق ولذلك انطلقت لتفسير الاستثمار الأجنبى المباشر من منظورين أحدهما استاتيكى ويتمثل فى دوافع المنشأت الصناعية والآخر ديناميكى ويتمثل فى دورة حياة المنتج.

---

[١] يذكر كلا من Michael P. Todaro & Stephen Smith فى الفصل الرابع عشر من كتابهما :
"Economic Development", copyright 2012, Pearson Addison Wesley,
إن الشركات المتعدية الجنسيات (MNC) تستخدم قوتها فى التأثير على حكومات الدول النامية للحصول على سياسات متحيزة ومحابية لها .

[٢] أميرة حسين عامر، المرجع السابق مباشرة، ص ٢١-٢٢، نقلاً عن مرجع:

Stephen, Young, 2004, "Multinations and Public Policy, Edward Elgar publishing limited, USA, Vol.1.

وبالنسبة لمدخل المنشأة فيرجع الاستثمار المباشر إلى ما تتمتع به الشركات بمجموعة من المزايا الاحتكارية مثل الانفاق الهائل على البحوث والتطوير، توافر المهارات الإدارية والتنظيمية بالمقارنة بالشركات الوطنية فى الدول المضيفة.

وقد أوضح Vernon فى نموذجه حول دورة حياة المنتج أن الاختلافات فى المستوى التكنولوجى بين الدول تلعب دوراً رئيسياً فى تدفقات التجارة والاستثمار المباشر وبالتالى فإن تفسير الاستثمار المباشر يكون فى ضوء المزايا المكانية والتقدم التكنولوجى، ويعتبر كل من هايمن وكندلبرجر وفيرنون Raymond Vernon, Haymen Steven, Kindleberger إن انتقال رأس المال فى صورة استثمارات أجنبية يرتبط بتحقيق شرطين:

الأول: أن تزيد الأرباح فى الخارج عن مثيلتها فى الداخل التى تحققها الاستثمارات.

الثانى: أن تمتلك المنشأة المستثمرة مجموعة من المزايا الاحتكارية، أما فيرنون فقد قدم وجهة نظره من خلال نظرية دورة حياة المنتج بمراحلها الأربعة والتى تنقسم إلى **المرحلة الأولى** التجريبية للمنتج وتصديرها (الميلاد)، ثم **الثانية** وترتبط بمرحلة الاستثمار المباشر فى الخارج حيث يزيد الطلب الخارجى على المنتج الجديد وتشتد المنافسة (مرحلة النمو)، وأخيراً **المرحلة الثالثة** (مرحلة النضج) والتى تشهد قيام شركات منافسة بإنتاج نفس المنتج بتكلفة أقل وانتهاءاً بمرحلة التدهور، وهكذا يمكن ملاحظة أن نظرية فيرنون تأخذ فى اعتبارها أوضاع التجارة الدولية والمزايا المكانية والتقدم التكنولوجى ضمن العوامل المفسرة لحركة الاستثمار المباشر، وتتعرض النظرية لانتقادات مثل افتراض إدراك الشركات الأجنبية لجميع فرص وقيود الاستثمار بأنه غير واقعى، كذلك لم تقدم النظرية تفسيرات مقبولة لأسباب تفضيل الشركات الأجنبية لاقامة مشروعاتها الإنتاجية خارج الدولة الأم فى ظل وجود بدائل أخرى للاستثمارات مثل التراخيص الخاصة بالإنتاج والتسويق.

وبالتالى فإن قدرة الشركات على الاستثمار فى الخارج قد تتوقف على مدى تمتعها بميزات احتكارية تمكنها من المنافسة وهذا ما أكدته نظرية الميزة الاحتكارية، ونظرية تدويل عوامل الإنتاج ونظرية عدم كمال سوق رأس المال، وتقوم هذه النظريات على فرضية غياب المنافسة الكاملة فى أسواق الدول النامية وهذا ما أكده كيندلبرجر عام ١٩٦٩ [١].

نظرية الميزة الاحتكارية

وتعتمد على فرضية التدويل فى تفسيرها للأسباب التى تؤدى بالشركات المتعددة الجنسيات إلى اللجوء إلى الاستثمار المباشر، كما أن هناك عوائق مثل عدم كمال الأسواق تمنع الشركات المحلية من الحصول

[١] رضا عبد السلام، (محددات الاستثمار الأجنبى المباشر فى عصر العولمة: دراسة مقارنة لتجارب كل من شرق وجنوب شرق آسيا وأمريكا اللاتينية مع التطبيق على مصر)، المكتبة العصرية ، الاسكندرية، ٢٠٠٧، ص ٤٢.

على تلك المميزات فضلاً عن فجوة المعلومات وعدم القدرة على حماية العلامة التجارية أو مهارات التسويق مما يجعل السوق ذات هيكل احتكارى. ويعيب هذه النظرية عدم القدرة على تفسير النموذج اليابانى الذى يستند على شركات صغيرة ومتوسطة الحجم فى ظل هياكل سوق تنافسية نسبياً ونقل تكنولوجيا مكثفة لعنصر العمل بعكس النموذج الأمريكى الذى يعتمد على الحجم ويقل اعتماده على عنصر العمل والميزة التنافسية.

نظرية تدويل الإنتاج [١]:

وتوضح أن عملية الإنتاج هى عملية جعل السوق الدولى محل سيطرة الشركات العابرة للحدود لاستغلال ميزاتها الفكرية والتقنية فى صورة الحجم الكبير وحماية أسرارها خلال الاستثمار المباشر دون اللجوء إلى منح تراخيص لاستخدام براءات الاختراع الخاصة بها.

نظرية عدم كمال سوق رأس المال [٢]:

فسرت حدوث الاستثمار المباشر من خلال عدم كمال الأسواق معتمدة على منهج سعر الفائدة لتفسير الاستثمارات الأمريكية خلال الخمسينات والستينات من القرن العشرين وكذا الشركات الألمانية واليابانية فى الثمانينات ولكنها لم تستطع تفسير حدوث الاستثمار المباشر بين الدول الواقعة فى المنطقة النقدية مثل الاتحاد الأوروبى. وتنصب الانتقادات الموجهة للنظرية أساساً فى مدى إمكانية أو واقعية نظرية عدم كمال السوق حيث إن ذلك مشروط بمدى مرونة الإجراءات الجمركية والضوابط التى تضعها الدول المضيفة وتأثيرها على فرص استغلال المزايا الاحتكارية. وهناك اعتبارات أخرى هامة منها المزايا المكانية والقيود المفروضة على التجارة الخارجية هذا بالإضافة إلى ان النظرية لا تستطيع تفسير التوزيع القطاعى للاستثمارات المباشرة.

نظرية توزيع المخاطر [٣]:

حيث يتم توزيع المخاطر عن طريق إنتاج سلع جديدة والدخول إلى أسواق جديدة وتقليد منتجات شركات منافسة. ومن الواضح أن النظرية لم تستطع تقديم تفسير دقيق حول قيام بعض الشركات بالاستثمار المباشر بدلاً من الاستثمار غير المباشر.

---

[١] رضا عبد السلام، المرجع السابق مباشرة، ص ٤٤.

[٢] رضا عبد السلام، المرجع السابق، ص ٤٧.

[٣] رضا عبد السلام، المرجع السابق مباسرة، ص ٤٨.

نظرية الموقع:

وتتعلق بالدوافع المتعلقة بالمزايا المكانية للدول المضيفة للاستثمار، وتؤثر العوامل الموقعية على قرار الشركة بالاستثمار المباشر بالمفاضلة بين الاستثمار بهذه الدول وبين التصدير إليها. وتشمل هذه العوامل كافة العوامل المرتبطة بتكاليف الإنتاج والتسويق والإدارة بالإضافة إلى العوامل المرتبطة بالسوق.

النظرية الإنتقائية فى الإنتاج الدولى [1]:

حيث تفضل الشركات المتعددة الجنسيات الدول من حيث مستوى الحوافز، والتسهيلات الإدارية والإنمائية والضريبية الجمركية (الحمائية) مما يمكنها من تعظيم قدرتها التنافسية.

حيث يرى Dunning أنه لابد من توافر شروط ثلاثة لكى تقوم الشركة بالاستثمار فى الخارج **الشرط الأول:** أن تمتلك الشركة مزايا احتكارية مثل كبر حجمها وارتفاع مهارات عنصر العمل وضخامة الإنفاق على الأبحاث والتنمية والقدرة على تمييز المنتجات. **الشرط الثانى:** تزايد المزايا الاحتكارية فى الاستثمار المباشر عن الاستخدامات البديلة مثل التصدير أو التراخيص، **الشرط الثالث:** توافر مزايا مكانية مثل انخفاض أجر العامل، نطاق السوق، توافر مواد خام وطاقة رخيصة.

أهم ما يميز هذه النظرية هو ربطها بين الأشكال المختلفة التى تجذب الاستثمار الأجنبي المباشر مثل توافر المزايا الاحتكارية ومزايا الاستخدام الداخلي للمزايا الاحتكارية والمكانية.

١-١-٤ الإطار النظرى للاستثمار الأجنبى غير المباشر

ويتناول هذا الإطار مفهوم الاستثمار الأجنبى غير المباشر وأنواعه ومزاياه وعيوبه ومخاطره فضلاً عن تأثيره على النمو الاقتصادى .

١-١-٤-١ مفهوم الاستثمار الاجنبى غير المباشر

يعرف هذا النوع من الاستثمار بالاستثمار المحفظي والذي يقوم على أساس شراء الأجانب للأسهم والسندات الخاصة أو الحكومية في البلد المضيف بقصد المضاربة والاستفادة من فروق الأسعار التي تدرها الأوراق المالية شرط أن لا يكون في حوزة الأجانب من الأسهم ما يمكنهم من حق إدارة المشروع أو الإشراف عليه.

---

[1] عبد السلام أبو قحف: (مقدمة فى إدارة الأعمال الدولية)، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية ، الاسكندرية ، الطبعة الرابعة ، ١٩٩٨ ، ص ٤٧-٤٩ ، نقلا عن:

Dunning J.h. "Location and the multinational enterprise: a neglected factor ? Journal of international business studies, Vol.29, J.H (1998), p.45.

كما عرفه [1] البعض من الاقتصاديين بأنه الاستثمار الذي يكون بشكل قروض مقدمة من الافراد أو لشركات الأجنبية أو يأخذ صيغة اكتتاب في أسهم وسندات صادرة من البلد المضيف لرأس المال على أن لا يكون في حيازة المستثمر الأجنبي من الأسهم ما يمكنه من أدارة الشركة أو السيطرة عليها. وبذلك تستطيع البلدان النامية الحصول على التمويل الخارجي الضروري لعملية التنمية الاقتصادية، بإصدار سندات ذات قيمة معينة وبأسعار فائدة محددة في أسواق رأس المال في الدول المتقدمة ، وهذا الأسلوب كان مستخدما في كثير من الدول النامية بسبب عدم تطور أسواقها المالية إضافة الى عدم وجود حوافز تدفع المستثمرين الأجانب للاكتتاب في أسواق هذه الدول ، وتلتزم الدول المصدرة لهذا النوع من السندات بتسديد قيمتها في المدة المحددة إضافة الى دفع فائدة سنوية يحصل عليها حامل السند طيلة مدة السند.

١-١-٤-٢ <u>أنواع الاستثمار الاجنبى غير المباشر</u>

يتخذ الاستثمار الأجنبي غير المباشر صورا مختلفة منها[2]:-

١) شراء السندات الدولية وشهادات الإيداع المصرفية الدولية المقومة بالعملات الأجنبية وشهادات الإيداع في سوق العملات الدولية .

٢) شراء سندات الدين(العام أو الخاص) .

٣) الإيداع في البنوك الوطنية .

٤) شراء الذهب والمعادن النادرة .

٥) شراء القيم المنقولة .

٦) قروض للحكومات الأجنبية أو هيئاتها العامة أو الخاصة أو الأفراد وبآجال مختلفة تهدف إلى المضاربة وليس بهدف إنشاء علاقات اقتصادية ثابتة ، وهذا النوع من الاستثمار في الأسهم والسندات والعملات الأجنبية يعمل على تقليل مخاطر الاستثمار الأجنبي عن طريق تنويع محفظة الاستثمارات ، إذ أن عوائد الأسهم والسندات لا تخضع لنفس الدرجة من المخاطرة ، بالإضافة الى الحصول على منافع مالية اكبر، لذا فهذا النوع من الاستثمار يأتي من خلال استثمار الحافظة والذي يتكون من تدفقات استثمارية مع عدم وجود سيطرة فعالة للمستثمرين على استثماراتهم. وقد بدء هذا النوع من الاستثمار خلال القرن السابع عشر ، وتطور مع تطور النظام الرأسمالى ومعظم هذه الاستثمارات تقوم بها الشركات متعدية الجنسية بهدف الحصول على عائد رأسمالى

---

١ عبد الرزاق حمد حسين وعامر عمران ، قياس أثر الاستثمار الاجنبى الغير مباشر على بعض المتغيرات الاقتصادية الكلية فى البلدان النامية ، مجلد٢،العدد ١، مجلة جامعة كركوك للعلوم الإدارية والاقتصادية،٢٠١٢، ص١٠٥.

٢ صفوت أحمد عبد الحفيظ ، دور الاستثمار الأجنبى فى تطور أحكام القانون الدولى الخاص ،دار المطبوعات الجامعية ،الاسكندرية ،٢٠٠٥،ص٤٦.

لأجل زيادة التراكم الرأسمالى ، من دون أن يكون للمستثمر الأجنبي السيطرةعلى أي مشروع إنتاجي في البلد المضيف المعني.

وقد تزايد اندفاع [1] الأفراد نحو الاستثمار المحفظي خلال القرن الحادي والعشرين ، بسبب توافر الأسواق المالية وتطورها وتنوع أدواتها وسهولة عملية التعامل فيها وتوافر الحوافز الضريبية، وامكانية تسييل الأصول وحرية التحويل ، مما شجع الكثير من المواطنين الأمريكيين على توظيف أموالهم في الشركات اليابانية المنتجة للأجهزة الالكترونية والكهربائية من خلال شراءالأسهم والسندات نظرا للتقدم الفني والعلمي في هذه الشركات وسيطرتها على الأسواق وزيادة مبيعاتها وبالتالي ارتفاع مستوى الأرباح ، وبالمثل فإن الكثير من الأوروبيين يوظفون أموالهم في الشركات الأمريكية مثل شركة I.B.M وغيرها نظرا لسيطرتها الاحتكارية في مجال تخصصها وقدرتها على الاختراع و الابتكار وبالتالي ضمان الحصول على الأرباح.

١-١-٤-٣ مزايا وسلبيات الاستثمار الاجنبى غير المباشر [2]

تتجسد أهمية الاستثمار الاجنبى الغير مباشر من خلال تحديد أهم المزايا التى تتمتع بها الدول النضيفة له والوسائل التى تتبعها فى سبيل جذب روؤس الأموال الاجنبية وخاصة نحو الدول النامية ومنها الدول العربية ،حيث إزدادت حركة الاستثمارات الأجنبية (الغير مباشرة)فى السنوات الأخيرة بسبب عولمة الأسواق المالية والنمو السريع لحركة الاستثمارات الدولية والتى أثرت على مدى قدرة الدول فى الحصول على مصادر التمويل من خلال أسواق التمويل الدولية ،ويمكن توضيح أهم المزايا التى ساهمت فى زيادة الإقبال على الاستثمار الغير مباشر وخاصة فى الدول النامية من خلال النقاط التالية:

١- تعمل الاستثمارات الغير مباشرة على زيادة سيولة أسواق الأوراق المالية المحلية هذا فضلا عن تطوير ورفع كفاءة هذه الأسواق وتجعلها أكثر عمقا وسيولة.حيث يعد وجود عدد كبير من البائعين والمشترين للأوراق المالية عاملا أساسيا لتوفير السيولة النقدية بشكل أكبر .

٢- إن توجيه الاستثمارات الأجنبية إلى أسواق الأوراق المالية المحلية يعنى زيادة تدفقات روؤس الأموال لهذا البلد وهذا قد يزيد من الطلب على العملة الوطنية ويرفع سعرها فى الأسواق العالمية.

من أبرز السلبيات المتعلقة بالاستثمار الأجنبى غير المباشر هى صعوبة التحكم فى الأسواق المالية للدول المضيفة لهذه الاستثمارات وضبط إيقاعها ،إذ قد تنسحب هذه الاستثمارات بصورة مفاجئة فى شكل موجات بيع نتيجة لعدة عوامل سياسية أو اقتصادية فى هذا البلد مما يؤثر سلبا على إستقرار سوق الأوراق المالية فى البلد المضيف كما حدث فى الأزمة المالية العالمية سبتمبر ٢٠٠٨.

---

[1]) عبد الرزاق وعامر عمران،مرجع سابق ،ص١٠٦.

[2]) Evans, Kimberly "foreign Portfolio and direct investment complementarity, differences and integration,international Economist,office of international investments,US department, shanghai,2002,pp2-6.

كذلك فإن هذا النوع من الاستثمارات قد لا يساهم بصورة مباشرة فى تنمية الاقتصاد الوطنى من خلال تخفيض البطالة وزيادة الطاقة الانتاجية وزيادة معدلات النمو وذلك لانه يتمثل باستثمار الادوات المالية المدرجة فى سوق الاوراق المالية ولا يأخذ بالضرورة الأولويات الاقتصادية الكلية.

١-١-٤-٤ مخاطر الاستثمار الاجنبى غير المباشر

تتعرض الاستثمارات الاجنبية الغير مباشرة إلى العديد من المخاطر نوجزها فيما يلى [١] :

١) **المخاطر السياسية** Political Risk

من أهم أنواع المخاطر غير النظامية بالنسبة للمستثمر الأجنبى إذ ترتبط بدولة معينة ويمكن تجنبها من خلال الاستثمار فى مجموعة متنوعة من الأسواق المالية فى بلاد مختلفة.وتعزى المخاطر السياسية إلى التغيرات فى الظروف السياسية والتى تؤثر فى أسهم الشركات وسنداتها. وبشكل عام يكون من الصعب التنبؤ بالأحداث السياسية التى من المحتمل أن تؤثر على أسعار الأسهم.

٢) **مخاطر التضخم** Inflation Risk

تتأثر الأصول المالية جميعا بالتضخم المتمثل فى الارتفاع المستمر فى الأسعار وإنخفاض القوة الشرائية للنقود ونظرا لأن العائد على الأوراق المالية يتحقق فى المستقبل ومع تغير قيمة النقود عبر الزمن فإن المستثمر الأجنبى عليه أن يحدد العائد الذى يمكنه من حمايه أمواله إزاء مخاطر التضخم فضلا عن تحقيق أرباح مناسبة.

٣) **مخاطر سعر الفائدة** Interest rate Risk

تتمثل مخاطر سعر الفائدة بالتغير فى معدل الفائدة السوقى وهذا بدوره يؤثر على كل الاستثمارات فى الأسواق المحلية من خلال التأثير على أسعار الأصول المختلفة .

٤) **مخاطر الضرائب** Taxes Risk

المستثمرون على الاغلب يفضل الاستثمار فى البلد الذى تكون فيه الضرائب على إيرادات الفوائد أو توزيعات الارباح منخفضة نسبيا وذلك لأن الضرائب تستقطع جزءا من الدخل المحقق وبالتالى تعتبر مسألة زيادة الضرائب على الارباح الرأسمالية من أهم المخاطر التى تؤثر على الاستثمارات الاجنبية غير المباشرة.

وفضلاً عن المخاطر السابقة فإن هناك العديد من السلبيات التى نتجت عن التحرير المالى ومنها ما يتعلق بمخاطر تقلبات رؤوس الأموال قصيرة الأجل ، ومخاطر تراكم الأموال والتوزيع غير المتكافىء لها داخل نفس الدول بالإضافة إلى مخاطر عولمة المديونية ومخاطر غسل الأموال مع سهولة انتقال الأزمات بين المؤسسات المالية حين وقوعها .

---

[1]) عبد الغفار حنفى،إستراتيجيات الاستثمار فى بورصة الأوراق المالية،الدار الجامعية،الاسكندرية،مصر،٢٠٠٧،صص٢٠٤-٢٠٥.

١-١-٤-٥ تأثير الاستثمار الأجنبى غير المباشر على النمو الاقتصادى [١]

إن لسوق الأوراق المالية جانبا إيجابيا يتمثل فى كونها تؤدي دورا مهما في تحقيق التنمية الاقتصادية من خلال إتاحة قناة إضافية، إلى جانب المصارف والتمويل الذاتي، لتمويل إنشاء شركات جديدة أو التوسع في الشركات القائمة من خلال طرح الأوراق المالية المختلفة .كما تؤدي مهمة الحفاظ على الاستقرار الاقتصادي عن طريق إتاحة الفرصة لانتقال ملكية الأصول من دون المساس بالأصول ذاتها. وتساهم الأسواق المالية من خلال تدفقات رووس الأموال الأجنبية فى دعم النمو الاقتصادى فى البلد المضيف من خلال مجموعة من القنوات:

- ✓ تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية إلى أسواق المال المحلية يجعلها أكثر تطورا وسيولة وهذا بدوره قد يؤدى إلى زيادة نسبة الادخار فى الاقتصاد ،حيث تتمكن الأسواق المالية من خلال إستخدام وفورات الحجم والخبرة المتوفرة لديها من توفير عائد أعلى للمدخريين وهذا قد يؤدى إلى زيادة معدلات الإدخار المحلى ومن ثم زيادة القدرة على تمويل إستثمارات جديدة وتحقيق معدلات أعلى من النمو الاقتصادى.
- ✓ إن زيادة تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية إلى أسواق المال المحلية يؤدى إلى زيادة السيولة المحلية وزيادة قدرة المستثمريين على الاستثمار فى مشروعات تنموية وقومية طويلة الأجل الأمر الذى يؤثر إيجابيا على التنمية الاقتصادية فى البلد المضيف.
- ✓ يعمل الاستثمار الاجنبى غير المباشر على تطوير سوق الاسهم المحلى من خلال المنافسة مع المؤسسات المالية الاجنبية وهذه المنافسة تحتم على الاسواق المحلية إستيراد التكنولوجيا المالية الأكثر تطورا وزيادة الاستثمار فى معالجة المعلومات والخدمات المالية وهذا بدوره يجعل الاسواق المالية المحلية أكثر كفاءة بالتالى تساهم بدور أكبر فى النمو الاقتصادى للدول .
- ✓ إن المحافظ المالية الأجنبية عادة تكون أكثر تنوعا من المحافظ المالية المحلية وهذا بدوره يساهم فى تقليل المخاطر المرتبطة بالاستثمار فى الأوراق المالية ومن ثم قد يدعم إستقرار القطاع المالى بشكل خاص وإستقرار النشاط الاقتصادى بشكل عام.

وبرغم هذا الجانب الإيجابى لأسواق الأوراق المالية، وبخاصة في الدول النامية، إلا أن الممارسات فى هذه الأسواق تنطوى على جوانب سلبية تتمثل فى خطورة أن تصبح هذه الأسواق مجالاً للمضاربات وليس الاستثمار.

---

٦) عاطف علاونة،الاستثمار فى أسواق رأس المال ودورها فى جذب الاستثمارات الاجنبية،ورقة عمل ، الملتقى الدولى السادس للمؤسسات المالية الدولية،دمشق،٢٠٠٨،ص ص٧-٨.

وتوفر بعض الدراسات المتعلقة بآثار التحرير المالى على أسواق المال إطاراً فكرياً لاختبار ما تشير إليه النظرية النيوكلاسيكية من فوائد حرية انتقال رؤوس الأموال ، حيث تشير النظرية إلى أن الدول التى لديها كميات محدودة نسبياً من رأس المال تستفيد من التكامل المالى حيث يتدفق إليها رأس المال الأجنبى [١] . كذلك فإن تحرير تدفقات رؤوس الأموال يزيد من أسعار الأصول والاستثمار والدخل فى الأسواق الناشئة ، والدول الناشئة هى أكثر عرضة للانهيارات المالية بسبب انخفاض مستويات الدخول وليس بسبب وجود مظاهر فشل الأسواق فى ظل وجود قيود على الائتمان ، سياسات نقدية غير سليمة ، ونظم سعر الصرف [٢] .

ويمكن تفصيل **محددات الاستثمار في الدولة المضيفة** في إطار عنوانين رئيسيين:

<u>الأول: تيسير الاعمال ويرتبط بدعم تعزيز الاستثمار</u>، ويتضمن:

- المناخ الاستثمارى وسمعة الدولة وتوفير الخدمات التمويلية اللازمة.
- الحوافز الاستثمارية.
- التكلفة المنخفضة فيما يتعلق بالفساد وسوء الإدارة.
- خدمات ما بعد الاستثمار
- أمور أخرى

<u>الثاني: إطار سياسات الاستثمار الاجنبي المباشر</u> ويرتبط بالمتغيرات التالية:

- الاستقرار الإقتصادى والسياسي والاجتماعي
- القوانين المتعلقة بالدخول والعمل.
- معايير معاملة فروع الشركات الأجنبية.
- سياسات العمل وهيكل الأسواق (سيما المنافسة وسياسات الدمج والتملك).
- الاتفاقيات الدولية حول الاستثمار الأجنبي المباشر
- سياسة وبرامج الخصخصة.
- السياسات التجارية (التعريفة الجمركية، سياسة الحماية الوطنية)
- مدى ترابط الاستثمار الاجنبي المباشر والسياسات التجارية.
- السياسة الضريبية.

---

[١] أحمد عاشور ، أثر التحرير المالى على البورصة المصرية خلال الفترة (١٩٩١-٢٠١٠) ، المجلة المصرية للتنمية والتخطيط ، معهد التخطيط القومى ، العدد الثانى ، ديسمبر ٢٠١٣ ، ص ١٣٤ نقلا عن :

Gourinchas, Pierre Olivier and Olivier Jeanne, " The Elusive Gains from International Financial Integration", Review of Economic studies limited, 2006.

[٢] أحمد عاشور ، المرجع السابق مباشرة ، ص ١٣٥.

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 .

ويمكن ترجمة هذه المحددات للجذب في ثلاث مجموعات رئيسية:

- **المجموعة الأولي**: عوامل السوق وترتبط بحجم السوق ومتوسط دخل الفرد، معدل نمو السوق، قدرة الوصول الي الاسواق الدولية.

- **المجموعة الثانية**: عوامل الموارد وتتصل بدرجة توافر المواد الخام، درجة كفاءة العمالة، توافر التكنولوجيا ومستوى الابتكار.

- **المجموعة الثالثة**: عوامل الكفاءة وتعكس تكلفة الأصول والموارد، تكلفة المدخلات الأخرى (النقل والاتصالات والسلع الوسيطة).

(١-٢) الإطار المؤسسى والتشريعى المحدد لجذب الاستثمار فى مصر

في ضوء العوامل السابقة تتحدد بيئة تيسير الاعمال في مصر علي النحو التالي [١]:

أ- يرصد تقرير ممارسة انشطة الاعمال ٢٠١٨/٢٠١٧ تحسن ترتيب مصر في التقرير ٢٠١٨/١٧ برتبتين (من المرتبة ١٣١ عام ٢٠١٧/١٦ إلي ١٢٨ عام ٢٠١٨/١٧) وتعكس تفصيلات المؤشر العام التحسن النسبي في بعض المؤشرات الفرعية:

- تحسن مؤشر استخراج تراخيص البناء [٢](حيث اعتلي الرتبة (٦٦) عام ٢٠١٨/١٧) مقارنة بالرتبة (١١٣) عام ٢٠١٧/١٦.
- تحسن نسبي في مؤشر تسوية حالات التعثر والافلاس (تحسن ثلاث رتب بين عامى ٢٠١٧/١٦، ٢٠١٨/١٧).

ب- كما يرصد التقرير تدهور كلا من مؤشرات: تسجيل الملكية [٣]، تنفيذ العقود[٤]. حيث تلاحظ تدهور مؤشرات تسجيل الملكية من الرتبة (١١١) عام ٢٠١٧/١٦ الي (١١٩) في عام ٢٠١٨/١٧، وكذلك تدهور مؤشر تنفيذ العقود بخمس رتب بين العاملين المذكورين علي الترتيب.

---

[١] خالد زكريا امين، " تطور بيئة الاعمال في مصر " ورقة مقدمة للمنافشة في اطار ورشة العمل حول تطوير وتقييم مناخ الاعمال بالجمهورية التونسية وجمهورية مصر العربية، ديسمبر ٢٠١٧.

[٢] يقيس هذا المؤشر الاجراءات والتكلفة والوقت الخاص للبناء بما في ذلك التصاريح والتراخيص وتقديم الأوراق والحصول علي جميع المواصفات المطلوبة والمرافق، مراقبة جودة البناء، آليات الجودة والسلامة ونظم التأمين ومتطلبات الاعتماد المهني.

[٣] يقيس مؤشر تسجيل الملكية الخطوات والوقت والتكلفة اللازمة لتسجيل الملكية، كما يقيس جودة نظام ادارة الأراضي في الدول المختلفة والذي يضم خمسة أبعاد هي: - امكانية الاعتماد علي البنية التحتية والشفافية في الحصول علي المعلومات والتغطية الجغرافية وحل النزاع علي الآراضي والمساواة في الحصول علي حقوق الملكية.

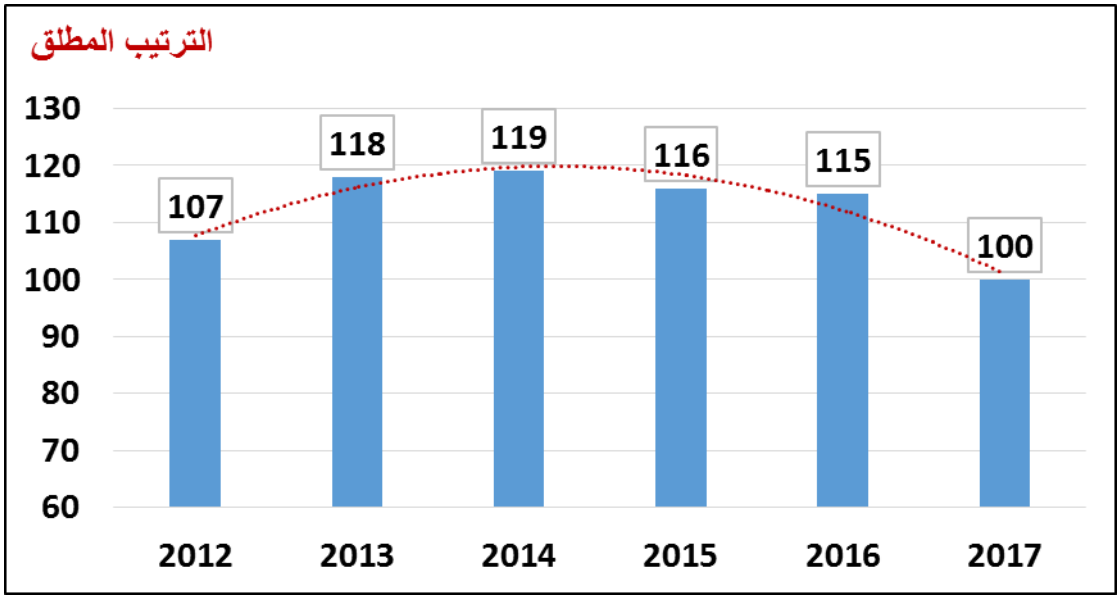
[٤] يقيس مؤشر تنفيذ العقود الوقت والتكلفة الخاصة بحل المنازعات التجارية من خلال محكمة ابتدائية محلية بالإضافة إلى جودة العملية القضائية وتقييم ما إذا كان اقتصاد الدولة قام بتطبيق سلسلة من الممارسات الجيدة الخاصة بتعزيز جودة وكفاءة النظام القضائى.

وتتحدد قدرة الاقتصاد المصرى علي جذب الاستثمار المباشر في ضوء مؤشرات التنافسية العالمية التى يصدرها منتدى الاقتصاد العالمي ٢٠١٨/١٧ [١] :

- قد جاءت نتائج التقرير الصادر عن منتدى الاقتصاد العالمي لعام ٢٠١٨/١٧ مختلفة الي حد كبير مع نتائج التقرير السابق له، اذ جاءت مصر في المرتبة ١٠٠ طبقاً لمؤشر التنافسية من بين ١٣٧ دولة تمت دراسة وضعها التنافس في إطار التقرير.

- تحسن ترتيب مصر في مؤشر التنافسية العالمي في الأعوام الثلاث الأخيرة وفي عام ٢٠١٧ بشكل واضح:

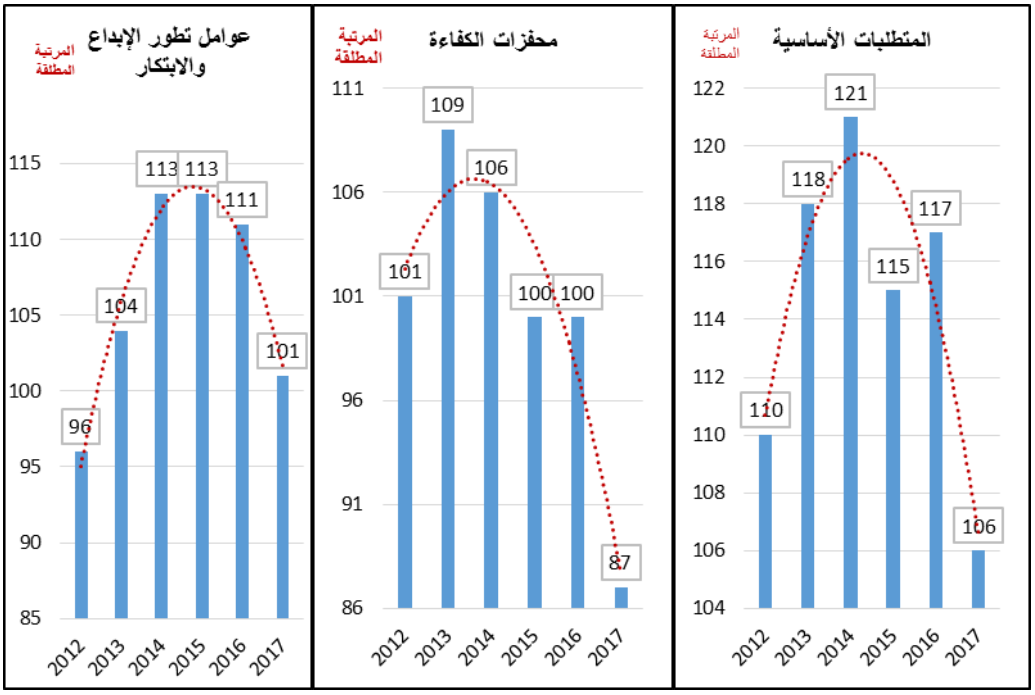
شكل رقم (١-١): ترتيب مصر في مؤشر التنافسية العالمي في الأعوام الثلاث الأخيرة وفي عام ٢٠١٧



تحسن ترتيب مصر في مجموعة مؤشرات (المتطلبات الأساسية) و(محفزات الكفاءة) و(عوامل تطور الإبداع والابتكار) بشكل كبير في عام ٢٠١٧

[١] World Economic Forum, The Global competitiveness report, 2017-208.

شكل رقم (١-٢): تحسن ترتيب مصر في مجموعة مؤشرات (المتطلبات الأساسية) و(محفزات الكفاءة) و(عوامل تطور الإبداع والابتكار) بشكل كبير في عام ٢٠١٧



المصدر: جدول رقم (٢) بالملحق، المنتدى الاقتصادي العالمي، تقرير التنافسية العالمي، ٢٠١٨/٢٠١٧

بالنسبة للمؤشرات الفرعية السابقة ومحاورها:ارتبط التحسن في ترتيب مصر التنافسي بالتحسن على مستوى المؤشرات الفرعية الخاصة بالمتطلبات الأساسية ومحفزات الكفاءة ومحفزات الابتكار وعلى مستوى المتطلبات الأساسية تركز التطور في مؤشر المؤسسات والبنية الأساسية حيث تحسن ترتيبها في مؤشر المؤسسات من (٨٧) في عام ٢٠١٧/٢٠١٦ إلي (٦٤) في عام ٢٠١٨/٢٠١٧، أما البنية الأساسية فقد تحسنت من (٩٦) عام ٢٠١٧/٢٠١٦ الي (٧١) في عام ٢٠١٨/١٧ وحدث تحسن طفيف في مؤشر الصحة والتعليم الأساسي من (٨٩) في عام ٢٠١٧/١٦ الي (٨٧) في عام ٢٠١٨/١٧ ، أنظر جدول (٣) بالملحق.

– وعلى مستوى محفزات الكفاءة، شهدت المؤشرات الفرعية للتعليم العالي والتدريب وكفاءة سوق السلع وتطوير سوق المال والجاهزية التكنولوجية تحسناً واضحاً في مؤشراتها بين عامي ٢٠١٧/١٦، ٢٠١٨/٢٠١٧.

– وعلى مستوى محفزات تطور الأعمال والابتكار، شهد مؤشر الابتكار تحسناً بين عامي ٢٠١٧/٢٠١٦، ٢٠١٨/٢٠١٧ حيث تحسن الترتيب بحوالي ثلاث عشرة رتبة ولم يتحسن مؤشر تطور الأعمال إلا بشكل طفيف (رتبة واحدة).

ومن العوامل التى ساهمت فى انخفاض قدرة مصر على جذب المزيد من الاستثمار المباشر ما يلى [١]:

١. الافتقار إلى حرفية الترويج للاستثمار المباشر فى مصر.
٢. عدم وجود خريطة استثمارية للمناطق الجغرافية الواعدة والجاذبة للاستثمار واتباع سياسات غير مرنة فى التعامل مع المستثمر.
٣. نقص العمالة الماهرة والمدربة
٤. اقتصار الاستثمار المباشر على قطاعات معينة مثل البترول والسياحة
٥. ارتفاع تكلفة التكنولوجيا الأوروبية المقدمة إلى الدول النامية ومن ضمنها مصر.

وكما أشرنا سلفاً حول نتائج استقصاء الرأى حول بيئة الأعمال وما أظهرته من عدم استقرار السياسات، التضخم والفساد وضعف المستوى التعليمى للقوى العاملة وصعوبة النفاذ إلى التمويل فإن أساليب مواجهة مشكلات الاستثمار الأجنبى المباشر فى مصر تتطلب الآتى[٢]:

أ. التخطيط المسبق لمجالات الاستثمار الأجنبى المباشر.
ب. وضع معيار العمالة كأحد متطلبات قبول الاستثمار المباشر.

[١] صلاح زين الدين، دور القانون فى تحسين مناخ الاستثمار فى مصر لجذب الاستثمارات الألمانية المباشرة، ورقة مقدمة للمؤتمر العلمى الثانى (القانون والاستثمار٢٩-٣٠) أبريل ٢٠١٥، كلية الحقوق ، جامعة طنطا ، ص ١٥-١٧.

[٢] صلاح الدين، المرجع السابق مباشرة، ص ١٨-١٩.

ج. منح إعفاءات أكثر جاذبية للمستثمرين الذين يقومون بتنمية المناطق النائية.
د. الاهتمام بتنمية الموارد البشرية.
هـ. توجه سياسة الاستثمار بصفة عامة لتشجيع نقل التكنولوجيا وتطويعها وذلك فى ظل خطة قومية للتنمية التكنولوجية.

(١-٢-١) مداخل تحسين بيئة الأعمال فى مصر

أهم تعديلات قانون الاستثمار الجديد لسنة ٢٠١٥[١]:

١- إنهاء الترخيص النهائى للشركات فى وقت قياسى (١٥ يوماً).
٢- عدم محاسبة صاحب الشركة عن جريمة قام بها أحد مسئولى الشركة.
٣- آلية جديدة لفض المنازعات وتصفية الشركات.
٤- تطبيق خدمة الشباك الواحد لتسهيل إجراءات الاستثمار.
٥- تحقيق المساواة وعدم التمييز بين المستثمرين.
٦- توحيد سلطة توقيع الجزاءات فى يد الهيئة العامة للاستثمار كضمانة للاستثمار مع تأكيد حماية حقوق الملكية الفكرية وتشجيع نقل التكنولوجيا والشفافية بالنسبة لتسعير الأراضى بإجراءات وضاحة وتحديد مقابل الانتفاع.
٧- تعليق الدعاوى الجنائية لحين أخذ رأى الاستثمار.
٨- دفع الحكومة حصة التأمينات للعاملين بالإضافة إلى تحمل جزء من تكلفة إنشاء البنية التحتية للأراضى الزراعية والصناعية والعقارية بالإضافة إلى الفصل بين المسئولية الجنائية والتجارية ووضع حد أقصى ١٢٠ يوماً للتصفية والخروج من السوق إذا لم ترد الجهة على الشركة.
٩- آلية جديدة للفض المنازعات وتصفية الشركات: الآلية الأولى داخل هيئة الاستثمار وتنظر فى الدعوى خلال ١٥ يوماً وتصدر قرارها خلال ٦٠ يوماً على أن يكون ملزماً للهيئة الآلية الأخرى تتبع رئيس مجلس الوزراء تختص بنظر كافة الشكاوى الأخرى وتصدر قراراها خلال ٣٠ يوماً.

(١-٢-٢) قانون الاستثمار الجديد رقم ٢٠١٧/٧٢

حاول قانون الاستثمار الجديد التعامل مع التحديات المؤسسية والإجرائية وتلك المتعلقة بعمليات فض المنازعات والتى تعوق وجود مناخ سليم للاستثمار وتجسدت محاولات القانون فى توضيح دور الجهات المختلفة كذلك تمثل الإطار المؤسسى للاستثمار، كما جاء فى القانون فى[٢]:جهات مسئولة عن وضع

[١] صلاح الدين، المرجع السابق مباشرة، ص ٢٢-٢٣.
[٢] خالد زكريا، مرجع سبق ذكره، غير محددة الصفحات...

ومتابعة سياسات الاستثمار وتقديم الخدمات (المجلس الأعلى للاستثمار، الهيئة العامة للاستثمار والمناطق الحرة، مركز خدمات المستثمرين، ومكاتب الاعتماد).

- جهات مسئولة عن فض المنازعات: لجنة التظلمات، اللجنة الوزارية لفض المنازعات للاستثمار، اللجنة الوزارية لتسوية منازعات عقود الاستثمار، المركز المصرى للتحكيم والوساطة.

(١-٢-٣) <u>الإجراءات الإصلاحية التى تم اتخاذها وتؤثر على مناخ الاستثمار</u>

- الاصلاحات الاقتصادية (سعر الصرف – الاصلاحات الضريبية والجمركية – النظام المصرفى).
- حزمة القوانين الجديدة وعلى رأسها قوانين الاستثمار والعمل والتأمينات الاجتماعية.
- جهود الإصلاح الإدارى ومكافحة الفساد.
- الإعفاءات الضريبية المنصوص عليها فى قانون الاستثمار.
- التزام كافة الجهات الحكومية بتنفيذ قرارات لجنة التسويات الوزارية.

وتوضح التجارب الدولية المختلفة (والذى سيتم التطرق إليها فى الفصل الثالث من الدراسة الحالية أهمية الاستثمار الأجنبى والدور الذى يمكن أن يلعبه فى تحقيق منافع للدول المتلقية. وما يفسر تلك المنافع تنافس الدول النامية للفوز بأكبر حصة ممكنة فى الاستثمارات المباشرة واعتمادها العديد من الامتيازات والتسهيلات والحوافز لجذب المستثمرين. وفى حين منحت بعض الدول المجال أمام الاستثمار الأجنبى فى كافة القطاعات، فقد قامت دول أخرى باستثناء بعض القطاعات باعتبارها استراتيجية أو تمس الأمن القومى والاقتصادى للدولة.

ويمكن التدليل على صحة ذلك <u>باللجوء إلى تقرير الاستثمار العالمى خلال سنوات حديثة</u> للتعرف على عدد الدول التى أدخلت تغييرات على نظم الاستثمار فيها، وعدد التغييرات التنظيمية. ويشير تقرير الاستثمار العالمى [١] الاونكتاد ٢٠١٧ إلى مجموعة من الأمور:

٠١ من المتوقع أن تزيد تدفقات الاستثمار المباشرة إلى القارة الأفريقية بنسبة ١٠% فى عام ٢٠١٧ لتصل إلى ٦٥ بليون دولار وذلك فى ضوء الارتفاعات المتواضعة فى أسعار النفط والزيادة المحتملة فى الاستثمارات المباشرة فى القطاعات الأخرى بخلاف النفط حيث تركزت المشروعات الجديدة فى عام ٢٠١٦ Green Field Project فى العقارات يليها الغاز الطبيعى، البنية التحتية، الطاقة الجديدة والمتجددة، الكيماويات، المركبات (وليس من المعروف نصيب مصر من هذه المشروعات الجديدة حيث تلقى احصاءات التوزيع القطاعى للاستثمارات

[١] UNCTAD, World Investment Report, 2017.

الأجنبية فى مصر الضوء حول اتجاهات الحركة فى ضوء إجماليات قطاعية ودون الدخول فى تفصيلات الأنشطة النوعية للاستثمارات المباشرة).

٠٢ مع تزايد نشاط الاستثمارات المباشرة فى عام ٢٠١٧ خارج القطاع السلعى يتوقع أن يشهد نفس العام آفاقاً مرتقبة للشركات المتعددة الجنسيات من الصين والإمارات. وكما ينبه التقرير فإن التحدى يكمن فى وضع سياسات لتعزيز تدفق هذه الاستثمارات من أجل تنويع مصادر الطاقة المنتجة محلياً.

٠٣ أن هناك اتجاهات عامة تبرزها السياسات الوطنية نحو تقديم مزيد من التسهيلات للاستثمارات المباشرة ولكن لوحظ أن حصة الإجراءات التقييدية والتنظيمية فى تزايد منذ عام ٢٠١٥ ، أنظر ملحق رقم (٤). حيث توجد مؤشرات لاتجاهات تقييدية متزايدة فى غير صالح مشتروات الأجانب للأصول الاستراتيجية الوطنية خاصة تلك التى يترتب عليها حدوث بطالة مصاحبة للعمالة الوطنية. وكما أوضحت منظمة التجارة العالمية WTO أن هذه الإجراءات ربما تمارس أثراً سلبياً على أنشطة الاستثمارات داخل سلاسل القيمة العالمية، هذا فضلاً عن الضغوط السياسية التى تتعرض لها الشركات بخصوص قراراتها للاستثمار فى الخارج Investment retention measures. وقد أشار التقرير نفسه إلى أنه فى سياق تحسن مناخ الاستثمار فى مصر عام ٢٠١٧ أسس المجلس الأعلى للاستثمار للنظر فى سياسات الاستثمار وصدق البرلمان المصرى على النسخة المعدلة من قانون الاستثمار بما يتضمن إدخال نظام الشباك الواحد والعديد من حوافز الاستثمار.

٠٤ وفى نفس إطار السياسات المرتبطة بالمناطق الاقتصادية الخاصة أشار التقرير إلى تجارب بعض الدول مثل البحرين، بنجلاديش، المغرب، وزيمبابوى وغيرهم من الدول النامية فى سياق منح المستثمرين فى هذه المناطق إعفاءات من ضرائب القيمة المضافة ورسوم الواردات على البنود المرتبطة مباشرة بتطوير وتشييد هذه المناطق أو لاستخدامها فى بعض الصناعات الخفيفة أو بغرض التوجه فقط للإنتاج من أجل التصدير.

٠٥ أشار التقرير المذكور آنفاً إلى الأنظمة الجديدة فى شراكة القطاعين الخاص والعام فى عدد من الدول النامية أمثلة الأرجنتين، رومانيا وأوكرانيا بهدف زيادة اليقين التشريعى والقانونى وضمان حماية المستثمرين من خلال إدخال بعض الترتيبات فضلاً عن جذبهم إلى المجالات الرئيسية مثل البنية التحتية، الإسكان والتكنولوجيات الجديدة.

٠٦ فيما يخص سوق الأوراق المالية خصص التقرير [١] إشارات حول زيادة حدود حصة الملكية للأجانب فى الأسواق المالية لكل من الهند وزيمبابوى (فى الهند زيدت حصة الأجانب فى أسواق الأوراق المالية وشركات التأمين والبنوك ومراكز الإيداع وتعاملات المشتقات السلعية من نسبة ٥% إلى ١٥%، وفى زيمبابوى سمح بنسبة ٤٩% للمستثمرين للتملك من الشركات المدرجة فى البورصة).

٠٧ كما أشار التقرير إلى تجارب بعض الدول مثل الهند فى مجال رفع الأسقف القطاعية للتحرير فى الصناعات المختلفة لجذب المزيد من أنشطة الاستثمار الأجنبى نحو المسار الالكترونى وشهدت السعودية من الناحية الأخرى إجراءات لرفع أسقف حصة الاستثمار الأجنبى فى مجالات تجارة الجملة والتجزئة من ٧٥% إلى ١٠٠%.

٠٨ ومن منظور الأمن القومى رصد التقرير [٢]مجموعة من القيود والتنظيمات تستهدف قطاعات معينة بالتركيز على الصناعات الاستراتيجية (أمثلة استراليا، البرازيل، كندا، وأندونيسيا). من الناحية الأخرى أعدت بعض الدول خطوطاً استرشادية لأغراض مراجعة الأمن القومى للمستثمر مع مزيد من الوضوح والشفافية للمستثمرين المحتملين (كندا) متضمناً آثار المشروع على قدرات الدفاع القومى وأمن البنية التحتية الحيوية ومسألة نقل التكنولوجيا خارج الدولة.

إجمالاً فإن التطورات الحديثة تبرز ملامح رئيسية فى إجراءات التحرير على المستوى العالمى بحيث أصبحت الدولة أكثر انتقائية للقطاعات وصفقات الاستحواذ وعمليات الاستيلاء الأجنبية وتزيد المخاوف بشأن المستثمرين العاملين فى سلاسل القيمة العالمية وتأثرهم بشكل غير مباشر بالإجراءات المقيدة للتجارة. ومن منظور دور الاستثمار كمصدر للنمو الاقتصادى وخلق فرص عمل من الأهمية أن توفر الدول ومن بينها مصر مناخاً للاستثمار بقواعد واضحة وشمولية واحتوائية غير تمييزية ويمكن التنبؤ بها.

---

[١] UNCTAD, op.cit, … p.102.

[٢] UNCTAD, op.cit,….p. 103-105.

(١-٣) تطور تدفقات الاستثمار الأجنبى المباشر وغير المباشر

(١-٣-١) تطور تدفقات الاستثمار الأجنبى المباشر[١]

حيث يمكن تمييز فترتين فى تطور تدفقات الاستثمار الأجنبى وهى الفترة (٢٠٠٤/٢٠٠٥-٢٠٠٧/٢٠٠٨) عن الفترة ما بعد (٢٠٠٨/٢٠٠٩ وحتى ٢٠١٦/٢٠١٧) ويرجع سبب الاختلاف لعدة أسباب[٢]:

(١) أن **الفترة الأولى** شهدت استقراراً فى المناخ الاستثمارى فى مصر حيث سجلت زيادة فى التدفقات الواردة من كافة الدول المصدرة للاستثمارات المباشرة إلى مصر بحيث ارتفعت التدفقات بنسبة زيادة ٢١٦% من الولايات المتحدة الأمريكية، ٥٧٦% من الاتحاد الأوروبى مقابل أعلى زيادة من الدول العربية بنسبة ١٤١٥%.

(٢)أن هذا الاتجاه الصعودى فى صافى التدفقات قد ارتبط بإضفاء المرونة على الإطار التشريعى الخاص بالاستثمار الأجنبى المباشر، تسهيل الإجراءات الإدارية المتعلقة بالاستثمار واختصار عددها وتكلفتها والوقت اللازم لإنجازها، فضلاً عن الاستمرار فى إنجاز برنامج التحول للملكية الخاصة (الخصخصة) مع التركيز على القطاع الخدمى مما أدى إلى جذب حصص أكبر من الاستثمار عبر الشركات متعدية الجنسيات.

(٣)تعد سنة ٢٠٠٧/٢٠٠٨ أعلى قمة وتحسن فى تدفقات صافى الاستثمار الأجنبى المباشر إلى مصر كما يرصدها شكل (١-٣).

أما الفترة الثانية (٢٠٠٨/٢٠٠٩ – ٢٠١٦/٢٠١٧)

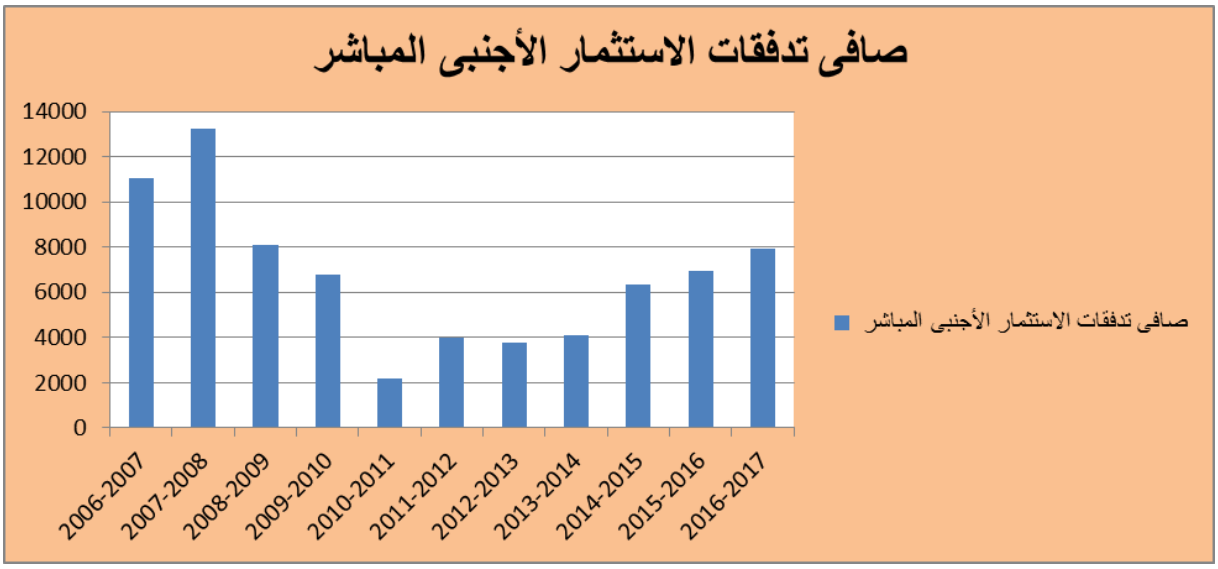
فقد شهدت تلك الفترة انخفاضاً فى التدفقات الواردة من كافة الدول المصدرة للاستثمارات الأجنبية المباشرة إلى مصر. ويوضح (شكل ١-٤) التذبذبات فى معدل نمو صافى تدفقات الاستثمار الأجنبى المباشر بين الارتفاعات والانخفاضات حيث شهد عام ٢٠١٠/٢٠١١ أعلى مستوى من الانخفاض فى التدفقات بمعدل انخفاض ٦٧,٦% وتحقق أعلى معدل فى الارتفاع فى العام الذى يليه ١١/٢٠١٢ حيث سجل معدل الزيادة حوالى ٨٢%.

---

[١] أميرة عامر... ، مرجع سبق ذكره ، ص ٧٦.

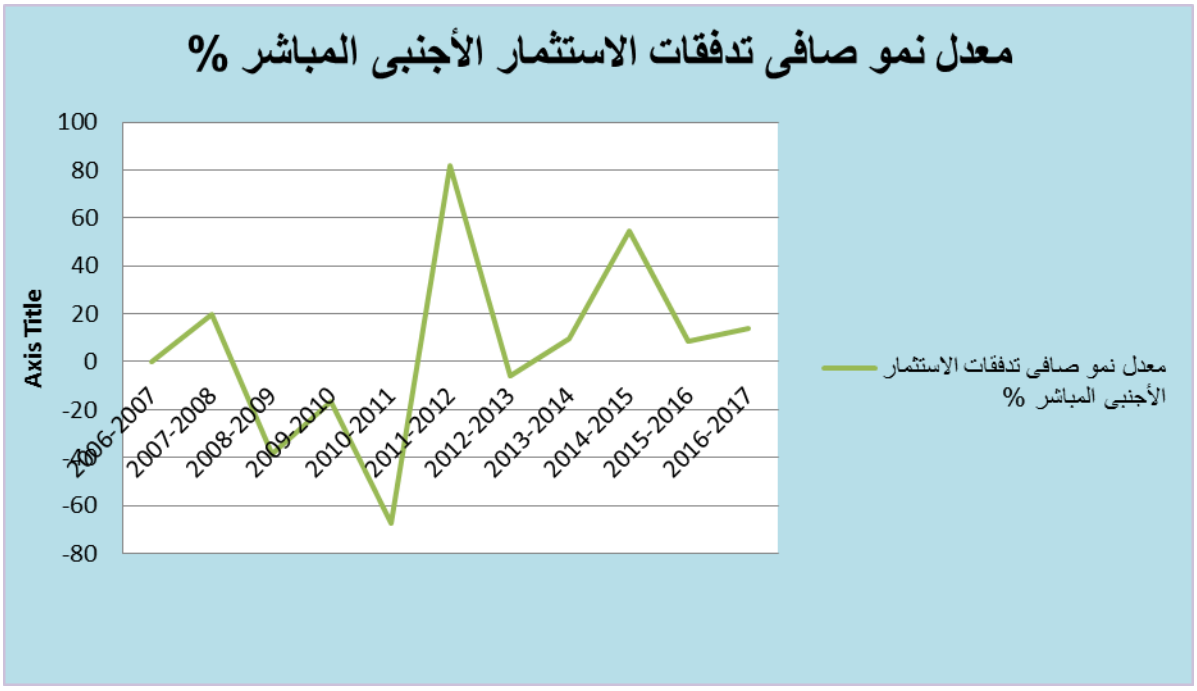
[٢] وفقاً لتقرير الاستثمار العالمى ٢٠١٧، مرجع سبق ذكره ، Annex table (1) وبناءً على حسابات المؤلف الحالى لم يتجاوز نصيب مصر من تدفقات الاستثمار المباشر على المستوى العالمى ٠,٠٥% خلال الفترة منذ ٢٠٠٤ وحتى ٢٠١٥/٢٠١٦.

شكل رقم (١-٣)



المصدر: الملحق الاحصائى رقم (١).

شكل رقم (١-٤)



المصدر: الملحق الاحصائى رقم (١).

ويمكن تفسير هذه التذبذبات خلال تلك الفترة بالآتى:

- حدوث الأزمة العالمية ٢٠٠٨/٢٠٠٩ والتى ألقت بظلالها على مصر، وتراجعت التدفقات الواردة من الولايات المتحدة الأمريكية والتى كانت تعد من أولى الدول المصدرة لتدفقات الاستثمار الأجنبى المباشر إلى مصر (البنك المركزى، المجلة الاقتصادية، أعداد متفرقة).
- التأثر بتداعيات الأحداث السياسية التى مرت بها مصر أثر اندلاع ثورة ٢٥ يناير ٢٠١١ وعدم الاستقرار السياسى والاقتصادى والأمنى.
- شهدت سنة ٢٠١٠/٢٠١١ زيادة التدفقات الاستثمارية للخارج بمعدل ٣١,٢% وهو ما يفوق زيادة إجمالى التدفقات الاستثمارية للداخل والتى بلغ معدلها ٢٢,٩% (البنك المركزى المصرى، المجلة الاقتصادية، المجلد ٥٢، العدد الرابع ٢٠١١، ٢٠١٢).
- استمرار المظاهرات الفئوية والانفلات الأمنى وتأخر الموافقات والتراخيص وعدم الالتزام بقرارات الجهات التنفيذية وتواكب ذلك مع اعتبار مصر ثانى دولة فى العالم عليها قضايا تحكيم دولى فى عام (٢٠١١) [١].

(١-٣-٢) الاتجاهات القطاعية فى توزيع تدفقات الاستثمار الأجنبى المباشر

(١-٣-٢-١) تتنوع القطاعات الاقتصادية التى يساهم فيها الاستثمار الأجنبى المباشر فى مصر،

ويتضح من جدول رقم (١-١) أن الاستثمارات تتركز أساساً فى قطاع البترول خلال (٢٠٠٨/٢٠٠٩-٢٠١٦/٢٠١٧) بشكل خاص بما يزيد عن ٥٠% أكثر من ميله للتوجه إلى قطاعات الصناعة والزراعة والسياحة وتكنولوجيا المعلومات والاتصالات، وإن كان هناك بند غير موزع يتجاوز ٢٠% غير محدد نوعية استثماراته وغير ذى دلالة إلا أن هذا التوزيع لا يشير بجلاء إلى وجود قيمة مضافة حقيقية من هذه الاستثمارات المباشرة الذى استهدف جذبها تحقيق أهداف التنمية المستدامة والوصول إلى القطاعات ذات الأولوية من المنظور التنموى، لذلك فإن حجم هذه الاستثمارات ليست هى المؤشر على قوة الاقتصاد المصرى بقدر ما تكون مؤشراً على مزيد من الاستنزاف لإمكانات الاقتصاد المصرى.

[١] موقع الاتحاد العام للغرف التجارية المصرية
www.fedcoc.org.eg accessed on 10/4/2015.

(١-٣-٢-٢) وطبقا للغرض من الاستثمار يبين توزيع الاستثمارات الأجنبية المباشرة وفقاً للقطاعات الكلية جدول (١-٢)، يمكن ملاحظة ما يلى:

أ. أن السنوات السابقة على عام الأزمة العالمية ٢٠٠٨/٢٠٠٩

قد شهدت استحواذ العمليات الاستثمارات بغرض تأسيس شركات أو زيادة رؤوس أموالها على اتجاهات الاستثمار المباشر بما لا يقل عن ٤٠% تليها الاستثمارات الموجهة إلى قطاع البترول ثم أنشطة بيع شركات وأصول إنتاجية لغير المقيمين إلا أنه ولبعض الأسباب ارتفع نصيب الاستثمارات بغرض التأسيس وزيادة رؤوس الأموال إلى ما يتجاوز ٥٠% خلال الأعوام ٢٠١١/٢٠١٢ – ٢٠١٣/٢٠١٤ وانخفض نصيب قطاع البترول وذلك يتضح ما يلى:

- نتيجة للأزمة المالية العالمية ٢٠٠٨/٢٠٠٩ وانخفاض التدفقات الواردة من الولايات المتحدة الأمريكية والتى كانت معظمها استثمارات فى قطاع البترول فى حين ارتفعت التدفقات من دول الاتحاد الأوروبى والتى تركزت استثماراتها فى قطاع تأسيس شركات جديدة وزيادة رؤوس أموال شركات قائمة (البنك المركزى، المجلة الاقتصادية ٢٠١١/٢٠١٢).
- وايضا نتيجة للجهود التى تم بذلها بهدف الترويج للاستثمار فى مصر والإجراءات التى اتخذتها وزارة الاستثمار والهيئة العامة للاستثمار بهدف التبسيط والتيسير على المستثمرين فقد شهدت سنة ٢٠١٢/٢٠١٣ العديد من التأسيسات والتوسعات لشركات عربية وآسيوية وأوروبية وأمريكية من غير العاملة فى مجال البترول.

ب. أن السنوات الأخيرة ٢٠١٤/٢٠١٥، ٢٠١٥/٢٠١٦ ، ٢٠١٦/٢٠١٧ قد بدأت تشهد مرة أخرى تركزاً فى توجه الاستثمارات المباشرة نحو قطاع البترول بنسبة تتجاوز ٥٠% ولصالح القطاع البترولى الريعى والمطلوب أن تتوجه هذه الاستثمارات لخدمة تأسيس شركات أو زيادة رؤوس أموالها بما يحقق أهداف التنمية المستدامة لصالح قطاعات الصناعات التحويلية والاتصالات وتكنولوجيا المعلومات.. بما يخلق آفاقاً جديدة للنمو الاقتصادى والتشغيل، وتحفيز الابتكار التكنولوجى ونقل التكنولوجيا الحديثة ونشر المعرفة.

ج. ما يمكن أن نصل إليه من توصيف واضح لنمط الاستثمارات الأجنبية الوافدة إلى مصر فى ضوء تصنيفات الاستثمارات المباشرة التى تم استعراضها فى نفس الفصل أن الاستثمارات الواردة إلى مصر ترتفع فيها نسبة الاستثمارات الباحثة عن الموارد الطبيعية (وخاصة البترول) وهى السمة الموجودة فى غالبية الدول النامية.

جدول رقم (١-١): الأهمية النسبية للقطاعات الاقتصادية المختلفة فى توزيع الاستثمارات الاجنبية المباشرة

التوزيعات على القطاعات الاقتصادية المختلفة	٢٠٠٦-٢٠٠٧	٢٠٠٧-٢٠٠٨	٢٠٠٨-٢٠٠٩	٢٠٠٩-٢٠١٠	٢٠١٠-٢٠١١	٢٠١١-٢٠١٢	٢٠١٢-٢٠١٣	٢٠١٣-٢٠١٤	٢٠١٤-٢٠١٥	٢٠١٥-٢٠١٦	٢٠١٦-٢٠١٧
الصناعية	٨.٠٦	٨.٥٨	٦.٦٤	٤.١١	٨.٤٠	٦.٢٣	٢.٥٤	١.٩٨	٢.٢٥	٣.٣٨	٥.٩٤
الزراعية	٠.٢٣	٠.٦٩	٠.٥٩	٣.٢٦	٠.٣٢	٠.٦٩	١.٣٥	٠.٢٤	٠.٠٢	٠.٠١	٠.١٦
الإنشائية	٠.٤٦	٢.٣٨	١.٧٦	٢.٧٣	١.١٤	١.٠٨	٠.٢٠	٢.١٩	٥.٩٤	١.٤٩	٠.٩٢
التمويلية	١٧.٦٩	١٢.٢٩	٣.٤٣	٧.٨٧	١.١٩	١.٨١	٣.٦٩	١.٠٢	٢.٠٠	٣.٧٩	١.٦٩
الخدمية	٢.٠٠	٥.٢٢	٢.٢٠	٣.٤٤	٢.١٦	٣.٩٥	٢.٦٧	١.٤٢	١.٧٨	٢.١٨	١.٩١
السياحية	٣.٢٨	١.٠٩	٠.٩٥	٢.٢٢	١.٦٥	٠.٣٥	٠.٢٠	٠.١٢	٠.٠٥	٠.٢٧	٠.٣٩
الاتصالات وتكنولوجيا المعلومات	١٤.٧٠	٠.١٠	٥.٦٧	٠.٥٧	٠.٠٧	١١.٨٢	٠.٢١	٠.٠٢	٠.٠٢	٠.٤٦	٠.٣٠
عقاري	٠.٣٠	٢.٢٢	١.٠٨	٢.٧٥	١.٤٠	٠.٧٣	٠.٤٣	١.٣٧	٦.١٩	٣.٦٧	٣.٢١
البترول	٣٧.٤٨	٤٥.٤٩	٧٥.٣١	٦٨.٢٢	٧٣.٢٧	٦٠.٣٤	٧٠.٧٣	٧١.٧٤	٥٨.٤٤	٥٣.٥٦	٦٢.٥٥
غير موزع	١٥.٨٠	٢١.٩٥	٢.٣٨	٤.٨٤	١٠.٤١	١٣.٠٠	١٧.٩٨	١٩.٩٠	٢٣.٣٠	٣١.١٩	٢٢.٩٢
المجموع	١٠٠.٠٠	١٠٠.٠	١٠٠.٠	١٠٠.٠	١٠٠	١٠٠	١٠٠	١٠٠	١٠٠	١٠٠	١٠٠

المصدر: البنك المركزى المصرى، المجلة الاقتصادية، أعداد متفرقة.

جدول رقم (١-٢): الأهمية النسبية للقطاعات الكلية فى توزيع الاستثمار الأجنبى المباشر

التوزيعات على القطاعات الكلية	٢٠٠٦-٢٠٠٧	٢٠٠٧-٢٠٠٨	٢٠٠٨-٢٠٠٩	٢٠٠٩-٢٠١٠	٢٠١٠-٢٠١١	٢٠١١-٢٠١٢	٢٠١٢-٢٠١٣	٢٠١٣-٢٠١٤	٢٠١٤-٢٠١٥	٢٠١٥-٢٠١٦	٢٠١٦-٢٠١٧
الاستثمارات الواردة لتأسيس شركات أو زيادة رؤوس أموالها	٤٧.١٠	٤٨.٤٨	٢٨.٤٠	٣٩.٧١	١٠١.٣٦	٥٢.٥٠	٦٣.١٦	٥٦.١٠	٣٣.٣٣	٤٠.٧٣	٣٥.١٩
حصيلة بيع شركات واصول انتاجية لغير المقيمين	٢٥.٣٦	١٧.٤٢	٣.٧٠	٢.٩٤	٠.٩١	٤٢.٥٠	٧.٨٩	٢.٤٤	٠.٩٣	٢.٠٨	٠.٠٠
البترول	٢٧.١٧	٣١.٠٦	٦٦.٦٧	٥٢.٩٤	٨.١٨-	٢.٥٠	٢٦.٣٢	٣٩.٠٢	٥٩.٦٩	٥٣.٥١	٦١.٦٥
تحويلات واردة لشراء عقارات فى مصر بمعرفة غير مقيمين	٠.٣٦	٣.٠٣	١.٢٣	٤.٤١	٥.٩١	٢.٥٠	٢.٦٣	٢.٤٤	٦.٠٥	٣.٦٧	٣.١٦
المجموع	١٠٠	١٠٠	١٠٠	١٠٠	١٠٠	١٠٠	١٠٠	١٠٠	١٠٠	١٠٠	١٠٠

المصدر: تم تجميع البيانات من التقارير المتنوعة للبنك المركزى المصرى وكذا التقارير السنوية لأداء وزارة الاستثمار والجهات التابعة لها.

(١-٣-٢-٣) أهم مؤشرات سوق الأوراق المالية

كما يوضح الجدول (١-٣) تطور مؤشرات سوق الأوراق المالية منذ فترة الأزمة المالية العالمية وحتى ٢٠١٦/٢٠١٥ يمكن ملاحظة ما يلي:

- حدثت الأزمة المالية العالمية في سبتمبر ٢٠٠٨ وأثرت علي مختلف اقتصادات العالم سواء في الجانب المالي للاقتصاد (البنوك والأسواق المالية وشركات التأمين) أو في الجانب الحقيقي من الاقتصادات، ولم تكن مصر بمنأى عن هذه التأثيرات فقد شهد صافي التدفقات من الاستثمارات الأجنبية المباشرة تراجعاً من ٨,١ مليار دولار عام ٢٠٠٩/٢٠٠٨ الي نحو ٦,٨ مليار دولار عام ٢٠١٠/٢٠٠٩ واستمر في التراجع ليبلغ تقريباً ٤,٧ مليار دولار عام ٢٠١٢/٢٠١١ وهي السنة التالية لأحداث ثورة ٢٥ يناير بنسبة انخفاض ٥١% ما بين عامي ٢٠٠٩/٢٠٠٨، ٢٠١٢/٢٠١١ ثم حدث تحسن في عام ٢٠١٤/٢٠١٣ وسجل ارتفاعاً طفيفاً الي نحو ٤,١ مليار دولار واستمر الإتجاه الصعودى في الاستثمارات المباشرة لتسجل ٦,٩ مليار دولار في عام ٢٠١٦/٢٠١٥ وبنسبة ارتفاع ٦٨% بين عامي ٢٠١٤/٢٠١٣، ٢٠١٦/٢٠١٥ وتعاود الهبوط فى ٢٠١٧/٢٠١٦، أما الاستثمار في الحافظة فكان التأثير اكثر وضوحاُ حيث تراجع صافي الاستثمار من ٩,٢ مليار دولار في عام ٢٠٠٩/٢٠٠٨ الي ٧,٩ مليار دولار في عام ٢٠١٠/٢٠٠٩ (قيمة صافي الأموال المحولة، للداخل أكبر من المحولة للخارج من مصر) ولكن حدث مزيد من التراجع ليسجل صافي الاستثمار في الحافظة ٢٠١١/٢٠١٠ تراجعاً الي نحو – ٢,٦ مليار دولار (أى ان قيمة الأموال المحولة للخارج اكبر من الداخل الي مصر) وحدث مزيد من التراجع في صافي الاستثمار في الحافظة ليسجل – ٠,٥ مليار في عام ٢٠١٢/٢٠١١ ثم تظهر بوادر تحسن في السنوات التالية ٢٠١٣/٢٠١٢، ٢٠١٤/٢٠١٣ ثم يتعاود التراجع في صافي الاستثمار ليسجل انتقالاً صافياً الي الخارج في السنوات ٢٠١٥/٢٠١٤، ٢٠١٦/٢٠١٥ ثم يحدث تأتيراً إيجابياً مفاجئاً مع تحرير سعر صرف الجنيه فى ٢٠١٧/٢٠١٦ ليسجل دخولاً صافياً إلى الداخل حوالى ١٦ مليار دولار، ويعكس هذا الاداء من المستثمرين الاجانب سواء أكان الاستثمار في اصول ثابتة (استثمارات مباشرة) أو أصول مالية (استثمارات في الحافظة) ان المستثمر الاجنبي يسعي الي الربح. ولا يتحمل المخاطرة مع تقلب الأوضاع وسوء الاحوال الاقتصادية حيث قام بخفض حجم الأموال المستثمرة في الاصول الثابتة وقام بسحب الاستثمارات الخاصة بالأصول المالية لقدرته الأكبر علي تسييلها والخروج من السوق المصرى دون قيود او شروط وفقاً لقواعد التحرير المالي ودون تحمل أية اعباء مالية ولذلك فإنه يتخذ قراره علي الفور بترك هذه السوق وتحويل استثماراته الي اسواق مالية أخرى أكثر استقراراً أو الاستثمار في أصول مالية قليلة

المخاطر كالعقارات والأراضي والذهب [1] وفقاً لما يعرف بهروب الأموال الساخنة عند حدوث الازمات كما حدث في ازمة جنوب شرق آسيا عام ١٩٩٧.

- ويمكن التعرف على انعكاسات تحرير سعر الصرف على أداء سوق المال والتى جاء بعضها إيجابى مثل ارتفاع معدلات السيولة المتاحة، الشركات الجديدة المقيدة، معدلات دخول الأجانب للسوق المصرية ولكن يظل التعبير الدقيق عن أداء سوق المال هو التوسع فى رأس المال وليس المؤشر العام لسوق رأس المال حيث إن نسبة من التعاملات فى البورصة فى صورة مضاربات لا تزال تستفيد من فروق الأسعار لبيع وشراء أسهم دون حدوث زيادة حقيقية فى رأس المال، وأغلب الظن أن تعامل المستثمر مع سوق المال يعد مقياساً لاختبار جدية سهولة دخول وخروج الأموال وحقيقة تحرير سعر الصرف وذلك قبل الدخول باستثمارات فى القطاعات الحقيقية ومن ثم فإن سوق المال لابد وأن يخضع لإجراءات إصلاح مناخ الاستثمارات [2]، وهى نقطة سنتعرض للتحقق منها ومناقشتها وقياسها فى الفصل الخامس .

-

جدول رقم (١-٣): تطور مؤشرات سوق الأوراق المالية منذ الأزمة المالية العالمية وحتى ٢٠١٧/٢٠١٦

السنوات	صافى تدفقات الاستثمار الأجنبى المباشر (بالمليون دولار)	صافى الاستثمار الأجنبى فى الحافظة (بالمليون دولار)	قيمة المؤشر العام لسوق رأس المال	إجمالى قيمة التداول السنوى (بالمليون جنية)	إجمالى عدد الشركات المقيدة المتداول أوراقها	القيمة الإجمالية للأوراق المالية المتداولة ببورصة الشركات الصغيرة والمتوسطة (بالمليون جنيه)	رأس المال الاسمى للشركات المقيدة (بالمليون جنيه)	رأس المال السوقى للشركات المقيدة (بالمليون جنيه)	نسبة رأس المال السوقى /رأس المال الاسمى
2008-2009	8113.4	9210.7	5702.9	319782	333	28.014	149587	463644	3.099494
2009-2010	6758.2	7879.3	6033.1	441310	215	47.889	134748	410144	3.043785
2010-2011	2188.6	-2550.9	5373	200578	211	45.114	144699	399756	2.762673
2011-2012	3982.2	-5025.3	4708.6	152881	212	31.228	150106	339768	2.26352
2012-2013	3753.3	1477.4	4752.2	173319	210	34.739	152078	321679	2.115224
2013-2014	4119.3	1237.2	8162.2	250031	213	51.484	162671	477641	2.936239
2014-2015	6371	-638.6	8371.5	249965	221	68.658	178068	485175	2.724661
2015-2016	6932.6	-1286.8	6942.5	248407	222	97.336	188833	382541	2.025816
2016-2017	6565	15985.3	12994.8	261415	224	86	211755	654976	3.093084

المصدر : المجلة الاقتصادية للبنك المركزى المصرى (أعداد مختلفة) ، التقرير السنوى للبنك المركزى المصرى ، أعداد مختلفة .

[1] أحمد عاشور عبد الله، أثر التحرير المالي علي البورصة المصرية خلال الفترة (٩١- ٢٠١٠)، المجلة المصرية للتنمية والتخطيط، العدد الثاني، ديسمبر ٢٠١٣، ١٣١ -١٧٦

[2] المركز المصرى للدراسات الاقتصادية، ندوة "تأثيرات تغير سعر الصرف على سوق المال واسواق الدين، ملاحظات موجزة حول الندوة، الأحد ١٢ مارس ٢٠١٧.

- وقد شهد المؤشر العام لسوق رأس المال تحسناً بين السنوات ٢٠٠٨/٢٠٠٩، ٢٠٠٩/٢٠١٠ بنسبة ٥% ومع ذلك استمر في التراجع خلال السنوات، ٢٠١٠/٢٠١١ -٢٠١٢/٢٠١٣ بنسبة انخفاض حوالي ١٢% بين العامين ٢٠١٠/٢٠١١، ٢٠١٢/٢٠١٣ قبل ان يتحسن اداؤه ويرتفع في عامي ٢٠١٣، ٢٠١٤، ٢٠١٤/٢٠١٥ وبنسبة ارتفاع ٧٨% بين عامي ٢٠١١/٢٠١٢، ٢٠١٤/٢٠١٥ ثم يعاود الهبوط بنسبة ١٧% في عام ٢٠١٥/٢٠١٦، في ذات الوقت الذي تراجعت فيه أعداد الشركات المقيدة من ٣٣٣ شركة في ٢٠٠٨/٢٠٠٩ الي ٢١٥ شركة في ٢٠٠٩/٢٠١٠، ثم يواصل أعداد الشركات في التراجع حتى عام ٢٠١٣/٢٠١٤ لتسجل ٢١٣ شركة قبل أن تعاود أعداد الشركات في الصعود النسبي في ٢٠١٥/٢٠١٦ لتسجل ٢٢٢ شركة بنسبة انخفاض ٥٠% بين عامي ٢٠٠٨/٢٠٠٩، ٢٠١٥/٢٠١٦ ثم تتحسن قليلاً لتصل إلى ٢٢٤ شركة فى ٢٠١٦/٢٠١٧.
- وقد تزامن ذلك مع تراجع رأس المال السوقي للشركات المقيدة من ٤٦٣,٦ مليار جنيه في ٢٠٠٨/٢٠٠٩ ليصل الي ٣٢١,٧ مليار جنيه في ٢٠١٢/٢٠١٣ بنسبة هبوط قدرها حوالي ٣١% قبل ان تعاود القيمة السوقية للشركات الارتفاع لتسجل ٤٧٧,٦ مليار جنيه في ٢٠١٣/٢٠١٤، ٤٨٥,٢ مليار جنيه في ٢٠١٤/٢٠١٥ وبنسبة ارتفاع ١,٦% عن العام السابق مباشرة (وبنسبة ٥٠,١% بين عامى ٢٠١٤/٢٠١٥، ٢٠١٢/٢٠١٣)، ثم يهبط رأس المال السوقي للشركات المقيدة بنسبة ٢١,١% في عام ٢٠١٥/٢٠١٦ مقارنة بالعام السابق مباشرة ويتحسن إلى ما يقارب الضعف فى ٢٠١٦/٢٠١٧ .
- كما تراجعت نسب رأس المال السوقي / الاسمي نتيجة الانخفاض في قيمة رأس المال السوقي لتصل الي ٣,٠٤ مرة في ٢٠٠٩/٢٠١٠ مقارنة ٣,٩٠ في ٢٠٠٨/٢٠٠٩ ثم لتعاود النسبة الهبوط لتصل الي ٢,٠ مرة في عام ٢٠١٥/٢٠١٦ مقارنة بنسبة ٣,٠٩ مرة في عام ٢٠٠٨/٢٠٠٩ ثم تتحسن النسبة لتعادل قيمتها ٣,٠٩ مرة فى ٢٠١٦/٢٠١٧.

وعلي الرغم من أن حجم المتعاملين الاجانب سواء كانوا أفراداً أم مؤسسات لا يتخطي ٢٥% من اجمالي المتعاملين في سوق الأوراق المالية إلا انه في الواقع لهم تأثير كبير في توجهات السوق بيعاً أو شراءاً نتيجة ادارة اغلبهم لصناديق استثمار في السوق المصرى وما يتوافر بها من سيولة كبيرة قادرة على تغيير مؤشرات السوق صعوداً وهبوطاً وكذا إعطاؤها لصورة واضحة للمستثمر المصرى سواء بالدخول بائعاً أو مشترياً في السوق وفقاً لتوجهات هذه الصناديق وفقاُ لسلوك القطيع.

وكما تأثرت الاستثمارات الاجنبية وما لحق بها من تأثير في سوق الأوراق المالية، كان للاقتصاد الحقيقى نصيب كذلك من التراجع، فقد شهد معدل النمو الحقيقى للاقتصاد تراجعاً من ٧,٢% عام ٢٠٠٨/٢٠٠٧ إلى نحو ٤,١% عام ٢٠٠٩/٢٠٠٨ قبل أن يرتفع إلى ٥,٢% فى عام ٢٠١٠/٢٠٠٩ ثم يسجل ٣,٤% فى عام ٢٠١٥/٢٠١٤ وكذلك ٤,٣% فى عام ٢٠١٦/٢٠١٥، ٤,٨% فى ٢٠١٧/٢٠١٦ [١]. وتبع ذلك تأثر عدد كبير من القطاعات الاقتصادية المصرية بتداعيات الأزمة المالية العالمية وكذلك ظروف ثورتى ٢٥ يناير ٢٠١١ ويونية ٢٠١٣ حيث تراجع معدل الاستثمار من أكثر من ٢٣% من الناتج المحلى إلى أقل من ٢١%، وتقلصت فرص العمل الجديدة ليصـل معدل البطالة إلى ما يتجاوز ١٢% حالياً مقابل ٨,٧% فـى عام ٢٠٠٩/٢٠٠٨ [٢].

يتضح من المؤشرات السابقة مدى التأثير الذى أضر ببعض القطاعات الاقتصادية نتيجة الانفتاح المالى والتجارى مع الاقتصاد العالمى الأمر الذى أحدث بعض الهزات داخل الاقتصاد المصرى نتيجة الصدمات الخارجية سواء كانت من خلال قنوات مالية (أزمات ترتبط بالقطاع البنكى أو بسوق المال)، أو من خلال القنوات الأخرى مثل التضخم – سعر الصرف – التجارة الخارجية ، وهى أمور سيتم تناولها والتحقق منها فى الفصلين الرابع والخامس من الدراسة الحالية .

[١] البنك المركزى المصرى ، النشرة الإحصائية الشهرية ، العدد رقم (٢٤٨) ، نوفمبر ٢٠١٧ ، تقدير للفترة أبريل – يونية ٢٠١٧/٢٠١٦ .
[٢] البنك المركزى المصرى، النشرة الاقتصادية، أعداد متفرقة.

الفصل الثانى

الإطار النظرى والمفاهيمى للعلاقة بين سعر الصرف والاستثمارات الأجنبية*

تمهيد

نبدأ هذا الفصل ببعض الملاحظات التمهيدية التى تستجلى عددا من المفاهيم الأساسية الخاصة بسعر الصرف وتغيراته وانعكاسات هذه التغيرات على عدد من المتغيرات الأساسية والهامة فى اقتصادات الدول المختلفة ومن بينها الاقتصاد المصرى. ومما يدعونا إلى هذه البداية أن موضوع سعر الصرف كان وما زال محل اهتمام متجدد دائما فى الأوساط المحلية (علمية كانت أم تنفيذية أم حتى شعبية) وكثير من الأوساط الدولية خاصة ما ينتمى منها إلى منظمات وتكتلات دولية، فضلا عن كون هذا الموضوع حاضر دائما فى معظم – إن لم يكن كل – أشكال العلاقات الاقتصادية الدولية وما يتصل بها من سياسات وإجراءات تنفيذية.

وبعد هذه الملاحظات التمهيدية سوف نركز، فيما يتبقى من هذا الفصل، على البحث فى العلاقة بين سعر الصرف والاستثمارات الأجنبية، مع إضافة بعض التعليقات الخاصة بمصر فيما يتعلق بموضوع هذا الفصل.

* قام بإعداد هذا الفصل أ.د. محمود عبد الحى – مركز العلاقات الاقتصادية الدولية ، معهد التخطيط القومى .

(٢-١) ملاحظات تمهيدية حول مفهوم سعر الصرف[١]

سعر الصرف هو العلاقة التى تحكم عملية التبادل بين عملتين مختلفتين، وهذه العلاقة لا تخرج عن كونها علاقة ثمنية يمكن فيها اعتبار إحدى العملتين سلعة والأخرى ثمن لها. وفى إطار دراستنا هذه سوف نعتبر العملة الأجنبية (الدولار مثلا أو اليورو) سلعة والجنيه المصرى ثمنا لها، ومن ثم فإن حديثنا عن ارتفاع سعر صرف الدولار أو اليورو مثلا يشير فى نفس الوقت إلى انخفاض قيمة الجنيه بالنسبة للدولار أو اليورو. وبالعكس فإن الحديث عن انخفاض سعر صرف الدولار أو اليورو يشير فى نفس الوقت إلى ارتفاع قيمة الجنيه المصرى. وكثيرا ما يتردد فى مناسبات مختلفة حديث عن ارتفاع أو انخفاض سعر الصرف فى مصر مما قد يثير التباسا حول المقصود هل هو سعر صرف الجنيه بالدولار أو أى عملة أجنبية أخرى؟ أم سعر صرف الدولار أو أى عملة أجنبية أخرى بالجنيه المصرى؟ ولتجنب مثل هذا الالتباس سوف نلتزم فى هذا الفصل بالتحديد الواضح على نحو لا يقبل الالتباس، حيث سيكون حديثنا دائما عن ارتفاع أو انخفاض سعر صرف الدولار (أو أى عملة أخرى) بالجنيه، مما يعنى اعتبار العملة الأجنبية كما لو كانت سلعة يعبر عن ثمنها بالجنيه المصرى.

كذلك نسترعى الانتباه ابتداء إلى التفرقة الهامة بين دلالة المصطلحات المستخدمة فى الحديث عن تغيرات أسعار الصرف، فاستخدام مصطلح ارتفاع (أو انخفاض) سعر صرف عملة ما يعنى أن هذا السعر يزداد (أو يتناقص) بفعل تأثير تغيرات الطلب على هذه العملة وعرضها، أى بفعل قوى السوق. أما استخدام مصطلح رفع (أو خفض) سعر صرف عملة ما فيعنى قرارا تدخليا من السلطة النقدية فى البلد المعنى لزيادة (أو إنقاص) سعر هذه العملة، والمفروض أن يتم ذلك فى إطار سياسة نقدية متكاملة ومنسجمة مع السياسات الأخرى (استثمارية وإنتاجية ومالية وتجارية وتوزيعية...) لتحقيق الأهداف الوطنية التى تتغياها هذه السياسات مجتمعة. فمثلا إذا لجأت السلطات النقدية فى دولة ما إلى تخفيض قيمة عملتها الوطنية بهدف زيادة الصادرات وتخفيض الواردات (لعلاج عجز ميزان المدفوعات) فإن النجاح فى تحقيق هذا الهدف يستدعى سياسة استثمارية وإنتاجية تعطى الأولوية لإنتاج السلع والخدمات القابلة للدخول فى التجارة الخارجية tradable على حساب السلع والخدمات غير القابلة للدخول فى التجارة الخارجية non-tradable لأن الأولى تزيد من فرص التصدير والإحلال محل الواردات على نحو يساعد فى علاج عجز ميزان المدفوعات، بينما الثانية تحد من هذه الفرص خاصة إذا كان التوسع فيها يعنى تحويلا للموارد إليها بدلا من استخدامها فى إنتاج السلع والخدمات القابلة للدخول فى التجارة الخارجية.

---

[١] انظر على سبيل المثال: محمود محمد عبد الحى: مشكلة سعر الصرف فى الاقتصاد المصرى، معهد التخطيط القومى، مذكرة خارجية رقم ١٣٨٧، القاهرة يناير ١٩٨٤ وإعادة طبع سبتمبر ١٩٩٢، ص ص أ – ج.

(٢-٢) أنواع سعر الصرف

تشير الأدبيات إلى التفرقة بين أربعة أنواع من سعر الصرف[١]: سعر الصرف الإسمى Nominal Exchange Rate، وسعر الصرف الإسمى الفعال Nominal Effective Exchange Rate، وسعر الصرف الحقيقى Real Exchange Rate، وسعر الصرف الحقيقى الفعال Real Effective Exchange Rate.

(٢-٢-١) سعر الصرف الإسمى

هو ذلك السعر المعلن لكل من العملات الأجنبية معبرا عنه بالعملة الوطنية، والأصل أن السلطات النقدية هى التى تعلن هذا السعر وتعمل على المحافظة على ثباته نسبيا (أى مع السماح بتقلبه فى حدود معينة) طبقا للعلاقة بين الطلب على كل من هذه العملات وعرضها فى سوق الصرف الأجنبى، ومع ذلك يمكن أن تشهد هذه السوق أكثر من سعر صرف إسمى لعملة من العملات خاصة إذا لم يكن السعر المعلن بواسطة السلطات النقدية معبرا بدقة عن علاقة الطلب المتبادل (من حيث الحجم وظروف الإتاحة) بين العملة الوطنية وبعض العملات الأجنبية. ويمكن مثلا التعبير عن سعر صرف الدولار الأمريكى بالجنيه المصرى بالمعادلة التالية:

$$NER = nLE/1US\$$$

حيث:

NER سعر الصرف الإسمى للدولار الأمريكى بالجنيه المصرى

nLE عدد وحدات العملة الوطنية (الجنيهات المصرية) مقابل الدولار الأمريكى

1US$ دولار أمريكى واحد

(٢-٢-٢) سعر الصرف الإسمى الفعال

فهو عبارة عن المتوسط المرجح لأسعار صرف العملة الوطنية للدولة بعملات شركائها التجاريين (باستخدام نسب التجارة مع كل منهم كأوزان للترجيح). ومن ثم يمكن مثلا التعبير عن سعر الصرف

---

[١] انظر على سبيل المثال: Ayse Evrevsel; International Finance for Dummies Cheat Sheet

..http://www.dummies.com/education/finance/internationa-finance/advantages-and-disadvan...

Windsor Prokers; Real Effective Exchange Rate- REER;

https://www.investopedia.com/terms/r/reer.asp

Czech National Bank; What is the Nominal and Real Exchange Rate?;

https://www.cnb.cz/en/faq/what_is_the_nominal_and_real_exchange_rate.html

الإسمى الفعال للجنيه المصرى بالمعادلة التالية:

$$NEER = \sum NER_i * \alpha_i / \sum \alpha_i$$

حيث:

NEER سعر الصرف الإسمى الفعال لوحدة معيارية من عملات الشركاء التجاريين لمصر مثلا.

NER_i سعر الصرف الإسمى لعملة الشريك التجارى i بالجنيه المصرى.

α_i نسبة التجارة مع الشريك i فى مجموع التجارة المصرية.

(٢-٢-٣) <u>وسعر الصرف الحقيقى</u>

هو عبارة عن سعر الصرف الإسمى معدلا بالعلاقة بين الرقم القياسى لأسعار المستهلكين فى دولة العملة الوطنية والرقم القياسى لأسعار المستهلكين فى دولة العملة الأجنبية، فمثلا سعر الصرف الحقيقى للدولار بالنسبة للجنيه المصرى يمكن التعبير عنه بالصيغة التالية[١]:

$$RER = NER * (CPI_{eg}/CPI_{usa})$$

حيث:

RER سعر الصرف الحقيقى للدولار الأمريكى بالجنيه المصرى.

NER سعر الصرف الإسمى للدولار بالجنيه المصرى.

CPI الرقم القياسى لأسعار المستهلكين فى مصر (eg) وفى الولايات المتحدة الأمريكية (usa).

ووفقا لهذه الصيغة فإن الدولار يصبح مقوما، فى المعاملات التجارية الأمريكية المصرية، بأعلى من قيمته الحقيقية إذا كان الرقم القياسى لأسعار المستهلكين فى الولايات المتحدة الأمريكية أعلى من الرقم القياسى لأسعار المستهلكين فى مصر، ومن ثم يتعين فى هذه الحالة تخفيض سعر الصرف الإسمى للدولار معبرا عنه بالجنيه المصرى. وبالعكس يصبح الدولار مقوما بأقل من قيمته الحقيقية إذا كان الرقم القياسى لأسعار المستهلكين فى الولايات المتحدة الأمريكية أقل من الرقم القياسى لأسعار المستهلكين فى مصر، ومن ثم يتعين فى هذه الحالة رفع سعر الصرف الإسمى للدولار معبرا عنه بالجنيه المصرى... أما إذا كان الرقم القياسى لأسعار المستهلكين فى الولايات المتحدة متساويا مع نظيره فى مصر فإن سعر الصرف الإسمى للدولار معبرا عنه بالجنيه المصرى يكون هو سعر الصرف التوازنى للمعاملات التجارية بين الدولتين.

[١] هذه الصيغة هى الأكثر انتشارا، ومع ذلك تجدر الإشارة إلى أن هناك صيغا أخرى منها: أ) استخدام مقلوب النسبة بين الرقمين القياسيين للأسعار فى الدولتين، ب) الاقتصار على استخدام الرقم القياسى لأسعار السلع القابلة للدخول فى التجارة الدولية بالنسبة للدولتين. ومع ذلك نكتفى بالصيغة المذكورة فى المتن باعتبارها الأكثر شيوعا.

(٢-٢-٤) سعر الصرف الحقيقى الفعال

فهو عبارة عن المتوسط المرجح لأسعار الصرف الحقيقية بين عملة الدولة وعملات شركائها التجاريين من الدول الأخرى، وتستخدم نسب تجارة كل من هؤلاء الشركاء مع الدولة محل الاعتبار كأوزان لهذا الترجيح. ومن ثم يمكن مثلا التعبير عن سعر الصرف الحقيقى الفعال لوحدة معيارية من عملات الشركاء التجاريين معبرا عنه بالجنيه المصرى بالصيغة التالية:

$$REER = \sum RER_i * \alpha_i / \sum \alpha_i$$

حيث:

REER سعر الصرف الحقيقى الفعال لوحدة معيارية من عملات الشركاء التجاريين لمصر معبرا عنها بالجنيه المصرى.

RER_i سعر الصرف الحقيقى لعملة الشريك التجارى i معبرا عنها بالجنيه المصرى.

α_i نسبة تجارة الدولة i فى مجموع التجارة الخارجية المصرية.

لا تقتصر أنواع أسعار الصرف فى الأدبيات الاقتصادية، ذات الصلة، على الأنواع الأربعة التى أشرنا إليها حالا فى الفقرة (٣.١)، فهناك أيضا أنواع أخرى من قبيل "**مكافىء القوة الشرائية** Purchasing Power Parity (PPP)"[١] وينصرف مفهومه إلى تحديد العلاقة بين عملتين وفقا لتعادل قوتهما الشرائية فى بلديهما مقاسة بقوتهما الشرائية لوحدة معيارية (حزمة من السلع والخدمات الأساسية فى نمط استهلاك مواطنى الدولتين) وهو مفهوم يمكن تعميمه ليشمل تحديد مكافىء القوة الشرائية بين عملات مجموعة كبيرة من الدول... وهناك أيضا مفاهيم أخرى لسعر الصرف مثل "**سعر الصرف العاجل وسعر الصرف الآجل**"، فسعر الصرف العاجل هو السعر الجارى الذى بموجبه يتم بيع وشراء العملة الأجنبية بالعملة الوطنية مع تبادل العملتين (أو إحداهما مقابل حق أداء الأخرى بمجرد الطلب) دون فاصل زمنى، أما سعر الصرف الآجل فمبوجبه يتم مبادلة عملتين على أساس ترتيب يتضمن إتمام صفقة التبادل هذه فى تاريخ لاحق وفقا لسعر يقع داخل حدين أدنى وأعلى حول السعر السائد وقت الاتفاق[٢].

ومع تعدد مفاهيم وأنواع سعر الصرف على هذا النحو يتعين أن نشير إلى أن مجالات استخدام هذه المفاهيم والأنواع ليست واحدة. فبينما سعر الصرف الإسمى هو المفهوم المباشر من حيث الارتباط

---

[١] انظر Kerry Patterson, An Introduction to Applied Econometrics (A time series Approach), ch.13 at the Exchange Rate and purchasing power parity, PALGRAVE publisher, Great Britain, 2000.

[٢] فمثلا إذا كان السعر الحالى للدولار هو ١٨ جنيها مصريا، وأراد مستثمرأجنبى فى مصر أن يتجنب مخاطر ارتفاع سعر الدولار عند تحويل أرباحه للخارج (أو إعادة تصدير رأسماله) فيمكن له – مقابل رسم معين – الاتفاق مع البنك الذى يتعامل معه على ضمان ألا يتجاوز السعر الذى يعامل به حينئذ ٥% ارتفاعا أو انخفاضا عن السعر وقت عقد هذا الاتفاق.

والتأثير فى المسار الفعلى للعلاقات الاقتصادية الخارجية لمختلف الدول، نجد أن مفاهيما أخرى مثل المتعلقة بسعر الصرف الحقيقى تنصرف أهميتها إلى ما يتعلق بتوصيات خاصة بإدارة سياسة الصرف الأجنبى لعلاج الاختلال فى الميزان التجارى أو فى ميزان المدفوعات عامة أو تحسين المركز التنافسى لاقتصاد الدولة، وهى أمور لا تتحقق إلا من خلال تحركات سعر الصرف الإسمى... أما عن مفهومى كل من سعر الصرف الإسمى الفعال وسعر الصرف الحقيقى الفعال فإن الحاجة إلى الرجوع إليهما فى التحليل تكاد تكون معدومة فى تلك الأحوال التى تستند فيها بعض الدول إلى عملة ارتكازية (مثل الدولار بالنسبة لمصر) تعتبر قيمتها بالعملة الوطنية وقيمها بالعملات الأخرى أساسا تحدد بموجبه قيمة عملتها الوطنية بالنسبة للعملات الأخرى[1]... **ولما كان هدفنا فى هذا الفصل يتمثل فى بيان العلاقة بين سعر الصرف وتدفقات الاستثمار الأجنبى فإننا سنركز على سعر الصرف الإسمى دون المفاهيم الأخرى** باعتبار أن هذا السعر هو الذى يؤثر مباشرة فى تدفقات الاستثمار الأجنبى المباشر وغير المباشرة فيما بين أى دولة والعالم الخارجى[2].

وقبل الولوج إلى تناول علاقة سعر الصرف بتدفقات الاستثمار الأجنبى يتعين الإشارة إلى تطور سعر صرف الجنيه المصرى وعلاقته بمستوى الاحتياطيات الدولية خلال الفترة (٢٠٠٠-٢٠١٦) :

يتضح من الجدول رقم (٢-١) بالملحق أن الفترة الفرعية (٢٠٠٠-٢٠٠٢)، والتى اتبعت مصر خلالها نظام التعويم المدار، قد شهدت ارتفاعاً فى سعر صرف الدولار الأمريكى أمام الجنيه المصرى، حيث ارتفع من ٣٦٩ قرشاً عام ٢٠٠٠ إلى ٤٥٠ قرشاً ٢٠٠٢، وكذلك ارتفع رصيد الاحتياطيات الدولية ارتفاعاً طفيفاً من ١٣.٨ مليار دولار إلى ١٤ ملياراً على الترتيب ، أما الفترة (٢٠٠٣-٢٠١٥)، فشهدت تدخلاً من البنك المركزى المصرى لإدارة سوق الصرف الأجنبى من خلال تبنى أنظمة متباينة لسعر الصرف[3] (بالرغم من أن نظام سعر الصرف المعلن رسمياً هو التعويم الحر منذ ٢٩ يناير ٢٠٠٣). وبذلك شهدت هذه الفترة ارتفاعاً فى الاحتياطيات الدولية من ١٤.٦ مليار دولار عام ٢٠٠٣ إلى ٣٧

---

[1] لتوضيح ذلك نفترض مثلا أن الدولار يساوى عشرين جنيها مصريا كما يساوى ٥ ين يابانى، وبناء عليه فإن مصر تحدد سعر الين اليابانى بـ ٤ جنيهات مصرية، فكأن الدولار هنا يحل محل المحتوى الذهبى فى تحديد سعر صرف الين بالجنيه.

[2] ونقتصر هنا على سعر الصرف الإسمى للدولار معبرا عنه بوحدات العملة الوطنية (الجنيه المصرى مثلا) خاصة حيثما تكون أسعار صرف العملات الأخرى بهذه العملة الوطنية تتحدد من خلال الدولار كعملة وسيطة كما هو الحال بالنسبة للجنيه المصرى مثلا.

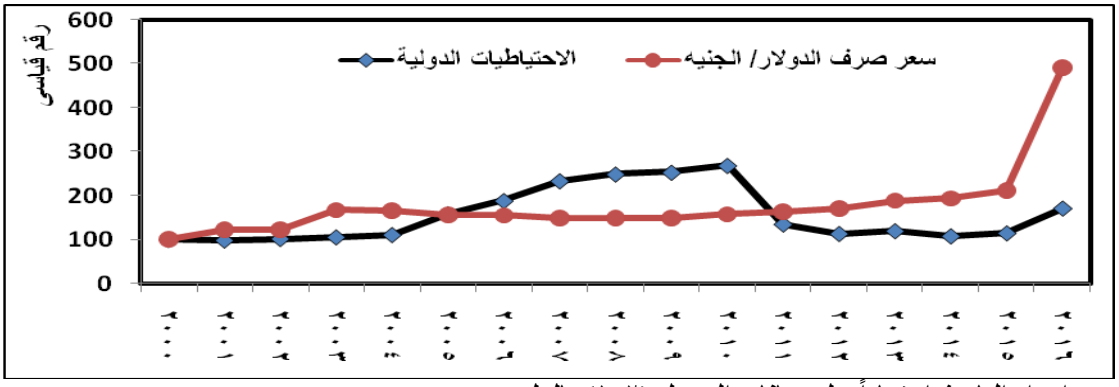
[3] يلاحظ أن تصنيفات صندوق النقد الدولى لسعر الصرف de facto قد بينت أن مصر قد تبنت أنظمة متباينة من الصرف الأجنبى تتراوح ما بين تعويم مدار دون تحديد مسار مسبق لسعر الصرف خلال السنوات ٢٠٠٣ ، ٢٠٠٤ ، ٢٠٠٨ ثم تبنت ترتيب نظام ربط زاحف خلال السنوات ٢٠١١ ، ٢٠١٣ وأن بعض أنواع التعويم المدار managed floating قد وظف بشكل أقل مرونة من الربط الزاحف ، كذلك فإنه فى سنة ٢٠١٢ راجع الصندوق IMFوضع تصنيف نظام مصر من الربط الزاحف إلى ترتيبت التثبيت stabilized arrangement .
راجع حول هذه النقطة دراسة :
Ali, A Massoud & Thomas D. willett," Egypt, Exchange rate regime policy after the float" , Red Fame, International Journal of social, science studies, Vol. 2, No. 4, oct. 2014 .

مليار دولار عام ٢٠١٠، وتزامن معها تراجعاً نسبياً فى سعر صرف الدولار، حيث انخفض من ٦١٥ قرشاً إلى ٥٧٩ قرشاً على الترتيب.

أما الفترة منذ ثورة ٢٥ يناير ٢٠١١، فشهدت نزيفاً مستمراً فى مستوى الاحتياطيات الدولية، حيث انخفض إلى ١٥.٨ مليار دولار عام ٢٠١٥، وفى المقابل شهد سعر صرف الدولار/ الجنيه ارتفاعاً مستمراً، حيث ارتفع إلى ٧٨١ قرشاً فى نفس العام.

أما عام ٢٠١٦ والذى شهد تطبيق قرار التعويم الحر لسعر صرف الجنيه المصرى، فقد ترتب عليه ارتفاعاً متسارعاً فى سعر صرف الدولار إلى ١٨.١٣ جنيهاً، وكذلك ارتفع مستوى الاحتياطيات إلى ٢٣.٦ مليار دولار ، أنظر الشكل التالى :

شكل رقم (٢-١): التغيرات القياسية فى الاحتياطيات الدولية وسعر صرف الجنيه المصري خلال (٢٠٠٠-٢٠١٦) باعتبار ٢٠٠٠=١٠٠



المصدر: إعداد الباحث اعتماداً على بيانات الجدول (٢-١) بالملحق .

(٢-٣) سعر الصرف الأجنبى وعلاقته بتدفقات الاستثمار الأجنبى الداخلة والخارجة[١]:

على الرغم من أن تدفقات رؤوس الأموال فيما بين الدول، دخولا وخروجا، لا تخلو من بعض الدوافع السياسية والاجتماعية والثقافية إلا أن العامل الاقتصادى – متمثلا فى تعظيم الربح أو العائد – يظل هو المحرك الرئيسى لهذه التدفقات، بل إن هذا العامل غالبا ما يكون أيضا وراء الدوافع السياسية والاجتماعية والثقافية من زاويتين: الأولى آنية و/أو فى الأجل القصير وتتعلق بتكلفة تحقيق هذه الدوافع، والثانية غير مباشرة وتتعلق بالأجلين المتوسط والطويل حيث تؤتى هذه الدوافع ثمارها من خلال توليد نوع أو آخر من الروابط (مثل الولاء أو أثر التقليد أو الترويج لمنتجات بعينها) بين دولة المصدر التى تتدفق منها رؤوس

[١] انظر على سبيل المثال:
John Christy; How Currencies Impact International Investments; (Updated by Justin Kuepper (February15, 2018)
https://www.thebalance.com/how-currencies-impact-international-invest,emts-1978999
Kun-Ming CHEN, Hsiu-Hua RAU, and Chia-Ching LIN; The Impact of Exchange Rate Movements on Foreign Direct Investment; Market-Oriented Versus Cost-Oriented. The Developing Economies , XLIV-3 (September 2006)

الأموال ودولة المقصد التى تتدفق إليها هذه الأموال... ومن ثم يمكن القول إن العامل الاقتصادى له تأثير قوى على تدفقات الاستثمار الأجنبى فى جميع الأحوال وأيا كانت دوافعه، ومن هنا يتضح أن لسعر الصرف علاقة مؤكدة بتدفقات الاستثمار الأجنبى أيا كان شكلها (استثمارات مباشرة أو غير مباشرة) وأيا كانت دوافعها باعتبار أن سعر الصرف هو القناة التى يترجم من خلالها الربح أو العائد إلى العملة الوطنية بما يمكن من مقارنته بمعدلات العائد السائدة فى الاقتصاد الوطنى، وهى مقارنة لا غنى عنها عند اتخاذ القرارات الخاصة بتدفق الاستثمارات الأجنبية من الداخل إلى الخارج أو العكس. وسوف نركز اهتمامنا، فيما تبقى من هذا الفصل، على علاقة سعر الصرف بتدفقات الاستثمارات المباشرة وغير المباشرة الباحثة عن تعظيم ما تحققه من عوائد استثمارية سواء فى شكل أرباح على امتداد العمر الإنتاجى لمشروعات التى تضخ فيها هذه الاستثمارات، أو من خلال التعاملات فى البورصة على الأوراق المالية كالأسهم والسندات.

(٢-٣-١) <u>علاقة سعر الصرف بتدفقات الاستثمار الأجنبى</u> (الداخلة والخارجة)

هى علاقة تأثير متبادل، وتتوقف على كثير من العناصر من قبيل: خصائص سوق الصرف ذاته والأطراف الفاعلة فيه، نوع الاستثمار من حيث كونه استثمارا أجنبيا مباشرا أم غير مباشر، ومجالات هذا الاستثمار والإطار التنظيمى الذى ينتمى إليه ويعمل من خلاله، ونوع العائد على هذا الاستثمار هل هو عائد اتفاقى تعاقدى أم عائد مخاطر يخضع لتقلبات أحوال الأسواق... وسنحاول فيما يلى أن نبين علاقة سعر الصرف بتدفقات الاستثمار الأجنبى من خلال أهم هذه العناصر مع استرعاء الانتباه إلى أن هناك قدر كبير من التداخل والتفاعل بين هذه العناصر وبعضها البعض فى التأثير على سعر الصرف والتأثر به.

ما من شك أن أى مستثمر لا يتخذ قرارا بالاستثمار فى دولة أجنبية دون أن يأخذ فى الاعتبار أسعار الصرف السائدة فى هذه الدولة لعملته الوطنية وعلى الأقل العملات الارتكازية للدول الأخرى. وكلما كانت عملة المستثمر ضمن العملات الارتكازية فإن اتخاذه وتنفيذه لقرار الاستثمار فى الدولة المعنية يؤدى إلى تقوية المركز النسبى لعملتها الوطنية على نحو قد يرفع قيمة هذه العملة تجاه العملات الأخرى (أى يحسن سعر صرف عملة هذه الدولة)... وفى الاتجاه المقابل فإن تقوية المركز النسبى لعملة الدولة المستقبلة للاستثمار الأجنبى يكون له تأثير على تدفقات الاستثمار الأجنبى الخارجة والداخلة، ولا يمكن القطع باتجاه هذا التأثير (إيجابيا كان أم سلبيا) بالنسبة لهذه التدفقات إلا بإدخال عوامل أخرى فى التحليل من قبيل نوع الاستثمار مباشر أم غير مباشر، ونوع الشخصية المعنوية التى يأخذها الاستثمار (مثلا منشأة فردية أم شركة مساهمة أم فرع لشركة متعدية الجنسيات أو شركة عابرة القارات)، وما إذا كان الاستثمار الأجنبى يستهدف بصفة أساسية الإنتاج للسوق المحلى للدولة المضيفة أم للتصدير خارج هذه الدولة.

(٢-٣-٢) خصائص سوق الصرف والأطراف الفاعلة فيه

إذا كانت الاستثمارات الوطنية لا تتعامل مع سوق الصرف الأجنبى إلا بقدر ما تحتاجه من مدخلات مستوردة لأنشطتها الإنتاجية وما تصدره إلى الخارج من منتجات هذه الأنشطة، فإن نفس الأمر ينطبق بصفة عامة على الاستثمارات الأجنبية ويزيد عليه أن هذه الاستثمارات تتعامل مع سوق الصرف الأجنبى أولا عند تحويل رأسمالها المدفوع إلى البلد المضيف وثانيا عند تحويل أرباحها دوريا (سنويا فى الغالب) إلى الدولة الأم، وثالثا عند تصفية أعمالها وإعادة تصدير ناتج هذه التصفية إلى خارج الدولة المضيفة... ومن ثم فإن خصائص سوق الصرف فى الدولة المضيفة يكون لها بصفة عامة تأثير على تدفق الاستثمارات الأجنبية من وإلى الدولة المضيفة يفوق كثيرا تأثير هذه الخصائص على الاستثمارات الوطنية فى هذه الدولة المضيفة. فإذا كانت سوق الصرف، فى بلد ما، حرة تماما بحيث تتحدد فيها أسعار صرف العملات طبقا للتفاعل الحر بين قوى العرض والطلب فإن تدفقات رأس المال الأجنبى من وإلى هذا البلد تتمثل أساسا فى التدفقات قصيرة الأجل التى تتركز فى المضاربات وفى حركة رؤوس الأموال الساخنة من خلال بورصات الأوراق المالية. أما التدفقات طويلة الأجل، والتى تتمثل أساسا فى الاستثمارات المباشرة التى تأخذ أشكالا متعددة (مثل انشاء فروع لشركات إنتاج عالمية، أو إقامة مشروعات إنتاجية جديدة برأسمال أجنبى صرف أو بالمشاركة مع رأسمال وطنى، أو بالحصول على امتيازات لمشروعات بنظام BOT أو BOOT، أو بشراء حصة لاتقل عن ١٠% من أسهم شركات قائمة وتعمل فى مجالات الإنتاج والتوزيع المختلفة)... مثل هذه التدفقات غالبا ما ستبتعد عن أسواق البلدان النامية كلما كانت أسواق الصرف بها حرة تماما لأنها فى هذه الحالة تتعرض بشدة لما يعرف بمخاطر العملة التى لا يمكن التنبؤ بها بحد أدنى من الثقة فى مثل أسواق الصرف هذه.

بيد أن سوق الصرف الحرة بهذا المعنى المطلق ليست سوى حالة نظرية ربما لا يمكن رصدها فى الواقع، فهذا الواقع – حتى فى ظل قاعدة الذهب وبالأحرى بعد انهيارها– لم ولن يعرف سوى سوق الصرف المدار بدرجة أو بأخرى. فقاعدة الذهب نفسها[١] كانت تعنى فى المقام الأخير وجود إدارة تلقائية لسوق الصرف الأجنبى على نحو يحصر تقلبات أسعار الصرف بين نقطتى خروج (تصدير) ودخول (استيراد) الذهب. وبعد انقضاء العمل بهذه القاعدة أصبحت هناك آليات أخرى مباشرة وغير مباشرة (وتوظف الكثير من أدوات السياستين المالية والنقدية) للسيطرة على تقلبات أسعار الصرف فى الحدود التى تتفق مع أهداف الخطط والسياسات الاقتصادية والدور المنوط بالسياستين المالية والنقدية أن تؤديه لتحقيق هذه

[١] وكانت تعنى أن أسعار الصرف بين العملات المختلفة تتحدد وفقا للمحتوى الذهبى المعلن لكل منها بحيث –مثلا– إذا كان المحتوى الذهبى المعلن للجنيه الاسترلينى هو ١.٥ جم من الذهب، وللدولار الأمريكى ١.٢ جم من الذهب، فإن سعر الصرف بين هاتين العملتين يكون: واحد جنيه استرلينى = ١.٢٥ دولارا أمريكيا.

الأهداف... وبناء عليه فإن ما قد يطلق عليه "تعويم" العملة الوطنية (كالجنيه مثلا فى مصر) لا يخرج فى حقيقته عن تعويم مدار من خلال التأثير فى آليات السوق، كما لا يخرج عن كونه خطوة مؤقتة [1] من خطوات السياسة النقدية تستهدف الوصول إلى سعر صرف أقرب ما يكون إلى السعر التوازنى، وما أن يتحقق ذلك حتى تعمل السطات النقدية على توظيف أدواتها – وبالأخص أسعار الفائدة على الودائع، وعمليات السوق المفتوحة – لضمان ألا يتقلب هذا السعر خارج حدود معينة (±٥% مثلا) باعتبار أن استقرار سعر الصرف داخل مثل هذه الحدود (أى ما يشار إليه عادة بالثعبان النقدى) أمر مطلوب لتجنب الانعكاسات الضارة للتقلبات الحادة فى أسعار الصرف على العلاقات الاقتصادية مع العالم الخارجى، وبالذات على تدفقات رؤوس الأموال – خاصة بغرض الاستثمار المباشر طويل الأجل – من وإلى البلد محل الاهتمام.

أما عن الأطراف الفاعلة فى سوق الصرف الأجنبى فإنها عادة ما تنقسم إلى فئتين رئيسيتين هما: أطراف فاعلة بحكم نشاطها المتصل، على نحو مباشر أو غير مباشر، بشكل أو أكثر من أشكال العلاقات الاقتصادية الدولية (تصدير واستيراد للسلع والخدمات، خدمات نقل وتأمين، منح ومعونات مالية أوفنية، تسوية مدفوعات دولية...الخ). وأطراف أخرى فاعلة فى سوق الصرف الأجنبى بحكم احترافها نشاط المضاربة فى العملات الأجنبية... وبصفة عامة كلما كان دور الفئة الأولى غالبا فى تشكيل وأداء سوق الصرف الأجنبى فى دولة ما كلما أمكن أن يكون لأسعار الصرف التى تسود هذا السوق دور إيجابى وفعال فى تشجيع تدفق الاستثمارات الأجنبية من وإلى هذه الدولة. أما إذا كان دور الفئة الثانية (المضاربين فى الصرف الأجنبى) هو الغالب فإن ذلك يستتبع حدوث تقلبات فى سعر الصرف، كثيرا ما تكون حادة ومتلاحقة خاصة فى البلدان النامية، مما يؤثر سلبيا على تدفقات الاستثمار الأجنبى.

(٢-٣-٣) مجالات الاستثمار الأجنبى والإطار التنظيمى

يختلف تأثير سعر الصرف على الاستثمارات الأجنبية تبعا لاختلاف مجالات توظيف هذه الاستثمارات، ويقصد بمجالات الاستثمار عادة قطاعات الإنتاج الرئيسية وما يلحق بها من قطاعات إنتاج قد تتفرع إلى مستوى السلع والخدمات ذاتها. أما الإطار التنظيمى الذى ينتمى إليه الاستثمار ويعمل من خلاله، فالمقصود به ما إذا كان هذا الاستثمار يأخذ يتخذ شكل المنشأة الفردية أوشركة أجنبية مقيمة فى البلد المضيف أو فرع تابع لشركة من الشركات عابرة الجنسيات أو شركة مختلطة (برأسمال مشترك أجنبى ووطنى).

---

[1] بل ويجب ألا يخرج عن كونه خطوة مؤقتة، فلا نكاد نجد دولة لجأت إلى تعويم مطلق ودائم لعملتها الوطنية، فالتعويم إذا كانت له بعض المزايا فإن له أيضا عيوب لا ينبغى التقليل من شأنها (انظر على سبيل المثال Ayse Evrensel; Advantages and Disadvantages of Floating Exchange Rates, http://www.dummies.com/education/finance/international-finance/advantages-and-disadva...

فمن حيث مجالات الاستثمار نجد أنها تنصرف فى النهائية إلى منتجات موجهة للتصدير كلية أو للسوق المحلى كلية أو للاثنين معا. فإذا الاستثمار الأجنبى ينتج منتجات موجهة كلية للتصدير فإن تأثير سعر الصرف على هذا النوع من الاستثمار يكاد يكون محدودا فى مرحلة تأسيس وإنشاء المشروع (متضمنة فتح حساب مصرفى أو أكثر لتدبير وإدارة مصروفات التشغيل) ومرحلة تصفية المشروع وتحويل ناتج هذه التصفية إلى الخارج... ويتزايد تأثير سعر الصرف على الاستثمار الأجنبى كلما زادت نسبة منتجاته التى يتم تصريفها فى السوق المحلية للبلد المضيف، ويبلغ هذا التأثير أقصاه إذا كان تصريف منتجات الاستثمار الأجنبى يتم كلية فى هذا السوق المحلى بحكم أن اقتضاء ثمن المنتجات بالعملة الوطنية أساسا يؤدى بالضرورة إلى أن تتأثر أرباح المشروع المحولة للخارج بسعر الصرف السائد حينئذ... وتجدر الإشارة إلى أنه فى مجالات إنتاجية معينة لايكاد يكون هناك تأثير يذكر لسعر الصرف على تدفق الاستثمار الأجنبى إلى هذه المجالات، ولعل أبرز الأمثلة على ذلك الاستثمارات الأجنبية للشركات العالمية فى مجالات استكشاف واستغلال حقول النفط والغاز ومناجم المعادن النفيسة (كالذهب والفضة) وبعض المواد الاستراتيجية (كاليورانيوم)، حيث تخضع اتفاقات دخول الاستثمارات الأجنبية إلى هذه المجالات إلى نظم خاصة ملائمة لطبيعة الأنشطة فى هذه المجالات ولا تكون هناك ثمة حاجة لدخول سعر الصرف فى هذه الاتفاقات، خاصة وأن عائد الاستثمار الأجنبى فى مثل هذه الأحوال يتمثل فى حصة عينية من إنتاج المشروعات الأجنبية العاملة فى مثل هذه المجالات، ويكون للمستثمر الأجنبى الحق فى تصدير حصته (إما لخارج الدولة المضيفة أو لداخلها) واقتضاء ثمنها طبقا للسعر العالمى وبالعملة التى يرغب فيها والتى تكون فى العادة إحدى العملات الارتكازية المقبولة قبولا عاما دوليا فى الوفاء بالالتزامات.

ومن حيث الإطار التنظيمى الذى ينتمى إليه الاستثمار ويعمل من خلاله، فإن سعر الصرف يكون هاما جدا ومؤثرا بوضوح على الاستثمارات الأجنبية التى تأخذ شكل المنشأة الفردية أوشركة أجنبية مقيمة فى البلد المضيف، وتتراجع أهمية وتأثير سعر الصرف عى الاستثمار المختلط (برأسمال مشترك أجنبى ووطنى) بالقدر الذى يمكن فيه حسن توظيف واستخدام سمة الاشتراك فى التقليل من مخاطر سعر الصرف على نشاط وأرباح هذا الاستثمار المختلط... أما فى حالة الاستثمار الأجنبى الذى يكون فرعا لشركة من الشركات عابرة الجنسيات، فإن تأثير سعر الصرف على مثل هذا الاستثمار يكون محدودا جدا، بل ويمكن تجاهله فى كثير من الأحيان، بحكم ما لهذه الشركات من قدرات وآليات تمكنها من تجنب، أو على الأقل تحييد، أى آثار غير مرغوب فيها لتقلبات أسعار الصرف سواء فى سوق الدولة الأم أو فى سوق الدولة المضيفة.

(٢-٣-٤) نوع الاستثمار

كذلك فإن نوع الاستثمار، من حيث كونه استثمارا أجنبيا مباشرا أم غير مباشر، من العوامل الهامة فى تحديد إلى أى مدى تتأثر تدفقات هذا الاستثمار بسعر الصرف وتقلباته. فالاستثمارات المباشرة تتأثر تدفقاتها أصلا بنتائج دراسات الجدوى الأولية والتفصيلية للمشروعات، وكلما كان سعر الصرف مستقرا[١]، بمعنى التقلب فى حدود معينة (مثلا ±٥%)، كلما مكن ذلك من تجنب مخاطر العملة Currency risk وارتفاع الثقة فى نتائج دراسات الجدوى هذه مما يجعل هذه النتائج هى الأساس فى اتخاذ قرارات – ومن ثم تدفقات– مثل هذه الاستثمارات. أما إذا كان سعر الصرف يتقلب فى حدود واسعة وعبر فترات زمنية متتابعة أو قصيرة فإن ذلك لا يشجع على تدفقات الاستثمار الأجنبى المباشر لارتفاع مخاطر العملة على نحو قد يجب أثر اختلاف معدل العائد على الاستثمار فى أسواق الدول المصدرة لرؤوس الأموال وتلك المستقبلة لها... أما فيما يتعلق بالاستثمارات غير المباشرة فإن استقرار سعر الصرف يساعد على أن تعكس حركة أسعار الأوراق المالية فى البورصة (الأسهم، والسندات طويلة وقصيرة الأجل) الأداء الحقيقى الفعلى للشركات والمؤسسات والهيئات المصدرة لهذه الأوراق، مما يوفر أساسا موضوعيا حقيقيا يشجع تدفقات هذه الاستثمارات غير المباشرة، وبالعكس فإن عدم استقرار وسرعة تقلبات سعر الصرف يؤثران سلبيا على أحوال البورصة، ومن ثم على تدفقات الاستثمارات غير المباشرة، من خلال تشجيع حركة رؤوس الأموال الساخنة بما لها من آثار سلبية على أداء البورصة فى خدمة الاقتصاد الوطنى.

(٢-٣-٥) نوع العائد على الاستثمار الأجنبى

يمكن التمييز بين استثمارات أجنبية تخضع لعائد اتفاقى تعاقدى، واستثمارات تخضع لعائد مخاطر أى لعائد يخضع لتقلبات أحوال الأسواق. ويكاد النوع الأول من هذا الاستثمار (أى الاستثمار بعائد اتفاقى تعاقدى) ينحصر فى أشكال من الاستثمار غير المباشر وإن كان لا يستنفد كل هذه الأشكال. فالاستثمار الأجنبى فى شراء سندات طويلة أو قصيرة الأجل من سوق الأوراق المالية أوشراء شهادات استثمار أو ودائع بأجل من البنوك، كلها أشكال من الاستثمار غير المباشر فى أوعية ذات عائد اتفاقى تعاقدى، بينما شراء أسهم (فى حدود تقل عن ١٠% من أسهم أى شركة)[٢] من سوق الأوراق المالية يدخل ضمن الاستثمار غير المباشر ذو العائد المخاطر. أما النوع الثانى من الاستثمار (أى الاستثمار بعائد مخاطر) فإنه يتطابق بصفة عامة مع أشكال الاستثمار المباشرة المتعارف عليها لدى الكافة.

فالاستثمارات الأجنبية من النوع الأول (أى ذات العائد الاتفاقى التعاقدى) يتأثرها تدفقها من وإلى أى دولة أساسا بالعلاقة بين أسعار الفائدة السائدة فى اقتصاد الدولة المتلقية وتلك السائدة فى الاقتصادات الأجنبية، فكلما كانت أسعار الفائدة فى اقتصاد دولة ما أعلى من نظيراتها فى الدول الأخرى كلما أدى

[١] والاستقرار هنا لا يعنى الثبات، وهو أمر غير واقعى فى غالب الأحوال، وإنما يعنى التقلب فى حدود معينة فى إطار ما يعرف بالثعبان النقدى.

[٢] باعتبار ما يذهب إليه البنك الدولى من أن شراء ١٠% فأكثر من أسهم شركة ما يعتبرا استثمارا مباشرا.

ذلك إلى زيادة تدفقات الاستثمار إلى اقتصاد هذه الدولة ومحدودية التدفقات الخارجة منها والعكس بالعكس، وذلك مع افتراض ثبات أسعار صرف عملات الدول الأخرى (أو على الأقل العملات الارتكازية منها) مقومة بعملة الدولة محل الاهتمام، أما إذا كانت هذه الأسعار تتجه للارتفاع (أى لانخفاض قيمة العملة الوطنية للدولة محل الاهتمام) فإن مخاطر العملة غالبا ما تضعف من أثر ارتفاع سعر الفائدة فى الاقتصاد الوطنى فى تشجيع التدفقات الداخلة من الاستثمارات ذات العائد الاتفاقى التعاقدى، بل وقد ينتهى الأمر إلى تشجيع التدفقات الخارجة من هذا النوع من الاستثمار... ويمكن توضيح ذلك بالمثال التالى: لنفترض أن سعر صرف الدولار الأمريكى فى مصر هو ١٢ جنيها وأن سعر الفائدة على السندات طويلة الأجل هو ٨% فى الولايات المتحدة الأمريكية، و ١٠% فى مصر. وفقا لهذه المعطيات يكون من مصلحة المستثمر الأمريكى أن يستثمر ١٠٠٠ دولار(مثلا) فى شراء سندات من السوق المصرى لأنها تعطيه عائدا قدره ١٢٠٠ جنيها سنويا ويساوى ١٠٠ دولار عند تحويله إلى بلده الأصلى بما يفوق العائد الذى كان يمكن أن يحصل عليه (٨٠ دولارا) إذا استثمر فى شراء سندات السوق الأمريكية. أما إذا ارتفع سعر صرف الدولار بالجنيه المصرى (من ١٢ إلى ١٨ جنيها خلال الفترة التالية لشراء السندات وحتى تاريخ استحقاق العائد عليها) فإن العائد الذى سيحصل عليه المستثمر الأمريكى (١٢٠٠ جنيها) لن يساوى سوى ٦٦.٧ دولارا أمريكيا وهو ما يقل عن العائد الذى يغله نفس مبلغ الاستثمار فى السوق الأمريكى (٨٠ دولارا). هذا المثال يوضح أن تغير سعر الصرف يمكن أن يؤدى (من خلال مخاطر العملة) معكوس تدفقات الاستثمارت ذات العائد الاتفاقى التعاقدى تبعا لاختلاف معدلات هذا العائد فيما بين أسواق الدول المختلفة.

أما عن تدفقات الاستثمار الأجنبى ذات العائد المخاطر، وهى ما يعرف بالاستثمار الأجنبى المباشر، فإن ماسبق يوضح بجلاء قنوات، وكيفية، تأثرها بسعر الصرف. وهو ما يمكن تلخيصه فى أن استقرار أسعار صرف العملات الأجنبية بالعملة الوطنية للدولة المضيفة (بمعنى عدم تقلبها خارج الحدود المتعارف عليها ±٣% أو ±٥%) يوفر للمستثمرين الأجانب أساسا مقبولا لتطبيق تحليل الحساسية فى دراسات جدوى ما يستهدفون إقامته (أو المشاركة فيه) من مشروعات استثمارية فى الدولة المستقبلة لهذه الاستثمارات، علاوة على أن هذا الاستقرار فى أسعار الصرف يعنى تدنية تأثير مخاطر العمله، مما يشجع على تدفقات الاستثمار المباشر. كما يجدر بالذكر أن تأثير سعر الصرف يكون أدنى ما يمكن على تلك الاستثمارات الأجنبية المباشرة إذا كانت تستهدف أساسا التصدير إلى الأسواق المحيطة بالدولة المضيفة، وإذا كانت تتمركز داخل هذه الدولة فى مناطق حرة أو مناطق اقتصادية خاصة. وأخيرا فإن الاستثمارات الأجنبية المباشرة التى تتدفق فى إطار الانتشار الجغرافى لأنشطة الشركات الدولية عابرة القارات لاتتأثر كثيرا بأسعار الصرف فى البلدان المضيفة بحكم قدرة هذه الشركات على توظيف سياساتها فى تسعير ما تورده من مدخلات إنتاج لفروعها أو شركاتها التابعة، وكذلك توظيف سياسة التمييز بين الأسواق فيما يتعلق

بتسعير منتجات الفروع والشركات التابعة، على نحو يمكنها من تعويض أى آثار سلبية لتقلبات أسعار الصرف فى الدول المضيفة على معدلات العائد المستهدف تحقيقها فى هذه الدول.

(٢-٤) تأثير سعر الصرف فى مصر على تدفقات الاستثمار الداخلة والخارجة

- على الرغم من أن الإجابة على هذا التساؤل ستأخذ حيزا معتبرا من خلال التحليل الكمى فى هذا البحث إلا أنه قد يكون من المناسب أن نختتم الفصل الحالى ببعض الملاحظات التحليلية عن تأثير سعر الصرف وسياساته على تدفقات الاستثمار الأجنبى إلى ومن الاقتصاد المصرى.

- **أولى هذه الملاحظات تتمثل فى أنه على امتداد النصف الثانى من القرن العشرين وحتى الآن (أواخر العقد الثانى من القرن الواحد والعشرين)** كانت وما زالت هناك مشكلة لسعر الصرف فى الاقتصاد المصرى. وأن محاولات علاج هذه المشكلة ارتكزت على السياستين النقدية والمالية بصفة أساسية ولم تول اهتماما كافيا لتأثير العوامل الحقيقية المتعلقة بالإنتاج والصادرات والواردات وتأثيرها على سعر الصرف وتأثرها به.

- **إن عدم الاهتمام الكافى بالعوامل الحقيقية المؤثرة على قيمة الجنيه المصرى بالنسبة للعملات الأجنبية (وخاصة الدولار الأمريكى)** أدى إلى انخفاض متواصل فى قيمة الجنيه على امتداد ما يقارب سبعة عقود من الزمن انقضت منذ خروج مصر من منطقة الاسترلينى. وهذا الانخفاض المتواصل فى قيمة الجنيه لم يشجع على زيادة الصادرات وتخفيض الواردات أساسا لانخفاض مرونة عرض الأولى وانخفاض مرونة الطلب على الثانية. كذلك فإن هذا الانخفاض المتواصل فى قيمة الجنيه المصرى بالعملات الأجنبية قد شجع على تدفق استثمارات مصرية مباشرة أو غير مباشرة إلى الخارج بقدر يصعب تقديره لأنه غالبا ما ارتبط بقيم لصادرات مصرية معلنة بأقل من قيمتها الفعلية، و/أو بقيم لواردات مصرية معلنة بأكثر من قيمتها الفعلية.

- **إن معظم تدفقات الاستثمار الأجنبى المباشر إلى الاقتصاد المصرى** لا تكاد تتأثر بانخفاض أو ارتفاع قيمة الجنيه المصرى معبرا عنها بالدولار أو أى عملة أجنبية أخرى. ويرجع ذلك بصفة أساسية إما إلى أنها استثمارات تقوم على المشاركة فى اقتسام الإنتاج العينى بحصص محددة فى اتفاقيات تدفقها إلى مصر (مثل اتفاقيات اكتشاف واستغلال حقول النفط والغاز والمعادن النفيسة كالذهب والفضة واليورانيوم)، أو لأنها استثمارات تأخذ شكل تأسيس وتشغيل فروع لشركات دولية عابرة للقارات تتمكن من تجنب مخاطر العملة من خلال قناتين رئيسيتين أولاهما التحكم فى أسعار مدخلات الإنتاج الرئيسية (مثل المواد الفعالة فى صناعة الأدوية) التى توردها الشركة الأم لفروعها، وثانيتها التمييز فى أسعار المنتجات التى تنتجها هذه الشركات من خلال فروعها المنتشرة (داخل وخارج مصر) على نحو يضمن لها معدلات الأرباح التى تستهدف تحقيقها دون ثمة تأثير لمخاطر العملة سواء فى السوق المصرية أو غيرها.

- **إن التضخم المستشرى فى الاقتصاد المصرى**، منذ ما يربو على ثلاثة عقود من الزمن، تفوق معدلاته ما قد يتجاوز أربعة أمثال معدلات التضخم فى معظم – إن لم يكن كل – الدول مصدر تدفق الاستثمار الأجنبى المباشر وغير المباشر إلى مصر، ولا شك أن ذلك قد ينعكس بارتفاع معدلات الأرباح التى تحققها مثل هذه الاستثمارات فى السوق المصرى على نحو يعوض –وغالبا مايتجاوز– الأثر السلبى لارتفاع قيمة عملات الدول مصدر هذه الاستثمارات فى سوق الصرف المصرى حال تحويل أرباح هذه الاستثمارات، أو حصيلة تصفيتها، إلى دولها الأم [1].

- **أن نسبة فى حدود ١٠% من تدفقات الاستثمار الأجنبى المباشر إلى مصر** تذهب إلى الاستثمارات العقارية، وعلى الرغم من أنها نسبة محدودة إلا أن تأثيرها واضح وكبير فى دفع أسعار العقارات ومدخلات تشييدها واستغلالها إلى أعلى ومن ثم ارتفاع معدلات الربح من هذه الاستثمارات مقارنة بمعدلات الربح من الأنشطة الزراعية والصناعية، وذلك ما يؤدى إلى نتيجتين متصلتين مباشرة بقضية سعر الصرف فى الاقتصاد المصرى: أولاهما انحياز نمط الاستثمار فى الاقتصاد المصرى إلى إنتاج ما يعرف بالسلع غير القابلة للدخول فى التجارة non–tradable goods، وثانيتها تحجيم –إن لم يكن إلغاء– الأثر السلبى لانخفاض قيمة الجنيه تجاه العملات الأجنبية على هذه الاستثمارات العقارية الأجنبية حال تحويل عوائدها، أو ناتج تصفيتها، إلى الخارج.

- **إن اتخاذ مصر الدولار**، بصفته من أهم العملات الارتكازية المقبولة قبولا عاما فى الوفاء بالالتزامات الدولية، قاعدة نقدية لتحديد أسعار صرف باقى العملات الأجنبية بالجنيه المصرى أمر جدير بالدراسة المتعمقة لتقرير ما إذا كان ميسرا أم معرقلا لنمو التجارة وتدفق الاستثمار بين مصر وباقى دول العالم وفقا للمزايا النسبية والتنافسية بين كل من هذه الدول ومصر.

- **إن ما حدث فى مصر من إعلان "تعويم" الجنيه المصرى فى يناير عام ٢٠٠٣** لم تكن حصيلته تعويما فعليا للجنيه (بمعنى ترك قيمته بالنسبة للعملات الأخرى تتحدد وفقا للتفاعل الحر بين قوى العرض والطلب فى سوق الصرف) بل لم يكن فى حقيقة الأمر سوى تمرير لتخفيض قيمة الجنيه المصرى فى ظل ما يمكن أن نطلق عليه تعويما مدارا لهذا الجنيه على نحو ما سنوضحه فى الفقرة التالية.، وعلى أية حال فقد ترتب على ذلك انخفاض قيمة الجنيه المصرى مقوما بالدولار الأمريكى بما يقل قليلا عن ٢٥% ارتفاع سعر صرف الدولار بالجنيه من ٤.٦٢٧ فى آخر يونيو ٢٠٠٢ إلى ٦.٠٣٢ جنيها فى آخر يونيو ٢٠٠٣ [2] ، ولما كان سعر صرف العملات الرئيسية الأخرى بالجنيه المصرى يتوقف على سعر صرف الدولار بالجنيه المصرى، علاوة على ما شهده الدولار من انخفاض قيمته آنذاك بالنسبة لهذه العملات (مثلا من ١.١٧٩٣ إلى ٠.٨٥٧١ يورو، ومن ٠.٧١٢٢ إلى ٠.٦٠٦٠ جنيه استرلينى، ومن

---

[1] للأسف لا تتوافر لدى الباحث أى دراسات أو قياسات تمت حول معدل معدلات الأرباح المتحققة لدى أى من هذه الاستثمارات الأجنبية .

[2] راجع Central Bank of Egypt; Annual Report 2002 / 2003 p.E

١٢٤.٠٥٠٠ إلى ١١٩.٨٥٠٠ ين ياباني، ومن ٠.٨٠٢٨ إلى ٠.٧٠٦٨ وحدة حقوق سحب خاصة)[١] فقد ترتب على ذلك ارتفاع قيم هذه العملات بالجنيه المصرى (من ٣.٩٢٣٥ إلى ٧.٠٣٧٧ لليورو، ومن ٦.٤٩٦٨ إلى ٩.٩٥٣٨ للاسترليني، ومن ٠.٠٣٧٣ إلى ٠.٠٥٠٣ للين)[٢] على نحو من الأرجح أنه لم يكن له مبرر فى تطورات الطلب المتبادل على السلع والخدمات بين مصر وكل من بلدان هذه العملات الثلاث.

– **يضاف إلى ما تقدم حالا** أن ما أعلن فى يناير ٢٠٠٣ لم يكن فى حقيقته سوى سماح بانخفاض تدريجى فى قيمة الجنية المصرى بالنسبة للدولار وغيره من العملات الأجنبية إلى حد معين تتقلب حوله أسعار صرف الدولار، ومن ثم العملات الأجنبية (مقدرة على أساس سعر الدولار بالجنيه)، ويرجح استعراض البيانات التاريخية لسعر الصرف خلال الفترة ٢٠٠٣–٢٠١٠ أن هذا الحد كان تقريبا ٦ جنيهات للدولار ويمكن أن يتقلب فى حدود ±١٠%، وقد شهدت هذه الفترة أيضا نشاطا من جانب البنك المركزى فى استخدام عمليات السوق المفتوحة للمحافظة على سعر الدولار بالجنيه المصرى فى هذه الحدود، وبعد قيام ثورة يناير ٢٠١١ تبعتها آثار سياسية واقتصادية واجتماعية انعكست سلبا على الأداء الاقتصادى بصفة عامة وعلى رصيد مصر من الاحتياطيات الأجنبية بصفة خاصة، كما أن إدارة سوق الصرف الأجنبى اتسمت بعدم الكفاءة إلى حد كبير مما استتبع تدهور قيمة الجنيه بالنسبة للعملات الأجنبية الارتكازية بعد أن تدهورت هذه القيمة ليدور سعر صرف الدولار حول ٨.٨ جنيها مصريا عشية إعلان محافظ البنك المركزى الحالى "تعويم" الجنيه المصرى فى أوائل نوفمبر فقفزت قيمة الدولار بالجنيه المصرى من ٨.٨٨ (كسعر ثابت لفترة اقتربت من العام) إلى ١٤.٢٨ جنيها فى ٣ نوفمبر ٢٠١٦ ثم إلى ١٦.٣٢ جنيها فى ٦ نوفمبر ٢٠١٦، ثم إلى ١٨.٩١ جنيها فى ١٩ يناير ٢٠١٧ ومنذ ذلك التاريخ تأرجحت قيمة الدولار بالجنيه المصرى هبوطا وصعودا فى حدود ضيقة لا تتجاوز ١.٥–٢% مع ميل للثبات فى الأسابيع المنقضية من الشهر الجارى (مارس ٢٠١٨) حول ١٧.٧ جنيها للدولار[٣]... هذا المسار لتأرجح القيمة اليومية و/أو الأسبوعية للدولار فى حدود بسيطة ربما يكون دلالة على أن التعويم الحر للجنيه المصرى (بالمعنى المطلق للكلمة) ليس هو ما قصده صانع السياسة النقدية، وإنما هو فى الحقيقة تعويم مدار (وبحكم ما حدث فى الواقع هو تخفيض متعمد لقيمة الجنيه المصرى) لا يتعين أن تقتصر أهدافه على تخفيض عجز الميزان التجارى وعجز ميزان المدفوعات عامة، وإنما يتعين أن تشمل أيضا عدة أهداف أخرى من أهمها: محاولة الوصول إلى قيمة توازنية لسعر الصرف يمكن عندها استخدام السلطات النقدية لآليات وأدوات السياسة النقدية – بتنسيق مع السياسة المالية والسياسة

[١] المرجع السابق مباشرة ص ٨.

[٢] حسبت من المصدر السابق مباشرة.

[٣] انظر القسم الإحصائى الخاص بأسعار الصرف على الصفحة الرئيسي لموقع البنك المركزى المصرى www.cbe.org.eg

الاستثمارية/الإنتاجية فى الحفاظ على استقرار سعر الصرف حول هذه القيمة فى حدود تقلبات لا تتجاوز ±٣%.

- **إن** عمليات السوق المفتوحة التى قام بها البنك المركزى المصرى للحفاظ على استقرار سوق وأسعار الصرف فى مصر فى العقد السابق على عام ٢٠١٧ لم تتمكن من تحقيق الأهداف التى كانت تتغياها بسبب الإعلان المسبق عن هذه العمليات (وجلها تقريبا كانت عمليات بيع للدولار للسيطرة على تدهور قيمة الجنيه المصرى فى سوق الصرف) ولم يكن ذلك تصرفا سليما لا من المنظور الأخلاقى ولا من المنظور الاحترافى لإدارة أسواق الصرف وأسعاره، ومن ثم كان الأثر الملحوظ لهذه العمليات هو استنزاف واضح لاحتياطيات النقد الأجنبى لدى البنك المركزى المصرى دون نتيجة تذكر لا فى تخفيف الضغوط لتخفيض قيمة الجنيه المصرى ولا فى التلطيف من وتيرة ارتفاع أسعار السلع والخدمات المستوردة (ومعظمها ينتمى إلى الأساسيات سواء فى الاستهلاك أو الإنتاج) ومن ثم معدلات التضخم فى الاقتصاد المصرى. وبناء على ذلك يتعين ضمان واحترام السرية التامة فيما يتعلق بحجم وتوقيتات عمليات السوق المفتوحة التى قد يقوم بها البنك المركزى (إذا ما استدعت ذلك اعتبارات الإدارة الكفء لسوق الصرف الأجنبى أو لسوق النقد والائتمان عامة) باعتبار ذلك من الشروط الضرورية لتحقيق هذه العمليات أهدافها.

- **ونسترعى الانتباه،** وإن كنا لا نستطيع أن نجزم، إلى أنه إذا كان هذا التخفيض الكبير فى قيمة الجنيه منذ نهاية عام ٢٠١٦ قد استهدف –أو انطوى ضمنا، كما حدث بالفعل، على– فرض نوع من الإدخار الإجبارى من خلال أمرين أولهما زيادة الاحتياطى الدولارى لدى البنك المركزى والذى يدخل فى غطاء الإصدار النقدى –ومن ثم زيادة السيولة – على نحو أدى إلى تغذية التضخم خاصة وأن القدر الأكبر من هذه الزيادة فى السيوله وجه لتمويل مشروعات فترة تفريخها طويلة الأجل و/أو يتركز معظمها فى مشروعات عقارية ذات منتجات غير قابلة للدخول فى التجارة non-tradable goods. وثانيهما أن زيادة سعر صرف الدولار بالجنيه المصرى تساهم فى تغذية التضخم وسريانه فى سائر أوصال الاقتصاد المصرى. وكلا الأمرين معا يؤديان إلى تآكل القدرة الشرائية لدخول غالبية المواطنين (مما يعنى إدخارا إجباريا حقيقيا) بحكم تخلف معدلات زيادة دخولهم عن ملاحقة المعدلات المرتفعة لزيادة الأسعار.أضف إلى ذلك ما هو معروف من أن التضخم يعيد توزيع الناتج المحلى لصالح الأغنياء على حساب الفقراء ولصالح ذوى الدخول المتغيرة على حساب ذوى الدخول الثابتة أو بطيئة التغيير، مما يؤدى إلى نوع آخر من الادخار الإجبارى الحقيقى... وعلى الرغم مما فى ذلك كله من آثار اقتصادية/اجتماعية سلبية لشرائح عريضة من المواطنين إلا أن معظم هذه الآثار كان يمكن معالجتها، أو على الأقل تحييدها، لو اتسمت السياسة المالية للحكومة بالحسم والإقدام على التصاعد بأسعار الشرائح الضريبية للدخول التى تتجاوز حدا معينا (وليكن ٦٠٠ ألف جنيه فى السنة) بحيث تمتص نسبة معتبرة من ريع التضخم الذى يؤول إلى الأغنياء وذوى الدخول المتغيرة، وتستخدم حصيلة ذلك فى التلطيف من حدة عجز الموازنة العامة للدولة.

– **ما أعلن عنه مؤخرا من اتجاه مصر إلى عقد اتفاق مع بعض الدول (الصين تحديدا)** لاستخدام متبادل للعملات المحلية فى تسوية المدفوعات الناتجة عن الصادرات المتبادلة بين الدولتين يدعونا أولا إلى التذكير بالمخاطر التى ينطوى عليها ذلك بالنسبة لدولة العجز فى هذا التبادل (وهى مصر)، وأهم هذه المخاطر يتمثل فى احتمال استخدام دولة الفائض ما يتجمع لديها من أرصدة بعملة دولة العجز على نحو يضر باقتصاد هـــذه الدولة الأخيرة[1]. ومن الأمثلة على ذلك ما تردد عام ١٩٦٥ عن قيام الولايات المتحدة فى مدى زمنى قصير جدا بضخ ما تجمع لديها من جنيهات مصرية (مقابل توريد القمح إلى مصر فى إطار معونات مشروع النقطة الرابعة) فى السوق المصرى على نحو ساهم فى تغذية الضغوط التضخمية التى انطلقت فى الاقتصاد المصرى فى ذلك العام وكان لها تأثير سلبى واضح على عملية التخطيط فى مصر آنذاك. كما يدعونا ذلك، ثانيا، إلى التساؤل عما إذا كان ذلك يمثل نوعا من إحياء اتفاقيات التجارة الثنائية بالمقايضة وإلى أى مدى يتفق ذلك مع آخر تطورات قواعد منظمة التجارة العالمية.

وفى **ختام هذا الفصل** ربما يكون مناسبا أن نبلور ما تم تناوله فى **أقسامه الثلاثة** بهدف الوصول إلى عدد من الاستخلاصات التى يمكن الاسترشاد بها توظيف وإدارة سعر الصرف فى الاقتصاد المصرى على النحو الذى يجعله فى خدمة التنمية المستدامة للاقتصاد المصرى وحسن توزيع ثمارها بين المواطنين: ففى **القسم الأول** من هذا الفصل قدمنا مجموعة من الملاحظات التمهيدية حول المفاهيم المختلفة لسعر الصرف مع الإشارة إلى حدود استخدام هذه المفاهيم ودلالتها بالنسبة لتوظيف السياسة النقدية لتحقيق الأهداف المبتغاة من العلاقات الاقتصادية الدولية، وبالأخص تدفقات الاستثمار الأجنبى المباشر وغير المباشر. وعلى الرغم من المفاهيم المتعددة لسعر الصرف إلا أن النتيجة التى انتهينا إليها فى هذا القسم تمثلت فى أن سعر الصرف الإسمى هو المفهوم الأكثر اتساقا مع المتطلبات الواقعية لإدارة وتنمية العلاقات الاقتصادية الدولية المتعلقة بتصدير واستيراد السلع والخدمات، وتدفقات الاستثمار المباشر وغير المباشر، والهبات والمعونات المالية والفنية، وتسوية المدفوعات الدولية المتصلة بهذه الأشكال من العلاقات الدولية... أما المفاهيم الأخرى لسعر الصرف فلها أهميتها فى تقييم المراكز

---

[1] وذلك ما يمكن أن يحدث بطريقين: أولهما ضخ هذه الأرصدة المجمعة فى أسواق دولة العجز على نحو يغذى الضغوط التضخمية باقتصادها، وثانيهما استخدام هذه الأرصدة فى شراء أكبر قدر من سلع التصدير الرئيسية لدولة العجز وإعادة بيعها بأسعار مخفضة مما يقلل من حصيلة دولة العجز من العملات الحرة التى تستخدمها فى استيراد احتياجات اساسية لها.

إلا أنه وفقاً لبعض الآراء المؤيدة فإن قرار صرف الجنيه مباشرة باليوان الصينى بدلاً من الدولار فى التعاملات من شأنه أن يسهل إجراء الصفقات التجارية بشكل أسرع ومباشر بدلاً من تحويل الصرف إلى الدولار ثم تحويل العملة إلى اليوان حيث يكون له أثراً ‘يجابياً على الحل النسبى لمشكلة الموارد الدولارية فضلاً عن تشجيع الاستثمارات الصينية فى منطقة شمال غرب وجنوب السويس .

حول هذه الآراء يمكن الرجوع إلى :

– فادية محمد عبد السلام ، "حول آلية تبادل الجنيه المصرى مع اليوان الصينى" ، آراء فى قضايا التخطيط والتنمية ، العـــدد (٥) ، ١٢/٢٩/ ٢٠١٦ ، معهد التخطيط القومى .

التنافسية النسبية لأطراف العلاقات الاقتصادية الدولية وفى الوصول إلى المقترحات المناسبة لإدارة سعر الصرف الإسمى على النحو المناسب. وفى **القسم الثانى** من هذا الفصل قدمنا تحليلا نظريا لطبيعة العلاقة بين سعر الصرف وتدفقات الاستثمار الأجنبى المباشر وغير المباشر. وانطلق هذا التحليل من ملاحظة أنه على الرغم من أن تدفقات رؤوس الأموال فيما بين الدول، لا تخلو من دوافع سياسية واجتماعية وثقافية إلا أن العامل الاقتصادى – متمثلا فى تعظيم الربح أو العائد – يظل هو المحرك الرئيسى لهذه التدفقات. ومن ثم فالعامل الاقتصادى، المتمثل فى تحقيق أكبر عائد ممكن على الاستثمار، له تأثير قوى على تدفقات الاستثمار الأجنبى فى جميع الأحوال وأيا كانت دوافعه، ومن هنا تتأكد علاقة سعر الصرف بتدفقات الاستثمار الأجنبى أيا كان شكلها وأيا كانت دوافعها. وللتعرف على مدى قوة أو ضعف هذه العلاقة كان لا بد من النزول بالتحليل إلى مستوى أكثر تفصيلا من خلاله تم بيان أن نوع واتجاه تأثير سعر الصرف على الاستثمار الأجنبى يتأثران قوة أو ضعفا بكثير من العوامل من أهمها: خصائص سوق الصرف من حيث تأرجحها بين الحرة والمقيدة، والأطراف الفاعلة فيها من حيث انتمائها إلى المصدرين والمستوردين والوسطاء الرسميون لتسوية المدفوعات الدولية أم إلى محترفى المضاربة على أسعار العملات. وطبيعة الاستثمار الأجنبى مباشرا كان أم غير مباشر. والانتماء التنظيمى للاستثمار من حيث كونه فرعا تابعا لشركة دولية النشاط أم شركة أجنبية مستقلة أم استثمارا مشتركا مع رؤوس أموال وطنية فى الدولة المضيفة. أما **القسم الثالث والأخير**، فهو بمثابة خاتمة للتحليل الذى تضمنه القسمين الأول والثانى من هذا الفصل، وهى خاتمة آثرنا أن تكون فى شكل ملاحظات تحليلية تقييمية لأهم معالم سوق ونظام الصرف الأجنبى فى مصر خاصة منذ ما طرح على أنه تعويم للجنيه المصرى فى مطلع عام ٢٠٠٣ وحتى المرحلة الحالية التى بدأت أواخر عام ٢٠١٦ بما أطلق عليه أيضا تعويم للجنيه المصرى. وقد يكون من الأهمية بمكان استقراء بعض الدروس من التجارب الدولية سواء فى مجال تدفقات الاستثمارات الأجنبية أو فى مجال اختيار أنظمة أسعار الصرف، وهذا ما سوف نتطرق إليه فى الفصل الثالث.

الفصـــل الثـــالث

دراسة بعض التجارب الدولية في مجال تدفقات الاستثمارات الأجنبية وعلاقتها بسعر الصرف *

تمهيد:

تمثل تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر وغير المباشر أهمية كبيرة في التنمية الاقتصادية لأي بلد، بما يجعلها قادرة على المنافسة. ومنذ أوائل الثمانينيات، أصبح الاعتراف بالاستثمار الأجنبي المباشر أمراً هاماً كأداة لتحسين الأداء الاقتصادي والقدرة التنافسية. وبناءً على ذلك حاولت دراسات عديدة تحديد العوامل التي تحفز تدفقات الاستثمار الاجنبي المباشر إلى الدول بغض النظر عن طبيعة الأسواق المضيفة، وأحد تلك العوامل المثيرة للجدل هو سعر الصرف.

وتقوم نظرية الاستثمار الأجنبي المباشر القائمة على أساس سعر الصرف بتحليل العلاقة بين تدفقات الاستثمار الاجنبي المباشر وتغيرات سعر الصرف، واختلفت الادبيات في تفسير تلك العلاقة. فهناك من يدعم هذه العلاقة، بأن هناك تأثيراً إيجابياً لسعر الصرف على الاستثمار الاجنبي المباشر، في حين أظهرت دراسات أخرى وجود تأثير سلبي.

وفي **دراسة لـ R. Albuquerque, N. Loayza, and L. Serv´en (2005)** تبين أن أهمية الاستثمار الأجنبي المباشر في الأسواق الناشئة ترتبط بزيادة تكامل أسواق رأس المال العالمية، خاصة عقب إجراء العديد من برامج الإصلاح والتحرير في فترة الثمانينات. وقد لعب الاستثمار الأجنبي المباشر دوراً أكبر في منطقة دول جنوب شرق آسيا، وزاد هذا الدور منذ منتصف الثمانينات، حيث قدمت هذه الدول حوافز استثمارية أدت لزيادة المنافسة فيما بينها لجذب الاستثمارات الأجنبية المباشرة.

وفي ظل تعدد الأزمات التي مرت بها دول شرق آسيا وأوروبا الشرقية ودول أمريكا اللاتينية، اتجهت حكومات تلك الدول الناشئة والنامية إلى تطبيق نظام يكفل مرونة كافية لسعر الصرف أو تعويم سعر الصرف.

ويهتم الفصل الحالى بدراسة تجارب كل من الصين والبرازيل والمكسيك باعتبارهم دول مرت بأزمات اقتصادية أعقبها تحول اقتصادى، وهى دول تنتمى لنفس شريحة الدخل مثل مصر (٣٠٠٠ دولار– أقل من ٩٠٠٠ دولار) وتعتبر وفقاً لتقرير التنافسية العالمى ٢٠١٨/٢٠١٧ دول فى المرحلة الثانية من التنمية

* قام بإعداد هذا الفصل: د/ فاطمة خميس الحملاوى، مدرس بمركز العلاقات الاقتصادية الدولية – معهد التخطيط القومى.

الاقتصادية تحركها محفزات الكفاءة efficiency driven ولذلك تولد قراءة تجاربها دروساً مستفادة للاقتصاد المصرى.

(٣-١) الأزمات الآسيوية وآثارها على سياسات سعر الصرف:

أدت الأزمات التي مرت بها الاقتصادات الآسيوية لاسيما أزمة ١٩٩٧ والتي امتدت آثارها إلى دول شرق أوروبا وأمريكا اللاتينية إلى انهيار الأنظمة التي كان أداؤها جيد نسبياً لعدة سنوات مثل اندونيسيا وكوريا الجنوبية، وكذلك انهيار الأنظمة التي بدت لا تقهر مثل مجلس الإشراف على العملة Currency Board[١] في هونج كونج. ونتج عن ذلك كله أن تبين مدى ضآلة سياسات سعر الصرف المتبعة آنذاك. ولم تكن إجراءات التصحيح التي اتبعت مثمرة، ففي كل دولة لجأت إلى تعويم العملة (البرازيل، روسيا، الإكوادور، تايلاند، اندونيسيا، وكوريا الجنوبية) ارتفع سعر الصرف بشكل مغالى فيه، وتبع ذلك فترة من الاضطراب الحاد في العملة وارتفاع في أسعار الفائدة (Chang & Velasco, 2000c).

وكان رد الفعل في بعض الدول هو الادعاء بأن تلك العملات المنهارة لم تكن مثبتة بما يكفي، وأن أسعار الفائدة المرتفعة التي نتجت عن ذلك كانت سبباً في انهيار أسعار الصرف الثابتة. من هنا لجأ مجلس الإشراف على العملة في كل دولة إلى تطبيق سياسة التثبيت التام للعملة أو حتى التخلي عن العملة المحلية باعتبارهما أفضل الوسائل. ولكن أشارت الشواهد العملية إلى أن الدول التي قامت بتثبيت عملتها عانت من ركود حاد كما حدث في الأرجنتين وهونج كونج، في حين أن الدول التي خفضت عملتها في وقت مبكر عقب الأزمة مثل المكسيك وكوريا الجنوبية فقد عادت إلى مسار النمو، وهو ما دعا من جديد إلى التخلي عن مجالس الإشراف على العملة كونها تعاني من مشاكل تنفيذية، بدءاً باختيار العملة التي يتم الربط بها ومعدل هذا الربط.

في هذا الصدد، تشير دراسات عديدة ومنها دراسة (Chang & Velasco, 2000b) إلى أن الخيار الواقعي الوحيد أمام الدول النامية والناشئة يتمثل في اتباع نظام به قدر كبير من المرونة في أسعار الصرف، وهو ما لجأ إليه بالفعل عدد متزايد من الدول النامية في منتصف التسعينات، كما زاد الاتجاه نحو التعويم بحثاً عن مزيد من المرونة والوقاية من الصدمات الخارجية. وحول كيفية تطبيق هذا التعويم، هناك أربع قضايا أساسية تبرزها الدراسة السابق ذكرها:

---

[١] مجلس الإشراف على العملة Currency Board: هو مؤسسة نقدية لها سلطة مسؤولة عن تقييم العملة المحلية للدولة وربطها بالعملة الأجنبية والحفاظ على سعر صرف ثابت ومستقر للعملة الأجنبية، ويفرض المجلس أن تخضع سياسة وأهداف البنك المركزي في الدولة لسياسة المجلس فيما يتعلق بسعر الصرف. ولا توجد مجالس العملة في الدول المتقدمة، حيث تعتبر البنوك (الفيدرالية) المركزية هي السلطة النقدية المسؤولة عن تحديد سعر العملة وربطها بالعملة الأجنبية. ومن أمثلة تلك المجالس في الدول النامية: هونج كونج (١٩٩٢- ١٩٩٩) والأرجنتين (١٩٩١- ٢٠٠٢)، ولكنها انتهت بسبب فترات الركود التي شهدتها تلك الدول بالإضافة للفشل في تطبيق قواعد المجلس (Steve H. & Schuler, K., 2015).

القضية الأولى تكمن في إمكانية التعويم مع تحقيق تضخم منخفض في ذات الوقت. حيث تشير تجارب دولية سابقة إلى أن وجود محور ارتكاز لسعر الصرف يعتبر أداه فعالة للسيطرة على ارتفاع الأسعار. وقد استطاعت كثير من الدول سواء نامية أو متقدمة من تخفيض معدل التضخم أثناء قيامها بالتعويم، وذلك بفضل البنوك المركزية المستقلة، بالإضافة إلى اتباع سياسات استهداف التضخم.

أما **القضية الثانية** فتتعلق بما إذا كان التعويم يوفر الوقاية اللازمة. يمكن تفسير ذلك من خلال نتائج نموذج Mundell–Flemming، فإذا تعرض اقتصاد ما إلى صدمات خارجية حقيقية، فإن الغلبة تكون لنظم أسعار الصرف المرنة وليس الثابتة. وبرغم تعرض هذه النظرية لهجوم من قبل اقتصاديين إلا أنها لاتزال قائمة ومحل بحث مستمر. حيث أشارت الدلائل الواقعية أن الدول التي قامت بالتعويم مبكراً مثل اندونيسيا وكوريا الجنوبية، انخفضت القيمة الحقيقية لعملتهما بشكل حاد. ويبدو أن تلك الدول قد عانت على الأقل في البداية، أكثر من الدول التي استمرت في سياسة التثبيت، وهو ما يثير تساؤلاً حول ما إذا كان تخفيض العملة في الدول النامية له آثار انكماشية.

وتدور **القضية الثالثة** حول العلاقة بين استقرار سعر الصرف واستقرار النظام المالي. في ظل دولرة الخصوم Liabilities Dollarization[1]، يمكن أن تؤدي التغيرات المفاجئة والحادة في أسعار الصرف إلى عواقب سيئة. وفي شرق آسيا، كان هناك اعتقاد بأن ارتفاع سعر الصرف يتسبب في صعوبات خدمة الديون وكذا إفلاس الشركات والبنوك. بالرغم من ذلك إلا أن التعويم يسهم في تجنب الاختلالات وبالتالي تقليل احتمالية القيام بتخفيضات حقيقية كبيرة في العملة المحلية. كما أن التعويم المتواصل يساعد على خلق الحافز على إصدار ديون مقومة بالعملة المحلية.

وتختص **القضية الرابعة** بكيفية إدارة السياسة النقدية في ظل التعويم. حيث تتدخل البنوك المركزية في سوق النقد سواء مباشرة (عن طريق بيع الاحتياطيات) أو بشكل غير مباشر. جدير بالذكر انه لا توجد بنوك مركزية في العالم تمتنع تماماً عن التدخل في سوق النقد، ولذا ينبغي البحث في نوع التعويم المناسب، ووقت التدخل، والتأكيد على دور السياسة النقدية (عن طريق السياسات الكلية أو أسعار الفائدة) ومدى تكيفها مع التغيرات في أسعار الصرف الإسمية أو الحقيقية. إلى جانب ضرورة توفر هامش للمراقبة Monitoring Band كما اقترح Williamson (1998)، وكذلك التأكد مما إذا كان استهداف معدل التضخم هو أفضل الطرق لتزويد الأنظمة المرنة بمحور ارتكاز اسمي (Chang & Velasco, 2000b).

[1] دولرة الخصوم هي أحد أنواع الدولرة المالية Financial Dollarization، ويشير هذا المفهوم إلى استخدام العملة الأجنبية (الدولار الأمريكي أو أي عملة أجنبية أخرى) بدلاً من العملة المحلية كمخزن للقيمة أو الثروة. وتأتي دولرة الخصوم استجابة للتغير الكبير في معدل التضخم وعدم الاستقرار الاقتصادي، وهي طريقة لتدنية مخاطر الائتمان وحماية الثروات من مخاطر تخفيض قيمة العملة المحلية (Kornovitz et al, 2010).

(٣-٢) ترتيبات سعر الصرف في الدول النامية وتطورها:

عقب انهيار اتفاقية بريتون وودز في عام ١٩٧٣، تحولت الدول النامية من ربط عملتها بعملة منفردة (الدولار الأمريكي) إلى الربط بسلة من العملات أو التوجه نحو نظام صرف مرن، وبدأت شعبية أنظمة أسعار الصرف الثابتة (قاعدة الذهب) في الانهيار، وأصبح للدول حرية في تبني سعر صرف خاص بها، وزاد عدد الدول التي تتبع سياسات سعر صرف تتسم بالمرونة، ففي منتصف التسعينيات كانت نسبة الدول النامية التي مازالت تطبق أنظمة التثبيت ٤٥% فقط مقابل ٥٠% تتبع سياسات تتسم بالمرونة.

ويرجع اتباع الدول النامية لنظام سعر الصرف العام أو المرن إلى عدة عوامل منها:

(٣-٢-١) ارتفاع وتسارع معدلات التضخم في حقبة الثمانينيات خاصة في دول أمريكا اللاتينية وبعض الدول الأفريقية والأوروبية. وقد أرغمت هذه الدول على تخفيض عملاتها لتفادي تدهور قدرتها التنافسية

(٣-٢-٢) شجع قرار التعويم وجود نسبة مخاطرة مربوطة بعملات الدول الصناعية.

(٣-٢-٣) معظم الدول في أفريقيا والشرق الأوسط اختارت نظام ربط العملة أما الدول الآسيوية فاختارت نظام سعر الصرف المرن المدار، في حين اختارت دول أمريكيا اللاتينية النظامين حسب معدلات التضخم، وتم ربط سعر الصرف الإسمي بمعدل التضخم.

ويتأكد هذا الاتجاه بمجرد أن نأخذ في الاعتبار حجم تلك الدول من الناحية الاقتصادية. ففي منتصف السبعينيات، كانت الدول ذات أسعار الصرف الثابتة تستأثر بنحو ٧٠% من إجمالي التجارة بين الدول النامية مقابل ٨% للدول المطبقة للأنظمة المرنة. ومنذ منتصف التسعينيات بدأ نصيب الأخيرة من إجمالي التجارة في الازدياد بشكل ملحوظ، حيث بلغ نصيب الدول ذات أسعار الصرف المرنة حوالي ٧٠% من إجمالي التجارة.

ولكن ينبغي ملاحظة أن النتائج السابقة تعتمد على الموقف المعلن والرسمي لكل دولة، ففي بعض الحالات كانت الدولة تعلن تطبيقها لنظام سعر صرف مرن بينما في الواقع كانت تمارس سياسة التثبيت. وبالرغم من ذلك تظل هذه النتائج مهمة.

وقد نجحت بعض الدول في التحول بشكل تدريجي سلس من أسعار الصرف الثابتة إلى الأسعار المرنة وذلك باعتمادها أشكالاً وسيطة من نظم الصرف كالربط المرن، والتعويم الموجه قبل السماح بالتعويم الحر لأسعار الصرف. غير أن التحول في بلدان أخرى كان تحولاً غير منظم أي أنه اقترن بانخفاض حاد في سعر العملة، وقد كانت معظم التحولات إلى النظم المرنة في الفترة منذ أوائل التسعينيات وحتى منتصف ٢٠٠٥ تحولات من النوع غير المنظم والتي يقصد بها تحولات مدفوعة بأزمات (صندوق النقد الدولي، ٢٠٠٦).

وتشير التجارب الدولية إلى ضرورة توفر أربعة عناصر عموماً لنجاح التحرك نحو مرونة سعر الصرف (صندوق النقد الدولي، ٢٠٠٦):

- وجود سوق نقد أجنبي تتسم بالعمق والسيولة؛
- سياسات متماسكة تحكم تدخل البنك المركزي في سوق النقد الأجنبي (ممارسات شراء أو بيع العملة المحلية للتأثير في سعرها أو في سعر الصرف)؛
- ركيزة إسمية ملائمة تحل محل سعر الصرف الثابت؛
- نظم فعالة لتقييم وإدارة مخاطر سعر الصرف في القطاعين العام والخاص.

وعادة ما يختلف التوقيت المختار لكل من هذه العناصر ودرجة الأولوية المعطاة لها مع اختلاف البلد المعني وأوضاعه المبدئية وهيكله الاقتصادي.

والجدول رقم (٣-١) يوضح ترتيبات سعر الصرف في الدول الأعضاء في صندوق النقد الدولي، إذ يشير إلى تحرك الدول من ترتيبات أكثر استقراراً إلى أخرى تعتمد على تعويم سعر صرف العملة المحلية مقابل العملات الأجنبية سواء كان ذلك التعويم مداراً managed floating أو حراً free floating، وهو ما يشير ضمنياً إلى اتجاه متزايد نحو عدم اليقين تجاه الظروف المالية والاقتصادية حول العالم، ما أدى إلى تطبيق سياسات وترتيبات أكثر مرونة. بالإضافة إلى أن قوة العملات الأجنبية في الاقتصادات المتقدمة – والذي اقترن بانخفاض في أسعار السلع الأساسية – وضع أسعار صرف العملات في الاقتصادات الناشئة تحت ضغط جعلها تلجأ لسياسات التعويم.

جدول رقم (٣-١): ترتيبات سعر الصرف (٢٠٠٨ - ٢٠١٦)

% من الدول الأعضاء في صندوق النقد الدولي *

ترتيبات سعر الصرف	٢٠٠٨	٢٠٠٩	٢٠١٠	٢٠١١	٢٠١٢	٢٠١٣	٢٠١٤	٢٠١٥	٢٠١٦
مجلس العملة	٦.٩	٦.٩	٦.٩	٦.٣	٦.٣	٦.٣	٦.٣	٥.٨	٥.٧
تثبيت سعر الصرف	١٢.٨	٦.٩	١٢.٧	١٢.١	٨.٤	٩.٩	١١	١١.٥	٩.٤
تعويم سعر الصرف	٣٩.٩	٤٢	٣٦	٣٤.٧	٣٤.٧	٣٤	٣٤	٣٥.١	٣٧
- سعر صرف حر	٢٠.٢	٢٤.٥	٢٠.١	١٨.٩	١٨.٤	١٨.٣	١٨.٨	١٩.٤	٢٠.٨
- سعر صرف مدار	١٩.٧	١٦.٦	١٥.٩	١٥.٨	١٦.٣	١٥.٧	١٥.٢	١٥.٧	١٦.١

Source: IMF, **ISF Database**.

* حتى إبريل ٢٠١٦. وتشمل ١٨٩ دولة و ٣ أقاليم: (Aruba, Curaçao, and Sint Maarten) كلها في هولندا.

تشير إحصاءات صندوق النقد الدولي إلى الانخفاض التدريجي في نسبة الدول التي يوجد بها مجالس للإشراف على العملة من إجمالي عدد الدول الأعضاء في الصندوق خلال الفترة ٢٠٠٨- ٢٠١٦، واقترن ذلك بانخفاض في نسبة الدول التي اتبعت سياسة تثبيت سعر الصرف (بواقع ٤ دول إلى ١٨ دولة) وزيادة في عدد الدول التي اتجهت لتعويم أسعار الصرف سواء كان ذلك تعويم مدار managed floating (بواقع ٣ دول إلى ٤٠ دولة وهي الأرجنتين والمكسيك وسويسرا) أو تعويم حر free floating (بواقع دولة واحدة إلى ٣١ دولة وهي روسيا التي كانت تتبع نظام التعويم المدار سابقاً).

(٣-٣) العلاقة بين سعر الصرف والاستثمار الأجنبي المباشر:

حقيقة الربط بين سعر صرف العملة المحلية مقابل العملة الأجنبية والاستثمار الأجنبي المباشر يحكمها ثلاث حجج أو نظريات موجودة في الأدبيات السابقة، نظرية مرونة الإنتاج production flexibility theory، فرضية تجنب المخاطر risk-aversion arguments، فرضية حماية سعر الصرف exchange rate sheltering hypothesis.

تفترض نظرية مرونة الإنتاج production flexibility theory أن المستثمر الأجنبي ليس بعيداً عن المخاطرة ولا يسعى إليها، فهو محايد تجاه المخاطر. وتشير هذه النظرية إلى أنه بالمقارنة مع نظام سعر الصرف المرن، فإن نظام سعر الصرف الثابت من شأنه أن يخلق بيئة جاذبة لتدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر. وذكر Dixit & Pindyck (1994) أن نظرية مرونة الإنتاج ترجع لنموذج "الخيار الحقيقي"

Real Option Model، الذي يشير إلى أن المنشأة يمكن أن يكون لديها خيار الاستثمار الأجنبي في الخارج دون التأكد من نظام سعر الصرف السائد في البلد المضيف، ما قد يؤثر على العائد المتوقع من ذلك الخيار. ويزيد احتمال اختيار القرار بعدم الاستثمار الأجنبي عند وجود تقلبات واضحة في سعر الصرف (Shauna & Esfahani, 2008). لذلك تلجأ الشركات متعددة الجنسيات لإقامة فروعها في دول مختلفة، مما يخلق خيار تحويل الإنتاج بين الفروع المختلفة لتجنب صدمات أسعار الصرف، ويكون الاستثمار في الموقع الأقل تكلفة هو الخيار الأول للشركات متعددة الجنسيات بعد تحركات أسعار الصرف.

وتشير حجة تجنب المخاطر risk-aversion arguments إلى أن مخاطر أسعار الصرف تنشأ بسبب عدم تماثل المعلومات والعوامل الاجتماعية والاقتصادية، وكذلك الحوادث الطبيعية في أسواق غير كاملة، فضلاً عن اختلاف نظم أسعار الصرف في جميع أنحاء العالم. وقد أثار Froot and Stein (1991) في أبحاثهما ما يعرف بنظرية أثار الثروة Wealth Effect Theory في أسواق رأس مال غير كاملة للإشارة إلى أن أسعار الصرف تعمل على الثروة لتؤثر على تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر. وظهرت نظرية وسطية بين نظريتي مرونة الإنتاج وتجنب المخاطر تخبر بأنه عندما ترغب منشأة ما في خدمة الأسواق الأجنبية فإن لديها خيارين، إما من خلال التصدير أو بالاستثمار الأجنبي المباشر. وتختار معظم المنشآت الاستثمار الأجنبي المباشر إذا زاد التقلب في أسعار الصرف، أو إذا أدى ارتفاع سعر الصرف الحقيقي إلى خفض التكلفة الأجنبية لرأس المال(Shauna & Esfahani, 2008).

أما فرضية حماية سعر الصرف exchange rate sheltering hypothesis والتي تعرف أيضاً بفرضية "complacent manufacturer hypothesis"، تفترض أن انخفاض سعر الصرف يحمي الشركات المحلية من الضغوط التنافسية الخارجية. فمثلاً، عندما تلجأ الصين لخفض سعر صرف اليوان الصيني مقابل الدولار، فإن ذلك يعني انخفاض أسعار المنتجات الصينية في السوق الأمريكية، ما يجعلها أكثر قدرة على المنافسة مقارنة بالسلع والخدمات المماثلة المنتجة في دول أخرى، وهذا ما جعل الصين تتلقى تدفقات كبيرة من الاستثمار الأجنبي المباشر خلال العقود الماضية. واستطاعت المنشآت المحلية في الصين أن تستفيد من انخفاض قيمة العملة المحلية، ويصبح لها ميزة تنافسية في السوق الدولية.

(٣-٤) تقلبات سعر الصرف وأثرها على تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر:

يشير الاستنتاج العام لمعظم الدراسات التجريبية والنظرية إلى أن انخفاض قيمة العملة المحلية في البلد المضيف يحفز من تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر، والعكس بالعكس. حددت الأدبيات السابقة نوعين من القنوات التي يؤثر من خلالها سعر الصرف على الاستثمار الأجنبي المباشر (Cheng & Yu, 2010): الاستثمار الأجنبي المباشر الموجه نحو السوق، والاستثمار الأجنبي المباشر الموجه نحو التكلفة.

ويشير الاستثمار الأجنبي المباشر الموجه نحو التكلفة Cost-oriented FDI، والذي يعرف أيضاً بالاستثمار الأجنبي الموجه نحو التصدير أو الموجه نحو الموارد export-oriented or resource-oriented FDI، إلى استثمار الشركات متعددة الجنسيات في البلد المضيف الذي يتميز بانخفاض نسبي في تكاليف الإنتاج والتصدير. حيث تستغل المنشآت متعددة الجنسيات الاختلافات في أسعار عوامل الإنتاج لتحقيق أقصى قدر من الأرباح. وتركز معظم تلك الاستثمارات الموجهة نحو التكلفة على الاستثمار في السلع التجارية، وبالتالي فهي قد تتعرض لمخاطر تقلبات سعر الصرف عند البيع. ويؤدي تخفيض قيمة العملة المحلية إلى حفز تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر الموجه نحو التكلفة، لأن هذا الانخفاض سيزيد من ثروة المستثمر الأجنبي بسبب انخفاض تكاليف إنتاجه، وهو ما يشجع جذب المزيد من تلك الاستثمارات.

أما الاستثمار الأجنبي المباشر الموجه نحو السوق Market-oriented FDI فهو استثمار أجنبي مباشر من جانب الشركات متعددة الجنسيات من أجل اختراق السوق المحلية للبلد المضيف وتقديم السلع مباشرة بدلاً من تصديرها. والدافع الرئيسي لهذا النوع من الاستثمار هو الوصول للسوق بشكل أسرع دون أي تكاليف كتكاليف النقل والتعريفات الجمركية. وفي هذه الحالة يؤدي ارتفاع قيمة العملة الأجنبية (أي انخفاض قيمة العملة المحلية وارتفاع سعر الصرف) إلى زيادة الاستثمار الأجنبي المباشر الموجه نحو السوق.

(٣-٥) سعر الصرف وعلاقته بالاستثمار الأجنبي غير المباشر:

يعد سعر الصرف مؤشر اقتصادي هام يؤثر على الاستقرار الاقتصادي العام ومن ثم على أداء سوق الأوراق المالية، حيث تشهد هذه السوق تدفقات كبيرة لرؤوس الأموال التي تستثمر في المحافظ المالية، وهذا ما يبرز عدة تأثيرات متبادلة بين سعر صرف العملة الأجنبية ورؤوس الأموال المستثمرة، أهمها (Afaq, et al, 2016):

١- إن الاستثمار في سوق الأوراق المالية يتضمن أصولاً مقومة بعملات أجنبية، وهي بالتالي عرضة لمخاطر العملة التي تتمثل في المخاطر التي تتعرض لها عوائد الاستثمار في المحفظة المالية الناتجة عن تحركات أسعار صرف العملات المقومة بها أصول المحفظة المالية، مما يؤدي إلى

عائدات أقل عند قياسها بالعملة الأساسية للمستثمر. وهذا ما ينتج عنه انخفاض الطلب على العملة الأجنبية وخروج رؤوس الأموال إلى الخارج، وبالتالي تنخفض قيمة العملة الأجنبية.

٢- إن ارتفاع سعر صرف العملة الأجنبية مقابل العملة المحلية ينشئ عائداً غير متوقع يؤدي إلى ارتفاع مخاطر الاستثمار في المحفظة وخاصة في حالة وجود معدلات مرتفعة من التضخم المحلي، مما يؤدي إلى خفض قيمة العملة الأجنبية.

٣- إن ارتفاع أسعار الفائدة من شأنه أن يجذب تدفقات رأس المال الأجنبي إلى داخل الدولة للاستثمار في المحفظة، وبهذا فإن المعروض من العملة الأجنبية سيزداد نسبة للمعروض من العملة المحلية، وهذا سيزيد من القيمة الحقيقية للعملة المحلية أمام العملة الأجنبية.

من هنا، يمكن القول بأن استقرار أسعار صرف العملة المحلية المقومة لأصول المحافظ المالية مقابل العملة الأجنبية يشجع حركة رؤوس الأموال إلى داخل الدولة، وأن عدم استقرار أسعار الصرف يؤدي لخروج هذه الأموال.

(٣-٦) ترتيبات سعر الصرف في دول نامية مختارة وأثرها على تدفقات الاستثمارات الأجنبية:

تعتمد العلاقة بين تحركات أسعار الصرف وتدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر على الدولة التي تنتمي إليها العملة وظروف هذه الدولة، ذلك أن هناك عدم تماثل في المعلومات بين الأسواق المالية الدولية، كما أن سعر الصرف يعد أحد أهم المتغيرات المالية financial variables التي تؤثر على الميزة النسبية relative advantage للمنشآت متعددة الجنسية بالمقارنة مع المنشآت المحلية. وفي هذا الإطار يفترض أن يؤدي انخفاض قيمة عملة البلد المضيف إلى زيادة تدفق الاستثمارات الأجنبية وذلك لسببين أساسيين Lily, Kogid, Mulok & Asid (2014):

١- تتمتع المنشآت متعددة الجنسية بميزة على المنشآت المحلية، نظراً لقدرتها على الحصول على التمويل في أسواق رأس المال الدولية بالعملة القوية in strong-currency terms وبتكلفة أقل بسبب سمعة تلك المنشآت الدولية. ولذا تستطيع أن تستحوذ على أعلى قيمة من المشروعات ذات الربحية المرتفعة في الدولة المضيفة مقارنة بالمنشأة المحلية بسبب انخفاض تكلفة رأس المال. وفقاً لذلك تميل البلدان ذات العملات الضعيفة إلى ان تكون متلقية للاستثمار الأجنبي، في حين أن الدول ذات العملات القوية تميل إلى أن تكون مصدرة للاستثمار الأجنبي.

٢- انخفاض قيمة العملة يقلل من تكاليف الإنتاج في البلد المضيف، مما يجعله جاذباً للاستثمار الأجنبي الذي يستهدف تحقيق الكفاءة في الإنتاج وتحقيق إيرادات مرتفعة. بعبارة أخرى، فإن الاستثمار الأجنبي يمكن أن يكون أداة تحوط لمخاطر الصرف الأجنبي foreign exchange

risk hedging بافتراض أن المنشآت متعددة الجنسية تكون أكثر كفاءة في التحوط من المخاطر.

بالرغم من أن معظم دول جنوب شرق آسيا تعتمد نظام سعر الصرف العائم المدار managed floating exchange rate regime، إلا أن المنشآت متعددة الجنسية لاتزال تواجه مخاطر أسعار الصرف في هذه البلدان التي قد تؤثر على قيمة استثماراتها في المستقبل نظراً لاختلاف مستوى القدرة التنافسية بين الدول تبعاً لأسعار صرف العملات الأجنبية بها.

وفي **دراسة Lily, Kogid, Mulok & Asid (2014)** تم اختبار العلاقة بين سعر صرف العملة الأجنبية والاستثمار الأجنبي المباشر في دول ASEAN (ماليزيا، الفلبين، تايلاند وسنغافورة). واعتمد الباحثون في دراستهم على القيمة الحقيقية لسعر الصرف real value of the exchange rate وذلك لسببين، **أولهما** أن سعر الصرف العائم المدار يمثل تدخلاً حكومياً في إدارة سعر الصرف، والسبب **الثاني** أن القيمة الحقيقية لسعر الصرف قد تظهر المستوى الحقيقي للقدرة التنافسية للدولة في السوق العالمية.

وتوصلت الدراسة إلى أن سعر الصرف يؤثر على تدفق الاستثمارات الأجنبية المباشرة لتلك الدول في اتجاهين، وذلك تبعاً لأهداف الاستثمار الأجنبي المباشر، فعندما ترتفع قيمة العملة المحلية للبلد المضيف تزيد تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر إليها إذا كان هدف تلك التدفقات هو خدمة السوق المحلية، في حين تنخفض تلك التدفقات إذا كان هدفها هو إعادة التصدير أو تخفيض التكاليف. وبشكل أكثر تحديداً، فقد أشارت الدراسة إلى أن تحركات سعر الصرف تشكل محدداً هاماً لتدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر في كل من سنغافورة وماليزيا والفلبين، في حين أن تلك التحركات لم تؤثر على تدفقات الاستثمارات الأجنبية المباشرة في تايلاند. وأرجعت الدراسة ذلك إلى أن التدفقات الأجنبية يتم التعامل معها بشكل إجمالي دون التعامل مع التوزيع القطاعي لتلك التدفقات، والذي قد ينتج عنه نتائج مختلفة إذا ما تم اعتبار أن تحركات سعر الصرف تؤثر على كل قطاع اقتصادي بشكل مختلف عن غيره. بالإضافة إلى التدخل الحكومي الذي قد تفرضه دولة في إدارة سعر الصرف الأجنبي، مما يؤثر بشكل كبير على العلاقة بين سعر الصرف والتدفقات الأجنبية.

(٣-٦-١) تجربة الصين فى مجال جذب الاستثمارات الأجنبية

وإذا ما نظرنا إلى **الصين** باعتبارها في مقدمة الاقتصادات الناشئة، وهي تجربة غنية توضح فترات النمو والتنمية التي مرت بها وكذا الأنظمة المختلفة لسعر الصرف التي اتبعتها ومدى تغير تدفقات الاستثمارات الأجنبية في كل فترة ومع كل سياسة لسعر الصرف انتهجتها الدولة، فتشير الإحصاءات إلى ارتفاع معدل

تدفق الاستثمارات الأجنبية بشكل كبير خلال العقود الثلاثة الماضية، وذلك في نفس الوقت الذي شهدت فيه نظام سعر صرف مختلف، وتشير دراسات عديدة سابقة إلى وجود علاقة وثيقة بين كل تغير في نظام سعر الصرف مع نمو الاقتصاد الصيني محلياً ودولياً (Hu dong wei, 2013).

بدأت الحكومة الصينية في ممارسة سياسة الباب المفتوح منذ فترة السبعينيات، وسمح للاستثمارات الأجنبية المباشرة بالدخول تدريجياً. في نفس الوقت أصدر مجلس الشعب الوطني قانون "المشاريع المشتركة في مجال الأسهم الأجنبية" Foreign Equity Joint Venture Law، وبالتالي منح المستثمرون الأجانب وضعاً قانونياً من خلال إقامة مشاريع مشتركة مع شركاء صينين. ونتيجة لذلك تم إنشاء أربع مناطق اقتصادية خاصة Special Economic Zones (SEZs) في الساحل الشرقي للصين، بجانب إصدار السياسات الضريبية والإدارية التفضيلية لتشجيع الاستثمار الأجنبي. وقد كان الهدف الرئيسي ورا إنشاء المناطق الاقتصادية الخاصة هو توفير وظائف خاصة بصناعات معينة لجذب الاستثمار الأجنبي واستيراد الخبرة والتكنولوجيا الحديثة.

ثم جاءت فترة الثمانينات لتشهد منح سياسات تفضيلية للمدن القريبة من الموانئ الساحلية وفتح المناطق الاقتصادية الخاصة عليها وظهر لديها ما يسمى بالمناطق الاقتصادية الساحلية Coastal economic open zones (CEOAs)، ونتج عن ذلك حدوث أول طفرة في الاستثمار الأجنبي المباشر في تلك الفترة وزادت إيرادات المشاريع المشتركة.

أما فترة التسعينيات فقد عرفت بفترة النمو المتسارع، وتميز الاستثمار الأجنبي في تلك الفترة بالتوسع السريع وأصبحت الاستثمارات الأجنبية المباشرة تتدفق تدريجياً من المناطق الساحلية إلى المناطق الداخلية والغربية، وكان التركيز على الاستثمار في الصناعات كثيفة التكنولوجيا، وتم إزالة كافة القيود الإضافية على المستثمر الأجنبي(Hu dong wei, 2013) .

وظلت تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر تظهر اتجاهاً إيجابياً مستمراً حتى تراجعت عام ١٩٩٩ ويعزى هذا الانخفاض المؤقت بشكل رئيسي إلى تأثير الأزمة المالية الآسيوية ١٩٩٧، وارتفاع نسبة صفقات الاستحواذ من قبل كل من دول OECD وكذلك الدول غير الأعضاء في المنظمة. ثم عادت تلك التدفقات الأجنبية لتشهد ارتفاعاً من جديد عقب تعافي الاقتصاد الصيني بانضمام دولته إلى منظمة التجارة العالمية في عام ٢٠٠١ (Li, 2005).

استناداً لما سبق ولفترات النمو والتنمية المختلفة التي مر بها الاقتصاد الصيني، كانت هناك تغيرات في سياسة سعر الصرف المتبعة والتي يمكن تقسيمها إلى أربع فترات:

١- فترة ما قبل الإصلاح ١٩٤٩-١٩٧٨

٢- نظام سعر الصرف ثنائي المسار ١٩٧٩-١٩٩٣

٣- نظام سعر الصرف الثابت ١٩٩٤-٢٠٠٥

٤- نظام سعر الصرف العائم المدار منذ عام ٢٠٠٥

وفيما يلي توضيح لتلك الفترات والأنظمة المختلفة لسعر الصرف وأسباب انتهاجها ومدى تأثر التدفقات الأجنبية الوافدة بتلك الأنظمة:

الفترة الأولى: فترة ما قبل الإصلاح ١٩٤٩-١٩٧٨:

بعد تأسيس جمهورية الصين الشعبية في عام ١٩٤٩، بدأت الحكومة الجديدة في تصحيح وضع سوق العملة وأقامت نظام لمراقبة النقد الأجنبي، وفي ذلك الوقت لم يكن النظام المحلي لسعر الصرف يطبق بشكل موحد على كل المقاطعات الصينية.

في عام ١٩٥٣، تم توحيد سوق العملة تدريجياً، وكان سعر صرف اليوان الصيني مقابل الدولار الأمريكي يساوي ٢.٤٦ يوان تقريباً، واستمر حتى عام ١٩٧٣.

عقب انهيار نظام بريتون وودز في عام ١٩٧٣، عدلت الصين نظام سعر الصرف، وذلك في ظل سيادة نظام اقتصاد مخطط مركزياً، وتم تثبيت سعر الصرف عند ٢.٢٧ يوان صيني مقابل الدولار. ثم انخفض سعر الصرف في الفترة ١٩٧٣- ١٩٧٨، ليبلغ ١.٦٨ يوان فقط مقابل الدولار وزادت بذلك قيمة العملة المحلية، والسبب في ذلك هو اعتماد البلاد استراتيجية الإحلال محل الواردات، وظل الاستيراد قاصراً على الآلات والمعدات للصناعات ذات الأولوية بتكلفة أقل بالعملة المحلية، دون الاهتمام بجانب التصدير.

الفترة الثانية: فترة الإصلاح ونظام سعر الصرف ثنائي المسار ١٩٧٩-١٩٩٣:

بدأت الصين باتباع سياسة للإصلاح والانفتاح التجاري في عام ١٩٧٩، وأصبحت التجارة الخارجية لامركزية بشكل تدريجي، وتسببت قيمة العملة المحلية المرتفعة في انخفاض القدرة التصديرية للصين وبالتالي نقص الاحتياطيات من النقد الأجنبي. لتصحيح هذا الوضع لجأت الحكومة إلى تطبيق نظام سعر الصرف ثنائي المسار dual track exchange system في عام ١٩٨١ لتسوية الميزان التجاري وزيادة احتياطي النقد الأجنبي، وتم خفض معدل التسويات الداخلي Internal settlement rate (ISR) وتثبيته عند ٢.٨٠ يوان صيني لكل دولار أمريكي وذلك في حالة التصدير، وفي نفس الوقت تراوح سعر الصرف الرسمي بين ١.٥ و ٢ يوان لكل دولار أمريكي في حالة معاملات الصرف الأجنبي غير التجارية (Lin & Sherman 2003).

وخلال الفترة ١٩٨١-١٩٨٥، تحسنت الصادرات الصينية بشكل ملحوظ وزادت الاحتياطيات من النقد الأجنبي، وزادت الاستثمارات الأجنبية الوافدة، كما أنشأت مناطق اقتصادية خاصة لجذب تلك الاستثمارات وكان أهمها المناطق الاقتصادية الساحلية "Coastal Economic Open Zones (CEOZs)" التي ساعدت على انتشار الاستثمار الأجنبي المباشر بشكل كبير، وكانت أكبر طفرة في تلك الاستثمارات في الفترة ١٩٨٤-١٩٨٥.

لكن بالرغم من ذلك، تسبب نظام سعر الصرف المزدوج في إحداث عدد من التشوهات، وقام كل من صندوق النقد الدولي والحكومة الأمريكية بانتقاد السياسة الصينية وأنها استخدمت هذا النظام فقط لدعم

صادراتها. واتخذت الحكومة الصينية قرارها بإلغاء نظام سعر الصرف المزدوج في يناير ١٩٨٥، وتم تخفيض سعر الصرف الرسمي إلى ٢.٨ يوان لكل دولار أمريكي في نفس العام، وانخفضت الاستثمارات الأجنبية المباشرة بشكل ملحوظ واقتصرت فقط على المشاريع المشتركة في رأس المال ولم تتعد حدود المناطق الاقتصادية الخاصة، كما تركزت في قطاع الخدمات.

ومع مطلع التسعينيات، ظهر نظام سعر صرف مزدوج جديد يضم عدد من العملات الأجنبية بحيث تحل محل الدولار الأمريكي في تعاملات التجارة الخارجية وتحدده قوى السوق. وبنهاية عام ١٩٩٣، بلغ سعر الصرف الرسمي ٥.٨ يوان لكل دولار أمريكي. في تلك الفترة، عادت الاستثمارات الأجنبية المباشرة لتشهد تغيراً كبيراً، وكان من أهم سماتها:

١- حدوث توسعات إقليمية في الاستثمارات الأجنبية المباشرة داخل الصين، وتجاوزت حدود المناطق الاقتصادية الخاصة.

٢- تحول معظم تلك الاستثمارات من مشروعات مشتركة بالأسهم equity joint ventures (EJVs) إلى مشروعات مشتركة تعاقدية contractual joint venture (CJVs) ومشروعات مملوكة كلياً للأجانب wholly foreign-owned enterprise (WFOEs).

٣- تحولت معظم الاستثمارات الأجنبية المباشرة الوافدة للصين من قطاع الخدمات إلى الاستثمار في القطاع الصناعي.

وزادت بذلك نسبة المشروعات والصناعات المتقدمة تكنولوجياً والموجهة نحو التصدير، بالإضافة إلى الاستثمار في البنية التحتية وبعض الصناعات الأساسية، وهو ما يشير في المجمل إلى أن الصين أولت اهتماماً كبيراً للاستثمار الأجنبي المباشر الموجه نحو التحسين والإصلاح الهيكلي في الاقتصاد الصيني.

الفترة الثالثة: نظام سعر الصرف الثابت ١٩٩٤-٢٠٠٥

مع بداية عام ١٩٩٤، استبدلت الحكومة الصينية نظام الاقتصاد المخطط بنظام اقتصاد السوق الاشتراكي. وأُجريت عدة إصلاحات في نظام مراقبة النقد الأجنبي، تغير على أثرها نظام سعر الصرف إلى سعر الصرف العائم المدار القائم على أساس قوى السوق. وانخفض سعر الصرف الرسمي بنسبة ٤٠%، حيث بلغ ٨.٧ يوان لكل دولار.

ثم ضربت الأزمة المالية الآسيوية الدول المجاورة ودفعتها لخفض قيم عملاتها بشكل كبير. ومن أجل منع انتقال أثر العدوى للصين وحفاظاً على الاستقرار الاقتصادي والمالي في آسيا، التزمت الحكومة الصينية بالمحافظة على استقرار سعر الصرف، وقامت بتثبيت سعر الصرف عند ٨.٢٨ يوان لكل دولار أمريكي، واستمر ذلك حتى بداية عام ٢٠٠٥.

استمرت معدلات نمو تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر في الزيادة حتى تراجعت عام ١٩٩٩ بشكل مؤقت نتيجة التأثر بالأزمة المالية الآسيوية، وسرعان ما عادت تلك التدفقات للزيادة مرة أخرى وذلك بانضمام الصين إلى منظمة التجارة العالمية في عام ٢٠٠١.

وتلبية لمتطلبات الانضمام إلى منظمة التجارة العالمية، أدخلت الصين عدداً من الإصلاحات الهيكلية وقامت بمزيد من التنقيح للسياسة الاقتصادية، ففتحت الباب أمام المستثمرين الأجانب للدخول في القطاع المالي (بنوك وتأمين وتمويل) وقطاع الاتصالات، وقامت بإلغاء متطلبات حصص الاستيراد والتصدير، خفضت الجمارك الصناعية، وأدى ذلك إلى زيادة كبيرة في تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر وفي عدد المشروعات وصلت ذروتها بنهاية عام ٢٠٠٥.

<u>الفترة الرابعة: نظام سعر الصرف العائم المدار منذ عام ٢٠٠٥</u>

عقب انضمام الصين إلى منظمة التجارة العالمية، حققت الصين فائضاً في الميزان التجاري وزادت احتياطيات النقد الأجنبي، ومن ثم زادت الضغوط الداخلية والخارجية على قيمة اليوان الصيني المرتفعة مقابل الدولار الأمريكي. وفي ٢١ يوليو ٢٠٠٥، أعلن البنك المركزي الصيني أن اليوان الصيني لم يعد مربوطاً بالدولار الأمريكي، وتحول إلى تطبيق نظام سعر الصرف العائم المدار المستند لقوى السوق والآخذ في اعتباره سلة من العملات الأجنبية. وزادت قيمة اليوان الصيني مقابل الدولار بنسبة ٢% من ٨.٢٨ إلى ٨.١١.

ونتيجة للتطورات الاقتصادية والمالية في الداخل والخارج وتحسن وضع ميزان المدفوعات الصيني، زادت قيمة اليوان الصيني واستمر ذلك حتى عام ٢٠٠٨، إذ زادت قيمته بنسبة ١٩% من ٨.١١ إلى ٦.٨٣ يوان لكل دولار في عام ٢٠٠٩.

وأعلن البنك المركزي الصيني في يوليو ٢٠١٠ قراره بتعزيز مرونة سعر الصرف والحفاظ على الاستقرار المالي والاقتصادي في الصين، وبنهاية عام ٢٠١١ وصل سعر العملة الصينية ٦.٣ يوان لكل دولار، حيث وصلت نسبة الزيادة التراكمية في متوسط سعر اليوان مقابل الدولار حوالي ٣١.٤% منذ أن تم إصلاح نظام سعر الصرف في عام ٢٠٠٥.

فيما يتعلق بتدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر، فقد زادت بشكل ملحوظ في تلك الفترة، ثم انخفضت بسبب الأزمة المالية العالمية في عام ٢٠٠٨. لكن مع الإصلاحات التي نفذتها الحكومة في السياسة المالية والاقتصادية ومع استقرار سعر العملة، بدأت تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر في الزيادة مرة أخرى وبمعدلات متسارعة في عام ٢٠١٠، والجدول التالي يوضح تطور تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر وعدد المشروعات وكذا أسعار الصرف السائدة في الفترة من ١٩٩٥ وحتى ٢٠١٥، ومعدلات النمو لتلك التدفقات الاستثمارية.

جدول رقم (٣-٢): تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الصين وأسعار الصرف في الفترة (١٩٩٥-٢٠١٥)*

Year	سعر الصرف الرسمي يوان/دولار	معدل تغير سعر الصرف	عدد المشروعات	الاستثمار الأجنبي المباشر الفعلي (بليون دولار)	معدل نمو FDI
1995	8.35		37011	35.85	
1996	8.31	-0.45	24556	40.18	12.08
1997	8.29	-0.29	21001	44.24	10.10
1998	8.28	-0.13	19799	43.75	-1.10
1999	8.28	-0.01	16918	38.75	-11.42
2000	8.28	0.00	22347	42.10	8.62
2001	8.28	-0.02	26140	47.05	11.78
2002	8.28	0.00	34171	53.07	12.80
2003	8.28	0.00	41081	57.90	9.10
2004	8.28	0.00	43664	68.12	17.64
2005	8.11	-1.96	44001	104.11	52.84
2006	7.97	-1.74	41473	133.27	28.01
2007	7.61	-4.59	37871	156.25	17.24
2008	6.95	-8.66	27514	171.53	9.78
2009	6.83	-1.69	23435	131.06	-23.60
2010	6.77	-0.90	27406	243.70	85.95
2011	6.46	-4.56	20354	280.07	14.92
2012	6.31	-2.31	13084	241.21	-13.87
2013	6.20	-1.85	25014	290.93	20.61
2014	6.14	-0.84	21971	268.10	-7.85
2015	6.23	1.37	23602	249.86	-6.80

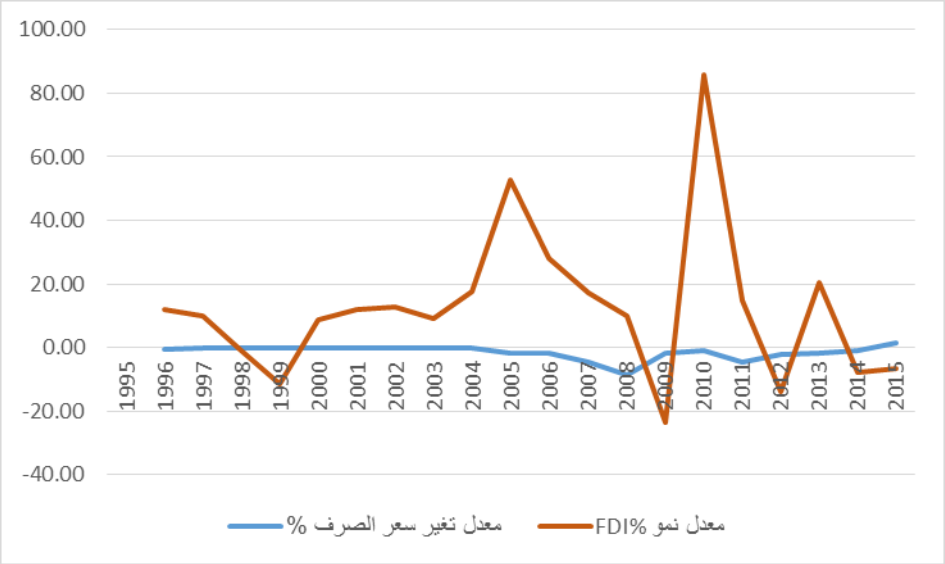
Source: **IMF, IFS database & China Statistical year Book 2016.**

***معدلات التغير تم حسابها بمعرفة الباحث.**

نستطيع القول بأن ارتفاع سعر صرف اليوان الصيني أمام الدولار الأمريكي وانخفاض قيمته صاحبه تدفق الاستثمارات الأجنبية المباشرة، وتعمد الحكومة الصينية لتخفيض قيمة عملتها بهدف جذب المزيد من تلك الاستثمارات وتشجيع التصدير. ولكن استطاعت الصين في الخمس سنوات الأخيرة المحافظة على استقرار سعر الصرف بها، وذلك لأنها تمتلك مخزوناً تراكمياً كبيراً من التنمية الاقتصادية السريعة أظهر قوتها الاقتصادية أمام العالم بشكل واضح، وهو أحد الأسباب القوية التي حافظت على استمرار تدفق الاستثمارات الأجنبية المباشرة. بمعنى آخر؛ سياسة سعر الصرف المتبعة لم تكن المحفز الوحيد لجذب الاستثمارات الأجنبية المباشرة، وهناك عوامل أخرى من أهمها: أن الصين بلد كثيفة العمالة وبالتالي فإن رأس المال البشري عالي الكفاءة كان سبباً في حفز العمل بالصناعات والخدمات وجذب رأس المال الأجنبي إليها لما تتمتع به من إنتاج منخفض التكلفة. والعامل الأخر المهم هو درجة الانفتاح التجاري واتباع سياسات محفزة للتصدير. والشكل التالي يؤكد ذلك، إذ يوضح تطور معدل نمو الاستثمارات الأجنبية المباشرة التي تم تنفيذها ومعدل تغير سعر الصرف في الفترة ١٩٩٥-٢٠١٥، فالطفرات الكبيرة

في معدل تغير تلك الاستثمارات لم تكن بسبب تغيرات كبيرة في سعر الصرف، وإنما بفعل عوامل أخرى، منها ما سبق ذكره.

شكل رقم (٣-١): معدلات تغير تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الصين وسعر الصرف في الفترة ١٩٩٥-٢٠١٥



المصدر: جدول رقم (٣-٢).

فيما يتعلق بتأثير التقلبات في سعر الصرف على جذب الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة إلى الصين أو ما يعبر عنها بالاستثمار الأجنبي في المحافظ المالية[١]، فقد أشارت دراسات تطبيقية إلى أن سعر الصرف يعد أحد المحددات الهامة للاستثمار الأجنبي غير المباشر أو ما يعرف باستثمارات الحافظة Foreign Portfolio Investment. كما أشارت دراسة (Afaq, et al, 2016) إلى التأثير السلبي لسعر الصرف على الاستثمار الأجنبي في الحافظة وبالتحديد في الفترة ١٩٩٧-٢٠١٤، التي تناولتها الدراسة في الصين. فانخفاض سعر الصرف يعني ارتفاع قيمة العملة المحلية، مما يؤدي إلى تدفق رأس المال خارج الدولة، والعكس بالعكس، ارتفاع سعر الصرف يشكل عامل جذب للمستثمر الأجنبي للاستثمار في سوق الأوراق المالية للبلد المضيف، حيث يقوم المستثمر الأجنبي بالمضاربة على العوائد المرتفعة. وهو ما حدث في الصين بالفعل، وكان ذلك سبباً في إنشاء بنية أساسية أفضل، رفع كفاءة الاقتصادي الصيني، وكذلك ضمان أفضل لحقوق المستثمرين في سوق الأسهم الصينية. ولا يمكن إغفال العوامل الأخرى كالاستقرار السياسي والاجتماعي في الدولة ومعدل النمو الاقتصادي المرتفع في جذب المستثمرين الأجانب وتدنية المخاطر التي يتعرضون لها من خلال إمكانية التنوع في استثمارات الحافظة (Afaq, et al, 2016).

[١] توجد ندرة فى الأدبيات التى تركز على تدفقات المحافظ المالية وسعر الصرف بالنسبة للأسواق الناشئة ومعظم البحوث تركز على الدول الصناعية Kodongo and Ojah, (2014) ,pp. 133-155.

(٣-٦-٢) <u>تجارب بعض دول أمريكا اللاتينية</u> (البرازيل، المكسيك وشيلى)

تميل دول أخرى مثل بعض دول أمريكا اللاتينية (البرازيل والمكسيك وشيلي)، إلى اعتبار سياسات التدخل الحكومي القائم على قواعد محددة سياسات مؤقتة أو معدلة وأحياناً تكون مستبعدة. ففي الوقت الذي انتهجت فيه دول نظماً لسعر الصرف الثابت كالصين، هناك دول أخرى اعتمدت نظماً أكثر مرونة، نظراً لما تكفله النظم المرنة من حماية أفضل ضد الصدمات الخارجية وما تحققه من استقلالية أكبر في السياسة النقدية (صندوق النقد الدولي، ٢٠٠٦).

آثرت الدول سالفة الذكر التحرك نحو مرونة سعر الصرف بالاعتماد على ركيزتين اسميتين تحل محل سعر الصرف الثابت وهما سعر الصرف المرن واستهداف التضخم، وذلك بالتأكيد على أن استقرار الأسعار يأتي في طليعة أولوياتها في حالة حدوث تعارض بين الركيزتين. وأُعتبرت استراتيجية تحديد أهداف التضخم ركيزة اسمية لفترة طويلة بعد أن أثبتت فعاليتها بشكل كبير وتفوقت على منهج تحديد الأهداف النقدية (تحديد هدف الاحتياطي أو عرض النقود بمعناها الواسع أو احتياطيات البنوك)، وسار الأمر بوتيرة سريعة في التحول من استراتيجية تحديد الأهداف النقدية إلى استراتيجية استهداف التضخم، لاسيما عقب الأزمة المالية الآسيوية التي تأثر بها معظم دول العالم النامي.

ويعتبر تحديد ماهية التضخم الذي سيشتمل عليه المعدل المستهدف ضرورياً، أما الأسلوب الأمثل فلا يتم بالضرورة من خلال استهداف معدل التضخم في الرقم القياسي لأسعار المستهلكين بصورة ربع سنوية أو سنوية، وذلك لأنه في الاقتصادات المفتوحة، يؤثر سعر الصرف تأثيرا مباشرا على الرقم القياسي لأسعار المستهلكين عن طريق أسعار الواردات. وبما أن أسعار الصرف الاسمية تتذبذب استجابة للصدمات، فإن تثبيت معدل تضخم الرقم القياسي لأسعار المستهلكين في الأجل القصير قد ينتج عنه تقلبات بالغة في أسعار الفائدة والناتج. وبديل ذلك هو استهداف معدل التضخم في القطاع غير القابل للتجارة، والذي يتأثر بدرجة أقل بتحركات سعر الصرف (أندريا فيلاسكو، ٢٠٠٢).

اضطرت المكسيك في نهاية عام ١٩٩٤ والبرازيل في مطلع عام ١٩٩٩ إلى التخلي عن نظام ربط العمل المحلية بسلة من العملات الأجنبية إثر حدوث تحول مفاجئ في التدفقات الرأسمالية في ظل وجود حسابات رأسمالية مفتوحة، ولجأت إلى إفساح المجال أمام مرونة سعر الصرف في عملية تحول مسبقة التخطيط بعد انهيار العملات المحلية لتلك الدولتين.

كان اتجاه البرازيل إلى تعويم عملتها استجابة للأزمات التي مرت بها، إذ لم تستطع أسعار الصرف الثابتة السيطرة على معدلات التضخم. فعندما قامت البرازيل بتعويم الريال البرازيلي في يناير ١٩٩٩، كان هناك تنبؤات شديدة السلبية بشأن معدلات التضخم. كانت نسبة التخفيض مرتفعة، فقد بلغ سعر صرف الريال البرازيلي مقابل الدولار في مطلع العام ١.٢ ريال وارتفع إلى ١.٨١ بنسبة تغير ٥٦% عن العام السابق، وتراوحت توقعات معدل التضخم بين ٣٠% و٨٠% في عام ١٩٩٩. ولكن معدل التضخم المتوقع لم

يتحقق على الإطلاق، وارتفع الرقم القياسي لأسعار المستهلكين بنسبة ٩% فقط. ويعزو تأثير سعر الصرف على الأسعار بشكل محدود في البرازيل إلى عدة عوامل أهمها:

١- كبر دولة البرازيل وعدم انفتاحها بشكل كبير.

٢- كان سعر الصرف في البداية مرتفعاً، ومعدل نمو الناتج منخفضاً

٣- تبني نظام سعر صرف يستهدف معدل التضخم، وهو السبب الرئيسي وراء ذلك، بالإضافة إلى العمل على دعم الموارد المالية العامة والتي سبق وعانت من ضعف كبير.

وبذلك لم يكن لتخفيض قيمة العملة البرازيلية آثاراً انكماشية على الأقل في المدى المتوسط والطويل كما جاء في دراسة Goldfajn & Olivares (2001)، وهو خلاف ما حدث في المكسيك عقب أزمتها عام ١٩٩٤، حيث كان التخلي عن نظام الربط مصحوباً بضعف مالي وأزمة حقيقية في القطاع المصرفي.
والجدول التالي يشير إلى تطور تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر الوافدة إلى البرازيل وأسعار الصرف التي سادت في الفترة ١٩٩٥- ٢٠١٥.

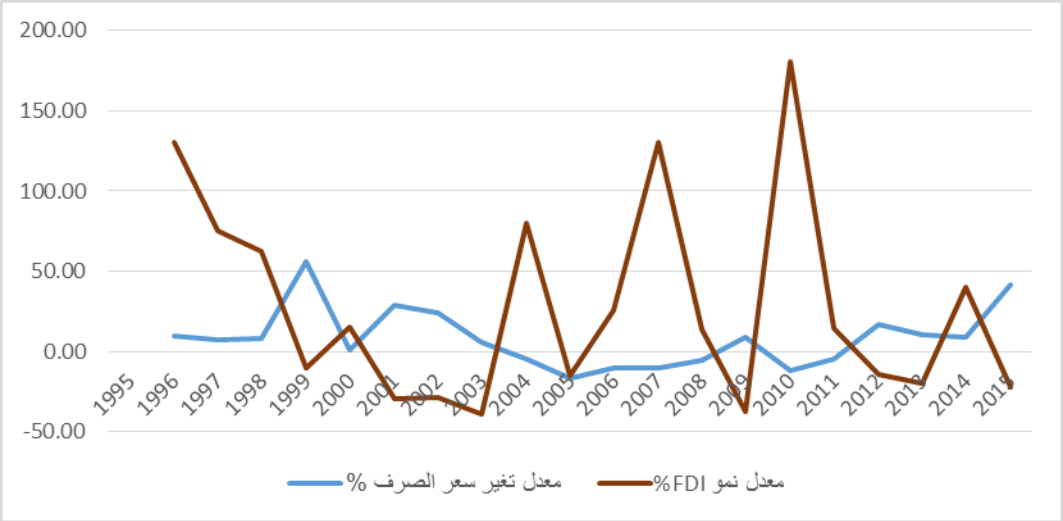
جدول رقم (٣-٣): تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر إلى البرازيل وأسعار الصرف في الفترة (١٩٩٥-٢٠١٥)*

Year	سعر الصرف الرسمي /دولار	معدل تغير سعر الصرف %	الاستثمار الأجنبي المباشر الفعلي (بليون دولار)	معدل نمو FDI%
1995	0.92		4.86	
1996	1.01	9.53	11.20	130.50
1997	1.08	7.25	19.65	75.45
1998	1.16	7.66	31.91	62.41
1999	1.81	56.30	28.58	-10.46
2000	1.83	0.85	32.99	15.46
2001	2.35	28.44	23.23	-29.61
2002	2.92	24.29	16.59	-28.59
2003	3.08	5.38	10.12	-38.97
2004	2.93	-4.95	18.18	79.60
2005	2.43	-16.78	15.46	-14.97
2006	2.18	-10.64	19.38	25.34
2007	1.95	-10.49	44.58	130.05
2008	1.83	-5.82	50.72	13.77
2009	2.00	9.03	31.48	-37.93
2010	1.76	-12.01	88.45	180.97
2011	1.67	-4.91	101.16	14.36
2012	1.95	16.75	86.61	-14.38
2013	2.16	10.39	69.18	-20.12
2014	2.35	9.13	96.89	40.06
2015	3.33	41.39	75.07	-22.52

Source: **IMF, IFS database.**

*معدلات التغير تم حسابها بمعرفة الباحث.

شكل رقم (٣-٢): معدلات تغير تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر إلى البرازيل وسعر الصرف في الفترة ١٩٩٥-٢٠١٥



المصدر: جدول رقم (٣-٣).

تشير دراسات سابقة إلى أن تقلبات أسعار الصرف في دول أمريكا اللاتينية لم يكن لها تأثيراً مباشراً على تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر، ذلك أن التغيرات الحادة التي يوضحها الشكل رقم (٣-٢) في تلك التدفقات لابد وأن لها دوافع وأسباب أخرى، لعل أهمها هو اختلاف مرونة الإنتاج من فترة لأخرى تبعاً للأزمات المالية المحلية والعالمية التي تأثرت بها البرازيل. فالمستثمر الأجنبي يبحث دائماً عن الدول التي تتمتع بمرونة إنتاج عالية، ويتجه إلى الأسواق التي تستطيع امتصاص الصدمات. وقد عانت البرازيل شأنها كغيرها من دول أمريكا اللاتينية من ارتفاع تكاليف الإغراق في الفترات التي حدث بها أزمات مالية وعدم استقرار سياسي، وهو ما كان له تأثير سلبي كبير على تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر (Bianco, S. and To Loan, N., 2017).

ولمعرفة اتجاه تلك التدفقات وأنماطها في دول أمريكا اللاتينية، قامت دراسة (Rugman & Verbeke, 2001) بتصنيف الاستثمار الأجنبي المباشر في ٤ مجموعات منا سبقت الإشارة إلى نفس التصنيف فى الفصل الأول:

١- الاستثمار الأجنبي المباشر الموجه نحو الموارد resource-seeking FDI: والذي يكون عندما يستهدف رأس المال الأجنبي دولاً بعينها لتمتعها بميزة نسبية في وفرة الموارد الطبيعية أو لمزايا الموقع الجغرافي.

٢- الاستثمار الأجنبي المباشر الموجه نحو السوق market-seeking FDI: والذي يهدف لخدمة السوق المحلية في البلد المضيف بما ينتجه المستثمر الأجنبي في نفس البلد.

٣- الاستثمار الأجنبي المباشر الساعي لتحقيق الكفاءة efficiency-seeking FDI: ويقوم أساساً على اعتبارات الكفاءة في التخصص وتقسيم العمل التي يستهدفها المستثمر الأجنبي في عمله.

٤- الاستثمار الأجنبي المباشر الموجه نحو أصل استراتيجي strategic asset-seeking FDI: وهو القائم على أساس التكامل بين الأصول الموجودة في البلد المضيف والتي يستهدف المستثمر الأجنبي السيطرة عليها.

وتختلف هذه الأنماط من التدفقات الأجنبية من دولة لأخرى داخل أمريكا اللاتينية، فمثلاً في فترة التسعينيات كان النوع الثالث الموجه نحو تحقيق الكفاءة هو السائد في المكسيك ومنطقة البحر الكاريبي خاصة في قطاع الصناعات التحويلية، حيث يتم إنتاج السلع التي تصدر للولايات المتحدة الأمريكية. أما الاستثمار الأجنبي الساعي للبحث عن الموارد الطبيعية فقد كان سائداً في البرازيل وبعض بلدان منطقة البحر الكاريبي. وأظهرت البرازيل في ذلك نمطاً أكثر تنوعاً، باعتبارها اقتصاد كبير ومغلق نسبياً، في ظل وجود قطاع تصنيع كبير ينتج للسوق المحلية، ولم يتغير هذا النمط تغيراً كبيراً في الأعوام الأخيرة (Bianco, S. and To Loan, N., 2017).

بشكل عام، يمكن القول بأن الاستثمارات الأجنبية المباشرة الوافدة لدول أمريكا الجنوبية كانت مزيجاً من أنشطة البحث عن المواد الخام والبحث عن الأسواق. ويعزى نمط البحث عن المواد الخام إلى ارتفاع أسعار السلع الأساسية وبجانب ذلك وفرة الموارد الطبيعية في هذه المنطقة دون غيرها، وهو ما جعل منها دولاً مصدرة للنفط والغاز والفحم. ووفقاً لتقرير اللجنة الاقتصادية لأمريكا اللاتينية ومنطقة البحر الكاريبي ECLAC عن الاستثمار الأجنبي المباشر، فإن نحو ٤٣% من تلك الاستثمارات في عام ٢٠١٢ تركزت في البحث عن الموارد الطبيعية، وهو ما يؤكد أن الاستثمار الأجنبي المباشر الوافد لدول أمريكا اللاتينية قائم بالأساس على وفرة المواد الخام، وأن الصناعات المرتبطة بتلك الموارد هي التي تجذب رأس المال الأجنبي، لاسيما في ظل وفرة العمالة وتحقيق معدلات نمو جيدة أدت لزيادة حجم الطبقة الوسطى، خاصة في البرازيل وشيلي.

وأظهرت دراسات سابقة أن تقلبات أسعار الصرف في تلك الدول ارتبطت بتدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر ارتباطاً سلبياً، ولكن لم يكن التأثير كبيراً، بمعنى أن تقلبات سعر الصرف تؤدي فقط إلى تأخير دخول الشركات متعددة الجنسية، ولا تسهم في تقليل حجم الاستثمارات الوافدة بشكل واضح. وحققت شيلي في ذلك نجاحاً أكبر، إذ استطاعت السيطرة على التدفقات قصيرة الأجل، ذلك أنها اشترطت إيداع جزء من الأموال الأجنبية في حساب لا يعطي أي عائد لمدة عام. وفسر نجاح شيلي في ذلك بتجنبها الأزمة عند انفجار الأزمة المكسيكية من خلال تصميم نظام يقيد من تدفقات رؤوس الأموال قصيرة الأجل (Bianco, S. and To Loan, N., 2017).

هذه الاستثمارات الأجنبية تستهدف أيضاً تصدير المنتجات لدولها ولا تستهدف الأسواق المضيفة بشكل كبير. في هذه الحالة، فإن تقلب أسعار الصرف يمكن أن يتسبب في تخفيض ربحية الاستثمار الأجنبي المباشر وقد يقلل من قدرة تلك الشركات على التصدير. لذلك لا يمكن إنكار حقيقة أن استقرار سعر الصرف يعزز تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر.

فيما يتعلق بدور سعر الصرف في التأثير على جذب الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة (استثمارات الحافظة) في دول أمريكا اللاتينية وبالتحديد في البرازيل، فتشير الدلائل التجريبية في دراسات سابقة إلى وجود علاقة معنوية بين سعر الصرف والاستثمار في سوق الأوراق المالية في الاقتصاد البرازيلي، حيث توصلت دراسة لـ Benjamin M. (2006) إلى أن انخفاض قيمة العملة المحلية يشكل عاملاً جاذباً للاستثمار الأجنبي في سوق الأوراق المالية. وبتطبيق اختبارات السببية اللاخطية Nonlinear Causality Tests، لم تظهر علاقة طويلة الأجل بين سعر الصرف الإسمي وسوق الأوراق المالية في الاقتصاد البرازيلي، وهو ما يختلف مع دراسات دول أخرى. ولكن وجدت علاقة سببية من سعر الصرف إلى أسعار الأسهم، وهو ما يتفق مع الواقع. ويمكن استخدام العلاقة بين العائد على السهم وتحركات سعر الصرف في تقييد المحافظ المالية ضد تحركات العملة، وهو ما حدث في البرازيل في الفترة ١٩٩٤-٢٠٠٢، حيث استطاعت البرازيل في ظل التقلبات الكبيرة للعملة في هذه الفترة ومن خلال اتباع سياسة فعالة في إدارة المحافظ أن تستخدم العلاقة بين عوائد الأسهم وتقلبات سعر الصرف في التحوط للمحافظ المالية ضد تقلبات سعر صرف العملة.

الخلاصة:

- اختص هذا الفصل من الدراسة بعرض أهم التجارب الدولية فى جذب الاستثمار الأجنبي المباشر من خلال تأثره بتقلبات أسعار الصرف والنظم المختلفة التي اتبعتها دول نامية كالصين وبعض دول أمريكا اللاتينية كالبرازيل باعتبارهما نموذجين مختلفين في سياسة سعر الصرف المتبعة ما بين التثبيت والمرونة. وهناك العديد من الدروس والفوائد المختلفة التي تترتب على اعتماد النظامين، فليس هناك نظام واحد يناسب جميع الدول في كل الظروف، وعلى الدول تقدير التكاليف والمزايا المترتبة على كل نظام في ضوء الاستعداد الاقتصادي والمؤسسي.
- تشير ترتيبات سعر الصرف في الدول الأعضاء في صندوق النقد الدولي إلى تحرك الدول من ترتيبات أكثر استقراراً إلى أخرى تعتمد على تعويم سعر صرف العملة المحلية مقابل العملات الأجنبية سواء كان ذلك التعويم مداراً managed floating أو حراً free floating، وهو ما يشير ضمنياً إلى اتجاه متزايد نحو عدم اليقين تجاه الظروف المالية والاقتصادية حول العالم، ما أدى إلى تطبيق سياسات وترتيبات أكثر مرونة. بالإضافة إلى أن قوة العملات الأجنبية في الاقتصادات المتقدمة – والذي اقترن

بانخفاض في أسعار السلع الأساسية – وضع أسعار صرف العملات في الاقتصادات الناشئة تحت ضغط جعلها تلجأ لسياسات التعويم.

- ركزت الدراسة على دول مثل الصين وبعض دول أمريكا اللاتينية، باعتبار أن تلك الدول مرت بأزمات اقتصادية، أعقبها فترات تحول اقتصادي Economic Transition، وبينت الدراسات أن سياسة سعر الصرف التي اتبعتها حكومات تلك الدول كان لها دور في تفسير سلوك الاستثمارات الأجنبية (مباشرة وغير مباشرة) الوافدة للدول المذكورة وجذب حصة كبيرة من تدفقات الاستثمار العالمي في الوقت الذي فشلت فيه دول أخرى.
- تشير الإحصاءات إلى ارتفاع معدل تدفق الاستثمارات الأجنبية المباشرة إلى الصين خلال العقود الثلاثة الماضية، وذلك في نفس الوقت الذي شهدت فيه نظم سعر صرف مختلفة. لكن تشير الدراسات والبيانات إلى أن الطفرات الكبيرة التي حدثت في معدل تغير تلك الاستثمارات لم تكن بسبب تغيرات كبيرة في سعر الصرف، وإنما بفعل عوامل أخرى منها كفاءة رأس المال البشري في الصين باعتبارها دولة كثيفة العمالة مما كان سبباً في حفز العمل بالصناعات والخدمات وجذب رأس المال الأجنبي إليها، وكذا درجة الانفتاح التجاري واتباع سياسات محفزة للتصدير.
- أثرت دول أخرى مثل بعض دول أمريكا اللاتينية (كالبرازيل، المكسيك وشيلي) التحرك نحو تبنى نظام مرونة سعر الصرف بالاعتماد على ركيزتين اسميتين تحل محل سعر الصرف الثابت وهما سعر الصرف المرن واستهداف التضخم، وذلك بالتأكيد على أن استقرار الأسعار يأتي في طليعة أولوياتها في حالة حدوث تعارض بين الركيزتين. وأُعتبرت استراتيجية تحديد أهداف التضخم ركيزة اسمية لفترة طويلة بعد أن أثبتت فعاليتها بشكل كبير وتفوقت على منهج تحديد الأهداف النقدية (تحديد هدف الاحتياطي أو عرض النقود بمعناها الواسع أو احتياطيات البنوك)، وسار الأمر بوتيرة سريعة في التحول من استراتيجية تحديد الأهداف النقدية إلى استراتيجية استهداف التضخم، لاسيما عقب الأزمة المالية الآسيوية التي تأثر بها معظم دول العالم النامي.
- تشير الدراسات إلى أن تقلبات أسعار الصرف في دول أمريكا اللاتينية لم يكن لها تأثيراً مباشراً على تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر، ذلك أن التغيرات الحادة في تلك التدفقات لابد وأن لها دوافع وأسباب أخرى، لعل أهمها هو اختلاف مرونة الإنتاج من فترة لأخرى تبعاً للأزمات المالية المحلية والعالمية التي تأثرت بها البرازيل. فالمستثمر الأجنبي يبحث دائماً عن الدول التي تتمتع بمرونة إنتاج عالية، ويتجه إلى الأسواق التي تستطيع امتصاص الصدمات. وقد عانت البرازيل شأنها كغيرها من دول أمريكا اللاتينية من ارتفاع تكاليف الإغراق في الفترات التي حدث بها أزمات مالية وعدم استقرار سياسي، وهو ما كان له تأثير سلبي كبير على تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر.

- إن تقلبات أسعار الصرف في دول أمريكا اللاتينية قد ارتبطت بتدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر ارتباطاً سلبياً، ولكن لم يكن التأثير كبيراً، بمعنى أن تقلبات سعر الصرف تؤدي فقط إلى تأخير دخول الشركات متعددة الجنسية، ولا تسهم في تقليل حجم الاستثمارات الوافدة بشكل واضح.
- فيما يتعلق بتأثير تقلبات سعر الصرف على جذب الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة، وفي ظل محدودية الدراسات التي تناولت تأثير سياسة سعر الصرف المتبعة على جذب الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة، فقد اتفقت الدراسات التي تناولت الوضع في كل من الصين ودول أمريكا اللاتينية، إذ جاءت النتائج مؤكدة لنتيجة مفادها أن ارتفاع سعر الصرف للعملة الأجنبية في البلد المضيف يشكل عامل جذب للاستثمار الأجنبي في سوق الأوراق المالية بسبب انخفاض قيمة العملة المحلية، وهو ما يدفع المستثمر الأجنبي للاستثمار في الحافظة وتحقيق أرباح مرتفعة. ولكن هذه النتائج لا تؤخذ على إطلاقها، وتذهب تلك الاقتصادات لاتباع إجراءات وقائية تمنع حدوث تقلبات حادة في سعر الصرف والتي قد تؤدي بشكل كبير إلى هروب رأس المال الأجنبي للخارج.
- وبعد أن انتهينا من قراءة الدورس المستقاه من بعض التجارب الدولية قد يكون من المفيد استطلاع تأثير تغيرات سعر صرف الجنيه المصرى على جذب الاستثمارات الأجنبية سواء المباشرة وغير المباشرة (من خلال سوق الأوراق المالية) إلى مصر باستخدام منهجية قياسية كمية فى الفصلين الرابع والخامس من الدراسة الحالية.

الفصل الرابع

أثر تغير سعر صرف الجنيه المصرى على تدفقات الاستثمارات الأجنبية المباشرة إلى مصر خلال الفترة (١٩٩١-٢٠١٦)*

تمهيد

تسعى مختلف دول العالم والدول النامية بصفة خاصة إلى جذب المزيد من الاستثمار الأجنبى المباشر للمساهمة فى تمويل مشروعاتها التنموية (نتيجة لضعف مصادر التمويل المحلية)، لما له من آثار أيجابية على عملية التنمية الاقتصادية من خلال زيادة القدرات الإنتاجية لاقتصاد الدولة المضيفة، ونقل وتوطين التكنولوجيا الحديثة وزيادة فرص العمل وتحسين مستويات المعيشة. وغالباً ما يبحث الاستثمار الأجنبي المباشر عن البيئة التي تتوافر فيها الموارد الطبيعية والبشرية المناسبة لنجاح العمليات الإنتاجية بهدف تحقيق أقصى ربح ممكن، ولذلك فهو ينتقل إلى الدول المضيفة التى يتوافر بها مناخ الاستثمار الملائم الذى يحقق فيه أكبر عائد صافي بعد تغطية كافة التكاليف. وانطلاقاً من الأهمية القصوى للاستثمار الأجنبي المباشر، فقد تزايد اهتمام صانع القرار فى مصر بجذب المزيد من هذه الاستثمارات، لتحقيق الأهداف التنموية للدولة.

ويستهدف هذا الفصل قياس وزن تأثير المتغيرات الرئيسية (ومن ضمنها سعر صرف الجنيه المصرى) المؤثرة على تدفق الاستثمار الأجنبى المباشر إلى مصر خلال النطاق الزمنى المقترح (١٩٩١-٢٠١٦) فى الأجلين القصير والطويل.

ولبلوغ الهدف المبين سيتم تقسيم الفصل إلى ثلاثة أقسام رئيسية، حيث يتعرض **القسم الأول:** لأهم الدراسات التطبيقية السابقة فى هذا المجال، بهدف استكشاف أهم المتغيرات المفسرة لتدفق الاستثمارات الأجنبية المباشرة، وكذلك المنهجية وطرق التقدير التى استخدمتها تلك الدراسات. **ويهتم القسم الثانى** بالتحليل الوصفى لسلوك سعر صرف الجنيه المصرى والاستثمارات الأجنبية المباشرة الواردة إلى مصر خلال الفترة محل الدراسة. أما **القسم الثالث والأخير** فيتعرض لقياس العلاقة بين سعر صرف الجنيه المصرى والاستثمارات الأجنبية المباشرة الواردة إلى مصر خلال النطاق الزمنى المقترح، وذلك إستناداً إلي صياغة وتطبيق **نموذج "الإنحدار الذاتى للفجوات الزمنية الموزعة"** "Autoregressive Distributed lags Model (ARDL)" الذى يعتمد على أسلوب تحليل السلاسل الزمنية فى إطار منهج الحدود (Bounds Testing Approach).

* قام بإعداد هذا الفصل: د/ أحمد رشاد الشربينى، مدرس بمركز العلاقات الاقتصادية الدولية – معهد التخطيط القومى.

(٤-١) الدراسات التطبيقية السابقة فى مجال الدراسة

تم الإطلاع على عدد من الدراسات التطبيقية السابقة التى استهدفت قياس محددات الاستثمار الأجنبى المباشر، وسيما سعر الصرف، بهدف استكشاف أهم المتغيرات المفسرة لتدفق الاستثمار الأجنبي المباشر، وكذلك المنهجية وطرق التقدير التى استخدمتها تلك الدراسات، **وفيما يلى أهم هذه الدراسات:**

استخدمت دراسة [1] **(Murtala Zakari, 2017)**، نموذج إنحدار متعدد، وكذلك تحليل الإرتباط Correlation Analysis، واعتمدت على بيانات سنوية للفترة (١٩٩٠- ٢٠١٥) لأهم المتغيرات المؤثرة على تدفق الاستثمار الأجنبى المباشر **لدولة نيجيريا** مثل: سعر الصرف الاسمي للعملة المحلية، ومعدل النمو فى الناتج المحلى الإجمالى الحقيقى. **وخلصت الدراسة** إلى وجود علاقة معنوية قوية وموجبة بين هذين المتغيرين وتدفق الاستثمار الأجنبى المباشر.

وفى نفس السياق استخدمت دراسة [2] **(Dharmendra Dhakal, et al, 2010)**، نموذج Co-integration and Error Correction Model (ECM)، يعتمد علي اسلوب البيانات التتبعية Panel Data وتوفير بيانات سنوية للفترة (١٩٨٢ - ٢٠٠٥) لأهم المتغيرات المؤثرة على تدفق الاستثمار الأجنبى المباشر **لدول شرق آسيا** (٦ دول)، وتمثلت هذه المتغيرات فى كل من سعر الصرف الحقيقى للعملة المحلية لتلك الدول، والناتج المحلى الإجمالى الحقيقى ورصيد ميزان المعاملات الجارية، ودرجة الانفتاح التجارى. **وخلصت الدراسة** إلى ارتفاع معنوية كل من سعر الصرف الحقيقى (بإشارة سالبة) والناتج المحلى الإجمالى الحقيقى (بإشارة موجبة)، وعدم معنوية باقى المتغيررات المستخدمة.

كما توصلت **(Jin, W., & Zang, Q, 2013)**:[3] ، بالاعتماد على نفس المنهجية المستخدمة فى الدراسة السابقة مباشرة، وتوفير بيانات شهرية للفترة (يناير ١٩٩٧- سبتمبر ٢٠١٢) لعدد من المتغيرات المؤثرة على تدفق الاستثمار الأجنبى المباشر **إلى الصين** والمتمثلة فى سعر الصرف الحقيقى الفعال لليوان الصينى، والناتج المحلى الإجمالى الحقيقى للتعبير عن حجم السوق، والأجور للتعبير عن تكلفة العمل. **وكانت أبرز النتائج** ارتفاع معنوية كل من سعر الصرف الفعال (بإشارة سالبة)، ومتغير حجم

---

[1] Murtala Zakari, (2017), The Impact of Exchange Rate Fluctuations on Foreign Direct Investment in Nigeria. Journal of Finance and Accounting.Vol. 5, No. 4, July, pp. 165-170. Available at: http://article.sciencepublishinggroup.com/pdf/10.11648.j.jfa.20170504.17.pdf

[2] Dharmendra Dhakal et al, (2010), Exchange Rate Volatility and Foreign Direct Investment: Evidence From East Asian Countries, International Business & Economics Research Journal, Volume 9, Number 7, July.

[3] Jin, W., & Zang, Q. (2013). Impact of change in exchange rate on foreign direct investment: evidence from China. Lingnan Journal of Banking, Finance and Economics, 4. Available at: http://commons.ln.edu.hk/cgi/viewcontent.cgi?article=1019&context=ljbfe

السوق (بإشارة موجبة)، والأجور الحقيقية (بإشارة موجبة). **فى حين استخدمت دراسة (Anthony Coleman and Kwame F, 2008)**[1]، نموذج قياسى يعتمد على أدوات تحليل السلاسل الزمنية ((ARCH and GARCH models)، اعتماداً على بيانات سنوية للفترة (١٩٧٠ . ٢٠٠٢) لعدد من المتغيرات المفسرة لتدفق الاستثمار الأجنبى المباشر إلى **دولة غانا** أهمها: سعر الصرف الحقيقى، ومتوسط نصيب الفرد من الناتج المحلى الإجمالى الحقيقى، ودرجة الانفتاح التجارى، وبيانات الاستثمار الاجنبى المباشر بفترة إبطاء سنة، ومتغير وهمى Dummy للتعبير عن مدى استقرار النظام السياسى. **وخلصت الدراسة** إلى ارتفاع معنوية جميع المتغيرات المستخدمة وبإشارة موجبة، باستثناء متغير سعر الصرف الحقيقى والمتغير الوهمى (بإشارة سالبة).

أما دراسة[2]**(Onyeiwu, Steve,2003)**، فاستخدمت نموذج قياسى يعتمد على Fixed effects panel regression، وكذلك طريقة Pooled OLS regression، واعتمدت على بيانات سنوية للفترة (١٩٧٥ – ١٩٩٩) لعدد من المتغيرات المفسرة لتدفق الاستثمار إلى **دول الشرق الأوسط وشمال أفريقيا** أهمها: العائد على الاستثمار، ودرجة انفتاح الاقتصاد، والبنية الأساسية، والفساد الحكومى والبيروقراطية، ورأس المال البشرى، ومعدل نمو الناتج المحلى الإجمالى الحقيقى، ومعدل التضخم، وبيانات الاستثمار الأجنبى المباشر بفترة إبطاء سنة. **وكانت أبرز النتائج:** ارتفاع معنوية المتغيرات المتمثلة فى العائد على الاستثمار، درجة انفتاح الاقتصاد، والبنية الأساسية، والفساد الحكومى والبيروقراطية، وبالإضافة إلى معدل النمو والتضخم فى التأثير على على تدفق الاستثمار الأجنبى المباشر إلى دول العينة. **واستخدمت دراسة**[3] **(Ancharaz, Vinaye Dey ,2003)**، نفس المنهجية المستخدمة فى الدراسة السابقة مباشرة، واعتمدت على بيانات سنوية للفترة (١٩٨٢ –١٩٩٥) للمتغيرات المؤثرة على تدفق الاستثمار الأجنبى المباشر إلى **عينة تتكون من ٨٤ دولة من أفريقيا جنوب الصحراء الكبرى وبعض الدول النامية الأخرى**، ومن أهم هذه المتغيرات: حجم الحكومة (نصيب الانفاق الحكومى من الناتج المحلى الإجمالى)،

---

[1] Anthony Kyereboah-Coleman and Kwame F. Agyire-Tettey, (2008) "Effect of exchange-rate volatility on foreign direct investment in Sub-Saharan Africa The case of Ghana", The Journal of Risk Finance, Vol. 9 Issue: 1, pp.52-70. Available at: https://doi.org/10.1108/15265940810842410.

[2] Onyeiwu, Steve (2003) "Analysis Of FDI To Developing Countries: Is the Mena Region Different?". Available at: http://www.erf.org.eg/tenthconf/Trade_Presented/Steve_Onyeiwu.pdf

[3] Ancharaz, Vinaye Dey (2003), "The Determinants Of Foreign Direct Investment In A comparative Perspective: Is there a bias against Sub-Saharan Africa?". Available at: https://www.researchgate.net/publication/264869145_The_Determinants_of_Foreign_Direct_Investment_in_a_Comparative_Perspective_Is_there_a_Bias_against_Sub-Saharan_Africa_1

ومعدل خدمة الدين، ودرجة انفتاح الاقتصاد، والبنية الأساسية، ومتوسط نصيب الفرد من الناتج المحلى الإجمالى الحقيقى، ومعدل الاستثمار (نصيب الاستثمار المحلى من الناتج المحلى الإجمالى الحقيقى). **وخلصت إلى** أن معظم المتغيرات المفسرة كانت معنوية احصائياً فى دول أفريقيا جنوب الصحراء بدرجة أكبر من الدول النامية الأخرى عينة الدراسة، وأن مخاطر التمويل وعدم استقرار السياسات من أهم العوامل المؤثرة سلباً على تدفقات الاستثمارات الأجنبية المباشرة إلى دول العينة. وذهبت دراسة [1] **(Kinoshita, Yuko and Kampus, F., Nauro ,2003)** إلى استخدام نموذج قياسى يعتمد على طريقة (GMM) بالإضافة إلى طريقة Fixed effects panel regress، واعتمدت على بيانات سنوية للفترة (١٩٩٠ . ١٩٩٨) للمتغيرات المؤثرة على تدفق الاستثمار الأجنبى المباشر إلى **عينة تتكون من ٢٥ دولة** تمر بمرحلة انتقالية، ومن أهم هذه المتغيرات: درجة انفتاح الاقتصاد، والبنية الأساسية، ومتوسط نصيب الفرد من الناتج المحلى الإجمالى الحقيقى، ومعدل الأجور الإسمية، ومعدل التضخم، ومتغير وهمى للتعبير عن البيئة المؤسسية وسيادة القانون. **وخلصت إلى** ارتفاع معنوية كل من درجة الانفتاح الاقتصادى والبنية التحتية والبيئة المؤسسية وسيادة القانون (وبإشارة موجبة)، وعدم معنوية كل من المتغير المعبر عن حجم السوق ومعدل الأجور الإسمية.

ويتبين مما سبق أن الدراسات السابقة التى استخدمت نماذج قياسية تعتمد على أدوات تحليل السلاسل الزمنية، مثل دراسة (Anthony Coleman and Kwame F., 2008, Jin, W, Zang, Q, 2013 and Murtala Zakari, 2017). تتسم بظهور مشكلة عدم التأكد التى عادة ما تظهر بشأن خصائص السلاسل الزمنية واستقرارها، كما إنها تشترط كبر حجم العينة للحصول على تقديرات دقيقة، ولا تأخذ فى الاعتبار فترات الإبطاء Time Lags لمتغيرات النموذج للحصول على أفضل نتائج للمعلمات فى الأجلين القصير والطويل. **لذا سيتم استخدام نموذج "الإنحدار الذاتى للفجوات الزمنية الموزعة" (ARDL)** الذى يعتمد على أسلوب تحليل السلاسل الزمنية فى إطار منهج الحدود (Bounds Testing Approach)، وهذا النموذج يتغلب على المشكلات التى تواجه تقدير النماذج السابقة ويأخذ فى الاعتبار عدداً كافياً من فترات الإبطاء Time Lags للحصول على أفضل نتائج للمعلمات فى الأجلين القصير والطويل.

[1] Kinoshita, Yuko and Kampus, F., Nauro (2003) "Why Does Foreign Direct Investment Go Where it Goes? New Evidence from the Transition Economies", IMF Working Paper Number wp/03/288. Available at: http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2003/wp03228.pdf

(٤-٢) التحليل الوصفى لسلوك سعر صرف الجنيه المصرى والاستثمار الأجنبى المباشر الوارد إلى مصر خلال الفترة (١٩٩١-٢٠١٦)

يهتم هذا الجزء بتتبع التغيرات في سياسات أسعار الصرف لتفسير التغير في قيم هذه الأسعار، وكذلك التغيرات في قيم الاستثمار الأجنبى المباشر الوافد إلي مصر، وذلك لتبيان العلاقة بينهما (من الناحية النظرية) تاركين قياس هذه العلاقة في القسم التالى من هذا الفصل.

(٤-٢-١) الفترة (١٩٩١-٢٠٠٠)

مع بداية سياسة الإصلاح الاقتصادي في عام ١٩٩١ تم التحول من سياسة تعدد أسعار الصرف التي اتبعتها مصر طوال فترة الثمانينات إلى نظام موحد لسعر الصرف وذلك على مرحلتين، حيث تم في ٢٧ فبراير ١٩٩١ إنشاء السوق الأولية للنقد الأجنبي لتحل محل مجمع البنك المركزي، والسوق الحرة للنقد الأجنبي لتحل محل السوق المصرفية الحرة للنقد الأجنبي، وفي ٨ أكتوبر ١٩٩١ أدمجت السوق الأولية في السوق الحرة للنقد الأجنبي، بحيث أصبح هناك سوق واحدة هي" السوق الحرة للنقد الأجنبي " عند سعر ٣.٣ جنيهاً للدولار.[١]

ومن ثم أصبحت كافة معاملات النقد الأجنبي تتم في إطار سوق حرة واحدة حيث تبنت مصر رسمياً " نظام التعويم المدار " وعلي أساس من ربط لقيمة الجنيه المصري الخارجية بالدولار[٢].

وجاء هذا التغيير في نظام سعر الصرف في إطار برنامج اقتصادي تم من خلاله التحول من نظام قائم على سيطرة شبه كاملة للقطاع العام إلى نظام الاقتصاد الحر الذي منح القطاع الخاص الأسبقية في قيادة مسيرة التنمية الاقتصادية، وقد واكب ذلك إصدار العديد من القوانين التي مهدت بدورها البيئة التشريعية المناسبة لعملية التحول الاقتصادي[٣].

---

[١] رانيا عبد الحليم رضا عبد العال،(٢٠٠٤)، " أثر سياسات سعر الصرف علي قيمة الجنيه المصري "، رسالة ماجستير، مقدمة لكلية التجارة، جامعة عين شمس، ص ٢١٠.

[2] IMF,(1999), Exchange Rate Arrangement and Currency Convertibility Development and Issues, p30.

٣ لعل أهم تلك القوانين القانون رقم ٢٠٣ لسنة ١٩٩١ م بشأن قطاع الأعمال العام ، والقانون رقم ٣٧ لسنة ١٩٩٢ بشأن تعديل بعض أحكام قانون البنوك والائتمان ، والقانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ بشأن تنظيم سوق رأس المال ، والقانون رقم ٣٨ لسنة ١٩٩٤ والخاص بتنظيم التعامل بالنقد الأجنبي والذي كان من أبرز مواده السماح للجهات الحكومية والهيئات العامة ووحدات وشركات القطاع العام الاحتفاظ بما يؤول إليها من النقد الأجنبي ،كما ألغي الالتزام باسترداد حصيلة التصدير السلعي والدخل من السياحة والتنازل عنها مقابل العملة المحلية وفق القواعد المعمول بها.

وقد اتسم سعر صرف الجنيه المصري خلال الجانب الأكبر من فترة التسعينات بوجه عام بالاستقرار، حيث تراوح ما بين ٣٣٣ قرشاً للدولار عام ١٩٩١ إلى ٣٣٩ قرشا عام ١٩٩٩، أي أن نسبة الهامش الذي تحرك فيه الدولار لم يتعد ١.٨ % خلال ما يقرب من ٨ سنوات[١].

بحيث أصبح من الواضح أن النظام الفعلي المطبق لسعر الصرف في مصر خلال فترة التسعينات هو نظام أقرب إلى التثبيت وليس نظام التعويم المدار[٢]. غير أنه حدث تحول عن هذا الاتجاه في منتصف عام ٢٠٠٠ وكرد فعل لما حدث من تغيرات في الظروف المحلية والدولية، تحولت فلسفة مصر منذ شهر يونيو ٢٠٠٠ نحو نوع من نظام سعر الصرف المرن، سمح بموجبه للبنوك أن تحدد السعر بحرية أكبر عن ذي قبل مع استخدام جزء من الاحتياطيات في الأوقات اللازمة للحفاظ على ذلك السعر[٣].

أما عن تدفق الاستثمار الأجنبى المباشر إلى مصر خلال هذه الفترة، فيلاحظ أنه مع استقرار سعر صرف الجنيه عند حوالى٠.٣٠ دولار (٣٣٧ قرشاً للدولار) فى المتوسط خلال فترة التسعينات، لوحظ أن هناك ارتفاعاً متواصلاً فى تدفق الاستثمار الأجنبى المباشر الوارد إلى مصر خلال تلك الفترة باستثناء

---

[١] تجدر الإشارة إلى أن هناك مجموعة من العوامل قد ساعدت على استقرار سعر الصرف خلال تلك الفترة في مقدمتها اقتران تحرير سعر الصرف بتحرير سعر الفائدة على الجنيه المصري مما أدى إلى وجود فجوة إيجابية كبيرة في صالح أسعار الفائدة على العملة المحلية، ساعد على تحقيق تدفق متزايد من موارد النقد الأجنبي إلى مصر، فقد اقتصر العائد على الدولار الأمريكي في مطلع عام ١٩٩٢ على نحو ٣.٥% ، في حين سجل العائد على الجنيه المصري في ذات الفترة نحو ١٧% ، مما شجع على التنازل عن النقد الأجنبي والتحول من الإدخار بالعملات الأجنبية إلى الإدخار بالجنيه المصري، وكذا تزايدت إحتياطيات البنك المركزي من النقد الأجنبي بصورة غير مسبوقة من قبل ، حيث ارتفعت من نحو ١.٦ مليار دولار فقط عام ١٩٩٠/٨٩ تغطى نحو شهر واحد من الواردات لتصل ذروتها عام ١٩٩٨ لتبلغ نحو ٢٠.١ مليار تغطى ما يقرب ١٤.٣ شهرا من الواردات في ذلك الحين ، وحرص البنك المركزي على التدخل في سوق الصرف الأجنبي شراء أو بيعا (وفقا لمقتضيات الحال) بما يكفل استمرارية استقرار سعر صرف الجنيه المصري في مواجهة الدولار. **لمزيد من التفصيل أنظر:**

– أحمد رشاد الشربينى، (٢٠٠٨)، أثر تغير سعر صرف الجنيه المصرى على أداء القطاع السياحى فى مصر: دراسة تطبيقية، رسالة ماجستير، قسم الاقتصاد، كلية التجارة، جامعة عين شمس، ص ص ٧٩-٨٠.

[٢] أشار تقرير لصندوق النقد الدولى أنه بالرغم من أن النظام الرسمي المعلن لسعر الصرف في مصر خلال فترة التسعينات هو التعويم المدار إلا أن النظام المطبق بالفعل كان نظام سعر الصرف المثبت، معني ذلك أن مصر كان لديها نظام سعر صرف ثابت منذ أكتوبر ١٩٩١ وحتى شهر يوليو ٢٠٠٠ مع استخدام سعر الصرف كمحور إرتكاز إسمي لتدعيم جهود التثبيت الاقتصادي وكوسيلة لتنفيذ إستراتيجية تخفيض معدل التضخم التي انتهجتها مصر خلال التسعينات. وتماثل هذه النتيجة ما يسميه صندوق النقد الدولي " نظام ربط ثابت تقليدي" والذي تربط فيه دولة ما عملتها (رسمياً أو بحكم الأمر الواقع) بسعر ثابت مقابل عملة رئيسية أو سلة عملات حيث يتذبذب سعر الصرف داخل نطاق ضيق مقداره ا% علي الأكثر. وبذلك فإن مصر كانت تعمل بموجب نظام ربط ثابت تقليدي في بداية عام١٩٩١، وتحولت إلي نظام ربط موجه منذ أكتوبر١٩٩١ . ١٩٩٧. وتلت هذه الفترة عودة مصر إلي نظام الربط الثابت التقليدي حتى يونيو ٢٠٠٠.) **لمزيد من التفصيل أنظر:**

– IMF,(1999), op.cit, p30.

[3] ECES,(2002), Monetary Policy & Exchange Rate Regimes option For the Middle East, Eliana Cardoso and Ahmed Galal, Editor.

الانخفاض الذى حدث فى عام ١٩٩٥، ومع الانخفاض الطفيف فى سعر صرف الجنيه من ٠.٢٩ دولار (٣٤١ قرشاً للدولار) عام ١٩٩٩ إلى ٠.٢٧دولار (٣٦٩ قرش للدولار) عام ٢٠٠٠، لوحظ ارتفاع قيمة الاستثمارات الأجنبية المباشرة إلى ١.٢ مليار عام ٢٠٠٠.

وتشير التغيرات القياسية إلى أن الرقم القياسى لسعر صرف الجنيه المصرى قد انخفض بنسبة ١٠% فى عام ٢٠٠٠ عن مستواه فى عام ١٩٩١، وفى المقابل زاد تدفق هذا الاستثمار بنسبة ٣٨٨% فوق مستواه فى عام ١٩٩١(على اعتبار أن عام ١٩٩١=١٠٠). أنظر الجدول رقم (٤-١) والشكل رقم (٤-١).

(٤-٢-٢) الفترة (٢٠٠١- ٢٠٠٣)

تبنت مصر في مطلع عام ٢٠٠١ سياسة التعويم المدار لتحديد سعر صرف الجنيه المصري مقابل الدولار الأمريكي وكذا العملات الأخرى على أساس متوسط أسعار التداول خلال الأسابيع الثلاثة السابقة مع تحديد هامش للتحرك بنسبة ١% صعوداً وهبوطاً طبقاً لأوضاع السوق، وتم رفعه في يوليو من نفس العام إلى ١.٥% لكل من الدولار الأمريكي والعملات العربية و ٢% للعملات الأخرى[١].

وقد شهدت تلك الفترة العديد من القرارات والإجراءات[٢]، بهدف تحقيق الانضباط في المعاملات، وبالرغم من هذا لم تؤت هذه الالية (التعويم المدار) بثمارها حيث تعرض سعر صرف الجنيه المصري للاهتزاز وعدم الثقة طوال عامى ٢٠٠١ و٢٠٠٢.

---

[1] Bassem Kamar, and Damyana Bakardzhieva,(2003), " Economic Trilemma and Exchange Rate Management in Egypt", Paper presented at the 10th Annual Conference of the Economic Research, Forum for the Arab countries, Iran and Turkey, December 16-18 ،p 2. Available at:

www.erf.org.eg/CMS/getFile.php?id=638

[٢] قرارات البنك المركزي المصري في أغسطس ٢٠٠١ التي رفعت السعر المركزي للدولار إلى ٤١٥ قرشاً مقابل ٣٩٠ قرشاً (في يوليو من نفس العام مع رفع هامش التغيير إلى ٣% بدلا من ١.٥% للتخلص من ظاهرة اكتناز الدولار أو محاولة استخدامه للمضاربة ، وفي أكتوبر ٢٠٠١ صدرت مجموعة أخري من الإجراءات تم بمقتضاها الاتفاق علي أهمية تحركات البنوك في سوق الصرف الأجنبي بهدف تحقيق الإنضباط في المعاملات وذلك عن طريق تحريك أسعار البيع والشراء وفقاً لمتغيرات السوق، والتأكيد علي حظر العمليات التي من شأنها المضاربة علي الجنيه المصري ، وكان من المفترض أن تسهم تلك الإجراءات في إعادة الإنضباط إلي السوق، خاصة وأن تحديد السعر المركزي وفقاً لهذه الإجراءات عند ٤١٥ قرشاً للدولار كان مرتفعاً (عن السعر المتداول والذي كان يتراوح بين ٤٠٥ و٤١٠ قرشاً للدولار) ، بالإضافة إلي رفع هامش التذبذب إلي ٣% ، وهو ما كان يجعل النظام أكثر مرونة وقدرة علي امتصاص الصدمات التي يمكن أن تتعرض لها العملة مستقبلاً وعلي الرغم من ذلك استمر زيادة الطلب علي الدولار الأمريكي من مصادر غير رسمية لأغراض الاستيراد والمضاربة ، خاصة مع زيادة الفارق بين سعر الصرف الرسمي وسعر الصرف في السوق السوداء.لمزيد من التفصيل أنظر:

- عبد الفتاح الجبالي، (٢٠٠٣)، الجنيه المصري من التثبيت إلي التحرير، مركز الدراسات السياسية والإستراتيجية، كراسات إستراتيجية، رقم١٢٤، ص ص ١١-١٢.
- رانيا عبد الحليم راضا عبد العال، (٢٠٠٤)، مرجع سبق ذكره، ص ص ٢٤٩ ، ٢٥٠.

وترتب على ما سبق استمرار انخفاض سعر صرف الجنيه المصري أمام الدولار الأمريكي خلال هذه الفترة من ٠.٢٧ دولار (٣٦٩ قرشاً للدولار) في عام ٢٠٠٠ إلي ٠.٢٢ دولار (٤٥٠ قرشاً للدولار) عام ٢٠٠٢، وكان من المفترض أن يؤدي ذلك إلي إرتفاع تدفق الاستثمار الأجنبى المباشر إلى مصر، إلا إنه حدث تدهور فى هذا التدفق، حيث انخفض من ١.٢ مليار دولار عام ٢٠٠٠ إلى حوالى ٦٤٧ مليون دولار فقط عام ٢٠٠٢.

وتشير التغيرات القياسية إلى أن الرقم القياسى لسعر صرف الجنيه المصرى قد انخفض بنسبة ١٦% فى عام ٢٠٠٢ عن مستواه فى عام ٢٠٠٠، وفى المقابل انخفض أيضاً تدفق الاستثمار المباشر بنسبة ٢٣٢% عن مستواه فى عام ٢٠٠٠ (على اعتبار أن عام ١٩٩١=١٠٠). أنظر الجدول رقم (٤-١) والشكل رقم (٤-١).

(٤-٢-٣) الفترة (٢٠٠٣- ٢٠١٥):

في ظل التدهور المستمر في سعر صرف الجنيه المصري والتشوهات العديدة في سوق الصرف الأجنبي[١]، حاولت الحكومة المصرية معالجة هذا الوضع فصدر **قرار رئيس الوزراء في ٢٩ يناير ٢٠٠٣ بتحرير التعامل بالنقد الأجنبي** شراءً وبيعاً في إطار السوق الحرة، وذلك بهدف الوصول لسعر صرف واقعي للجنيه المصري يعكس قوي السوق، وتشجيع الصادرات والحد من الواردات، مع قيام الجهاز المصرفي بدور فعال كقناة شرعية وقانونية في سوق الصرف الأجنبي بما يحقق الاستقرار النسبي في سعر الصرف، وإعادة التنظيم للأوضاع داخل السوق، التي كانت تتسم بالتعدد وسيطرة الوسطاء والسماسرة عليها، الأمر الذي جعلها لاتعكس حقيقتها، كما أصبحت السوق الرسمية هي الأساس وليس العكس[٢].

وتجدر الإشارة إلى أن نظام سعر الصرف المطبق فعلياً خلال الفترة (٢٠٠٣-٢٠١٥)، ليس التعويم الحر، حيث شهدت هذه الفترة تدخل من البنك المركزى المصرى لإدارة سوق الصرف الأجنبى من خلال تبنى أنظمة متباينة لسعر الصرف (ما بين نظام التعويم المدار دون تحديد مسبق لمسار سعر الصرف،

---

[١] تعرض سعر صرف الجنيه المصري للاهتزاز وعدم الثقة طيلة عام ٢٠٠٢ حتي وصل السعر المركزي إلي ٤٦٥ قرشاً للدولار في ديسمبر من نفس العام بينما بلغ ٥٣٥ قرشاً في السوق السوداء، ومع بداية عام ٢٠٠٣ واجه طالبي الدولار صعوبات كبيرة في الحصول عليه وعجزت البنوك في تلبية تلك الطلبات وزاد نشاط سماسرة النقد الأجنبي وارتفعت المضاربات علي الدولار وأخذ الهامش بين السعر المركزي لدي الجهاز المصرفي وأسعار السوق السوداء في الاتساع بشدة، وحدث تدهور مستمر في قيمة الجنيه المصري، وتدهورت الاحتياطيات النقدية وكان واضحاً أن معظم ما شهدته سوق الصرف من زيادة الطلب علي النقد الأجنبي لم يكن لأغراض التعامل التجاري وإنما كان لأغراض المضاربة. لمزيد من التفصيل أنظر:

- حسني محمد العيوطي، (٢٠٠٣)، سياسة سعر الصرف في مصر، المؤتمر السنوي الرابع، " تنمية الصادرات المصرية في ضوء المتغيرات الإقليمية والدولية"، جامعة الزقازيق، كلية التجارة (بنها)، ٢٢-٢٣، إبريل، ص ص ٧٩٥-٧٩٦.

٢ أحمد جلال، (٢٠٠٣)، ماذا بعد تحرير سعر الصرف، المركز المصري للدراسات الاقتصادية، ورقة عمل رقم ١٣، فبراير، ص١.

ونظام الربط الزاحف، ونظام الربط الثابت التقليدى، وترتيبات التثبيت Stabilization Arrangement)[1]، **وأن مصر قد اتبعت فعلياً نظام التعويم الحر بدءاً من نوفمبر ٢٠١٦ حتى الوقت الراهن.**

ويتبين بصفة عامة من الجدول رقم (٤-١)، أن سعر صرف الجنيه المصري أمام الدولار الأمريكي قد استمر فى الانخفاض خلال الفترة (٢٠٠٣-٢٠١٥)، حيث انخفض من ٠.١٦ دولار (٦١٥ قرشاً للدولار) عام ٢٠٠٣، إلى ٠.١٣ دولار (٧٨١ قرشاً للدولار) عام ٢٠١٥، ولوحظ أن هناك ارتفاعاً فى تدفق الاستثمار المباشر من ٢٣٧ مليون دولار عام ٢٠٠٣ إلى حوالى ٧ مليار دولار عام ٢٠١٥، باستثناء السنوات (٢٠٠٨ و٢٠٠٩ و ٢٠١١)، وهى السنوات التى شهدت تداعيات الأزمة المالية العالمية وثورة ٢٥ يناير ٢٠١١. **وتشير التغيرات القياسية** إلى أن الرقم القياسى لسعر صرف الجنيه المصرى قد انخفض بنسبة ١١% فى عام ٢٠١٥عن مستواه فى عام ٢٠٠٣، وفى المقابل زيادة تدفق الاستثمار المباشر بنسبة ٢٦٢٧% فوق مستوى عام ٢٠٠٣ (على اعتبار أن عام ١٩٩١=١٠٠).

أما عام ٢٠١٦، والذى شهد تطبيق قرار الحكومة المصرية لتحرير سعر صرف الجنيه المصرى، انخفض خلاله سعر الصرف إلى ٠.٠٥ دولار (١٨.١٣ جنيهاً للدولار)، كما ارتفع تدفق هذه الاستثمارات إلى ٨.١ مليار دولار.

وبصفة عامة، تشير التغيرات القياسية إلى أن الرقم القياسى لسعر الصرف الجنيه قد انخفض بنسبة ٨٢% فى عام ٢٠١٦ عن مستواه عام ١٩٩١، وفى المقابل زاد تدفق الاستثمار الأجنبى المباشر إلى ٣٢٠٤% فوق مستواه عام ١٩٩١ (على اعتبار أن عام ١٩٩١=١٠٠).

---

١ أكد صندوق النقد الدولى أن مصر قد تبنت أنظمة متباينة لسعر الصرف الأجنبى خلال الفترة (٢٠٠٣-٢٠١٣)، تراوحت ما بين تعويم مدار دون تحديد مسبق لسعر الصرف خلال السنوات (٢٠٠٣، ٢٠٠٤، ٢٠٠٨)، والتعويم المدار مع تحديد مسبق لمسار سعر الصرف خلال (٢٠٠٥، ٢٠٠٧)، وترتيبات نظام الربط الزاحف خلال عام ٢٠١١، ثم ترتيبات التثبيت عام ٢٠١٢، والعودة لنظام الربط الزاحف عام ٢٠١٣.
لمزيد من التفصيل أنظر:

- Ali Attia Massoud & Thomas D. Willett, (2014)," Egypt , exchange rate regime Policy after the float", International Journal of Social Science Studies, Vol. 2, No. 4; October, PP.6-7. Available at: http://redfame.com/journal/index.php/ijsss/issue/view/18

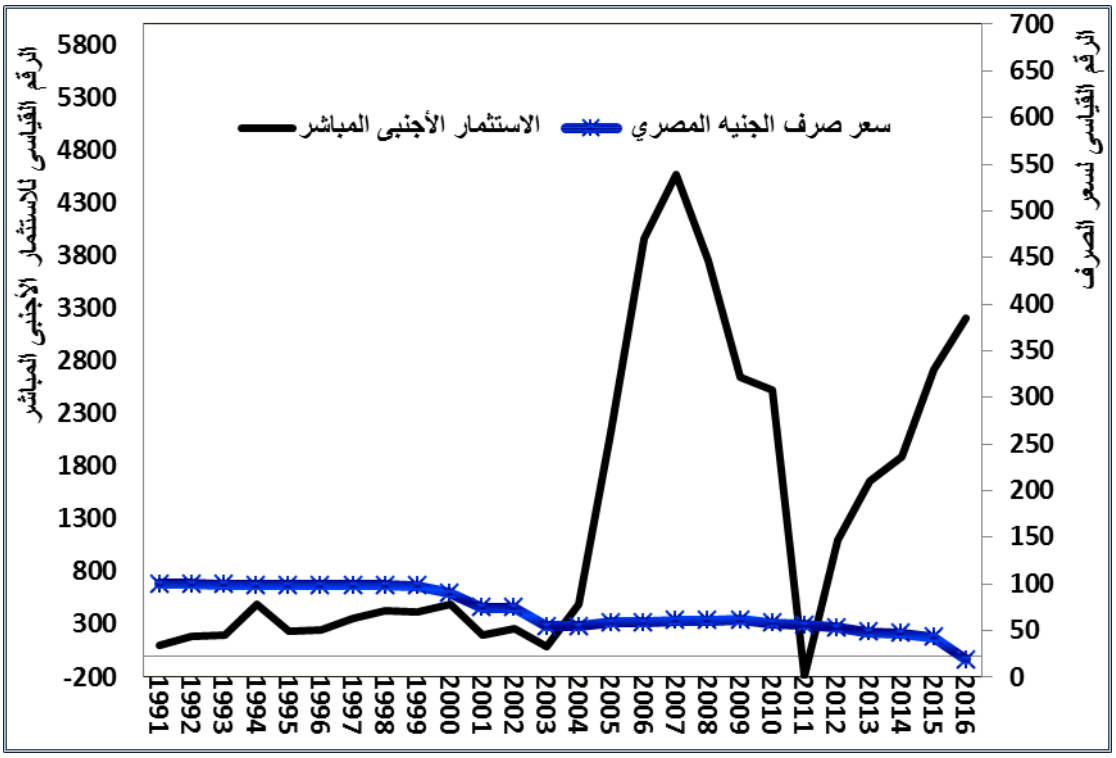
جدول رقم (٤-١): تطور سعر صرف الجنيه المصري وتدفق الاستثمار الأجنبي المباشر خلال (١٩٩١-٢٠١٦)

البيان	سعر صرف الدولار/الجنيه	سعر صرف الجنيه مقابل الدولارالأمريكي		الاستثمار الأجنبي المباشر الوارد إلى مصر	
	القيمة بالجنيه	القيمة بالدولار	رقم قياسى ١٠٠=١٩٩١	القمية بالمليون دولار	رقم قياسى ١٠٠=١٩٩١
١٩٩١	٣.٣٣	٠.٣٠٠	١٠٠	٢٥٣	١٠٠
١٩٩٢	٣.٣٤	٠.٣٠٠	١٠٠	٤٥٩	١٨١
١٩٩٣	٣.٣٧	٠.٢٩٧	٩٩	٤٩٣	١٩٥
١٩٩٤	٣.٣٩	٠.٢٩٥	٩٨	١٢٥٦	٤٩٦
١٩٩٥	٣.٣٩	٠.٢٩٥	٩٨	٥٩٨	٢٣٦
١٩٩٦	٣.٣٩	٠.٢٩٥	٩٨	٦٣٦	٢٥١
١٩٩٧	٣.٣٩	٠.٢٩٥	٩٨	٨٩١	٣٥٢
١٩٩٨	٣.٣٩	٠.٢٩٥	٩٨	١٠٧٦	٤٢٥
١٩٩٩	٣.٤١	٠.٢٩٤	٩٨	١٠٦٥	٤٢١
٢٠٠٠	٣.٦٩	٠.٢٧١	٩٠	١٢٣٥	٤٨٨
٢٠٠١	٤.٤٩	٠.٢٢٣	٧٤	٥١٠	٢٠٢
٢٠٠٢	٤.٥٠	٠.٢٢٢	٧٤	٦٤٧	٢٥٦
٢٠٠٣	٦.١٥	٠.١٦٣	٥٤	٢٣٧	٩٤
٢٠٠٤	٦.١٣	٠.١٦٣	٥٤	١٢٥٣	٤٩٥
٢٠٠٥	٥.٧٣	٠.١٧٤	٥٨	٥٣٧٦	٢١٢٥
٢٠٠٦	٥.٧٠	٠.١٧٥	٥٨	١٠٠٤٣	٣٩٧٠
٢٠٠٧	٥.٥٠	٠.١٨٢	٦١	١١٥٧٨	٤٥٧٦
٢٠٠٨	٥.٥٠	٠.١٨٢	٦١	٩٤٩٥	٣٧٥٣
٢٠٠٩	٥.٤٨	٠.١٨٣	٦١	٦٧١٢	٢٦٥٣
٢٠١٠	٥.٧٩	٠.١٧٣	٥٨	٦٣٨٦	٢٥٢٤
٢٠١١	٦.٠٢	٠.١٦٦	٥٥	٤٨٣-	١٩١-
٢٠١٢	٦.٣١	٠.١٥٩	٥٣	٢٧٩٨	١١٠٦
٢٠١٣	٦.٩٤	٠.١٤٤	٤٨	٤١٩٢	١٦٥٧
٢٠١٤	٧.١٤	٠.١٤	٤٧	٤٧٨٣	١٨٩١
٢٠١٥	٧.٨١	٠.١٢٨	٤٣	٦٨٨٥	٢٧٢١
٢٠١٦	١٨.١٣	٠.٠٥٥	١٨	٨١٠٧	٣٢٠٤

المصدر: إعداد الباحث اعتماداً على البيانات المتاحة لدى كل من:

- **World Bank Database: World Development Indicators(WDI).**
- **IMF, international financial Statistics Database**

شكل رقم (٤-١): التغيرات القياسية فى سعر صرف الجنيه المصرى وتدفق الاستثمار الأجنبي المباشر خلال (١٩٩١-٢٠١٦) باعتبار ١٩٩١=١٠٠



المصدر: إعداد الباحث، اعتماداً على بيانات الجدول رقم (٤-١)

ويبدو من العرض السابق، أن تدفقات الاستثمار الأجنبى المباشر إلى مصر تتأثر بمتغيرات عديدة من بينها (وليس بالضرورة) تغيرات سعر صرف الجنيه المصرى، وربما تكون هذه العوامل أكثر أهمية من تغيرات سعر صرف الجنيه المصرى، لذلك لابد من أخذ باقي العوامل المحددة والحاكمة لتلك التدفقات في الحسبان، ويتطلب الأمر قياس وزن تأثير ومرونات هذه المتغيرات أو المحددات المختلفة لتدفقات تلك الاستثمارات (ومن ضمنها سعر صرف الجنيه المصري باستخدام نموذج إقتصاد قياسي، وهذا ما سيتم أخذه فى الاعتبار فى القسم التالى من الفصل.

(٤-٣) قياس العلاقة بين سعر صرف الجنيه المصرى وتدفق الاستثمار الأجنبى المباشر إلى مصر خلال (١٩٩١-٢٠١٦)

يستهدف هذا القسم قياس وزن تأثير المحددات الرئيسية لتدفق الاستثمار الأجنبي المباشر إلى مصر (ومن ضمنها سعر صرف الجنيه المصرى) خلال الفترة (١٩٩١-٢٠١٦)، وذلك فى الأجلين القصير والطويل، **وسيتم استخدام نموذج "الإنحدار الذاتى للفجوات الزمنية المتباطأة"** "Autoregressive Distributed lags Model (ARDL)" الذى يعتمد على أسلوب تحليل السلاسل

الزمنية فى إطار منهج الحدود (Bounds Testing Approach)، وهى منهجية حديثة نسبياً قام بتطويرها بيسران وآخرون (Pesaran et al)[1] عام ٢٠٠١.

وسيتم التعرض لتوصيف النموذج المستخدم والنتائج التطبيقية لعملية القياس على النحو التالى:

(٤-٣-١) توصيف النموذج:

تم تحديد أهم المتغيرات (المحددات) التى استخدمت لتفسير التغيرات فى الاستثمار الأجنبى المباشر من واقع الدراسات التطبيقية السابق عرضها بالقسم الأول من الفصل، وتبين أن أهم هذه المحددات تتمثل فى: متوسط نصيب الفرد من الناتج المحلى الإجمالى الحقيقى أو معدل النمو فى الناتج المحلى الإجمالى الحقيقى (للتعبير عن القوة الشرائية)، وسعر صرف العملة المحلية، وسعر الفائدة، ومعدل التضخم السنوى، ودرجة الانفتاح التجارى للدولة، والانفاق العام على المرافق العامة (البنية التحتية)، بالإضافة إلى متغير وهمى يعكس درجة الاستقرار السياسى والأمنى. **وتم أخذ هذه المحددات فى الاعتبار عند صياغة وتطبيق النموذج القياسى المقترح.**

(٤-٣-١-١) الهيكل العام للنموذج المقترح:

كما تبين فإن الهيكل العام للنموذج المستخدم سيأخذ الصيغة التالية:

$$FDI = f\,(GDPPC, NEX, INF, LIR, OP, PUINV, DUMMY, \varepsilon)$$

حيث:

- **FDI**: الاستثمار الأجنبى المباشر الوارد إلى مصر كنسبة من الناتج المحلى الإجمالى.
- **GDPpc**: معدل النمو فى متوسط نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي.
- **NEX:** سعر الصرف الأسمى للجنيه المصري مقابل الدولار الأمريكى.
- **INF:** معدل التضخم (محسوباً بالرقم القياسى لأسعار المستهلكين ٢٠١٠=١٠٠).
- **LIR** سعر الفائدة الأسمى على الإقراض Lending Interest Rate .
- **OP:** درجة الانفتاح التجارى Trade Openness
- **PUINV:** الانفاق العام الاستثمارى كنسبة من الناتج المحلى الإجمالى كمتغير بديل للإنفاق على البنية التحتية.
- **Dummy:** متغير صورى للتعبير عن الأحداث السياسية وأحداث العنف والارهاب التي شهدتها مصر خلال فترة الدراسة والتى من شأنها التأثير على تدفقات الاستثمارات الأجنبية المباشرة، ويأخذ قيمة تساوي

[1] M. Hashem Pesaran, Richard J. Smith, and Yongcheol Shin, (2001), "Bounds Testing Approaches to the Analysis of Level Relationships", Journal of Applied Econometrics, Vol. 16, No. 3, pp. 289-326. Available at: http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1002/jae.616/epdf.

الوحدة في السنة التي يقع فيها الحدث وقيمة تساوي الصفر فى السنوات العادية.
– U_{it}: قيمة الأخطاء العشوائية.

وتجدر الإشارة إلى أن نموذج نموذج (ARDL) يتسم بامكانية تطبيقه فى حالة السلاسل الزمنية المستقرة عند مستوايتها I (0) أو المتكاملة من الدرجة الأولى I (1) أو خليط بين الاثنين، وكذلك فى حالة العينات صغيرة الحجم بخلاف اختبارات التكامل المشترك الأخرى التى تشترط كبر حجم العينة للحصول على تقديرات دقيقة، كما يتسم بإمكانية فصل تأثيرات الأجل القصير عن الأجل الطويل وتقديرهما بشكل آنى، وياخذ فى الاعتبار عدداً كافياً من فترات الإبطاء Time Lags (أى التخلف الزمنى) للحصول على أفضل نتائج للمعلمات فى الأجل الطويل[1].

(٤ – ٣ – ١ – ٢) قاعدة بيانات النموذج:

تم بناء قاعدة بيانات النموذج للمتغيرات المستخدمة فى عملية القياس خلال الفترة (١٩٩١–٢٠١٦)، **على النحو الوارد بالجدول رقم (١) بالملحق**، ووفقاً لمصادر البيانات الدولية على النحو الوارد بالجدول التالى رقم (٤–٢):

[1] لمزيد من التفصيل أنظر:

- Syed Ahmad Ali, Hasan Raza, and Muhammad Umair Yousuf, (2012), "The Role of Fiscal Policy in Human Development: The Pakistan's Perspective", The Pakistan Development Review, Pakistan Institute of Development Economics, Volume 51, Issue 4. p. 386.
- M. Hashem Pesaran, Richard J. Smith, and Yongcheol Shin, (2001),op.cit. p. 290

جدول رقم (٤-٢): المتغيرات الاقتصادية الكلية المستخدمة في عملية القياس ومصادر بياناتها

المتغير	مصدر البيانات	ملاحظات
الاستثمار الأجنبى المباشر FDI	World Development Indicators; WDI	القيمة بالمليون دولار أمريكى، وحسب كنسبة من الناتج المحلى الإجمالى.
معدل النمو فى متوسط نصيب الفرد من الناتج المحلى الإجمالى $GDPpc$	World Development Indicators; WDI	القيمة بالدولار الأمريكى وحسب بأخذ معدل التغير فى متوسط نصيب الفرد من الناتج المحلى الإجمالى.
معدل التضخم INF	World Development Indicators; WDI	محسوباً بالرقم القياسى لأسعار المستهلكين (٢٠١٠=١٠٠)
سعر الصرف الأسمى للجنيه المصرى NEX	– IMF, international financial Statistics	عبارة عن مقلوب سعر صرف الدولار مقابل الجنيه المصرى
سعر الفائدة على الإقراض LIR	World Development Indicators; WDI	
معدل الانفتاح التجارى OP	– WTO Database – United Nations, National Accounts, Main Aggregates Database	عبارة عن (إجمالى الصادرات السلعية والخدمية + إجمالى الواردات السلعية والخدمية)/ الناتج المحلى الإجمالى
الانفاق العام الاستثمارى PUINV	World Development Indicators; WDI	عبارة عن إجمالى الانفاق العام الاستثمارى كنسبة من الناتج المحلى الإجمالى.
المتغير الصورى Dummy	يعبر عن درجة الاستقرار السياسى والأمنى والأزمات العالمية، وتم تضمين أحداث العنف والإرهاب التى حدثت فى مصر عام١٩٩٧، والأزمة الأسيوية١٩٩٧، والأزمة المالية العالمية ٢٠٠٨-٢٠٠٩، وثورة ٢٥ يناير ٢٠١١ والأحداث السياسية التى تلتها ٢٠١١ و٢٠١٢). ويأخذ قيمة تساوي الوحدة في السنة التي يقع فيها الحدث وقيمة تساوي الصفر فى السنوات العادية.	

(٤-٣-١-٣) الصيغة الدالية للنموذج:

فى سبيل اختيار الصيغة الدالية الأنسب للدالة السابقة، أجرى الباحث اختبارات على الصيغة اللوغاريتمية[١] وغيرها من الصيغ، تم التوصل إلى الصيغة التالية:

$$\Delta FDI_t = \propto + \beta_1 FDI_{t-1} + \beta_2 \text{GDPpc}_{t-1} + \beta_3 NEX_{t-1} + \beta_4 INF_{t-1} + \beta_5 LIR_{t-1} + \beta_6 OP_{t-1} + \beta_7 PUINV_{t-1} + \beta_8 DUMMY_{t-1} + \sum_{i=1}^{p} \gamma_1 \Delta FDI_{t-i} + \sum_{i=1}^{q_1} \gamma_2 \Delta \text{GDPpc}_{t-i} + \sum_{i=1}^{q_2} \gamma_3 \Delta NEX_{t-i} + \sum_{i=1}^{q_3} \gamma_4 \Delta INF_{t-i} + \sum_{i=1}^{q_5} \gamma_5 \Delta LIR_{t-i} + \sum_{i=1}^{q_6} \gamma_6 \Delta OP_{t-i} + \sum_{i=1}^{q_7} \gamma_7 \Delta PUINV_{t-i} + \sum_{i=1}^{q_8} \gamma_8 \Delta DUMMY_{t-i} + \varepsilon_t \dots\dots\dots \text{Equation (2}$$

وفقاً لنفس تعريفات المتغيرات الموضحة من قبل، بالإضافة إلى:

- $\propto$ تشير إلى الحد الثابت.
- $\mathbf{p}$ تشير إلى عدد فترات الإبطاء للمتغير التابع.
- $(\mathbf{q_1}\text{- }\mathbf{q_8})$ تشير إلى عدد فترات الإبطاء للمتغيرات المفسرة.
- $\boldsymbol{\beta_s}$ تشير إلى معلمات العلاقة طويلة الأجل بينما معلمات الفروق الأولى
- $\boldsymbol{\gamma_s}$ تشير إلى معلمات الأجل القصير.
- $\boldsymbol{\varepsilon_t}$ تشير إلى حد الخطأالعشوائى.

(٤-٣-٢) النتائج التطبيقية لعملية القياس:

تم تقدير نموذج "الإنحدار الذاتى لفترات الإبطاء الموزعة (ARDL)"، باستخدام المتغيرات الأكثر تأثيراً والتى تفسر التغيرات فى الاستثمار الأجنبى المباشر، على النحو المبين بعاليه .

وفيما يلى سيتم عرض النتائج التطبيقية لعملية القياس بشئ من التفصيل:

(٤-٣-٢-١) نتائج اختبارات الكشف عن استقرار السلاسل الزمنية:

[١] تعذر اختيار الصيغة اللوغاريتمية، نظراً لاحتواء السلاسل الزمنية لبعض المتغيرات على قيم سالبة مثل: المتغير التابع (الاستثمار الأجنبى المباشر)، ومعدل النمو فى متوسط نصيب الفرد من الناتج المحلى الإجمالى.

يتضح من نتائج اختبار جذر الوحدة Unit Root test باستخدام اختبار Augmented Dickey Fuller (ADF) Test الواردة بالجدول التالى رقم (٤-٣) أن السلاسل الزمنية لكل من معدل النمو فى نصيب الفرد من الناتج المحلى الإجمالى، ومعدل التضخم، والمتغير الوهمى Dummy، ساكنة فى المستوى أى متكاملة من الدرجة I(0)، أما السلاسل الزمنية لباقى المتغيرات فكانت ساكنة بعد أخذ الفروق الأولى أى أنها متكاملة من الدرجة الأولى I(1) .

جدول رقم (٤-٣): نتائج إختبار جذر الوحدة Unit Root test باستخدام اختبار ديكى فولر الموسع (ADF)

المتغيرات	فى المستوى		بعد أخذ الفروق الأولى		درجة التكامل عند مستوى معنوية ٥%
	القيمة المحسوبة لاختبار ADF	P- value	القيمة المحسوبة لاختبار ADF	P- value	
FDI	٢.٧٨ -	٠.٠٧٦	٣.١٠٩ -	٠.٠٣٩٣	غير ساكن فى المستوى ومتكامل من الدرجة الأولى
GDPpc	٣.٢٦٨-	٠.٠٢٩	-----	-----	ساكن فى المستوى (متكامل من الدرجة صفر)
NEX	٠.٦٥١	٠.٩٨٨٣	٣.٢٤٩٨ -	٠.٠٢٩	غير ساكن فى المستوى ومتكامل من الدرجة الأولى
INF	٣.١١٧-	٠.٠٣٨١	----	----	ساكن فى المستوى (متكامل من الدرجة صفر)
LIR	٢.٣٤٧ -	٠.١٦٦	٧.٢٦٢-	٠.٠٠٠٠	غير ساكن فى المستوى ومتكامل من الدرجة الأولى
OP	١.٦١٣-	٠.٤٦١	٣.٤٦٨-	٠.٠١٨	غير ساكن فى المستوى ومتكامل من الدرجة الأولى
PUINV	١.٨٩١-	٠.٣٣١	٤.٥٩٣-	٠.٠٠١٤	غير ساكن فى المستوى ومتكامل من الدرجة الأولى
Dummy	٤.٣٠٧-	٠.٠٠٢٦	----	-----	ساكن فى المستوى (متكامل من الدرجة صفر)

المصدر: تم بناء الجدول اعتماداً على النتائج الواردة بالجداول أرقام (٢-٩) بملحق الجداول.

وبذلك يتحقق **الشرط الضرورى** لإمكانية تطبيق وتقدير النموذج المستخدم (ARDL)، والمتمثل فى" ضرورة استقرار السلاسل الزمنية للمتغيرات محل القياس عند المستوى الأصلى I(0)، أو فى المستوى الأول I(1)، أو خليط بين الاثنين[1]، وهو الأمر المتحقق فى السلاسل الزمنية للمتغيرات محل القياس.

أما الشرط الكافى لتطبيق النموذج المستخدم فيتمثل فى وجود علاقة التكامل المتناظر بين المتغيرات المفسرة والمتغير التابع فى الأجل الطويل[2]، وهذا ما سيتم التحقق منه فى الخطوة التالية:

[1] M. Hashem Pesaran, Richard J. Smith, and Yongcheol Shin, (2001), op.cit, p. 290.

[2] Ibid, P.290.

(٤-٣-٢-٢) نتائج التحقق من وجود التكامل المتناظر باستخدام اختبار الحدود *Bounds Test*:

يتضمن تقدير نموذج ARDL، اختبار وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين متغيرات النموذج من عدمه، وبعد التأكد من وجود هذه العلاقة يتم الانتقال إلى تقدير معلمات الأجل الطويل $\boldsymbol{\beta_s}$، ثم معلمات المتغيرات المفسرة فى الأجل القصير $\boldsymbol{\gamma_s}$، ولتحقيق ذلك يتم حساب احصاءة (F)، من خلال إجراء اختبار الحدود Bounds Test، حيث يتم اختبار فرض العدم القائل بعدم وجود تكامل متناظر بين متغيرات النموذج (غياب العلاقة التوازنية طويلة الأجل):

$$\mathbf{H_0: \beta_1 = \beta_2 = \beta_3 = \beta_4 = \beta_5 = \beta_6 = \beta_7 = 0}$$

فى مقابل الفرض البديل H_1 القائل بوجود علاقة التكامل المتناظر بين المتغيرات:

$$\boldsymbol{H_1: \beta_1 \neq \beta_2 \neq \beta_3 \neq \beta_4 \neq \beta_5 \neq \beta_6 \neq \beta_7 \neq 0}$$

ويتضح من الجدول رقم (٤-٤) أن قيمة F المحسوبة أكبر من الحد الأعلى للقيم الحرجة الجدولية (التى طورها بيسران)، وذلك عند جميع مستويات المعنوية (١%، و٥%، و١٠%)، وبذلك يكون القرار هو رفض فرض العدم وقبول الفرض البديل وهو "**وجود علاقة تكامل متناظر بين المتغيرات المفسرة والمتغير التابع**".

جدول رقم (٤-٤): نتائج إختبار منهج الحدود Bounds test للكشف عن وجود التكامل المشترك

قيمة F المحسوبة	قيمة الحدود الحرجة (حد ثابت مُقيد وبدون اتجاه) (Restricted Constant and no Trend)		
	مستوى المعنوية	الحد الأدنى I (0)	الحد الأقصى I (1)
١٢.٤٦	%١	٣.٧٣	٣.٩
	%٥	٢.١٧	٣.٢١
	%١٠	١.٩٢	٢.٨٩

المصدر: تم بناء الجدول اعتماداً على النتائج الواردة بالجدول رقم (١٠) بالملحق.

(٤-٣-٢-٣) نتائج تقدير معلمات النموذج فى الأجل الطويل

يوضح الجدول رقم (٤-٥) نتائج تقدير معلمات المتغيرات المفسرة فى الأجل الطويل $\boldsymbol{\beta_s}$ (بعد إثبات وجود العلاقة التوازنية طويلة الأجل بين المتغيرات المفسرة والمتغير التابع).

ويتضح من هذا الجدول ما يلى:

- ارتفاع معنوية المعلمة الخاصة بمتغير متوسط نصيب الفرد من الناتج المحلى الإجمالى($\mathbf{GDP_{pc}}$)، حيث تزداد قيمة " **t** " المقدرة عن قيمتها الجدولية، كما جاءت الإشارة موجبة (وبمعامل قيمته 0.90)،

مما يعني أن هذا المتغير له أثر موجب علي تدفق الاستثمار الأجنبى المباشر إلى مصر، وهذا ما يتفق مع مبادئ النظرية الاقتصادية وكذلك الدراسات التطبيقية في هذا الصدد، وهو مايعني أن زيادة متوسط نصيب الفرد من الناتج المحلى الإجمالى من شأنه زيادة تدفق الاستثمار الأجنبى المباشر إلى مصر خلال فترة الدراسة، ويعتبر هذا دلالة على ارتفاع القوة الشرائية وكبر حجم السوق فى الدولة المضيفة.

- إرتفاع معنوية المعلمة الخاصة بسعر الصرف الأسمى للجنيه المصرى مقابل الدولار الأمريكى[1](**NEX**)، وجاءت إشارته سالبة (وبمعامل قيمته 0.27-)، وهذا ما يتفق مع النظرية الاقتصادية وكذلك الدراسات التطبيقية في هذا الصدد، وهو ما يعنى أن انخفاض سعر صرف العملة المحلية أمام العملات الأجنبية، يشجع على تدفق الاستثمار الأجنبى المباشر (ولاسيما التى تنتج بهدف التصدير)، حيث يعنى ذلك خفض تكاليف الإنتاج، مما يجعل المنتجات المحلية أكثر تنافسية فى الخارج، وهذا من شأنه زيادة العائد على هذا الاستثمار.

وتجدر الإشارة إلى أن انخفاض سعر صرف العملة، قد لا يكون فى صالح مشروعات الاستثمار الأجنبى المباشر التى تنتج للسوق المحلى وليس للتصدير، حيث يكون عائد هذه المشروعات بالعملة المحلية، وقد يسبب هذا خسارة لهذه المشروعات حينما يقوم عائدها بالدولار، مما يؤدى إلى تخفيض هامش الربح مقوماً بالدولار، وبذلك يكون انخفاض سعر صرف العملة المحلية أقل جذباً للاستثمار الأجنبى المباشر (بيانات الاستثمار الأجنبى المباشر فى مصر لا تمكن من الفصل بين هذين النوعين من الاستثمار).

- أما عن معدل التضخم السنوى (**INF**) والذى يعبر عن مدى سلامة السياسة النقدية فى الدولة المضيفة للاستثمارات الأجنبية المباشرة (مصر) فجاء معنوياً وبإشارة سالبة (وبمعامل قيمته 0.44−)، وهذا ما يتفق مع النظرية الاقتصادية وكذلك الدراسات التطبيقية في هذا الصدد، فالتقلبات المتتالية فى معدلات االتضخم فى مصر، تؤثر على حجم الأرباح المحققة بسبب انخفاض القدرة الشرائية للمواطنين، الأمر الذى يؤدى فى النهاية إلى التأثير السلبى على تدفق الاستثمار الأجنبى المباشر.
- جاء تأثير متغير سعر الفائدة الأسمى على الاقراض(**LIR**) غير معنوى (بالرغم من تطابق الإشارة مع النظرية الاقتصادية)، ويمكن تفسير ذلك بأن الاستثمار الأجنبى المباشر يتجه أغلبه إلى

---

[1] ينوه الباحث إلى إنه قد تم تشغيل النموذج بتضمين متغير سعر الصرف الحقيقى للجنيه المصرى مقابل الدولار الأمريكى، وأظهرت النتائج أن هذا المتغير قد جاء تأثيره غير معنوى احصائياً، بالإضافة إلى عدم معنوية بعض المتغيرات المفسرة الأخرى الهامة (مثل: معدل الإنفتاح التجارى، والمتغير الصورى Dummy الذى يعبر عن الأحداث السياسية وأحداث العنف والإرهاب المحلية والاقليمية)، كما جاءت إشارة المتغير المعبر عن الإنفاق على البنية التحتية سالبة، بما لا يتفق مع كل من النظرية الاقتصادية والدراسات السابقة فى هذا المجال، لذا تم الاستعاضه عن سعر الصرف الحقيقى باستخدام كل من سعر الصرف الاسمى ومعدل التضخم السنوى فى النموذج الأساسى. لمزيد من التفصيل حول نتائج تشغيل النموذج باستخدام متغير سعر الصرف الحقيقى أنظر:

– الجدول رقم (١٥) والجدول رقم (١٦) بملحق الجداول.

قطاع الطاقة (النفط)، والمتمثلة فى شركات أجنبية تنشط ضمن هذا القطاع وتعتمد فى تمويل نشاطها على مصادر خارجية وليس من البنوك المحلية، وعليه يظل تأثير معدلات الفائدة ضعيفاً أو ليس لها دوراً مؤثراً فى جذب الاستثمار الأجنبى المباشر إلى مصر.

- جاء تأثير درجة الانفتاح التجارى **(OP)**، موجباً ومعنوياً على تدفق الاستثمار الأجنبى المباشر (بمعامل قيمته 0.11)، وهو ما يتفق مع الدراسات التطبيقية التى أكدت على هذه العلاقة، وتشير هذه النتيجة إلى أن زيادة انفتاح الدولة على العالم الخارجى، يؤدى بالضرورة إلى جذب هذا النوع من الاستثمار.
- إرتفاع معنوية المعلمة الخاصة بمتغير نسبة الانفاق العام الاستثمارى إلى الناتج المحلى الإجمالى **PUINV** (كمتغير بديل عن حجم الانفاق على البنية التحتية) وجاءت إشارته موجبة (وبمعامل قيمته 0.62)، مما يعنى أن الاستثمار فى البنية التحتية (الطرق والموانئ والمطارات ووسائل النقل والاتصالات،....الخ)، من قبل الدولة، يعد من أهم العوامل التى تؤثر على الاستثمار المباشر، حيث تؤثر وفرة وكفاءة البنية التحتية على تكاليف الاستثمار ومن ثم على العائد المتوقع من هذا الاستثمار.
- جاء تأثير المتغير الصورى **Dummy** والذى يعبر عن الأحداث السياسية وأحداث العنف والإرهاب المحلية والاقليمية معنوياً وبإشارة سالبة (وبمعامل قيمته 0.99-)، فى دلالة على تأثر تدفقات الاستثمار الأجنبى المباشر إلى مصر تأثراً شديداً بعدم الاستقرار السياسى والأمنى داخل مصر، وكذلك الأزمات العالمية خلال الفترة محل الدراسة (تم تضمين الأحداث المتعلقة بكل من أحداث العنف والإرهاب التى حدثت فى مصر عام١٩٩٧، والأزمة الأسيوية١٩٩٧/١٩٩٨، والأزمة المالية العالمية ٢٠٠٨-٢٠٠٩، وثورة ٢٥ يناير والأحداث السياسية التى تلتها فى عامى ٢٠١١ و٢٠١٢).

جدول رقم (٤-٥): نتائج تقدير معلمات النموذج فى الأجل الطويل فى مصر خلال الفترة (١٩٩١-٢٠١٦)

المتغيرات	المعلمات Coefficient	الإنحراف المعيارى Std. Error	إحصاءة t T statistics	القيم الاحتمالية P- value
GDPPC	0.9058	0.138	6.55	0.0000
NEX	-0.2730	0.066	-4.12	0.0014
INF	-0.4379	0.097	-4.51	0.0007
LIR	-0.3414	0.201	-0.694	0.160
OP	0.1114	0.019	5.84	0.0001
PUINV	0.6205	0.220	2.81	0.0157
DUMMY	-0.9909	0.467	-2.120	0.055

المصدر: تم بناء الجدول اعتماداً على النتائج الواردة بالجدول رقم (١١) بالملحق.

(٤-٣-٢-٤) نتائج تقدير نموذج تصحيح الخطأ (التوازن فى الأجل القصير)

يوضح الجدول رقم (٤-٦)، نتائج تقدير نموذج تصحيح الخطأ، ويتضح أن معلمة حد تصحيح الخطأ **ECT (-1)**، قد جاءت معنوية وبإشارة سالبة وتساوى (0.84-)، وتقيس هذه المعلمة سرعة العودة إلى وضع التوازن فى الأجل الطويل، أى أن نحو 84% من إنحراف تدفق الاستثمار الأجنبى المباشر عن مساره التوازنى فى الأجل الطويل كل فترة زمنية (سنة)، سيتم تصحيحه فى السنة المقبلة. وبعبارة أخرى يمكن القول بأنه يتم فى كل سنة تعديل (تصحيح) حوالى ٨٤% من اختلال توازن الاستثمار الأجنبى المباشر فى الأجل الطويل.

جدول رقم (٤-٦): نتائج تقدير نموذج تصحيح الخطأ (التوازن فى الأجل القصير) وفقاً لنموذج ARDL

المتغيرات	المعلمات Coefficient	الإنحراف المعيارى Std. Error	إحصاءة t T statistics	القيم الاحتمالية P- value
ECT (-1)	-0.8385	0.061336	-13.67202	0.0277
d(NEX)	0.1096	0.0437	2.5042	0.0000
d(OP)	-0.0298	0.0192	-1.5486	0.1474
d(PUINV)	-0.1427	0.1001	-1.4265	0.1792

المصدر: تم بناء الجدول اعتماداً على النتائج الواردة بالجدول رقم (١٢) بالملحق.

(٤-٣-٢-٥) الإختبارات التشخيصية للحكم على جودة النموذج واستقراره:

(٤-٣-٢-٥-١) اختبار Bruesh-GoldFrey (LM- Stat) للكشف عن وجود مشكلة ارتباط ذاتى بين البواقى[١] Serial Correlation:

يهدف هذا الاختبار إلى الكشف عن وجود مشكلة ارتباط ذاتى (سلسلى) بين البواقى من عدمه، حيث يكون فرض العدم H_0 هو عدم وجود ارتباط ذاتى (سلسلى) بين البواقى، فى مقابل الفرض البديل H_1 أنه يوجد ارتباط ذاتى بين البواقى، ولإتخاذ القرار نقوم بالنظر إلى معنوية إحصاءة F المحسوبة فإذا كانت غير معنوية نقبل فرض العدم والعكس صحيح.

---

[١] تجدر الإشارة إلى أن اختبار " ديربن واتسون" Durbin Watson لا يصلح للتطبيق في حالة كون أحد المتغيرات التفسيرية هو القيم المبطأة للمتغير التابع وهو أمر متحقق فى نموذج ARDL، لذلك يستخدم اختبار Bruesh-GoldFrey (LM- Stat) للتغلب على هذه المشكلة. لمزيد من التفصيل أنظر فى:

- محمد عبد الرحمن إسماعيل، (٢٠٠١)، " تحليل الإنحدار الخطي"، معهد الإدارة العامة، مركز البحوث، الرياض، ص ٤٢٥.
- إبراهيم العيسوى، (١٩٧٨)، القياس والتنبؤ فى الاقتصاد،" مدخل لدراسة الاقتصاد القياسي"، دار النهضة العربية، ص ٢٣٠.

وبالنظر لبيانات الجدول التالى رقم (٤-٧) يتضح أن إحصاوة F المحسوبة غير معنوية (0.6279) مما يدعم قبول فرض العدم، والإقرار بعدم وجود مشكلة ارتباط ذاتى بين البواقى للنموذج المُقدر.

جدول رقم (٤-٧): نتائج اختبار Bruesh-GoldFrey (LM- Stat)

البيان	القيمة	البيان	القيمة
F statistic	0.4878	prob. F(2, 10)	0.6279
Obs*R-square	2.2217	prob. Chi-Square(2)	0.3293

المصدر: تم بناء الجدول اعتماداً على النتائج الواردة بالجدول رقم (١٣) بالملحق.

(٤-٣-٢-٥-٢) اختبار Bruesh- Pagan GoldFrey Test للكشف عن وجود مشكلة عدم ثبات التباين Heteroskedasticity:

يهدف هذا الاختبار إلى الكشف عن وجود مشكلة اختلاف التباين فى حد الخطأ من عدمه، حيث يكون فرض العدم H_0 المُراد اختباره هو عدم وجود اختلاف تباين فى حد الخطأ أى أن تباين الأخطاء متجانس، فى مقابل الفرض البديل H_1 القائل بوجود اختلاف تباين فى حد الخطأ، ولإتخاذ القرار السليم نقوم بالنظر إلى معنوية إحصاءة F المحسوبة فإذا كانت غير معنوية نقبل فرض العدم والعكس صحيح.

وبالنظر لبيانات الجدول التالى رقم (٤-٨) يتضح أن إحصاءة F المحسوبة غير معنوية مما يدعم قبول الفرض العدمى والإقرار بعدم وجود مشكلة اختلاف تباين فى حد الخطأ أى أن تباين الأخطاء متجانس للنموذج المُقدر.

جدول رقم (٤-٨): نتائج اختبار Bruesh- Pagan GoldFrey Test

البيان	القيمة	البيان	القيمة
F- statistic	2.1125	prob. F(12, 12)	0.1048
Obs*R-square	16.9679	prob. Chi-Square(12)	0.1508
Scaled explained SS	2.0011	prob. Chi-Square(12)	0.9994

المصدر: تم بناء الجدول اعتماداً على النتائج الواردة بالجدول رقم (١٤) بالملحق.

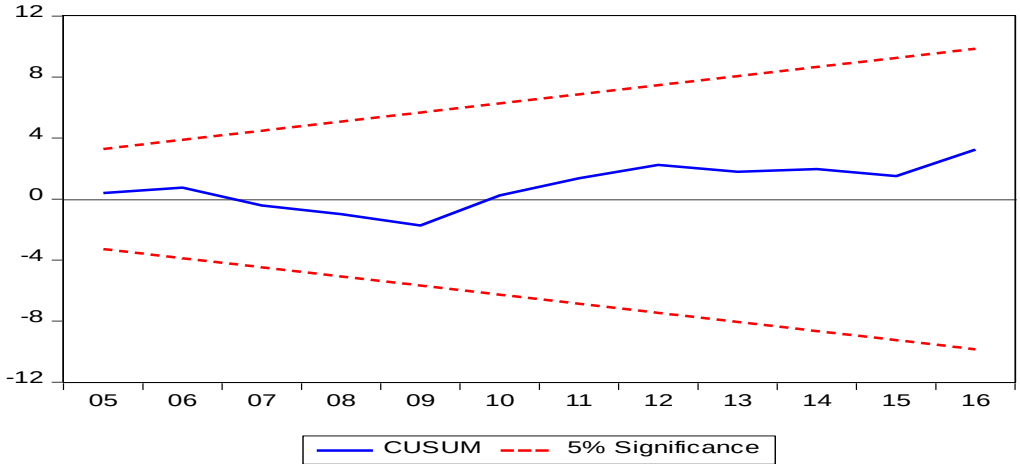
(٤-٣-٢-٥-٣) اختبار استقرارية النموذج Stability Test

اقترح كل من بيسران وشين Pesaran and Shin عام ١٩٩٩[1]، إجراء اختبارين للكشف عن مدى استقرار المعلمات فى الآجلين الطويل والقصير، الاختبار الأول يسمى باختبار المجموع التراكمى CUSUM أما الثانى فيسمى باختبار المجموع التراكمى للمربعات CUSUMSQ، ويتضح من الشكل

[1] Syed Ammad Ali, Hasan Raza, and Muhammad Umair Yousuf, (2012), Op.Cit, p. 389.

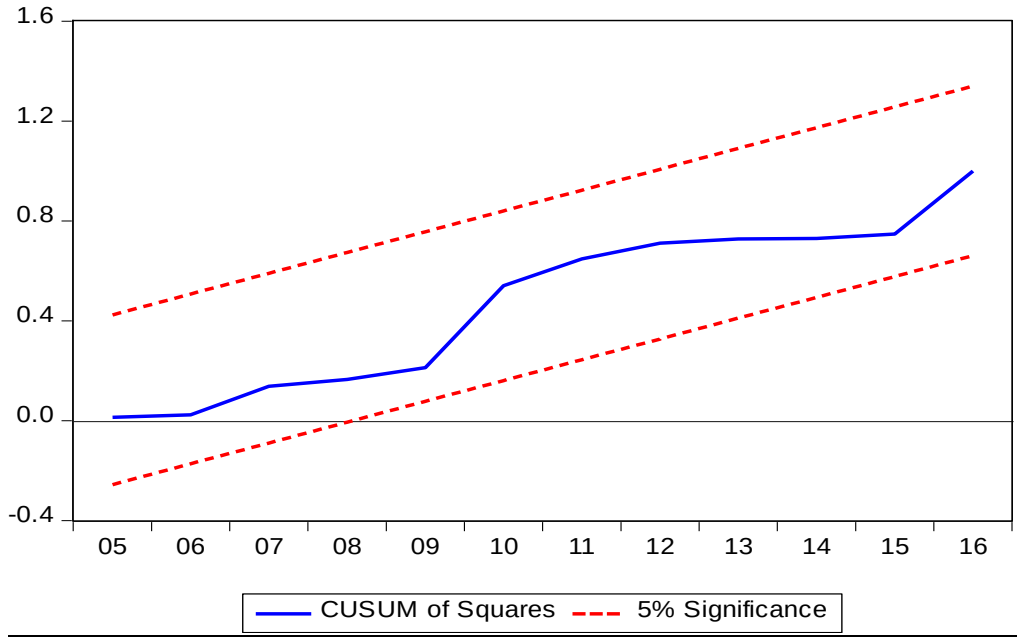
التالى رقم (٤-٢) أنه وفقاً لإختبار المجموع التراكمى CUSUM تقع القيم التجميعية بين الخطين أى بين حدود الثقة ٥%، مما يدل على أن معلمات النموذج المقدرة مستقرة عبر الزمن.

شكل رقم (٤-٢): نتائج اختبار المحموع التراكمى *CUSUM*



المصدر: مخرجات برنامج Eviews 9.5

شكل رقم (٤-٣): نتائج اختبار المجموع التراكمى للمربعات *CUSUMSQ*



المصدر: مخرجات برنامج Eviews 9.5

كما يتضح من الشكل السابق رقم (٤-٣)، أنه وفقاً لإختبار المجموع التراكمى للمربعات CUSUMSQ تقع القيم التجميعية بين الخطين أى بين حدود الثقة ٥%، مما يدل أيضاً على أن معلمات النموذج المقدرة مستقرة عبر الزمن. **وبذلك يمكن القول بأن كل من المعلمات طويلة الأجل "βs" والمعلمات قصيرة الأجل "γ_s" للنموذج تحقق شرط الاستقرار.**

الفصل الخامس

أثر سعر صرف الجنيه المصرى على جذب الاستثمارات الاجنبية غير المباشر

(الفترة الزمنية ٢٠٠٣/٢٠٠٤- ٢٠١٦/٢٠١٧)*

تمهيد:

يشكل الاستثمار الأجنبي غير المباشر (الاستثمار المحفظي)[١] أحد أهم الأشكال التي تتخذها حركة رؤوس الأموال الدولية. والاستثمار المحفظي- بصفة عامة- رغم اختلاف تسمياته فهو لا يخرج عن كونه توظيفا ماليا في أوراق مالية محلية أو دولية من طرف مستثمر أجنبي في سوق الأوراق المالية لدولة أخرى دون أن يمكنه ذلك من اكتساب حق في الإشراف والرقابة على الجهة المصدرة لهذه الأوراق المالية[٢]. كما يتمتع الاستثمار المحفظي بمجموعة من الخصائص التي تميزه عن باقي أنواع الاستثمار الأخرى، ومن أبرز هذه الخصائص أنه يتطلب وجود سوق منظمة للأوراق المالية ذات تكنولوجيا متقدمة في الإفصاح وبث المعلومات. كما يتخذ الاستثمار غير المباشر عدة أشكال، وذلك بحسب الأوراق المالية المستثمر فيها، وحسب أجالها، وكذلك حسب القائم بالاستثمار.

ووفق معيار القائم بالاستثمار، فهناك مستثمرين أجانب أفراد ومستثمرين أجانب مؤسسات ممن يقومون بتشكيل محافظ استثمارية تتضمن أوراق مالية لشركات وجهات حكومية مختلفة أو صكوك لصناديق استثمارية باعتبارها أهم أدوات الاستثمار المحفظي. كما يتم الاستثمار المحفظي عن طريق مجموعة من القنوات التي تمكن من الوصول إلى الأسواق العالمية والاستثمار بالأوراق المسجلة بها. ومن أهم هذه

---

* قام بإعداد هذا الفصل: د/ حجازى الجزار، أستاذ مساعد بمركز السياسات الكلية ، معهد التخطيط القومى.

١ يعرف الاستثمار الأجنبي غير المباشر أو الاستثمار الأجنبي في الأوراق المالية علي أنه: الاستثمارات الموجهة لشراء الأوراق المالية والتي تصدرها الهيئات العامة أو الخاصة في الدول النامية، على ألا يكون للأجانب منها ما يخول لهم حق إدارة المشروع أو اتخاذ القرارات أو الرقابة على تلك المشروعات المرتبطة باستثماراتها. انظر:

«External Debt Statistics: Guide for Compilers and Users (Draft ،International Monetary Fund . March 2000،Washington, DC، Appendix III, Glossary of Terms,),»
http://stats.oecd.org/glossary/detail.asp?id=2092.

٢ تري الهيئات الدولية وعلى رأسها صندوق النقد الدولي ومنظمة التعاون الاقتصادي والتنمية أن النسبة التي يمكن اعتبار الاستثمار فيها بمثابة استثمار مباشر هي نسبة تتراوح بين ٢٥% -٥٠% من رأس المال المملوك أو من قيمة الأوراق المالية للمؤسسة. انظر: صايفي عمار، محددات الاستثمار المحفظي وآثاره على أسواق الأوراق المالية – دراسة مقارنة بين مصر، تونس و الجزائر، رسالة ماجستير، جامعة أمحمد بوقرة بومرداس، ٢٠٠٨/٢٠٠٩. ص٩٥-ص٩٦.

القنوات ما يتم عن طريق شركات الاستثمار، المحافظ المشتركة، اقتناء الإصدارات العالمية للأوراق المالية، والشراء والبيع المباشر للأوراق المالية في أسواقها المحلية.

وينطوي الاستثمار المحفظي على مخاطر إضافية إلى جانب المخاطر التي قد يتعرض لها المستثمر في السوق المحلي إذ نجد إلى جانب تلك المخاطر، المخاطر السياسية، مخاطر معدلات الضرائب، مخاطر سعر الصرف ومخاطر أخرى تتعلق بعمليات حركة رؤوس الأموال عبر الحدود وتحويل العملة واختلاف معايير الإفصاح والمحاسبة والقوانين التي تختلف من دولة إلى أخرى.

والاستثمار المحفظي يعتبر ظاهرة اقتصادية معقدة، – فبالرغم من الخصائص الكثيرة التي تميزه عن باقي أنواع الاستثمارات الأخرى – إلا أنه يوجد هناك تضارب كبير بين مختلف الباحثين الاقتصاديين في تصنيفه، كما تحكم تحركاته مجموعة من المحددات[١] والدوافع في الوقت الذي يترك فيه آثارا مهمة على الدول المضيفة بصفة عامة و أسواق أوراقها المالية بصفة خاصة.

وتحاول العديد من الدول تهيئة البيئة الاقتصادية والاجتماعية لجذب تدفقات الاستثمارات الدولية من أجل دفع عجلة النمو الاقتصادي بها إلا أن ذلك لم يخلو من حدوث بعض التقلبات والأزمات التي تضر باقتصاداتها الوطنية. والاستثمار المحفظي تحكمه مجموعة من المحددات كما تصاحب تدفقاته حدوث بعض الاضطرابات والأزمات التي تضر الأسواق المالية للدول المضيفة عامة وأسواق الأوراق المالية بصفة خاصة.

تهتم الدراسة الحالية بصفة أساسية بفحص العلاقة بين سعر الصرف[٢] في سوق العملة وبين مؤشرات سوق الأسهم والسندات في الاقتصاد الوطني. إن دراسة هذه العلاقة مهمة لعدة أسباب منها، **أولا**، قد تؤثر على القرارات المتعلقة بالسياسة النقدية والمالية. ويظهر جافن (١٩٨٩) [3] أن سوق الأسهم المزدهر له تأثير إيجابي على الطلب الكلي. وفي بعض الأحيان يدافع صانعو السياسات عن عملات أقل تكلفة من

---

[١] لمزيد من المعلومات عن محددات ودوافع الاستثمار الأجنبي غير المباشر يرجي الرجوع الي: عادل عبد العال، علا. دور الاستثمار الأجنبي غير المباشر في تنشيط البورصة المصرية، مجلة بحوث اقتصادية عربية، العددان ٦٣ – ٦٤ /صيف – خريف ٢٠١٣. ص – ص ٨٣-٨٤.

٢ يعبر سعر صرف العملة الوطنية عن سعر العملة الوطنية بالنسبة لعملة بلد معين أو مجموعة بلدان. ويشير الي عدد وحدات العملة الوطنية اللازم التضحية بها للحصول علي عملة واحدة من العملات الأجنبية. أو عدد وحدات العملة الأجنبية اللازمة لشراء وحدة واحدة من العملة الوطنية. انظر

Federal Sam Y. CROSS: All About: The foreign exchange market in the United States. Reserve Bank of New York, 1998. P.9.

يعقوبي محمد، تأثير تغيرات أسعار صرف العملات على مؤشرات أسعار الأسهم في الأسواق المالية العالمية، رسالة ماجستير، جامعة حسيبة بن بوعلي بالشلف كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية. ٢٠١١/٢٠١٢. ص– ص٣ –٤.

[3] Mical Gavin, The stock market and exchange rate dynamics, Journal of International Money Finance, Volume 8, Issue 2, June 1989, pp. 181-200.

أجل تعزيز قطاع التصدير. **وثانيا،** يمكن استخدام الصلة بين السوقين للتنبؤ بمسار سعر الصرف. وسيعود ذلك بالفائدة على الشركات المتعددة الجنسيات في إدارة تعرضها للعقود الأجنبية ومخاطر أسعار الصرف التي تجعل أرباحها غير مستقرة. **ثالثا،** غالبا ما يتم إدراج العملة كأصل في محافظ الصناديق الاستثمارية. فمعرفة الصلة بين أسعار العملات والأصول الأخرى في المحفظة المالية أمر حيوي لأداء الصناديق. ويتطلب ذلك تقديرا للارتباط بين أسعار الأسهم وأسعار الصرف. وهل يختلف حجم هذا الترابط عندما تكون أسعار الأسهم هي المتغير الرئيسي أم عندما تكون أسعار الصرف هي المتغير الرئيسي؟ **وأخيرا،** قد يكون فهم العلاقة بين معدلات الصرف وأسعار الأسهم مفيدا للتنبؤ لتجنب أزمات أسواق الأسهم والسندات[1].

تهدف الدراسة إلى اختبار أثر سعر صرف الجنيه المصري ومتغيرات الاقتصاد الكلي الأخرى على جذب الاستثمار الأجنبي الغير مباشر خلال الفترة من عام 1990و حتي عام 2015. تلك الفترة التي تميزت بظروف غير عادية تمثلت في إدخال إصلاحات جذرية في النظام النقدي والمالي المصري ترتب عليه احداث تغيرات عميقة في سعر صرف الجنيه المصري وكذلك مرور الاقتصاد العالمي بأزمة مالية خانقة في عام ٢٠٠٨، علاوة علي الأزمة السياسية الداخلية (ثورة ٢٥ يناير عام ٢٠١١) التي انتهت بتغير نظام الحكم في مصر.

نعتمد في هذه الدراسة على مجموعة من الفرضيات كما يلي:

H0: لا يؤثر تغيرات أسعار الصرف على تغيرات سوق الأسهم

H1: تؤثر تغيرات أسعار الصرف على تغيرات سوق الأسهم

H0: لا تؤثر متغيرات الاقتصاد الكلي على تغيرات سوق الأسهم

H1: متغيرات الاقتصاد الكلي لها تأثير على تغير سوق الأسهم

ويمكن صياغة فرضيات الدراسة بطريقة أخري كما يلي:

- هناك علاقة عكسية بين تخفيض قيمة الجنيه المصري وزيادة تدفق الاستثمار الأجنبي غير المباشر الي الاقتصاد الوطني.
- هناك تأثير سلبي أو ايجابي لمتغيرات الاقتصاد الكلي علي مستوى تدفق الاستثمار الأجنبي غير المباشر إلي الاقتصاد المصري.

١ ويدعي كل من خالد وكاواي (٢٠٠٣)، فضلا عن إيتو ويوكو (٢٠٠٤) من بين آخرين، أن الصلة بين أسواق الأسهم وأسواق العملات هي التي ساعدت على انتشار الأزمة المالية الآسيوية في عام ١٩٩٧.

يستخدم البحث منهجين من مناهج الدراسة. الوصفي التحليلي، لوصف المشكلة باستخدام الأدوات المتاحة لجمع البيانات الخاصة بالظاهرة لمعرفة الأبعاد والأسباب المؤدية إليها، ودراسة الظروف والأحداث التي مر بها النظام الاقتصادي خلال فترة الدراسة. والمنهج الكمي التحليلي، لبيان أثر التغير في سعر صرف العملة الوطنية على جذب الاستثمار الأجنبي غير المباشر. ويغطي البحث الفترة من عام ٢٠٠٤/٢٠٠٣ إلي عام ٢٠١٧/٢٠١٦. ويستخدم البحث أسلوب بيانات السلاسل الزمنية السنوية لعدد من المتغيرات المستقلة أهمها، سعر الصرف، معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي، معدل التضخم، مؤشر الانفتاح علي العالم الخارجي، معدل سعر الفائدة الاسمي أو معدل الخصم، ومعدل العائد علي الأوراق المالية... الخ والتي تري الأدبيات الاقتصادية أن لها تأثيرا مباشرا علي الاستثمار الأجنبي غير المباشر. كما يستخدم البحث سلسلة البيانات الزمنية السنوية للمؤشر الرئيسي لسوق الأوراق المالية بديلا عن البيانات السنوية لقيمة الاستثمار الأجنبى غير المباشر باعتباره المتغير التابع خلال الفترة من عام ٢٠٠٤/٢٠٠٣ وحتي عام ٢٠١٧/٢٠١٦ .

<u>للوصول الى صحة الفروض السابقة وتحقيق أهداف البحث سوف يناقش الفصل المحاور الرئيسية التالية:</u>

– أثر التغير في سعر الصرف علي أداء سوق الأوراق المالية، وهل يمثل تحرير سعر صرف الجنيه المصري[١] مؤشراً جيداً لصالح السوق أم أن الواقع يحتاج إلى مراجعة؟

[١] ينصرف مصطلح "تحرير سعر صرف الجنيه المصري" إلي ترك تحديد سعر صرف الجنيه المصري الي قوي السوق أي قوي العرض والطلب ليتحدد تلقائيا ولا يتضمن أي تدخل من جانب السلطات النقدية في تحديد السعر.

(٥-١) مراجعة الأدبيات الاقتصادية للعلاقة بين سعر الصرف وسوق الأوراق المالية

تشير النظرية الاقتصادية الي أن معدل سعر صرف العملة الوطنية مقابل العملات الأخرى الأجنبية أحد العوامل المؤثرة في أداء الأسواق المالية المحلية[١]. فسعر الصرف يقيد النشاط الاقتصادي أو يطلقه طبقا للمستوي الفعلي أو الحقيقي لهذا المعدل. فانفتاح الاقتصادات الوطنية علي العالم الخارجي وما صاحب ذلك من الزيادات المستمرة في التجارة الدولية، وتحركات رؤوس الأموال جعل من معدلات أسعار الصرف أحد المحددات الرئيسية لربحية الشركات لذلك فإن قيمة معدلات سعر الصرف واستقرارها أو عدم استقرارها يمارس دورا هاما علي أسعار الأسهم ومن ثم يمتد ليمارس تأثيره في سوق الأوراق المالية . حيث يمكن أن ينجم عن تغيرات معدلات أسعار الصرف تقلبات في عوائد وأسعار الأوراق المالية، وذلك نتيجة للانفتاح الاقتصادي واتجاه المستثمرين نحو الاستثمار في أسواق مالية تنتمي لعدة دول، مما يتطلب تحويلات نقدية بين عملات مختلفة. وأن السياسات النقدية لكل من الدولة المضيفة والدول الأخرى تؤثر على معدل سعر الصرف بين العملتين.

ويواجه المستثمرون الأجانب في سوق الأوراق المالية لبلد ما، نوعين من المخاطرة، المخاطرة الأولى هي المخاطرة نفسها التي يواجها المستثمرون المحليون، والمتعلقة بالتقلبات الحاصلة في أسعار الأسهم والسندات نتيجة لتقلبات الأوضاع الاقتصادية المحلية. أما المخاطر الإضافية الأخرى والتي يواجها المستثمرون الأجانب وحدهم (بجانب المخاطر الأولي)، فتتعلق بالتغيرات الحاصلة في أسعار صرف عملة هذا البلد لأن قيمة الأسهم والأرباح الموزعة الخاصة بها مقومة كلها بعملة هذا البلد داخل أسواقه المالية، وأن هذه التغيرات الحاصلة في أسعار صرف عملة هذا البلد ستلغي أو تزيد المنافع التي يحصل عليها المستثمر الأجنبي من تغير أسعار الأسهم والسندات. ويمكن أن يحدث العكس أيضا، أي أن العملة الأجنبية ربما ترتفع في مقابل العملة الوطنية ومن ثم يكون عائد الاستثمار في الأسواق بالنسبة للمستثمرين الأجانب = العائد على الاستثمار + العائد الناتج عن تغير قيمة العملة المقوم بها الاستثمار[٢]. وعادة ما تستخدم العلاقة بين التغير في عوائد الأسهم والتغير في معدلات صرف العملات الأجنبية في توقع الاتجاهات المستقبلية (بالارتفاع أو الانخفاض) لمعدلات التغير في عوائد الأسهم ومعدلات صرف العملات الوطنية من قبل المستثمرين. وعلي سبيل المثال، فإن التدهور الذي يحدث في أسعار العملة عادة ما يسبق الأزمة التي تحدث في سوق الأوراق المالية.

---

1 Zubair، Abdulrasheed. Causal Relationship between Stock Market Index and Exchange Rate: Evidence from Nigeria ،CBN Journal of Applied Statistics Vol. 4 No.2 (December, 2013)

٢ عبد القادر، بسبع. قياس أثر تغيرات أسعار الصرف على تقلبات عوائد أسواق الأسهم باستخدام نموذج GARCH، مجلة دراسات وأبحاث. العدد 26 مارس 2017 السنة التاسعة.

وتؤكد الأدبيات أن تأثير العلاقة بين التغير[1] في أسعار الصرف (صعودا وهبوطا) والتقلب في عوائد أسواق الأوراق المالية يمكن أن يحدث من خلال أحد اتجاهين[2] أو كلاهما:

الأول: الاتجاه التقليدي (اتجاه الاقتصاد الجزئي) أو ما يمكن أن يطلق عليه بالمسار المباشر: حيث أن انخفاض سعر الصرف الوطني لعملة بلد ما – مع ثبات العوامل الأخرى – من شأنه أن يجعل أسعار الأصول المالية المحلية (كالأسهم والسندات) أرخص نسبيًا للمستثمرين الأجانب، مما يزيد من طلبهم على تلك الأصول، ومن ثم ارتفاع أسعارها تبعًا لذلك. ومن جانب آخر فإن انخفاض قيمة العملة لذلك البلد، يدفع بالمستثمرين (المحليين والأجانب) والمواطنين الذين يحتفظون بأرصدة نقدية محلية إلى التخلص منها، والتوجه نحو الأصول بصفة عامة (كأراضي البناء والعقارات،...الخ) والأصول المالية الأخرى بصفة خاصة (كالأسهم والسندات) في الاقتصاد، وزيادة الطلب علي هذه الأصول يؤدي الي ارتفاع أسعارها تبعًا لذلك. وهذا ما يبرر العلاقة العكسية بين أسعار الصرف وأسعار الأسهم والسندات (بافتراض ثبات العوامل الأخرى).

الثاني: (اتجاه المحفظة) اتجاه الاقتصاد الكلي، أو ما يمكن أن يطلق عليه بالمسار غير المباشر: حيث تمارس التغيرات في معدلات الصرف لدولة ما، آثارًا غير مباشرة علي سوق الأوراق المالية، من خلال الأسواق السلعية المحلية. فالتغير في معدلات الصرف لهذه الدولة (إيجابا أو سلبا) يؤدي إلي التأثير (غير المباشر) علي ارتفاع أو انخفاض القدرة التنافسية الدولية لشركات هذه الدولة في السوق العالمية، من خلال تأثيرها على رفع أو خفض أسعار مدخلات انتاج (المواد الأولية والطاقة) ومخرجات هذه الشركات[3]. كما تؤثر هذه التقلبات في معدلات الصرف علي قيمة أصول الشركات وديونها بالعملة الأجنبية، وبالتالي التأثير في أرباح الشركات وأسعارها وقيمة الأسهم بها. فارتفاع معدل صرف العملة المحلية (مع افتراض بقاء العوامل الأخرى ثابتة) يؤدي بالمصدرين إلى فقدان قدرتهم التنافسية في السوق الدولية، وبالتالي فإن مبيعات وأرباح المصدرين ستتقلص وأسعار الأسهم الخاصة بها سوف تنخفض.

---

1 Benjamin M Tabak, The dynamic relationship between stock prices and exchange rates: evidence for Brazil, Working paper series N° 124, Banco Central Do Brasil, 2006, p4.

٢ يعقوبي محمد، تأثير تغيرات أسعار صرف العملات على مؤشرات أسعار الأسهم في الأسواق المالية العالمية، رسالة ماجستير، جامعة حسيبة بن بوعلي بالشلف كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير. مرجع سبق ذكره. ص – ص ١٣٢- ١٣٣

٣ يجعل هذه المدخلات (المواد الأولية والطاقة) والمخرجات (المنتجات الوسيطة والنهائية) أكثر أو أقل تكلفة.

ومن ناحية أخرى، فإن المستوردين سوف تزداد قدرتهم التنافسية في الأسواق المحلية، وبالتالي تزداد أرباحهم وأسعار أسهم شركاتهم .وهذا يعني أن ارتفاع سعر الصرف له آثار سلبية على سوق الأوراق المالية المحلية للدول التي تمتاز بهيمنة الصادرات، وآثار إيجابية على سوق الأوراق المالية المحلية للدول التي تمتاز بارتفاع قيمة الواردات، وبالتالي فإن تغير سعر الصرف ينتج عنه آثار عكسية بين المصدرين والمستوردين[1]. كما أن هذا التأثير سيكون متباينا بين الشركات، حيث ينجم عن تخفيض قيمة العملة تأثير إيجابي للشركات ذات التوجهات التصديرية[2]. ومنه زيادة دخل هذه الشركات، مما يدعم المستوى المتوسط لأسعار الأسهم، وينعكس سلبا على الشركات التي تعتمد على سلع مستوردة كمدخلات في عملياتها الإنتاجية الأمر الذي يؤدي إلى ارتفاع تكاليفها الإنتاجية وانخفاض أرباحها وبالتالي انخفاض أسعار أسهمها.

كما يري البعض أن التفاعل بين سعر الصرف وبين سوق الأوراق المالية يمكن تفسيره من خلال نموذجين من نماذج المحافظ المالية:

<u>النموذج الأول</u>: ويمكن أن نطلق عليه نموذج ادارة التدفقات "Follow Oriented"

ويري أصحاب هذا التوجه " **ادارة التدفقات** "، أن التغيرات في أسعار الصرف تؤثر على مستويات إنتاج الشركات وكذلك الميزان التجاري للاقتصاد. ومن ناحية أخري، فإن حركة أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية تؤثر علي الطلب الكلي من خلال زيادة أو نقصان الثروة، وتأثيرات السيولة وبشكل غير مباشر على أسعار الصرف. وعلى وجه التحديد، يقلل انخفاض أسعار الأسهم من قيمة ثروة المستثمرين المحليين ويزيد من انخفاض السيولة في الاقتصاد. ويؤدي انخفاض السيولة من ناحية أخري إلى خفض أسعار الفائدة مما يساهم بدوره في تدفق رؤوس الأموال إلى الخارج ومن ثم تسهم في تخفيض قيمة العملة الوطنية[3].

<u>النموذج الثاني</u>، ويمكن أن نطلق عليه " سوق الأوراق المالية المدارة". ويري أنصار هذا الاتجاه، أن تحركات سعر الصرف– صعودا وهبوطا– تعمل علي التساوي بين جانبي الطلب والعرض للأصول المالية (الأسهم والسندات). لذلك فإن توقعات التحركات النسبية للعملة الوطنية لها تأثير كبير على تحركات أسعار الأصول المالية المحتفظ بها. ولذلك، فإن حركات أسعار الأسهم قد تؤثر أو تتأثر

1 Hwey Yun Yau & Chien Chung Nieh, Interrelationships Among Stock Prices of Taiwan and Japan and NTD/Yen Exchange Rate, Journal of Asian Economics, working paper N°17, 2006, p 536.

2 Gaurav A, et al, A Study of Exchange Rates Movement and Stock Market Volatility, International Journal of Business and Management, Vol. 5, No. 12, 2010, pp 62-63.

3 Dornbusch, R., and S. Fischer. (1980), Exchange Rates and Current Account, American Economic Review, 70, 960- 71.

بتحركات أسعار الصرف. بمعنى أنه إذا انخفض سعر العملة الوطنية بالنسبة العملة الأجنبية (الجنيه الإسترليني أو الدولار)، فإنه سيزيد العائد على العملة الأجنبية. ومن شأن هذه الأحداث أن تحفز المستثمرين على تحويل الأموال من الأصول المالية المحلية (الأسهم والسندات) الي نحو الأصول الأجنبية، مما يؤدي إلى انخفاض أسعار الأسهم المحلية. ومن ثم، فإن انخفاض قيمة العملة الوطنية يؤثر سلبا على عوائد سوق الأوراق المالية[1].

الخلاصة: مما سبق، نستنتج أن الأدبيات الاقتصادية تشير الي وجود علاقة ما بين التغير في سعر الصرف والتغير في معدلات العائد علي الأوراق المالية. وتتراوح هذه العلاقة بين السلب والإيجاب طبقا لطبيعة هذا التغير في سعر الصرف وطبيعة الأسواق المالية والمتغيرات الاقتصادية الأخرى ذات التأثير المباشر وغير المباشر علي الأسواق المالية. ومن هذا المنطلق نستعرض في الجزء التالي بعض الدراسات السابقة التي أجريت علي أسواق الأوراق المالية لبعض الدول حتي يمكن الوقوف علي حقيقة هذه العلاقة ومدي اتفاقها أو اختلافها مع الأدبيات السابقة.

(٥-٢) التعرف علي أهم الدراسات في مجال علاقة سعر الصرف بأداء الأسواق المالية

تشير دراسة [2](Lima & Kun, 2014) والتي قام الباحث فيها بإجراء تحليل تطبيقي للعلاقة المتبادلة بين تغير سعر الصرف وعائد الأسهم في أربعة أسواق ناشئة في آسيا (إندونيسيا وكوريا والفلبين وتايلاند). وقد تم اختيار هذه البلدان لأنها تمر بمرحلة تحول جذرية في نظام أسعار الصرف لديها من نظام جامد إلى مرن بعد الأزمة المالية لعام ١٩٩٧.

وعلى وجه الخصوص، فإن هدف الدراسة الرئيسي هو التأكد من وجود العلاقة التبادلية من خلال مقارنة نتائج فترة ما قبل استهداف التضخم، وفترات ما بعد استهداف التضخم، إضافة إلى الكشف عن متغيرات الاقتصاد الكلي التي تحدد هذه العلاقة. ولغرض التحليل الاقتصادي فقد تم تطبيق مجموعة واسعة من النماذج ذات طبيعة الانحدار الذاتي المشروط، GARCH-type models and vector autoregressive (VAR) model. وتكشف نتائج الدراسة عن علاقة كبيرة ثنائية الاتجاه بين تقلب

1 Adjasi, C. K.D., and B.N. Biekpe. (2005), Stock Market Returns and Exchange Rate Dynamics in Selected African Countries: A bivariate analysis, The African Finance Journal, July, Cape Town, South Africa.

2 Shu Yi Lima and Siok Kun Sekb, Exploring the Inter-Relationship between the Volatilities of Exchange Rate and Stock Return, International Conference on Applied Economics (ICOAE), School of Mathematical Sciences, Universiti Sains Malaysia, Minden, 11800 Penang, Malaysia, 2014.

أسعار الصرف وعائد الأسهم في إندونيسيا وكوريا وتايلاند. وعلاوة على ذلك، تظهر النتائج أن سعر الفائدة، وكمية النقود (عرض النقود)، والاحتياطيات الدولية، وفترات ابطاء التقلبات في أسعار الصرف، وفترات ابطاء التقلبات في عائد الأسهم، تنطوي على أسباب محتملة لإحداث تغيرات كبيرة في تقلب أسعار الصرف وتقلبات عوائد الأسهم في إندونيسيا وكوريا وتايلاند.

تناولت دراسة (Thankgod, Moses, 2015)[1] تأثير تقلبات أسعار الصرف على تقلبات أسعار الأسهم في نيجيريا. وقد استخدمت الدراسة نموذج (١،١) GARCH واختبار السببية لجرانجر على مجموعة البيانات الشهرية التي تمتد من عام ١٩٨٥ وحتي عام ٢٠١٢، وقد أظهرت النتائج أنه، بينما كان لتوقع سعر الصرف أثراً إيجابياً على عوائد الأسهم كان أثر تقلب أسعار الصرف غير معنويا إحصائيا. وأظهرت نتائج أخرى أن تدفق المعلومات له تأثير كبير على أسعار الصرف غير المؤكدة فى فى المستقبل. غير أن تقلب أسعار الصرف يؤثر سلبا على تقلبات أسعار الأسهم. أيضا توجد علاقة سببية أحادية الاتجاه من أسعار الأسهم إلى سعر الصرف. ولذلك استنتجت الدراسة أنه على الرغم من أن توقعات سعر الصرف تساعد على التنبؤ بالعائدات علي أسعار ألأسهم فإن تقلب أسعار الصرف له أثر سلبي على تقلبات الأسعار للأسهم في نيجيريا.

بينت دراسة (Courage Mlambo, 2013)[2] آثار تقلبات أسعار الصرف علي الأسهم والسندات في سوق الأوراق المالية لجنوب أفريقيا

وقد اهتمت الدراسة بآثار تقلبات سعر الصرف علي بورصة جوهانسبرغ. وأشارت الدراسة الي أنه بمراجعة الأدبيات حول تقلبات أسعار الصرف وأسواق الأوراق المالية تم تحديد النموذج المستخدم. وقد تم استخدام النموذج العام للانحدار الذاتي المشروط [3]، في تحديد العلاقة بين تقلبات أسعار الصرف، وأداء سوق الأوراق المالية. استخدمت الدراسة بيانات شهرية في جنوب أفريقيا للفترة من عام ٢٠٠٠ وحتي عام ٢٠١٠. وقد تضمنت الدراسة عددا كافيا من بيانات المشاهدات المتتالية للمتغيرات المختارة. وأظهرت نتائج الدراسة وجود علاقة ضعيفة جدا بين عدم استقرار سعر الصرف وتقلبات السوق. وتدعم الدراسة في ذلك نتائج الدراسات السابقة. وقد أظهرت أن المغالاة في تقييم العملة بأكثر من قيمتها له أثر سلبي على رأس المال السوقي (Market capitalization) وكذلك إجمالي إنتاج التعدين. والمثير للدهشة أن أسعار

1 Apere T. Oyinpreye and Karimo T. Moses. The Effect Of Exchange Volatility on Share Price Fluctuations In Nigeria, Proceedings of 28th TheIIER International Conference, Paris, France, 21st June 2015, ISBN: 978-93-82702-39-0

2 Courage Mlambo, Andrew Maredza and Kin Sibanda, Effects of Exchange Rate Volatility on the Stock Market: A Case Study of South Africa, Department of Economics, North West University, South Africa,2013

3 The Generalized Autoregressive Conditional Heteroskedascity Model, (GARCH)

الفائدة الأمريكية وجد أن لها تأثير إيجابي على القيمة السوقية. وأوصت الدراسة بأنه طالما أن سوق الأسهم في جنوب أفريقيا لا تتعرض حقا للآثار السلبية لتقلب العملات، فيمكن للحكومة استخدام سعر الصرف كأداة لسياسة جذب الاستثمارات الأجنبية. ويمكن أن تسوق بورصة جوهانسبرج كسوق آمنة للمستثمرين الأجانب. وعلى الرغم من أن هناك علاقة ضعيفة بين تقلب عملة (الراند) وسوق الأوراق المالية في جنوب أفريقيا، فإن هذا لا يعني بالضرورة أن المستثمرين ومديري المحافظ المالية ليسوا بحاجة لرصد التطورات بين هذين المتغيرين. فالدراسة توصي المستثمرين والمصرفين ومديري المحافظ المالية بضرورة توخي اليقظة فيما يتعلق بتداعيات سعر الصرف الأجنبي علي سوق الأسهم.

دراسة (Kiru Sichoongwe, 2016)[1]، عملت علي بيان آثار تقلب سعر الصرف علي سوق ألأسهم في سوق الأوراق المالية الزامبية. والدراسة استخدمت بيانات السلاسل الزمنية التي تمتد من عام ٢٠٠٠ وحتي عام ٢٠١٥. وتم استخدام نموذج GARCH (1,1) في تحديد العلاقة بين تقلبات أسعار الصرف والعوائد السوقية للأوراق المالية. ووجدت أن هناك علاقة سلبية بين تقلبات أسعار الصرف وأرصدة عائد سوق الأوراق المالية. وتتماشى نتائج البحث مع الدراسات السابقة التي أجريت في هذا المجال. وبناء على ذلك، فمن توصيات الدراسة ضرورة استقرار حركة سعر الصرف واستخدامها كأداة لسياسات جذب المحفظة الأجنبية للاستثمار من قبل صانعي السياسات المعنيين. كما أن هناك حاجة إلى زيادة استخدام أدوات التحوط الفعالة من خلال الشركات العاملة في سوق الأسهم وبالتالي القضاء على الآثار السلبية لعدم استقرار العملة.

دراسة (Gaurav Agrawal،٢٠١٢)[2]، ركزت علي حركة أسعار الصرف وتقلبات سوق الأسهم. وتحلل هذه الدراسة العلاقة بين عائدات البورصة "نيفتي" وحركة أسعار صرف الروبية الهندية بالنسبة للدولار الأمريكي. وقد أخذت فترة الدراسة الفترة من أكتوبر ٢٠٠٧ إلى مارس ٢٠٠٩ باستخدام مؤشرات الإغلاق اليومية. ووجدت الدراسة أن علاقة الارتباط بين عائدات البورصة "نيفتي" وأسعار الصرف كانت سلبية. بالإضافة الي ذلك فقد تم اختبار العلاقة السببية بين المتغيرين باستخدام اختبار سببية جرانجر. ومع مزيد من الدراسة في العلاقة السببية بين الاثنين أظهرت أن العلاقة أحادية الاتجاه بين عوائد البورصة "نيفتي" وأسعار الصرف، التي تعمل من الأول الي الثاني.

---

1 Kiru Sichoongwe, Effects of Exchange Rate Volatility on the Stock Market: The Zambian Experience. Journal of Economics and Sustainable Development, Vol.7, No.4, 2016

2 Gaurav Agrawal, Aniruddh Kumar Srivastav and Ankita Srivastava, A Study of Exchange Rates Movement and Stock Market Volatility. ABV-Indian Institute of Information Technology and Management, International Journal of Business and Management Vol. 5, No. 12; Gwalior, India, December 2010.

دراسة (Nigeria, 2010)[1]، علي تقيم العلاقة بين تقلبات أسعار الصرف، وأداء سوق الأوراق المالية وإجمالي الإنتاج في نيجيريا. وتم استخدام البيانات الفصلية لسلاسل زمنية مع استخدام نموذج ARCH and GARCH، ونموذج Bayesian VAR, ونموذج السببية لجرانجر، Causality and Granger Causality model. ووجدت الدراسة أن سعر الصرف وأسعار الاسهم غير مستقرين وأن التناقص الإجمالي فيهما يؤثر على اجمالي المخرجات. وهناك أيضا، درجة عالية من العلاقة الإيجابية بين التبادل الدولى وحركة أسعار الاسهم في السوق وإجمالي المخرجات. أكثر من ذلك، فإن تقلب سعر الصرف وسببية جرانجر تسببان تحرك في أسعار الأسهم وتحرك اجمالي المخرجات والعكس بالعكس. وعلاوة على ذلك، فان تقلبات أسعار الصرف وأداء سوق الأوراق المالية له تأثير إيجابي على الإنتاج الكلي. وأخيرا، هناك أثر سببي مشترك لتقلب سعر ألصرف وأسعار الأسهم والاحتياطيات الدولية من العملات الأجنبية، على إجمالي الإنتاج في نيجيريا. وكذلك استنتجت الدراسة، أن النمو الاقتصادي يتحقق من خلال سعر صرف جيد وفعال يشجع الاستثمار الأجنبي المباشر ويشجع علي التدفق المالي في سوق الأوراق المالية. ومع ذلك، تم الاستنتاج بأن هناك وجود واستمرار صدمات تقلب في أسعار الصرف للعملة المحلية (نيرا) مقابل الدولار الأمريكي في نيجيريا خلال الفترة من عام ١٩٨٥ وحتى عام ٢٠١٥. ولذلك فإن هذا يدعو بالتالي إلى اتخاذ تدابير أخرى (غير سياسات الإدارة النقدية التقليدية) لإدارة النقد الأجنبي وخاصة من حيث تلبية الطلب المرتفع على العملة الأجنبية والذي يوصف ويوجه أداء الميزان التجاري والأداء الاقتصادي العام في نيجيريا.

بحثت هذه الدراسة (Odili, 2015)[2] تأثير تقلب أسعار الصرف وأداء سوق الأوراق المالية على تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر إلى نيجيريا باستخدام بيانات السلاسل الزمنية من عام ١٩٨٠ وحتي عام ٢٠١٣. واستخدمت طريقة المربعات الصغري العادية وآلية تصحيح الأخطاء في تقديراتها. وأظهرت النتائج أن تقلب أسعار الصرف له أثر سلبي وهام على تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر إلى نيجيريا على المدى الطويل وعلى المدى القصير. وكشفت أيضا عن أن معامل القيمة السوقية (قيمة رأس المال السوقي)، (والذي ينوب عن أو يمثل الأداء في سوق الأوراق المالية) كان يحمل اشارة موجبة ومعنويا احصائيا. ومن الواضح أن سوق رأس المال المستقر والمتطور سوف يجتذب بالتأكيد الاستثمار الأجنبي

1 Abiola Babatunde Abimbola and Ajibola Joseph Olusegun, Appraising the Exchange Rate Volatility, Stock Market Performance and Aggregate Output Nexus in Nigeria. Department of Economics, University of Lagos, Akoka, Nigeria College of Postgraduate Studies, Caleb University, Business and Economics Journal, Lagos, Nigeria, Bus Eco J 2017, 8:1 2017.

2 Odili, Exchange Rate Volatility, Stock Market Performance and Foreign Direct Investment in Nigeria, International Journal of Academic Research in Accounting, Finance and Management Sciences , Vol. 5, No.2, April 2015, pp. 172–184.

المباشر إلى نيجيريا. وتوصي الدراسة بضرورة متابعة نظام لإدارة سعر صرف سليم والسياسات المرتبطة به مما يؤدي إلى زيادة الإنتاج المحلي للسلع التصديرية. وتوصي الدراسة أيضا بتعميق سوق رأس المال لتوفير الأموال اللازمة للاستثمار وتجنب إضفاء الطابع التجاري على الاقتصاد من أجل الحد من الضغط على عائدات النقد الأجنبي.

بحثت دراسة (Kennedy and Nourizad, 2016)[1]، بشكل تطبيقي تأثير تقلبات سعر صرف الدولار الأمريكي مقابل اليورو والتقلب في سوق الأوراق المالية الأمريكية. عن طريق نموذج (GARCH ١.١) وباستخدام بيانات أسبوعية تغطي الفترة من يناير ١٩٩٩ حتى يناير ٢٠١٠، وقد وجدت الدراسة أن الهجوم الإرهابي في ١١ سبتمبر، ومطالبات البطالة المتقلبة، وعائدات سوق الأسهم السلبية، كل ذلك أدي الي زيادة التقلب في عائد الأسواق المالية. من ناحية أخرى، لم يتم العثور على نتائج حاسمة فيما يتعلق بتأثير التقلبات في عرض النقود (M2)، أو التوقعات غير الصحيحة للتغيرات في معدل الأموال الاتحادية. وأخيرا، وجد أنه عندما يتم التحكم في الدوافع الرئيسية للتقلب المالي فإن زيادة تقلبات أسعار الصرف تؤثر تأثيرا إيجابيا وإحصائيا ومعنوياً على تقلب عوائد الأسهم. ويتعين على واضعي السياسات النقدية أخذ هذا الأثر في الاعتبار عند صياغة إجراءات سعر الصرف في إطار السياسات السائدة للتعويم المدار لسعر الصرف.

تبحث هذه الدراسة (Zubair, 2016)[2]، العلاقة السببية بين مؤشر سوق الأوراق المالية، وسعر صرف العملة الوطنية. وتستخدم هذه الدراسة تحليل التكامل المشترك لجوهانسين لاختبار إمكانية التكامل المشترك وسببية – جرانجر، لتقدير العلاقة السببية بين مؤشر سوق الأوراق المالية والمؤشرات النقدية (سعر الصرف و M2) قبل وأثناء الأزمة المالية العالمية لنيجيريا، وذلك باستخدام البيانات الشهرية للفترة من عام ٢٠٠١ وحتي عام ٢٠١١. وتشير نتائج الدراسة إلى عدم وجود علاقة طويلة الأمد قبل الأزمة وأثناءها. وتظهر اختبارات السببية لجرانجر وجود علاقة سببية أحادية الاتجاه من M2 إلى (Share Index) قبل الأزمة، بينما خلال فترة الأزمة هناك غياب السببية بين المتغيرات. وهذا يشير إلى أن (ASI) تظهر استجابة ل M2. وهكذا، فإن غياب الصلة المباشرة بين ASI وسعر الصرف يدل على أن السوق غير فعالة وربما لا تستمد أو تسترشد بالأساسيات.

1 K. Kennedy, F. Nourizad, Exchange rate volatility and its effect on stock market volatility, Int. J. Hum. Cap. Urban Manage., pp: 37-46, Winter 2016.

2 Abdulrasheed Zubair, Relationship between Stock Market Index and Exchange Rate: Evidence from Nigeria. CBN Journal of Applied Statistics Vol. 4 No.2 (December, 2013).

اهتمت الدراسة التي قام بها (Desislava Dimitrova, 2005)[1]، بفحص ما إذا كان هناك ارتباط بين سوق الأسهم وأسعار الصرف، يفسر التقلبات التي تحدث في أي من السوقين. استخدمت الدراسة نموذجا متعدد المتغيرات وفي اقتصاد مفتوح وقصير المدى يسمح بالتوازن المتزامن في سوق السلع والمال وأسواق الصرف وأسواق الأوراق المالية في اقتصادات كلا من الولايات المتحدة والمملكة المتحدة خلال الفترة من يناير ١٩٩٠ إلى أغسطس ٢٠٠٤. استخدمت الدراسة معادلة مطورة لنموذج متعدد المتغيرات ومتزامن يسمح بدراسة العلاقة في سياق نظري سليم وإطار هيكلي اقتصادي كلي. وكانت النتائج التطبيقية ضعيفة إلى حد ما. ودعمت الدراسة الفرضية القائلة بأن تخفيض قيمة العملة قد يؤدي إلى انخفاض في سوق الأسهم – حيث ستتفاعل سوق الأسهم مع انخفاض أقل من واحد في المائة إلى انخفاض سعر الصرف بنسبة ١ في المائة. وهذا يعني أيضا أن ارتفاع سعر الصرف يعزز سوق الأسهم. أما بالنسبة للافتراضات الأخرى، والخاصة بأن ازدهار سوق الأوراق المالية يؤدي إلى انخفاض قيمة العملة، فلم تجد الدراسة دعما لهذه الافتراضات، وكانت النتائج غير معنوية.

<u>والعلاقة السلبية التي وجدتها الدراسة:</u>

أولا: تقترح أن هذه السياسة ستكون مفيدة أيضا لسوق الأوراق المالية. ومع ذلك، إذا استهدفت السلطات النقدية ارتفاع سعر الصرف في وقت ارتفاع أسعار الأسهم، فقد تصبح هذه السياسة غير فعالة.

ثانيا: قد تعتبر الشركات متعددة الجنسيات – المهتمة بالتنبؤ بأسعار الصرف– سوق الأسهم كمؤشر للتنبؤ فعندما ترتفع مؤشرات السوق، فمن المتوقع أن تنخفض قيمة العملة. ومن المتوقع أن تكون العلاقة موجبة عندما تتذبذب أسعار الأسهم أولا، وسلبية عندما تتذبذب أسعار العملات أولا. وأخيرا، فإن هذه العلاقة تبرهن علي أهميتها الشديدة في حالة الأزمات المالية. فإذا ما انخفض سعر الصرف بشكل حاد، فإنه سيؤدي إلى انخفاض طفيف في سوق الأسهم. وبسبب علاقة السببية المشتركة، فإذا كان هناك انهيار لسوق الأسهم، فإن سعر الصرف يتم تقديره بأعلى من قيمته وسوف يسبب ذلك انتعاشا في سوق الأسهم. وهكذا، فإن العلاقة المشتركة بين السوقين تساعد علي الانتعاش الذاتي لهما خلال الأزمة المالية.

1 Desislava Dimitrova. The Relationship between Exchange Rates and Stock Prices: Studied in a Multivariate Model. Political Economy, Vol. 14, August 2005

من العرض السابق للدراسات التطبيقية لأسواق الأوراق المالية في الفترة الزمنية الأخيرة يتبين لنا:

- أن بعض الدراسات التطبيقية التي سبقت الإشارة إليها درست العلاقة بين التقلبات في أسعار الصرف وتأثيرها علي سوق الأوراق المالية من خلال استخدام عوائد الأسهم (كمتغير تابع) ممثل للسوق وسعر الصرف كمتغير مستقل. وأظهرت نتائج معظم هذه الدراسات معنوية هذه العلاقة. بينما اشتملت الدراسات الأخرى بالإضافة الي سعر الصرف على مجموعة واسعة من المتغيرات الاقتصادية شملت (معدل سعر الفائدة الاسمي، وكمية النقود (عرض النقود في المجتمع)، والاحتياطيات الدولية، وحجم الناتج المحلي الإجمالي) كمتغيرات مستقلة. بينما تمثلت المتغيرات التابعة في هذه النماذج فى رأس المال السوقي وأحيانا عوائد الأسهم. وأظهرت هذه الدراسات وجود علاقة بين الاستقرار أو التقلب في أسعار الصرف والأداء في سوق الأوراق المالية (عوائد الأسهم وأسعارها) في هذه الدول وهذا ما يتفق مع التحليل الاقتصادي للعلاقة بين المتغيرين والذي سبقت الإشارة إليه.
- فى ضوء السياق السابق تعتقد الدراسة الحالية بأهمية فحص العلاقة بين سعر الصرف وأداء سوق الأوراق المالية للاقتصاد المصري خلال فترة الدراسة وبيان تأثير سعر الصرف والمتغيرات المفسرة الأخرى على أدائه خلال فترة الدراسة (٢٠٠٣/٢٠٠٤- ٢٠١٦/٢٠١٧).

(٥-٣) التطور في سوق الأوراق المصرية وأسعار صرف الجنيه المصري

تعد آلية سوق الأوراق المالية أحدي أهم وأنسب الآليات المستخدمة في إحداث عملية التنمية. وتنبع أهمية هذا السوق من مقدرته على تجميع وتنمية رأس المال المدخر من مصادره المتنوعة، وتوزيعه – بدرجة عالية من الرشد- على مجالات الاستثمار الفعالة، الأمر الذي يساعد علي تنفيذ خطط وبرامج التنمية الاقتصادية. ويبدو واضحا دور سوق الأوراق المالية وأهميتها للتنمية من خلال نقل الأموال الفائضة من قنوات الادخار المتعددة وتوظيفها في قنوات الاستثمار ذات الحاجة إلى تلك الأموال. وبالإضافة إلي ما سبق، فإنها تعمل علي إعادة توزيع الموارد المالية من المؤسسات ذات الربحية المتدنية إلي المؤسسات ذات الربحية العالية مما يؤدي إلي زيادة معدلات النمو ورفع كفاءة الموارد الاقتصادية [1].

[1] الجزار، حجازى عبد الحميد، "دور سوق الأوراق المالية فى تمويل الاستثمارات والتنمية الاقتصادية فى الدول النامية خلال الفترة (من ١٩٨٨ وحتى عام ٢٠١٢)" ، مجلة بحوث اقتصادية عربية ، العددان ٧٦-٧٧ ، خريف ٢٠١٦/شتاء ٢٠١٧ ، مركز الدراسات الوحدة العربية ، بيروت لبنان ، ص ص ٤٧-٨١.

El- Erain, M. Financial Market Development in the Middle East, in, "Development of Financial Market in the Arab countries, Iran and Turkey", Economic Research for Arab countries, Iran and Turkey, 1995, p. 1.

ويمكن تقسيم مراحل تطور سوق الأوراق المالية بمصر إلى أربعة مراحل رئيسية [1]وهي:

- **المرحلة الأولى:** وهى مرحلة التأسيس: حيث تأسست بورصة الإسكندرية عام 1883 م تابعتها بورصة القاهرة في عام 1898 م.
- **المرحلة الثانية:** مرحلة تدخل الدولة للرقابة علي سوق الأوراق المالية و تحديد ما يوزع من أرباح على المساهمين. وقد أدى ذلك إلى انكماش سوق التداول بسبب ضعف العائد بالإضافة إلى تحويل بعض الأسهم إلى سندات على الدولة. وتبني الدولة لإجراءات التأميم بداية من عام 1960.
- **المرحلة الثالثة:** ويمكن تقسيمها إلى فترتين رئيسيتين: الأولى: من بداية عام ١٩٧٣ وحتى عام 1982. وقد صدر خلال هذه الفترة مجموعة من القوانين والقرارات التي هدفت إلى تنمية سوق المال في مصر وهي: قانون 43 لسنة 1974م بشأن استثمار رأس المال العربي والأجنبي في السوق. وقانون 157 لسنة 1981م الخاص بالضرائب. و قانون 121 لسنة 1981م بشأن تعديلات اللائحة العامة للبورصات. وأخيرا قانون رقم 159 لسنة 1981 بشأن شركات المساهمة وشركات التوصية. وقد شهدت هذه المرحلة بداية انطلاق سوق التداول المصرية كما صدر قانون تعديل اللائحة العامة للبورصات رقم 121 لسنة 1986م، وشهدت أيضا هذه المرحلة إنشاء هيئة سوق المال الذي تعمل على الإشراف وتطبيق القوانين إلى جانب هيئة الاستثمار.
- **المرحلة الرابعة:** وتعد أهم مراحل نشأة وتطور سوق الأوراق المالية في مصر حيث تمثل مرحلة الانطلاق والازدهار. وقد صدر في هذه المرحلة القانون رقم 95 لسنة 1992 الخاص بسوق رأس المال والذي استهدف توفير المقومات الرئيسية لتنشيط وتنمية سوق رأس المال من خلال ضمان الشفافية والإفصاح لبث الثقة لدى المستثمرين، كما عمل القانون أيضا على تنظيم إصدار وتداول الأوراق المالية واستحداث بعض الأحكام الجديدة المتعلقة بتنظيم إنشاء الشركات المساهمة. وبالإضافة إلى كل ذلك، فقد تم استحداث مؤسسات وأنشطة جديدة في مجال الأوراق المالية ساعدت على تحسين وتطوير الأداء وهي: مؤسسات رأس المال المخاطر، ومؤسسات المقاصة والتسوية، ومؤسسات ترويج وتغطية الاكتتاب في الأوراق المالية والاشتراك في تأسيس الشركات ومعاملات الأوراق المالية، ومؤسسات تكوين وإدارة محافظ الأوراق المالية، ومؤسسات صناديق الاستثمار والسمسرة. ثم تلى ذلك توحيد البورصتين (القاهرة والإسكندرية) تحت قيادة واحدة بصدور القرار الجمهوري رقم ٥١ لسنة 1997 بشأن تنظيم سوق التداول، حيث تم الربط بينهما من خلال شبكة معلومات الكترونية على نحو يتيح للمتعاملين الإحاطة بما يدور في البورصتين. وشملت هذه الفترة أيضا إدخال الكثير من التعديلات على نظام التداول بالبورصة ونظم جديدة للمقاصة والحفظ المركزي، ودخول سوق الأوراق المالية المصرية ضمن مؤشرات مؤسسة التمويل الدولية.

[1] ولمزيد من المعلومات عن تطور سوق الأوراق المالية ارجع الي، الجزار، حجازي عبد الحميد، دور سوق الأوراق المالية في تمويل الاستثمار والتنمية الاقتصادية في الدول النامية خلال الفترة من ١٩٨٨ وحتى عام ٢٠١٢. المرجع السابق.

وفي الفترة الأخيرة فقد شهدت سوق الأوراق المصرية تطورات هامة في إطار تنظيم نشاط المعاملات بسوق الأوراق المالية والحفاظ علي حقوق المتعاملين فيه وقد تمثلت هذه التطورات في اتخاذ عدة قرارات خلال الفترة يوليو/ سبتمبر من السنة المالية ٢٠١٦/٢٠١٧ والتي من أهمها[١]:

- إنشاء الدليل المصري لحوكمة الشركات. ويعتبر اصدار هذا الدليل لحوكمة الشركات أول تحديث متكامل منذ عام ٢٠٠٥. ويتضمن الدليل الإطار العام للحوكمة وموضوعاتها المتصلة من إدارة رشيدة وشفافية، بالإضافة الي مجموعة من القواعد الاسترشادية طبقا لأفضل الممارسات الدولية والإقليمية للتطبيق في الشركات الخاصة والعامة.
- اصدار القرار التنفيذى رقم (١٧٧) لسنة ٢٠١٦ بشأن تعديل القواعد والإجراءات التنفيذية لعمليات إصدار وتحويل شهادات الإيداع الأجنبية اعتبارا من ٢٠١٦/٨/١٠ والذي تضمن ألا تزيد نسبة الأسهم الصادر مقابلها شهادات إيداع أجنبية إلي إجمالي أسهم رأس مال أية شركة عن نسبة أسهم الشركة حرة التداول بالبورصة المصرية الي رأس المال والمعلن عنها بنهاية كل أسبوع، وفي حال تجاوز النسبة المشار اليها لأية شركة عند تنفيذ القرار لا يتم إصدار شهادات إيداع أجنبية جديدة إلا بعد الوصول للنسبة المقررة.
- تعديل قرار مجلس إدارة الهيئة رقم (١١) لسنة ٢٠١٤ بالقرار رقم (٩٤) لسنة ٢٠١٦ بشأن قواعد قيد وشطب الأوراق المالية بالبورصة المصرية حيث تم اضافة مادة جديدة برقم (٣٤ مكررا) تتضمن الزام الشركات المقيد أسهمها بالبورصة بإفصاحات خاصة حيث يكون للهيئة أن تطلب من الشركة تقديم دراسة (عن طريق أحد المستشارين الماليين المستقلين المقيديين بسجلات الهيئة) للقيمة العادلة لسهم الشركة وذلك في حال وجود تغير سعري في اتجاه واحد بنسبة أكبر من ٥٠% خلال مدة زمنية لا تتجاوز ثلثة أشهر أو بنسبة أكبر من ٧٥% خلال مدة زمنية لا تتجاوز ستة أشهر بما لا يتناسب مع اتجاه مؤشرات السوق أو القطاع الذي تنتمي اليه الشركة المصدرة.

وبهذه الإجراءات، تم توفير المقومات الأساسية لاستقبال المستثمرين العرب والأجانب للتعامل في سوق الأوراق المالية حيث يتم الشراء والبيع في ظل مناخ من الشفافية والإفصاح لدي المتعاملين. بالإضافة الي امكانية تكوين محافظ الأوراق المالية، وصناديق الاستثمار.

مدى تأثر البورصة المصرية بقرار تعويم الجنيه المصري

يعتبر سعر الصرف من أهم المتغيرات الاقتصادية التي تلعب دورا رئيسيا في الاقتصاد الوطني. وتعكس تحركات سعر الصرف (في معظم الحالات) مدى جودة الأداء الاقتصادي الكلي. وتحدد نظم أسعار

١ البنك المركزي المصري، المجلة الاقتصادية، المجلد السابع والخمسون، العدد الأول ٢٠١٦ /٢٠١٧، ص ص ٣٧-٣٨

الصرف الإطار والكيفية التي تتم بها تحركات أسعار الصرف. ومن المعروف أن نظم أسعار الصرف تبدأ من نظام أسعار الصرف الثابتة، وتنتهي عند نظام أسعار الصرف المرنة.

ومع تعويم سعر صرف الجنيه المصري أمام العملات الأجنبية في يناير من عام ٢٠٠٣، فقد أقبل كل من العرب والأجانب على شراء الأوراق المالية من بورصة القاهرة بكميات كبيرة[١]. حيث أدي تحرير سعر الصرف الوطني إلى خلق رد فعل مباشر تمثل في محاولة الاستفادة من فرصة ترك تحديد سعر الصرف للعرض والطلب بالكامل أي عن طريق آليات السوق وليس بالتدخل الإداري. بالإضافة الي أنه قد تم اتخاذ سلسلة من التخفيضات علي العملة الوطنية بلغ مقدارها ستين بالمائة من قيمة الجنيه خلال عامين. وبناء عليه، فقد شهدت سوق الأوراق المالية المصرية رواجا خلال تعاملاتها الأولى بعد هذا القرار وصعدت المؤشرات العاملة في السوق إلى مستويات لم تشهدها منذ فترة طويلة[٢]. وانتعشت تعاملات المستثمرين الأجانب الذين تفوقت مشترياتهم من الأسهم على المبيعات وقد يرجع ذلك إلى توافر الدولار لدى المستثمرين مما مكنهم من الإقبال على التعامل في البورصة متوقعين نشاط أكثر وانتعاشه أكبر خلال التداول. وقد ارتفع المؤشر العام للبورصة المصرية في تعاملاته وصعد مؤشر الاكتتاب العام الذى يضم أكثر الشركات تداولا والأكثر تعبيرا عن حال السوق صعودا على نحو حاد وحدوث ارتفاع كبير فى قيمة وكمية الأسهم المتداولة إضافة إلى عدد الصفقات المتداولة[٣]. ويرجع ذلك الي أن انخفاض قيمة الجنيه قد ترتب عليه عددا من المزايا للاقتصاد المصري منها، زيادة الصادرات المصرية نتيجة لانخفاض أسعارها النسبية. وتقليل الواردات من المواد الخام واستعمال البدائل المحلية مع ترشيد الاستهلاك بالاعتماد على المنتجات الوطنية نتيجة لرخص أسعارها مقارنة بالسلع المستوردة. بالإضافة الي تشجيع السياحة الوافدة إلى مصر نتيجة رخص الأسعار المحلية، ومن ثم زيادة تدفق رؤوس الأموال الأجنبية إلى مصر والمحافظة علي احتياجات الدولة من النقد الأجنبي[٤].

وبدا هذا واضحا أيضا في الفترة الأخيرة منذ تم تعويم الجنيه المصري في أواخر عام ٢٠١٦ وتركه حرا ليتحدد عن طريق قوي العرض والطلب في أسواق تداول العملات. فقد زادت تدفقات كل من الاستثمار الأجنبي المباشر وغير المباشر الي مصر. حيث سجلت استثمارات محفظة الأوراق المالية صافى تدفقات للداخل بنحو ١٦،٠ مليار دولار (٦،٨ % من الناتج المحلي الإجمالي) في عام ٢٠١٧، مقارنة بصافي تدفقات للخارج بحوالي ١،٣ مليار دولار (-٠،٤ % من الناتج المحلى الإجمالي) في العام المالي

---

١ الجبالي، عبد الفتاح ٢٠٠٣. الجنيه المصري من التثبيت إلى التحرير، كراسات استراتيجية، العدد رقم ١٢٤ ، مركز الأهرام للدراسات السياسية والاستراتيجية، مؤسسة الأهرام، القاهرة، ص ص ٦-١٦

٢ البنك المركزي المصري، المجلة الاقتصادية (٢٠٠٣/٢٠٠٤) والأعداد التالية لها.

٣ البنك المركزي المصري. التقرير السنوب لعام ٢٠٠٧/٢٠٠٨، ص. ص ٢٢-٢٣.

٤ وزارة المالية، التقرير المالي ديسمبر٢٠٠٥.

٢٠١٦. ويرجع ذلك الي ارتفاع استثمارات الأجانب فى البورصة المصرية لتسجل صافى مشتريات قدره ٤٩٧,٣ مليار دولار، وزيادة استثمارات الأجانب فى أذون الخزانة المصرية لتسجل صافى مشتريات قدره ١٠,٠ مليار دولار .كما قامت الحكومة المصرية بإصدار سندات بالخارج خلال الفترة التي اعقبت تحرير سعر الصرف بلغت استثمارات الاجانب فيها نحو ٦,٨ مليار دولار[١]

ومن ناحية أخري فقد تركت سياسة تخفيض قيمة الجنيه بعض الأثار السلبية علي الاقتصاد المصري من أمثلة ارتفاع تكاليف الإنتاج المحلي الذي يعتمد في مدخلاته على المواد المستوردة، وارتفاع تكلفة المعيشة بالنسبة لأفراد القطاع العائلي نتيجة لارتفاع أسعار الواردات من السلع الاستهلاكية خاصة السلع التي ليس لها بديل محلي.

من العرض السابق يتضح:

- أن تحرير سعر صرف الجنيه المصري وتوفير المقومات الأساسية لاستقبال المستثمرين العرب والأجانب للتعامل في سوق الأوراق المالية بالإضافة الي امكانية تكوين محافظ الأوراق المالية، وصناديق الاستثمار. قد ساهم كل ذلك في التحسن النسبى فى أداء سوق الأوراق المالية والمتغيرات الاقتصادية الأخرى.
- ضرورة قياس واختبار العلاقة بين تطور سعر الصرف والتطور في سوق الأوراق المالية للاقتصاد المصري باستخدام طرق قياس تتفق وطبيعة البيانات المتاحة ومدي اتساقها مع البعد الزمني المستخدم.

(٥-٤) قياس العلاقة بين سعر صرف الجنيه المصرى وأداء سوق الأوراق المالية

(٥-٤-١) منهجية القياس

يلاحظ أن أسعار صرف العملات في تغير من فترة لأخري طبقا للظروف الاقتصادية وقوي العرض والطلب في سوق النقد. ومن الملاحظ أن العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية تنشأ وفق أسس سببية، حيث تمارس هذه المتغيرات تأثيرها علي بعضها البعض، مما يجعل بعضها وتحت ظروف معينة سبباً في حدوث تطور أو تدهور في قيمة المتغير الأخر. وعليه فإن فهم هذه العلاقة السببية بين المتغيرات الاقتصادية له اهمية كبيرة في التوصل الى الاستخدام السليم للأدوات المؤثرة في الظاهرة محل القياس.

١ وزارة المالية، التقرير المالي الشهري 2017

ويعتمد الباحث في هذه الدراسة على منهج القياس الكمى بهدف قياس أثر سعر الصرف على جذب الاستثمار الأجنبي الغير مباشر خلال الفترة من عام ٢٠٠٣/٢٠٠٤ وحتي عام ٢٠١٦/٢٠١٧، بواسطة نموذج قياسي بسيط وآخر متعدد المعلمات. الأول يعتمد علي بيانات شهرية للمتغيرات والثاني يستخدم بيانات سنوية. كما تم استخدام متغيرات المعادلات بالصورة اللوغاريتمية، حيث تم اختبار العلاقة بين التغير في سعر الصرف والمتغيرات الاقتصادية الأخرى متمثلة في معدل التضخم وصافي الاحتياطيات الدولية، ومعدل النمو الاقتصادي، ودرجة الانفتاح الاقتصادي، ومعدل العائد علي الأوراق المالية بالبورصة خلال فترة الدراسة[١]. بالإضافة إلى متغير وهمي ينوب أو يعبر عن الأزمات الخارجية وتأثيرها (ايجابا أو سلبا) علي قيمة الاستثمار الأجنبي غير المباشر القادم الي مصر. وإدراج عنصر الخطأ العشوائي الذي ينوب على العناصر الغير مدرجة في النموذج والتي يمكن أن تؤثر علي جذب أو طرد الاستثمار غير المباشر خلال فترة الدراسة. والعنصر الثابت في النموذج يمثل الحد الأدنى من مستوى الاستثمار الأجنبي غير المباشر القادم الي الاقتصاد الوطني في حالة عدم حدوث أي تطور في قيمة المتغيرات المستقلة. وذلك بالطبع باستخدام بيانات صادرة عن هيئات حكومية محلية أو هيئات دولية ذات اختصاص بحصر وتجميع البيانات وتصنيفها للاستخدام.

(٥-٤-٢) النموذج المستخدم في تقدير معاملات المتغيرات المستقلة

توصيف النموذج

البحث يسعي إلي استخدام العمل التطبيقي[٢] لأثبات فرضية الدراسة والمتمثلة بأن تدفق رأس المال الاجنبي غير المباشر(Indirect) الي مصر، والذي يمثل المتغير التابع، يتأثر وبمعنوية احصائية (بعلاقة سالبة أو موجبة) بالتغيرات الحاصلة في سعر الصرف الوطني. وبتطبيق صيغ رياضية متعددة وتوظيف أدوات تحليل السلاسل الزمنية لتحقيق الهدف من البحث. وتطبيق طريقة المربعات الصغرى الاعتيادية في التقدير[٣] أو نموذج تصحيح الخطأ وعلاقة السببية لجرانج إذا ما كانت متغيرات الدراسة تتمتع بخاصية

---

١ مروان عطوان :الأسواق النقدية والمالية (البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال)، الجزء الثاني :مشكلات البورصات وانعكاساتها على البلدان النامية. ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر،1993 .ص67

٢ يقصد بالعمل التطبيقي ان البيانات الموظفة في النموذج المستخدم قد جاءت نتيجة الممارسة الفعلية للظواهر محل الدراسة.

٣ من المعروف أن طريقة المربعات الصغرى العادية تقوم علي أساس افتراض مؤداه أن الظواهر الاقتصادية تتبع في سلوكها التوزيع المعتدل الطبيعي، وهذا يتضمن أن بيانات السلاسل الزمنية للمتغيرات الاقتصادية بيانات مستقرة. أي أنه يشترط تطبيق طريقة المربعات الصغرى العادية للحصول علي قيم حقيقية فعلية لمعاملات معادلات الانحدار المقدر بين متغيرات السلاسل الزمنية أن تكون بياناتها الزمنية مستقرة أو ساكنه "Stationary ". ويقصد بالاستقرار هنا، أن يكون معدل التغير أو التقلب في بيانات السلاسل الزمنية قصيرة الأجل متناقصا تدريجيا بما يضمن تقاربها مع وضع التوازن طويل الأجل To Converge. ولمزيد من الإيضاح يرجي الرجوع الي عبد القادر عطية، الحديث في الاقتصاد القياسي بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، الاسكندرية، ٢٠٠٤. ص٦٤٤ -٦٦٨.

التكامل المشترك[1].وسوف يتم اختيار الأفضل منها وبما ينسجم مع منطق النظرية الاقتصادية من جهة واجتيازها للاختبارات الإحصائية والقياسية من جهة أخري. وقد تم اعتماد النموذج القياسي الاتي، كما تبينه المعادلة التالية:

$$F\ (EGX)_t = F(ER_t,\ In_t,\ Inf_t,\ EG_t,\ _t\ ,\ \mathrm{InR}_{t,}\ RR_t\ \mathrm{OP_t})$$

$$Ln\ (EGX)_t = \alpha_0 + \alpha_1\ Ln\ \mathrm{ER_t} + \alpha 2\ Ln\ In + \alpha 3\ Ln\ Inf + \alpha 4\ Ln\ EG_t + \alpha_5\ Ln\ \mathrm{InR} + \alpha_6\ Ln\ OP_t + u_{1t}$$

حيث أن:

(EGX) = تمثل قيمة المؤشر الرئيسي لسوق الأوراق المالية ويمثل (المتغير التابع).

مجموعة المتغيرات المستقلة:

ER = تشير الي سعر الصرف الأسمي للجنيه المصري.

In = تشير الي سعر الفائدة الإسمي خلال الفترة.

Inf = تشير الي معدل التضخم.

INR = تشير الي صافي الاحتياطيات الدولية.

EG = تشير الي معدل النمو السنوي للاقتصاد.

OP = تشير الي درجة الانفتاح التجاري.

RR= عائد سوق الأوراق المالية

α_0 = تشير الي الحد الثابت في النموذج.

α_s= تشير الي معاملات المتغيرات في النموذج.

U_t= تشير الي المتغير العشوائي في النموذج.

تستند الدراسة على مجموعة من المعايير الاقتصادية والإحصائية نوضحها في ما يلي:

- المعايير الاقتصادية :تم تحديد مقدرات المعادلة وإشارة المعاملات المقدرة من خلال الفهم العام للنظرية الاقتصادية وعلاقاتها المتشابكة، بالإضافة الي نتائج البحوث النظرية، ودورها في تفسير المتغير التابع.
- المعايير الإحصائية: وتهدف المعايير الإحصائية إلى اختبار الثقة في القيم المقدرة للنموذج وعمل اختبار المعنوية لهذه المقدرات وكذا المعنوية الإجمالية للنموذج ومدى استقرار النموذج وقدرته على التنبؤ.

١ويقصد بخاصية التكامل المشترك التصاحب Association بين سلسلتين زمنيتين أو أكثر، بحيث تؤدي التقلبات في أحداها إلغاء التقلبات في الأخرى بطريقة تجعل النسبة بين قيمهم ثابتة عبر الزمن. المرجع السابق ص٦٦٩- ص٦٧٣.

متغيرات النموذج ومصادر البيانات:

تشتمل البيانات المستخدمة في تقدير النموذج علي نوعين من البيانات: الأولي بيانات شهرية تمثل المتوسط العام للقيم اليومية لسعر صرف شراء العملة الوطنية من البنك المركزي. كما تمثل هذه البيانات أيضا، القيم الشهرية للمؤشر العام لسوق الأوراق المالية للفترة الممتدة من عام ٢٠٠٣/٢٠٠٤ وحتى عام ٢٠١٦/٢٠١٧، وذلك حسب درجة توفر البيانات. وقد تم الحصول علي بيانات المتغيرات التابعة الواردة بالنموذج من سلسلة البيانات الاحصائية التاريخية للبنك المركزي المصري. كما تم الحصول علي البيانات السنوية للمتغيرات المستقلة أو المفسرة من مصدرين أساسيين، أحدهما مؤشرات التنمية الاقتصادية لصندوق النقد الدولي، والثاني من البيانات السنوية التاريخية للبنك المركزي المصري وتم الاعتماد علي المتغيرات بشكل لوغاريتمي[1] لاستخلاص المعلمات بصفة مباشرة.

- مجموعة المتغيرات التابعة:

وتتمثل بصفة أساسية في تدفق أو عدم تدفق حجم الاستثمار الأجنبي غير المباشر الي مصر خلال فترة الدراسة (بداية من عام 2003/٢٠٠٤ وحتي عام ٢٠١٦/٢٠١٧)، وتستخدم الدراسة المؤشر العام للبورصة المصرية للتعبير عن التغيرات التي تحدث في حجم الاستثمار في بورصة الأوراق المالية خلال نفس الفترة.

- **مجموعة المتغيرات المستقلة:** وتتمثل في مجموعة المتغيرات التالية:

سعر الصرف الإسمي للجنيه المصري ومن المتوقع أن يأخذ التغير في سعر صرف الجنية المصري علاقة عكسية مع المتغير التابع في النموذج حيث يشير انخفاض قيمة العملة الوطنية الي زيادة القدرة الشرائية للعملة الأجنبية في السوق الوطني مما يشكل حافزاً علي تدفق رأس المال الأجنبي الي مصر لأغراض مختلفة ومتعددة كالاستثمار المباشر وغير المباشر أو ممارسة بعض الأنشطة الأخرى كالسياحة وغير ذلك من الأنشطة. وقد استخدمت الدراسة سعر الصرف مرتين، **المرة الأولي** في علاقة مباشرة مع المؤشر الرئيسي لسوق الأوراق المالية وذلك لقياس العلاقة المباشرة بين سعر الصرف للجنيه المصري والمؤشر العام لسوق الأوراق المالية في مصر. **والمرة الثانية** استخدمت الدراسة سعر الصرف الإسمي كمتغير مستقل مع عدد آخر من المتغيرات الاقتصادية المستقلة وذلك لقياس تأثير كل عامل من هذه العوامل المستقلة علي المؤشر العام لسوق الأوراق في مصر.

---

١ اللوغاريتم الطبيعي لبيانات السلسلة الزمنية يساعد في الحصول علي استقرار تباين سلسلة البيانات المستخدمة عبر الزمن ومن ثم إزالة عدم السكون والحصول علي نتائج حقيقية (وليس مزيفة) لتقديرات معادلات الانحدار باستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية. ولمزيد من الإيضاح انظر: علي عبد الوهاب نجا، العلاقة بين الاستثمار الأجنبي المباشر والصادرات والنمو الاقتصادي في كل من مصر وتونس والمغرب خلال الفترة (١٩٧٠-٢٠١٠). المجلة الاقتصادية، كلية الدراسات الاقتصادية والعلوم السياسية، جامعة الاسكندرية، ٢٠١٧

معدل التضخم السنوي وهو ثاني المتغيرات المستقلة التي يمكن أن تمارس تأثيرا سلبيا أو ايجابيا (وذلك حسب طبيعة التغير فيه) علي تدفقات الاستثمار في مصر، أما صافي الاحتياطيات الدولية فمن المتوقع أن تأخذ علاقة طردية مع تدفق الاستثمارات غير المباشرة الي الداخل، حيث أن تزايد حجم صافي الاحتياطيات الدولية يرفع من درجة الثقة في الاقتصاد الوطني مما يشجع علي تدفق الاستثمارات الأجنبية المباشرة وغير المباشرة. ومعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي، فمن المتوقع أن يحمل التغير في معدل النمو الاقتصادي علاقة طردية أو موجبة مع المتغير التابع في النموذج حيث أنه كلما زاد معدل النمو الاقتصادي أو متوسط نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي كلما أشار ذلك الي زيادة درجة الثقة ورواج الاقتصاد الوطني. وأما سعر الفائدة فمن المتوقع أن يحمل التغير في معدل الفائدة علاقة طردية أو موجبة مع المتغير التابع في النموذج حيث أنه كلما زاد معدل الفائدة كلما ساعد ذلك علي تدفق الاستثمار الأجنبي الي مصر.

(٥-٤-٣) نتائج القياس:

(٥-٤-٣-١) تأثير تغيرات سعر صرف الجنيه المصري على مؤشرات أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية المصرية:

نعرض في هذا الجزء تأثير التغير في سعر صرف الجنيه المصري على البورصة من خلال معرفة التغير في المؤشر الرئيسي لأسعار الأسهم (ارتفاعا أو انخفاضا) في سوق الأوراق المالية المصرية EGX 30 باعتباره المتغير التابع في النموذج وسعر صرف الجنية المصري باعتباره المتغير المستقل وذلك باستخدام نموذج الانحدار البسيط بين المتغيرين كما يلي:

- **التعريف بمؤشر EGX 30**

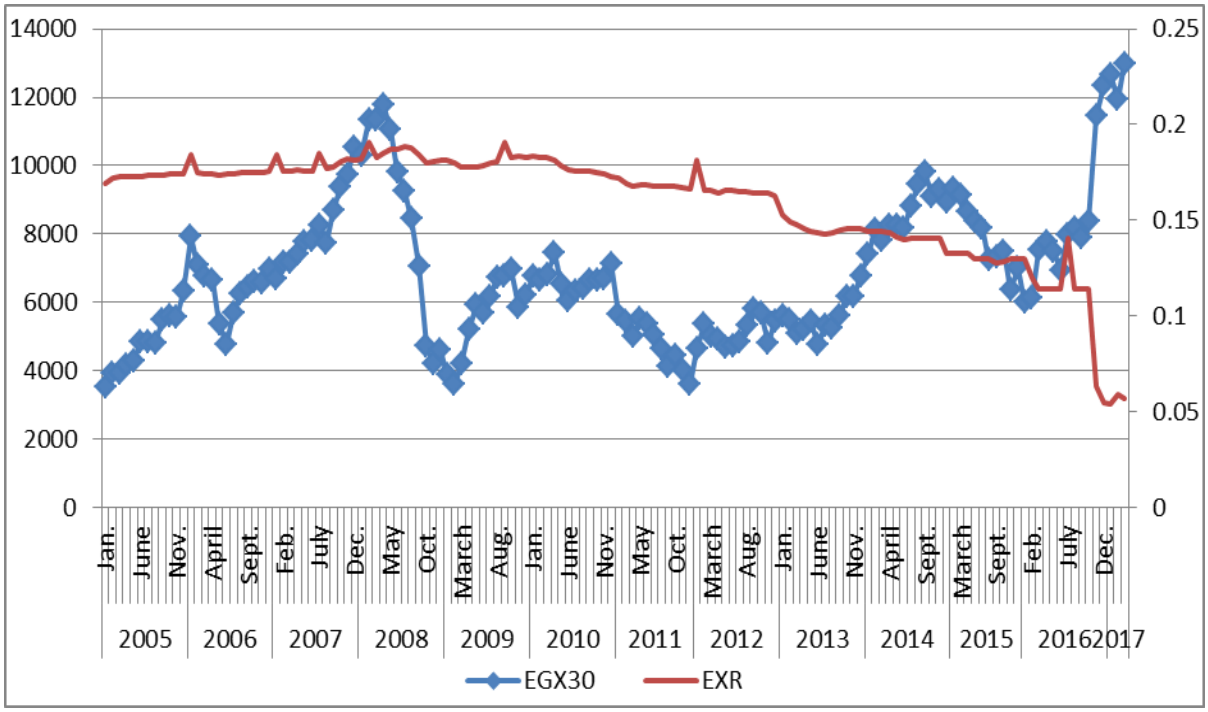
وهو مؤشر بورصتي القاهرة والإسكندرية (وكان يسمى CASE 30)، ويمثل أكبر 30 شركة نشاطا في البورصة المصرية مرجحة حسب رسملتها السوقية، وقد بدأ هذا المؤشر العمل بنقطة أساس هي ١٠٠٠ نقطة في عام 1998 وفي مارس عام 2009 تغير اسمه إلى EGX 30 . وتعرض قيمته بالدولار الأمريكي منذ مارس عام ٢٠٠٩. ويمثل المؤشر أكبر 30 شركة من حيث السيولة والنشاط، وهو مؤشر مرجحة بالرسملة السوقية ويعدل بالتحرك الحر. وتساوي الرسملة السوقية المعدلة لأي شركة ضمن قائمة EGX 30 عدد الأسهم مضروبا في سعر الإغلاق لسهم هذه الشركة مضروبا في نسبة التغير في سعر السهم. ويعبر هذا المؤشر بشكل جيد عن الحركة العامة للبورصة المصرية.

وقد تم الحصول علي بيانات المؤشر من سلاسل البيانات التاريخية للبنك المركزي المصري وذلك بداية من عام ٢٠٠٣/٢٠٠٤ وحتي البدايات الأولي لعام ٢٠١٧. ونظرا لعدم توفر البيانات بصورة يومية فقد تم استخدام البيانات الشهرية للمؤشر وذلك خلال ما يقرب من أربعة عشر عاما.

- **تأثير تغير سعر صرف الجنيه المصري على مؤشر EGX 30**[1]

يمثل الشكل التالي التغيرات التي حدثت في كل من سعر صرف الجنيه المصري مقابل الدولار، وقيمة مؤشر *EGX 30*، خلال الفترة من عام ٢٠٠٤ وحتي بداية عام ٢٠١٧.

الشكل رقم (٥-١): تغير سعر صرف الجنيه المصري وقيمة مؤشر EGX 30 خلال الفترة (٢٠٠٤-٢٠١٧)



مصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على معلومات من البنك المركزي المصري عن سعر صرف الجنية المصري في مقابل الدولار وبيانات عن المؤشر الرئيسي للبورصة[2].

يبين الشكل السابق طبيعة العلاقة بين التغير في قيمة الجنيه المصري والتغير في قيمة وحجم النشاط في سوق الأوراق المالية المصرية ممثلا عنها (بقيمة المؤشر الرئيسي للسوق EGX ٣٠). ومن الشكل يتضح لنا وجود علاقة طردية تتأرجح بين الإيجاب والسلب بين المؤشرين حتي شهر نوفمبر ٢٠١٣، أي أن ارتفاع قيمة الجنيه مقابل الدولار يؤدي أحيانا إلى ارتفاع في قيمة المؤشر وأحيانا أخري الي انخفاض في قيمته. فنلاحظ أن انخفاض قيمة الجنيه ابتداء من النصف الثاني من عام 2008 أدى إلى انخفاض في قيمة المؤشر حتى وصل إلى أدنى قيمة له في فبراير من عام ٢٠٠٩. ب3597.56 ، ثم بعد ذلك مع تحسن قيمة الجنيه مقابل الدولار بدأ المؤشر يعرف تحسنا هو الآخر إلى نهاية الربع الأخير من سنة 2010، حيث أصبحت العلاقة عكسية بين المتغيرين، بمعني أن انخفاض قيمة الجنيه المصري في مقابل

[1] لمزيد من الإيضاح، راجع: الجزار، حجازي، ٢٠١٣. سياسة سعر الصرف الأجنبي والنمو الاقتصادي في مصر (خلال الفترة ١٩٩٠-٢٠٠٩)، المجلة المصرية للتنمية والتخطيط، معهد التخطيط القومي، المجلد (٢١) العدد الأول، يونيه، ٢٠١٣ ، القاهرة.

[2] لمزيد من المعلومات عن مصادر البيانات وطبيعتها، ارجع الي الملحق الإحصائي بنهاية البحث.

الدولار الأمريكي قد دفع بمؤشرات البورصة الرئيسية الي الإنتعاش. وهذا ما نلاحظه من الرسم البياني حيث يشير الرسم الي ارتفاع قيمة الدولار (انخفاض قيمة الجنيه) قد يؤدي الي ارتفاع قيمة المؤشر الرئيسي للبورصة. وهو ما يتفق مع أدبيات النظرية الاقتصادية حيث أن انخفاض قيمة العملة المحلية يساعد سوق الأوراق المالية علي الانتعاش نظرا لزيادة الميزة التنافسية للمنتجات المصرية المصدرة للخارج. ويساعد ذلك الشركات المسجلة بالبورصة والتي تتعامل مع الخارج ولا سيما في مجال التصدير علي تحقيق معدلات أعلى من الأرباح يترتب عليها ارتفاع قيمة أسهمها في السوق المحلي. وعلي العكس من ذلك حيث ترتفع قيمة المنتجات المستوردة فيزداد الطلب علي المنتجات المحلية ويقل الطلب علي المنتجات الأجنبية وعلي ذلك فيحدث تحسن في ميزان المدفوعات ويحدث الانتعاش للاقتصاد الوطني يترك آثاره الإيجابية على سوق الأوراق المالية المحلية للدول التي تمتاز بارتفاع قيمة الواردات بها، وبالتالي فإن تغير سعر الصرف ينتج عنه آثار عكسية بين المصدرين والمستوردين.

وبحساب **معامل الارتباط في الملحق الاحصائي**، بند أولا، وجدنا أنه يساوي ٠.٤٤ وهو ما يعني أن مؤشر EGX 30 يرتبط بسعر صرف الجنيه بنسبة ٤٤% وهي نسبة منخفضة، أما معامل التحديد فيساوي ١٩.٤% وهو ما يعني أن التغيرات التي تحدث في مؤشر EGX.٣٠ يفسرها سعر صرف الجنيه بنسبة ١٩.٤% وهي نسبة ضعيفة الي حدا ما. وتشير هذه النسبة الي دور المتغيرات الاقتصادية الأخرى في التأثير علي حركة سوق الأوراق المالية المصرية. ولبيان حجم هذا التأثير، يبين الجدول التالي مقارنة سريعة بين معامل الارتباط ومعامل التحديد للعلاقة بين سعر الصرف وبين المؤشر الرئيسي لسوق الأوراق المالية وطبيعة العلاقة بينهما لعدد من الدول:

جدول رقم (٥-١): **مقارنة بين معامل التحديد ومعامل الارتباط للعلاقة بين التغير في أسعار الصرف والمؤشر الرئيسي لسوق الأوراق المالية في عدد من الدول المتقدمة والنامية***

اسم الدولة	طبيعة العلاقة بين أسعار الصرف والمؤشر الرئيسي للبورصة	معامل التحديد	معامل الارتباط
سوق الأوراق المالية في مصر	طردية (+)	0.25	0.50
سوق الأوراق المالية في المغرب	طردية (+)	0.29	0.54
سوق الأوراق المالية في الهند	طردية (+)	٠.٢٧	٠.٥٢
سوق الأوراق المالية في كوريا الجنوبية	طردية (+)	0.47	0.68
سوق الأوراق المالية في اليابان	عكسية (-)	0.41	0.64
سوق الأوراق المالية في المملكة المتحدة	عكسية (-)	0.17	٢0.4

***المصدر: محمد، يعقوبي. تأثير تغيرات أسعار صرف العملات على مؤشرات أسعار الأسهم في الأسواق المالية العالمية، جامعة حسيبة بن بوعلي بالشلف كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير قسم العلوم الاقتصادية، ٢٠١١/٢٠١٢ ص-ص ١٢٧-١٦٥**

وكما يلاحظ من الجدول السابق أن هناك تشابها كبيرا بين نتائج الدراسة التي تمت في جامعة حسيبة بالجزائر والدراسة الحالية عن طبيعة العلاقة بين التغير في سعر الصرف (صعودا وهبوطا) والمؤشر الرئيسي لسوق الأوراق المصرية (معامل التحديد ومعامل الارتباط) باستثناء بعض الاختلافات علي معاملي التحديد والارتباط ويرجع ذلك الي اختلاف الفترة الزمنية (دراسة جامعة حسيبة عن الفترة من عام ٢٠٠٧ وحتي عام ٢٠١٠، والدراسة الحالية من عام ٢٠٠٣/٢٠٠٤ وحتي عام ٢٠١٦/ ٢٠١٧) وأيضا اختلاف طبيعة البيانات (الأولي استخدمت بيانات يومية والدراسة الحالية استخدمت بيانات شهرية) وعلي الرغم من ذلك فقد جاءت النتائج متقاربة. كما يلاحظ أيضا تقارب نتائج الدراسة الحالية مع نتائج الدراسة التي تمت في الدول المتشابهة مثل سوق الأوراق المالية بدولة الهند ودولة المغرب. وبالنسبة لنتائج الدراسة التي تمت بالدول الصناعية (المملكة المتحدة واليابان) فقد جاءت لتعبر عن نتائج معنوية للعلاقة بين المتغيرين وإن اختلفت عن نتائج الدراسة في الدول النامية من حيث عكسية العلاقة.

تقدير معادلة الانحدار:

وبالاعتماد على السلسلتين الزمنيتين للجنيه المصري ومؤشر EGX 30 المبينتين في الملحق الاحصائي، بند أولا، قمنا برسم شكل الانتشار للعلاقة بين سعر صرف الجنيه مقابل الدولار و EGX 30، الموضح بالشكل السابق، ويتضح أن الانتشار يأخذ شكلا خطيا تقريبيا، وبتقدير دالة الانحدار التالية:

$$F(EGX) = \alpha , \beta F(EX.R)$$

وبتقدير دالة انحدار المتغير التابع EGX 30 على المتغير المفسر أو المستقل (سعر صرف الجنيه مقابل الدولار) تحصلنا على المعادلة التالية:

EGX30 =١١٩٢٢.٠٠٥ - ٣١٩٩٤.١٨٧ Exchange Rate.

وكما هو واضح من المعادلة السابقة أن هناك علاقة عكسية بين قيمة الجنيه مقابل الدولار وقيمة المؤشر الرئيسي لسوق الأوراق المصريةEGX30 ، وهذا ما تظهره إشارة المعلمة β في معادلة الانحدار. وهذا يعني أن انخفاض سعر صرف الجنيه مقابل الدولار بوحدة واحدة يؤدي إلى ارتفاع قيمة المؤشر ب ٣١٩٩٤.١٨٧ وحدة علي المؤشر الرئيسي لسوق الأوراق المالية.

اختبار الفرضيات:

المعلمة β:

H0 =B^ =0

H1=B^ ≠ 0

وبحساب قيمة t* نجدها تساوي 5.83 في الملحق الاحصائي، بند أولا وهي أكبر من t الجدولية، وبالتالي نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة، وعليه فإن المعلمة لها معنوية إحصائية.

وباختبار المعنوية الكلية للنموذج باستخدام اختبار" فيشر "نجد أن قيمة "F" المحسوبة وهي 34.0 أكبر من القيمة الجدولية عند مستوى معنوية 5% ، وبالتالي تتأكد المعنوية الإحصائية الكلية للنموذج.

(٥-٤-٣-٢) تأثير تغيرات سعر صرف الجنيه المصري وبقية المتغيرات الاقتصادية الأخرى[١] علي سوق الأوراق المالية في مصر:

نعرض في هذا الجزء تأثير التغير في سعر صرف الجنيه المصري وبقية المتغيرات الاقتصادية الأخرى (باعتبارها متغيرات مستقلة) على سوق الأوراق المالية المصرية من خلال معرفة تأثيرها علي المؤشر الرئيسي لأسعار الأسهم (EGX 30، ارتفاعا أو انخفاضا) باعتباره المتغير التابع في النموذج وذلك باستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية.

وبالنسبة للنموذج العام ومدى صلاحيته: تشير النتائج المقدرة للنموذج (التي تضم كل المتغيرات المقترحة)، والواضحة من المعادلة رقم (١) والجدول رقم (٢) بالملحق الإحصائي إلى ما يلى:

$$Ln\,(EGX)_t = \alpha_0 + \alpha_1\, Ln\, ER_t + \alpha 2\, Ln\, In + \alpha 3\, Ln\, Inf + \alpha 4\, Ln\, EG_t + \alpha_5\, Ln\, InR + \alpha_6\, Ln\, OP_t + u_{1t} \quad (1)$$

الحكم علي كفاءة النموذج المستخدم:

إن استخدام البيانات الإحصائية يستتبع أن تكون البيانات خالية من مشاكل الاقتصاد القياسي وأن يكون النموذج المستخدم جيدا من الناحية الإحصائية وقد تم اجراء اختبار VIF لاختيار وجود ارتباط خطي بين المتغيرات المفسرة أو المؤثرة في نشاط سوق الأوراق المالية وقد تم استبعاد المتغيرات التي تبين وجود ارتباط خطي بينها وبين باقي المتغيرات المفسرة بالنموذج. كما تشير قيمة معامل التحديد (R^2) إلي ارتفاع القوة التفسيرية للمتغيرات المستقلة الواردة في النموذج حيث بلغت قيمة هذا المعامل (78%)، والقيمة الإحصائية لاختبار Durbin-Watson تساوي (2.2) كل ذلك يشير إلي جودة النموذج والنتائج المتحصل عليها. كما يشير النموذج إلي أن ما نسبته 78% من قيمة التغير في المؤشر الرئيسي للبورصة ترجع إلي العوامل المستقلة المستخدمة بالنموذج، وأن باقي نسب التغير ترجع إلي العوامل الأخرى التي لم يشتمل عليها النموذج. وهذه نسبة جيدة، وعليها يمكن التعويل علي العوامل المستقلة (ومنها التغير في سعر الصرف الوطني) في شرح التطور في زيادة أو نقصان حجم الاستثمار في سوق الأوراق المالية، ورفع نسبة النمو والازدهار بالبورصة المصرية. (انظر الملحق الاحصائي، بند ثانيا)

١ معدل التضخم السنوي ، صافي الاحتياطيات الدولية ،ومعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي، والعائد علي الأسهم والسندات في سوق الأوراق المصرية.

نتائج التحليل الاحصائي للنموذج بشكل عام.

- **اختبار F:**

تشير بيانات الجدول السابق إلي أن القيمة الاحتمالية لاختبار F والبالغة (٠.٠١١) اقل من القيمة الإحصائية لها (٨.٠٥) عند مستوى المعنوية (٠.٠٠)، مما يؤكد إن النموذج المقدر معنوي. أي أن المتغيرات المستقلة والمتمثلة ب (معدل العائد علي الأسهم، وسعر الصرف، وجملة الاحتياطيات الأجنبية) كل هذه المتغيرات لها تأثير معنوي على المتغير التابع، المؤشر العام للبورصة المصرية EGX 30، (انظر الملحق الاحصائي، بند ثانيا).

- **نتائج قياس أثر المتغيرات المفسرة علي المؤشر الرئيسي لسوق الأوراق المالية (EGX 30):**

تشير البيانات المبينة في الجدول رقم (٥-٢) نتيجة تقدير النموذج المتعدد كما يلي:

جدول رقم (٥-٢): معاملات المتغيرات المفسرة في النموذج خلال الفترة من عام ٢٠٠٣/٢٠٠٤ – ٢٠١٦/٢٠١٧

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	-88.063-	20.579		-4.279-	.005		
	Total_reserves	2.757	.602	2.128	4.577	.004	.085	11.752
	Ec_Groth	-1.528-	.468	-1.486-	-3.265-	.017	.089	11.253
	Openning_Trade	2.180	.736	1.072	2.963	.025	.141	7.108
	P_E_ratio	1.804	.553	.911	3.260	.017	.235	4.249
	Foreign_EXR_Doller	-5.737-	1.488	-1.275-	-3.856-	.008	.168	5.942
	Discount_Rate	4.259	1.942	.887	2.192	.071	.112	8.903

a. Dependent Variable: EGX30

- **الاحتياطيات الكلية من النقد الأجنبي:-**

يتبين من النموذج المقدر أعلاه بان قيمة معامل الاحتياطيات الكلية من النقد الأجنبي معنوية عند مستوى ثقة (١%) وذلك لكون القيمة الاحتمالية (P-value) تساوي (٠.٠٠٤) أي أنها أقل من القيمة الإحصائية عند نفس مستوي المعنوية. ودلالة ذلك أن الاحتياطيات الكلية من النقد الأجنبي في طبيعتها عملية تراكمية مستمرة ومن ثم فالمحافظة علي مستوي جيد من هذه الاحتياطيات يؤثر إيجابيا علي ازدهار البورصة لما في ذلك من شيوع مناخ الثقة والاطمئنان لدي المستثمرين في سوق الأوراق المالية، إلا أن المتغير يعاني من ارتفاع قيمة اختبار عامل تضخم التباين (VIF)، مما يشير الي عدم الثقة في تأثير هذا المتغير لوجود ارتباط تسلسلي بينه وبين بقية المتغيرات المستقلة بالنموذج.

- **الانفتاح التجاري علي الخارج:-**

تشير نتائج النموذج إلى أن انفتاح الاقتصاد الوطني علي العالم الخارجي من حيث التعامل في أنشطة الاستيراد والتصدير وحركة رؤوس الأموال، يمارس تأثيراً ايجابياً قوياً على نمو وارتفاع المؤشر الرئيسي للبورصة المصرية. وهي نتيجة تتسق أيضا مع نتائج الدراسات التطبيقية. فمعامل الانفتاح علي العالم الخارجي في النموذج يتفق مع النظرية الاقتصادية من حيث العلاقة الطردية بين مستوي واتجاه درجة الانفتاح وبين ارتفاع وازدهار المؤشر العام للبورصة. ومعني ذلك أنه كلما كان مستوي التعامل مع العالم الخارجي مرتفعا كلما ارتفع المؤشر العام لسوق الأوراق المالية وازدهرت البورصة ونما الاقتصاد الوطني بمعدل أسرع. وهذا ما تشير إليه العلامة الموجبة التي يحملها معامل الانفتاح التجاري علي الخارج في النموذج ودرجة المعنوية للمعامل حيث أن (P-value) تساوي (٠.٠٢٥) وهي أقل من القيمة الإحصائية عند نفس مستوي المعنوية ٥%.

- **مؤشر ربحية الأسهم:-**

تشير بيانات الجدول رقم (٥-٢) إلي أن معنوية معامل مؤشر ربحية الأسهم حيث تبلغ قيمة (0.017 = P-value)، وهي قيمة أقل من ٥%. ويعبر معامل مؤشر ربحية الأسهم عن التطور في سوق الأوراق المالية من حيث حجم الربحية. وكما هو واضح من طبيعة العلاقة الإيجابية (حيث مؤشر الربحية يحمل اشارة موجبة) بين زيادة معدل الربحية وبين نمو وارتفاع المؤشر العام للبورصة المصرية. وقد بلغت قيمة معامل مؤشر ربحية الأسهم (١.٨٠٤+). ويعني ذلك أن زيادة حجم العائد علي الاستثمار بنسبة ١% تؤدي إلي ارتفاع المؤشر العام للبورصة بنسبة ١.٨%.

وهذا المتغير بالإضافة إلي ما سبق فإنه يؤكد أهمية تحقيق عوائد ايجابية علي الاسهم من اجل جذب المزيد من الاستثمار الي سوق الأوراق المالية. وتتفق أيضا الطبيعة الايجابية للمؤشر مع النظرية الاقتصادية من حيث العلاقة الايجابية بينه وبين المؤشر العام للبورصة المصرية.

- **سعر صرف الجنيه:-**

تشير نتائج النموذج إلي وجود علاقة عكسية عالية المعنوية بين معامل التغير في سعر الصرف وبين المؤشر العام لسوق الأوراق المالية حيث أن قيمة (P-vale) الاحتمالية كانت (٠.٠٠٨) وهي بذلك أكبر من قيمة (١%). ومعامل التغير في سعر الصرف في علاقته بموضوع التغير في المؤشر العام لسوق الأوراق المالية يحمل الإشارة السالبة. وهذه النتيجة تتوافق مع النظرية الاقتصادية والأدبيات الاقتصادية التي سبق التعرف عليها من خلال الدراسات التي سبق وأن تناولت نفس الموضوع في عدد من الدول النامية والمتقدمة علي حد سواء. حيث أكدت علي قوة العلاقة العكسية بين التغير في سعر الصرف ومعدلات التغير في المؤشر العام لسوق الأوراق المالية، وتفسير ذلك يرجع إلي أن انخفاض سعر الصرف يجعل قيمة الأسهم والسندات في السوق المصري اكثر جاذبية للمستثمرين الأجانب من الأسهم

والسندات في الأسواق الأخرى نظرا لرخص قيمتها نسبيا مقارنة بالأسواق المالية الأخرى، خاصة إذا اتسمت السوق بالاستقرار النسبي واعتدال عوائد الأوراق المالية.

- **معدل الخصم ومعدل النمو:**

تشير نتائج النموذج إلي عدم معنوية العلاقة بين معدل الخصم وبين المؤشر العام لسوق الأوراق المالية خلال فترة الدراسة. حيث أن قيمة (P-vale) كانت (٠.٠٧١) وهي بذلك أكبر من قيمة (٥)%. كما أن معدل النمو الاقتصادي في النموذج يتصف بارتفاع عامل تضخم التباين[١] حيث ترتفع قيمة اختبار عامل تضخم التباين (VIF) الي ١١.٢ مما يشير الي الارتباط الخطي بينه وبين بقية المتغيرات المستقلة بالنموذج ولذلك لا يجب أن نأخذ تأثير هذا المتغير في الاعتبار عند تحديد المتغيرات المؤثرة أو المفسرة للتغيرات الحاصلة في المتغير التابع في النموذج. وربما ترجع هذه النتيجة الي التأثر الفعلي في معدل النمو الاقتصادي بالتغيرات الحاصلة في سعر الصرف للعملة الوطنية للجنيه.

<u>تأثير تغيرات سعر صرف الجنيه المصري وبقية المتغيرات الاقتصادية الأخرى علي تعاملات الأجانب في سوق الأوراق المالية في مصر</u>[٢]**:**

<u>تأثير تغيرات سعر صرف الجنيه المصري علي تعاملات الأجانب في سوق الأوراق المالية:</u>

- تم تقدير العلاقة بين تغير سعر الصرف وتأثيره علي تعاملات الأجانب في سوق الأوراق المالية في مصر باعتبارها المتغير التابع في النموذج وذلك باستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية خلال نفس الفترة الزمنية السابقة من عام (٢٠٠٣/٢٠٠٤) وحتي عام (٢٠١٦/٢٠١٧). وذلك بتجميع بيانات ربع سنوية عن تعاملات الأجانب في سوق الأورق المالية ووضعها كمتغير تابع بالنموذج، وفي المقابل تم الحصول علي أسعار الصرف للجنية المصري في مقابل الدولار لنفس الفترات. اعتمد البحث في الحصول علي هذه البيانات الربع سنوية علي كل من بيانات البنك المركزي وبيانات سوق الأوراق المالية وهيئة الرقابة المالية المصرية.

---

[1] A small tolerance value indicates that the variable under consideration is almost a perfect linear combination of the independent variables already in the equation and that it should not be added to the regression equation.

Source: **http://www.researchconsultation.com/multicollinearity-regression-spss-collinearity-diagnostics-vif.asp**

[٢] لمزيد عن مصادر البيانات وطبيعتها، ونتائج النموذج المستخدم ارجع الي الملحق الإحصائي بنهاية البحث

- أشارت نتائج النموذج إلي أن القيمة الاحتمالية لاختبار F، والبالغة (٠.٣٤٦) أكبر من القيمة الإحصائية لها عند مستوى المعنوية (٠.٠٥)، مما يؤكد إن النموذج المقدر غير معنوي. أي أن المتغير المستقل والمعبر عنه بسعر الصرف وتذبذبه خلال فترة الدراسة لا يمارس تأثيرا معنويا علي المتغير التابع بالنموذج وهو ما يتضح من عدم معنوية النموذج عند مستوي معنوية ٥% بالإضافة الي انخفاض قيمة "ف" المحسوبة والبالغ قيمتها (٠.٩٧١).
- ويرجع عدم معنوية النموذج وقدرته علي تفسير العلاقة بين التغير في سعر الصرف وجذب الاستثمار الأجنبي غير المباشر الي مصر، الي أن النموذج قد اعتمد علي قيمة تعاملات الأجانب فقط في سوق الأوراق المالية. بينما الاستثمار الأجنبي غير المباشر في سوق الأوراق المالية، لا يتوقف فقط علي تعاملات الأجانب في البورصة، وانما يمتد أيضا الي تعاملات المواطنين بالعملات الأجنبية. وهو ما يفسر تأثر النشاط الكلي للسوق (المؤشر العام للبورصة **EGX 30**) بالتغير في قيمة سعر الصرف خلال نفس الفترة الزمنية نظرا لشموله علي القيمة الكلية للنقد الأجنبي (أجانب ومواطنين) المستثمر في سوق الأوراق المالية كما هو واضح من النموذج السابق بالدراسة. أضف الي ذلك، تأثر الأجانب في تعاملهم في سوق الأوراق المالية بصفة أساسية بعوامل أخري كثيرة وحاسمة وليس فقط تغير سعر الصرف في فترة زمنية معينة. ومن أهم هذه العوامل، درجة الاستقرار المالي والاقتصادي التي يمر بها الاقتصاد الوطني ودرجة الثقة في قدرة الاقتصاد والمجتمع علي عبور فترات الأزمات والعودة سريعا الي المعدلات الطبيعية من النمو والتنمية. وكذلك الحال يتأثر المستثمرون الأجانب بالاضطرابات السياسية وما تمارسه من أثار سلبية تمتد لتلقي بظلالها علي الجانب الاقتصادي ومتغيراته وكل هذه العوامل تعتبر عوامل هامة وحاسمة في جذب المستثمرين الأجانب أو ابعادهم عن العمل والاستثمار في سوق الأوراق المالية.

<u>تأثير تغيرات سعر صرف الجنيه المصري وبقية المتغيرات الاقتصادية الأخرى علي تعاملات الأجانب في سوق الأوراق المالية في مصر:</u>

بالنسبة للنموذج العام ومدى صلاحيته: تشير النتائج المقدرة للنموذج – والذي يضم حجم تعاملات الأجانب في سوق الأوراق المالية كمتغير تابع وبقية المتغيرات المستقلة (معدل التضخم السنوي، صافي الاحتياطيات الدولية،ومعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي، والعائد علي الأسهم والسندات في سوق الأوراق المصرية، ومعدل سعر الخصم)، والواضحة من المعادلة رقم (١) والجدول رقم (٥-٣) إلى ما يلى:

$$Ln\ (FT)'_t = \alpha_0 + \alpha_1\ Ln\ ER_t + \alpha 2\ Ln\ In + \alpha 3\ Ln\ Inf + \alpha 4\ Ln\ EG_t + \alpha_5\ Ln\ InR + \alpha_6\ Ln\ OP_t + u_{1t} \quad (1)$$

الحكم علي كفاءة النموذج المستخدم:-

تم اجراء اختبار VIF لاختيار وجود ارتباط خطي بين المتغيرات المفسرة أو المؤثرة في نشاط سوق الأوراق المالية وقد تم استبعاد المتغيرات التي تبين وجود ارتباط خطي بينها وبين باقي المتغيرات المفسرة بالنموذج. وتشير قيمة معامل التحديد (R^2) إلي ارتفاع القوة التفسيرية للمتغيرات المستقلة الواردة في النموذج حيث بلغت قيمة هذا المعامل (٧٤%) وهي نتيجة متقاربة جدا مع قيمة معامل التحديد –وان كانت أقل من النتيجة – في النموذج السابق لهذه الدراسة (78%)، والقيمة الإحصائية لاختبار Durbin-Watson تساوي (٢.٥) وهي أيضا متقاربة مع نتيجة ذلك النموذج (2.2). كل ذلك يشير إلي:

- جودة النموذج والنتائج المتحصل عليها.
- تقارب النتائج المتحصل عليها من النموذج عندما يكون المؤشر العام للبورصة متغير تابع أو تعاملات الأجانب في البورصة، في ظل وجود متغيرات أخري تمارس التأثير علي المتغير التابع في النموذج.
- أن قيمة معامل التحديد في النموذج الحالي(٧٤%) أقل من قيمتها في النموذج السابق مما يشير الي وجود متغيرات مستقلة أخري (العوامل السياسية، والاجتماعية)، تمارس تأثيرها علي المتغير التابع (حجم تعاملات الأجانب في السوق) في هذا النموذج، مقارنة بالنموذج السابق الذي ترتفع فيه القوة التفسيرية للمتغيرات المستقلة الي 78% من قيمة التغير في المتغير التابع (المؤشر الرئيسي لسوق الأوراق المالية)، في شرح وتفسير التطور في زيادة أو نقصان حجم الاستثمار في سوق الأوراق المالية، ورفع نسبة النمو والازدهار بالبورصة المصرية خلال فترة الدراسة. وهذه النتيجة تتفق أيضا مع نتيجة نموذج الانحدار البسيط السابق لقياس العلاقة بين التغير في سعر الصرف والتغيرات المقابلة في تعاملات الأجانب في البورصة المصرية.

نتائج التحليل الاحصائي للنموذج بشكل عام:-

اختبار F:

تشير بيانات الجدول السابق إلي أن القيمة الاحتمالية لاختبار F والبالغة (٠.٠١١) تتشابه أيضا مع القيمة الاحتمالية لاختبار F والبالغة (٠.١٦) للنموذج الحالي وأن كلاهما اقل من القيمة الإحصائية لها

[1] يشير هذا المتغير الي الحجم السنوي لقيمة تعاملات الأجانب في سوق الأوراق المالية المصرية، وأن باقي متغيرات النموذج قد سبق تعريفها في الأجزاء السابقة من الدراسة.

(٨.٠٥) عند مستوى المعنوية (٠.٠٠٠)، للنموذج الأول، والقيمة الاحصائية لها للنموذج الثاني (٦.٩) عند مستوي معنوية ٥%. مما يؤكد إن كلا النموذجان المقدران معنويان. أي أن المتغيرات المستقلة والمتمثلة ب (صافي الاحتياطيات الدولية،ومعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي، والعائد علي الأسهم والسندات في سوق الأوراق المصرية، ومعدل سعر الخصم) كل هذه المتغيرات لها تأثير معنوي على المتغير التابع (تعاملات الأجانب في البورصة).

نتائج قياس أثر المتغيرات المفسرة علي تعاملات الأجانب في سوق الأوراق المالية:

تشير البيانات المبينة في الجدول رقم (٥-٣) نتيجة تقدير النموذج المتعدد كما يلي:

جدول رقم (٥-٣): معاملات المتغيرات المفسرة في النموذج خلال الفترة من عام ٢٠٠٣/٢٠٠٤ – ٢٠١٦/٢٠١٧[1]

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
	(Constant)	-157.7-	42.003		-3.757-	.009		
	Total_reserves	4.284	1.229	1.731	3.485	.013	.085	11.752
	Ec_Groth	-4.189-	.955	-2.131-	-4.386-	.005	.089	11.253
	Openning_Trade	6.175	1.502	1.588	4.112	.006	.141	7.108
	P_E_ratio	5.227	1.130	1.382	4.628	.004	.235	4.249
	Foreign_EXR_Doller	-1.754-	3.037	-.204-	-.578-	.585	.168	5.942
	Discount_Rate	12.879	3.965	1.404	3.249	.017	.112	8.903

a. Dependent Variable: Foreign_Total_Value_of_Traded_Securities

الاحتياطيات الكلية من النقد الأجنبي:-

يتبين من النموذج المقدر أعلاه بان قيمة معامل الاحتياطيات الكلية من النقد الأجنبي معنوية عند مستوى ثقة (٥%) وذلك لكون القيمة الاحتمالية (P-value) تساوي (٠.٠١٣) أي أنها أقل من القيمة الإحصائية عند نفس مستوي المعنوية. ودلالة ذلك أن الاحتياطيات الكلية من النقد الأجنبي في طبيعتها عملية تراكمية مستمرة ومن ثم فالمحافظة علي مستوي جيد من هذه الاحتياطيات يؤثر إيجابيا علي تعاملات الأجانب بالبورصة، لما في ذلك من شيوع مناخ الثقة والاطمئنان لدي المستثمرين الأجانب في سوق الأوراق المالية. ويعمل من جانب آخر علي جذب مزيد من الاستثمارات المحلية والأجنبية الي سوق

[1] لمزيد عن مصادر البيانات وطبيعتها، ونتائج النموذج، ارجع الي الملحق الإحصائي بنهاية البحث

الأوراق المالية إلا أن المتغير يعاني من ارتفاع قيمة اختبار عامل تضخم التباين (VIF)، مما يشير الي عدم الثقة في تأثير هذا المتغير لوجود ارتباط تسلسلي بينه وبين بقية المتغيرات المستقلة بالنموذج.

الانفتاح التجاري علي الخارج:-

تشير نتائج النموذج إلى أن انفتاح الاقتصاد الوطني علي العالم الخارجي من حيث التعامل في أنشطة الاستيراد والتصدير وحركة رؤوس الأموال، يمارس تأثيراً ايجابيا قوياً على المستثمرين الأجانب في البورصة. وهي نتيجة تتسق أيضا مع نتائج الدراسات التطبيقية. وهذا ما تشير إليه العلامة الموجبة التي يحملها معامل الانفتاح التجاري علي الخارج في النموذج ودرجة المعنوية للمعامل حيث أن (P-value) تساوي (٠.٠٠٠٦) وهي أقل من القيمة الإحصائية عند نفس مستوي المعنوية ٥%.

مؤشر ربحية الأسهم:-

تشير بيانات الجدول رقم (٥-٣) إلي أن معنوية معامل مؤشر ربحية الأسهم حيث تبلغ قيمة (0.004 = P-value)، وهي قيمة أقل من ٥%. ويعبر معامل مؤشر ربحية الأسهم عن التطور في سوق الأوراق المالية من حيث حجم الربحية. وكما هو واضح من طبيعة العلاقة الإيجابية (حيث مؤشر الربحية يحمل اشارة موجبة) بين زيادة معدل الربحية وبين زيادة تعاملات الأجانب في البورصة المصرية.

سعر صرف الجنيه:-

تشير نتائج النموذج إلي وجود علاقة عكسية بين معامل التغير في سعر الصرف وبين تعاملات الأجانب في سوق الأوراق المالية وهذه النتيجة تتوافق مع النظرية الاقتصادية والدراسات التطبيقية التي سبق التعرف عليها من خلال الدراسات السابقة لعدد من الدول النامية والمتقدمة علي حد سواء، إلا أن العلاقة غير معنوية حيث أن قيمة (P-vale) الاحتمالية كانت (٠.٥٧٨)، وهي بذلك أكبر من قيمة (١٠%).

معدل الخصم ومعدل النمو:-

تشير نتائج النموذج إلي معنوية العلاقة بين معدل الخصم وبين تعاملات الأجانب في سوق الأوراق المالية خلال فترة الدراسة. حيث أن قيمة (P-vale) كانت (٠.٠١٧) وهي بذلك أكبر من قيمة (٥)%. كما أن معدل النمو الاقتصادي في النموذج يتصف بارتفاع عامل تضخم التباين[1] حيث ترتفع قيمة

[1] A small tolerance value indicates that the variable under consideration is almost a perfect linear combination of the independent variables already in the equation and that it should not be added to the regression equation.

Source: http://www.researchconsultation.com/multicollinearity-regression-spss-collinearity-diagnostics-vif.asp

اختبار عامل تضخم التباين (VIF) الي ١١.٢ مما يشير الي الارتباط الخطي بينه وبين بقية المتغيرات المستقلة بالنموذج ولذلك لا يجب أن نأخذ تأثير هذا المتغير في الاعتبار عند تحديد المتغيرات المؤثرة أو المفسرة للتغيرات الحاصلة في المتغير التابع في النموذج. وربما ترجع هذه النتيجة الي التأثر الفعلي في معدل النمو الاقتصادي بالتغيرات الحاصلة في سعر الصرف الوطني. وهذه النتيجة تؤكد أن تعاملات الأجانب في سوق الأوراق المالية المصرية لا تخضع كثيرا لاعتبارات النمو أو التنمية بقدر اهتمامها بمعدلات الربحية والمكاسب النقدية من الاستثمار في سوق الأوراق المالية.

(٥-٥) أهم الملاحظات حول نتائج القياس:

توصل البحث من دراسة العلاقة بين التطور في أسعار الصرف وبين تطور الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة بدلالة مؤشر سوق الأوراق المالية وتعاملات الاجانب فى البورصة إلي النتائج والتوصيات التالية:

- تشير الأدبيات الاقتصادية الي وجود علاقة ما بين التغير في أسعار الصرف والتغير في المؤشر الرئيسي لسوق الأوراق المالية. وتتراوح هذه العلاقة بين السلب والإيجاب طبقا لطبيعة هذا التغير في أسعار الصرف وطبيعة الأسواق المالية والمتغيرات الاقتصادية الأخرى ذات التأثير المباشر وغير المباشر علي الأسواق المالية.
- أن بعض الدراسات التطبيقية التي سبقت الإشارة إليها درست العلاقة بين التقلبات في أسعار الصرف وتأثيرها علي سوق الأوراق المالية من خلال استخدام عوائد الأسهم (كمتغير تابع) ممثل للسوق وسعر الصرف كمتغير مستقل. وأظهرت نتائج معظم هذه الدراسات معنوية هذه العلاقة. بينما اشتملت الدراسات الأخرى بالإضافة الي سعر الصرف، مجموعة واسعة من المتغيرات الاقتصادية شملت (معدل سعر الفائدة الاسمي، والاحتياطيات الدولية، وحجم الناتج المحلي الإجمالي أو معدل نمو الناتج) كمتغيرات مستقلة. بينما تمثلت المتغيرات التابعة في هذه النماذج فى رأس المال السوقي وأحيانا عوائد الأسهم أو المؤشر الرئيسي لسوق الأوراق المالية. وأظهرت نتائج هذه الدراسات وجود علاقة بين الاستقرار أو التقلب في سعر الصرف والاستقرار أو التقلب في سوق الأوراق المالية في هذه الدول وهذا ما يتفق مع التحليل الاقتصادي للعلاقة بين المتغيرين والذي سبقت الإشارة إليه.
- أن تحرير سعر صرف الجنيه المصري وتوفير المقومات الأساسية لاستقبال المستثمرين العرب والأجانب للتعامل في سوق الأوراق المالية في مصر بالإضافة الي امكانية تكوين محافظ الأوراق المالية، وصناديق الاستثمار، قد ساهم كل ذلك في التحسن النسبى فى أداء سوق الأوراق المالية و المتغيرات الاقتصادية الأخرى.

- اكدت الدراسة التطبيقية للعلاقة بين التغير في سعر الصرف للجنيه المصرى والتطور في سوق الأوراق (المؤشر الرئيسي لسوق الأوراق المالية)، خلال فترة الدراسة علي وجود علاقة ارتباط قوي بين التغير في أسعار الصرف والتغير صعودا أو هبوطا في المؤشر العام لسوق الأوراق المالية في مصر، وقد تميزت هذه العلاقة بالإيجابية في الفترة الأولي ثم أخذت المسار الطبيعي لها وهي التناسب العكسي بين التغير في أسعار الصرف والتغير في سلوك المؤشر الرئيسي لسوق الأوراق المالية من حيث النمو والارتفاع في قيمة المؤشر في سوق الأوراق المالية.
- اكدت الدراسة التطبيقية أيضا مرة ثانية علي وجود العلاقة بين التغير في سعر الصرف للعملة الوطنية للجنيه كأحد العوامل الاقتصادية المؤثرة علي نشاط سوق الأوراق المالية ضمن مجموعة عوامل مفسرة أخرى منها التطور في قيمة الاحتياطيات الكلية من النقد الأجنبي، وقيمة الانفتاح التجاري علي الخارج، معامل مؤشر ربحية الأسهم والتطور في سوق الأوراق المالية معبراً عنه من خلال المؤشر الرئيسي لسوق الأوراق المالية خلال فترة الدراسة، علي وجود علاقة ارتباط قوية (عكسية) مرة أخري بين التغير في سعر الصرف والتغير في المؤشر الرئيسي لسوق الأوراق المالية. بالإضافة الي العلاقة الطردية بين التغير في العوامل المفسرة الأخرى مثل الاحتياطيات من النقد الاجنبى والانفتاح التجارى، مؤشر ربحية الأسهم على المؤشر الرئيسي لسوق الأوراق المالية.
- اكدت الدراسة التطبيقية مرة أخري علي أن تعاملات الأجانب في سوق الأوراق المالية المصرية لا تخضع كثيرا لاعتبارات النمو أو التنمية بقدر اهتمامها بمعدلات الربحية والمكاسب النقدية من الاستثمار في سوق الأوراق المالية.

ملاحظات ختامية

وتأسيساً على ما تقدم من استخلاص لأهم النتائج يمكن استعراض مقترحات الدراسة على النحو التالى:

- يجب أن تولى السياسة النقدية أولوية للمحافظة على استقرار الأسعار لاحتواء الضغوط التضخمية، وطالما أن إطار السياسة النقدية الجديد هو نظام لاستهداف التضخم فإن التساؤل الطبيعى المطروح حول مدى توافر المتطلبات المؤسسية لاستهداف التضخم، حيث إنه وفقاً للعديد من الدراسات فإن مجال عمل سياسة نقدية مستقلة يعوق غالبا بالاعتماد المتزايد على سك النقود لتمويل عجز الموازنة، هذا الشكل من الهيمنة المالية يجعل من الصعب على السلطات النقدية احتواء التضخم، حيث يقوض ذلك إطار عمل السياسة النقدية. كذلك فإن ضحالة الأسواق المالية من شأنه أن يقلص كفاءة عمل آلية النقل النقدى من أدوات السياسة النقدية إلى الإنتاج والتضخم [1]. ومن ثم فإن استهداف التضخم فى مصر لا يتطلب فقط استقلالية البنك المركزى عن الضغوط المالية ولكن يتطلب الأمر وجود نوع من المحاسبة للسلطة النقدية فى حالة فشلها فى الوفاء بأهداف التضخم المعلنة. ويعنى استهداف التضخم أن تتعامل السلطات النقدية مع تذبذبات الإنتاج خلال دورة الأعمال الاقتصادية من خلال أدوات السياسة غير التقليدية (مثل قواعد تنظيم التصدير والاستيراد، توفير احتياطى سيولة مؤقت) مع تحديد أفق واقعى لاستهداف التضخم، ومعالجة الجمود الحالى الهيكلى وذلك من خلال معالجة التشوهات الهيكلية التى تؤثر على التوزيع وهوامش الربح وتفعيل أنظمة الرقابة وقواعد السوق لضمان أسواق أكثر تنافسية، وأيضا دعم الائتمان الموجه إلى الشركات الصغيرة والمتوسطة. كذلك فإنه من الطبيعى القلق حول تأثير التذبذب فى سعر صرف الجنيه على التضخم نظراً للعلاقة المؤسسة الراسخة منذ فترة طويلة على مرساة سعر الصرف الأسمى كما أشارت نتائج الدراسة.
- يعد التضخم والمحافظة على استقرار النمو مع ضمان اتساق سعر الصرف مع الأساسيات الاقتصادية هدفاً رئيسياً لتحقيق المواءمة بين الاستقرار الخارجى (التوازن فى الميزان التجارى، ميزان المدفوعات) والأولويات الداخلية للسياسة النقدية فى ضوء تطورات الاقتصاد ومتطلبات الأهداف الاقتصادية والاجتماعية، حيث تواجه الحكومة تحدى فى المستقبل القريب فى ضوء الالتزام بتحرير أسعار الطاقة وبعض المنافع العامة عند إلغاء الدعم وهو ما يستلزم كفاءة أدوات السياسة النقدية فى التأثير على الإنتاج والتضخم، وكذلك توافر قاعدة بيانات تفصيلية دقيقة تمكن

[1] Diaa Noureldin, "Much ADO About The Egyptian Pound: Exchange Rate Misalignment and The Path Towards Equilibrium," ECEs, Working paper No.190, Dec. 2017, pp. 35-37.

صناع القرار من اتخاذ الإجراءات السليمة خاصة بالنسبة للقطاع الحقيقى مع كبر حجم القطاع غير الرسمى.

- وتوجد قيود هيكلية تنذر بالخطر والضعف الهيكلى والمتعلقة بانخفاض معدل الادخار القومى والذى يعنى وجود معدل غير كافى للتكوين الرأسمالى وهو ما يضع قيود على نمو الإنتاج فى المستقبل، ولذلك يصبح ضرورياً إجراء إصلاحات فى القطاع الحقيقى لتشجيع الادخار الخاص والاستثمار الخاص مع منح حوافز لتوسيع مجالات التصدير من السلع والخدمات عالية القيمة المضافة وقد يكون تعبئة المدخرات المحلية **مجال لدراسات مستقبلية**.
- كما تشير الدراسات بالرغم من أن نظام سعر الصرف يعتبر محدداً هاماً لمحتوى الحوافظ المالية من التدفقات فإن مستثمرى المحافظ المالية لايولوا الاهتمام لنظام اسعار الصرف باعتبار وجود أدوات تغطية "مشتقات" لتغطية مخاطر الانكشاف hedge exposures ، إلا أن مستثمرى مشروعات الاستثمار المباشر لابد وأن يعيروا اهتماماً لنظام سعر الصرف باعتبار عدم القدرة على تغطية مخاطر الانكشاف فى الأجل الطويل وبالتالى فإنه من التوصيات الواجبة لصناع القرار استناداً إلى النتائج أن السياسة النقدية يتعين أن تخفف تذبذب سعر صرف الجنيه بهدف تجنب بعض من الآثار العكسية الى يمارسها على تدفقات رؤوس الأموال فى مصر، ومن ثم فإن توسيع الأدوات المالية والمشتقات المتاحة للمستثمرين لتغطية التذبذب فى سعر الصرف والإدارة الحكيمة (أى الاستفادة من أدوات التغطية ضد تقلبات العملة بمنح علاوة مقابل تذبذب سعر الصرف) لهذه التدفقات تعد وجوبية لضمان منع الآثار العكسية الزعزعة destabilizing effect على سعر صرف الجنيه، وهو ما يستلزم أيضا دراسة إدخال أدوات جديدة للدين الحكومى بخلاف سندات وأذون الخزانة باعتبارها أدوات خالية من المخاطر[1]، وذلك من خلال:
  - تشجيع جهات أخرى غير البنوك للاستثمار فى أدوات الدين مثل هيئة البريد.
  - تفعيل أدوات السيولة فى سوق السندات مثل ما يعرف بآلية البيع وإعادة الشراء Repo
  - استحداث أدوات جديدة للدين العام مثل سندات الإيراد (يرتبط عائدها بعائد مشروعات محددة تقوم بتمويلها)، السندات المرتبطة بالناتج المحلى وصكوك التمويل وهى أداة غائبة فى مصر، وهو ما يستلزم عدم إغفال إجراء إصلاح لمناخ الاستثمار يرتبط بسوق المال لتعميق الأسواق المالية بالداخل وتحسين بنيتها التحتية.
  - قد يكون أحد المقترحات **بدراسات مستقبلية** تتعلق بعلاقة تذبذب سعر الصرف بالأساسيات الاقتصادية والتى عالجتها الدراسات الاقتصادية من المنظور النقدى (تأثير سعر الفائدة) ومن المنظور الحقيقى أى الإنتاج العينى وخاصة الصناعى وكذلك تأثير سوق الأوراق المالية.

[1] ندوة "تأثيرات تغير سعر الصرف على سوق المال وأسواق الدين "... ، مرجع سبق ذكره.

- قد يكون من المقترحات التى تأسست على نتائج الدراسة الحالية هو أهمية التكامل بين السياستين التجارية والنقدية باعتبار أن تذبذب سعر الصرف قد يكون له تأثير على تدفقات رؤوس الأموال سواء المباشر أو غير المباشرة وهذه التوصية قد تكون علاج لمنع انسحاب رؤوس الأموال من مصر (ظاهرة هروب رأس المال).
- وقد يقترح بالإضافة إلى ما تقدم أن تضع الحكومة قيوداً على هروب رؤوس الأموال خلال فترات التوتر وعدم الاستقرار مع وضع قيود أو رقابة على أموال صناديق الحافظة فى الأجل القصير والتى يمكن سحبها بسهولة وتسييلها وذلك فى محاولة لتجنب وإضعاف الأثر السلبى لزعزعة الثقة على سعر الصرف.
- ويستدل من النتائج على وجود علاقات واضحة بين سعر الصرف وتدفقات رؤوس الأموال، هذه العلاقة المتلازمة السالبة بين تدفقات رؤوس الأموال وتذبذب سعر الصرف تشير إلى أهمية الإدارة الفعالة للتذبذب ونظراً لتبنى مصر نظام تعويم سعر صرف حر فإن التذبذات حتمية، وقد يكون من الأهمية خلق نظام تعويم مدار مع السماح بتذبذب بحدود مراقبة Monitoring Bands [1] لتخفيض درجة التذبذب لتشجيع المستثمرين ويعالج ظاهرة هروب رأس المال ويراعى فى تحديد نظام سعر الصرف الربط بالأساسيات الاقتصادية كلما كان ممكنا. وقد يكون من الأهمية قياس سعر الصرف للجنيه المرجح بشركاء التجارة بالنسبة لمصر بما يقدمه من مؤشر للربط بين نظام سياسة التجارة والسياسة النقدية بحيث لا تنعكس صدمات التجارة فى تقلبات فى سعر صرف الجنيه، ويكون النظام النقدى مرناً للمخاطر المرتبطة بالانفتاح التجارى على العالم الخارجى.
- وقد يكون من المقترحات بأبحاث أخرى فى المستقبل تشمل:

١- توسيع الجزء التطبيقى ليشمل دول أخرى مثل تونس والمغرب والأردن التى تقع ضمن شريحة الدخل ومستوى التنمية بالنسبة لمصر.

٢- فحص علاقة السببية بين تذبذات سعر صرف الجنيه وتدفقات رؤوس الأموال للتيقن من حاله السببية الأحادية الاتجاه أو الثنائية الاتجاه بينهما.

[1] يقصد بذلك استمرار نظام التعويم الحر دون تدخلات من البنك المركزى مع الاحتفاظ بحقه فى اتخاذ بعض الإجراءات الرقابية بما يمكنه من البيع والشراء من العملات الأخرى للدفاع عن سعر صررف الجنيه فى حدود الهوامش المسموح بها.

ملخص الدراسة
سعر الصرف وعلاقته بالاستثمارات الاجنبية فى مصر

تناولت الدراسة سعر الصرف وعلاقته بالاستثمارات الأجنبية فى مصر وباعتبار أن سياسة سعر الصرف من أهم أدوات السياسة الاقتصادية الكلية التى تستخدم لأغراض عديدة قد يكون من أهمها إعادة التوازن فى الاختلالات الحادثة فى الميزان التجارى خصوصاً وفى ميزان المدفوعات عموماً (وبالأخص ميزان العمليات الرأسمالية والمالية). ولذلك ركزت الدراسة على قياس أثر تغير سعر الصرف على

تدفقات الاستثمار المباشر وغير المباشر الواردة إلى مصر، أيضا حرصت الدراسة على استقراء بعض الدروس من التجارب الدولية فى مجال جذب تدفقات الاستثمارات الأجنبية وعلاقتها بسعر الصرف.

وقد خلصت الدراسة من خلال استعراض الملامح العامة للاستثمار الأجنبى المباشر وغير المباشر فى الفصل الأول إلى عدة نتائج:

- إن النظريات الخاصة بالاستثمار الأجنبى سواء فى إطار الفكر التقليدى أو الحديث يفسر انتقال الاستثمارات فى ضوء اختلاف الإنتاجية الحدية لرأس المال أو من منظور زاوية الإنتاج والمستند على فكر المزايا النسبية أو المزايا الاحتكارية. وأنه من نفس الزاويا ظهرت نظريات أخرى تفسر قيام الاستثمار الأجنبى مثل نظرية التحركات الدولية لرأس المال ونظرية عدم كمال الأسواق ومدخل المنشأة الصناعية ودورة حياة المنتج وكلها تفسر قيامه فى ضوء المزايا المكانية والتقدم التكنولوجى والميزة الاحتكارية وتدويل الإنتاج وتوزيع المخاطر.
- في محاولة تحديد الملامح العامة للاستثمار الاجنبي في مصر ومحددات جذبة حدد الفصل ثلاث مجموعات رئيسية بالنسبة للدول النامية ومن بينها مصر، تتحدد المجموعة الأولي: في عوامل السوق والمجموعة الثانية: في عوامل الموارد، والمجموعة الثالثة: في عوامل الكفاءة وفي سبيل تبيان ظروف هذه المجموعات من العوامل بالنسبة لمصر، استعرض الفصل الاطار المؤسسي والتشريعي المحدد لجذب الاستثمار حيث استند علي ما رصده تقرير ممارسة انشطة الاعمال ٢٠١٧/ ٢٠١٨ من حيث التحسن النسبى لبعض المؤشرات الفرعية مثل استخراج تراخيص البناء ومؤشر تسوية حالات التعثر والافلاس.
- كما برزت قدرة الاقتصاد المصرى على جذب الاستثمارات فى ضوء مؤشرات التنافسية العالمية التى يرصدها منتدى الاقتصاد العالمى حيث تحسنت رتبة مصر واعتلت المرتبة ١٠٠ من بين ١٣٧ دولة تمت دراسة وضعها التنافسى.
- ارتبط التحسن في المؤشرات الاجمالية: المتطلبات الاساسية ومحفزات الكفاءة ومحفزات الابتكار بالتحسن في ترتيبها في مؤشر المؤسسات، والبنية الاساسية ومؤشر الصحة والتعليم الأساسي وكذلك في مؤشرا ت التعليم العالي والتدريب وكفاءة سوق السلع وتطوير سوق المال والجاهزية التكنولوجية ومع ذلك فإنه علي مستوى محفزات تطور الاعمال والابتكار فلم يشهد تحسناً واضحاً.
- اظهرت نتائج استقصاء الرأى حول بيئة الاعمال اهم المشاكل المتعلقة بعدم استقرار السياسات والتضخم والفساد وضعف المستوى التعليمي للقوى العاملة وصعوبة النفاذ الي التمويل. على الجانب الآخر اوضح الفصل أن هناك جهوداً بذلت من اجل تحسين بيئة الاعمال تمثلت في قانون الاستثمار الجديد رقم ٢٠١٧/٧٢ والذي تعامل مع التحديات المؤسسية والاجرائية المتعلقة بعمليات فض المنازعات والتى تعوق مناخ الاستثمار وتجسدت محاولات القانون في توضيح دور

الجهات المختلفة في وضع ومتابعة سياسات الاستثمار وتقديم الخدمات وفي فض المنازعات مثل لجنة التظلمات، المركز المصرى للتحكيم والوساطة.

وعند التطرق إلى الجهود المبذولة على المستوى العالمى والتى يعكسها تقرير الاستثمار العالمى الاونكتاد ٢٠١٧ تم التوصل إلى عدة أمور مفادها:

- الزيادة المحتملة في الاستثمارات المباشرة الموجهة إلى القطاعات الأخرى بخلاف النفط والتى تتركز في مشروعات جديدة في مجال الغاز الطبيعي، البنية التحتية، الطاقة الجديدة والمتجددة... وللأسف لا توفر الاحصاءات الوطنية في مصر سوى اجماليات قطاعية فى توزيع الاستثمارات الأجنبية دون الدخول في تفصيلات الأنشطة النوعية.
- ان هناك اتجاهات عامة تبرزها قوانين الاستثمار الوطنية في العديد من الدول تشير الي اتجاهات تقييدية متزايدة لغير صالح الاستثمار الأجنبي في الاصول الاستراتيجية جنباً الي جنب مع سياسات مرتبطة بتشجيع اقامة مناطق اقتصادية خاصة وتقديم اعفاءات ضريبية وتشجيع الانتاج من اجل التصدير.
- فيما يخص سوق الأوراق المالية خصص التقرير اشارات حول السماح بزيادة حدود حصص الملكية الاجنبية في الاسواق المالية وشركات التأمين والبنوك ومراكز الايداع وتعاملات المشتقات السلعية.
- في القسم الأخير من الفصل تناول تطور تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر والغير مباشر. وفي استعراض لتطور تدفقات الاستثمار الاجنبي المباشر ميز التحليل بين فترتين الفترة (٢٠٠٤/٢٠٠٥ – ٢٠٠٧/٢٠٠٨) والفترة ما بعد ٢٠٠٨/٢٠٠٩ وحتى ٢٠١٥/٢٠١٦) حيث توصل الي أن الفترة الأولي شهدت استقراراً في المناخ الاستثمارى انعكست في تصاعد قيمة التدفقات مواكبة لإنجاز برنامج الخصخصة. أما الفترة الثانية فقد شهدت تذبذبات في معدل نمو صافي التدفقات متزامنة مع تأثيرات الأزمة المالية العالمية واحداث ثورتي ٢٥ يناير ٢٠١١، ٣٠ يونية ٢٠١٣.
- توصلت التحليلات الي نتيجة مفادها تركز الاستثمارات بما يزيد عن ٥٠% في قطاع البترول وهو ما استدل منه أن حجم هذه الاستثمارات ليست مؤشراً علي قوة الاقتصاد المصرى بقدر ما تكون مؤشراً علي مزيد من الاستنزاف لإمكانات الاقتصاد، وأنه من الضرورى لتحقيق اهداف التنمية المستدامة ان تتجه الاستثمارات لتأسيس شركات أو لزيادة رؤوس اموالها لصالح الصناعات التحويلية والزراعة وتكنولوجيا المعلومات والاتصالات وغيرها لخلق آفاق جديدة للنمو الاقتصادى والتشغيل وتحفيز الابتكار التكنولوجي. على الجانب الآخر اعتبر هذا القسم أن الاستثمارات المباشرة تندرج فى غالبيتها ضمن نمط الاستثمار الباحث عن الموارد الطبيعية.

- عند تناول اهم مؤشرات سوق الأوراق المالية اوضح تحليل البيانات أن مصر لم تكن بمنأى عن تأثيرات الأزمة المالية العالمية وتأثيرات احداث ثورة ٢٥ يناير وما تلاها حيث شهد الاستثمار فى الحافظة تراجعاً وسجل عام ٢٠١١/٢٠١٠ تحول فى قيمة الأموال المحولة للخارج بشكل أكبر من تلك المحولة إلى الداخل، وقد تم تفسير ذلك فى ضوء حقيقة أن المستثمرين الأجانب سواء أكان الاستثمار فى أصول ثابتة (مباشر) أو أصول مالية (استثمار فى الحافظة) لا يتحمل المخاطر ولذلك فإنه يتخذ قراره على الفور بترك السوق وتحويل استثماراته إلى أصول مالية أقل مخاطر كالعقارات والأراضى والذهب.
- أن تراجع استثمارات الحافظة ارتبطت بانخفاض فى عدد الشركات المقيدة بالبورصة وكذلك بتراجع رأس المال السوقى لهذه الشركات، بحيث انعكست فى تراجع قيمة مؤشر نسبة رأس المال السوقى/الأسمى وذلك على الرغم من حقيقة أن حجم المتعاملين الأجانب لا يتخطى ٢٥% من اجمالى المتعاملين فى سوق الأوراق المالية، وتبع ذلك تأثر عدد كبير من القطاعات الاقتصادية الحقيقية والإضرار بها نتيجة الانفتاح المالى والتجارى مع الاقتصاد العالمى نتيجة لانتقال الصدمات من خلال قنوات مالية (القطاع البنكى أو السوق المالى)، أو قنوات التضخم، وسعر الصرف، أو قناة التجارة الخارجية.
- للحكم على انعكاسات تعويم الجنيه المصرى على أداء سوق المال فإن المؤشرات أشارت إلى ارتفاع معدلات السيولة المتاحة وزيادة عدد الشركات الجديدة المقيدة، ومعدلات دخول الأجانب للسوق المصرية، ومن الأهمية الارتكان إلى مستوى التوسع فى رأس المال وليس فقط المؤشر العام لسوق رأس المال فى ضوء حدوث المضاربات فى البورصة دون حدوث زيادة حقيقية فى رأس المال الأمر الذى يقترح معه ان يخضع سوق المال لإجراءات إصلاح مناخ الاستثمار.

تعرض **الفصل الثانى** لأنواع سعر الصرف ومفاهيمه المختلفة ومجالاتها، وأوضح الآتى:

- أن سعر الصرف الإسمى هو المفهوم المباشر من حيث الارتباط والتأثير فى المسار الفعلى للعلاقات الاقتصادية الخارجية لمختلف الدول، وأن المفاهيم الأخرى مثل سعر الصرف الحقيقى تنصرف أهميتها إلى ما يتعلق بتوصيات خاصة بإدارة سياسة الصرف الأجنبى لعلاج الاختلال فى الميزان التجارى أو فى ميزان المدفوعات عامة أو تحسين المركز التنافسى لاقتصاد الدولة، وهى أمور لا تتحقق إلا من خلال تحركات سعر الصرف الإسمى... أما عن مفهومى كل من سعر الصرف الإسمى الفعال وسعر الصرف الحقيقى الفعال فإن الحاجة إلى الرجوع إليهما فى

التحليل تكاد تكون معدومة فى تلك الأحوال التى تستند فيها بعض الدول إلى عملة ارتكازية (مثل الدولار بالنسبة لمصر) تعتبر قيمتها بالعملة الوطنية وقيمها بالعملات الأخرى أساسا تحدد بموجبه قيمة عملتها الوطنية بالنسبة للعملات الأخرى.

- أن علاقة سعر الصرف بتدفقات الاستثمار الأجنبى (الداخلة والخارجة) هى علاقة تأثير متبادل، وتتوقف على كثير من العناصر من قبيل: خصائص سوق الصرف ذاته والأطراف الفاعلة فيه، نوع الاستثمار من حيث كونه استثمارا أجنبيا مباشرا أم غير مباشر، ومجالات هذا الاستثمار والإطار التنظيمى الذى ينتمى إليه ويعمل من خلاله، ونوع العائد على هذا الاستثمار هل هو عائد اتفاقى تعاقدى أم عائد مخاطر يخضع لتقلبات أحوال الأسواق.

وحول تأثير سعر الصرف وسياساته على تدفقات الاستثمار الأجنبى إلى ومن الاقتصاد المصرى توصل إلى النتائج التالية:

- أنه على امتداد النصف الثانى من القرن العشرين وحتى الآن، كانت وما زالت هناك مشكلة لسعر الصرف فى الاقتصاد المصري. وأن محاولات علاج هذه المشكلة ارتكزت على السياستين النقدية والمالية بصفة أساسية ولم تول اهتماما كافيا لتأثير العوامل الحقيقية المتعلقة بالإنتاج والصادرات والواردات وتأثيرها على سعر الصرف وتأثرها به.
- أن عدم الاهتمام الكافى بالعوامل الحقيقية المؤثرة على قيمة الجنيه المصرى بالنسبة للعملات الأجنبية (وخاصة الدولار الأمريكى) أدى إلى انخفاض متواصل فى قيمة الجنيه على امتداد ما يقارب سبعة عقود من الزمن انقضت منذ خروج مصر من منطقة الاسترلينى. وهذا الانخفاض المتواصل فى قيمة الجنيه لم يشجع على زيادة الصادرات وتخفيض الواردات أساسا لانخفاض مرونة عرض الأولى وانخفاض مرونة الطلب على الثانية. كذلك فإن هذا الانخفاض المتواصل فى قيمة الجنيه المصرى بالعملات الأجنبية قد شجع على تدفق استثمارات مصرية مباشرة أو غير مباشرة إلى الخارج بقدر يصعب تقديره لأنه غالبا ما ارتبط بقيم لصادرات مصرية معلنة بأقل من قيمتها الفعلية، و/أو بقيم لواردات مصرية معلنة بأكثر من قيمتها الفعلية.
- أن معظم تدفقات الاستثمار الأجنبى المباشر إلى الاقتصاد المصرى لا تكاد تتأثر بانخفاض أو ارتفاع قيمة الجنيه المصرى معبرا عنها بالدولار أو أى عملة أجنبية أخرى. ويرجع ذلك بصفة أساسية إما إلى أنها استثمارات تقوم على المشاركة فى اقتسام الإنتاج العينى بحصص محددة فى اتفاقيات تدفقها إلى مصر (مثل اتفاقيات اكتشاف واستغلال حقول النفط والغاز والمعادن النفيسة كالذهب والفضة واليورانيوم)، أو لأنها استثمارات تأخذ شكل تأسيس وتشغيل فروع لشركات دولية عابرة للقارات تتمكن من تجنب مخاطر العملة من خلال قناتين رئيسيتين **أولهما** التحكم فى أسعار مدخلات الإنتاج الرئيسية (مثل المواد الفعالة فى صناعة الأدوية) التى توردها الشركة الأم

لفروعها، **وثانيهما** التمييز فى أسعار المنتجات التى تنتجها هذه الشركات من خلال فروعها المنتشرة (داخل وخارج مصر) على نحو يضمن لها معدلات الأرباح التى تستهدف تحقيقها دون ثمة تأثير لمخاطر العملة سواء فى السوق المصرية أو غيرها.

- أن التضخم المستشرى فى الاقتصاد المصرى، منذ ما يربو على ثلاثة عقود من الزمن، تفوق معدلاته ما قد يتجاوز أربعة أمثال معدلات التضخم فى معظم – إن لم يكن كل – الدول مصدر تدفق الاستثمار الأجنبى المباشر وغير المباشر إلى مصر، ولا شك أن ذلك ينعكس بارتفاع معدلات الأرباح التى تحققها مثل هذه الاستثمارات فى السوق المصرى على نحو يعوض –وغالبا مايتجاوز– الأثر السلبى لارتفاع قيمة عملات الدول مصدر هذه الاستثمارات فى سوق الصرف المصرى حال تحويل أرباح هذه الاستثمارات، أو حصيلة تصفيتها، إلى دولها الأم.
- أن نسبة فى حدود ١٠% من تدفقات الاستثمار الأجنبى المباشر إلى مصر تذهب إلى الاستثمارات العقارية، وعلى الرغم من أنها نسبة محدودة إلا أن تأثيرها واضح وكبير فى دفع أسعار العقارات ومدخلات تشييدها واستغلالها إلى أعلى ومن ثم ارتفاع معدلات الربح من هذه الاستثمارات مقارنة بمعدلات الربح من الأنشطة الزراعية والصناعية، وذلك ما يؤدى إلى نتيجتين متصلتين مباشرة بقضية سعر الصرف فى الاقتصاد المصرى: **أولهما** انحياز نمط الاستثمار فى الاقتصاد المصرى إلى إنتاج ما يعرف بالسلع غير القابلة للدخول فى التجارة non–tradable goods، **وثانيهما** تحجيم –إن لم يكن إلغاء– الأثر السلبى لانخفاض قيمة الجنيه تجاه العملات الأجنبية على هذه الاستثمارات العقارية الأجنبية حال تحويل عوائدها، أو ناتج تصفيتها، إلى الخارج.

اختص **<u>الفصل الثالث</u>** من الدراسة بعرض أهم النظريات المفسرة للاستثمار الأجنبي المباشر من خلال تأثره بتقلبات أسعار الصرف والنظم المختلفة التي اتبعتها دول نامية كالصين وبعض دول أمريكا اللاتينية كالبرازيل باعتبارهما نموذجين مختلفين في سياسة سعر الصرف المتبعة ما بين التثبيت والمرونة. وهناك العديد من الدروس والفوائد المختلفة التي تترتب على اعتماد النظامين، فليس هناك نظام واحد يناسب جميع الدول في كل الظروف، وعلى الدول تقدير التكاليف والمزايا المترتبة على كل نظام في ضوء الاستعداد الاقتصادي والمؤسسي، وقد توصل الفصل إلى بعض النتائج من أهمها:

- تشير إحصاءات صندوق النقد الدولي إلى الانخفاض التدريجي في نسبة الدول التي يوجد بها مجالس للإشراف على العملة Boards Currency من إجمالي عدد الدول الأعضاء في الصندوق خلال الفترة ٢٠٠٨– ٢٠١٦، واقترن ذلك بانخفاض في نسبة الدول التي اتبعت سياسة تثبيت سعر الصرف (بواقع ٤ دول إلى ١٨ دولة) وزيادة في عدد الدول التي اتجهت لتعويم أسعار الصرف سواء كان ذلك تعويم مدار floating managed (بواقع ٣ دول إلى ٤٠ دولة

وهي الأرجنتين والمكسيك وسويسرا أو تعويم حر floating free بواقع دولة واحدة إلى ٣١ دولة (وهي روسيا التي كانت تتبع نظام التعويم المدار سابقاً).

- ركزت الدراسة على دول مثل الصين وبعض دول أمريكا اللاتينية، باعتبار أن تلك الدول مرت بأزمات اقتصادية، أعقبها فترات تحول اقتصادي Transition Economic، وبينت بعض الدراسات أن سياسة سعر الصرف التي اتبعتها حكومات تلك الدول كان لها دور في تفسير سلوك الاستثمارات الأجنبية (مباشرة وغير مباشرة) الوافدة للدول المذكورة وجذب حصة كبيرة من تدفقات الاستثمار العالمي في الوقت الذي فشلت فيه دول أخرى.
- وباعتبار أن الصين في مقدمة الاقتصادات الناشئة، أشارت الدراسات والبيانات إلى أن الطفرات الكبيرة التي حدثت في معدل تغير تلك الاستثمارات لم تكن بسبب تغيرات كبيرة في سعر الصرف، وإنما بفعل عوامل أخرى منها كفاءة رأس المال البشري في الصين باعتبارها دولة كثيفة العمالة مما كان سبباً في حفز العمل بالصناعات والخدمات وجذب رأس المال الأجنبي إليها، وكذا درجة الانفتاح التجاري واتباع سياسات محفزة للتصدير.
- آثرت دول مثل البرازيل والمكسيك وشيلى التحرك نحو مرونة سعر الصرف بالاعتماد على ركيزتين اسميتين تحل محل سعر الصرف الثابت وهما سعر الصرف المرن واستهداف التضخم، وذلك بالتأكيد على أن استقرار الأسعار يأتي في طليعة أولوياتها في حالة حدوث تعارض بين الركيزتين. وأُعتبرت استراتيجية تحديد أهداف التضخم ركيزة اسمية لفترة طويلة بعد أن أثبتت فعاليتها بشكل كبير وتفوقت على منهج تحديد الأهداف النقدية (تحديد هدف الاحتياطي أو عرض النقود بمعناها الواسع أو احتياطيات البنوك)، وسار الأمر بوتيرة سريعة في التحول من استراتيجية تحديد الأهداف النقدية إلى استراتيجية استهداف التضخم، لاسيما عقب الأزمة المالية الآسيوية التي تأثر بها معظم دول العالم النامي.
- إن الاستثمارات الأجنبية المباشرة الوافدة لدول أمريكا الجنوبية كانت مزيجاً من أنشطة البحث عن المواد الخام والبحث عن الأسواق. ويعزى نمط البحث عن المواد الخام إلى ارتفاع أسعار السلع الأساسية وبجانب ذلك وفرة الموارد الطبيعية في هذه المنطقة دون غيرها، وهو ما جعل منها دولاً مصدرة للنفط والغاز والفحم. ووفقاً لتقرير اللجنة الاقتصادية لأمريكا اللاتينية ومنطقة البحر الكاريبي ECLAC عن الاستثمار الأجنبي المباشر، فإن نحو ٤٣% من تلك الاستثمارات في عام ٢٠١٢ تركزت في البحث عن الموارد الطبيعية، وهو ما يؤكد أن الاستثمار الأجنبي المباشر الوافد لدول أمريكا اللاتينية قائم بالأساس على وفرة المواد الخام، وأن الصناعات المرتبطة بتلك الموارد هي التي تجذب رأس المال الأجنبي، لاسيما في ظل وفرة العمالة وتحقيق معدلات نمو جيدة.

وقد حاولت الدراسة قياس أثر التغير فى سعر صرف الجنيه المصرى على تدفقات الاستثمار الاجنبى فى الفصلين الرابع والخامس، وقد قام كل فصل على حدى بإجراء هذا القياس، ويمكن تلخيص أهم نتائج **الفصل الرابع** على النحو التالى:

خلص التحليل الوصفى لسلوك سعر صرف الجنيه المصرى والاستثمارات الأجنبية المباشرة الواردة إلى مصر خلال الفترة محل الدراسة، إلى ما يلى:

- أنه خلال مرحلة تثبيت سعر صرف الجنيه المصرى (١٩٩١-١٩٩٩)، كان سعر صرف الجنيه مستقراً عند حوالى٠.٣٠ دولار (٣٣٧ قرشاً للدولار) فى المتوسط، لوحظ أن هناك ارتفاعاً متواصلاً فى تدفق الاستثمار الأجنبى المباشر الوارد إلى مصر خلال تلك الفترة باستثناء الانخفاض الذى حدث فى عام ١٩٩٥.
- أنه مع تبنى نظام التعويم المدار (٢٠٠١-٢٠٠٣) وما ترتب عليه من استمرار انخفاض سعر صرف الجنيه المصري أمام الدولار الأمريكي، من ٠.٢٧ دولار (٣٦٩ قرشاً للدولار) في عام ٢٠٠٠ إلي ٠.٢٢ دولار (٤٥٠ قرشاً للدولار) عام ٢٠٠٢، إلا إنه حدث تدهور فى تدفقات الاستثمار الأجنبى المباشر، حيث انخفض من ١.٢ مليار دولار عام ٢٠٠٠ إلى حوالى ٦٤٧ مليون دولار فقط عام ٢٠٠٢ (بنسبة انخفاض حوالى ٤٧.٥% مقارنة بعام ٢٠٠٠).
- أن الفترة الزمنية (٢٠٠٣-٢٠١٥)، والتى اتضح أن مصر كانت تتبع نظام التعويم المدار وليس التعويم الحر، انخفض سعر صرف الجنيه من ٠.١٦ دولار (٦١٥ قرشاً للدولار) عام ٢٠٠٣، إلى ٠.١٣ دولار (٧٨١ قرش للدولار) عام ٢٠١٥، لوحظ أن هناك ارتفاعاً فى تدفق الاستثمار المباشر من ٢٣٧ مليون دولار عام ٢٠٠٣ إلى حوالى ٧ مليار دولار عام ٢٠١٥، باستثناء السنوات (٢٠٠٨ و٢٠٠٩ و ٢٠١١)، وهى السنوات التى شهدت تداعيات الأزمة المالية العالمية وثورة ٢٥ يناير ٢٠١١، أما فى عام ٢٠١٦، والذى شهد تطبيق قرار الحكومة المصرية لتحرير سعر صرف الجنيه المصرى، انخفض خلاله سعر الصرف إلى ٠.٠٥ دولار (١٨.١٣ جنيهاً للدولار)، ارتفع تدفق هذه الاستثمارات إلى ٨.١ مليار دولار.

أظهرت نتائج تقدير نموذج "الإنحدار الذاتى لفترات الإبطاء الموزعة (Model ARDL)"، ما يلى:

بالنسبة لنتائج تقدير معلمات المتغيرات المفسرة فى الأجل الطويل

- ارتفاع معنوية المعلمة الخاصة بمتغير متوسط نصيب الفرد من الناتج المحلى الإجمالى، مما يعني أن هذا المتغير له أثر موجب علي تدفق الاستثمار الأجنبى المباشر إلى مصر، وهذا ما يتفق مع مبادئ النظرية الاقتصادية وكذلك الدراسات التطبيقية في هذا الصدد، وهو مايعني أن زيادة متوسط نصيب الفرد من الناتج المحلى الإجمالى فى مصر، يعكس ارتفاع القوة الشرائية وكبر حجم السوق، وبالتالى زيادة تدفق الاستثمار الأجنبى المباشر إلى مصر.

- ارتفاع معنوية المعلمة الخاصة بسعر صرف الجنيه المصرى، مما يعنى أن انخفاض سعر صرف العملة المحلية أمام العملات الأجنبية، يشجع على تدفق الاستثمار الأجنبى المباشر (ولاسيما التى تنتج بهدف التصدير)، حيث يعنى ذلك خفض تكاليف الإنتاج، مما يجعل المنتجات المحلية أكبر أعلى تنافسية فى الخارج، وهذا من شأنه زيادة العائد على هذا الاستثمار.
- وتجدر الإشارة إلى أن انخفاض سعر صرف العملة، قد لا يكون فى صالح مشروعات الاستثمار الأجنبى المباشر التى تنتج للسوق المحلى وليس للتصدير، حيث يكون عائد هذه المشروعات بالجنيه المصرى، وقد يسبب هذا خسارة لهذه المشروعات حينما يقوم عائدها بالدولار، مما يؤدى إلى تخفيض هامش الربح، وبذلك يتوقع أن يكون انخفاض سعر صرف العملة المحلية أقل جذباً لهذا النوع من الاستثمار (بيانات الاستثمار الأجنبى المباشر فى مصر لا تمكن من الفصل بين هذين النوعين من الاستثمار).
- تعزيز الانفتاح التجارى ومزيد من الاندماج الاقليمى والدولى، حيث أثبت النموذج القياسى أن هناك علاقة معنوية وموجبة بين درجة الانفتاح التجارى وتدفق الاستثمار الأجنبى المباشر الوافد إلى مصر فى الأجل الطويل. ويتطلب تعزيز انفتاح الاقتصاد المصرى مجموعة من السياسات والإجراءات أهمها:

- إجراء مزيد من الاصلاحات فى هيكل التعريفة الجمركية وإزالة التشوهات المتعلقة بها (كثرة فئات التعريفة الجمركية).
- تقليص الحواجز غير الجمركية (رسوم الخدمات والفحص، والرقابة النوعية،...إلخ).
- إلغاء الجمارك على الرسوم الهندسية عند بدء المشروعات (حيث يسمح فقط باستيراد القوالب والاسطمبات دون رسوم جمركية وفقاً للقانون رقم ٨ لسنة ١٩٩٧.
- تحسين معايير الاختبار والمعايرة والتوثيق بحيث تتفق مع مثيلتها العالمية مع إشراك القطاع الخاص فى صياغة أسس التطوير.
- تبين من النتائج أن انخفاض سعر صرف الجنيه المصرى يشجع على تدفق الاستثمار الأجنبى المباشر (الذى ينتج بهدف التصدير)، وفى غير صالح المشروعات الأجنبية التى تنتج للسوق المحلى حينما يقوم عائدها بالدولار، لذا يقترح قياس الآثار الاقتصادية الكلية المترتبة على قرار تحرير سعر صرف الجنيه (الصادر فى نوفمبر ٢٠١٦)، ولاسيما أن هذا القرار قد أدى إلى ارتفاع معدلات التضخم بمعدلات متسارعة، وما يترتب عليه من انخفاض القدرة الشرائية للمواطنين وانخفاض الطلب الكلى، الأمر الذى يؤدى فى النهاية إلى التأثير السلبى على تدفق هذه الاستثمارات.

- ضرورة إنشاء قاعدة بيانات (حديثة، ودقيقة، وتفصيلية) عن توزيع الاستثمار الأجنبى المباشر بين القطاعات الاقتصادية المختلفة فى مصر، وكذلك حصر للمشروعات الاستثمارية التى تنتج بغرض التصدير وتلك التى تنتج للاستهلاك المحلى.
- استكمال تطوير البنية التحتية التى تعتبر من أهم المتطلبات لجذب الاستثمار الأجنبى المباشر، حيث تؤثر وفرة وكفاءة البنية التحتية على تكاليف الاستثمار ومن ثم على العائد المتوقع من هذا الاستثمار، بالإضافة إلى الاستخدام الكفء للحوافز الضريبية.

وفى ضوء اهتمام **الفصل الخامس** بفحص العلاقة بين تطور سعر صرف الجنيه المصرى وبين تطور مؤشرات سوق الأسهم والسندات فى الاقتصاد الوطنى لتأثيرها فى القرارات المتعلقة بالسياسة النقدية والمالية ولأهميتها فى التنبؤ بمسار سعر الصرف ولمساعدة المستثمر فى إدارة مخاطر أسعار الصرف لتحقيق استقرار الأرباح، حيث غالباً ما يتم إدراج العملة كأصل فى محافظ الصناديق الاستثمارية وأخيراً قد يكون فهم العلاقة بين أسعار الصرف وأسعار الأسهم مفيداً للتنبؤ من أجل تجنب أزمات أسواق الأسهم والسندات.

– وقد أوضح استعراض الأدبيات والدراسات التطبيقية أن العلاقة بين التقلبات فى اسعار الصرف وتأثيرها على سوق الأوراق المالية يكون من خلال استخدام عوائد الأسهم كمتغير تابع ممثل للسوق (سعر الصرف كمتغير مستقل هى علاقة معنوية) واشتملت دراسات أخرى على مجموعة أخرى من المتغيرات الاقتصادية (بخلاف سعر الصرف) مثل معدل سعر الفائدة الأسمى، كمية النقود (عرض النقود Ms) والاحتياطيات الدولية وحجم الناتج المحلى الاجمالى كمتغيرات مستقلة.

وقد أكدت نتائج قياس العلاقة بين سعر صرف الجنيه المصرى وأداء المؤشر العام لسوق الأوراق المالية على ما يلى:

– وجود علاقة عكسية عالية المعنوية بين معامل التغير فى سعر الصرف وبين التغير فى قيمة المؤشر العام لسوق الأوراق المالية وكذلك متغير الانفتاح التجارى على الخارج، حيث دلالة ذلك أن انفتاح الاقتصاد المصرى على العالم الخارجى من حيث التعامل فى أنشطة الاستيراد والتصدير وحركة رؤوس الأموال يمارس تأثيراً إيجابياً قوياً على نمو وارتفاع المؤشر الرئيسى للبورصة المصرية فضلاً عن الدور الإيجابى لمؤشر ربحية الأسهم وأثره على ارتفاع مؤشر البورصة وهو ما يؤكد على أهمية تحقيق عوائد إيجابية على الأسهم من أجل جذب المزيد من الاستثمار إلى سوق الأوراق المالية أما باقى المتغيرات المستقلة الأخرى فى النموذج فكان لها دوراً هامشياً أو غير معنوياً.

- ويقوم نفس الفصل بإجراء قياس لتأثير تغيرات سعر صرف الجنيه المصرى على تعاملات الأجانب فى سوق الأوراق المالية وذلك باستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية خلال نفس الفترة الزمنية ٢٠٠٣/٢٠٠٤ وحتى ٢٠١٦/٢٠١٧ وذلك بتجميع بيانات ربع سنوية عن تعاملات الأجانب فى سوق الأوراق المالية ووضعها كمتغير تابع بالنموذج، وفى المقابل تم الحصول على أسعار الصرف للجنيه المصرى فى مقابل الدولار لنفس الفترات.

تم الحصول على نتائج هامة من بينها:

- عدم معنوية النموذج وقدرته على تفسير العلاقة بين التغير فى سعر الصرف وقيمة تعاملات الأجانب فى البورصة (حيث إن الاستثمار الأجنبى غير المباشر فى سوق الأوراق المالية لا يتوقف فقط على تعاملات الأجانب فى البورصة وإنما يمتد أيضا إلى تعاملات المواطنين بالعملات الأجنبية والتى تراوحت نسبتها ما بين أكثر من ١٠% إلى حوالى ٢٥% من حجم التعاملات خلال بعض سنوات الدراسة، وهو ما يفسر تأثر النشاط الكلى للسوق (المؤشر العام للبورصة EG x 30) بالتغير فى قيمة سعر الصرف للجنيه نظراً لشموله على القيمة الكلية للنقد الأجنبى (أجانب ومواطنين) المستثمر فى سوق الأوراق المالية، هذا فضلاً عن حقيقة تأثر الأجانب فى تعاملاتهم فى سوق الأوراق المالية بدرجة الاستقرار المالى والاقتصادى التى يمر بها الاقتصاد المصرى ودرجة الثقة فى عبور الأزمات والعودة السريعة إلى المعدلات الطبيعية من النمو والتنمية.
- إن ما يعزز الاقتناع بأهمية شيوع مناخ الثقة هو أن معامل الاحتياطيات الكلية من النقد الأجنبى كان معنوياً وإيجابياً فى التأثير على تعاملات الأجانب فى البورصة حيث إن المحافظة على مستوى جيد من هذه الاحتياطيات يؤثر إيجابياً على المتثمرين الأجانب. كذلك سجل الانفتاح التجارى الوطنى تأثيراً إيجابياً على تعاملات المستثمرين الأجانب، أيضا أظهر مؤشر ربحية الأسهم تأثيراً معنوياً وإيجابياً مما يحمل دلالة العلاقة بين زيادة معدل الربحية فى البورصة وزيادة تعاملات الأجانب.

قائمة المراجع

أولاً: <u>المراجع باللغة العربية</u>:

١. إبراهيم العيسوى، (١٩٧٨)، "القياس والتنبؤ فى الاقتصاد،" مدخل لدراسة الاقتصاد القياسي"، دار النهضة العربية.
٢. أحمد جلال، (٢٠٠٣)، "ماذا بعد تحرير سعر الصرف، المركز المصري للدراسات الاقتصادية"، ورقة عمل رقم ١٣، فبراير.
٣. أحمد رشاد الشربينى، (٢٠٠٨)، "أثر تغير سعر صرف الجنيه المصرى على أداء القطاع السياحى فى مصر: دراسة تطبيقية"، رسالة ماجستير، قسم الاقتصاد، كلية التجارة، جامعة عين شمس.
٤. أحمد عاشور عبد الله، (٢٠١٣)، "أثر التحرير المالي علي البورصة المصرية خلال الفترة (٩١-٢٠١٠)"، المجلة المصرية للتنمية والتخطيط، العدد الثاني.
٥. أميرة حسين عامر، (٢٠١٥)، "أثر الاستثمارات الأجنبية المباشرة من دول الاتحاد الأوروبى على الناتج المحلى الإجمالى فى مصر"، رسالة ماجستير (غير منشورة)، معهد التخطيط القومى.
٦. أندريا فيلاسكو (٢٠٠٠) "أسعار الصرف في الأسواق الناشئة: التعويم نحو المستقبل" ترجمة: ياسر سليم، مراجعة: أمنية حلمي، ورقة عمل رقم ٤٦.
٧. البنك الدولى، مؤشرات التنمية فى العالم.
٨. البنك المركزي المصري، التقرير السنوية لعام ٢٠٠٧/٢٠٠٨.
٩. البنك المركزي المصري، المجلة الاقتصادية (٢٠٠٣/٢٠٠٤) والأعداد التالية لها.
١٠. البنك المركزي المصري، المجلة الاقتصادية، المجلد السابع والخمسون، العدد الأول ٢٠١٦ /٢٠١٧.
١١. المركز المصرى للدراسات الاقتصادية، مارس (٢٠١٧)، "ندوة تأثيرات تغير سعر الصرف على سوق المال وأسواق الدين"، ملاحظات موجزة حول الندوة.
١٢. الجبالي، عبد الفتاح (٢٠٠٣)، "الجنيه المصري من التثبيت إلى التحرير، كراسات استراتيجية، العدد رقم ١٢٤، مركز الأهرام للدراسات السياسية والاستراتيجية، مؤسسة الأهرام، القاهرة.
١٣. الجزار، حجازي عبد الحميد، (٢٠١٦-٢٠١٧) ، "دور سوق الأوراق المالية في تمويل الاستثمار والتنمية الاقتصادية في الدول النامية خلال الفترة من ١٩٨٨ وحتى عام ٢٠١٢"، مجلة بحوث اقتصادية عربية ، العددان ٧٦-٧٧ .
١٤. الجزار، حجازي، (٢٠١١)، "سياسة سعر الصرف الأجنبي والنمو الاقتصادي في مصر" (خلال الفترة ١٩٩٠-٢٠٠٩)، مجلة مصر المعاصرة، معهد التخطيط القومي.
١٥. حسني محمد العيوطي، (٢٠٠٣)، "سياسة سعر الصرف في مصر"، المؤتمر السنوي الرابع، "تنمية الصادرات المصرية في ضوء المتغيرات الإقليمية والدولية"، جامعة الزقازيق، كلية التجارة(بنها)، ٢٣.٢٢، إبريل.

١٦. خالد زكريا امين، ديسمبر (٢٠١٧)، " تطور بيئة الاعمال في مصر "، ورقة مقدمة للمناقشة في اطار ورشة العمل حول تطوير وتقييم مناخ الاعمال بالجمهورية التونسية وجمهورية مصر العربية.
١٧. رانيا عبد الحليم رضا عبد العال، (٢٠٠٤)، "أثر سياسات سعر الصرف علي قيمة الجنيه المصري"، رسالة ماجستير، قسم الاقتصاد كلية التجارة، جامعة عين شمس.
١٨. رضا عبد السلام، (٢٠٠٧)، "محددات الاستثمار الأجنبى المباشر فى عصر العولمة: دراسة مقارنة لتجارب كل من شرق وجنوب شرق آسيا وأمريكا اللاتينية مع التطبيق على مصر"، المكتبة العصرية ، الاسكندرية.
١٩. صايفي عمار، (٢٠٠٨/٢٠٠٩)، "محددات الاستثمار المحفظي وآثاره على أسواق الأوراق المالية – دراسة مقارنة بين مصر، تونس والجزائر"، رسالة ماجستير، جامعة أمحمد بوقرة بومرداس .
٢٠. صفوت أحمد عبد الحفيظ ، (٢٠٠٥) ، دور الاستثمار الأجنبى فى تطور أحكام القانون الدولى الخاص ، دار المطبوعات الجامعية ، الاسكندرية .
٢١. صلاح زين الدين، (أبريل ٢٠١٥)، "دور القانون فى تحسين مناخ الاستثمار فى مصر لجذب الاستثمارات الألمانية المباشرة"، ورقة مقدمة للمؤتمر العلمى الثانى (القانون والاستثمار٢٩-٣٠)، كلية الحقوق، جامعة طنطا.
٢٢. صندوق النقد الدولي (٢٠٠٦) "التحرك نحو مرونة سعر الصرف: كيف، ومتى، وبأي سرعة"، قضايا اقتصادية رقم ٣٨.
٢٣. صندوق النقد الدولي IMF، الإحصاءات المالية الدولية IFS، الكتاب السنوي، أعداد متفرقة.
٢٤. عادل عبد العال، (٢٠١٣)، علا، "دور الاستثمار الأجنبي غير المباشر في تنشيط البورصة المصرية"، مجلة بحوث اقتصادية عربية، العددان ٦٣ – ٦٤.
٢٥. عاطف علاونة ، (٢٠٠٨) ، الاستثمار فى أسواق رأس المال ودورها فى جذب الاستثمارات الاجنبية، ورقة عمل ، الملتقى الدولى السادس للمؤسسات المالية الدولية، دمشق.
٢٦. عبد الرازق حمد حسين وعامر عمران ، (٢٠١٢) ، قياس أثر الاستثمار الاجنبى غير المباشر على بعض المتغيرات الاقتصادية الكلية فى البلدان النامية ، مجلد ٢ ، العدد ١ ، مجلة جامعة كركوك للعلوم الإدارية والاقتصادية .
٢٧. عبد السلام أبو قحف، (١٩٩٨)، (مقدمة فى إدارة الأعمال الدولية)، مكتبة ومطبعة الإشعاع الفنية، الاسكندرية، الطبعة الرابعة.
٢٨. عبد الغفار حنفى، (٢٠٠٧) ، إستراتيجيات الاستثمار فى بورصة الأوراق المالية،الدار الجامعية،الاسكندرية ، مصر.

٢٩. عبد الفتاح الجبالي، (٢٠٠٣)، "الجنيه المصري من التثبيت إلي التحرير"، مركز الدراسات السياسية والإستراتيجية، كراسات إستراتيجية، رقم١٢٤.
٣٠. عبد القادر عطية، (٢٠٠٤)، "الحديث في الاقتصاد القياسي بين النظرية والتطبيق"، الدار الجامعية، الاسكندرية .
٣١. عبد القادر، بسبع، (٢٠١٧)،"قياس أثر تغيرات أسعار الصرف على تقلبات عوائد أسواق الأسهم باستخدام نموذج GARCH"، مجلة دراسات وأبحاث. العدد 26 مارس 2017 السنة التاسعة.
٣٢. علي عبد الوهاب نجا، (٢٠١٧)، "العلاقة بين الاستثمار الأجنبي المباشر والصادرات والنمو الاقتصادي في كل من مصر وتونس والمغرب خلال الفترة (١٩٧٠-٢٠١٠)"، المجلة الاقتصادية، كلية الدراسات الاقتصادية والعلوم السياسية، جامعة الاسكندرية.
٣٣. فادية محمد عبد السلام ، (٢٠١٦) ، "حول آلية تبادل الجنيه المصرى مع اليوان الصينى" ، آراء فى قضايا التخطيط والتنمية ، العـــدد (٥) ، ديسمبر ، معهد التخطيط القومى.
٣٤. مجلس الوزراء، مركز المعلومات ودعم اتخاذ القرار، (٢٠٠٤)، السياسات المقترحة لجذب الاستثمار الأجنبى المباشر إلى مصر، يوليو.
٣٥. محمد سعيد بسيوني، (٢٠٠٤)، "أثر الاستثمار الاجنبي المباشر علي النمو الاقتصادى في دول مجلس التعاون"، المجلة المصرية للتنمية والتخطيط، العدد الثاني، ديسمبر ٢٠١٣، حسان خضر، الاستثمار الاجنبي، تعاريف وقضايا، جسر التنمية، السنة الثالثة، المعهد العربي للتخطيط بالكويت.
٣٦. محمد عبد الرحمن إسماعيل، (٢٠٠١)، "تحليل الإنحدار الخطي"، معهد الإدارة العامة، مركز البحوث، الرياض.
٣٧. محمود محمد عبد الحي، (١٩٨٤)، "مشكلة سعر الصرف فى الاقتصاد المصرى"، معهد التخطيط القومى، مذكرة خارجية رقم ١٣٨٧، القاهرة يناير ١٩٨٤ وإعادة طبع سبتمبر ١٩٩٢.
٣٨. مروان عطوان، (١٩٩٣)، "الأسواق النقدية والمالية (البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال)، الجزء الثاني :مشكلات البورصات وانعكاساتها على البلدان النامية. ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر.
٣٩. ناصرى، نفيسة، (٢٠١٠/٢٠١١)، "أثر سعر الصرف علي جذب الاستثمارات الاجنبية المباشرة في البلدان النامية – دراسة حالة الجزائر"، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير والعلوم الاجتماعية، جامعة ابر بكر بلقايد – تلمسان، الجزائر.
٤٠. وزارة المالية، التقرير المالي الشهري ٢٠١٧.
٤١. وزارة المالية، التقرير المالي ديسمبر ٢٠٠٥.

٤٢. يعقوبي محمد، (٢٠١١/٢٠١٢)، "تأثير تغيرات أسعار صرف العملات على مؤشرات أسعار الأسهم في الأسواق المالية العالمية"، رسالة ماجستير، جامعة حسيبة بن بوعلي بالشلف كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية.

ثانياً: المراجع باللغة الإنجليزية :

1. Abdel Salam M. Abou-Kahf. (1985) Foreign Direct investment in Development countries: An Analysis of the Determinants, Impacts, policies and organization with specific reference to the case of Egypt, Ph. D Thesis, UN. of strathelyde, Glasgow, UK, Oct.

2. Abdulrasheed Zubair, (2013) Relationship between Stock Market Index and Exchange Rate: Evidence from Nigeria. CBN Journal of Applied Statistics Vol. 4 No.2.

3. Abiola Babatunde Abimbola and Ajibola Joseph Olusegun, (2017) Appraising the Exchange Rate Volatility, Stock Market Performance and Aggregate Output Nexus in Nigeria. Department of Economics, University of Lagos, Akoka, Nigeria College of Postgraduate Studies, Caleb University, Business and Economics Journal, Lagos, Nigeria, Bus Eco J 2017, 8:1.

4. Adjasi, C. K.D., and B.N. Biekpe. (2005), Stock Market Returns and Exchange Rate Dynamics in Selected African Countries: A bivariate analysis, The African Finance Journal, July, Cape Town, South Africa.

5. Afaq, M., Khan, M., & Abdulahi, E., (2016) Determinants of Foreign Portfolio Investment and Its Effects on China, International Journal of Economics and Finance; Vol. 8, No. 12;2016, ISSN 1916-9771X.

6. Ali Attia Massoud & Thomas D. Willett, (2014)," Egypt, exchange rate regime Policy after the float", International Journal of Social Science Studies, Vol. 2, No. 4.

7. Ancharaz, Vinaye Dey (2003), "The Determinants Of Foreign Direct Investment In A comparative Perspective: Is there a bias against Sub-Saharan Africa?". Available at: https://www.researchgate.net/publication/264869145_The_Determinants_of_Foreign_Direct_Investment_in_a_Comparative_Perspective_Is_there_a_Bias_against_Sub-Saharan_Africa_1

8. Anthony Kyereboah-Coleman and Kwame F. Agyire-Tettey, (2008) "Effect of exchange-rate volatility on foreign direct investment in Sub-Saharan

Africa The case of Ghana", The Journal of Risk Finance, Vol. 9 Issue: 1. https://doi.org/10.1108/15265940810842410.

9. Apere T. Oyinpreye and Karimo T. Moses. (June 2015) The Effect Of Exchange Volatility on Share Price Fluctuations In Nigeria, Proceedings of 28th The IIER International Conference, Paris, France, 21st, ISBN: 978-93-82702-39-0

10. Bassem Kamar, and Damyana Bakardzhieva, (2003), " Economic Trilemma and Exchange Rate Management in Egypt", Paper presented at the 10th Annual Conference of the Economic Research, Forum for the Arab countries, Iran and Turkey, December 16-18. www.erf.org.eg/CMS/getFile.php?id=638.

11. Benjamin M. Tabak (2006) The Dynamic Relationship between Stock Prices and Exchange Rates: evidence for Brazil, Banco Central do Brasil, WP. 124.

12. Bianco, S. and To Loan, N. (2017) "FDI Inflows, Price and Exchange Rate Volatility: New Empirical Evidence from Latin America", International Journal of Financial Studies, MDPI, Switzerland.

13. Central Bank of Egypt; Annual Report 2002/2003.

14. Chang, R. and A. Velasco (2000b). "A Model of Financial Crises in Emerging Markets" Quarterly Journal of Economics.

15. Chang, R. and A. Velasco (2000c). "The Asian Financial Crisis in Perspective," Private Capital Flows in the Age of Globalization: The Aftermath of the Asian Crisis", Uri Dadush, Dipak Dasgupta and Marc Uzan (eds). New York: Edgar Elgar Publishers.

16. Cheng.Y. & Yu. J. (2010) "An Empirical Study of the Effects of RMB Exchange Rate on China's Inflows of FDI". Journal of International Economic studies, 24, 99-11. [Electronic]. Available via: http://repo.lib.hosei.ac.jp/bitstream/10114/7043/1/J-Jinping%20YU-other.pdf

17. China Statistics Press (2016) China Statistical Yearbook.

18. Courage Mlambo, Andrew Maredza and Kin Sibanda, (2013), Effects of Exchange Rate Volatility on the Stock Market: A Case Study of South Africa, Department of Economics, North West University, South Africa.

19. Czech National Bank; What is the Nominal and Real Exchange Rate?

20. Dennis R. Appleyard , (1995), International Economics, payments, Exchange Rates, and Macro Policy, RWIN .

21. Desislava Dimitrova. (2005), The Relationship between Exchange Rates and Stock Prices: Studied in a Multivariate Model. Political Economy, Vol. 14.

22. Dharmendra Dhakal et al, (2010), Exchange Rate Volatility And Foreign Direct Investment: Evidence From East Asian Countries, International Business & Economics Research Journal, Volume 9, Number 7, July.

23. Dornbusch, R., and S. Fischer. (1980), Exchange Rates and Current Account, American Economic Review, 70, 960- 71.

24. Dunning J.h. (1998) , "Location and the multinational enterprise: a neglected factor ? Journal of international business studies, Vol.29, J.H.

25. Diaa Noureldin, "Much ADO About The Egyptian Pound: Exchange Rate Misalignment and The Path Towards Equilibrium," ECEs, Working paper No.190, Dec. 2017.

26. El- Erain, (1995), M. Financial Market Development in the Middle East, in, ''Development of Financial Market in the Arab Countries, Iran and Turkey''. Economic Research Forum for Arab Countries, Iran and Turkey.

27. Eliana Cardoso and Ahmed Galal ECES,(2002), Monetary Policy & Exchange Rate Regimes option For the Middle East, , Editor.

28. Evans, Kimberly, (2002), "foreign Portfolio and direct investment complementarity, differences and integration,international Economist,office of international investments,US department, shanghai.

29. Gaurav A, et al, (2010), A Study of Exchange Rates Movement and Stock Market Volatility, International Journal of Business and Management, ABV-Indian Institute of Information Technology and Management Vol. 5, No. 12.

30. Goldfajn, Ilan, and Gino Olivares. (2001) "Can Flexible Exchange Rates Still "Work" in Financially Open Economies" G-24 Discussion Paper No 8.

31. Gourinchas, Pierre Olivier and Olivier Jeanne,(2006) " The Elusive Gains from International Financial Integration", review of Economic studies limited.

32. Hu dong wei (2013) "The role of exchange rates on the inflow of foreign direct investment to China" Umea School of Business and Economics, Umea, China.

33. Hwey Yun Yau & Chien Chung Nieh, (2006), Interrelationships Among Stock Prices of Taiwan and Japan and NTD/Yen Exchange Rate, Journal of Asian Economics, working paper N°17.

34. International Monetary Fund, (1999), Exchange Rate Arrangement and Currency Convertibility Development and Issues.

35. International Monetary Fund (2000), «External Debt Statistics: Guide for Compilers and Users (Draft Appendix III, Glossary of Terms)، Washington.

36. International Monetary Fund, International Financial Statistics Database (IFS) http://data.imf.org/IFS.

37. Jean – Louis muncchielli (2017), Relations economiques internationals, 4 edirion, Hachette liver, World Economic Forum, The Global competitiveness report, -208.

38. Jin, W., & Zang, Q. (2013). Impact of change in exchange rate on foreign direct investment: evidence from China. Lingnan Journal of Banking, Finance and Economics, 4. http://commons.ln.edu.hk/ljbfe/vol4/iss1/1

39. John Christy; (2018), How Currencies Impact International Investments; (Updated by Justin Kuepper).

40. Kerry Patterson, (2000) ,An Introduction to Applied Econometries (A Time Series Approach), ch.13 An the Exchange Rate and purchasing power parity, PALGRAVE publisher, Great Britain .

41. K. Kennedy, F. Nourizad, (Winter 2016), Exchange rate volatility and its effect on stock market volatility, Int. J. Hum. Cap. Urban Manage.

42. Karnovitz, A., S. Moldovan & R. Menelaws (2010): "An assessment of alternative monetary regimes for future Palestinian State: Selected literature review with case studies of Ecuador and El Salvador". Modernizing Financial Institute (MFI), USAID-West Bank/Gaza . Available via:http://www.louisberger.com/~/media/Files/LBG/ PDF/Insights/dollarization0510.pdf

43. Kinoshita, Yuko and Kampus, F., Nauro (2003) "Why Does Foreign Direct Investment Go Where it Goes? New Evidence from the Transition Economies", IMF Working Paper Number wp/03/288. http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2003/wp03228.pdf.

44. Kiru Sichoongwe, (2016), Effects of Exchange Rate Volatility on the Stock Market: The Zambian Experience. Journal of Economics and Sustainable Development, Vol.7, No.4.

45. Kodongo and Ojah, (2014), "Conditional Pricing of Currency risk in Africa's equity markets", Emerging Markets Review, 21, pp.133-155.

46. Kun-Ming CHEN, Hsiu-Hua RAU, and Chia-Ching LIN; (September 2006), The Impact of Exchange Rate Movements on Foreign Direct Investment; Market-Oriented Versus Cost-Oriented. The Developing Economies , XLIV-3.

47. Li, Z. (2005). "Foreign Direct Investment Inflows in China: Determinants at Location". [Electronic]. Available via:ttp://sdocument.ish-lyon.cnrs.fr/cnrs_cass2/sites/www.i-conf.org.cnrs_cass2/files/16_ Li_Xinzhong.pdf

48. Lily, Kogid, Mulok & Asid (2014) "Exchange Rate Movement and Foreign Direct Investment in Asian Economies", Economics Research International, Article ID 320949, http://dx.doi.org/10.1155/2014/320949

49. Lin, J & Shermm, M. (2003). "China's foreign exchange policies since 1979: A review of developments and an assessment". China Economic Review, 14.

50. M. Hashem Pesaran, Richard J. Smith, and Yongcheol Shin, (2001), "Bounds Testing Approaches to the Analysis of Level Relationships", Journal of Applied Econometrics, Vol. 16, No. 3. Available at: http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1002/jae.616/epdf.

51. Mahmoud Abd EL Hai & others, (2016), The impact of financial openness on total factor productivity Growth, through the Channel of Banking credit, International Research Journal of Applied Finance, Vol. Issue-1.

52. Martin, Philippe and Helene Rey,(2002) "Financial Globalization and Emerging Markets : with or without crash ?", National Bureau of Economic research (NBER), working paper No. 9288 .

53. Murtala Zakari,(2017), The Impact of Exchange Rate Fluctuations on Foreign Direct Investment in Nigeria. Journal of Finance and Accounting.Vol. 5, No. 4, July. http://article.sciencepublishinggroup.com/pdf/10.11648.j.jfa.20170504.17.pdf

54. Odili, (2015), Exchange Rate Volatility, Stock Market Performance and Foreign Direct Investment in Nigeria, International Journal of Academic Research in Accounting, Finance and Management Sciences , Vol. 5, No.2.

55. Onyeiwu, Steve (2003) "Analysis Of FDI To Developing Countries: Is the Mena Region Different?" http://www.erf.org.eg/tenthconf/Trade_ Presented/Steve_Onyeiwu.pdf.

56.Rudiger Dornbusch (1991), Exchange Retes and Inflation .

57.R. Albuquerque, N. Loayza, and L. Serv´en, (2005) "World market integration through the lens of foreign direct investors," Journal of International Economics, vol. 66, no. 2.

58. Rugman, A.M.; Verbeke, A. (2001) "Subsidiary-specific Advantages in Multinational Enterprises". Strateg. Manag. J., 22

59. Sam Y. CROSS: All About: The foreign exchange market in the United States. Federal Reserve Bank of New York, 1998.

60. Seri Suriani, M. Dileep Kumar, Farhan Jamil, Saqib Muneer. Impact of Exchange Rate on Stock Market.International Journal of Economics and Financial Issues, 2015, 5 (Special Issue) 385-388.

61.Shauna, P. & Esfahani, F. (2008). "Exchange rates and foreign direct investment: theoretical models and empirical evidence". Australian Journal of Agricultural and Resource Economics, 52 (4).

62.Shu Yi Lima and Siok Kun Sekb, (2014), Exploring the Inter-Relationship between the Volatilities of Exchange Rate and Stock Return, International Conference on Applied Economics (ICOAE), School of Mathematical Sciences, Universiti Sains Malaysia, Minden, 11800 Penang, Malaysia.

63. Solow, Robert, (1956), A contribution to the theory of Economic growth, the Quarterly J., of Economics, Vol.70, No.1.

64. Stephen, Young, (2004), " Multinations and Public Policy, Edward Elgar publishing limited, USA, Vol.1.

65.Steve H. & Schuler K. (2015) "Currency Boards for Developing Countries": A Handbook. Available via: http://sites.krieger.jhu.edu/ iae/files/2017/06/Currency_Boards_for_Developing_Countries.pdf.

66. Syed Ammad Ali, Hasan Raza, and Muhammad Umair Yousuf, (2012), "The Role of Fiscal Policy in Human Development: The Pakistan's Perspective", The Pakistan Development Review, Pakistan Institute of Development Economics, Volume 51, Issue 4.

67. UNCTAD, World Investment Report, 2017.

68. United States. Federal Reserve Bank of New York.

69. Windsor Prokers; Real Effective Exchange Rate- REER

70. Zubair، Abdulrasheed. (2013), Causal Relationship between Stock Market Index and Exchange Rate: Evidence from Nigeria ، CBN Journal of Applied Statistics Vol. 4 No.2.

ثالثاً: مواقع ذات صلة على الشبكة الدولية للمعلومات:

- موقع الاتحاد العام للغرف التجارية المصرية: www.fedcoc.org.eg
- موقع البنك المركزي المصري WWW.cbe.org.eg
- Ayse Evrevsel; International Finance for Dummies Cheat Sheet http://www.dummies.com/education/finance/internationafinance/advantages-and-disadvan…
- Czech National Bank; What is the Nominal and Real Exchange Rate?; https://www.cnb.cz/en/faq/what_is_the_nominal_and_real_exchange_rate.html
- http://stats.oecd.org/glossary/detail.asp?id=2092.
- **http://www.researchconsultation.com/multicollinearity-regression-spss-collinearity-diagnostics-vif.asp**
- Investopedia; What is Purchasing Power Parity? (PPP); https://www.investopedia.com/updates/[urchasing-power-parity-ppp
- John Christy; How Currencies Impact International Investments; (Updated by Justin Kuepper (2018) https://www.thebalance.com/how-currencies-impact-international-invest,emts-1978999
- Windsor Prokers; Real Effective Exchange Rate- REER; https://www.investopedia.com/terms/r/reer.asp

الملاحـــــق

ملحق الفصل الأول

جدول رقم (١): تطور توزيعات تدفقات الاستثمار الأجنبى المباشر قطاعيا ووفقا للقنوات الرئيسية لهذه التدفقات٢٠٠٦/٢٠٠٧- ٢٠١٦/٢٠١٧

Activity	2016-2017	2016/2015	2015/2014	2014/2013	2013/2012	2012/2011	2011/2010	2010/2009	2009/2008	2008/2007	2007 2006	البيان
Net FDI Inflows	7916	6932.6	6371	4119.3	3753.3	3982.2	2188.6	6758.2	8113.4	13236.5	11053.2	صافى تدفقات الاستثمار الأجنبى
Totl Inflow	13349.1	12528,7	12913.4	10892.9	10273.6	11768.1	9574.4	11008.1	12836.1	17802.2	13084.3	إجمالى تدفقات الاستثمار الاجنبى المباشر الداخلة
Total Outflows	-5433.1	-5596.1	-6542.4	-6773.6	-6520.3	-7785.9	-7385.8	-4249.9	-4722.7	-4565.7	-2031.1	اجمالى تدفقات الاستثمار الأجنبى المباشر الخارجة
	13.3	12.52	12.9	4.1	3.8	4	2.2	6.8	8.1	13.2	11.04	التوزيعات على القطاعات الكلية
Greenfild & Exansions	4.68	5.1	4.3	2.3	2.4	2.1	2.23	2.7	2.3	6.4	5.2	الاستثمارات الواردة لتأسيس شركات أو زيادة رؤوس أموالها
Privatizatio n	0	0.26	0.12	0.1	0.3	1.7	0.02	0.2	0.3	2.3	2.8	حصيلة بيع شركات واصول إنتاجية لغير المقيمين
Petroleum Sector	8.2	6.7	7.7	1.6	1	0.1	-0.18	3.6	5.4	4.1	3	البترول
Real Estat	0.42	0.46	0.78	0.1	0.1	0.1	0.13	0.3	0.1	0.4	0.04	تحويلات واردة لشراء عقارات فى مصر بمعرفة غير مقيمين

التوزيعات على القطاعات الاقتصادية المختلفة	13084.3	17802.2	12836.1	11108.1	9574.4	11768.1	10273.6	10892.9	12546.2	12528.7	15858.6
الصناعية	1054.6	1526.9	851.9	456.3	803.9	732.6	261	215.3	282.6	423.2	776.4
الزراعية	29.5	123.3	76.3	361.6	30.4	8.7	139	25.8	2.8	0.7	21.3
الإنشائية	60.5	423.8	225.5	303.8	108.8	127.2	20.7	238.3	745.7	186.8	120.8
التمويلية	2314.7	2187.6	440.7	873.9	113	212.7	379.2	111.5	251.3	474.8	221.2
الخدمية	261.5	928.4	282.5	382.6	207.2	465.1	274.4	155.1	222.9	273.5	1261.1
الياحية	429.1	193.7	121.7	246.9	158	41.7	20.9	13	6.9	33.9	50.7
الاتصالات وتكنولوجيا المعلومات	1923.7	18.5	727.3	62.8	7	1390.9	21.1	2	2.2	58	38.8
عقارى	39	394.9	138.4	305.3	134	86.2	44.2	149.4	776.2	459.8	420.1
البترول	4904.5	8098.3	9666.6	7577.4	7014.7	71.1	7266.1	7814.8	7332.4	6710.7	81749.1
غير موزع	2067.2	3906.8	305.2	537.5	996.4	1530	1847	2167.7	2923.2	3907.7	2994.9
الاجمالى											

Industial
Agricltural
Construction
Finance
Services
Tourism
Communication & IT
Real Estat
Oil & Gas
Undistributed
Total

جدول رقم (٢): ترتيب مصر فى مؤشر التنافسية العالمى خلال الفترة ٢٠٠٩-٢٠١٧

	٢٠٠٩	٢٠١٢	٢٠١٣	٢٠١٤	٢٠١٥	٢٠١٦	٢٠١٧
الترتيب العام	٧٠	١٠٧	١١٨	١١٩	١١٦	١١٥	١٠٠
١- المتطلبات الأساسية: المرحلة الإنتاجية المنخفضة: الاعتماد على الموارد الأولية والعمالة غير المؤهلة بصورة أساسية							
ترتيب المرحلة	٧٨	١١٠	١١٨	١٢١	١١٥	١١٧	١٠٦
المؤسسات	٥٦	٩٦	١١٧	١٠٠	٨٧	٨٧	٦٤
البنية الأساسية	٥٥	٨٣	٩٨	١٠٠	٩١	٩٦	٧١
المناخ الاقتصادى الكلى	١٢٠	١٣٨	١٤٠	١٤١	١٣٧	١٣٤	١٣٢
الصحة والتعليم الأساسي	٨٤	٩٤	١٠٠	٩٧	٩٦	٨٩	٨٧
٢- محفزات الكفاءة: المرحلة الإنتاجية المتوسطة بداية مرحلة التنوع واقتصاد عالى القيمة المضافة							
ترتيب المرحلة	٨٠	١٠١	١٠٩	١٠٦	١٠٠	١٠٠	٨٧
التعليم العالى والتدريب	٨٨	١٠٩	١١٨	١١١	١١١	١١٢	١٠٠
كفاءة سوق السلع	٨٧	١٢٥	١١٩	١١٨	١١٥	١١٢	٩٠
كفاءة سوق العمل	٢٢٦	١٤٢	١٤٦	١٤٠	١٣٧	١٣٥	١٣٤
تطوير سوق المال	٨٤	١٠٢	١١٩	١٢٥	١١٩	١١١	٧٧
الجاهزية التكنولوجية	٨٢	٩١	١٠٠	٩٥	٩٨	٩٩	٩٤
حجم السوق	٢٦	٢٩	٢٩	٢٩	٢٤	٢٥	٢٥
٣- الاعتماد على الابتكار: المرحلة الإنتاجية المرتفعة							
ترتيب المرحلة	٧١	٩٦	١٠٤	١١٣	١١٣	١١١	١٠١
تطور الأعمال	٧٢	٨٣	٨٤	٩٥	٨٩	٨٥	٨٤
الابتكار	٧٤	١٠٩	١٢٠	١٢٤	١٢٠	١٢٢	١٠٩

المصدر: منتدى الاقتصاد العالمى، تقرير التنافسية العالمى، سنوات متفرقة.
المجلس الوطنى المصرى للتنافسية (ENCC)، وضع مصر التنافسى فى ٢٠١٧/٢/٦، ثبات نسبى ومزيد التحديات.

جدول رقم (٣): نقاط الضعف في المؤشرات الخاصة بمصر في ٢٠١٨/٢٠١٧

المتطلبات الأساسية:	وزن ترجيحي ٤٠%
المؤسسات:	
حماية حقوق الملكية الفكرية	(١٣٢)
الشفافية في القرارات الحكومية	(١٢٩)
تكلفة الارهاب على قطاع الأعمال	(١٠٤)
كفاءة مجالس الشركات	(١٠٧)
البيئة الاقتصادية الكلية:	
عجز الموازنة العامة	(١٢٨)
تدنى المدخرات القومية	(١٢٢)
التضخم	(١٢٤)
الدين الحكومي /GDP	(١٢١)
الصحة والتعليم الأساسي:	
جودة التعليم الأساسي	(١٣٣)

محفزات الكفاءة:	وزن ترجيحي ٥٠%
التعليم العالى والتدريب:	
جودة النظام التعليمى	(١٣٠)
جودة تعليم الرياضيات والعلوم	(١٢٢)
جودة الإدارة المدرسية	(١٢٤)
إتاحة الانترنت في المدارس	(١١٩)
إتاحة خدمات التدريب المتخصصة	(١٣٥)
مدى تدريب المسئولين عن التدريب:	
(المدربين والقيادات)	(١١٦)
كفاءة سوق السلع	
كفاءة سياسة محاربة الاحتكار	(١١٥)
التعريفات الجمركية	(١٣١)
انتشار الملكية الأجنبية	(١١٦)
تأثير القواعد والاجراءات على FDI	(١٢٦)
الواردات / GDP	(١٢٠)

كفاءة سوق العمل:	
التعاون في العلاقات بين العمل وأرباب الأعمال	(١٠٤)
تكلفة فصل العمالة	(١٢٩)
المدفوعات والانتاجية	(١٠٧)
قدرة الدولة علي الحفاظ علي المواهب	(١٠٣)
قدرة الدولة علي جذب المواهب	(١١٦)
مشاركة الاناث في قوة العمل	(١٣١)
تطور السوق المالي:	
مؤشر الحقوق القانونية	(١٠٦)
حجم السوق:	
الصادرات / GDP	(١٢٨)

محفزات تطور الأعمال والابتكار	وزن ترجيحي ١٠%
تعقد الأعمال:	
نطاق التسويق	(١٠٤)
الاستعداد لتفويض السلطة	(١١٨)
الابتكار :	
القدرة على الابتكار	(١٢٣)
جودة مؤسسات البحث العلمي	(١٢١)
إنفاق الشركات علي R&D	(١٠٣)
التعاون بين الجامعات والصناعة في R&D	(١١٧)

المصدر : تقرير التنافسية العالمى ٢٠١٨/٢٠١٧

جدول (٤): يوضح التغيرات فى سياسات الاستثمار الوطنية (بدلالة عدد الإجراءات)

البند	السنوات		
	٢٠١٤	٢٠١٥	٢٠١٦
عدد الدول	٤١	٤٩	٥٨
عدد التغيرات التنظيمية	٧٤	٩٩	١٢٤
التحرير / التحفيز	٥٢	٧٤	٨٤
القيود / اللوائح	١٢	١٤	٢٢

UNCTAD, ... Ibid, p.99.

ملحق الفصل الثانى

جدول رقم (١): تطور الاحتياطيات الدولية وسعر صرف الجنيه المصري خلال الفترة (٢٠٠٠-٢٠١٦)

البيان	الاحتياطيات الدولية		سعر صرف الدولار/ الجنيه	
	القيمة بالمليار دولار	رقم قياسى ٢٠٠٠=١٠٠	القيمة بالجنيه	رقم قياسى ٢٠٠٠=١٠٠
٢٠٠٠	١٣.٧٩	١٠٠	٣.٦٩	١٠٠
٢٠٠١	١٣.٦٠	٩٩	٤.٤٩	١٢٢
٢٠٠٢	١٤.٠٨	١٠٢	٤.٥٠	١٢٢
٢٠٠٣	١٤.٦٠	١٠٦	٦.١٥	١٦٧
٢٠٠٤	١٥.٣٤	١١١	٦.١٣	١٦٦
٢٠٠٥	٢١.٨٦	١٥٩	٥.٧٣	١٥٥
٢٠٠٦	٢٦.٠١	١٨٩	٥.٧٠	١٥٤
٢٠٠٧	٣٢.٢١	٢٣٤	٥.٥٠	١٤٩
٢٠٠٨	٣٤.٣٣	٢٤٩	٥.٥٠	١٤٩
٢٠٠٩	٣٤.٩٠	٢٥٣	٥.٤٨	١٤٩
٢٠١٠	٣٧.٠٣	٢٦٩	٥.٧٩	١٥٧
٢٠١١	١٨.٦٤	١٣٥	٦.٠٢	١٦٣
٢٠١٢	١٥.٦٧	١١٤	٦.٣١	١٧١
٢٠١٣	١٦.٥٤	١٢٠	٦.٩٤	١٨٨
٢٠١٤	١٤.٩٣	١٠٨	٧.١٤	١٩٣
٢٠١٥	١٥.٨٦	١١٥	٧.٨١	٢١٢
٢٠١٦	٢٣.٦٤	١٧٢	١٨.١٣	٤٩١

المصدر: إعداد الباحث اعتماداً على البيانات المتاحة لدى كل من:

- **World Bank Database: World Development Indicators(WDI).**
- **IMF, international financial Statistics Database**

ملحق الفصل الرابع

جدول رقم (١): المتغيرات الاقتصادية الكلية المستخدمة فى عملية القياس

	الاستثمار الأجنبى المباشر/الناتج المحلى الإجمالى	معدل النمو فى نصيب الفرد من الناتج المحلى الإجمالى	سعر صرف الجنيه /الدولار الأمريكي	معدل التضخم السنوى	سعر الفائدة على الإقراض	معدل الانفتاح التجارى	الانفاق العام الاستثمارى/الناتج المحلى الإجمالى
١٩٩١	٠.٦٨	١.٢٣-	٠.٣٠٠	١٩.٧٥	١٢.٠٠	٦٥.٣٠	٢.١٧
١٩٩٢	١.١٠	٢.٢٠	٠.٣٠٠	١٣.٦٤	١٩.٠٧	٦٠.١٠	١.٢٨
١٩٩٣	١.٠٦	٠.٨٢	٠.٢٩٧	١٢.٠٩	١٧.٤٥	٥٧.٣٩	١.٢٢
١٩٩٤	٢.٤٢	١.٩٤	٠.٢٩٥	٨.١٥	١٦.٠٠	٥٣.٤٨	٤.٥١
١٩٩٥	٠.٩٩	٢.٦٤	٠.٢٩٥	١٥.٧٤	١٥.٥٠	٥٠.٥٣	٤.٢١
١٩٩٦	٠.٩٤	٣.٠٢	٠.٢٩٥	٧.١٩	١٦.٠٠	٤٧.٧٦	٣.٩٧
١٩٩٧	١.١٤	٣.٥٥	٠.٢٩٥	٤.٦٣	١٣.٦٠	٤٥.٦٨	٣.٩٣
١٩٩٨	١.٢٧	٢.١٤	٠.٢٩٥	٣.٨٧	١٢.٩٠	٣٩.٦٧	٦.٦٠
١٩٩٩	١.١٧	٤.١٧	٠.٢٩٤	٣.٠٨	١٣.٣١	٤٠.٠٧	٦.٣٥
٢٠٠٠	١.٢٤	٣.٤٤	٠.٢٧١	٢.٦٨	١٣.٤٠	٣٩.٨٢	٥.٧٩
٢٠٠١	٠.٥٢	١.٦٢	٠.٢٢٣	٢.٢٧	١٣.٤٠	٣٧.٩٦	٥.٠٥
٢٠٠٢	٠.٧٤	٠.٤٥	٠.٢٢٢	٢.٧٤	١٣.٦٠	٤٠.٩٢	٤.٨٦
٢٠٠٣	٠.٢٩	١.٢٥	٠.١٦٣	٤.٥١	١٣.٤٠	٤٧.٩٠	٤.٦٠
٢٠٠٤	١.٥٩	٢.١٦	٠.١٦٣	١١.٢٧	١٣.٣٠	٦٧.٧٧	٤.٢٦
٢٠٠٥	٥.٩٩	٢.٥٨	٠.١٧٤	٤.٨٧	١٢.٧٠	٧٢.٥٢	٣.٧٤
٢٠٠٦	٩.٣٤	٤.٩٧	٠.١٧٥	٧.٦٤	١٢.٦٠	٧١.٨٦	٢.٨٩
٢٠٠٧	٨.٨٧	٥.٢٣	٠.١٨٢	٩.٣٢	١٢.٢٠	٧٥.١٨	٢.٨٣
٢٠٠٨	٥.٨٣	٥.٢٨	٠.١٨٢	١٨.٣٢	١٢.٦٠	٧٤.٩٢	٣.٨٣
٢٠٠٩	٣.٥٥	٢.٧٦	٠.١٨٣	١١.٧٦	١١.٠٠	٥٢.١٠	٤.١٧
٢٠١٠	٢.٩٢	٣.٠٩	٠.١٧٣	١١.٢٧	١٠.٧٠	٤٩.٦٦	٤.٠٢
٢٠١١	٠.٢٠-	٠.٣٤-	٠.١٦٦	١٠.٠٥	١١.٨٠	٤٥.٩٥	٢.٩٢
٢٠١٢	١.٠٠	٠.٠١-	٠.١٥٩	٧.١٢	١٢.٢٠	٤٢.٠٢	٢.١٥
٢٠١٣	١.٤٥	٠.٠٨-	٠.١٤٤	٩.٤٢	١١.٩٠	٣٨.١٦	٢.١٥
٢٠١٤	١.٥٧	٠.٦٧	٠.١٤٠	١٠.١٥	١١.٨٠	٣٩.٥٣	٢.٥٢
٢٠١٥	٢.٠٧	٢.١٨	٠.١٢٨	١٠.٣٦	١١.٨٠	٣١.٥٩	٢.٥٥
٢٠١٦	٢.٤٤	٢.٢٢	٠.٠٥٥	١٣.٨١	١٦.٣٠	٣٠.٣٥	٢.٥٦

المصدر: تم بناء الجدول اعتماداً على البيانات المتاحة لدى كل من:

- **World Bank Database: World Development Indicators(WDI.**
- **WTO Database**
- **United Nations, National Accounts, Main Aggregates Database**
- **IMF, international financial Statistics**

جدول رقم (٢): نتائج اختبار جذر الوحدة لمتغير الاستثمار الأجنبى المباشر FDI

أ- فى المستوى:

Null Hypothesis: FDI has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=5)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-2.782694	0.0757
Test critical values:	1% level	-3.737853	
	5% level	-2.991878	
	10% level	-2.635542	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

ب- فى الفرق الأول:

Null Hypothesis: D(FDI) has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=5)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-3.109371	0.0393
Test critical values:	1% level	-3.737853	
	5% level	-2.991878	
	10% level	-2.635542	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

المصدر: مخرجات برنامج Eviews 9.5

جدول رقم (٣): نتائج اختبار جذر الوحدة لمتغير متوسط نصيب الفرد من الناتج المحلى الإجمالى (GDPpc)

فى المستوى:

Null Hypothesis: GDPPC has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 2 (Automatic - based on SIC, maxlag=5)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-3.267670	0.0287
Test critical values:	1% level	-3.752946	
	5% level	-2.998064	
	10% level	-2.638752	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

المصدر: مخرجات برنامج Eviews 9.5

جدول رقم (٤): نتائج اختبار جذر الوحدة لمتغير سعر الصرف الأسمى للجنيه المصرى مقابل الدولار الأمريكى

أ- فى المستوى:

Null Hypothesis: NEX has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=5)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		0.650762	0.9883
Test critical values:	1% level	-3.724070	
	5% level	-2.986225	
	10% level	-2.632604	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

ب- فى الفرق الأول:

Null Hypothesis: D(NEX) has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=5)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-3.249843	0.0293
Test critical values:	1% level	-3.737853	
	5% level	-2.991878	
	10% level	-2.635542	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

المصدر: مخرجات برنامج Eviews 9.5

جدول رقم (٥): نتائج اختبار جذر الوحدة لمتغير معدل التضخم السنوى

في المستوى:

Null Hypothesis: INF has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=5)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-3.116738	0.0381
Test critical values:	1% level	-3.724070	
	5% level	-2.986225	
	10% level	-2.632604	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

المصدر: مخرجات برنامج Eviews 9.5

جدول رقم (٦): نتائج اختبار جذر الوحدة لمتغير سعر الفائدة على الإقراض

أ- في المستوى:

Null Hypothesis: LIR has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=5)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-2.347199	0.1661
Test critical values:	1% level	-3.724070	
	5% level	-2.986225	
	10% level	-2.632604	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

ب- في الفرق الأول:

Null Hypothesis: D(LIR) has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=5)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-7.262312	0.0000
Test critical values:	1% level	-3.737853	
	5% level	-2.991878	
	10% level	-2.635542	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

.المصدر: مخرجات برنامج Eviews 9.5

جدول رقم (٧): نتائج اختبار جذر الوحدة لمتغير درجة الانفتاح التجارى

أ- في المستوى:

Null Hypothesis: OP has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 1 (Automatic - based on SIC, maxlag=5)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-1.613151	0.4607
Test critical values:	1% level	-3.737853	
	5% level	-2.991878	
	10% level	-2.635542	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

ب- في الفرق الأول:

Null Hypothesis: D(OP) has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=5)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-3.468078	0.0182
Test critical values:	1% level	-3.737853	
	5% level	-2.991878	
	10% level	-2.635542	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

المصدر: مخرجات برنامج Eviews 9.5

جدول رقم (٨): نتائج اختبار جذر الوحدة لمتغير نسبة الانفاق العام الاستثمارى إلى الناتج المحلى الإجمالى

أ- فى المستوى:

Null Hypothesis: PUINV has a unit root
Exogenous: Constant
Bandwidth: 2 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

		Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic		-1.891408	0.3307
Test critical values:	1% level	-3.724070	
	5% level	-2.986225	
	10% level	-2.632604	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

ب- فى الفرق الأول:

Null Hypothesis: D(PUINV) has a unit root
Exogenous: Constant
Bandwidth: 2 (Newey-West automatic) using Bartlett kernel

		Adj. t-Stat	Prob.*
Phillips-Perron test statistic		-4.593150	0.0014
Test critical values:	1% level	-3.737853	
	5% level	-2.991878	
	10% level	-2.635542	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

المصدر: مخرجات برنامج Eviews 9.5

جدول رقم (٩): نتائج اختبار جذر الوحدة للمتغير الصورى

فى المستوى:

Null Hypothesis: DUMMY has a unit root
Exogenous: Constant
Lag Length: 0 (Automatic - based on SIC, maxlag=5)

		t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic		-4.306784	0.0026
Test critical values:	1% level	-3.724070	
	5% level	-2.986225	
	10% level	-2.632604	

*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

المصدر: مخرجات برنامج Eviews 9.5

جدول رقم (١٠): نتائج الكشف عن وجود التكامل المشترك باستخدام اختبار منهج الحدود:

F-Bounds Test — Null Hypothesis: No levels relationship

Test Statistic	Value	Signif.	I(0)	I(1)
F-statistic	12.46161	10%	1.92	2.89
k	7	5%	2.17	3.21
		2.5%	2.43	3.51
		1%	2.73	3.9

المصدر: مخرجات برنامج Eviews 9.5

جدول رقم (١١): نتائج تقدير العلاقة بين متغيرات النموذج فى الأجل الطويل فى مصر خلال الفترة (١٩٩١-٢٠١٦)

ARDL Long Run Form and Bounds Test
Dependent Variable: D(FDI)
Selected Model: ARDL(1, 0, 1, 1, 0, 1, 1, 0)
Case 2: Restricted Constant and No Trend
Date: 03/18/18 Time: 02:13
Sample: 1991 2016
Included observations: 25

Conditional Error Correction Regression

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.938875	1.673517	1.158563	0.2692
FDI(-1)*	-0.838592	0.129955	-6.452926	0.0000
GDPPC**	0.759658	0.138574	5.481951	0.0001
NEX(-1)	-0.228944	0.046853	-4.886442	0.0004
INF(-1)	-0.367260	0.059113	-6.212895	0.0000
LIR**	0.286260	0.152111	1.881919	0.0843
OP(-1)	0.093392	0.021082	4.430041	0.0008
PUINV(-1)	-0.520384	0.177648	-2.929300	0.0126
DUMMY**	-0.830966	0.363632	-2.285184	0.0413
D(NEX)	0.109628	0.093332	1.174609	0.2629
D(INF)	-0.204661	0.048111	-4.253901	0.0011
D(OP)	-0.029796	0.029594	-1.006832	0.3339
D(PUINV)	-0.142757	0.173236	-0.824065	0.4260

* p-value incompatible with t-Bounds distribution.
** Variable interpreted as Z = Z(-1) + D(Z).

Levels Equation
Case 2: Restricted Constant and No Trend

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
GDPPC	0.905874	0.138216	6.554026	0.0000
NEX	-0.273010	0.066253	-4.120746	0.0014
INF	-0.437948	0.097104	-4.510083	0.0007
LIR	-0.341358	0.201489	-1.694178	0.1160
OP	0.111368	0.019055	5.844454	0.0001
PUINV	0.620545	0.220830	2.810063	0.0157
DUMMY	-0.990906	0.467373	-2.120160	0.0555
C	2.312060	2.007476	1.151725	0.2719

EC = FDI - (0.9059*GDPPC -0.2730*NEX -0.4379*INF - 0.3414*LIR + 0.1114 *OP +0.6205*PUINV -0.9909*DUMMY + 2.3121)

المصدر: مخرجات برنامج Eviews 9.5

جدول رقم (١٢): نتائج تقدير العلاقة قصيرة الأجل بين بين متغيرات النموذج

ARDL Error Correction Regression
Dependent Variable: D(FDI)
Selected Model: ARDL(1, 0, 1, 1, 0, 1, 1, 0)
Case 2: Restricted Constant and No Trend
Date: 03/18/18 Time: 02:18
Sample: 1991 2016
Included observations: 25

ECM Regression
Case 2: Restricted Constant and No Trend

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(NEX)	0.109628	0.043778	2.504159	0.0277
D(INF)	-0.204661	0.025426	-8.049188	0.0000
D(OP)	-0.029796	0.019241	-1.548618	0.1474
D(PUINV)	-0.142757	0.100070	-1.426576	0.1792
CointEq(-1)*	-0.838592	0.061336	-13.67202	0.0000

R-squared	0.853193	Mean dependent var	0.070067
Adjusted R-squared	0.828315	S.D. dependent var	1.632539
S.E. of regression	0.466589	Akaike info criterion	1.490118
Sum squared resid	4.354097	Schwarz criterion	1.733894
Log likelihood	-13.62648	Hannan-Quinn criter.	1.557731
Durbin-Watson stat	1.950619		

* p-value incompatible with t-Bounds distribution.

المصدر: مخرجات برنامج Eviews 9.5

جدول رقم (١٣): نتائج اختبار Bruesh-GoldFrey (LM- Stat)

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-statistic	0.487700	Prob. F(2,10)	0.6279
Obs*R-squared	2.221786	Prob. Chi-Square(2)	0.3293

المصدر: مخرجات برنامج Eviews 9.5

جدول رقم (١٤): نتائج اختبار Bruesh- Pagan GoldFrey Test

Heteroskedasticity Test: Breusch-Pagan-Godfrey

F-statistic	2.112512	Prob. F(12,12)	0.1048
Obs*R-squared	16.96790	Prob. Chi-Square(12)	0.1508
Scaled explained SS	2.001159	Prob. Chi-Square(12)	0.9994

المصدر: مخرجات برنامج Eviews 9.5

جدول رقم (١٥): نتائج تقدير العلاقة بين متغيرات النموذج فى الأجل الطويل فى مصر خلال الفترة (١٩٩١-٢٠١٦) وذلك بإدخال متغير سعر الصرف الحقيقى واستبعاد متغير معدل التضخم السنوى

ARDL Long Run Form and Bounds Test
Dependent Variable: D(FDI)
Selected Model: ARDL(1, 0, 0, 0, 0, 1, 0)
Case 2: Restricted Constant and No Trend
Date: 04/05/18 Time: 11:34
Sample: 1991 2016
Included observations: 25

Levels Equation
Case 2: Restricted Constant and No Trend

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
GDPPC	0.942243	0.203012	4.641328	0.0003
REX	-0.243477	0.121323	-2.006846	0.0620
LIR	-0.633921	0.145948	-4.343457	0.0005
OP	0.049191	0.026538	1.853574	0.0823
PUINV	-0.858756	0.222663	-3.856748	0.0014
DUMMY	-1.148235	0.776241	-1.479225	0.1585
C	13.23795	4.223682	3.134221	0.0064

EC = FDI - (0.9422*GDPPC -0.2435*REX -0.6339*LIR + 0.0492*OP -0.8588 *PUINV -1.1482*DUMMY + 13.2380)

F-Bounds Test — Null Hypothesis: No levels relationship

Test Statistic	Value	Signif.	I(0)	I(1)
F-statistic	5.406205	10%	1.99	2.94
k	6	5%	2.27	3.28
		2.5%	2.55	3.61
		1%	2.88	3.99

المصدر: مخرجات برنامج Eviews 9.5

جدول رقم (١٦): نتائج تقدير العلاقة قصيرة الأجل بين بين متغيرات النموذج
وذلك بإدخال متغير سعر الصرف الحقيقى واستبعاد متغير معدل التضخم السنوى

ARDL Error Correction Regression
Dependent Variable: D(FDI)
Selected Model: ARDL(1, 0, 0, 0, 0, 1, 0)
Case 2: Restricted Constant and No Trend
Date: 04/05/18 Time: 11:27
Sample: 1991 2016
Included observations: 25

ECM Regression
Case 2: Restricted Constant and No Trend

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(PUINV)	-0.314686	0.179597	-1.752183	0.0989
CointEq(-1)*	-0.872848	0.110699	-7.884881	0.0000

R-squared	0.729697	Mean dependent var	0.070067
Adjusted R-squared	0.717945	S.D. dependent var	1.632539
S.E. of regression	0.867022	Akaike info criterion	2.629114
Sum squared resid	17.28973	Schwarz criterion	2.726624
Log likelihood	-30.86392	Hannan-Quinn criter.	2.656159
Durbin-Watson stat	1.667919		

المصدر: مخرجات برنامج Eviews 9.5

ملحق الفصل الخامس

أولا: نتائج نموذج الانحدار البسيط:

Simple Reg. (EGX30 Via EXRate (LE per $))

جدول يبين علاقات الارتباط بين المتغير المستقل والتابع في النموذج

		EGX	EXRATE_LE_Dollar
Pearson Correlation	EGX	1.000	-.440-
	EXRATE_LE_Dollar	-.440-	1.000
Sig. (1-tailed)	EGX	.	.000
	EXRATE_LE_Dollar	.000	.
N	EGX	144	144
	EXRATE_LE_Dollar	144	144

Model Summary[b]

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.440[a]	.194	.188	1850.29007712	.127

a. Predictors: (Constant), EXRATE_LE_Dollar

b. Dependent Variable: EGX

ANOVA[a]

Model		Sum of Squares	Df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	116675411.075	1	116675411.075	34.080	.000[b]
	Residual	486147418.465	142	3423573.369		
	Total	602822829.540	143			

a. Dependent Variable: EGX

b. Predictors: (Constant), EXRATE_LE_Dollar

Coefficients[a]

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Correlations		
		B	Std. Error	Beta			Zero-order	Partial	Part
1	(Constant)	11922.005	885.876		13.458	.000			
	EXRATE_LE_Dollar	-31994.187-	5480.513	-.440-	-5.838-	.000	-.440-	-.440-	-.440-

a. Dependent Variable: EGX

ثانيا: نتائج نموذج الانحدار المتعدد:

(Foreign_Ex.R , Total_reserves , Openning_Trade , P_E_ratio , Multiple Reg. (LN(EGX) Via LN and Delete variable (inf). Discount_Rate)

Model Summary[b]

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.943[a]	.890	.779	.2241592205256	2.177

a. Predictors: (Constant), Discount_Rate, Ec_Groth, P_E_ratio, Openning_Trade, Foreign_EXR_Doller, Total_reserves

b. Dependent Variable: EGX30

ANOVA[a]

Model		Sum of Squares	df	Mean Square	F	Sig.
1	Regression	2.429	6	.405	8.058	.011[b]
	Residual	.301	6	.050		
	Total	2.731	12			

a. Dependent Variable: EGX30

b. Predictors: (Constant), Discount_Rate, Ec_Groth, P_E_ratio, Openning_Trade, Foreign_EXR_Doller, Total_reserves

Coefficients[a]

Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics	
		B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF
1	(Constant)	-88.063-	20.579		-4.279-	.005		
	Total_reserves	2.757	.602	2.128	4.577	.004	.085	11.752
	Ec_Groth	-1.528-	.468	-1.486-	-3.265-	.017	.089	11.253
	Openning_Trade	2.180	.736	1.072	2.963	.025	.141	7.108
	P_E_ratio	1.804	.553	.911	3.260	.017	.235	4.249
	Foreign_EXR_Doller	-5.737-	1.488	-1.275-	-3.856-	.008	.168	5.942
	Discount_Rate	4.259	1.942	.887	2.192	.071	.112	8.903

فهرس قضايا التخطيط والتنمية

م	العنوان	التاريخ	اسم المؤلف
١	دراسة الهيكل الاقليمى للعمالة فى القطاع العام فى جمهورية مصر العربية	ديسمبر ١٩٧٧	د. محمد حسن فج النور
٢			
٣	الدراسات التفصيلية لمقومات التنمية الإقليمية بمنطقة جنوب مصر	أبريل ١٩٧٨	
٤	دراسة تحليلية لمقومات التنمية الإقليمية بمنطقة جنوب مصر	يوليو ١٩٧٨	
٥	دراسة اقتصادية فنية لأفاق صناعة الأسمدة والتنمية الزراعية فى جمهورية مصر العربية حتى عام ١٩٨٥	أبريل ١٩٧٨	
٦	التغذية والتنمية الزراعية فى البلاد العربية	أكتوبر ١٩٧٨	
٧	تطوير التجارة وميزان المدفوعات ومشكلة تفاقم العجز الخارجى وسلبيات مواجهته (٦٩/١٩٧٠ – ١٩٧٥)	أكتوبر ١٩٧٨	
٨	Improving the position of third world countries in the international cotton Economy,	June 1979	
٩	دراسة تحليلية لتفسير التضخم فى مصر (١٩٧٠ ١٩٧٦)	أغسطس ١٩٧٩	د. كمال الجنزورى
١٠	حوار حول مصر فى مواجهة القرن الحادى والعشرون	فبراير ١٩٨٠	د. كمال الجنزورى
١١	تطوير أساليب وضع الخطط الخمسية باستخدام نماذج البرمجة الرياضية فى جمهورية مصر العربية	مارس ١٩٨٠	د. محرم الحداد
١٢	دراسة تحليلية للنظام الضريبى فى مصر (١٩٧٠/٧١-١٩٧٨)	مارس ١٩٨٠	د. كمال الجنزورى
١٣	تقييم سياسات التجارة الخارجية والنقد الاجنبى وسبل ترشيدها	يوليو ١٩٨٠	د. كمال الجنزورى
١٤	التنمية الزراعية فى مصر ماضيها وحاضرها (ثلاثة أجزاء)	يوليو ١٩٨٠	د. كمال الجنزورى
١٥	A study on Development of Egyptian National fleet/	June 1985	د. كمال الجنزورى
١٦	الأنفاق العام والاستقرار الاقتصادى فى مصر ١٩٧٠ – ١٩٧٩	ابريل ١٩٨١	د. كمال الجنزورى
١٧	الأبعاد الرئيسية لتطوير وتنمية القرى المصرية	يونيو ١٩٨١	د. كمال الجنزورى
١٨	الصناعات الصغيرة والتنمية الصناعية (التطبيق على صناعة الغزل والنسيج فى مصر	يوليو ١٩٨١	د. كمال الجنزورى
١٩	ترشيد الإدارة الاقتصادية للتجارة الخارجية والنقدية الأجنبية	ديسمبر ١٩٨١	د. كمال الجنزورى
٢٠	الصناعات التحويلية فى المصرى. (ثلاثة أجزاء)	أبريل ١٩٨٢	د. كمال الجنزورى
٢١	التنمية الزراعية فى مصر (جزئين)	سبتمبر ١٩٨٢	د. محمد عبد الفتاح منجى
٢٢	مشاكل إنتاج اللحوم والسياسات المقترحة للتغلب عليها	أكتوبر ١٩٨٣	د. محمد عبد الفتاح منجى
٢٣	دور القطاع الخاص فى التنمية	نوفمبر ١٩٨٣	د. محمد عبد الفتاح منجى
٢٤	تطوير معدلات الاستهلاك من السلع الغذائية وأثارها على السياسات الزراعية فى مصر	مارس ١٩٨٥	د. سعد طه علام
٢٥	البحيرات الشمالية بين الاستغلال النباتى والاستغلال السمكى	أكتوبر ١٩٨٥	د. احمد عبد الوهاب برانيه
٢٦	تقييم الاتفاقية التوسع التجارى والتعاون الاقتصادى بين مصر والهند ويوغوسلافيا	أكتوبر ١٩٨٥	د. رجاء عبد الرسول حسن
٢٧	سياسات وإمكانيات تخطيط الصادرات من السلع الزراعية	نوفمبر ١٩٨٥	د. سعد طه علام
٢٨	الأنفاق المستقبلية فى صناعة الغزل والنسيج فى مصر	نوفمبر ١٩٨٥	د. فوزى رياض فهمى

٢٩	دراسة تمهيدية لاستكشاف أفاق الاستثمار الصناعى فى إطار التكامل بين مصر والسودان	نوفمبر ١٩٨٥	د. فتحى الحسيني خليل
٣٠	دراسة تحليلية عن تطوير الاستثمار فى ج.م.ع مع الإشارة للطاقة الاستيعابية للاقتصاد القومى	ديسمبر ١٩٨٥	د. السيد عبد العزيز دحيه
٣١	دور المؤسسات الوطنية فى تنمية الأساليب الفنية للإنتاج فى مصر (جزئين)	ديسمبر ١٩٨٥	د. الفونس عزيز قديس
٣٢	حدود وإمكانات مساهمة ضريبية على الدخل الزراعى فى مواجهة مشكلة العجز فى الموازنة العامة للدولة واصلاح هيكل توزيع الدخل القومى	يوليو ١٩٨٦	د. رجاء عبد الرسول حسن
٣٣	التفاوتات الإقليمية للنمو الاقتصادى والاجتماعى وطرق قياسها فى جمهورية مصر العربية	يوليو ١٩٨٦	د.علا سليمان الحكيم
٣٤	مدى إمكانية تحقيق اكتفاء ذاتى من القمح	يوليو ١٩٨٦	د. رجاء عبد الرسول حسن
٣٥	Integrated Methodology for Energy planning in Egypt.	Sep, 1986	د.عماد الشرقاوى امين
٣٦	الملامح الرئيسية للطلب على تملك الاراضى الزراعية الجديدة والسياسات المتصلة باستصلاحها واستزراعها	نوفمبر ١٩٨٦	معهد التخطيط القومي
٣٧	دراسة بعنوان مشكلات صناعة الألبان فى مصر	مارس ١٩٨٨	د.هدى محمد صالح
٣٨	دراسة بعنوان آفاق الاستثمارات العربية ودورها فى خطط التنمية المصرية	مارس ١٩٨٨	د.مصطفى أحمد مصطفى
٣٩	تقدير الإيجار الاقتصادى للأراضى الزراعية لزراعة المحاصيل الزراعية الحقلية على المستوى الاقليمى لجمهورية مصر العربية عامى ١٩٨٥/٨٠	مارس ١٩٨٨	د.احمد حسن ابراهيم
٤٠	السياسات التسويقية لبعض السلع الزراعية وآثارها الاقتصادية	يونيو ١٩٨٨	د. سعد طه علام
٤١	بحث الاستزراع السمكى فى مصر ومحددات تنميته	أكتوبر ١٩٨٨	د.على ابراهيم عرابي
٤٢	نظم توزيع الغذاء فى مصر بين الترشيد والإلغاء	أكتوبر ١٩٨٨	د.محمد سمير مصطفى
٤٣	دور الصناعات الصغيرة فى التنمية دراسة استطلاعية لدورها الاستيعاب العمالى	أكتوبر ١٩٨٨	د. محمد عبد المجيد الخلوى
٤٤	دراسة تحليلية لبعض المؤشرات المالية للقطاع العام الصناعى التابع لوزارة الصناعة	أكتوبر ١٩٨٨	د. ثروت محمد على
٤٥	الجوانب التكاملية وتحليل القطاع الزراعى فى خطط التنمية الاقتصادية والاجتماعية	فبراير ١٩٨٩	د.سيد حسين احمد
٤٦	إمكانيات تطوير الضرائب العقارية لزيادة مساهمتها فى الإيرادات العامة للدول فى مصر	فبراير ١٩٨٩	د.احمد حسن ابراهيم
٤٧	مدى إمكانية تحقيق ذاتى من السكر	سبتمبر ١٩٨٩	د. سعد طه علام
٤٨	دراسة تحليلية لاثار السياسات الاقتصادية والمالية والنقدية على تطوير وتنمية القطاع الزراعى	فبراير ١٩٩٠	د.سيد حسين احمد
٤٩	الإنتاجية والأجور والأسعار الوضع الراهن للمعرفة النظرية والتطبيقية مع إشارة خاصة للدراسات السابقة عن مصر	مارس ١٩٩٠	د.ابراهيم حسن العيسوى
٥٠	المسح الاقتصادى والاجتماعى والعمرانى لمحافظة البحر الأحمر وفرص الاستثمار المتاحة للتنمية	مارس ١٩٩٠	د.احمد برانيه
٥١	سياسات إصلاح ميزان المدفوعات المصرية للمرحلة الآولى	مايو ١٩٩٠	د.السيد عبد المعبود ناصف
٥٢	بحث صناعة السكر وإمكانية تصنيع المعدات الرأسمالية فى مصر	سبتمبر ١٩٩٠	د.محمد عبد الفتاح منجى
٥٣	بحث الاعتماد على الذات فى مجال الطاقة من منظور تنموى وتكنولوجى	سبتمبر ١٩٩٠	د.عماد الشرقاوى امين
٥٤	التخهطيط الاجتماعى والإنتاجية	أكتوبر ١٩٩٠	د.وفاء احمد عبد الله

٥٥	مستقبل استصلاح الاراضى فى مصر فى ظل محددات الأراضى والمياه والطاقة	أكتوبر ١٩٩٠	د.محمد سمير مصطفى
٥٦	دراسات تطبيقية لبعض قضايا الإنتاجية فى الاقتصاد المصرى	نوفمبر ١٩٩٠	د.عثمان محمد عثمان
٥٧	بنوك التنمية الصناعية فى بعض دول مجلس التعاون العربى	نوفمبر ١٩٩٠	د.رأفت شفيق بسادة
٥٨	بعض آفاق التنسيق الصناعى بين دول مجلس التعاون العربى	نوفمبر ١٩٩٠	د.فتحى الحسيني خليل
٥٩	سياسات إصلاح ميزان المدفوعات المصرى(مرحلة ثانية)	نوفمبر ١٩٩٠	د.السيد عبد المعبود ناصف
٦٠	بحث اثر تغيرات سعر الصرف على القطاع الزراعى وانعكاساتها الاقتصادية	ديسمبر ١٩٩٠	د.محمد سمير مصطفى
٦١	الإمكانيات والأفاق المستقبلية للتكامل الاقتصادى بين دول مجلس التعاون العربى فى ضوء هياكل الإنتاج والتوزيع	يناير ١٩٩١	د.مجدي محمد خليفه
٦٢	إمكانية التكامل الزراعى بين مجلس التعاون العربى	يناير ١٩٩١	د. سعد طه علام
٦٣	دور الصناديق العربية فى تمويل القطاع الزراعى	أبريل ١٩٩١	د.سيد حسين احمد
٦٤	بعض القطاعات الإنتاجية والخدميه بمحافظة مطروح(جزئين) الجزء الأول: القطاعات الإنتاجية	أكتوبر ١٩٩١	د.صالح حسين مغيب
٦٥	مستقبل إنتاج الزيوت فى مصر	أكتوبر ١٩٩١	د. سعد طه علام
٦٦	الإنتاجية فى الاقتصاد القومى المصرى وسبل تحسينها مع التركيز على قطاع الصناعة (الجزء الأول) الأسس والدراسات النظرية	أكتوبر ١٩٩١	د.محرم الحداد
٦٦	الإنتاجية فى الاقتصاد القومى المصرى وسبل تحسينها مع التركيز على قطاع الصناعة (الجزء الثانى) الدراسات التطبيقية	أكتوبر ١٩٩١	د.محرم الحداد
٦٧	خلفية ومضمون النظريات الاقتصادية الحالية والمتوقعة بشرق أوروبا. ومحددات انعكاساتها الشاملة على مستقبل التنمية فى مصر والعالم العربى	ديسمبر ١٩٩١	د.سعد حافظ
٦٨	ميكنة الأنشطة والخدمات فى مركز التوثيق والنشر	ديسمبر ١٩٩١	د.اماني عمر
٦٩	إدارة الطاقة فى مصر فى ضوء أزمة الخليج وانعكاساتها جوليا وإقليميا ومحليا	يناير ١٩٩٢	د.راجيه عابدين خير الله
٧٠	واقع آفاق التنمية فى محافظات الوادى الجديد	يناير ١٩٩٢	د. عزه عبد العزيز سليمان
٧١	انعكاسات أزمة الخليج(١٩٩١/٩٠) على الاقتصاد المصرى	يناير ١٩٩٢	د.مصطفى أحمد مصطفى
٧٢	الوضع الراهن والمستقبلى لاقتصاديات القطن المصرى	مايو ١٩٩٢	د.عبد القادر دياب
٧٣	خبرات التنمية فى الدول الأسيوية حديثة التصنيع وامكانية الاستفادة منها فى مصر	يوليو ١٩٩٢	د.ابراهيم حسن العيسوي
٧٤	بعض قضايا تنمية الصادرات الصناعية المصرية	سبتمبر ١٩٩٢	د.فتحى الحسيني خليل
٧٥	تطوير مناهج التخطيط وادارة التنمية فى الاقتصاد المصرى فى ضوء المتغيرات الدولية المعاصرة	سبتمبر ١٩٩٢	د.عثمان محمد عثمان
٧٦	السياسات النقدية فى مصر خلال الثمانينات " المرحلة الاولى" ميكانيكية وفاعلية السياسة النقدية فى الجانب المالى والاقتصادى المصرى	سبتمبر ١٩٩٢	د.السيد عبد المعبود ناصف
٧٧	التحرير الاقتصادى وقطاع الزراعة	يناير ١٩٩٣	د.سيد حسين احمد
٧٨	احتياجات المرحلة المقبلة للآقتصاد المصرى ونماذج التخطيط واقتراح بناء نموذج اقتصادى قومى للتخطيط التأشيرى المرحلة الاولى	يناير ١٩٩٣	د.محرم الحداد
٧٩	يعض قضايا التصنيع فى مصر منظور تنموى تكنولوجى	مايو ١٩٩٣	د.محمد عبد الفتاح منجى
٨٠	تقوييم التعليم الاساسى فى مصر	مايو ١٩٩٣	د.محمد عبد العزيز عيد
٨١	الآثار المتوقعة لتحرير سوق النقد الاجنبى على بعض مكونات ميزان المدفوعات المصرى	مايو ١٩٩٣	د. الفونس عزيز قديس

٨٢	He Current development in the methodology and applications of operations research obstacles and prospects in developing countries	Nov 1993	د.اماني عمر
٨٣	الآثار البيئية الزراعية	نوفمبر ١٩٩٣	د. سعد طه علام
٨٤	تقييم البرامج للنهوض بالإنتاجية الزراعية	ديسمبر ١٩٩٣	د.محمد سمير مصطفى
٨٥	اثر قيام السوق الأوربية المشتركة على مصر والمنطقة	يناير ١٩٩٤	د.محمود عبد الحى صلاح
٨٦	مشروع إنشاء قاعدة بيانات الأنشطة البحثية بمعهد التخطيط القومى " المرحلة الاولى"	يونيو ١٩٩٤	د.محرم الحداد
٨٧	الكوارث الطبيعية وتخطيط الخدمات فى ج.م.ع (دراسة ميدانية عن زلزال أكتوبر ١٩٩٢ فى مدينة السلام)	سبتمبر ١٩٩٤	د.وفاء احمد عبد الله
٨٨	تحرير القطاع الصناعى العام فى مصر فى ظل المتغيرات المحلية والعالمية	سبتمبر ١٩٩٤	د.محمد ماجد صلاح الدين خشبة
٨٩	استشراف بعض الآثار المتوقعة لسياسة الإصلاح الاقتصادى بمصر (مجلدان)	سبتمبر ١٩٩٤	د. رمزي زكي
٩٠	واقع التعليم الاعدادى وكيفية تطويره	نوفمبر ١٩٩٤	د.محمد عبد العزيز عيد
٩١	تجربة تشغيل الخريجين بالمشروعات الزراعية وافق تطويرها	ديسمبر ١٩٩٤	د.عبد القادر دياب
٩٢	دور الدولة فى القطاع الزراعى فى مرحلة التحرير الاقتصادى	ديسمبر ١٩٩٤	د.سعد طه علام
٩٣	الأبعاد الاقتصادية والاجتماعية لتحرير القطاع الصناعى المصرى فى ظل الإصلاح الأقتصادى	يناير ١٩٩٥	د.راجيه عابدين خير الله
٩٤	مشروع انشاء قاعدة بيانات الانشطة البحثية بمعهد التخطيط القومى (المرحلة الثانية)	فبراير ١٩٩٥	د.محرم الحداد
٩٥	السياسات القطاعية فى ظل التكيف الهيكلى	أبريل ١٩٩٥	د.محمود عبد الحى صلاح
٩٦	الموازنة العامة للدولة فى ضوء سياسة الإصلاح الاقتصادى	يونية ١٩٩٥	د.ثروت محمد على
٩٧	المستجدات العالمية (الجات وأوروبا الموحدة) وتأثيراتها على تدفقات رؤوس الأموال والعمالة والتجارة السلعية والخدمية (دراسة حالة مصر)	أغسطس ١٩٩٥	د.إجلال راتب
٩٨	تقييم البدائل الإجرائية لتوسع قاعدة الملكية فى قطاع الأعمال العام	يناير ١٩٩٦	د.صالح حسن مغيب
٩٩	أثر التكتلات الأقتصادية الدولية على قطاع الزراعى	يناير ١٩٩٦	د.سعد طه علام
١٠٠	مشروع إنشاء قاعدة بيانات الأنشطة البحثية بمعهد التخطيط القومى (المرحلة الثالثة)	مايو ١٩٩٦	د.محرم الحداد
١٠١	دراسة تحليلية مقارنة لواقع القطاعات الإنتاجية والخدمية بمحافظات الحدود	مايو ١٩٩٦	
١٠٢	التعليم الثانوى فى مصر: واقعة ومشاكله واتجاهات تطويره	مايو ١٩٩٦	د.محمد عبد العزيز عيد
١٠٣	التنمية الريفية ومستقبل القرية المصرية: المتطلبات والسياسات	سبتمبر ١٩٩٦	د.سعد طه علام
١٠٤	دور المناطق الحرة فى تنمية الصادرات	أكتوبر ١٩٩٦	د.اجلال راتب
١٠٥	تطوير أساليب وقواعد المعلومات فى إدارة الأزمات المهددة لأطراد التنمية (المرحلة الأولى)	نوفمبر ١٩٩٦	د.محرم الحداد
١٠٦	المنظمات غير الحكومية والتنمية فى مصر (دراسة حالات)	ديسمبر ١٩٩٦	د.نادرة وهدان
١٠٧	الابعاد البيئية المستدامة فى مصر	ديسمبر ١٩٩٦	د.راجية عابدين خير الله
١٠٨	التغيرات الهيكلية فى مؤسسات التمويل الزراعى: مصادر ومستقبل التمويل الزراعى فى مصر	مارس ١٩٩٧	د.محمد عبد العزيز عيد
١٠٩	التغيرات الهيكلية فى مؤسسات التمويل الزراعى ومصادر ومستقبل التمويل الزراعى فى مصر	أغسطس ١٩٩٧	د.ثروت محمد على

١١٠	ملامح الصناعة المصرية فى ظل العوامل الرئيسية المؤثرة فى مطلع القرن الحادى والعشرين	ديسمبر ١٩٩٧	د.ممدوح فهمي الشرقاوى
١١١	آفاق التصنيع وتدعيم الأنشطة غير المزرعية من اجل تنمية ريفية مستدامة فى مصر	فبراير ١٩٩٨	د.راجية عابدين خير الله
١١٢	الزراعة المصرية والسياسية الزراعية فى اطار نظام السوق الحرة	فبراير ١٩٩٨	د.عبد القادر دياب
١١٣	الزراعة المصرية فى مواجهة القرن الواحد والعشرين	فبراير ١٩٩٨	د.سعد طه علام
١١٤	التعاون بين الشرق الأوسط وشمال أفريقيا	مايو ١٩٩٨	د.اجلال راتب
١١٥	تطوير أساليب وقواعد المعلومات فى إدارة الأزمات المهددة بطرد التنمية (المرحلة الثالثة)	يونيو ١٩٩٨	د.محرم الحداد
١١٦	حول أهم التحديات الاجتماعية فى مواجهة القرن٢١	يونية ١٩٩٨	د.وفاء احمد عبد الله
١١٧	محددات الطاقة الادخارية فى مصر دراسة نظرية وتطبيقية	يونية ١٩٩٨	د.ابراهيم العيسوى
١١٨	تصور حول تطوير نظام المعلومات الزراعية	يوليو ١٩٩٨	د.عبد القادر دياب
١١٩	التوقعات المستقبلية لإمكانيات الاستصلاح والاستزراع بجنوب الوادى	سبتمبر ١٩٩٨	د.سعد طه علام
١٢٠	استراتيجية استغلال البعد الحيزى فى مصر فى ظل الاصلاح الاقتصادى	ديسمبر ١٩٩٨	د.سيد محمد عبد المقصود
١٢١	حولت الى مذكرة خارجية رقم (١٦٠١)	ديسمبر ١٩٩٨	د.ايمان احمد الشربيني
١٢٢	Artificial Neural Networks Usage For Underground Water storage & River Nile in Toshoku Area	ديسمبر ١٩٩٨	د.عبد الله الداعوشى
١٢٣	بناء وتطبيق نموذج متعدد القطاعات للتخطيط التأشيرى فى مصر	ديسمبر ١٩٩٨	د.ماجدة ابراهيم
١٢٤	اقتصاديات القطاع السياحى فى مصر وانعكاساتها على الاقتصاد القومى	ديسمبر١٩٩٨	د.اجلال راتب
١٢٥	تحديات التنمية الراهنة فى بعض محافظات جنوب مصر	فبراير ١٩٩٩	د.سيد محمد عبد المقصود
١٢٦	الآفاق والإمكانيات التكنولوجية فى الزراعة المصرية	سبتمبر ١٩٩٩	د.سعد طه علام
١٢٧	ادارة التجارة الخارجية فى ظل سياسات التحرير الاقتصادى	سبتمبر ١٩٩٩	د.اجلال راتب
١٢٨	قواعد ونظم معلومات التفاوض فى المجالات المختلفة	سبتمبر ١٩٩٩	د.محرم الحداد
١٢٩	جاهات تطوير نموذج لاختيار السياسات الاقتصادية للاقتصاد المصرى	يناير ٢٠٠٠	د.ماجدة ابراهيم
١٣٠	دراسة الفجوة النوعية لقوة العمل فى محافظات مصر وتطورها خلال الفترة ١٩٨٦-١٩٩٦	يناير ٢٠٠٠	د.عزه عبد العزيز سليمان
١٣١	التعليم الفنى وتحديات القرن الحادى والعشرون	يناير ٢٠٠٠	د.محمد عبد العزيز عيد
١٣٢	أنماط الاستيطان فى منطقة جنوب الوادى " توشكى "	يونيو ٢٠٠٠	د.سيد محمد عبد المقصود
١٣٣	فرص ومجالات التعاون بين مصر ومجموعات دول الكوميسا	يونيو ٢٠٠٠	د.محمد محمود رزق
١٣٤	الإعاقة والتنمية فى مصر	يونيو ٢٠٠٠	د.نادرة وهدان
١٣٥	تقويم رياض الأطفال فى القاهرة الكبرى	يناير ٢٠٠١	د.محمد عبد العزيز عيد
١٣٦	الجمعيات الأهلية وآوليات التنمية بمحافظات جمهورية مصر العربية	يناير ٢٠٠١	د.عزه عبد العزيز سليمان
١٣٧	آفاق ومستقبل التعاون الزراعى فى المرحلة القادمة	يناير ٢٠٠١	د.احمد عبد الوهاب برانيه
١٣٨	تقويم التعليم الصحى الفنى فى مصر	يناير ٢٠٠١	د.نادرة وهدان
١٣٩	منهجية جديدة للإستخدام الأمثل للمياه فى مصر مع التركيز على مياه الرى الزراعى مرحلة أولى	يناير ٢٠٠١	د.محمد محمد الكفراوي
١٤٠	التعاون الإقتصادى المصرى الدولى _ دراسة بعض حالات الشراكه	يناير ٢٠٠١	د.اجلال راتب
١٤١	تصنيف وترتيب المدن المصرية(حسب بيانات تعداد ١٩٩٦)	يناير ٢٠٠١	د.السيد محمد كيلاني

١٤٢	الميزة النسبية ومعدلات الحماية للبعض من السلع الزراعية والصناعية	يناير ٢٠٠١	د.عبد القادر دياب
١٤٣	سبل تنمية الصادرات من الخضر	ديسمبر ٢٠٠١	د.هدى صالح النمر
١٤٤	تحديد الاحتياجات التدريبية لمعلمى المرحلة الثانوية	ديسمبر ٢٠٠١	د.محمد عبد العزيز عيد
١٤٥	التخطيط بالمشاركة بين المخططين والجمعيات الأهلية على المستويين المركزى والمحافظات	فبراير ٢٠٠٢	د.عزه عبد العزيز سليمان
١٤٦	اثر البعد المؤسسى والمعوقات الإدارية والتسويق على تنمية الصادرات الصناعية المصرية	مارس ٢٠٠٢	د.ممدوح فهمي الشرقاوى
١٤٧	قياس استجابة مجتمع المنتجين الزراعيين للسياسات الزراعية	مارس ٢٠٠٢	د.عبد القادر دياب
١٤٨	تطوير منهجية جديدة لحساب الاستخدام الأمثل للمياه فى مصر (مرحلة ثانية)	مارس ٢٠٠٢	د.محمد محمد الكفراوي
١٤٩	رؤية مستقبلية لعلاقات ودوائر التعاون الإقتصادى المصرى الخارجى" الجزء الأول" حلفية أساسية "	مارس ٢٠٠٢	د.محمود محمد عبد الحى
١٥٠	المشاركة الشعبية ودورها فى تعاظم أهداف خطط التنمية المعاصرة المحلية الريفية والحضرية	ابريل ٢٠٠٢	د.وفاء احمد عبد الله
١٥١	تقدير مصفوفة حسابات اجتماعية للإقتصاد المصرى عام ١٩٩٨ – ١٩٩٩	أبريل ٢٠٠٢	د. سهير ابو العينين
١٥٢	الأشكال التنظيمية وصيغ وأليات تفعيل المشاركة فى عمليات التخطيط على مستوى القطاع الزراعى	يوليو ٢٠٠٢	د.هدى صالح النمر
١٥٣	نحو استراتيجية للاستفادة من التجارة الإلكترونية فى مصر	يوليو ٢٠٠٢	د.محرم الحداد
١٥٤	صناعة الأغذية والمنتجات الجلدية فى مصر (الواقع والمستقبل)	يوليو ٢٠٠٢	د.ممدوح فهمي الشرقاوى
١٥٥	تقدير الاحتياجات التمويلية لتطوير التعليم ما قبل الجامعى وفقا لاستراتيجية متعددة الأبعاد	يوليو ٢٠٠٢	د.محمد عبد العزيز عيد
١٥٦	الاحتياجات العملية والاستراتيجية للمرأة المرية وأولوياتها على مستوى المحافظات	يوليو ٢٠٠٢	د.عزه عبد العزيز سليمان
١٥٧	موقف مصر فى التجمعات الإقليمية	يوليو ٢٠٠٢	د.سلوى مرسي محمد فهمي
١٥٨	إدارة الدين العام المحلى وتمويل الاستثمارات العامة فى مصر	يوليو ٢٠٠٢	د.السيد عبد العزيز دحيه
١٥٩	التأمين الصحى فى واقع النظام الصحى المعاصر	يوليو ٢٠٠٢	د.عزه عمر الفندري
١٦٠	تطبيق الشبكات العصبية فى قطاع الزراعة	يوليو ٢٠٠٢	د.محمد محمد الكفراوي
١٦١	الإنتاج والصادرات المصرية من مجمدات وعصائر الخضر والفاكهة ومقترحات زيادة القدرة التنافسية لها بالأسواق المحلية والعالمية	يوليو ٢٠٠٢	د.سمير عريقات
١٦٢	تقسيم مصر إلى أقاليم تخطيطية	يناير ٢٠٠٣	د.سيد محمد عبد المقصود
١٦٣	تقييم وتحسين أداء بعض المرافق " مياه الشرب والصرف الصحى"	يوليو ٢٠٠٣	د.محرم الحداد
١٦٤	تصورات حول خصخصة بعض مرافق الخدمات العامة	يوليو ٢٠٠٣	د.عبد القادر دياب
١٦٥	تحديد الاحتياجات التمويلية للتعليم العالى " دراسة نظرية تحليلية ميدانية "	يوليو ٢٠٠٣	د.محمد عبد العزيز عيد
١٦٦	دراسة أهمية الآثار البيئية للأنشطة السياحة فى محافظة البحر الأحمر " بالتركيز على مدينة الغردقة"	يوليو ٢٠٠٣	د.سلوى مرسي محمد فهمي
١٦٧	العوامل المحددة للنمو الاقتصادى فى الفكر النظرى وواقع الاقتصاد المصرى	يوليو ٢٠٠٣	د. سهير ابو العينين
١٦٨	العدالة فى توزيع ثمار التنمية فى بعض المجالات الاقتصادية والاجتماعية فى محافظات مصر " دراسة تحليلية"	يوليو ٢٠٠٣	د.عزه عبد العزيز سليمان
١٦٩	تقييم وتحسين جودة أداء بعض الخدمات العامة لقطاعى التعليم والصحة باستخدام شبكات الأعمال	يوليو ٢٠٠٣	د.عبد القادر حمزه

١٧٠	دراسة الأسواق الخارجية وسبل النفاذ اليها	يوليو ٢٠٠٣	د.فادية عبد السلام
١٧١	أولويات الاستثمار فى قطاع الزراعة	يوليو ٢٠٠٣	د.هدي صالح النمر
١٧٢	دراسة ميدانية للمشاكل والمعوقات التى تواجه صناعة الأحذية الجديدة فى مصر " التطبيق على محافظة القاهرة ومدينة العاشر من رمضان"	يوليو ٢٠٠٣	د.ممدوح فهمي الشرقاوى
١٧٣	قضية التشغيل والبطالة على المستوى العالمى والقومى والمحلى	يوليو ٢٠٠٣	د.عزيزة على عبد الرازق
١٧٤	بناء وتنمية القدرات البشرية المصرية " القضايا والمعوقات الحاكمة"	يوليو ٢٠٠٣	د.مصطفى احمد مصطفى
١٧٥	بناء قواعد التقدم التكنولوجى فى الصناعة المصرية من منظور مداخل التنافسية والتشغيل والتركيب القطاعى	يوليو ٢٠٠٤	د.محرم الحداد
١٧٦	استراتيجية قومية مقترحة للإدارة المتكاملة للمخلفات الخطرة فى مصر	يوليو ٢٠٠٤	د.نفيسه ابو السعود
١٧٧	تحسين الجودة الشاملة لبعض مجالات اقطاع الصحى	يوليو ٢٠٠٤	د.عبد القادر حمزه
١٧٨	مخاطر الأسواق الدولية للسلع الغذائية للسلع الغذائية الاستراتيجية وإمكانيات وسياسات وأدوات مواجهتها	يوليو ٢٠٠٤	د.عبد القادر دياب
١٧٩	إمكانيات وأثار قيام منطقة حره بين مصر والولايات المتحدة الأمريكية والمناطق الصناعية المؤهلة (ودروس مستفادة للاقتصاد المصرى)	يوليو ٢٠٠٤	د.فادية عبد السلام
١٨٠	نحو هواء نظيف لمدينة عملاقة	يوليو ٢٠٠٤	د.محمد سمير مصطفى
١٨١	تحديد الاحتياجات بقاعات الصرف – التعليم ما قبل الجامعى – التعليم العالى (عدد خاص)	يوليو ٢٠٠٤	د.زينات محمد طباله
١٨٢	تحديد الاحتياجات بقطاعى الصرف الصحى والطرق والكبارى لمواجهة العشوائيات (عدد خاص)	يوليو ٢٠٠٤	د.محرم الحداد
١٨٣	خصائص ومتغيرات السوق المصرى _ دراسة تحليلية لبعض الأسواق المصرية الجزء الأول " الإطار النظرى والتحليلى "	يناير ٢٠٠٥	د.محرم الحداد
١٨٤	خصائص ومتغيرات السوق المصرى (دراسة تحليلية لبعض الأسواق المصرية) الجزء الثانى: الإطار التطبيقى " سوق الخدمات التعليمية – سوق الخدمات السياحة – سوق البرمجيات"	يناير ٢٠٠٥	د.محرم الحداد
١٨٥	خصائص ومتغيرات السوق المصرى (دراسة تحليلية لبعض الأسواق المصرية الجزء الثالث: الإطار التطبيقى " يوق الأدوية – سوق السلع الغذائية والزراعية – سوق حديد التسليح والأسمنت"	يناير ٢٠٠٥	د.محرم الحداد
١٨٦	الملكية الفكرية والتنمية فى مصر	أغسطس٢٠٠٥	د. لطف الله امام صالح
١٨٧	تقدير الطلب على العمالة – قوة العمل – البطالة فى ظل سيناريوهات بديلة	يونية ٢٠٠٦	د.عبد الحميد سامى القصاص
١٨٨	الحاسبات الإقليمية كمدخل للامركزية المالية	يونية ٢٠٠٦	د.علا سليمان الحكيم
١٨٩	المعاشات والتأمينات فى جمهورية مصر العربية (الواقع وإمكانيات التطوير)	يونيه ٢٠٠٦	د.محمود عبد الحى
١٩٠	بعض القضايا المتصلة بالصادرات(دراسة حالة الصناعات الكيماوية)	يونيه ٢٠٠٦	د.فاديه محمد عبد السلام
١٩١	مشروع تنمية جنوب الوادى " توشكى " بين الأهداف والإنجازات	يونية ٢٠٠٦	د.هدى صالح النمر
١٩٢	اللامركزية كمدخل لمواجهة بعض القضايا البيئية فى مصر (التوزيع الاقليمى للاستثمارات الحكومية وارتباطها ببعض قضايا البيئة)	يونية ٢٠٠٦	د.نفيسه ابو السعود
١٩٣	نحو تطبيق نظام الإدارة البيئية (الأيزو ١٤٠٠٠) " على معهد التخطيط القومى" كنموذج لمؤسسة بحثية حكومية	يونية ٢٠٠٦	د.نفيسه ابو السعود
١٩٤	تكاليف تحقيق أهداف الألفية الثالثة بمصر	يونية ٢٠٠٦	د.محرم الحداد

١٩٥	السوق المصرية للغزل	يونية ٢٠٠٦	د.عبد القادر دياب
١٩٦	المعايير البيئية والقدرة التنافسية للصادرات المصرية	أغسطس ٢٠٠٧	د.سلوى مرسي محمد فهمي
١٩٧	استخدام أسلوب البرمجة الخطية والنقل فى البرمجة الرياضية لحل مشاكل الإنتاج والمخزون	أغسطس ٢٠٠٧	د.محمد محمد الكفراوي
١٩٨	تقييم موقف مصر فى بعض الاتفاقيات الثنائية	أغسطس ٢٠٠٧	د.اجلال راتب
١٩٩	التضخم فى مصر بحث فى أسباب التضخم ، وتقييم مؤشراته، وجدوى استهدافه مع أسلوب مقترح باتجاهاته	أغسطس٢٠٠٧	د.
٢٠٠	سبل تنمية مصادر الإنتاج الحيوانى فى ضوء الآثار الناجمة عن مرض أنفلونزا الطيور فى مصر	أغسطس ٢٠٠٧	د. صادق رياض ابو العطا
٢٠١	مستقبل التنمية فى محافظات الحدود (مع التطبيق على سيناء)	أغسطس٢٠٠٧	د.فريد احمد عبد العال
٢٠٢	سياسات إدارة الطاقة فى مصر فى ظل المتغيرات المحلية والإقليمية والعالمية	أغسطس٢٠٠٧	د.راجيه عابدين خير الله
٢٠٣	جدوى إعادة هيكلة قطاع التأمين دراسة تحليلية ميدانية	أكتوبر ٢٠٠٧	د. محرم الحداد
٢٠٤	حول تقدير الاحتياجات لأهم خدمات رعاية المسنين (بالتركيز على محافظة القاهرة)	أكتوبر ٢٠٠٧	د.عزه عمر الفندري
٢٠٥	خدمات ما بعد البيع فى السوق المصرى (دراسة حالة للسلع الهندسية والكهربائية) (بالتطبيق على صناعة الأجهزة المنزلية وصناعة السيارات)	أكتوبر ٢٠٠٧	د. محمد عبد الشفيع عيسى
٢٠٦	العناقيد الصناعية والتحالفات الإستراتيجية لتدعيم القدرة التنافسية للمشروعات الصغيرة والمتوسطة فى جمهورية مصر العربية	فبراير ٢٠٠٨	د.ايمان احمد الشربيني
٢٠٧	تقييم فاعلية الخطة الاستراتيجية القومية للسكان فى مصر	سبتمبر ٢٠٠٨	د. محمود ابراهيم فرج
٢٠٨	الإسقاطات القومية للسكان فى مصر خلال الفترة (٢٠٠٦ – ٢٠٣١)	سبتمبر ٢٠٠٨	د.فريال عبد القادر احمد
٢٠٩	إدارة الجودة الشاملة وتطبيقها فى تقييم أداء بعض قطاعات المرافق العامة فى مصر	سبتمبر ٢٠٠٨	د. محرم الحداد
٢١٠	الخصائص السكانية وانعكاساتها على القيم الاجتماعية	نوفمبر ٢٠٠٨	د.نادرة وهدان
٢١١	التجارب التنموية فى كوريا الجنوبية، ماليزيا والصين: الاستراتيجيات والسياسات – الدروس المستفاده	نوفمبر ٢٠٠٨	د.فاديه عبد السلام
٢١٢	مستوى المعيشة المفهوم والمؤشرات والمعلومات والتحليل دليل قياس وتحليل معيشة المصريين	نوفمبر ٢٠٠٨	د.ابراهيم العيسوي
٢١٣	أولويات زراعة المحاصيل المستهلكة للمياه وسياسات وأدوات تنفيذها	فبراير ٢٠٠٩	د. عبد القادر دياب
٢١٤	السياسات الزراعية المستقبلية لمصر فى ضوء المتغيرات المحلية والإقليمية	أغسطس ٢٠٠٩	د. نجوان سعد الدين عبد الوهاب
٢١٥	اتجاهات ومحددات الطلب على الإنجاب فى مصر (١٩٨٨ – ٢٠٠٥)	أغسطس ٢٠٠٩	د. محمود ابراهيم فرج
٢١٦	آليات تحقيق اللامركزية فى تخطيط وتنفيذ ومتابعة وتقييم البرنامج السكانى فى مصر	أغسطس ٢٠٠٩	د. عبد الغنى محمد عبد الغنى
٢١٧	نظم الإنذار المبكر والإستعداد والوقاية لمواجهة بعض الأزمات الاقتصادية والاجتماعية المختلفة	أكتوبر ٢٠٠٩	د. محرم الحداد
٢١٨	الشراكة بين الدولة والفاعلين الرئيسيين لتحفيز النمو والعدالة فى مصر	فبراير ٢٠١٠	د.ايمان احمد الشربيني
٢١٩	التغيرات الاقتصادية والاجتماعية والبيئية فى خريطة المحافظات وآثارها على	فبراير ٢٠١٠	د. سيد محمد عبد المقصود

	التنمية		
٢٢٠	بعض الاختلالات الهيكلية فى الاقتصاد المصرى " من الجوانب القطاعية والنوعية والدولية"	مارس ٢٠١٠	د. محمد عبد الشفيع عيسى
٢٢١	الإسقاطات السكانية وأهم المعالم الديموجرافية على مستوى المحافظات فى مصر ٢٠١٢ – ٢٠٣٢	يولية ٢٠١٠	د.مجدي عبد القادر
٢٢٢	المواءمة المهنية لخريجى التعليم الفنى الصناعى فى مصر " دراسة ميدانية "	يوليه ٢٠١٠	د.دسوقى عبد الجليل
٢٢٣	المشروعات القومية للتنمية الزراعية فى الأراضى الصحراوية	يوليه ٢٠١٠	د. عبد القادر محمد دياب
٢٢٤	نحو إصلاح نظم الحماية الاجتماعية فى مصر	سبتمبر ٢٠١٠	د.خضر عبد العظيم ابو قوره
٢٢٥	متطلبات مواجهة الأخطار المحتملة على مصر نتيجة للتغير المناخى العالمى	أكتوبر ٢٠١٠	د. محرم الحداد
٢٢٦	آفاق النمو الاقتصادي فى مصر بعد الأزمة المالية والاقتصادية العالمية	يناير ٢٠١١	د.ابراهيم العيسوي
٢٢٧	نحو مزيج أمثل للطاقة فى مصر"	يناير ٢٠١١	د. نفين كمال
٢٢٨	مجتمع المعرفة وإدارة قطاع المعلومات والاتصالات فى مصر	أغسطس ٢٠١١	د. محرم الحداد
٢٢٩	المدن الجديدة فى إعادة التوزيع الجغرافى للسكان فى مصر	أغسطس ٢٠١١	د.مجدي عبد القادر
٢٣٠	تحقيق التنمية المستدامة فى ظل اقتصاديات السوق من خلال إدارة الصادرات والواردات فى الفترة من عام ٢٠٠٠ حتى عام ٢٠١٠/٢٠١١	أكتوبر ٢٠١١	د.اجلال راتب
٢٣١	تجديد علم الاقتصاد نظرة نقدية إلى الفكر الاقتصادى السائد وعرض لبعض مقاربات تطوير	يونيه ٢٠١٢	د.ابراهيم العيسوي
٢٣٢	مقتضيات واتجاهات تطوير استراتيجية التنمية فى مصر فى ضوء الدروس المستفاده من الفكر الاقتصادى ومن تجارب الدول فى مواجهة الأزمة الاقتصادية العالمية	يونيه ٢٠١٢	د.ابراهيم العيسوي
٢٣٣	تطوير جودة البيانات فى مصر	مارس ٢٠١٢	د.اماني حلمى الريس
٢٣٤	ملامح التغيرات الاجتماعية المعاصرة ومردوداتها على التنمية البشرية	يونيه ٢٠١٢	د.وفاء احمد عبد الله
٢٣٥	السوق المحلية للقمح ومنتجاته	يونيه ٢٠١٢	د. عبد القادر محمد دياب
٢٣٦	أثر تطبيق اللامركزية على تنمية المحافظات المصرية (بالتطبيق على قطاع التنمية المحلية)	يونيه ٢٠١٢	د.فريد احمد عبد العال
٢٣٧	إدارة الموارد الطبيعية فى ضوء استدامة البيئة والأهداف الإنمائية للألفية	يونيه ٢٠١٢	د.نفيسه سيد ابو السعود
٢٣٨	رؤية مستقبلية للأدوار المتوقعة للجهات الممولة للمشروعات متناهية الصغر والصغيرة والمتوسطة فى مصر فى ظل التغيرات الراهنة	يونيه ٢٠١٢	د. ايمان أحمد الشربينى
٢٣٩	تطوير النظام القومى لإدارة الدولة بالمعلومات وتكنولوجياتها كركيزة أساسية لتنمية مصر	سبتمبر ٢٠١٢	د. محرم الحداد
٢٤٠	(الرؤية المستقبلية للعلاقات الاقتصادية الخارجية ودوائر التعاون الاقتصادى المصرى فى ضوء المستجدات العالمية والإقليمية والمحلية)	سبتمبر ٢٠١٢	د.اجلال راتب
٢٤١	المجتمع المدنى ومستقبل التنمية فى مصر	سبتمبر ٢٠١٢	د.وفاء احمد عبد الله
٢٤٢	التغيرات الهيكلية للقوة العمل على مستوى المحافظات فى مصر وآفاق المستقبل	سبتمبر ٢٠١٢	د.مجدي عبد القادر
٢٤٣	تطوير إستراتيجية التنمية الصناعية بمصر مع التركيز على قطاع الغزل	نوفمبر ٢٠١٣	د. محرم الحداد
٢٤٤	أثر المناطق الصناعية على تنمية المحافظات المصرية(بالتطبيق على محافظات إقليم قناة السويس)	نوفمبر ٢٠١٣	د.فريد احمد عبد العال
٢٤٥	نموذج رياضى احصائى للتنبؤ بالأحمال الكهربائية باستخدام الشبكات العصبية	نوفمبر ٢٠١٣	د.محمد محمد ابو الفتوح الكفراوي

٢٤٦	دور الجمعيات الأهلية فى دعم التعليم الأساسى " دراسة ميدانية"	نوفمبر ٢٠١٣	د.دسوقى عبد الجليل
٢٤٧	" دور السياسات المالية فى تحقيق النمو والعدالة فى مصر" مع التركيز على الضرائب والاستثمار العام	نوفمبر ٢٠١٣	د.سهير ابو العينين
٢٤٨	"بناء قواعد تصديرية صناعية للاقتصاد المصرى"	نوفمبر ٢٠١٣	د.اجلال راتب
٢٤٩	الصناعات التحويلية والتنمية المستدامة فى مصر	ديسمبر ٢٠١٣	د. ممدوح فهمي الشرقاوى
٢٥٠	الصناديق والحسابات الخاصة"فلسفة الإنشاء – الأسباب – جدواها ومستقبلها"	ديسمبر ٢٠١٣	د.ايمان احمد الشربيني
٢٥١	الاقتصاد الأخضر ودورة فى التنمية المستدامة	فبراير ٢٠١٤	د. حسام الدين نجاتى
٢٥٢	إدارة الزراعة المصرية فى اطار التعيرات المحلية والدولية	فبراير ٢٠١٤	د. عبد القادر محمد دياب
٢٥٣	تفعيل العلاقات الاقتصادية المصرية مع دول مجموعة البريكس	ديسمبر ٢٠١٤	د.اجلال راتب
٢٥٤	التخطيط للتنمية المهنية للمعلمين فى مصر" معلم التعليم الأساسى نموذجا"	ديسمبر ٢٠١٤	د.دسوقى عبد الجليل
٢٥٥	استكشاف فرص النمو من خلال الخدمات اللوجستية بالتطبيق على الموانئ المصرية	ديسمبر ٢٠١٤	د.منى عبد العال دسوقى
٢٥٦	التغيرات الاقتصادية والاجتماعية في الريف المصري بعد ثورة يناير ٢٠١١	يناير ٢٠١٥	د.حنان رجائي عبد اللطيف
٢٥٧	التدهور البيئى فى مصر منهج دليلى لتقدير تكاليف الضرر	ابريل ٢٠١٥	د.محمد سمير مصطفى
٢٥٨	بطاقة الأداء المتوازن كأداة لإعادة هندسة القطاع الحكومى فى مصر "دراسة حالة" " معهد التخطيط القومى"	مايو ٢٠١٥	د.ايمان احمد الشربيني
٢٥٩	تقييم الأهداف الإنمائية لما بعد ٢٠١٥ فى سياق توجهات التنمية فى مصر	يوليو ٢٠١٥	د. هدى صالح النمر
٢٦٠	العلاقات الاقتصادية المصرية التركية بالتركيز على تقييم اتفاقية التجارة الحرة	أغسطس ٢٠١٥	د. أجلال راتب
٢٦١	إطار لرؤية مستقبلية لاستخدام مصادر الطاقة الجديدة والمتجددة فى مصر	أكتوبر ٢٠١٥	د. نفين كمال
٢٦٢	السوق المحلية للسلع الغذائية" جوانب القصور، والتطوير "	سبتمبر٢٠١٤	د. عبد القادر محمد دياب
٢٦٣	المرصد الحضرى لمدينة الأقصر محافظة الأقصر	ابريل ٢٠١٦	د. سيد عبد المقصود
٢٦٤	الطاقة المتجددة بين نتائج وإبتكارات البحث العلمى والتطبيق الميدانى فى الريف المصرى	إبريل ٢٠١٦	د. عبد القادر محمد دياب
٢٦٥	نحو تحسين أوضاع الأمن الغذائى والزراعة المستدامة والحد من الجوع والفقر فى مصر – سبل وآليات تحقيق الثانى من أهداف التنمية المستدامة- (٢٠١٦ – ٢٠٣٠)	يوليو ٢٠١٦	أ.د. هدى صالح النمر
٢٦٦	التغيرات فى أسعار النفط وأثارها على الاقتصاد (العالمى والعربى والمصرى)	يوليو ٢٠١٦	أ.د. حسن صالح
٢٦٧	مستقبل التنمية فى المنطقة الجنوبية لمحافظة البحر الاحمر (الشلاتين وحلايب)	يوليو ٢٠١٦	أ.د. منى دسوقى
٢٦٨	نحو إطار متكامل لقياس ودراسة أثر أهداف التنمية المستدامة لما بعد ٢٠١٥ على أوضاع التنمية المستدامة فى مصر خلال الفترة ٢٠١٥/ ٢٠٣٠	يوليو ٢٠١٦	أ.د. ماجد خشبة
٢٦٩	متطلبات تطوير الحاسبات القومية فى مصر	يوليو ٢٠١٦	أ.د. سهير أبو العينين
٢٧٠	آليات التنمية الاقليمية المتوازنة	أغسطس٢٠١٦	أ.د. فريد عبد العال
٢٧١	تفاعلات المياه والمناخ والانسان فى مصر (اعادة التشكيل من أجل اقتصاد متواصل)	أغسطس٢٠١٦	أ.د سمير مصطفى
٢٧٢	تفعيل استراتيجية الذكاء الاقتصادى على المستوى المؤسسى والقومى فى مصر	أغسطس٢٠١٦	ا.د محرم الحداد
٢٧٣	اشكالية المواطنة فى مصر – الحقوق والوجبات	أغسطس٢٠١٦	د.دسوقى عبد الجليل
٢٧٤	كفاءة الاستثمار العام فى مصر (المحددات والفرص وامكانيات التحسين)	سبتمبر٢٠١٦	أ.د.أمل زكريا
٢٧٥	الاجراءات الداعمة لاندماج المشروعات الصغيرة والمتناهية الصغر غير الرسمية	أكتوبر٢٠١٦	ا.د.إيمان الشربينى

	فى القطاع الرسمى فى مصر		
٢٧٦	الادارة المتكاملة للمخلفات الصلبة ودورها فى دعم الاقتصاد القومى	يوليو٢٠١٧	ا.د. نفيسة أبو السعود
٢٧٧	متطلبات التحول لاقتصاد قائم على المعرفة فى مصر	يوليو٢٠١٧	ا.د.علاء زهران
٢٧٨	آليات وسبل اصلاح قطاع الأعمال العام فى جمهورية مصر العربية	يوليو٢٠١٧	د. أحمد عاشور
٢٧٩	سبل وآليات تحقيق أنماط الاستهلاك المستدام فى مصر	أغسطس٢٠١٧	د.هدى صالح النمر
٢٨٠	الخيارات الاستراتيجية لاصلاح منظومة التعليم ما قبل الجامعى فى مصر	أغسطس٢٠١٧	ا.د. دسوقى عبد الجليل
٢٨١	المسئولية المجتمعية للشركات ودورها فى تحقيق التنمية المحلية فى مصر	سبتمبر٢٠١٧	د.حنان رجائى عبد اللطيف
٢٨٢	تنمية وترشيد استخدامات المياه فى مصر	سبتمبر٢٠١٧	ا.د عبد القادر دياب
٢٨٣	اتفاقية منطقة التجارة الحرة الإفريقية وآثارها على الاقتصادات الافريقية عموما والاقتصاد المصرى خصوصا	سبتمبر ٢٠١٧	أ.د محمد عبد الشفيع
٢٨٤	دراسة مدى تطبيق الحوكمة على الإنتاج والإستهلاك المستدام للموارد الطبيعية فى مصر	أكتوبر٢٠١٧	ا.د حسام نجاتى
٢٨٥	ص ناعة الرخام فى مصر "الواقع والمأمول" بالتطبيق على المنطقة الصناعية بشق الثعبان	ديسمبر٢٠١٧	ا. د إيمان أحمد الشوَبينى
٢٨٦	تطوير منظومة التعليم العالى فى مصر	ديسمبر ٢٠١٧	د.محرم صالح الحداد
٢٨٧	الطاقة المحتملة للصحارى المصرية بين تخمة الوادى وقحالة البيئة	ديسمبر٢٠١٧	د.محمد سمير مصطفى
٢٨٨	نحو تحسين أنماط الانتاج المستدام بقطاع الزراعة فى مصر	يونيو٢٠١٨	ا.د هدى صالح النمر
٢٨٩	مبادرة الحزام والطريق وانعكساتها المستقبلية الاقتصادية والسياسية على مصر	يونيو٢٠١٨	ا.د محمد ماجد خشبة
٢٩٠	دراسة تحليلية لموقع مصر فى التجارة البينية بين الدول العربية باستخدام تحليل الشبكات	يونيو٢٠١٨	ا.د أمانى حلمى الريس
٢٩١	سعر الصرف وعلاقته بالاستثمارات الأجنبية فى مصر	يوليو٢٠١٨	ا.د فادية عبد السلام

رقم الإيداع: ٢٠١٩/٤٧٧٠

ISBN:978-977-6641-23-5

سلسلة قضايا التخطيط والتنمية في مصر

تصدر هذه السلسلة عن معهد التخطيط القومي بالقاهرة منذ عام ١٩٧٨، لتقديم الإنتاج الفكري للهيئة العلمية بالمعهد والذى يركز بصفة خاصة على تناول المشكلات التي تواجه التنمية في المجتمع المصري سواء على المستوى الكلي أو المستوي القطاعي أو الإقليمي، ويقترح السياسات الكفيلة بعلاج تلك المشكلات ودفع عملية التنمية في مصر في ظل التغيرات المحلية والإقليمية والدولية المؤثرة.

وتعتبر الأعمال المنشورة في هذه السلسلة في معظم الحالات نتاجاً لجهد جماعي لفرق العمل البحثية التي تتشكل في المعهد لبحث قضايا وتحديات تنموية بعينها تواجه المخطط أو متخذ القرار، وذلك من خلال منهج علمي سليم وبمشاركة من أصحاب المصلحة والمعنيين بتلك القضايا من خارج المعهد.

وقد تنوعت القضايا التي تناولتها الأعداد المختلفة لهذه السلسلة على النحو المبين في الصفحات الأخيرة لكل عدد من إصدارات السلسلة بحيث أصبحت تلك الإصدارات تشكل في مجموعها عبر العقود المتتالية مكتبة علمية شاملة ومتنوعة، ورصيداً معرفياً هاماً في مجالات التنمية والتخطيط في مصر.

ويأمل معهد التخطيط القومي أن يجد المفكرون، والباحثون وطلاب العلم، وكذلك المخططون وصناع السياسات ومتخذو القرارات في هذه السلسلة مرجعاً أساسياً للمعرفة والعلم النافع والخبرات العملية يمكنهم الاستفادة منه على النحو الذى يثري البحث العلمي ويفتح آفاقاً جديدة في تناول وحل مشكلات التنمية من جهة، ويدعم العمل التخطيطي والتنموي نحو مزيد من الارتقاء بالمستوى الاقتصادي والاجتماعي والبيئي المستدام للمجتمع المصري من جهة أخرى.