

# مجلة بحوث الشرق الأوسط

مجلة علمية مُدكَّمة  
(مُعتمدة) شهرياً

العدد المائة  
(يونيو 2024)

السنة الخمسون  
تأسست عام 1974

يصدرها  
مركز بحوث  
الشرق الأوسط

الترقيم الدولي: (2536-9504)  
الترقيم على الإنترنت: (2735-5233)





الأراء الواردة داخل المجلة تعبر عن وجهة نظر أصحابها وليست مسئولية مركز بحوث الشرق الأوسط والدراسات المستقبلية

رقم الإيداع بدار الكتب والوثائق القومية : ٢٤٣٣٠ / ٢٠١٦

الترقيم الدولي: (Issn :2536 - 9504)

الترقيم على الإنترنت: (Online Issn :2735 - 5233)



مجلة بحوث الشرق الأوسط

# مجلة علمية مُدكَّمة متخصصة في شؤون الشرق الأوسط

مجلة مُعتمَدة من بنك المعرفة المصري



موقع المجلة على بنك المعرفة المصري

[www.mercj.journals.ekb.eg](http://www.mercj.journals.ekb.eg)

- معتمدة من الكشاف العربي للاستشهادات المرجعية (ARCI). المتوافقة مع قاعدة بيانات كلاريفيت Clarivate الفرنسية.
- معتمدة من مؤسسة أرسيف (ARCIF) للاستشهادات المرجعية للمجلات العلمية العربية ومعامل التأثير المتوافقة مع المعايير العالمية.
- تنشر الأعداد تبعاً على موقع دار المنظومة.



العدد المائة- يونيو 2024

تصدر شهرياً

السنة الخمسون - تأسست عام 1974



مجلة بحوث الشرق الأوسط  
(مجلة مُعتمدة) دورية علمية مُكَّمة  
(اثنا عشر عددًا سنويًا)  
يصدرها مركز بحوث الشرق الأوسط  
والدراسات المستقبلية - جامعة عين شمس

رئيس مجلس الإدارة

أ.د. غادة فاروق

نائب رئيس الجامعة لشؤون خدمة المجتمع وتنمية البيئة

ورئيس مجلس إدارة المركز

رئيس التحرير د. حاتم العبد

مدير مركز بحوث الشرق الأوسط والدراسات المستقبلية

هيئة التحرير

أ.د. السيد عبدالخالق، وزير التعليم العالي الأسبق، مصر

أ.د. أحمد بهاء الدين خيرى، نائب وزير التعليم العالي الأسبق، مصر ؛

أ.د. محمد حسام لطفي، جامعة بني سويف، مصر ؛

أ.د. سعيد المصري، جامعة القاهرة، مصر ؛

أ.د. سوزان القليني، جامعة عين شمس، مصر ؛

أ.د. ماهر جميل أبوخوات، عميد كلية الحقوق، جامعة كفر الشيخ، مصر ؛

أ.د. أشرف مؤنس، جامعة عين شمس، مصر ؛

أ.د. حسام طنطاوي، عميد كلية الآثار، جامعة عين شمس، مصر ؛

أ.د. محمد إبراهيم الشافعي، وكيل كلية الحقوق، جامعة عين شمس، مصر ؛

أ.د. تامر عبدالمنعم راضي، جامعة عين شمس، مصر ؛

أ.د. هاجر قلديش، جامعة قرطاج، تونس ؛

Prof. Petr MUZNY، جامعة جنيف، سويسرا ؛

Prof. Gabrielle KAUFMANN-KOHLER، جامعة جنيف، سويسرا ؛

Prof. Farah SAFI، جامعة كليرمون أوفيرني، فرنسا ؛

إشراف إداري  
أ/ سونيا عبد الحكيم  
أمين المركز

إشراف فني  
د/ أمل حسن  
رئيس وحدة التخطيط و المتابعة

سكرتارية التحرير

أ/ ناهد مبارز رئيس قسم النشر  
أ/ راندا نوار قسم النشر  
أ/ زينب أحمد قسم النشر  
أ/ شيماء بكر قسم النشر

المحرر الفني  
أ/ رشا عاطف رئيس وحدة الدعم الفني

تنفيذ الغلاف والتجهيز والإخراج الفني للمجلة  
وحدة الدعم الفني

تدقيق ومراجعة لغوية  
د. تامر سعد الحيت

تصميم الغلاف أ/ أحمد محسن - مطبعة الجامعة

ترجمة المراسلات الخاصة بالمجلة (إلى): د. حاتم العبد، رئيس التحرير merc.director@asu.edu.eg

• وسائل التواصل: البريد الإلكتروني للمجلة: technical.sup.mercj2022@gmail.com

البريد الإلكتروني لوحدة النشر: merc.pub@asu.edu.eg

جامعة عين شمس - شارع الخليفة المأمون - العباسية - القاهرة، جمهورية مصر العربية، ص.ب: 11566

(وحدة النشر - وحدة الدعم الفني) موبايل / واتساب: 01555343797 (+2)

ترسل الأبحاث من خلال موقع المجلة على بنك المعرفة المصري: www.mercj.journals.ekb.eg

ولن يلتفت إلى الأبحاث المرسله عن طريق آخر

## الرؤية

السعي لتحقيق الريادة في النشر العلمي المتميز في المحتوى والمضمون والتأثير والمرجعية في مجالات منطقة الشرق الأوسط وأقطاره .

## الرسالة

نشر البحوث العلمية الأصيلة والرصينة والمبتكرة في مجالات الشرق الأوسط وأقطاره في مجالات اختصاص المجلة وفق المعايير والقواعد المهنية العالمية المعمول بها في المجالات المُحكَّمة دولياً.

## الأهداف

- نشر البحوث العلمية الأصيلة والرصينة والمبتكرة .
- إتاحة المجال أمام العلماء والباحثين في مجالات اختصاص المجلة في التاريخ والجغرافيا والسياسة والاقتصاد والاجتماع والقانون وعلم النفس واللغة العربية وآدابها واللغة الانجليزية وآدابها ، على المستوى المحلى والإقليمي والعالمي لنشر بحوثهم وإنتاجهم العلمي .
- نشر أبحاث كبار الأساتذة وأبحاث الترقية للسادة الأساتذة المساعدين والسادة المدرسين بمختلف الجامعات المصرية والعربية والأجنبية .
- تشجيع ونشر مختلف البحوث المتعلقة بالدراسات المستقبلية والشرق الأوسط وأقطاره .
- الإسهام في تنمية مجتمع المعرفة في مجالات اختصاص المجلة من خلال نشر البحوث العلمية الرصينة والتميزة .



## مجلة بحوث الشرق الأوسط

### - رئيس التحرير د. حاتم العبد

#### - الهيئة الاستشارية المصرية وفقاً للترتيب الهجائي:

- أ.د. إبراهيم عبد المنعم سلامة أبو العلا
- أ.د. أحمد الشربيني
- أ.د. أحمد رجب محمد علي رزق
- أ.د. السيد فليفل
- أ.د. إيمان محمد عبد المنعم عامر
- أ.د. أيمن فؤاد سيد
- أ.د. جمال شفيق أحمد عامر
- أ.د. حمدي عبد الرحمن
- أ.د. حنان كامل متولي
- أ.د. صالح حسن السلوت
- أ.د. عادل عبد الحافظ عثمان حمزة
- أ.د. عاصم الدسوقي
- أ.د. عبد الحميد شلبي
- أ.د. عفاف سيد صبره
- أ.د. عفيفي محمود إبراهيم
- أ.د. فتحي الشرقاوي
- أ.د. محمد الخزامي محمد عزيز
- أ.د. محمد السعيد أحمد
- ثواء / محمد عبد المقصود
- أ.د. محمد مؤنس عوض
- أ.د. مدحت محمد محمود أبو النصر
- أ.د. مصطفى محمد البغدادى
- أ.د. نبيل السيد الطوخي
- أ.د. نهى عثمان عبد اللطيف عزمي
- رئيس قسم التاريخ - كلية الآداب - جامعة الإسكندرية - مصر
- عميد كلية الآداب السابق - جامعة القاهرة - مصر
- عميد كلية الآثار - جامعة القاهرة - مصر
- عميد كلية الدراسات الأفريقية العليا الأسبق - جامعة القاهرة - مصر
- أستاذ التاريخ الحديث والمعاصر - كلية الآداب - جامعة القاهرة - مصر
- رئيس الجمعية المصرية للدراسات التاريخية - مصر
- كلية الدراسات العليا للطفولة - جامعة عين شمس - مصر
- عميد كلية الحقوق الأسبق - جامعة عين شمس - مصر
- (قائم بعمل) عميد كلية الآداب - جامعة عين شمس - مصر
- أستاذ التاريخ والحضارة - كلية اللغة العربية - فرع الزقازيق
- جامعة الأزهر - مصر
- عضو اللجنة العلمية الدائمة لترقية الأساتذة
- كلية الآداب - جامعة المنيا،
- ومقرر لجنة الترقيات بالمجلس الأعلى للجامعات - مصر
- عميد كلية الآداب الأسبق - جامعة حلوان - مصر
- كلية اللغة العربية بالمنصورة - جامعة الأزهر - مصر
- كلية الدراسات الإنسانية بنات بالقاهرة - جامعة الأزهر - مصر
- كلية الآداب - جامعة بنها - مصر
- نائب رئيس جامعة عين شمس الأسبق - مصر
- عميد كلية العلوم الاجتماعية والإنسانية - جامعة الجلالة - مصر
- كلية التربية - جامعة عين شمس - مصر
- رئيس مركز المعلومات ودعم اتخاذ القرار بمجلس الوزراء - مصر
- كلية الآداب - جامعة عين شمس - مصر
- كلية الخدمة الاجتماعية - جامعة حلوان
- قطاع الخدمة الاجتماعية بالمجلس الأعلى للجامعات ورئيس لجنة ترقية الأساتذة
- كلية التربية - جامعة عين شمس - مصر
- رئيس قسم التاريخ - كلية الآداب - جامعة المنيا - مصر
- كلية السياحة والفنادق - جامعة مدينة السادات - مصر

- الهيئة الاستشارية العربية والدولية وفقاً للترتيب الهجائي:

- أ.د. إبراهيم خليل العلاف جامعة الموصل- العراق
- أ.د. إبراهيم محمد بن حمد المزيني كلية العلوم الاجتماعية - جامعة الإمام محمد بن سعود الإسلامية- السعودية
- أ.د. أحمد الحسو جامعة مؤتة- الأردن
- أ.د. أحمد عمر الزيبي مركز الحسو للدراسات الكمية والتراثية - إنجلترا
- أ.د. عبد الله حميد العتابي جامعة الملك سعود- السعودية
- أ.د. عبد الله سعيد الغامدي الأمين العام لجمعية التاريخ والآثار التاريخية
- أ.د. فيصل عبد الله الكندري كلية التربية للبنات - جامعة بغداد - العراق
- أ.د. مجدي فارح جامعة أم القرى - السعودية
- أ.د. محمد بهجت قبيسي عضو مجلس كلية التاريخ، ومركز تحقيق التراث بمعهد المخطوطات
- أ.د. محمود صالح الكروي جامعة الكويت- الكويت
- أ.د. محمد بهجت قبيسي رئيس قسم الماجستير والدراسات العليا - جامعة تونس ١ - تونس
- أ.د. محمود صالح الكروي جامعة حلب- سوريا
- أ.د. محمود صالح الكروي كلية العلوم السياسية - جامعة بغداد- العراق

- *Prof. Dr. Albrecht Fuess* Center for near and Middle Eastem Studies, University of Marburg, Germany
- *Prof. Dr. Andrew J. Smyth* Southern Connecticut State University, USA
- *Prof. Dr. Graham Loud* University Of Leeds, UK
- *Prof. Dr. Jeanne Dubino* Appalachian State University, North Carolina, USA
- *Prof. Dr. Thomas Asbridge* Queen Mary University of London, UK
- *Prof. Ulrike Freitag* Institute of Islamic Studies, Belil Frie University, Germany

## شروط النشر بالمجلة

- تُعنى المجلة بنشر البحوث المهمة بمجالات العلوم الإنسانية والأدبية ؛
- يعتمد النشر على رأي اثنين من المحكمين المتخصصين ويتم التحكيم إلكترونياً ؛
- تقبل البحوث باللغة العربية أو بإحدى اللغات الأجنبية، وترسل إلى موقع المجلة على بنك المعرفة المصري ويرفق مع البحث ملف بيانات الباحث يحتوي على عنوان البحث باللغتين العربية والإنجليزية واسم الباحث والتايتل والانتماء المؤسسي باللغتين العربية والإنجليزية، ورقم واتساب، وإيميل الباحث الذي تم التسجيل به على موقع المجلة ؛
- يشار إلى أن الهوامش والمراجع في نهاية البحث وليست أسفل الصفحة ؛
- يكتب الباحث ملخص باللغة العربية واللغة الإنجليزية للبحث صفحة واحدة فقط لكل ملخص ؛
- بالنسبة للبحث باللغة العربية يكتب على برنامج "word" ونمط الخط باللغة العربية "Simplified Arabic" وحجم الخط 14 ولا يزيد عدد الأسطر في الصفحة الواحدة عن 25 سطر والهوامش والمراجع خط Simplified Arabic حجم الخط 12 ؛
- بالنسبة للبحث باللغة الإنجليزية يكتب على برنامج word ونمط الخط Times New Roman وحجم الخط 13 ولا يزيد عدد الأسطر عن 25 سطر في الصفحة الواحدة والهوامش والمراجع خط Times New Roman حجم الخط 11 ؛
- (Paper) مقياس الورق (B5) 17.6 × 25 سم، (Margins) الهوامش 2.3 سم يمينًا ويسارًا، 2 سم أعلى وأسفل الصفحة، ليصبح مقياس البحث فعلي (الكلام) 13×21 سم. (Layout) والنسق: (Header) الرأس 1.25 سم، (Footer) تذييل 2.5 سم ؛
- مواصفات الفقرة للبحث: بداية الفقرة First Line = 1.27 سم، قبل النص = 0.00، بعد النص = 0.00، تباعد قبل الفقرة = 6pt) تباعد بعد الفقرة = 0pt)، تباعد الفقرات (مفرد single) ؛
- مواصفات الفقرة للهوامش والمراجع: يوضع الرقم بين قوسين هلاكي مثل: (1)، بداية الفقرة Hanging = 0.6 سم، قبل النص = 0.00، بعد النص = 0.00)، تباعد قبل الفقرة = 0.00، تباعد بعد الفقرة = 0.00، تباعد الفقرات (مفرد single) ؛
- الجداول والأشكال: يتم وضع الجداول والأشكال إما في صفحات منفصلة أو وسط النص وفقًا لرؤية الباحث، على أن يكون عرض الجدول أو الشكل لا يزيد عن 13.5 سم بأي حال من الأحوال ؛
- يتم التحقق من صحة الإملاء على مسئولية الباحث لتفادي الأخطاء في المصطلحات الفنية ؛
- مدة التحكيم 15 يوم على الأكثر، مدة تعديل البحث بعد التحكيم 15 يوم على الأكثر ؛
- يخضع تسلسل نشر البحوث في أعداد المجلة حسب ما تراه هيئة التحرير من ضرورات علمية وفنية ؛
- المجلة غير ملزمة بإعادة البحوث إلى أصحابها سواء نشرت أم لم تنشر ؛
- تبرير البحوث عن آراء أصحابها وليس عن رأي رئيس التحرير وهيئة التحرير ؛
- رسوم التحكيم للمصريين 650 جنيه، ولغير المصريين 155 دولار ؛
- رسوم النشر للصفحة الواحدة للمصريين 25 جنيه، وغير المصريين 12 دولار ؛
- الباحث المصري يسدد الرسوم بالجنيه المصري (بالفيزا) بمقر المركز (المقيم بالقاهرة)، أو على حساب حكومي رقم : (9/450/80772/8) بنك مصر (المقيم خارج القاهرة) ؛
- الباحث غير المصري يسدد الرسوم بالدولار على حساب حكومي رقم : (EG71000100010000004082175917) (البنك العربي الأفريقي) ؛
- استلام إفادة قبول نشر البحث في خلال 15 يوم من تاريخ سداد رسوم النشر مع ضرورة رفع إيصالات السداد على موقع المجلة ؛
- المراسلات : توجه المراسلات الخاصة بالمجلة إلى: merc.director@asu.edu.eg
- السيد الدكتور/ مدير مركز بحوث الشرق الأوسط والدراسات المستقبلية، ورئيس تحرير المجلة جامعة عين شمس - العباسية - القاهرة - ج.م.ع (ص.ب 11566)
- للتواصل والاستفسار عن كل ما يخص الموقع : محمول / واتساب: 01555343797 (+2)
- (وحدة النشر merc.pub@asu.edu.eg) (وحدة الدعم الفني technical.support@asu.edu.eg)
- ترسل الأبحاث من خلال موقع المجلة على بنك المعرفة المصري: [www.mercj.journals.ekb.eg](http://www.mercj.journals.ekb.eg)
- ولن يلتفت إلى الأبحاث المرسله عن طريق آخر .

## محتويات العدد 100

- | الصفحة  | عنوان البحث  |
|---|--|
| <b>LEGAL STUDIES</b> الدراسات القانونية             |  |
| 30-3 .....  | 1. البغي كجريمة سياسية في الفقه الإسلامي .....<br>احمد ابراهيم خليفة السيد   |
| <b>ARABIC LANGUAGE STUDIES</b> دراسات اللغة العربية |  |
| 66-33 .....   | 2. واو الثمانية بين التأييد والمعارضة .....<br>سامح كمال السيد حسن الجحش   |
| <b>PSYCHOLOGICAL STUDIES</b> دراسات علم النفس       |  |
| 136-69  | 3. السلوك التوافقي والصحة النفسية لدى المكفوفين المترددين على<br>مركز الإبصار الإلكتروني (جامعة عين شمس) .....<br>مي موسى يوسف موسى                              |
| <b>SOCIOLOGY STUDIES</b> دراسات علم الاجتماع        |  |
| 170-139   | 4. هوية الشباب بين الواقع ووسائل التواصل الاجتماعي "دراسة"<br>سوسيولوجية للحالة المصرية" .....<br>محمود محمد حمدي سلامة  |
| <b>GEORAPHICAL STUDIES</b> دراسات جغرافية           |  |
| 256-173   | 5. الخصائص الديموغرافية والاجتماعية لعمالة الأطفال بمركز الخانكة ..<br>محمد جمال محمد النبتيني   |
| <b>ECONOMIC STUDIES</b> الدراسات الاقتصادية         |  |
| 336-259   | 6. الآثار الاقتصادية لتغيرات أسعار صرف ودورها على جذب<br>الاستثمارات الأجنبية غير المباشر ودور السياسة النقدية في الاقتصاد<br>المصري ...<br>جيهان سيد محمد مصطفى |

## MEDIA STUDIES

## الدراسات الإعلامية

7. استخدام وسائل الإعلام الجديدة في دعم التعليم الإلكتروني خلال 398-339 الأزمات وعلاقته بتشكيل اتجاهات الجمهور المصري نحوه .....  
رنيم عمرو عبد العزيز محمد سالم

## LINGUISTIC STUDIES

## الدراسات اللغوية

8. 28-3 The rebirth of an exiled ego after isolation A comparative psychoanalytical approach.....  
نردين محمد نبيل العطروزي

## ARCHAEOLOGICAL STUDIES

## الدراسات الأثرية

9. 56-31 Pottery patterns in the tomb of Ii-mr ,Saqqara.....  
ياسمين حسن مصطفى علاء الدين

## افتتاحية العدد 100

تبتهج الأنفس حين يتجسد الحلم، وتُسرّ الإرادة بتمكين الفكرة، وتتوهج الإصدارات باستمراريتها وريادتها،

إننا إذ نصدر للعدد المائة من مجلة بحوث الشرق الأوسط لنؤكد بكل الثقة التزامنا بالمعايير الدولية للنشر العلمي، متمسكين بالحفاظ على المكانة العالية التي وصلت إليها مجلتنا العريقة.

صدر العدد الأول في عام 1974 ومنذ ذلك الحين والمجلة أخذت تتقافز نحو الريادة والشموخ، وتشخص نحو الصدارة حتى أضحى إصدارها شهرياً.

وقد أتى ذلك متزامناً مع تلبيتها لكافة المعايير المصرية والعربية، إلى حد أن حصلت على أعلى تصنيف من المجلس الأعلى للجامعات ونجحت في الحصول على معايير اعتماد معامل (Arcif) المتسقة مع المعايير الدولية وفي عام 2021 صنفت أيضاً في تخصص العلوم الاجتماعية على المستوى العربي ضمن الفئة الثانية (Q2).

ومازلنا نواصل الليل بالنهار حتى نفي بالمعايير الدولية ونحصل على أعلى التصنيفات ؛ بل ونحافظ عليها لنؤكد مفهوم الريادة في أدق تفاصيله، خطواتنا ثابتة ووثيقة ومواكبة، وهذا الوعي يؤهلنا ويعزز من استمراريتنا.

منذ انبثاق الوهج الأول من إصدارها والمجلة تمثل مقصدًا لكافة الباحثين في شتى العلوم الإنسانية، وقد قام وما زال معظم أعضاء هيئة التدريس المصريين والعرب بنشر أبحاث الترقية فيها، مما أكسبها موضوعية وثقة، الأمر الذي كان له مردود إيجابي في استحقاقها للتصنيفين: المصري والعربي.

إن خلف هذا التميّز جيش كبير من الزملاء بقسم النشر، يعمل بتفانٍ وجدٍ وإنكارٍ للذات، مبتغيًا خدمة حقول البحث العلمي بالتزامن مع إثراء الباحثين ومساعدتهم.

حقًا تعجز كلمات الشكر عن إيفائهم حقهم، ذلك أنهم يضربون بهمهم المثل في التفاني، ويقتطعون من أوقاتهم من أجل خدمة الباحثين ومساعدتهم.

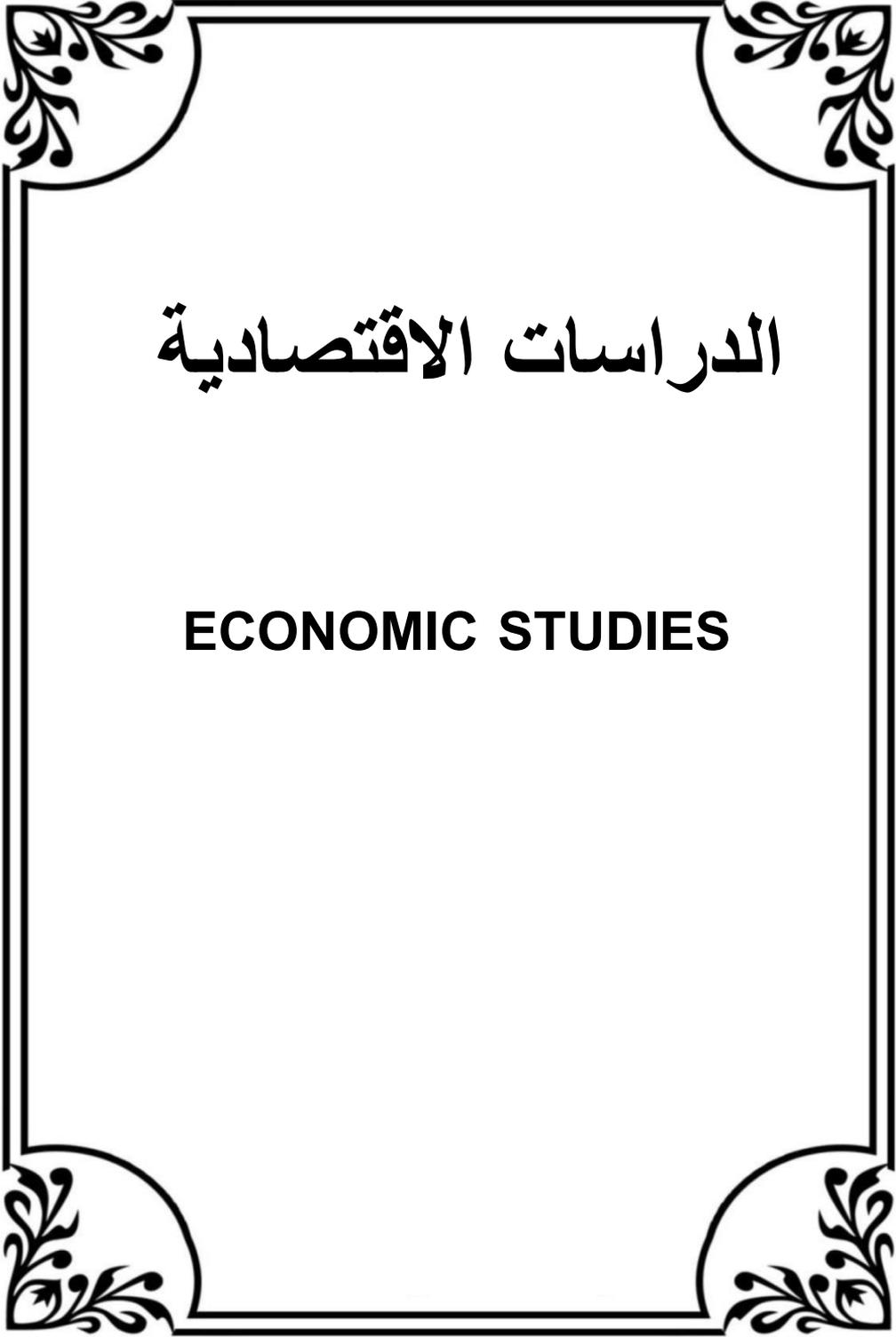
وما كان ليفوتنا أن نتقدم بعظيم الامتنان والتقدير للسادة مديري المركز السابقين الذين أسهموا في تطور المجلة حتى باتت قبلةً للباحثين الجادين: المصريين والعرب على حد سواء.

وإننا لنؤكد على بذل قصارى جهدنا، ولن ندخر وسعًا للحفاظ على ما تحقق من المكانة السامية والقدر السامق الذي وصلت إليه المجلة.

ختامًا ندعو كافة الباحثين لنشر أبحاثهم المتميزة والمتفردة بمجلة بحوث الشرق الأوسط العريقة الرحبة، كي يزيدوا من ثرائها، ولينضموا إلى كوكبة الباحثين الذين ظفروا بالنشر فيها، لتمثل مجلتنا منبرًا حاشدًا من العلماء، وتحقق بهم الهدف الأسمى من التبادل الثقافي والمعرفي على الصعيدين المحلي والدولي، محققين بذلك مقولة: "العالم بات قرية صغيرة، ونحن بوابتها بكل ثقة وإعزاز".

رئيس التحرير

د. حاتم العبد



# الدراسات الاقتصادية

**ECONOMIC STUDIES**



الآثار الاقتصادية لتغيرات أسعار صرف

ودورها على جذب الاستثمارات الأجنبية غير المباشر

ودور السياسة النقدية فى الاقتصاد المصري

(الفترة الزمنية 2003 – 2019)

**The economic effects of exchange rate changes  
and their role in attracting indirect foreign  
investments and the role of monetary policy in  
the Egyptian economy**

**( time period 2003- 2019)**

جيهان سيد محمد مصطفى

**Gihan Saied Mohamed moustafa**

كلية الاقتصاد والإدارة - جامعة 6 أكتوبر

Economics Department, 6<sup>th</sup> of October university

[gihansaied87@gmail.com](mailto:gihansaied87@gmail.com)



[www.mercj.journals.ekb.eg](http://www.mercj.journals.ekb.eg)





## المخلص:

تستهدف الورقة البحثية إلى دراسة أثر تغييرات سعر الصرف على جذب الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة، وذلك من خلال دراسة بعض المؤشرات المتعلقة بالبورصة، وكذلك تناولت هذه الورقة تحليل لسياسة النقدية خلال فترة الدراسة وتتبين أن هناك علاقة ارتباط قوية بين التغير في أسعار الصرف والتغير صعودًا أو هبوطًا في المؤشر العام لسوق الأوراق المالية في مصر، وقد تميزت هذه العلاقة بالإيجابية في الفترة الأولى 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.

كما أكدت الدراسة على وجود العلاقة بين التغير في سعر الصرف للعملة الوطنية للجنينة كأحد العوامل الاقتصادية المؤثرة على نشاط سوق الأوراق المالية ضمن عوامل مفسرة أخرى منها ووجود علاقة عكسية بين التغير في سعر الصرف والتغير في المؤشر الرئيس لسوق الأوراق المالية بالإضافة إلى العلاقة الطردية بين التغير بين الاحتياطيات من النقد الأجنبي والانفتاح التجاري ومؤشر ربحية الأسهم على المؤشر الرئيس لسوق الأوراق المالية.

**Abstract:**

This research paper aims to study the impact of exchange rate changes on attracting indirect foreign investments by studying some indicators related to the stock market. This relationship was positive in the first period and then took its natural course, which is the inverse proportion between the change in exchange rates and the change in the behavior of the main index of the stock market in terms of growth and rise in the value of the index in the stock market. The study also confirms the existence of the relationship between the change in the exchange rate of the national currency to the pound, as one of the economic factors affecting the activity of the stock market among other explanatory factors including the existence of an inverse relationship between the change in the exchange rate and the change in the main index of the stock market. In addition to, the direct relationship between the change between Foreign exchange reserves, trade openness and stock profitability index on the main stock market index.



## المقدمة

تتضح السياسة النقدية من خلال استخدام البنك المركزي المصري مجموعة من الأدوات النقدية للتحكم في الائتمان على المستوى الكلي ، وتوجيهه إلى القطاعات المختلفة، باستخدام أدوات الرقابة المباشرة على الائتمان (Direct Monetary control) من خلال اتباع نظام الاقتصاد الموجه، لتحقيق أهداف السياسة النقدية والائتمانية، وذلك منذ تاسيسه في عام 1961، وقد بدأ الانتقال إلى أدوات التحكم غير المباشر Indirect Monetary control منذ بداية التسعينات مع التحول إلى اقتصاديات السوق الحر ثم سارت السياسة النقدية في طريقها إلى ماوصلت إليه<sup>1</sup>.

كما نقوم في هذه الورقة البحثية بعرض الاستثمار الأجنبي غير المباشر (الاستثمار المحفظي)<sup>(2)</sup> أحد أهم الأشكال التي تتخذها حركة رؤوس الأموال الدولية، والاستثمار المحفظي - بصفة عامة- رغم اختلاف تسمياته، فهو لا يخرج عن كونه توظيفًا ماليًا 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 لهذا الأوراق المالية<sup>(3)</sup>، 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 مستثمرون أجنبى أفراد ومستثمرون أجنبى مؤسسات ممن يقومون بتشكيل محافظ استثمارية تتضمن أوراقًا 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 القنوات ما يتم عن طريق شركات الاستثمار، المحافظ المشتركة، اقتناء الإصدارات العالمية للأوراق المالية والشراء والبيع المباشر للأوراق المالية في أسواقها المحلية ينطوي 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 إنه يوجد هناك تضارب كبير بين مختلف الباحثين الاقتصاديين في تصنيفه، كما تحكم تحركاته مجموعة من المحددات<sup>(4)</sup> والدوافع في الوقت الذي يترك فيه آثارًا مهمة على الدول المضيفة بصفة عامة وأسواق أوراقها المالية بصفة خاصة.

وتحاول العديد من الدول تهيئة البيئة الاقتصادية والاجتماعية لجذب تدفقات الاستثمارات الدولية من أجل دفع عجلة النمو الاقتصادي بها إلا إن ذلك لم يخلُ 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.



## ثانياً: أهمية الدراسة

تهتم الدراسة الحالية بصفة أساسية بفحص العلاقة بين سعر الصرف<sup>(5)</sup> في سوق العملة وبين مؤشرات سوق الأسهم والسندات في الاقتصاد المصري. إن دراسة هذه العلاقة مهمة لعدة أسباب منها:

**أولاً:** قد تؤثر على القرارات المتعلقة بالسياسة النقدية والمالية. ويظهر جافن (1989)<sup>(6)</sup> أن سوق الأسهم المزدهر له تأثير إيجابي على الطلب الكلي. وفي بعض الأحيان يدافع صانعو السياسات عن عملات أقل تكلفة من أجل تعزيز قطاع التصدير كذلك تهتم الدراسة بتحليل أداء السياسة النقدية في مصر خلال الفترة (2002 - 2019).

**ثانياً:** 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.

**ثالثاً،** غالباً 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 تقديراً 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؟ وأخيراً، قد يكون فهم العلاقة بين معدلات الصرف وأسعار الأسهم مفيداً للتنبؤ لتجنب أزمات أسواق الأسهم والسندات<sup>(7)</sup>.

## ثالثاً: أهداف الدراسة

تهدف الدراسة إلى اختبار أثر سعر صرف الجنية المصري ومتغيرات الاقتصاد الكلي الأخرى على جذب الاستثمار الأجنبي غير المباشر خلال الفترة من عام 2003 وحتى عام 2019. تلك الفترة التي تميزت بظروف غير عادية تمثلت في إدخال



إصلاحات جذرية في النظام النقدي والمالي المصري ترتب عليه أحداث تغيرات عميقة في سعر صرف الجنية المصري، وكذلك مرور الاقتصاد العالمي بأزمة مالية خانقة في عام 2008، علاوة على الأزمة السياسية الداخلية (ثورة 25 يناير عام 2011) التي انتهت بتغيير نظام الحكم في مصر.

### رابعاً: فروض الدراسة

نعتمد في هذه الدراسة على مجموعة من الفرضيات كما يلي:

- هناك علاقة عكسية بين تخفيض قيمة الجنيه المصري وزيادة تدفق الاستثمار الأجنبي غير المباشر إلى الاقتصاد الوطني.
- هناك تأثير سلبي أو إيجابي لمتغيرات الاقتصاد الكلي على مستوى تدفق الاستثمار الأجنبي غير المباشر إلى الاقتصاد المصري.

### خامساً: منهجية الدراسة

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 2003 إلى عام 2019. ويستخدم البحث أسلوب بيانات السلاسل الزمنية السنوية لعدد من المتغيرات المستقلة أهمها، سعر الصرف، معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي، معدل التضخم، مؤشر الانفتاح على العالم الخارجي، معدل سعر الفائدة الأسمى أو معدل الخصم، ومعدل العائد على الأوراق المالية.. إلخ والتي ترى الأدبيات الاقتصادية أن لها تأثيراً مباشراً على الاستثمار الأجنبي غير المباشر. كما يستخدم



البحث سلسلة البيانات الزمنية السنوية للمؤشر الرئيسي لسوق الأوراق المالية بديلاً عن البيانات السنوية لقيمة الاستثمار الأجنبي غير المباشر باعتباره المتغير التابع خلال الفترة من عام 2003 وحتى عام 2019.

ل للوصول إلى صحة الفروض السابقة وتحقيق أهداف البحث سوف يناقش  
المبحث المحاور الرئيسية التالية:

- أثر التغير في سعر الصرف على أداء سوق الأوراق المالية، وهل يمثل تحرير سعر صرف الجنية المصري<sup>(8)</sup> مؤشراً جيداً لصالح السوق؟
- هل أثرت السياسة النقدية تأثيراً إيجابياً خلال فترة الدراسة؟

سادساً: الدراسات السابقة في مجال علاقة سعر الصرف بأداء الأسواق المالية:

تشير دراسة<sup>(9)</sup> (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 1997.

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 أسعار الصرف وعائد الأسهم في إندونيسيا وكوريا وتايلاند، وعلاوة على ذلك، تظهر النتائج



سعر الفائدة، وكمية النقود (عرض النقود)، والاحتياطات الدولية، وفترات انعقاد التقلبات في أسعار الصرف وفترات إبطاء التقلبات في عائد الأسهم، تنطوي على أسباب محتملة لإحداث تغييرات كبيره في تقلب أسعار الصرف وتقلبات عوائد الأسهم في إندونيسيا وكوريا وتايلاند.

### تناولت دراسة (Thank god, Moses, 2015)<sup>(10)</sup> تأثير تقلبات أسعار

الصرف على تقلبات اسعار الأسهم في نيجيريا. وقد استخدمت الدراسة نموذج (1,1) GARCH واختبار السببية لجرانجر على مجموعة البيانات الشهرية التي تمتد من عام 1985 وحتى عام 2012، وقد أظهرت النتائج أنه بينما كان لتوقع سعر الصرف أثر إيجابي على عوائد الأسهم كان أثر تقلب أسعار الصرف غير معنوي إحصائياً، وأظهرت نتائج أخرى أن تدفق المعلومات له تأثير كبير على أسعار الصرف غير المؤكده في المستقبل. غير أن تقلب أسعار الصرف يؤثر سلباً على تقلبات أسعار الأسهم. أيضاً 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 على أسعار الأسهم، فإن تقلب أسعار الصرف له أثر سلبي على تقلبات الأسعار للأسهم في نيجيريا.

### بينت دراسة (Courage Mambo, 2013)<sup>(11)</sup> آثار تقلبات أسعار

الصرف على الأسهم والسندات في سوق الأوراق المالية لجنوب إفريقيا.

وقد اهتمت الدراسة بآثار تقلبات سعر الصرف على بورصة جوهانسبرج، وأشارت الدراسة إلى أنه بمراجعة الأدبيات حول تقلبات أسعار الصرف وأسواق الأوراق المالية ثم تحديد النموذج المستخدم. وقد تم استخدام النموذج العام للانحدار الذاتي المشروط<sup>(12)</sup>، في تحديد العلاقة بين تقلبات أسعار الصرف، وأداء سوق الأوراق المالية. استخدمت الدراسة بيانات شهرية في جنوب أفريقيا لفترة من عام 2000 وحتى



عام 2010. وقد تضمنت الدراسة عددًا كافيًا من بيانات المشاهدات المتتالية للمتغيرات المختارة، وأظهرت نتائج الدراسة وجود علاقة ضعيفة جدًا 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 (marketcapitalization) وكذلك إجمالي إنتاج التعدين. وكانت النتيجة أن أسعار الفائدة الأمريكية وجد أن لها تأثيرًا إيجابيًا على القيمة السوقية. وأوصت الدراسة بأنه طالما أن سوق الأسهم في جنوب أفريقيا لا تتعرض حقًا للآثار السلبية لتقلب العملات، فيمكن الحكومة 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 (الرانند) وسوق الأوراق المالية في جنوب أفريقيا، فإن هذا لا يعني بالضرورة أن المستثمرين ومديري المحافظ المالية ليسوا بحاجة ترصد التطورات بين هذين المتغيرين. فالدراسة توصي المستثمرين والمصرفين ومديري المحافظ المالية بضرورة توخي اليقظة فيما يتعلق بتداعيات سعر الصرف الأجنبي على سوق الأسهم.

دراسة (kiru Sichoongwe 2016)<sup>(13)</sup>، عملت على بيان آثار تقلب سعر الصرف على سوق الأسهم في سوق الأوراق المالية الزامبية، والدراسة استخدمت بيانات السلاسل الزمنية التي تمتد من عام 2000 وحتى عام 2015، وتم استخدام النموذج (1,1) GARCH في تحيد 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 العامل في سوق الأسهم وبالتالي القضاء على الآثار السلبية لعدم استقرار العملة.

دراسة (Gaurav Agrawal, 2012)<sup>(14)</sup>، ركزت على حركة أسعار

الصرف وتقلبات سوق الأسهم، وتحلل هذه الدراسة العلاقة بين عائدات البورصة "تيفتي" وحركة أسعار صرف الروبية الهندية بالنسبة للدولار الأمريكي. وقد أخذت فترة الدراسة الفترة من أكتوبر 2007 إلى مارس 2009 باستخدام مؤشرات الإغلاق اليومية. ووجدت الدراسة أن علاقة الارتباط بين عائدات البورصة "تيفتي" وأسعار الصرف كانت سلبية. بالإضافة إلى ذلك 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 "تيفتي" وأسعار الصرف، التي تعمل من الأول إلى الثاني.

دراسة (Nigeria, 2010)<sup>(15)</sup>، على تقييم 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 الأسهم غير مستقرين وأن التناقص الإجمالي فيهما يؤثر على إجمالي المخرجات. وهناك أيضًا، درجة عالية من العلاقة الإيجابية بين التبادل الدولي وحركة أسعار الأسهم في السوق وإجمالي المخرجات. أكثر من ذلك، فإن تقلب سعر الصرف وسببية جرانجر تسببان تحرك في أسعار الأسهم وتحرك إجمالي المخرجات والعكس بالعكس. وعلاوة على ذلك، فإن تقلبات أسعار الصرف وأداء سوق الأوراق المالية له تأثير إيجابي على الإنتاج الكلي. وأخيرًا، هناك أثر سببي مشترك لتقلب سعر الصرف وأسعار الأسهم والاحتياطات



الدولية من العملات الأجنبية، على إجمالي الإنتاج في نيجيريا. وكذلك استتجت الدراسة، أن النمو الاقتصادي يتحقق من خلال سعر صرف جيد وفعال يشجع الاستثمار الأجنبي المباشر ويشجع على التدفق المالي في سوق الأوراق المالية. ومع ذلك، تم الاستنتاج بأن هناك وجودًا واستمرار صدمات تقلب في أسعار الصرف للعملة المحلية (نيرا) مقابل الدولار الأمريكي في نيجيريا خلال الفترة من عام 1985 وحتى عام 2015. ولذلك فإن هذا يدعو بالتالي إلى اتخاذ تدابير أخرى (غير سياسات الإدارة النقدية التقليدية) لإدارة النقد الأجنبي وخاصةً من حيث تلبية الطلب المرتفع على العملة الأجنبية والذي يوصف ويوجه أداء الميزان التجاري والأداء الاقتصادي العام في نيجيريا.

**بحثت هذه الدراسة (Odili, 2015)<sup>(16)</sup> تأثير تقلب أسعار الصرف وأداء سوق الأوراق المالية على تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر إلى نيجيريا باستخدام بيانات السلاسل الزمنية من عام 1980 وحتى عام 2013. واستخدمت طريقة المربعات الصغرى العادية وآلية تصحيح الأخطاء في تقديراتها. وأظهرت النتائج أن تقلب أسعار الصرف له أثر سلبي ومهم على تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر إلى نيجيريا على المدى الطويل وعلى المدى القصير. وكشفت أيضًا عن أن معامل القيمة السوقية (قيمة رأس المال السوقي)، (والذي ينوب عن أو يمثل الأداء في سوق الأوراق المالية) كان يحمل إشارة موجبة ومعنويًا إحصائيًا. ومن الواضح أن سوق رأس المال المستقر والمتطور سوف يجتذب بالتأكيد الاستثمار الأجنبي المباشر إلى نيجيريا. وتوصي الدراسة أيضًا بتعميق سوق رأس المال توفر الأموال اللازمة للاستثمار وتجنب إضفاء الطابع التجاري على الاقتصاد من أجل الحد من الضغط على عائدات النقد الأجنبي.**

**بحثت دراسة (Kennedy and Nourizad, 2016)<sup>(17)</sup> بشكل تطبيقي**



تأثير تقلبات سعر صرف الدولار الأمريكي مقابل اليورو والتقلب في سوق الأوراق المالية الأمريكية. عن طريق نموذج (GARCH 1,1) باستخدام بيانات أسبوعية تغطي الفترة من يناير 1999 حتى يناير 2010، وقد وجدت الدراسة أن الهجوم الإرهابي في 11 سبتمبر، ومطالبات البطالة المتقلبة، وعائدات سوق الأسهم السلبية، كل ذلك أدى في زيادة التقلب على عائد الأسواق المالية. من ناحية أخرى، لم يتم العثور على نتائج حاسمة فيما يتعلق بتأثر التقلبات في عرض النقود (M2)، أو التوقعات غير الصحيحة للتغيرات في معدل أموال الائتمانية. وأخيراً، وجد أنه عندما يتم التحكم في الدوافع الرئيسية للتقلب المالي فإن زيادة تقلبات أسعار الصرف تؤثر تأثيراً إيجابياً وإحصائياً ومعنوياً على تقلب عوائد الأسهم. ويتعين على واضعي السياسات النقدية أخذاً هذا الأثر في الاعتبار عند صياغة إجراءات سعر الصرف في إطار السياسات السائدة لتعويم المدار لسعر الصرف.

**بحثت هذه الدراسة (Zubair, 2016)<sup>(18)</sup>، العلاقة السببية بين مؤشر سوق الأوراق المالية، وسعر صرف العملة الوطنية، وتستخدم هذه الدراسة تحليل التكامل المشترك لجوهانسنين 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 2001 وحتى عام 2011. وتشير نتائج الدراسة إلى عدم وجود علاقة طويلة الأمد قل 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 (AS) تظهر استجابة لـ M2. وهكذا، فإن غياب الصلة المباشرة بين ASI وسعر الصرف يدل على أن السوق غير فعالة وربما لا تستمد أو تسترشد بالأساسيات.**



## اهتمت الدراسة التي قام بها (Deuslava Dimitrova, 2005)<sup>(19)</sup>،

بفحص ما إذا كان هناك ارتباط بين سوق الأسهم أسعار الصرف، يفسر التقلبات التي تحدث في أي من السوقين. استخدمت الدراسة نموذجًا 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 1990 إلى أغسطس 2004. استخدمت الدراسة معادلة مطورة لنموذج متعدد المتغيرات ومدارس يسمح بدراسة العلاقة في سياق نظري سليم وإطار هيكل 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 ستفاعل سوق الأسهم مع انخفاض أقل من واحد في المائة إلى انخفاض سعر الصرف بنسبة 1 في المائة. وهذا يعني أيضًا 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 دعمًا لهذه الافتراضات، وكانت النتائج غير معنوية.

### والعلاقة السلبية التي وجدتها الدراسة:

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

ثانيًا: قد تعتبر الشركات متعددة الجنسيات - المهتمة بالتنبؤ بأسعار الصرف سوق الأسهم كمؤشر للتنبؤ فعندما ترتفع مؤشرات السوق، فمن المتوقع أن تتخفف قيمة العملة. ومن المتوقع أن تكون العلاقة موجبة عندما تتذبذب أسعار الأسهم أولاً، وسلبية عندما تتذبذب أسعار العملات أولاً. وأخيرًا، فإن هذه العلاقة تبرهن على 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 انتعاشاً في سوق الأسهم. وهكذا، فإن العلاقة المشتركة بين السوقين تساعد على الانتعاش الذاتي لهما خلال الأزمة المالية.

ويمكن تقسيم مراحل تطور سوق الأوراق المالية بمصر إلى أربع مراحل رئيسية<sup>(20)</sup> وهي:

- **المرحلة الأولى:** وهي مرحلة التأسيس: حيث تأسست بورصة الإسكندرية عام 1883م تابعتها بورصة القاهرة في عام 1889م.
- **المرحلة الثانية:** مرحلة تدخل الدولة للرقابة على سوق الأوراق المالية وتحديد 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 التأمين بداية من عام 1960.
- **المرحلة الثالثة:** ويمكن تقسيمها إلى فترتين رئيسيتين: الأولى: من بداية عام 1973 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. وقانون 121 لسنة 1981م بشأن تعديلات اللائحة العامة للبورصات. وأخيراً قانون رقم 159 لسنة 1981م 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 أيضاً هذه المرحلة إنشاء هيئة سوق المال الذي تعمل على الإشراف وتطبيق القوانين إلى جانب هيئة



الاستثمار.

● **المرحلة الرابعة:** تعد 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 لبت الثقة لدى المستثمرين، كما عدل القانون أيضاً 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 والسهمرة. ثم تلي ذلك توحيد البورصتين (القاهرة والإسكندرية) تحت قيادة واحدة بصدر القرار الجمهوري رقم 51 لسنة 1997 بشأن تنظيم سوق التداول، حيث تم الربط بينهما من خلال شبكة معلومات إلكترونية على نحو يتيح للمتعاملين الإحاطة بما يدور في البورصتين. وشملت هذه الفترة أيضاً إدخال الكثير من التعديلات على نظام التداول بالبورصة ونظم جديدة للمقاصة والحفظ المركزي، ودخول الأوراق المالية المصرية ضمن مؤشرات مؤسسة التمويل الدولية.

● وفي الفترة الأخيرة فقد شهدت سوق الأوراق المصرية تطورات هامة في إطار تنظيم نشاط المعاملات سوق الأوراق المالية والحفاظ على حقوق المتعاملين فيه وقد تمثلت هذه التطورات في اتخاذ عدة قرارات خلال الفترة يونيو / سبتمبر من السنة المالية 2016 / 2017 والتي من أهمها<sup>(21)</sup>:

- إنشاء الدليل المصري لحوكمة الشركات، ويعتبر إصدار هذا الدليل لحوكمة الشركات



أول تحديث متكامل منذ عام 2005. ويتضمن الدليل الإطار العام للحكومة وموضوعاتها المتصلة من إدارة رشيدة وشفافية، بالإضافة إلى مجموعة من القواعد الاسترشادية طبقاً لأفضل الممارسات الدولية والإقليمية للتطبيق في الشركات الخاصة والعامّة.

- إصدار القرار التنفيذي رقم (177) لسنة 2016 بشأن تعديل القواعد والإجراءات التنفيذية لعمليات إصدار وتحويل شهادات الإيداع الأجنبية اعتباراً من 2016/8/10 والذي تضمن ألا تزيد نسبة الأسهم الصادر مقابلها شهادات الإيداع الأجنبية إلى إجمالي أسهم رأس مال أية شركة عن نسبة أسهم الشركة حرة التداول بالبورصة المصرية إلى رأس المال والمعلن عنها بنهاية كل أسبوع، وفي حال تجاوز النسبة المشار إليها لأية شركة عند تنفيذ القرار لا يتم إصدار شهادات إيداع أجنبية جديدة إلا بعد الوصول للنسبة المقررة.

- تعديل قرار مجلس إدارة الهيئة رقم (11) لسنة 2014) بالقرار رقم (94) لسنة 2016 بشأن قواعد قيد وشطب الأوراق المالية بالبورصة المصرية، حيث تم إضافة مادة جديدة برقم (34 مكرراً) تتضمن إلزام الشركات المقيد أسهماً بالبورصة بإفصاحات خاصة حيث يكون للهيئة أن تطلب من الشركة تقديم دراسة (عن طريق أحد المستشارين الماليين المستقلين المقيدين بسجلات الهيئة) للقيمة العادلة لسهم الشركة وذلك في حال وجود تغير شعري في اتجاه واحد بنسبة أكبر من 50% خلال مدة زمنية لا تتجاوز ثلاثة أشهر أو بنسبة أكبر من 75% خلال مدة زمنية لا تتجاوز ستة أشهر بما لا يتناسب مع اتجاه مؤشرات السوق أو القطاع الذي تنتمي إليه 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 لدى المتعاملين. بالإضافة إلى إمكانية تكوين محافظ الأوراق المالية، وصناديق الاستثمار.

### خطه الدراسة:

تستهدف هذه الورقة البحثية دراسة آثار تغيرات سعر الصرف على جذب الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة؛ لذلك تم تقسيم الدراسة إلى التعرف على مفاهيم الاستثمار الأجنبي غير المباشر وأنواعه ومزايا وسلبيات الاستثمار الأجنبي غير المباشر كذلك تأثير الاستثمار الأجنبي غير المباشر على النمو الاقتصادي وتدفقاته خلال فترة الدراسة و كذلك تحليل أداء السياسة النقدية خلال نفس الفترة.

### أولاً: الإطار النظري للاستثمار الأجنبي غير المباشر

ويتناول هذا الإطار مفهوم الاستثمار الأجنبي غير المباشر وأنواعه ومزاياه وعيوبه ومخاطره فضلاً عن تأثيره على النمو الاقتصادي

#### 1- مفهوم الاستثمار الأجنبي غير المباشر

يعرف هذا النوع من الاستثمار بالاستثمار المحفظي والذي يقوم على أساس شراء الأجانب للأسهم و السندات الخاصة أو الحكومية في البلد المضيف بقصد المضاربة والاستفادة من فروق الأسعار التي تدرها الأوراق المالية شرط أن يكون في حوزة الأجانب من الأسهم ما يمكنهم من حق إدارة المشروع أو الإشراف عليه. كما عرفه<sup>22</sup> البعض من الاقتصاديين بأنه الاستثمار الذي يكون بشكل قروض مقدمة من الأفراد أو الشركات الأجنبية أو يأخذ صيغه اكتتاب في أسهم وسندات صادرة من البلد المضيف لرأس المال على أن لا يكون في حيازة المستثمر الأجنبي من الأسهم ما يمكنه من إدارة الشركة أو السيطرة عليها، وبذلك تستطيع البلدان النامية الحصول على التمويل الخارجي الضروري لعملية التنمية الاقتصادية، بإصدار سندات ذات قيمه



معينه وبأسعار فائدة محددة في أسواق رأس المال في الدول المتقدمة, وهذا الأسلوب كان مستخدمًا في كثير من الدول النامية؛ بسبب عدم تطور أسواقها المالية إضافة إلى عدم وجود حوافز تدفع المستثمرين الأجانب للاكتتاب في أسواق هذه الدول , وتلتزم الدول المصدرة لهذا النوع من السندات بتسييد قيمتها في المدة المحددة إضافة إلى دفع فائدة سنوية يحصل عليها حامل السند طيلة مدة السند.

### ثانيًا: أنواع الاستثمار الأجنبي غير المباشر

يتخذ الاستثمار الأجنبي غير المباشر صورًا مختلفة منها<sup>23</sup>:

- 1) شراء السندات الدولية وشهادات الإيداع المصرفية الدولية المقومة بالعملات الأجنبية وشهادات الإيداع في سوق العملات الدولية.
- 2) شراء سندات الدين (العام أو الخاص)
- 3) الإيداع في البنوك الوطنية
- 4) شراء الذهب والمعادن النادرة
- 5) شراء القيم المنقولة
- 6) قروض للحكومات الأجنبية أو هيئاتها العامة أو الخاصة أو الأفراد وبأجال 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 تنوع محفظة الاستثمارات, إذ إن عوائد الأسهم والسندات لاتخضع لنفس الدرجة من المخاطرة بالإضافة إلى الحصول على منافع مالية أكبر , لذا فهذا النوع من الاستثمار يأتي من خلال استثماراتهم. وقد بدأ هذا النوع من الاستثمار خلال القرن السابع عشر , وتطور النظام الرأسمالي ومعظم هذه الاستثمارات تقوم بها الشركات متعددة الجنسية بهدف الحصول على عائد رأسمالي.



لأجل زيادة التراكم الرأسمالي من دون أن يكون للمستثمر الأجنبي السيطرة على أي مشروع إنتاجي في البلد المضيف المعني.

وقد تزايد اندفاع<sup>24</sup> الأفراد نحو الاستثمار المحفظي خلال القرن الحادي والعشرين، بسبب توافر الأسواق المالية وتطورها وتنوع أدواتها وسهولة عملية التعامل فيها، وتوافر الحوافز الضريبية، وإمكانية تسييل الأصول وحرية التحويل، مما شجع الكثير من المواطنين الأمريكيين على توظيف أموالهم في الشركات اليابانية المنتجة للأجهزة الإلكترونية والكهربائية من خلال شراء الأسهم والسندات؛ نظرًا 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؛ نظرًا لسيطرتها الاحتكارية في مجال تخصصها وقدرتها على الاختراع والابتكار؛ وبالتالي ضمان الحصول على الأرباح.

ثالثًا: مزايا وسلبات الاستثمار الأجنبي غير المباشر<sup>25</sup>

تتجسد أهمية الاستثمار الأجنبي غير المباشر من خلال تحديد أهم المزايا التي تتمتع بها الدول النظيفة له والوسائل التي تتبعها في سبيل جذب رؤوس الأموال الأجنبية وخاصة نحو الدول النامية ومنها الدول العربية، حيث ازدادت حركة الاستثمارات الأجنبية (الغير مباشر) في السنوات الأخيرة بسبب عولمة الأسواق المالية والنمو السريع لحركة الاستثمارات الدولية والتي أثرت على مدى قدرة الدول في الحصول على مصادر التمويل من خلال أسواق التمويل الدولية، ويمكن توضيح أهم المزايا التي ساهمت في زيادة الإقبال على الاستثمار الغير مباشر وخاصة في الدول النامية من خلال النقاط التالية:

1- تعمل الاستثمارات الغير مباشرة على زيادة سيوله أسواق الأوراق المالية المحلية هذا فضلًا عن تطوير ورفع كفاءه هذه الأسواق وتجعلها أكثر عمقًا



وسيولة. حيث يعد وجود عدد كبير من البائعين والمشتريين للأوراق المالية عاملاً أساسياً لتوفير السيولة النقدية بشكل أكبر

2- إن توجيه الاستثمارات الأجنبية إلى أسواق الأوراق المالية المحلية يعني زيادة تدفقات رؤوس الأموال لهذا البلد، وهذا قد يزيد من الطلب على العملة الوطنية ويرفع سعرها في الأسواق العالمية.

من أبرز السلبيات المتعلقة بالاستثمار الأجنبي غير المباشر هي صعوبة التحكم في الأسواق المالية للدول المضيفة لهذه الاستثمارات وضبط إيقاعها، إذ قد تنسحب هذه الاستثمارات بصورة مفاجئة في شكل موجات بيع نتيجة لعدة عوامل سياسية أو اقتصادية في هذا البلد مما يؤثر سلباً على استقرار سوق الأوراق المالية في البلد المضيف كما حدث في الأزمة المالية العالمية سبتمبر 2008، كذلك فإن هذا النوع من الاستثمارات قد لا يساهم بصورة مباشرة في تنمية الاقتصاد الوطني من خلال تخفيض البطالة وزيادة الطاقة الإنتاجية وزيادة معدلات النمو؛ وذلك لأنه يتمثل باستثمار الأدوات المالية المدرجة في سوق الأوراق المالية ولا يأخذ بالضرورة الأولويات الاقتصادية الكلية.

### ثالثاً: مخاطر الاستثمار الأجنبي غير المباشر

تعرض الاستثمارات الأجنبية الغير المباشرة إلى العديد من المخاطر نوجزها فيما يلي:<sup>26</sup>

#### 1) المخاطر السياسية

من أهم أنواع المخاطر غير النظامية بالنسبة للمستثمر الأجنبي إذ ترتبط بدولة معينة، ويمكن تجنبها من خلال الاستثمار في مجموعة متنوعة من الأسواق المالية في بلاد مختلفه وتغزي المخاطر السياسية إلى التغيرات في الظروف السياسية



والتي تؤثر في أسهم الشركات وسنذاتها وبشكل عام يكون من الصعب التنبؤ بالأحداث السياسية التي من المحتمل أن تؤثر على أسعار الأسهم.

## (2) مخاطر التضخم

تتأثر الأصول المالية جميعاً بالتضخم المتمثل في الارتفاع المستمر في الأسعار وانخفاض القوة الشرائية للنقود؛ ونظراً لأن العائد على الأوراق المالية يتحقق في المستقبل ومع تغير قيمه النقود عبر الزمن، فإن المستثمر الأجنبي عليه أن يحدد العائد الذي يمكنه من حماية أمواله إزاء مخاطر التضخم فضلاً عن تحقيق أرباح مناسبة

## (3) مخاطر سعر الفائدة

تتمثل مخاطر سعر الفائدة بالتغير في معدل الفائدة السوقي، وهذا بدوره يؤثر على الاستثمارات في الأسواق المحلية من خلال التأثير على أسعار الأصول المختلفة

## (4) مخاطر الضرائب

المستثمرون على الأغلب يفضل الاستثمار في البلد الذي يكون فيه الضرائب على إيرادات الفوائد أو توزيعات الأرباح منخفضة نسبياً؛ وذلك لأن الضرائب تستقطع جزءاً من الدخل المحقق، وبالتالي تعتبر مسالة زيادة الضرائب عللاً الأرباح الرأسمالية من أهم المخاطر التي تؤثر على الاستثمارات الأجنبية المباشرة

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



## رابعاً: تأثير الاستثمار الأجنبي غير المباشر على النمو الاقتصادي<sup>27</sup>

إن لسوق الأوراق المالية جانباً إيجابياً يتمثل في كونها تؤدي دوراً مهماً 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 دون المساس بالأصول ذاتها. وتساهم الأسواق المالية من خلال تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية في دعم النمو الاقتصادي في البلد المضيف من خلال مجموعة من القنوات:

تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية إلى أسواق المال المحلية يجعلها أكثر تطوراً وسيولة، وهذا بدوره قد يؤدي إلى زيادة نسبة الادخار في الاقتصاد، حيث تتمكن الأسواق المالية من خلال استخدام وفورات الحجم والخبرة المتوفرة لديها من توفير عائد أعلى للمدخرين، وهذا قد يؤدي إلى زيادة معدلات الادخار المحلي، ومن ثم زيادة القدرة على تمويل استثمارات جديدة وتحقيق معدلات أعلى من النمو الاقتصادي.

إن زياده تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية إلى أسواق المال المحلية يؤدي إلى زيادة السيولة المحلية وزياده قدرة المستثمرين على الاستثمار في مشروعات تنموية وقومية طويلة الأجل الأمر الذي يؤثر إيجابياً على التنمية الاقتصادية في البلد المضيف.

يعمل الاستثمار الأجنبي غير المباشر على تطوير سوق الأسهم المحلي من خلال المنافسة مع المؤسسات المالية الأجنبية وهذه المنافسة تحتم على الأسواق المحلية استيراد التكنولوجيا المالية الأكثر تطوراً وزيادة الاستثمار في معالجة المعلومات والخدمات المالية، وهذا بدوره يجعل الأسواق المالية المحلية أكثر كفاءة بالتالي، تساهم بدور أكبر في النمو الاقتصادي للدول.



إن المحافظ المالية الأجنبية عادة تكون أكثر تنوعًا من المحافظ المالية المحلية، وهذا بدوره يساهم في تقليل المخاطر المرتبطة بالاستثمار في الأوراق المالية ومن ثم قد يدعم استقرار القطاع المالي بشكل الخاص واستقرار النشاط الاقتصادي بشكل عام.

وبرغم هذا الجانب الإيجابي لأسواق الأوراق المالية، وبخاصة في الدول النامية، إلا إن الممارسات في هذه الأسواق تتطوي على جوانب سلبية تتمثل في خطوره أن تصبح هذه الأسواق مجالًا للمضاربات وليس الاستثمار.

ويمكن تفصيل محددات الاستثمار في الدولة المضيفة في إطار عنوانين

رئيسيين:

### الأول: تيسير الأعمال ويرتبط بدعم تعزيز الاستثمار ، ويتضمن:

- المناخ الاستثماري وسمعه الدوله وتوفير الخدمات التمويلية اللازمة
- الحوافز الاستثمارية
- التكلفة المنخفضة فيما يتعلق بالفساد وسوء الإدارة
- خدمات ما بعد الاستثمار

### الثاني: إطار سياسات الاستثمار الأجنبي المباشر ويرتبط بالمتغيرات التالية:

- الاستقرار الاقتصادي 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 (التعريف الجمركية , سياسة الحماية الوطنية)

● السياسة الضريبية

ويمكن ترجمة هذه المحددات للجذب في ثلاث مجموعات رئيسية:

المجموعة الأولى: عوامل السوق وترتبط بحجم السوق ومتوسط دخل الفرد, معدل نمو

السوق , قدرة الوصول إلى الأسواق 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)

الإطار المؤسسي والتشريعي المحدد لجذب الاستثمار في مصرفي ضوء العوامل السابقة تتحدد بيئة تيسير الأعمال في مصر على النحو التالي:<sup>(28)</sup>

ا- يرصد تقرير ممارسة أنشطة الأعمال 2018|2017 تحسن ترتيب مصر في

التقرير 2018|17 برتبتين (من المرتبة 131 عام 16 |2017 إلى 128 عام 17 |

2018) وتعكس تفصيلات المؤشر العام التحسن النسبي في بعض المؤشرات الفرعية:

تحسن مؤشر استخراج تراخيص البناء<sup>29</sup> (حيث اعتلى الرتبة (66) عام 2018|17)

مقارنه بالرتبة (113) عام (16 |2017)

تحسن نسبي في مؤشر تسوية حالات التعثر والإفلاس (تحسن ثلاث رتب بين عامي

2017|16 , 17 |2018)

ب- كما يرصد التقرير تدهور كل من مؤشرات: تسجيل الملكية,<sup>(30)</sup>



## المبحث الثالث: تحليل أداء السياسة النقدية في مصر خلال الفترة (2002-2019)

استهدفت السياسة النقدية التي اتبعها البنك المركزي خلال السنة المالية 2002 | 2003 المحافظة على استقرار الأسعار كهدف نهائي، وبما يتفق مع الأهداف القومية المتمثلة في تحقيق مزيد من النمو الاقتصادي وتوفير فرص عمل جديدة ، وذلك من التوجيه المناسب لمعدلات نمو المعروض النقدي و السيولة كهدف وسيط باستخدام فائض الأرصدة الاحتياطية للبنوك لديه كهدف تشيعلي يومي يتم تحديده بمل يحقق الهدف الوسيط وبالتالي الهدف النهائي

وتم تحديد الهدف الوسيط للسياسة النقدية خلال السنة المالية 2002|2003 بأن يكون نمو السيولة في حدود معدل 10% دون الأخذ فلا الاعتبار التغيرات في سعر الصرف.

وفي سبيل الوصول إلى هدف السياسة النقدية، اتجه البنك المركزي إلى أسلوب الإدارة النقدية غير المباشرة ، فبالإضافة إلى الأدوات التقليدية الخاصتين بنسبة الاحتياطي وسعر الخصم، اتجه البنك المركزي إلى تكثيف استخدامه لآليات السوق في ربط الودائع لديه، كما عمل البنك على تدعيم البنية اللازمة للدخول في عمليات السوق المفتوحة<sup>(31)</sup>

وعملا على تنويع وتطوير أدوات السياسة النقدية، قرر البنك المركزي المصري التحول في سبتمبر 2002 عن عمليات ربط الودائع بالعملة المحلية وفقاً للاتفاقيات الثنائية بين البنك المركزي المصري وبعض البنوك؛ وذلك بإتاحة نظام جديد يسمح باتباع آليات السوق وحدد البنك المركزي فيه حجم الودائع المطلوب ربطها لديه وتاريخ وأجل الاستحقاق العملية ، وتقديم البنوك بعطاءاتها محددة الكمية التي تعرض لديه وسعر العائد المقبول لها.



وقد جاء أثر السياسة النقدية على السيولة المحلية (M2) خلال السنة المالية 2003|2002 بمقدار 55,5 مليار جنيه 16,9% مقابل 43,9% مليار جنيه بمعدل 15,4 لتصل إلى 384.3 مليار جنيه في نهاية 2003 (32)

وبتحديد أثر سعر الصرف، انخفض معدل النمو السيولة إلى 9,4% خلال سنة المقارنة والسنة المالية السابقة

أما بالنسبة لصادي الأصول الأجنبية لدى الجهاز المصرفي: فقد ارتفع بما يعادل 8,1 مليار جنيه بمعدل 47,1% خلال عام 2003|2002 مقابل تراجع بما يعادل 1,7 مليار جنيه بمعدل 8,8% خلال السنة المالية السابقة، ويرجع الجانب الأكبر من الزيادة في صافي الأصول الأجنبية خلال السنة إلى تأثير سعر الصرف

وبحلول السنة المالية 2004|2003، استمرت سياسة البنك المركزي في استهداف استقرار الأسعار كهدف نهائي، وقد استخدم البنك المركزي الأدوات المتاحة للسياسة النقدية في إدارة السيولة، وهي نسبة الاحتياطي، وسعر البنك المركزي للائتمان والخصم، بالإضافة إلى عمليات السوق المفتوح والتي استهدفت امتصاص فائض السيولة لدى البنوك، حيث تمت عمليات لربط ودائع بالعملة المحلية بين البنك المركزي وبعض البنوك وفقاً لآليات السوق

ولقد تم استحداث آلية جديدة تمثلت في العمليات العكسية لإعادة الشراء ( Reverse Repos) لأذون الخزانة، وكذا عمليات البيع النهائي لها (OutrightSale) والتي تتم البنك المركزي والبنوك وفقاً لآليات السوق.

وفي إطار السياسة النقدية والأدوات المستخدمة نمت السيولة المحلية خلال السنة المالية 2004|2003 بمعدل 13.2% مقابل 16.9% ونقود الاحتياطي بمعدل 32.8% مقابل 21.0%



ونتيجة قرار تحرير سعر الصرف في أواخر يناير 2003، ارتفعت معدلات التضخم بدرجة ملحوظة على امتداد عام 2003، واستمرت هذه المعدلات خلال النصف الأول من عام 2004، حيث بلغ معدل التضخم السنوي وفقاً للرقم القياسي لأسعار الجملة 15.9% خلال السنة المالية 2004|2003 في حين بلغ معدل التضخم السنوي وفقاً لأسعار المستهلكين 16,1%.

أسفر عن السياسة النقدية المتبعة للعام المالي 2005|2004 زيادة طفيفة في معدل النمو للسيولة السنوي بمعناه الواسع (السيولة المحلية) ليبلغ 13.6% خلال العام المالي المشار إليه مقابل 13.2%، وقد انعكس هذا النمو في زيادة أرصدة الودائع بالعملة المحلية خلال السنة المالية 2005|2004 بمقدار 54.4 مليار جنيه بمعدل 21,3 مقابل زياده قدرها 24,3 مليار جنيه بمعدل 10,5% خلال السنة المالية التي تسبقها في المقابل تراجعت الودائع بالعملات الأجنبية بمعدل 2,0% خلال السنة المالية المشار إليه.

الأمر الذي يعني تفضيل استخدام العملة المحلية كمخزن للقيمة، وتحجيم ظاهرة الدولار التي عانى منها الاقتصاد المصري عقب تحرير سعر صرف الجنيه المصري قامت لجنة السياسات النقدية في العام المالي 2006|2005 بإجراء عده تخفيضات متتالية على سعري عائد الإيداع والأقراض ليصبح 2.0% مقابل 3.0%.

وقد أسفر تطبيق الهيكل الجديد لتنفيذ السياسة النقدية والذي يتضمن لأسعار العائد عن كبح ظاهرة التقلبات الحادة في أسعار عائد المعاملات بين البنوك و خلال نفس العام، قام البنك المركزي باستخدام أدوات السياسة النقدية غير المباشرة من خلال عمليات السوق المفتوح؛ وذلك لامتناس السيولة بالجهاز المصرفي، و قد استحدثت أداة جديدة متمثلة في إصدار أوراق البنك المركزي تحت مسمى "شهادات إيداع البنك المركزي المصري"



## المبحث الرابع

### أثر تغيرات سعر الصرف على الاستثمارات الأجنبية الغير المباشرة

ينقسم هذا المبحث إلى الاطار المفهومي لسعر الصرف وأنواعه , علاقة سعر الصرف بتدفقات الاستثمار الأجنبي (الداخلة والخارجة) , إثر تغيرات سعر الصرف على سوق الأوراق المالية.

#### أولاً: الإطار المفهومي لسعر الصرف

سعر الصرف هو العلاقة التي تحكم عملية التبادل بين عملتين مختلفتين , وهذه العلاقة لا تخرج عن كونها علاقه ثمنية يمكن فيها اعتبار إحدى الملتين سلعه والأخرى ثمن لها. وفي إطار هذا سوف نعتبر العملة الأجنبية (الدولار أو اليورو) سلعة والجنية المصري ثمنًا لها. ومن ثم، فإن أي ارتفاع لسعر الصرف الدولار أو اليورو مثلًا يشير في نفس الوقت إلى انخفاض قيمه الجنيه بالنسبه للدولار أو اليورو. وبالعكس، فإن الحديث عن انخفاض سعر صرف الدولار أو اليورو يشير في نفس الوقت إلى ارتفاع قيمة الجنيه المصري.

#### ثانيًا: أنواع سعر الصرف

تشير الأدبيات إلى التفرقه بين أربعة أنواع من سعر الصرف<sup>33</sup>: سعر الصرف الاسمي NOMINAL EXCHANGE RATE, وسعر الصرف الحقيقي REAL EXCHANGE RATE, وسعر الصرف الحقيقي الفعال REAL EFFECTIVE EXCHANGE RATE

#### 1- سعر الصرف الاسمي



هو ذلك السعر المعلن لكل من العملات الأجنبية معبرا عنه بالعملة الوطنية، والأصل أن السلطات النقدية هي التي تعلن هذا السعر وتعمل على المحافظة على ثباته نسبياً (أي كع السماح بتقلبه في حدود معينة) طبقاً للعلاقة بين الطلب على كل من هذه العملات وعرضها في سوق الصرف الأجنبي، ومع ذلك، يمكن أن تشهد هذه السوق أكثر من سعر صرف اسمي لعمله من العملات، خاصة إذا لم يكن السعر المعلن بواسطة السلطات النقدية معبراً بدقة عن العلاقة بين الطلب المتبادل 0 من حيث الحجم وظروف الإتاحة) بين العملة الوطنية وبعض العملات الأجنبية، ويمكن مثلا التعبير عن سعر صرف الدولار الأمريكي بالجنيه المصري بالمعادلة التالية:  $NER = nLE \setminus Us\$$

حيث:

### مدى تأثير البورصة المصرية بقرار تعويم الجنيه المصري:

يعتبر سعر الصرف من أهم المتغيرات الاقتصادية التي تلعب دوراً رئيسياً في الاقتصاد الوطني. وتعكس تحركات سعر الصرف (في معظم الحالات) مدى جودة الأداء الاقتصادي الكلي، وتحدد نظم أسعار 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 2003، فقد أقبل كل من العرب والأجانب على شراء الأوراق المالية من بورصة القاهرة بكميات كبيرة<sup>(34)</sup>. حيث أدى 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 إلى أنه قد تم اتخاذ سلسلة من التخفيضات على العملة الوطنية بلغ مقدارها ستين بالمائة من



قيمة الجنيه خلال عامين. وبناء عليه، فقد شهدت سوق الأوراق المالية المصرية رواجًا خلال تعاملاتها الأولى بعد هذا القرار وصعدت المؤشرات العاملة في السوق إلى مستويات لم تشهدها منذ فترة طويلة<sup>(35)</sup>. 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 الذي يضم أكثر الشركات تداولًا والأكثر تعبيرًا عن حال السوق صعودًا على نحو حاد وحدث ارتفاع كبير في قيمة وكمية الأسهم المتداولة إضافة إلى عدد الصفقات المتداولة<sup>(36)</sup>. ويرجع ذلك إلى أن انخفاض قيمة الجنيه قد ترتب عليه عددًا 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 إلى تشجيع السياحة الوافدة إلى مصر نتيجة رخص الأسعار المحلية، ومن ثم زيادة تدفق رؤوس الأموال الأجنبية إلى مصر والمحافظة على احتياجات الدولة من النقد الأجنبي<sup>(37)</sup>.

وبدا هذا واضحًا أيضًا في الفترة الأخيرة منذ تم تعويم الجنيه المصري في أواخر عام 2016 وتركه حرًا ليتحدد عن طريق قوى العرض والطلب في أسواق تداول العملات. فقد زادت تدفقات كل من الاستثمار الأجنبي المباشر وغير المباشر إلى مصر. حيث سجلت استثمارات محفظة الأوراق المالية صافي تدفقات للداخل بنحو 1600 مليار دولار (8,6% من الناتج المحلي الإجمالي) في عام 2017، مقارنة بصافي تدفقات للخارج بحوالي 1,3 مليار دولار (-0,4% من الناتج المحلي الإجمالي) في العام المالي 2016؛ ويرجع ذلك إلى ارتفاع استثمارات الأجانب في



البورصة المصرية لتسجل صافي مشتريات قدره 497,5 مليار دولار، وزيادة استثمارات الأجانب في أذون الخزانة المصرية لتسجل صافي مشتريات قدره 10.0 مليار دولار. كما قامت الحكومة المصرية بإصدار سندات بالخارج خلال الفترة التي أعقبت تحرير سعر الصرف بلغت استثمارات الأجانب فيها نحو 6,8 مليار دولار<sup>(38)</sup>.

ومن ناحية أخرى فقد تركت سياسية تخفيض قيمة الجنيه بعض الآثار السلبية على 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 إلى إمكانية تكوين محافظ الأوراق المالية، وصناديق الاستثمار. قد ساهم كل ذلك في التحسن النسبي في 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 ومدى اتساقها مع البعد الزمني المستخدم.

### أولاً: قياس العلاقة بين سعر صرف الجنيه المصري وأداء سوق الأوراق المالية

يلاحظ أن أسعار صرف العملات في تغير من فترة لأخرى طبقاً للظروف



الاقتصادية وقوى العرض والطلب في سوق النقد. ومن الملاحظ أن العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية تنشأ وفق أسس سببية، حيث تمارس هذه المتغيرات تأثيرها على بعضها البعض، مما يجعل بعضها وتحت ظروف معينة سبباً في حدوث تطور أو تدهور في قيمة المتغير الآخر. وعليه فإن فهم هذه العلاقة السببية بين المتغيرات الاقتصادية له أهمية كبيرة في التوصل إلى الاستخدام السليم للأدوات المؤثرة في الظاهرة محل القياس.

## 1- منهجية القياس

ويعتمد الباحث في هذه الدراسة على منهج القياس الكمي بهدف قياس أثر سعر الصرف على جذب الاستثمار الأجنبي الغير مباشر خلال الفتر من عام 2003 / 2004 وحتى عام 2018 / 2019، بواسطة 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 على الأوراق المالية بالبورصة خلال فترة الدراسة<sup>(39)</sup>. بالإضافة إلى متغير وهمي ينوب أو يعبر عن الأزمات الخارجية وتأثيرها (إيجاباً أو سلباً) على قيمة الاستثمار الأجنبي غير المباشر القادم إلى مصر. وإدراج عنصر الخطأ العشوائي الذي ينوب على العناصر الغير مدرجة في النموذج والتي يمكن أن تؤثر على جذب أو طرد الاستثمار غير المباشر خلال فترة الدراسة. والعنصر الثابت في النموذج يمثل الحد الأدنى من مستوى الاستثمار الأجنبي غير المباشر القادم إلى الاقتصاد الوطني في حالة عدم حدوث أي تطور في قيمة المتغيرات المستقلة. وذلك بالطبع باستخدام بيانات صادرة عن هيئات دولية ذات اختصاص بحصر وتجميع البيانات وتصنيفها للاستخدام.



## ثانياً: النموذج المستخدم في تقدير معاملات المستقلة:

## 1- توصيف النموذج

البحث يسعى إلى استخدام العمل التطبيقي<sup>(40)</sup> لإثبات فرضية الدراسة والمتمثلة بأن تدفق رأس المال الأجنبي غير المباشر (Indirect) إلى مصر، والذي يمثل المتغير التابع، يتأثر وبمعنوية إحصائية (بعلاقة سالبة أو موجبة) بالتغيرات الحاصلة في سعر الصرف الوطني، وينطبق صيغ رياضية متعددة وتوظيف أدوات تحليل السلاسل الزمنية لتحقيق الهدف من البحث. وتطبيق طريقة المربعات الصغرى الاعتيادية في التقدير<sup>(41)</sup> أو نموذج تصحيح الخطأ وعلاقة السببية لجرانج إذا ما كانت متغيرات الدراسة تتمتع بخاصية التكامل المشترك<sup>(42)</sup>. وسوف يتم اختيار الأفضل بينهما وبما ينسجم مع منطق النظرية الاقتصادية من جهة واجتيازها للاختبارات الإحصائية والقياسية من جهة أخرى. وقد تم اعتماد النموذج القياسي الآتي، كما تعيينه المعادلة التالية:

$$F(EGX)_t = F(ER_{t1} \ln_{t2} \lnf_{t3} EG_{t4,t} \lnR_{t5} RR_{t6} OP_{t7})$$

$$\ln(EGX)_1 = a_0 + a_1 \ln ER_1 + a_2 \ln \ln + a_3 \ln \lnf + a_4 \ln EG_2 + a_5 \ln \lnR + a_6 \ln Op_1 + Un$$

حيث إن:

(EGX) = تمثل قيمة المؤشر الرئيس لسوق الأوراق المالية ويمثل (المتغير

التابع)

مجموعة المتغيرات المستقلة:

ER = تشير إلى سعر الصرف الاسمي للجنيه المصري.

ln = تشير إلى سعر الفائدة الاسمي خلال الفترة.



Inf = تشير إلى معدل التضخم.

INR = تشير إلى صافي الاحتياطيات الدولية.

EG = تشير إلى معدل النمو السنوي للاقتصاد.

OP = تشير إلى درجة الانفتاح التجاري.

RR = تشير إلى عائد سوق الأوراق المالية.

$a_0$  = تشير إلى الحد الثابت في النموذج.

$A_5$  = تشير إلى معدلات المتغيرات في النموذج.

$U_1$  = تشير إلى المتغير العشوائي في النموذج.

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

- المعايير الاقتصادية: يتم تحديد مقدرات المعادلة وإشارة المعاملات المقدره من خلال الفهم العام للنظرية الاقتصادية وعلاقتها المتشابهة، بالإضافة إلى نتائج البحوث النظرية، وغيرها في تفسير المتغير التابع.
- المعايير الإحصائية: وتهدف المعايير الإحصائية إلى اختبار الثقة في القيم المقدره للنموذج وعمل اختبار المعنوية لهذه المقدرات وكذا المعنوية الإجمالية للنموذج ومدى استقرار النموذج وقدراته على التنبؤ.

## 2- متغيرات النموذج ومصادر البيانات:

تشتمل البيانات المستخدمة في تقدير النموذج على نوعين من البيانات: الأولى بيانات شهرية تمثل المتوسط العام للقيم اليومية لسعر صرف العملة الوطنية من البنك المركزي. كما تمثل هذه البيانات أيضاً، القيم الشهرية للمؤشر العام



لسوق الأوراق المالية للفترة الممتدة من عام 2003 / 2004 وحتى عام 2018 / 2019، وذلك حسب درجة توفر البيانات. وقد تم الحصول على بيانات المتغيرات التابعة الواردة بالنموذج من سلسلة البيانات الإحصائية التاريخية للبنك المركزي المصري. كما تم الحصول على البيانات السنوية للمتغيرات المستقلة أو المفسرة من مصريين أساسيين، أحدهما مؤشرات التنمية الاقتصادية لصندوق النقد الدولي، والثاني من البيانات السنوية التاريخية للبنك المركزي المصري وتم الاعتماد على المتغيرات بشكل لوغاريتمي<sup>(43)</sup> لاستخلاص المعلمات بصفة مباشرة.

#### - مجموعة المتغيرات التابعة:

وتتمثل بصفة أساسية في تدفق أو عدم تدفق حجم الاستثمار الأجنبي غير المباشر إلى مصر خلال فترة الدراسة (بداية من عام 2003 / 2004 وحتى عام 2016 / 2017)، 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 الاسمي للجنيه المصري ومن المتوقع أن يأخذ التغير في سعر صرف الجنيه المصري علاقة عكسية مع المتغير التابع في النموذج، حيث يشير انخفاض قيمة العملة الوطنية إلى زيادة القدرة الشرائية للعملة الأجنبية في السوق الوطني مما يشكل حافزاً على تدفق رأس المال الأجنبي إلى 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 الأولى 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 الاسمي كمتغير



مستقل مع عدد آخر من المتغيرات الاقتصادية المستقلة؛ وذلك لقياس تأثير كل عامل من هذه العوامل المستقلة على المؤشر العام لسوق الأوراق في مصر.

أن تأخذ علاقة طردية مع تدفق الاستثمارات غير المباشرة في الداخل، حيث أن تزايد حجم صافي الاحتياطيات الدولية يرفع من درجة الثقة في الاقتصاد الوطني مما يشجع على تدفق الاستثمارات الأجنبية المباشرة وغير المباشرة، ومعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي، فمن المتوقع أن يعمل التغير في معدل النمو الاقتصادي علاقة طردية أو موجبة مع المتغير التابع في النموذج، حيث إنه كلما زاد معدل النمو الاقتصادي أو متوسط نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي كلما أشار ذلك في زيادة درجة الثقة وروج الاقتصاد الوطني. وأما سعر الفائدة، فمن المتوقع أن يحمل التغير في معدل الفائدة علاقة طردية أو موجبة مع المتغير التابع في النموذج، حيث إنه كلما زاد معدل الفائدة كلما ساعد ذلك على تدفق الاستثمار الأجنبي إلى مصر.

### ثالثاً: نتائج القياس:

(1) 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 (ارتفاعاً أو انخفاضاً) في سوق الأوراق المالية المصرية EGX 30 باعتباره المتغير التابع في النموذج وسعر صرف الجنيه 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 نشاطاً في البورصة المصري مرجحة حسب رسملتها السوقية، وقد بدأ هذا المؤشر العمل بنقطة أساس هي 1000 نقطة في عام 1998 وفي مارس عام 2009 تغير اسمه إلى EGX 30. وتعرض قيمته بالدولار الأمريكي منذ مارس عام 2009. ويمثل المؤشر أكبر 30 شركة من حيث السيولة والنشاط، وهو مؤشر مرجحة بالسمة السوقية ويعدل بالتحرك الحر. وتساوي الرسملة السوقية المعدلة لأي شركة ضمن قائمة EGX 30 عدد الأسهم مضروباً في سعر الإغلاق لسهم هذه الشركة مضروباً في نسبة التغير في سعر السهم. ويعبر هذا المؤشر بشكل جيد عن الحركة العامة للبورصة المصرية.

وقد تم الحصول على بيانات المؤشر من سلاسل البيانات التاريخية للبنك المركزي المصري وذلك بداية من عام 2003 / 2004 وحتى البدايات الأولى لعام 2017، ونظراً لعدم توفر البيانات بصورة يومية فقد تم استخدام البيانات الشهرية للمؤشر وذلك خلال ما يقرب من أربعة عشر عاماً.

#### تأثير تغير سعر الصرف الجنيه المصري على مؤشر EGX 30<sup>(44)</sup>:

التغيرات التي حدثت في كل من سعر صرف الجنيه المصري مقابل الدولار، وقيمة مؤشر EGX 30 خلال الفترة من عام 2004 وحتى بداية عام 2019.

طبيعة العلاقة بين التغير في قيمة الجنيه المصري والتغير في قيمة وحجم النشاط في سوق الأوراق المالية المصرية ممثلاً عنها (بقيمة المؤشر الرئيسي للسوق EGX30. و يتضح لنا وجود علاقة طردية تتأرجح بين الإيجاب والسلب بين المؤشرين حتى شهر نوفمبر 2013، أي أن ارتفاع قيمة الجنيه مقابل الدولار يؤدي أحياناً إلى ارتفاع في قيمة المؤشر وأحياناً أخرى إلى 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 2009 بـ 3597,56



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

وبحساب معامل الارتباط في الملحق الإحصائي، بند أولاً، وجدنا أنه يساوي 0,44 وهو ما يعني أن مؤشر EGX30 يرتبط بسعر صرف الجنيه بنسبة 44% وهي نسبة منخفضة، أما معامل التحديد فيساوي 19,4% وهو ما يعني أن التغيرات التي تحدث في مؤشر EGX30 يفسرها سعر صرف الجنيه بنسبة 19,4%، وهي نسبة ضعيفة إلى حد ما. وتشير هذه النسبة إلى دور المتغيرات الاقتصادية الأخرى في التأثير على 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:

### تقدير معادلة الانحدار:

وبالاعتماد على السلسلتين الزمنية للجنه المصري ومؤشر EGX30 المبينتين في الملحق الإحصائي بند أولاً، قمنا برسم شكل الانتشار للعلاقة بين سعر صرف الجنيه مقابل الدولار و EGX 30، الموضع بالشكل السابق، ويتضح أن الانتشار يأخذ شكلاً خطياً تقريبياً، وتقدير دالة الانحدار التالية:

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

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

$$\text{Exchange Rate } .31994.187 - 11922.005 = \text{EGX30}$$

وكما هو واضح من المعادلة السابقة أن هناك علاقة عكسية بين قيمة الجنيه مقابل الدولار وقيمة المؤشر الرئيسي لسوق الأوراق المصرية EGX30، وهذا ما تظهره إشارة المعلمة  $\beta$  في معادلة الانحدار. وهذا يعني أن انخفاض سعر صرف الجنيه مقابل الدولار بوحدة واحدة يؤدي إلى ارتفاع قيمة المؤشر بـ 31994.187 وحدة على المؤشر الرئيسي لسوق الأوراق المالية.

### اختيار الفرضيات:

المعلمة  $\beta$ :

$$H1 = B^{\wedge} \neq 0 \quad H0 = B^{\wedge} = 0$$



وبحساب قيمة  $t^*$  نجدها تساوي 5.83 في الملحق الإحصائي، بند أولاً 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.

(2) تأثير تغيرات سعر صرف الجنيه المصري وبقية المتغيرات الاقتصادية الأخرى<sup>(45)</sup> على 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 على المؤشر الرئيسي لأسعار الأسهم (EGX30)، ارتفاعاً أو انخفاضاً) باعتباره المتغير التابع في النموذج وذلك باستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية.

وبالنسبة للنموذج العام ومدى صلاحيته: تشير النتائج المقدره للنموذج (التي تضم كل المتغيرات المقترحة)، والواضحة من المعادلة رقم (1) والجدول رقم (2) بالملحق الإحصائي إلى ما يلي:

$$\ln (EGX)_1 = a_0 + a_1 \ln ER_1 + a_2 \ln In + a_3 \ln Inf + a_4 \ln EG_2 + a_5 \ln InR + a_6 \ln Op_1 + Un$$



## نتائج النموذج المستخدم:

إن استخدام البيانات الإحصائية يستتبع أن تكون البيانات خالية من مشاكل الاقتصاد القياسي وأن يكون النموذج المستخدم جيداً من الناحية الإحصائية وقد تم إجراء اختبار VIF لاختبار 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 ( $R^2$ ) إلى ارتفاع القوة التفسيرية للمتغيرات المستقلة الواردة في النموذج حيث بلغت قيمة هذا المعامل (78%)، والقيمة الإحصائية لاختبار Durbin-Waston تساوي (2,2) كل ذلك يشير إلى جودة النموذج والنتائج المتحصل عليها. كما يشير النموذج إلى أن ما نسبته 78% من قيمة التغير في المؤشر الرئيسي للبورصة ترجع إلى العوامل المستقلة المستخدمة بالنموذج، وأن باقي نسب التغير ترجع إلى العوامل الأخرى التي لم يشتمل عليها النموذج. وهذه نسبة جيدة، وعليها يمكن التعويل على العوامل المستقلة المستخدمة بالنموذج، وأن باقي نسب التغير ترجع إلى العوامل الأخرى التي لم يشتمل عليها النموذج. وهذه نسبة جيدة، وعليها يمكن التعويل على 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 الإحصائي، بند ثانياً).

## نتائج التحليل الإحصائي للنموذج بشكل عام:

## - اختبار F:

تشير بيانات الجدول السابق إلى أن القيمة الاحتمالية لاختبار F وبالبالغة (0.011) أقل من القيمة الإحصائية لها (8.05) عند مستوى المعنوية (0.00)، مما يؤكد إن النموذج المقدر معنوي أي أن المتغيرات المستقلة والمتمثلة بـ (معدل العائد



على الأسهم، وسعر الصرف، وجملة الاحتياطات الأجنبية) كل هذه المتغيرات لها تأثير معنوي على المتغير التابع، المؤشر العام للبورصة المصرية (EGX30)، (انظر الملحق الإحصائي، بند ثانيًا).

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

تشير البيانات المبينة في الجدول رقم (2) نتيجة تقدير النموذج المتعدد كما يلي:



جدول رقم (5-2): معاملات المتغيرات المفسرة في النموذج خلال الفترة من عام 2003 /

2017/2016 – 2004

Model	Unstandardize d		Stand ardize d	t	Sig .	Collinearity	
	Coefficients		Coeffi cients			Statistics	
	B	Std. Error	Beta			Tolera nce	VIF
1	(Constant)	- 88.063	20.579	-	4.279	.005	
	Total_reserv es	2.757	.602	2.128	4.577	.004	.085
	Ec_Groth	- 1.528	.468	-	3.265	.017	.089
	Openning _Trade	2.180	.736	1.072	2.963	.025	.141
	P_E_ratio	1.804	.553	.911	3.260	.017	.235
	Foreign_EX R_Doller	- 5.737	1.488	-	3.856	.008	.168
	Discount_Ra te	4.259	1.942	0.887	2.192	.071	.112



## a. Dependent Variable: EGX30

### - الاحتياطات الكلية من النقد الأجنبي:

يتبين من النموذج بأن قيمة معامل الاحتياطات الكلية من النقد الأجنبي معنوية عند مستوى ثقة (1%) وذلك لكون القيمة الاحتمالية (P-value) تساوي (0.004) أي أنها أقل من القيمة الإحصائية عند نفس مستوى المعنوية. ودلالة ذلك أن الاحتياطات الكلية من النقد الأجنبي في طبيعتها عملية تراكمية مستمرة ومن ثم فالمحافظة على مستوى جيد من هذه الاحتياطات يؤثر إيجابياً على ازدهار البورصة لما في ذلك من شيوخ مناخ الثقة والاطمئنان لدى المستثمرين في سوق الأوراق المالية، إلا أن المتغير يعاني من ارتفاع قيمة اختبار عامل تضخم التباين (VIF)، مما يشير إلى عدم الثقة في تأثير هذا المتغير لوجود ارتباط تسلسل بينه وبين بقية المتغيرات المستقلة بالنموذج.

### - الانفتاح التجاري على الخارج:

تشير نتائج النموذج إلى أن انفتاح الاقتصاد الوطني على العالم الخارجي من حيث التعامل في أنشطة الاستيراد والتصدير وحركة رؤوس الأموال، يمارس تأثيراً إيجابياً قوياً على نمو وارتفاع المؤشر الرئيسي للبورصة المصرية. وهي نتيجة تتسق أيضاً مع نتائج الدراسات التطبيقية. فمعامل الانفتاح على العالم الخارجي في النموذج يتفق مع النظرية الاقتصادية من حيث العلاقة الطردية بين مستوى واتجاه درجة الانفتاح وبين ارتفاع وازدهار المؤشر العام للبورصة. ومعنى ذلك أنه كلما كان مستوى التعامل مع العالم الخارجي مرتفعاً كلما ارتفع المؤشر العام لسوق الأوراق المالية وازدهرت البورصة ونما الاقتصاد الوطني بمعدل أسرع، وهذا ما تشير إليه العلاقة الموجبة التي يحملها معامل الانفتاح التجاري على الخارج في النموذج ودرجة المعنوية للمعامل حيث أن (P-value) تساوي (0,025) وهي أقل من القيمة الإحصائية عند نفس مستوى



المعنوية 5%.

#### - مؤشر ربحية الأسهم:

تشير بيانات الجدول رقم (5 - 2) إلى أن معنوية مؤشر ربحية الأسهم حيث تبلغ قيمة (P-value - 0.017). وهي قيمة أقل من 5%. 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 إشارة موجبة) بين زيادة معدل الربحية وبين نمو وارتفاع المؤشر العام للبورصة المصرية. وقد بلغت قيمة معامل مؤشر ربحية الأسهم (+1.804). ويعني ذلك أن زيادة حجم لعائد على الاستثمار بنسبة 1% تؤدي إلى ارتفاع المؤشر العام للبورصة بنسبة 1.8%.

وهذا المتغير بالإضافة إلى ما سبق فإنه يؤكد أهمية تحقيق عوائد إيجابية على الأسهم من أجل جذب المزيد من الاستثمار إلى سوق الأوراق المالية. وتتفق أيضًا الطبيعة الإيجابية للمؤشر مع النظرية الاقتصادية من حيث العلاقة الإيجابية بينه وبين المؤشر العام للبورصة المصرية.

#### - سعر صرف الجنيه:

تشير نتائج النموذج إلى وجود علاقة عكسي عالية المعنوية بين معامل التغير في سعر الصرف وبين المؤشر العام لسوق الأوراق المالية حيث أن قيمة (P-value) الاحتمالية كانت (0.008) وهي بذلك أكبر من قيمة (1%). 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 على حد سواء. حيث أكدت على قوة العلاقة العكسية بين التغير في سعر الصرف ومعدلات التغير في المؤشر العام لسوق الأوراق المالية،



وتفسير ذلك يرجع إلى أن انخفاض سعر الصرف يجعل قيمة الأسهم والسندات في السوق المصري أكثر جاذبية للمستثمرين الأجانب من الأسهم والسندات في الأسواق الأخرى نظرًا لرخص قيمتها نسبيًا مقارنةً بالأسواق المالية الأخرى، خاصةً إذا اتسمت السوق بالاستقرار النسبي واعتدال عوائد الأوراق المالية.

#### - معدل الخصم ومعدل النمو:

تشير نتائج النموذج إلى عدم معنوية العلاقة بين معدل الخصم وبين المؤشر العام لسوق الأوراق المالية خلال فترة الدراسة. حيث أن قيمة (P-value) الاحتمالية كانت (0.071) وهي بذلك أكبر من قيمة (5%)، كما أن معدل النمو الاقتصادي في النموذج يتصف بارتفاع عامل تضخم التباين<sup>(46)</sup>. حيث ترتفع قيمة اختبار عامل تضخم التباين (VIF) إلى 11.2 مما يشير إلى الارتباط الخطي بينه وبين بقية المتغيرات المستقلة بالنموذج ولذلك لا يجب أن نأخذ تأثير هذا المتغير في الاعتبار عند تحديد المتغيرات المؤثرة أو المحددة للتغيرات الحاصلة في المتغير التابع في النموذج. وربما ترجع هذه النتيجة إلى التأثير الفعلي في معدل النمو الاقتصادي بالتغيرات الحاصلة في سعر الصرف للعملة الوطنية للجنيه.

(3) تأثير تغيرات سعر صرف الجنيه المصري وبقية المتغيرات الاقتصادية الأخرى على تعاملات الأجانب في سوق الأوراق المالية في مصر<sup>(47)</sup>:

تأثير تغيرات سعر صرف الجنيه المصري على تعاملات الأجانب في سوق الأوراق المالية:

تم تقدير العلاقة بين تغير سعر الصرف وتأثيره على 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 (2003 / 2004)



وحتى (2018 / 2019). وذلك بتجميع بيانات ربع سنوية عن تعاملات الأجانب في سوق الأوراق المالية ووضعها كمتغير تابع بالنموذج، وفي المقابل تم الحصول على أسعار الصرف للجنيه المصري في مقابل الدولار لنفس الفترات. اعتمد البحث في الحصول على هذه البيانات الربع سنوية على كل من بيانات البنك المركزي وبيانات سوق الأوراق المالية وهيئة الرقابة المالية المصرية.

• أشارت نتائج النموذج إلى أن القيمة الاحتمالية لاختبار F، والبالغة (0.346) أكبر من القيمة الإحصائية لها عند مستوى المعنوية (0.05)، مما يؤكد إن النموذج المقدر غير معنوي. أي أن المتغير المستقل والمعبر عنه بسعر الصرف وتذبذبه خلال فترة الدراسة لا يمارس تأثيراً معنوياً على المتغير التابع بالنموذج وهو ما يتضح من عدم معنوية النموذج عند مستوى معنوية 5% بالإضافة إلى انخفاض قيمة "ف" المحسوبة والبالغ قيمتها (0.971).

• ويرجع عدم معنوية النموذج وقدرته على تفسير العلاقة بين التغير في سعر الصرف وجذب الاستثمار الأجنبي غير المباشر إلى مصر، إلى أن النموذج قد اعتمد على قيمة تعاملات الأجانب فقط في سوق الأوراق المالية. بينما الاستثمار الأجنبي غير المباشر في سوق الأوراق المالية، لا يتوقف فقط على تعاملات الأجانب في البورصة، وإنما يمتد أيضاً إلى تعاملات المواطنين بالعملة الأجنبية. وهو ما يفسر تأثير النشاط الكلي للسوق (المؤشر العام للبورصة EGX 30) بالتغير في قيمة سعر الصرف خلال نفس الفترة الزمنية نظراً لشموله على القيمة الكلية للنقد الأجنبي (أجانب ومواطنين) المستثمر في سوق الأوراق المالية كما هو واضح من النموذج السابق بالدراسة. أضف إلى ذلك، تأثير الأجانب في تعاملهم في سوق الأوراق المالية بصفة أساسية بعوامل أخرى 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 على عبور فترات الأزمات والعودة سريعاً إلى المعدلات الطبيعية



من النمو والتنمية. وكذلك الحال يتأثر المستثمرون الأجانب بالاضطرابات السياسية وما تمارسه من آثار سلبية تمتد لتلقي بظلالها على الجانب الاقتصادي ومتغيراته وكل هذه العوامل تعتبر عوامل هامة وحاسمة في جذب المستثمرين الأجانب أو إبعادهم عن العمل والاستثمار في سوق الأوراق المالية.

#### (4) \*تأثير تغيرات سعر صرف الجنيه المصري وبقية المتغيرات الاقتصادية الأخرى على تعاملات الأجانب في سوق الأوراق المالية في مصر:

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 على الأسهم والسندات في سوق الأوراق المصرية، ومعدل سعر الخصم)، والواضحة من المعادلة رقم (1) والجدول رقم (5-3) إلى ما يلي:

$$La (FT)^{(48)} = a_0 + a_1 Ln ER_1 + a_2 Ln In + a_3 Ln Inf + a_4 Ln EG_1 + a_5 Ln InR + a_6 Ln Op_1 + Un$$

تم إجراء اختبار VIF لاختبار 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 ( $R^2$ ) إلى ارتفاع القوة التفسيرية للمتغيرات المستقلة الواردة في النموذج حيث بلغت قيمة هذا المعامل (74%) وهي نتيجة مقاربة جدًا مع قيمة معامل التحديد "وإن كانت أقل من النتيجة - في النموذج السابق لهذه الدراسة (78%)، والقيمة الإحصائية لاختبار Durbin-Waston تساوي (2.5) وهي أيضًا مقاربة مع نتيجة ذلك النموذج (2.2). كل ذلك يشير إلى:



- جودة المنتج 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 أخرى تمارس التأثير على المتغير التابع في النموذج.
- أن قيمة معامل التحديد في النموذج الحالي (74%) أقل من قيمتها في النموذج السابق مما يشير إلى وجود متغيرات مستقلة أخرى (العوامل السياسية، والاجتماعية)، تمارس تأثيرها على المتغير التابع (حجم تعاملات الجانب في السوق) في هذا النموذج، مقارنة بالنموذج السابق الذي ترتفع فيه القوة التفسيرية للمتغيرات المستقلة إلى 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 أيضًا مع نتيجة نموذج الانحدار البسيط السابق لقياس العلاقة بين التغير في سعر الصرف والتغيرات المقابلة في تعاملات الأجانب في البورصة المصرية.

### نتائج التحليل الإحصائي للنموذج:

#### اختبار F:

تشير بيانات الجدول السابق إلى أن القيمة الاحتمالية لاختبار F وبالباغة (0.011) تتشابه أيضًا مع القيمة الاحتمالية لاختبار F وبالباغة (0.16) للنموذج الحالي وأن كليهما أقل من القيمة الإحصائية لها (8.05) عند مستوى المعنوية (0.00)، للنموذج الأول، والقيمة الإحصائية لها للنموذج الثاني (6.9) عند مستوى معنوية 5%. مما يؤكد إن كلا النموذجان المقدران معنويان. أي أن المتغيرات المستقلة المتمثلة بـ (صافي الاحتياطيّات الدولية، ومعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي، والعائد على 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 على تعاملات الأجانب في سوق الأوراق المالية:  
تشير البيانات المبينة في الجدول رقم (5-3) نتيجة تقدير النموذج المتعدد  
كما يلي:

جدول رقم (5-3): معاملات المتغيرات المفسرة في النموذج خلال الفترة من عام  
2003 / 2004 - 2016 / 2019<sup>(49)</sup>

Model	Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	t	Sig.	Collinearity Statistics		
	B	Std. Error	Beta			Tolerance	VIF	
1	(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
	Opening_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



## الاحتياطات الكلية من النقد الأجنبي:

يتبين من النموذج المقدر أعلاه بأن قيمة معامل الاحتياطات الكلية من النقد الأجنبي معنوية عند مستوى ثقة (5%) وذلك لكون القيمة الاحتمالية (P-value) تساوي (0.013) أي أنها أقل من القيمة الإحصائية عند نفس مستوى المعنوية. ودلالة ذلك أن الاحتياطات الكلية من النقد الأجنبي في طبيعتها عملية تراكمية مستمرة ومن ثم فالمحافظة على مستوى جيد من هذه الاحتياطات يؤثر إيجابياً على تعاملات الأجانب بالبورصة، لما في ذلك من شيوع مناخ الثقة والاطمئنان لدى المستثمرين الأجانب في سوق الأموال. ويعمل من جانب آخر على جذب مزيد من الاستثمارات المحلية والأجنبية إلى سوق الأوراق المالية إلا إن المتغير يعاني من ارتفاع قيمة اختبار عامل تضخم التباين (VIF)، مما يشير إلى عدم الثقة في تأثير هذا المتغير لوجود ارتباط تسلسلي بينه وبين بقية المتغيرات المستقلة بالنموذج.

## - الانفتاح التجاري على الخارج:

تشير نتائج النموذج إلى أن انفتاح الاقتصاد الوطني على العالم الخارجي من حيث التعامل في أنشطة الاستيراد والتصدير وحركة رؤوس الأموال، يمارس تأثيراً إيجابياً قوياً على المستثمرين الأجانب في البورصة. وهي نتيجة تتسق أيضاً مع نتائج الدراسات التطبيقية. وهذا ما تشير إليه العلاقة الموجبة التي يحملها معامل الانفتاح التجاري على الخارج في النموذج ودرجة المعنوية للمعامل حيث أن (P-value) تساوي (0,006) وهي أقل من القيمة الإحصائية عند نفس مستوى المعنوية 5%.

## - مؤشر ربحية الأسهم:

نشير بيانات الجدول رقم (5 - 3) إلى أن معنوية مؤشر ربحية الأسهم حيث تبلغ قيمة (P-value - 0.004). وهي قيمة أقل من 5%. 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 إشارة موجبة) بين زيادة معدل الربحية وبين نمو وارتفاع المؤشر العام للبورصة المصرية.

#### - سعر صرف الجنيه:

تشير نتائج النموذج إلى 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 على حد سواء، إلا إن العلاقة غير معنوية حيث إن قيمة (P-value) الاحتمالية كانت (0.578)، وهي بذلك أكبر من قيمة (10%).

#### - معدل الخصم ومعدل النمو:

تشير نتائج النموذج إلى معنوية العلاقة بين معدل الخصم وبين تعاملات الأجانب في سوق الأوراق المالية خلال فترة الدراسة. حيث أن قيمة (P-value) كانت (0.017) وهي بذلك أكبر من قيمة (5%). كما أن معدل النمو الاقتصادي في النموذج يتصف بارتفاع عامل تضخم التباين<sup>(50)</sup>. حيث ترتفع قيمة اختبار عامل تضخم التباين (VIF) إلى 11.2 مما يشير إلى الارتباط الخطي بينه وبين بقية المتغيرات المستقلة بالنموذج ولذلك لا يجب أن نأخذ تأثير هذا المتغير في الاعتبار عند تحديد المتغيرات المؤثرة أو المحددة للتغيرات الحاصلة في المتغير التابع في النموذج. وربما ترجع هذه النتيجة إلى التأثير الفعلي في معدل النمو الاقتصادي بالتغيرات الحاصلة في سعر الصرف للعملة الوطنية للجنيه. وهذه النتيجة تؤكد أن تعاملات الأجانب في سوق الأوراق المالية المصرية لا تخضع كثيراً لاعتبارات النمو أو التنمية بقدر اهتمامها بمعدلات الربحية والمكاسب النقدية من الاستثمار في سوق الأوراق المالية.



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

- تشير الأدبيات الاقتصادية إلى وجود علاقة ما بين التغير في أسعار الصرف والتغير في المؤشر الرئيسي لسوق الأوراق المالية. وتتراوح هذه العلاقة بين السلب والإيجاب طبقاً لطبيعة هذا التغير في أسعار الصرف وطبيعة الأسواق المالية.
- أن بعض الدراسات التطبيقية التي سبقت الإشارة إليها درست العلاقة بين التقلبات في أسعار الصرف وتأثيرها على 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 إلى سعر الصرف وتأثيرها على 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 على 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 في رأس المال السوقي وأحياناً 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 إلى إمكانية تكوين محافظ الأوراق المالية، وصناديق الاستثمار، قد ساهم كل ذلك في التحسن النسبي في أداء سوق الأوراق المالية والتمغيرات الاقتصادية الأخرى.

- أكدت الدراسة التطبيقية للعلاقة بين التغير في سعر الصرف للجنيه المصري والتطور في سوق الأوراق (المؤشر الرئيسي لسوق الأوراق المالية)، خلال فترة الدراسة على وجود علاقة ارتباط قوي بين التغير في أسعار الصرف والتغير صعوداً أو هبوطاً في المؤشر العام لسوق الأوراق المالية في مصر، وقد تميزت هذه العلاقة بالإيجابية في الفترة الأولى 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.

- أكدت الدراسة التطبيقية أيضاً مرة ثانية على وجود العلاقة بين التغير في سعر الصرف للعملة الوطنية للجنيه كأحد العوامل الاقتصادية المؤثرة على نشاط سوق الأوراق المالية ضمن مجموعة عوامل مفسرة أخرى منها التطور في قيمة الاحتياطيات الكلية من النقد الأجنبي، وقيمة الانفتاح التجاري على الخارج، معامل مؤشر ربحية الأسهم والتطور في سوق الأوراق المالية معبراً عنه من خلال المؤشر الرئيسي لسوق الأوراق المالية خلال فترة الدراسة. على وجود علاقة ارتباط قوية (عكسية) مرة أخرى بين التغير في سعر الصرف والتغير في المؤشر الرئيسي لسوق الأوراق المالية بالإضافة إلى العلاقة الطردية بين التغير في العوامل المفسرة الأخرى مثل الاحتياطيات من النقد الأجنبي والانفتاح التجاري، مؤشر ربحية الأسهم على المؤشر الرئيسي لسوق الأوراق المالية.

- أكدت الدراسة التطبيقية مرة أخرى على أن تعاملات الأجانب في سوق الأوراق المالية المصرية لا تخضع كثيراً لاعتبارات النمو أو التنمية بقدر اهتمامها بمعدلات الربحية والمكاسب النقدية من الاستثمار في سوق الأوراق المالية.



## التوصيات

- 1- لتحقيق كفاءة السياسة النقدية، فإنه يجب على السلطات الاقتصادية بتعزيز المصداقية في السياسة النقدية من خلال نشر بيانات تعبر عن الواقع الاقتصادي وعرض وتفسير الاتجاهات والأهداف المستقبلية للسياسة النقدية.
- 2- القيام بدراسات متعمقة للسياسة النقدية في ظل عدم إملء الحكومات باتجاهات السياسة النقدية والتي قد تؤدي إلى حدوث اضطرابات اقتصادية
- 3- ضرورة وضع إستراتيجية لإدارة تقلبات سعر الصرف بما يتلاءم مع التطورات المتجددة باستمرار ليس فقط على مستوى المؤسسات الاقتصادية دولية النشاط.
- 4- على السلطات النقدية دراسة احتياجات الاقتصاد ثم القيام بوضع الآلية المناسبة لتحقيق التنمية المطلوبة حالياً والمأمولة مستقبلاً كما يجب على السلطة النقدية عدم إصدار قرارات فجائية تتعلق بسياسات سعر الصرف؛ لأنها تصيب الاقتصاد بالارتباك في أسعار السلع وكذلك في معدلات الاستثمارات.
- 5- ضرورة التنسيق بين البنك المركزي كجهة مسؤولة عن تنفيذ أهداف السياسة النقدية وباقي الجهات الحكومية الممولة عن رسم وتنفيذ السياسة المالية والتجارية وسياسة سعر الصرف في إطار السياسة الاقتصادية العامة للدولة، والاتفاق على الأهداف الاقتصادية مثل النمو ومعدل التضخم مع تحديد المدى الزمني للتنفيذ وإيجاد أسلوب لضمان فعالية التطبيق.
- 6- في ظل الظروف الاقتصادية المتقلبة التي تمر بها مصر وباقي الدول لابد من تصميم سياسات اقتصادية كلية أكثر مرونة.



## الملاحق

## جدول رقم (1): المتغيرات الاقتصادية الكلية المستخدمة في عملية القياس

الانفاق العام الاستثماري ا الناتج المحلي الإجمالي	معدل الانفتاح التجاري	سعر الفائدة على الاقراض	معدل التضخم السنوي	سعر الصرف الجنبيه   الدولار الامريكي	معدل النمو في نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي	الاستثمار الأجنبي المباشر الناتج المحلي الإجمالي	السنوات
5.79	39.82	13.40	2.68	0,271	3.44	1.24	2000
5.05	37.96	13,40	2.27	0.223	1,62	0.52	2001
5.05	40.92	13.60	2.74	2.6800 0.222	0.45	0,74	2002
4.86	47.90	13.40	4.51	0.163	1.25	.0.291	2003
4.60	67.77	13.30	11.27	0.163	2.16	1.59	2004
4.26	72.52	12.70	4.87	0.174	2.58	5,99	2005
3.74	71.86	12.60	7.64	0.175	4.97	9.34	2006
2.89	75.18	12.20	9.32	0.182	5.23	8.87	2007
2.83	74.92	12.60	18.32	0.182	5.28	5.83	2008
3.83	52.10	11.00	11.76	0.183	2.76	3.55	2009
4.17	49.66	10.70	11.27	0.173	3.09	2.92	2010
4.02	45.95	11.80	10.05	0.166	0.34-	0.20-	2011
2.92	42.02	12.20	7.12	0.159	-0.01	1.00	2012
2.15	38.16	11.90	9.42	0.144	0.08-	1,45	2013
2.15	39.53	11.80	10.15	0.140	0.677	1.57	2014
2.52	31.59	11.80	11 10.36	0.128	2.18	2.07	2015
2.56	30.35	16.30	13.81	0.055	2.22	2.44	2016
3.83	49.66	18.5	9.5		5.23	5,99	2017
4.17	45.95	17.5	8.5		5.28	9.34	2018
4.02	42.02	18.5	10.5		3.09	8.87	2019

المصدر: الجدول اعتمادًا على البيانات المتاحة لدى كل من:

World bank database: world development indicators

wTo database

IMF, international financial statistics



## الملاحق

أولاً: نتائج نموذج الانحدار البسيط (EGX 30 Via Simple Reg)

EXRate (LE per \$)

جدول رقم (2) يبين علاقات الارتباط بين المتغير المستقل والتابع في

### النموذج

		EGX	EXRATE_LE_Dolla
Pearson correlation	EGX	1.000	-.440
	EXRATE_LE_Dollar	-.440	1.000
	EGX	.	.000
	EXRATE_LE_Dollar	.000	.
Sig (i-tailed)	EGX	144	144
	EXRATE_LE_Dollar	144	144
N			

### Model Summary

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.440	.194	.288	1850.29007712	.127

a. Predictors: (Constant), EXRATE\_LE\_Dollar

b. Dependent Variable: EGX



### ANOVA

Model	Sum of Squares	Df	Mean Square	F	Sig.
Regression	116675411.075	1	116675411.075	34.080	.000
1 Residual	486147418.465	142	3423573.369		
Total	602822829.540	143			

a. Dependent Variable: EGX

b. Predictors: (Constant), EXRATE\_LE\_Dollar

### Coefficients

Model		Unstandardized Coefficients		Unstandardized 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



ثانياً: نتائج نموذج الانحدار المتعدد

(Foreign\_ Ex.R, Total\_ reserves, Opening\_ Trade, P\_ E\_ ratio, Multiple Reg. (LN (EGX) Via LN and Delete variable (inf). Discount\_ Rate).

**Model Summary**

Model	R	R Square	Adjusted R Square	Std. Error of the Estimate	Durbin-Watson
1	.943	.890	.779	.2241592205256	2.177

- a. Predictors: (Constant), Discount\_ Rate, Ec\_Groth, P\_ E\_ ratio, Opening\_ Trade, Foreign\_ EXR\_ Doller, Total\_ reserves.
- b. Dependent Variable: EGX 30.

**ANOVA**

Model	Sum of Squares	Df	Mean Square	F	Sig.
Regression	2.429	6	.405	8.058	.011
Residual	.301	6	.050		b
Total	2.731	12			

- a. Dependent Variable: EGX 30.
- b. (Constant), Discount\_ Rate, Ec\_Groth, P\_ E\_ ratio, Opening\_ Trade, Foreign\_ EXR\_ Doller, Total\_ reserves.



### Coefficients

Model	Unstandardized Coefficients		Unstandardized 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
	Opening_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



## سعر الصرف وعلاقته بالاستثمارات الأجنبية في مصر

جدول رقم (3): نتائج اختبار جذر الوحدة لمتغير الاستثمار الأجنبي المباشر FDI

أ- في المستوى				ب- في الفرق الأول			
Null Hypothesis: FDI has a unit root Exogenous: Constant Lag Length: 1 (Automatic- based on SIC, maxiag= 5)				Null Hypothesis: FDI has a unit root Exogenous: Constant Lag Length: 1 (Automatic- based on SIC, maxiag= 5)			
Pro b.	t. Statistic			Pro b.	t. Statistic		
0.0757	-2.782694	Augmented Dickey-Fuller test Statistic		0.0393	-3.109371	Augmented Dickey-Fuller test Statistic	
	-3.737853	1% level	Test Critical Values		-3.737853	1% level	Test Critical Values
	-2.991878	5% level					
	-2.635542	10% level					
MacKinnon (1996) one- sided p-values.				MacKinnon (1996) one- sided p-values.			

المصدر: مخرجات برنامج Eviews 9.5



جدول رقم (4): نتائج اختبار جذر الوحدة لمتغير متوسط نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي (GDPpc) في المستوى:

Null Hypothesis: GDPPC has a unit root			
Exogenous: Constant			
Lag Length: 2 (Automatic- based on SIC, maxiag= 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 (5): نتائج اختبار جذر الوحدة لمتغير سعر الصرف الأسمى للجنيه المصري مقابل الدولار الأمريكي.

ب- في الفرق الأول				أ- في المستوى			
Null Hypothesis: D(NEX) has a unit root Exogenous: Constant Lag Length: 0 (Automatic- based on SIC, maxiag= 5)				Null Hypothesis: NEX has a unit root Exogenous: Constant Lag Length: 0 (Automatic- based on SIC, maxiag= 5)			
		t. Statistic	Prob.			t. Statistic	Prob.
Augmented Dickey-Fuller test Statistic		- 3.249843	0.0293	Augmented Dickey-Fuller test Statistic		0.650762	0.9883
Test Critical Values	1% level 5% level 10% level	- 3.737853 - 2.991878 - 2.635542		Test Critical Values	1% level 5% level 10% level	- 3.724070 - 2.986225 - 2.632604	
MacKinnon (1996) one- sided p-values.				MacKinnon (1996) one- sided p-values.			

المصدر: مخرجات برنامج Eviews 9 -5



## جدول رقم (6): نتائج اختبار جذر الوحدة لمتغير معدل التضخم السنوي

في المستوى:			
Null Hypothesis: INF has a unit root			
Exogenous: Constant			
Lag Length: 0 (Automatic- based on SIC, maxiag= 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 (7): نتائج اختبار جذر الوحدة لمتغير سعر الفائدة على الإقراض

ب- في الفرق الأول				أ- في المستوى			
Null Hypothesis: D(LIR) has a unit root Exogenous: Constant Lag Length: 0 (Automatic- based on SIC, maxiag= 5)				Null Hypothesis: LIR has a unit root Exogenous: Constant Lag Length: 0 (Automatic- based on SIC, maxiag= 5)			
		t. Statistic	Prob.			t. Statistic	Prob.
Augmented Dickey-Fuller test Statistic		-7.26312	0.0000	Augmented Dickey-Fuller test Statistic		-2.347199	0.1661
Test Critical Values	1% level	-3.737853		Test Critical Values	1% level	-3.724070	
	5% level	-2.991878			5% level	-2.986225	
	10% level	-2.635542				10% level	-2.632604
Mackinnon (1996) one- sided p-values.				Mackinnon (1996) one- sided p-values.			

المصدر: مخرجات برنامج 5- 9 Eviews



### جدول رقم (8): نتائج اختبار جذر الوحدة لمتغير درجة الانفتاح التجاري

ب- في الفرق الأول				أ- في المستوى			
Null Hypothesis: D(OP) has a unit root Exogenous: Constant Lag Length: 0 (Automatic- based on SIC, maxiag= 5)				Null Hypothesis: OP has a unit root Exogenous: Constant Lag Length: 1 (Automatic- based on SIC, maxiag= 5)			
		t. Statistic	Prob.			t. Statistic	Prob.
Augmented Dickey-Fuller test Statistic		- 3.468078	0.0182	Augmented Dickey-Fuller test Statistic		1.613151	0.4607
Test Critical Values	1% level 5% level 10% level	- 3.737853 - 2.991878 - 2.635542		Test Critical Values	1% level 5% level 10% level	- 3.737853 - 2.991878 - 2.635542	
MacKinnon (1996) one- sided p-values.				MacKinnon (1996) one- sided p-values.			

المصدر: مخرجات برنامج 9-5 Eviews



جدول رقم (9): نتائج اختبار جذر الوحدة لمتغير نسبة الإنفاق العام الاستثماري إلى الناتج المحلي الإجمالي

في المستوى أ-				في الفرق الأول ب-			
Null Hypothesis: PUIINV has a unit root Exogenous: Constant Bandwidth: 2 (Newey- West automatic) using Bartlett Kernel				Null Hypothesis: D(PUIINV) has a unit root Exogenous: Constant Bandwidth: 2 (Newey- West automatic) using Bartlett Kernel			
		Adj. t- Stat	Prob.			Adj. t- Stat	Prob.
Phillips- Perron test Statistic		- 4.593150	0.0014	Phillips- Perron test Statistic		- 1.891408	0.3307
Test Critical Values	1% level 5% level 10% level	- 3.737853 - 2.991878 - 2.635542		Test Critical Values	1% level 5% level 10% level	- 3.724070 - 2.986225 - 2.632604	
MacKinnon (1996) one- sided p-values.				MacKinnon (1996) one- sided p-values.			

المصدر: مخرجات برنامج Eviews 9 - 5



### جدول رقم (10): نتائج اختبار جذر الوحدة للمتغير السوري

في المستوى:		
Null Hypothesis: DUMMY has a unit root		
Exogenous: Constant		
Lag Length: 0 (Automatic- based on SIC, maxiag= 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 (11): 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



## المصادر والمراجع

أولاً: المراجع باللغة العربية:

- 1- أحمد عاشور عبدالله (2013), "أثر التحرير المالي على البورصة المصرية خلال الفترة (91-2010)", المجلة المصرية للتنمية والتخطيط, العدد الثاني.
- 2- أميرة حسين عامر, (2015), أثر الاستثمارات الأجنبية المباشرة من دول الاتحاد الأوروبي على الناتج المحلي الإجمالي في مصر, "رسالة ماجستير (غير منشورة), معهد التخطيط القومي.
- 3- الجزائر, حجازي عبد الحميد, (2016-2017), " دور سوق الأوراق المالية في تمويل الاستثمار والتنمية الاقتصادية في الدول النامية خلال الفترة من 1988 وحتى 2012", مجلة البحوث الاقتصادية عربية, العددان 76-77.
- 4- الجزائر, حجازي, (2011), "سياسة سعر الصرف الأجنبي والنمو الاقتصادي في مصر" (خلال الفترة 1990-2009), مجله مصر المعاصرة, معهد التخطيط القومي.
- 5- حسني محمد العبوطي, (2003), "سياسة سعر الصرف في مصر", المؤتمر السنوي الرابع, تنمية الصادرات المصرية في ضوء المتغيرات الإقليمية والدولية, جامعه الزقازيق, كلية التجارة (بنها), 22-23 ابريل
- 6- خالد زكريا أمين, ديسمبر (2017), "تطور بيئة الأعمال في مصر", ورقة مقدمة للمناقشة في إطار ورشه العمل حول تطوير وتقييم مناخ الأعمال بالجمهورية التونسية وجمهورية مصر العربية.
- 7- صلاح زين الدين, (ابريل 2015), " دور القانون في تحسين مناخ الاستثمار في مصر لجذب الاستثمارات الألمانية المباشرة", ورقة مقدمة للمؤتمر العلمي الثاني (القانون والاستثمار 29 - 30), كلية الحقوق, جامعه طنطا.
- 8- عادل عبد العال, (2013), علا " دور الاستثمار الأجنبي غير المباشر في تنشيط البورصة المصرية", مجلة بحوث اقتصادية عربية, العددان 63-64
- 9- عبد الرازق حمد حسين وعامر عمران, (2012), قياس أثر الاستثمار الأجنبي غير المباشر على بعض المتغيرات الاقتصادية الكلية في البلدان النامية, مجلد 2, العدد 1, مجلة جامعة كركوك للعلوم الإدارية والاقتصادية.
- 10- عبد القادر, بسبع, (2017), "قياس أثر تغيرات أسعار الصرف على تقلبات عوائد أسواق الأسهم باستخدام نموذج GARCH", مجله دراسات وأبحاث العدد 26 مارس 2017 السنة التاسعة.
- 11- فادية محمد عبد السلام, (2016), "حول آلية تبادل الجنيه المصري مع اليوان الصيني", آراء في قبضايا التخطيط والتنمية, العدد (5) ديسمبر, معهد التخطيط القومي.



12- يعقوبي محمد, (2011 - 2012), "تأثير تغيرات أسعار صرف العملات على مؤشرات أسعار الأسهم في الأسواق المالية العالمية", رساله ماجستير ,جامعه حسيبه كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير ,قسم العلوم الاقتصادية.

### ثانيًا: المراجع باللغة الإنجليزية

- 1- Abiola Babatunde Abimbola and Ajibola Joseph Olusegun,(2017) Apprais Ng 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.
- 2- 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
- 3- Apere T.Oyinpreye and Karimo T.Moses.(june2015) The EFFect of Exchange Rate Management in Egypt”, Paper presented at the 10<sup>th</sup> Annual conference of the Economic Research, forum for the Arab countries, Iran and Turkey,December 16-18.
- 4- Bianco,S. and To Loan,N.(2017) “FDI Inflows,price and Exchange Rate Volatility: New Empirical Evidence from Latin American”, International Journal of Financial Studies , MDPI, Switzerland.
- 5- cheng.y.& yu.J.(2010) “An Empirical Study of the EFFects of RMB Exchange Rate on Chinas Infows 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>.
- 6- courage MIambo, Andrew Maredza and Kin Sibanda,(2013), EFFects of Exchange Rate Volatility on the Stock Market:Acase Study of south Africa, Department of Economics, North west university,SouthAfrica.
- 7-Jin,w.,& Zange,q.(2013).Imapact of change in exchange rate on foreign direct investment: evidence from China. Lingnan Journal of Banking finance and Economics [4.http// commons.In.edu.hk/ljbf/vol14/iss1/1](http://commons.in.edu.hk/ljbf/vol14/iss1/1)
- 8- Shu Yi Lima and Siok Kun Sekb,(2014),ExpLoring the Inter-Relationship between the VoLatilies of Exchange Rate and Stock Return,International conference on Applied Economics(IcoAE), School of Mathematical sciences, university sains Malaysia,Minden,118800 Penang, Malaysia.

### ثالثًا: التقارير

- 1- وزارة المالية , التقرير المالي الشهري 2017
- 2- موقع الاتحاد العام للغرف التجارية المصرية: [www.fedcoc.org.eg](http://www.fedcoc.org.eg)
- 3- موقع البنك المركزي المصري [www.cbe.org.eg](http://www.cbe.org.eg)



## الهوامش

El- Refaay F, The Issue of Liquidity in Egypt: Reasons and Solution, The Egytion center for Economic studies (ECES), Working paper Number 41 (inArabic)<sup>1</sup>,2000

• قام بإعداد هذه الفصل: د/ حجازي الجزار، أستاذ مساعد بمركز السياسات الكلية، معهد التخطيط القومي.

(2) يعرف الاستثمار الأجنبي غير المباشر أو الاستثمار الأجنبي في الأوراق المالية على أنه: الاستثمارات الموجهة لشراء الأوراق المالية والتي تصدرها الهيئات العامة أو الخاصة في الدول النامية، على ألا يكون للأجانب منها ما يحول 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 Found March 2000, Washington, DC, Appendix III, Glossary of Terms,)"

<http://stats.Oecd.org/glossary/detail.asp?id=2092>.

(3) ترى 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 25%-50% من رأس المال المملوك أو من قيمة الأوراق المالية للمؤسسة. انظر: صايقي عماره محددات الاستثمار الحفظي وآثاره على أسواق الأوراق المالية- دراسة مقارنة بين مصر، تونس والجزائر، رسالة ماجستير، جامعة أمحمد بوقره يومرداس، 2008/2009. ص 95-ص 96.

(4) لمزيد من المعلومات من محددات ودوافع الاستثمار الأجنبي غير المباشر يرجى الرجوع إلى: عادل عبد العال، علا. دور الاستثمار الأجنبي غير المباشر في تنشيط البورصة المصرية، مجلة بحوث اقتصادية عربية، العددان 63-64/ صيف- خريف 2013 ص 83-84.

(5) يعبر سعر صرف العملة الوطنية عن سعر العملة الوطنية بالنسبة لعملة بلد معين أو مجموعة بلدان، ويشير إلى عدد وحدات العملة الوطنية اللازم التضحية بها للحصول على عملة واحدة من العملات الأجنبية، أو عدد وحدات العملة الأجنبية اللازمة لشراء وحدة واحدة من العملة الوطنية. انظر:

Federal Sam Y. CROSS: AII About: The Foreign exchange market in The United States Preserve 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 حسية بن وطني بالتلف كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية. 2012/2011، ص 3-4.

(<sup>6</sup>) Mical Gavin, The stock market and exchange rate dynamics, Journal of International Money Finance, Volume 8, Issue 2, June 1989, pp. 181-200.

(<sup>7</sup>) ويدعي كل من خالد وكاواي (2003)، فضلاً عن أيدو ويوكو (2004) من بين آخرين، أن العملة بين أسواق الأسهم وأسواق العملات هي التي ساعدت على انتشار الأزمة المالية الآسيوية في عام 1997.

(<sup>8</sup>) يعرف مصطلح "تحرير سعر صرف الجنيه المصري" إلى ترك تحديد سعر صرف الجنيه المصري إلى قوى السوق أي قوى العرض والطلب ليتحدد تلقائياً ولا يتضمن أي تدخل من جانب السلطات النقدية في تحديد السعر.

(<sup>9</sup>) Shu Yi Lima and Sick Kun Sekb, Exploring the Inter – Relationship between The Volatilities of Exchange Rate and Stock Rectum, International Conference on Applied Economics (ICOAE) School of Mathematical Sciences, University Saints Malaysia, Minden 11800 Penang Malaysia, 2014.

(10) ApereT.Oyinpreye and Karimo T. Moses. The Effect of Exchange Volatility on Share Price Fluctuations In Nigeria, Proceedings of 28 th TheLLER International Conferfnce, Paris, France,21 st June 2015, LSBN:978-93-82702-39-0

(11) Courage Mambo, Andrew maredza and Kim.sibanda Of Exchange Rate volatility on the stock market: Acase Study of South Africa, Department of Economics, North West university, south Africa,2013

(12) the generalized Autoregressive Conditional Heteroskedaschty Model, (GARCH).

(13) 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.

(14) Gaurav Agrawal, Aniruklh Kumar Snavstav and Ankita Snavstava. 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. 12m Gwahour, India, December 2010.
- (15) Abiola Babatunde Abimbola and Ajibola Joseph Oluegun. Appraising the Exchange Rate Volatility. Stock Market Performance and Aggregate Output Nexus in Nigeria Department of Postgraduate Studies Caleb University, Business and Economics Journal, Lagos, Nigeria, Bus Eco j 2017, 8:1 2017.
- (16) Odili, Exchange Rate Volatility, Stock Market performance and foreign Detect Environment in Nigeria, International Journal of Academic Research in Accounting Finance and Management Sciences, Vol. 5, No. 2, April 2015, pp. 172 – 184.
- (17) k Kennedy and Nourizad, Exchange rate Volatility and its effect on stock market volatility, Int.J.Hum.Cap.UrbanManage, pp;37-46, winter 2016
- (18) Abdulhameed Zubair, Relationship between exchange
- (19) Deuslava Dimitrova, The Relationship between Exchange Rates and Stock Prices in a Multivariate Political Economy. Vol. 14 August 2005.
- (20) ولمزيد من المعلومات عن تطور سوق الأوراق المالية نرجع إلى "الجرار"، حجازي عبد الحميد، دور سوق الأوراق المالية في تمويل الاستثمار والتنمية الاقتصادية في الدول النامية خلال الفترة من 1988 وحتى عام 2012م، المرجع السابق.
- (21) البنك المركزي المصري، المجلة الاقتصادية، المجلد السابع والخمسون، العدد الأول / 2016 / 2017، ص 37 – 38.
- <sup>22</sup> عبد الرزاق حمد حسين وعامر عمران ، قياس أثر الاستثمار الأجنبي الغير المباشر على بعض المتغيرات الاقتصادية الكلية في البلدان النامية مجلد 2 ، العدد 1 ، مجله جامعه كركوك للعلوم الإدارية والاقتصادية ، 2012 ، ص 105
- <sup>23</sup> صفوت أحمد عبد الحفيظ ، دور الاستثمار الأجنبي في تطور أحكام القانون الدولي الخاص ، دار المطبوعات الجامعيه ، الإسكندرية ، 2005، ص 46
- <sup>24</sup> عبد الزراق وعامر عمران ، مرجع سابق ، ص 106
- <sup>25</sup> Evans, Kimberly "Foreign Portfolio and direct investment complementarity, differences and integration, international Economist, office of international ,Us department shanghai, 2002, p2-6



- <sup>26</sup> عبد الغفار حنفي، إستراتيجيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2007، ص 204-205
- <sup>27</sup> عاطف علاونه
- <sup>28</sup> خالد زكريا أمين، "تطور بيئة الأعمال في مصر" ورقة مقدمة للمناقشة في إطار ورشة العمل حول تطوير وتقييم مناخ الأعمال بالجمهورية التونسية وجمهورية مصر العربية، ديسمبر 2017
- <sup>29</sup> يقيس هذا المؤشر الإجراءات والتكلفه والوقت الخاص للبناء بما في ذلك التصاريح والتراخيص وتقديم الأوراق والحصول على جميع المواصفات المطلوبه والمرافق، مراقبه جوده البناء، آليات الجودة والسلامة ونظم التأمين ومتطلبات الاعتماد المهني
- <sup>30</sup> يقيس مؤشر تسجيل الملكيه الخطوات والوقت والتكلفة اللازمة لتسجيل الملكيه، كما يقيس جودة نظام إدارة الأراضي في الدول المختلفة والذي يضم خمسة أبعاد: إمكانية الاعتماد على البنية التحتية والشفافية في الحصول على المعلومات والتغطية الجغرافية وحل النزاع على الأراضي والمساواة في الحصول على حقوق الملكية.
- <sup>31</sup> د. فرج عبد الفتاح فرج، الائتمان المحلي وأثره على بعض المتغيرات الاقتصادية الكلية في ظل القانون 88 لسنة 2003، المؤتمر العلمي السنوي الرابع والعشرون للاقتصاديين المصريين، تفعيل دور السياسة النقدية في الاقتصاد المصري في الفترة من 5-7 مايو 2005 ص 8
- <sup>32</sup> البنك المركزي، تقرير سنوي 2002|2003، ص 2
- <sup>33</sup> AYSE EVREVSSEL: INTERNATIONAL FINANCE FOR DUMMIES CHEAT SHEET
- (34) الجبالي، عبد الفتاح 2003، الجنيه المصري من التثبيت إلى التحرير، كراسات إستراتيجية، العدد رقم 124، مركز الأهرامات للدراسات السياسية والإستراتيجية، مؤسسة الأهرام، القاهرة، ص ص 6 - 16.
- (35) البنك المركزي المصري، المجلة الاقتصادية (2003 / 2004) والأعداد التالية لها.
- (36) البنك المركزي المصري، التقرير السنوي لعام 2007 / 2008، ص ص 22 - 23.
- (37) وزارة المالية، التقرير المالي ديسمبر 2005.
- (38) وزارة المالية، التقرير المالي الشهري، 2017.



(39) مروان عطوان، الأسواق النقدية والمالية والبورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال، الجزء الثاني: مشكلات البورصات وانعكاساتها علي البلدان، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1993، ص 67.

(40) يقصد بالعمل التطبيقي أن البيانات الموظفة في النموذج المستخدم قد جاءت نتيجة الممارسة الفعلية للظواهر محل الدراسة.

(41) من المعروف أن طريقة المربعات الصغرى العادية تقوم على أساس افتراض مؤداه أن الظواهر الاقتصادية تتبع في سلوكها التوزيع المعتدل الطبيعي، وهذا يضمن أن بيانات الملاحق الرسمية للمتغيرات الاقتصادية بيانات مستقرة. أي أنه يشترط تطبيق طريقة المربعات الصغرى العادية للحصول على قيم حقيقة فعلية لمعاملات معدلات الانحدار المقدر بين متغيرات السلاسل الزمنية أن تكون بياناتها الزمنية مستقرة أو ساكنة "Stationary". ويقصد بالإصدار هنا أن يكون معدل التغير أو التقلب في بيانات السلاسل الزمنية قصيرة الأجل متناقصاً تدريجياً بما يضمن تقاربها مع وضع التوازن طويل الأجل To Converge. ولمزيد من الإيضاح يرجى الرجوع إلى عبد القادر عطية، الحديث في الاقتصاد القياسي بين النظرية والتطبيق، دار جامعة الإسكندرية، 2004، ص 644 - 668.

(42) ويقصد بخاصية التكامل المشترك التصاحب Association بين سلسلتين زمنيتين أو أكثر، بحيث تؤدي التقلبات في إحداها إلغاء التقلبات في الأخرى بطريقة تجعل النسبة بين قيمهم ثابتة عبر الزمن، المرجع السابق، ص 669 - 673.

(43) اللوغاريتم الطبيعي لبيانات السلسلة الزمنية يساعد في الحصول على استقرار تباين سلسلة البيانات المستخدمة عبر الزمن ومن ثم إزالة عدم السكون والحصول على نتائج حقيقية (وليس مزيفة) لتقديرات معدلات الانحدار باستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية. ولمزيد من الإيضاح. انظر: علي عبد الوهاب بهاء، العلاقة بين الاستثمار الأجنبي المباشر والصادرات والنمو الاقتصادي في كل من مصر وتونس والمغرب خلال الفترة (1970 - 2010)، المجلة الاقتصادية، كلية الدراسات الاقتصادية، والعلوم السياسية، جامعة الإسكندرية، 2017.

(44) لمزيد من الإيضاح راجع: الجزائر، حجازي، 2013، سياسة سعر الصرف الأجنبي والنمو الاقتصادي في مصر وخلال الفترة 1990 - 2009، الهيئة المصرية للتنمية والتخطيط، معهد التخطيط القومي، المجلد (21)، العدد الأول، يونيه، 2013، القاهرة.



(45) معدل التضخم السنوي صافي الاحتياطات الدولية، ومعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي، والعائد على الأسهم والسندات في سوق الأوراق المصرية.

(46) A null tolerance value indicated 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.

Sources <http://www.researchconsultation.com/multicollinearity-regression-spss-colnearity-diagnostics-vif-asp>

(47) لمزيد من مصادر البيانات وطبيعتها، ونتائج النموذج، ارجع إلى الملحق الإحصائي بنهاية البحث.

(48) يشير هذا المتغير إلى الحجم السنوي لقيمة تعاملات الأجنبي في سوق الأوراق المالية المصرية، وأن باقي متغيرات النموذج قد سير تعريفها في الأجزاء السابقة من الدراسة.

(49) لمزيد من مصادر البيانات وطبيعتها، ونتائج النموذج، ارجع إلى الملحق الإحصائي بنهاية البحث.

(50) A null tolerance value indicated 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.

Sources <http://www.researchconsultation.com/multicollinearity-regression-spss-colnearity-diagnostics-vif-asp>





# Middle East Research Journal

Refereed Scientific Journal  
(Accredited) Monthly



Issued by  
Middle East  
Research Center

Vol. 100  
June 2024

Fifty Year  
Founded in 1974



Issn: 2536 - 9504  
Online Issn: 2735 - 5233