

دور الاستثمار الأجنبي غير المباشر في تفعيل
أسواق الأوراق المالية في البلدان النامية
للمدة 1996 - 2010
(السوق المالية في مصر أنموذجا)

الأستاذ المساعد الدكتور فاضل جويد عواد
كلية الإمام الجامعة / بلد

ملخص البحث

من المعروف ان سوق المال يضم اسواقا فرعية اهمها سوق الاوراق المالية ، وتتميز هذه السوق بكونها استثمارا طويلا الأجل عند مقارنتها بالسوق النقدية . وتتمثل الوظيفة الرئيسية لها في تجميع مدخرات المجتمع وتوجيهها الى شراء اوراق مالية . وفي هذه السوق تتحول المدخرات الى رؤوس اموال وقروض الى مؤسسات تمارس أنشطة متنوعة بما يعمل على زيادة الاستثمار الحقيقي ومن ثم زيادة معدلات التشغيل والنمو في الاقتصاد القومي . وفي محاولة لاهياء سوق الاوراق المالية في مصر وإعادة تنشيط دورها لتؤدي دورها التنموي ، قامت الحكومة المصرية باتباع برنامج للإصلاح الاقتصادي والمالي يستهدف تحسين البيئة المنظمة لعمل تلك السوق وإزالة كل القيود على معاملات النقد الاجنبي للمستثمرين الاجانب في البورصة المصرية . بحيث سمح هذا البرنامج بحرية حركة دخول وخروج رؤوس الاموال من دون قيود .

Abstract

The finance market is divided into many subsidiary market . The major one is finance papers market . This market contains long time investment , in the comparison of monetary .The chief aims of this market is aggregation saving in the community to buy finance papers .

In this market the saving is charged to loans to increase growth in national economic

The study takes the finance market in Egypt .

المقدمة

تعد سوق الاوراق المالية إحدى اهم الاسواق الفرعية لسوق المال وتتميز بكونها استثمارا طويلا الأجل إذا ما قورنت بالسوق النقدية وتتمثل الوظيفة الرئيسية لها في تجميع مدخرات المجتمع وتوجيهها الى شراء أوراق مالية . وفي هذه السوق تتحول المدخرات إلى رؤوس أموال وقروض لمؤسسات تمارس أنشطة متنوعة في المجتمع بما يعمل على زيادة الاستثمار الحقيقي ومن ثم على زيادة معدلات التشغيل والنمو في الاقتصاد القومي .

وفي محاولة لإحياء سوق الاوراق المالية في مصر وإعادة تنشيطها لتؤدي دورها التنموي قامت الحكومة المصرية بإتباع برنامج للإصلاح الاقتصادي والمالي يستهدف تحسين البيئة المنظمة لعمل تلك السوق وإزالة كل القيود على معاملات النقد الاجنبي للمستثمرين الأجانب في البورصة المصرية ، بحيث سمح هذا البرنامج بحرية حركة دخول وخروج رؤوس الاموال من دون أية قيود . وبرغم اختلاف الآراء حول حرية تحرك رؤوس الاموال إلا أنه مع تزايد عملية عولمة الأسواق المالية في العقدين الماضيين تسارعت ظاهرة التحرير المالي وتعاضم دور إنتقالات رؤوس الاموال الاجنبية خلال عقد التسعينات من القرن الماضي ومطلع القرن الحالي حيث شكلت قيمة المعاملات المالية الرأسمالية نحو خمسة أضعاف معدلات التبادل التجاري ، وبالنسبة إلى الدول النامية فقد تسارعت حركة التدفقات المالية إلى هذه البلاد في أشكال متعددة منها استثمارات وأخرى في الحافطة .

أهمية الدراسة

نتيجة ما تعانيه الدول النامية من نقص في مصادر التمويل المحلية لدعم مشاريعها التنموية بدأت البحث عن مصادر خارجية بديلة للنهوض بمستويات التنمية تمثلت بعدة صور منها القروض الخارجية والاستثمار الاجنبي . ونتيجة خطورة الإعتماد على هذه القروض في تمويل عمليات التنمية الاقتصادية فيها ، فقد اتجهت الأنظار نحو استخدام الاستثمار الاجنبي بنوعيه المباشر وغير المباشر باعتباره محركا للنمو الاقتصادي الذي يساهم في زيادة القدرات الإنتاجية للاقتصاد المحلي . ونظرا إلى إتساع مجال دراسة الاستثمار الاجنبي ، وإنطلاقا من الأهمية التي يلعبها في الاقتصادات النامية المستقبلية لها تاتي أهمية التعرف إلى دور الاستثمار الأجنبي في أسواق الاوراق المالية الناشئة بوجه عام ، والبورصة المصرية بوجه خاص .

مشكلة الدراسة

على الرغم من انتهاج دول عديدة نامية سياسات إقتصادية وقانونية شأنها زيادة تدفقات الاستثمار الاجنبي غير المباشر إلى الدول النامية ، إلا انه ما زالت هنالك مخاطر ومعوقات يتعرض لها الاستثمار الاجنبي غير المباشر ومن ثم الحد من كمية رؤوس الاموال الأجنبية التي تستفيد منها هذه الدول . لذا فإن الدراسة تتصدى لدور الاستثمار الأجنبي غير المباشر في تنشيط البورصة المصرية كأ نموذج للدراسة .

هدف الدراسة

تهدف الدراسة إلى الإجابة عن ماهية المزايا التي يوفرها الاستثمار الاجنبي غير المباشر في الدول التي تبحث عنه . ومدى مساهمة هذا الاستثمار في نمو وتنشيط سوق الاوراق المالية في مصر .

فرضية الدراسة

تتطلب الدراسة من فرضية مفادها إن الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة تلعب دورا كبيرا في تنشيط حركة الاسواق المالية بما فيها سوق الاوراق المالية في مصر خلال مدة الدراسة الأمر الذي يؤكد أهمية الاصلاحات الاقتصادية والمالية لتحسين البيئة المنظمة لعمل تلك السوق وإزالة القيود على معاملات النقد الأجنبي للمستثمرين الأجانب .

خطة الدراسة

تم تقسيم الدراسة الى ثلاثة أقسام :

اولا : مفهوم سوق الاوراق المالية ومكوناتها ، ومزايا الاستثمار في بورصة الأوراق المالية .

ثانيا : استعراض الاستثمار الاجنبي غير المباشر في سوق الاوراق المالية وتناول أشكاله ومحدداته في الدول الناشئة والمخاطر المرتبطة بهذه الاستثمارات في المحفظة .

ثالثا : دراسة أثر الاستثمار الاجنبي غير المباشر على تنشيط سوق الاوراق المالية المصرية من خلال تحليل صافي حركة تعاملات المستثمرين الاجانب في البورصة المصرية خلال المدة 1996 - 2010 ، وانعكاسات الازمة المالية العالمية على البورصة المصرية . وفي النهاية استعراض النتائج والتوصيات والجداول .

أولا : مفهوم سوق الاوراق المالية ومكوناتها

إن إنخفاض رؤوس الأموال اللازمة لتمويل وتنفيذ البرامج الاستثمارية يعد أهم معوقات عمليات التنمية الاقتصادية في الدول النامية ، وتعد سوق الاوراق المالية إحدى أهم آليات توفير هذه الاموال ، فهي تمثل حلقة الوصل بين قطاعات الفئاض وقطاعات العجز والتي تفنقر الى السيولة لتمويل الاستثمار .

وعلى الرغم من أن سوق الأوراق المالية حديثة العهد بالنسبة إلى الأسواق الأخرى، إلا انها تطورت في الآونة الأخيرة تطورا كبيرا ، سواء من حيث التنظيم والامكانات والتسهيلات المتاحة للعاملين فيها ، لدرجة جعلتها تحظى بأهتمام بالغ في الدول المتقدمة والنامية على حد سواء ، وذلك لضخامة الاستثمارات المالية التي تتعامل فيها . وتعد سوق الأوراق المالية أحد عناصر السوق المالية في أي دولة والعمود الفقري لسوق رأس المال . (الجندي ، 2008 ، 52)¹

وينصرف القطاع المالي عادة الى الوحدات التي تؤدي دور الوساطة المالية بين مدخري الأموال ومستثمريها بما يؤثر في النشاط الحقيقي في الاقتصاد . (81 ، 2005 ، Key Findin)² وكما يتضح من الشكل (1) هيكل السوق المالية والذي ينقسم الى : (الأحمد ، 2007 ، 46)³

سوق النقد :

التي تتعامل مع القروض القصيرة الأجل ، ومن أبرزها أذونات الخزانة وشهادات الإيداع المصرفية القابلة للتداول .

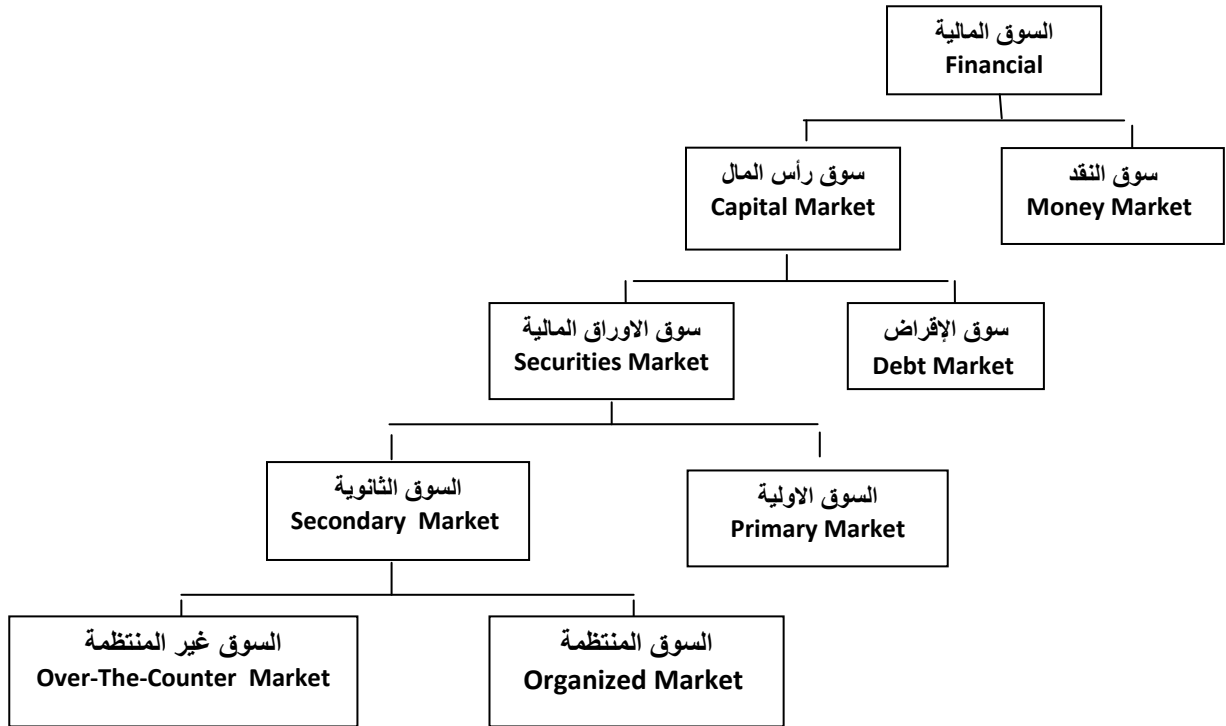
سوق رأس المال :

وهي تتعامل في القروض المتوسطة والطويلة الأجل ، ومن أمثلتها الأسهم والسندات الحكومية التي تصدرها الخزانة العامة للدولة . ومن هنا فهي لا تخرج عن كونها إطار مؤسسي تلنقي عبر قنواته قطاعات الفئاض الرأسمالي بقطاعات العجز الرأسمالي . (77 ، 2004 ، Ford)⁴ . هذه السوق تنقسم بدورها إلى قسمين رئيسين :

الأول : مؤسسات تعمل في الأموال والقروض الطويلة والمتوسطة الأجل مثل بنوك التنمية الصناعية والبنوك العقارية .

الثاني : هو سوق الأوراق المالية والتي تعد إحدى أهم الأسواق الفرعية لسوق المال ويتم الاستثمار فيها من خلال شراء الأوراق المالية (أسهم وسندات ...) وهي محل دراستنا في هذا البحث . وتنقسم هذه السوق من حيث الوظيفة الى سوقين رئيسيين هما : سوق الإصدار (السوق الأولية) وسوق التداول (السوق الثانوية) . كما في الشكل (1) (المبدر ، 2006 ، 54)⁵

الشكل (1) هيكل السوق المالية



ويتم في نطاق السوق الأولية معاملات الأوراق المالية لـ : (22 , 2009 , Miles)⁶

- أ- الشركات تحت التأسيس والتي تطرح أسهمها للاكتتاب العام لأول مرة .
- ب- زيادة رأسمال شركات قائمة بالفعل من شركات الاكتتاب العام بعد التأسيس .
- ج- إصدار سندات عند الحاجة إلى قروض طويلة الأجل بغرض زيادة الموارد المالية للوفاء بواجبات استثمارية مطلوبة وهو ما يمثل بديلاً للأقتراض من الجهاز المصرفي أو مكماً له .
- د- زيادة رأسمال شركات قائمة بالفعل من شركات الاكتتاب المغلق وفي هذه الحالة يقتصر الاكتتاب على المؤسسين والمساهمين الحاليين للشركة .

ويتم في نطاق السوق الثانوية معاملات الأوراق المالية بعد إصدارها ، أي بعد توزيعها بواسطة إحدى المؤسسات المالية المتخصصة ، وفيها يتم تداول الأوراق المالية التي تطرح للاكتتاب للجمهور من خلال سوق الإصدار حيث يلتقي الطلب والعرض ، ويكون بيع الأوراق المالية المطروحة للتداول بهدف الحصول على السيولة . ويطلق على هذه السوق اسم البورصة . وعلى الشركات المدرجة في هذه السوق أن تلتزم بشروط عديدة تتعلق بدرجة ونوعية الإفصاح المالي عن أداء هذه الشركات (حداد ، 2005 ، 102)⁷

و تتخذ السوق الثانوية شكلين هما : (Shapiro , 2003 , 152)⁸

- السوق المنظمة (الرسمية) : وهي السوق التي يجري فيها التعامل بالبيع وال شراء للأوراق المالية المقيدة بالبورصة خلال جلسات التنفيذ حيث تتميز بوجود مكان محدد يلتقي فيه المتعاملون بالبيع والشراء (البورصة) .
- السوق غير المنظمة (الموازية) : وهي السوق التي تختص بتداول الأوراق المالية سواء المسجلة او غير المسجلة بالبورصة ويتم التعامل فيها من خلال التفاوض ومن دون الخضوع لقواعد او إجراءات يجري فيها التعامل خارج قاعات البورصة .

وتستطيع الحكومة من خلال سوق التداول تحقيق اهداف اقتصادية من اهمها :

- تعبئة المدخرات اللازمة لتمويل عمليات التنمية الاقتصادية بطريقة غير تضخمية . حيث يمكنها طرح سندات خزانة لتصبح في متناول أفراد المجتمع وليس البنوك فقط .
- زيادة فاعلية السياسة النقدية حيث تمكن سوق التداول البنك المركزي من استخدام سياسة السوق المفتوحة بفاعلية .
- منح البنوك فرصة لتوظيف فائض سيولتها لأجل قصيرة من خلال تداول سندات الخزانة حيث تطمئن بذلك البنوك لسهولة استعادة ما تحتاج إليه من سيولة سريعة .

وتعرف سوق الأوراق المالية بأنها (سوق مالية يتم فيها تبادل الأوراق المالية من أسهم وسندات بهدف الاستثمار غير المباشر سواء من جهة المستثمرين المحليين او الاجانب ، يلتزم المتعاملون في البورصة بمراعاة القوانين واللوائح التي تنظم التعامل فيها ، وتقوم على إدارة البورصة هيئة تتولى الإشراف على تنفيذ هذه القوانين .) (العريض ، 2008 ، 16)⁹

كما يمكن اعتبارها (محفلا اقتصاديا انتخابيا يتم من خلاله معرفة القوة الاقتصادية بالنسبة للأطراف المتعاملة في السوق مما يؤدي الى التخصيص الكفء لرأس المال في الاقتصاد القومي وتحسين كفاءة الموارد الاقتصادية) . (سمور ، 2007 ، 20)¹⁰

ولابد أن نشير إلى أن سوق الأوراق المالية في كثير من الدول النامية شهدت تطورات سريعة تمثلت بتحرير أسواقها من القيود والسعي لأستيعاب مستجدات من الادوات والمؤسسات المالية ، والعمل بالتالي على زيادة جاذبية أسواقها للاستثمارات المحلية والأجنبية ، وكذا قدرتها التنافسية في مجال تقديم

الخدمات المالية وذلك ضمن برنامج الإصلاح الاقتصادي والتكيف الهيكلي في ظل نظام الاقتصاد الحر الذي تبنته معظم الدول النامية منذ منتصف السبعينات . ورغم هذا التطور إلا أن جميع الدول لم تتساو في هذا التطور ، فظهر في أدبيات الاستثمار العالمي اواخر القرن العشرين ما يعرف بـ (الأسواق الناشئة) وذلك للإشارة إلى أسواق الأوراق المالية في الدول النامية التي قطعت شوطا لا بأس به من التقدم الاقتصادي ولتمييزها عن تلك الأسواق في كل أقطاعات الدول المتقدمة والنامية .

وبالتالي يمكن أن نطلق على سوق الأوراق المالية في أي دولة سوقا ناشئة (صاعدة) إذا انطبقت عليها سمتان أساسيتان هما : (الطويل ، 2003 ، 85)¹¹

أ- وجود هذه السوق في اقتصاد نام لا يزال يواجه مشكلات أساسية على المستوى السياسي والاقتصادي والاجتماعي .

ب- أن تكون السوق بصدد نمو ، أي أنها أسواق ذات أحجام صغيرة مقارنة بالأسواق العالمية ولكنها تتمتع بقدرات متعددة لمواصلة النمو والتقدم .

وتتمثل سوق الأوراق المالية الناشئة حاليا بالاقتصادات الآسيوية الآخذة في النمو والمعتمدة على الصادرات ، والأسواق حديثة العهد بالخصخصة في أمريكا اللاتينية ، وكذلك تلك الموجودة بالدول الحديثة العهد بالنظام الرأسمالي في أوروبا الشرقية ، فضلا عن بعض الدول الأفريقية . وقد بلغ عدد أسواق الأوراق المالية الناشئة المدرجة في مؤشر مؤسسة التمويل الدولية 32 سوقا بآنتهاء عام 1998 ، ومنها 10 أسواق في دول شرق وجنوب آسيا و 7 أسواق في أمريكا اللاتينية ، و 15 سوقا في أفريقيا و أوروبا والشرق الأوسط ومن بينها مصر . (Mobius , 1996 , 110)¹²

1- مزايا الاستثمار في بورصة الأوراق المالية

يتم من خلال البورصة :

- الانتقال اللحظي لملكية الأوراق المالية المتداولة بما يضمن سلامة المعاملات وزيادة كفاءتها .
- حماية حقوق المستثمرين من خلال ما أدخلته قوانين الاستثمار من وسائل لحماية المستثمر وتحقيق الأمان في السوق ، ومن بين هذه الوسائل إنشاء صندوق ضمان للتسويات والتأمين ضد المخاطر .
- تنظيم سوق الإصدار وتسهيل إجراءات تأسيس الشركات .
- تنظيم تداول الأوراق المالية في السوق الثانوية ، مع تطوير البنية الأساسية للبورصة بتأسيس نظام فعال للتداول الآلي للأوراق المالية .
- إتاحة تنويع المحافظ الكبرى للدول والمؤسسات المالية الضخمة وكبار المتعاملين .
- التخصيص الكفء لرأس المال وتحسين كفاءة الموارد المستثمرة على أفضل المشروعات أداء " ،
- لكون سوق الأوراق المالية محفلا اقتصاديا انتخابيا تتم من خلاله القوة الاقتصادية بالنسبة إلى الأطراف المتعاملة في السوق. (Levine , 1996 , 6)¹³

2- العوامل المؤثرة في سوق الأوراق المالية

أ- التضخم

يعد التضخم العدو الأول لرأس المال لما يمثله من إنخفاض في كل من قيمته والقوة الشرائية للمدخرات فتكون نتيجة ذلك سرعة التخلص من تلك الأصول التي فقدت قيمتها وإحلال الأصول العينية محلها . (النجار ، 2001 ، 14)¹⁴

ب- المضاربة

وهي تتم بقصد الإفادة من تقلبات أسعار الأوراق المالية ، حيث تتم بناء " على تقديرات المضاربين. غير أنه لا يمكن إعتبار جميع المضاربات ذات تأثير سلبي في أسواق الأوراق المالية ، إذ إنها تساعد، إذا ما بنيت على الحقائق الاقتصادية ، على إزدهار البورصة وتنشيطها . أما في الحالات التي تتم فيها المضاربة بشكل سريع ومفاجئ فإنها قد تتسبب في انهيار البورصات. ولذلك يتم في الغالب فرض عقوبات شديدة لأي مضارب يحاول التأثير في أسعار البورصة بأي وسيلة غش . (شحاته وآخرون ، 1999 ، 56)¹⁵

ج - انتقال العدوى بين البورصات

إذا ما حدث هبوط في إحدى البورصات او تطور في أسعار بعض الأوراق المالية فإنه سرعان ما تنتقل عدواه إلى باقي البورصات وذلك بناء على مدى الاتصال القائم بين البورصات بعضها ببعض .

ثانياً: الاستثمار الاجنبي غير المباشر في سوق الاوراق المالية

تعاني معظم الدول النامية من عدد من المشكلات التي تؤثر في خطط التنمية فيها ، وأهم هذه المشكلات عدم توافر رؤوس الاموال ، الامر الذي يستلزم ضرورة توافر برامج ملائمة لتمويل الخطط التنموية في هذه الدول سواء من خلال مصادر محلية وأجنبية . بتفحص هذه المصادر يظهر لنا عدة حقائق ، منها عدم كفاية مصادر التمويل المحلية والناجم من وجود فجوة في الموارد المحلية بين الاستثمار والادخار وكذلك فجوة في العلاقات الخارجية بين الصادرات والواردات . وكذلك خطورة الاعتماد على مصادر التمويل الخارجية كالإقتراض الخارجي حيث تزداد أعباء المديونية بحيث أصبحت مبالغ خدمة الدين أكبر مما تحصل عليه هذه الدول من قروض جديدة ومعونات إقتصادية وهو ما أسماه بعض الاقتصاديين بالتدفق العكسي للموارد . وقد ترتب أزمة المديونية الخارجية أبعاداً سياسية وأخرى اقتصادية هامة تتمثل بإستنزاف إحتياجات الدول المدينة من النقد الاجنبي ومن ثم إضعاف قدرتها على الاستيراد ، وإنخفاض معدلات الاستثمار ومن ثم معدلات التشغيل والنمو وما تنسحب عليه من زيادة معدلات التضخم . (عطا الله ، 2009 ، 68)¹⁶

من هنا بات من الواضح ضرورة اللجوء الى مصدر اخر أكثر أمناً الا وهو تنمية الاستثمار الاجنبي بشقيه المباشر وغير المباشر . والاستثمار قد يكون حقيقياً أو مالياً ، والاستثمار المالي يعبر عن الاستثمارات التي لا يترتب عنها سوى إنتقال الملكية للسلع الرأسمالية من طرف لآخر دون إحداث

زيادة في الطاقة الانتاجية للمجتمع ، كسواء الاسهم والسندات وغيرها من الاوراق المالية . من ناحية أخرى قد يكون الاستثمار داخلياً أو أجنبياً . فالاستثمار الاجنبي هو نوع من أنواع الاستثمار ((يعبر عن امتلاك إحدى المؤسسات أو احد الافراد في دولة ما لأصول مؤسسات تعمل في دولة أخرى . وينقسم الاستثمار الاجنبي الى نوعين هما المباشر الذي ينطوي على مشاركة المستثمر الاجنبي في إدارة المشروع مع المستثمر الوطني في حالة الاستثمار المشترك أو سيطرته التامة على الادارة والتنظيم في حالة ملكيته المطلقة لمشروع الاستثمار ، وغير المباشر ويكون مجال الاهتمام في هذا البحث ولذا نتعرض لدراسته في النقاط التالية:

1- مفهوم الاستثمار الاجنبي غير المباشر

ينطوي مفهوم الاستثمار الاجنبي غير المباشر او الاستثمار الاجنبي في الاوراق المالية على (تلك الاستثمارات الموجهة لشراء الاوراق المالية والتي تصدرها الهيئات العامة او الخاصة في الدول النامية، على أن يكون للأجنب منها ما يخول لهم حق إدارة المشروع أو إتخاذ القرارات أو الرقابة على تلك المشروعات المرتبطة بإستثماراتها) (IMF,2000,95)¹⁷ .

من هذا التعريف نجد أنه لا يخول للأجنب حق إدارة المشروع أو إتخاذ القرارات أو الرقابة ، في حين يكون لهم الحق في الحصول على عائد نظير مشاركتهم. وعلى ذلك فهو يختلف عن الاستثمار الاجنبي المباشر في أنه يقتصر الانتقال عادة على عنصر رأس المال فقط كما يعد استثماراً قصير الأجل اذا ما قارناه بالإستثمار الأجنبي المباشر.

2- أشكال الإستثمار غير المباشر في سوق الاوراق المالية

أ- منظور طريقة الحصول على الاصول المالية

وفي هذا المنظور يتخذ الاستثمار الاجنبي غير المباشر الصور التالية (35 , 1999 , IFS)¹⁸ أولاً: شراء أوراق مالية مباشرة من البورصة : ويقصد بذلك النوع التعامل المباشر للأجنب بالشراء والبيع في بورصات الاوراق المالية سواء من السوق الاولى أو الثانوية ، بحيث لا تتعدى مساهمة المستثمر في الشركة 10 بالمئة لأن تجاوز هذه النسبة يعني تحوله إلى إستثمار أجنبي مباشر يتيح للمستثمر الاجنبي فرصة السيطرة على الشركة. وإذا مانظرنا الى هذا النوع في الدول الناشئة نجده قد ارتفع من 3,1 مليار دولار عام 1990 الى 34 مليار دولار عام 1993 ، ثم انخفض الى 14.2 مليار دولار و 23 مليار دولار في عامي 1994-1995 على التوالي نتيجة أزمة المكسيك. وكذلك شهد هذا النوع من التدفق انخفاضاً في النصف الثاني من عام 1997 بحيث كانت أكثر خمس دول تضرراً بهذه الازمة هي اندونيسيا ، ماليزيا ، الفلبين ، كوريا الجنوبية، تايلاند ، حيث سجل تدفق خارجي يقدر بنحو 12 مليار دولار ، وهو ما يمثل نحو 10 بالمئة من الناتج المحلي الاجمالي لهذه الدول مجتمعة . وكان ذلك نتيجة لازمة جنوب شرق اسيا. (حسن، 2005، 62)¹⁹ .

ثانياً: صناديق الاستثمار الدولية : وهي تجمع الاموال من المستثمرين لاستثمارها في أسواق عديدة خارج الدولة الأم ومن ثم نجد منها ما هو دولي وما هو اقليمي ، ولهذا النوع من الاستثمارات العديد من المزايا سواء للمستثمر الاجنبي او للشركات المحلية في السوق المحلية للبلد الأم . فهي تتيح للمستثمر فرصة التنوع في أسهم دولية بتكلفة منخفضة ، وبالتالي يخفض من درجة المخاطر التي يتعرض لها خصوصاً في ضوء إدارة هذه المحفظة من مديرين متخصصين . أما بالنسبة إلى الشركات المحلية فتتيح لها فرصة النفاذ الى الاسواق العالمية وخفض تكلفة الحصول على رأس المال (UN , 1999 ,188)²⁰

ثالثاً: الاصدارات العالمية : قامت عدة أسواق ناشئة في الافادة من رؤوس الاموال الاجنبية من خلال إصدارات تسجل في البورصات العالمية والتي تتصف بالعمق ، مايتيح للشركات توظيفاً سريعاً لحجم من الاوراق المالية التي يصعب توظيفها في السوق المحلية ، وتوسيع قاعدة رأس المال خارج الحدود الوطنية ، ومن ثم خفض تكلفة رأس المال وعادة تتطلب هذه الاصدارات توافر بعض الشروط في الشركة المصدرة من حيث كونها متميزة الاداء في السوق المحلية في مجال تخصصها الإنتاجي ، وإن تتمتع بأداء مالي وإداري جيد ، وأن يكون لها بيانات وتقارير دورية معدة وفقاً للمعايير المحاسبية المقبولة دولياً ، وتشترط بعض الاسواق العالمية إتباعها لنظم المحاسبة الدولية . وقد إرتفعت الاصدارات العالمية من شهادات الإيداع الدولية والأمريكية خلال الفترة (1990-1996) بمعدل نمو في المتوسط نحو 30 بالمئة وقد مثلت تلك الاصدارات نهاية عام 1995 نحو 6 بالمئة من اجمالي القيمة السوقية لاسهم الاسواق الناشئة في مؤشر مؤسسة التمويل الدولية . (IFC، 1998 ، 79)²¹.

رابعاً: صناديق رأس المال المخاطر : وتعمل هذه الصناديق على تقديم التمويل و الخبرات الادارية والفنية للشركات التي لم تسجل في البورصة بصفة خاصة الشركات الصغيرة والمتوسطة والتي يطبق عليها برنامج الخصخصة ، بشرط ان يتوقع لها معدل نمو جيد في المستقبل يحقق من خلاله الصندوق أرباحه . ويتطلب وجود هذا النوع من الصناديق توافر بيئة اقتصادية مستقرة ، وسوق مالي يتميز بالنشاط والسيولة ، وإطار قانوني يتسم بالشفافية . وتشير إحصاءات مؤسسة التمويل الدولية في 1996 إن صناديق رأس المال المخاطر إستثمرت 196 مليون دولار في 49 من صناديق رأس المال المخاطر في الاسواق الناشئة مثلت نحو 8,6 بالمئة من رأس المال السوقي لهذه الاسواق ، وإستحوذت آسيا وأمريكا اللاتينية على 59 بالمئة من هذه الصناديق (IFC ، 1996 ، 25)²² .

ب- منظور تعدد الحصول على الاوراق المالية

في هذه الحالة نجد أن الاستثمار الاجنبي غير المباشر قد يكون فردياً ويقصد به شراء أصل واحد فقط حتى لو تكررت الوحدة المشتراة من هذا الاصل . ومتعدد إذا اشتمل على نوعين أو أكثر من

الاصول المالية وهو ما يطلق عليه (محفظة الاوراق المالية) وهو تعبير يعني مجموع ما يملكه المستثمر من أصول مالية .

3-محددات جذب الاستثمار الأجنبي غير المباشر في أسواق الأوراق المالية للدول الناشئة (عوامل الجذب والطرْد)

يتسم النظام العالمي الجديد في ظل العولمة وتحرير التجارة الدولية وحرية انتقال رؤوس الاموال بزيادة حجم الاستثمار الأجنبي بنوعيه المباشر وغير المباشر وتسعى الدول بكل السبل لخلق بيئة أكثر ملائمة للإستثمارات مع ضرورة مراعاة متطلبات التنمية لديها وإقرار السياسات التي من شأنها تحقيق أقصى منفعة من هذه الاستثمارات تجنب السلبيات الناجمة عنها .

ومع بداية التسعينات من القرن العشرين حدثت طفرة في تدفقات رؤوس الاموال الأجنبية الى الاسواق الناشئة. فعلى سبيل المثال إرتفع حجم الإستثمارات الأجنبية في الخارج خلال النصف الاول من تسعينات القرن الماضي بأكثر من 25 مره بالمقارنة بثمانينياته . (wb, 1997, 150) ²³ .

وبالنظر الى التوزيع الجغرافي لتدفق هذه الاستثمارات الى الاسواق الناشئة نجد أنها تنوعت فكما أوضحت الدراسة المعدة بمعرفة البنك الدولي أن هناك تركزاً بتلك التدفقات في منطقتي آسيا وامريكا اللاتينية حيث فاز نصيب إقليم شرق آسيا وجنوب آسيا بنصيب الأسد من إجمالي التدفقات خلال الفترة من (1990-1996)، إذ بلغ نحو 46,5 بالمئة في المتوسط من صافي التدفقات ، أما نصيب أمريكا فكان نحو 32.6 بالمئة ونحو 19 بالمئة الى إقليم وسط آسيا وأوروبا ، بينما كان نصيب إقليم الشرق الأوسط وأفريقيا ضئيلاً حيث لم يمثل سوى 1.6 بالمئة . كما أوضحت الدراسة تنوع تركيز هذه الاستثمارات ايضا على مستوى الدول ، فكانت في الصدارة التدفقات الموجهة الى المكسيك والبرازيل وأندونيسيا وتايلاند والصين وكوريا الجنوبية في إقليم آسيا ، ثم احتلت دول جنوب آسيا ووسطها المرتبة التالية ، في حين استمرت دول الشرق الاوسط في مرتبة متأخرة وتراجع تدفق الاستثمار الى دول افريقيا.

ونجد ان تنوع حجم الاستثمارات الاجنبية في الاسواق الناشئة يرجع الى عوامل الجذب والطرْد لهذا النوع من الاستثمارات في اسواق الاوراق المالية في الدول الناشئة والتي يمكن عرضها في مايلي :

أ- عوامل الدفع

ويقصد بها العوامل الخارجية التي حدثت في البيئة الاقتصادية العالمية ومنها : (Bhaskarm , 2005 , 17) ²⁴

(1) الاستفادة من مزايا التنويع الدولي : من المعلوم انه كلما زاد حجم محفظة الاوراق المالية (درجة التنويع بها) ادى ذلك الى انخفاض المخاطرة الكلية ، من هنا تظهر أهمية مفهوم جديد هو التنويع الدولي الذي غالبا مايتحكم خلاله المستثمر الاجنبي في المخاطر السوقية عن طريق تضمين المحفظة الاستثمارية الخاصة به لاصول مالية لمنشآت تمارس نشاطها في دول مختلفة. (folterts , 1997, 127) ²⁵ .

(2) إنخفاض أسعار الفائدة في الاسواق العالمية : لقد انخفضت ، على سبيل المثال ، معدلات الفائدة في البنوك الفيدرالية الامريكية في الولايات المتحدة من 9,8 بالمئة في نيسان/أبريل 1989 الى 2,9 بالمئة في تشرين الثاني / نوفمبر 1992 ، وقد حفز هذا الانخفاض في معدلات الفائدة المستثمرين في الدول الصناعية المتقدمة على الاستثمار في أسواق الاوراق المالية الناشئة في الدول النامية ذات العائد المرتفع على الاستثمار في الاوراق المالية ، وقد مثلت الاسواق الناشئة مصدر جذب لكثير من هذه الاستثمارات نظراً الى ماتمتع به من قدرة على تحقيق مكاسب مرتفعة (Feldman ، 125، 1998).²⁶

ب- عوامل الجذب

ويقصد بها العوامل الداخلية المتعلقة بالهيكل الاقتصادي لهذه الدول والمتمثلة ب :

(1) إرتفاع معدلات النمو الاقتصادي : يعتبر تحقيق معدلات نمو مرتفعة في حجم الناتج القومي في بعض الدول النامية ذا تأثير ايجابي في سوق الاوراق المالية بها حيث يبعث على التفاؤل في المستقبل بما يزيد حركة التعامل فيها . ويشير تقرير لصندوق النقد الدولي عام 1998 الى ان الاسواق الناشئة تحقق أداء أفضل من الاسواق المتقدمة بسبب معدلات النمو الاقتصادي الاعلى ، وقد حققت بعض هذه الاسواق عائداً على الاستثمار اعلى من اسواق الاوراق المالية في الدول المتقدمة ويتوقع ان يستمر هذا الاتجاه مستقبلاً وأن يتعدى العائد المتوقع للاستثمار في اسهم الاسواق الناشئة لمثيله في الاسواق المتقدمة. (IMF, 1998 , 44)²⁷ .

(2) استقرار سعر الصرف : من المعروف أن تقلبات سعر الصرف تؤثر سلباً في تدفق رأس المال الاجنبي الى الدول النامية . حيث تتأثر تعاملات الاجانب بمدى استقرار أسعار الصرف في مختلف الدول ، وقد عملت عدة دول ناشئة على استقرار أسعار صرف عملتها مقابل العملات الاخرى من اجل جذب المزيد من الاستثمارات الاجنبية الى هذه الاسواق في اطار سياسات التثبيت والتكيف الهيكلي .

(3) اتباع سياسة الخصخصة : يعد وجود سوق نشطة للأوراق المالية مطلباً أساسياً لنجاح ودعم اساليب الخصخصة المتبعة لجذب المدخرات المحلية والاجنبية ، وهذا الاتجاه نحو القطاع الخاص يعمل على تنشيط الاوراق المالية . ولذلك فإن العلاقة بين سياسة الخصخصة ووجود سوق نشطة للأوراق المالية هي علاقة تبادلية.

(4) المخاطر المرتبطة بالاستثمارات الأجنبية في المحفظة : يرى بعض الاقتصاديين ان هناك بعض المخاطر التي ترتبط بالاستثمارات الاجنبية بمحفظة الاوراق المالية وبخاصة ان كانت تلك التدفقات قصيرة الأجل وشديدة التقلب ما قد يؤدي إلى الاضرار بإستقرار الاقتصاد الكلي عند دخولها وكذلك عند خروجها .

بناءً على ذلك فإنه يمكن تقسيم المشكلات المرتبطة بتدفق الاستثمارات الأجنبية في المحفظة الى مايلي : (عبد التواب ، 2006 ، 358)²⁸ .

أ- حالة زيادة تدفقات رؤوس الاموال للإستثمار بالمحفظة

عندما تتدفق هذه الاستثمارات الى الداخل بكميات كبيرة وبشكل مفاجئ فإنها تؤدي الى :

- إرتفاع في سعر العملة الوطنية (نتيجة زيادة الطلب عليها) الامر الذي يضر بالصادرات ويزيد الواردات فيزداد العجز في الميزان التجاري .
- التوسع في حجم الاصول المالية المحلية وزيادة الطلب على السلع المحلية ، وماقد ينتج من ذلك من زيادة في معدلات التضخم .
- تبعاً لنظام سعر الصرف السائد فإن أسعار الفائدة المحلية سوف تتذبذب فتتخف (في حالة الصرف الثابت) و/أو أن ترتفع (في حالة سعر الصرف المعووم) فتؤدي الى عرقلة إصلاحات التجارة وتدهور القدرة التنافسية للدولة ، وبالتالي فإن احتمال عدم الاستقرار في الاقتصاد الكلي ستجعل تدفقات رؤوس الاموال نفسها غير مستقرة أيضاً .
- كل هذه التحركات في الاسعار يمكن ان تكون مصدراً هاماً لعدم اليقين الذي يمنع المستثمرين (الاجانب والمحليين) من الاستثمار ، ويمكن في الوقت نفسه ان يضر بالإقتصاد في مجموعه اذا كانت التقلبات في اسعار الفائدة أو اسعار الصرف واسعة للغاية .

ب- حالة الخروج المفاجئ لرؤوس الاموال الاجنبية

في إحتمال أن يتخذ المستثمرون الاجانب قراراً مفاجئاً بمغادرة البلد الذي يستثمرون فيه ، ما قد يكون له ضرر بالغ من حيث احداث تقلب كبير في أسعار الصرف او الارتفاع في اسعار الفائدة أو كليهما .

ويمكن تقسيم أسباب خروج رؤوس الاموال الاجنبية الى الحالتين الاتيتين :

- حالة ما إذا كانت التدفقات مؤقتة من نوع الاموال الساخنة وهذا النوع من التدفقات يكون الدافع الى اجتذابه عادة إما وجود اختلالات في السوق او خطأ في السياسات يؤدي الى خلق فجوة واسعة بين أسعار الفائدة الداخلية والخارجية . كأن يقوم البنك المركزي بخفض أسعار الفائدة المحلية بشكل يؤدي الى خلق فجوة واسعة بين اسعار الفائدة الداخلية والخارجية .
- حالة خروج بسبب صدمة سلبية كتطور سياسي غير متوقع او انخفاض في ثمن سلعة التصدير الاساسية او الزيادة في ثمن سلعة الاستيراد الرئيسية او التغير في الضرائب التي تفرضها الدول على حيازة المستثمرين الاجانب للأصول المالية المحلية ، ما يؤثر سلباً في العائد من هذه الاصول المالية .
- وفي كلتا الحالتين سيكون ذلك دافعاً للمستثمر الاجنبي لان يحول امواله الى خارج البلد ، وسيكون رد فعله المبدئي بيع حيازاته من الاوراق المالية المحلية ، ما يؤدي الى انخفاض اسعارها وبالتالي

انخفاض في المؤشر العام للبورصة ، ويشترى بعائدها عملة اجنبية وهو ما يؤدي الى ضغوط على نظام سعر الصرف وربما الى انخفاض في سعر العملة المحلية او ارتفاع في سعر الفائدة المحلية او وعندما تخرج تلك الاستثمارات على نحو مفاجئ فإنها تؤدي الى : انخفاض سعر صرف العملة الوطنية وتدهور اسعار الاصول العقارية والمالية وتدهور معدلات الربح وتزايد العجز في ميزان المدفوعات وفقدان ثقة المستثمرين الاجانب في السوق المحلية واستنزاف الاحتياطيات الدولية للبلد وبخاصة اذا حاول البنك المركزي أن يدافع عن سعر صرف العملة الوطنية مع وجود ضغوط قوية لتدهور قيمة العملة .

ج- مخاطر العملات

يتضمن الاستثمار في السوق الناشئة أصولاً مقيمة بعملة اجنبية معرضة لتذبذب اسعارها ، فإذا ما انخفضت قيمة تلك العملة فان ذلك يعني عائدات أقل عند قياسها بالعملة الاساسية للمستثمر ومن ثم انخفاض تدفقات رأس المال للداخل . حتى مع ارتفاع قيمة العملة الاساسية للمستثمرين الاجانب فقد يخلق عائداً غير متوقع يدفع المستثمرين الاجانب الى تحويل اموالهم الى خارج البلاد ، او قد يؤدي الى قيام هؤلاء المستثمرين الاجانب ببيع الاصول المحلية التي يملكونها لشراء العملة الاجنبية . وفي هذه الحالة اذا عجز البنك المركزي عن اتخاذ الخطوات اللازمة لتلاشي تلك الآثار نظراً الى انخفاض مستوى الاحتياطيات الاجنبية لديه فقد يترتب على ذلك اختلال في ميزان المدفوعات ، وتصبح تلك التقلبات في اسعار الصرف مصدراً خطيراً لعدم التأكد وهو أمر يعوق أيضاً الاستثمار الاجنبي . ونجد ان مثل هذه المخاطر تتزايد في كثير من الاسواق الناشئة بسبب عدم الاستقرار الاقتصادي ووجود معدلات مرتفعة من التضخم المحلي ، بحيث تنخفض قيمة العملة وعندما تتزامن المستويات المرتفعة من التضخم مع الانخفاض في مؤشر السوق يحصل تآكل شديد لمحفظة المستثمرين (72 ، 1998 ، Antony)³⁰ .

ثالثاً : اثر الاستثمار الاجنبي غير المباشر في تنشيط سوق الاوراق المالية المصرية

ان لسوق الاوراق المالية جانباً ايجابياً يتمثل بانها تؤدي دوراً مهماً في تحقيق التنمية الاقتصادية من خلال اتاحة قناة اضافية ، الى جانب المصارف والتمويل الذاتي ، لتمويل انشاء شركات جديدة او التوسع في الشركات القائمة من خلال طرح الاوراق المالية المختلفة . كما تؤدي مهمة الحفاظ على الاستقرار الاقتصادي من طريق اتاحة الفرصة لانتقال ملكية الاصول من دون المساس بالاصول ذاتها . وبرغم هذا الجانب المنير لاسواق الاوراق المالية ، وبخاصة في الدول النامية ، الا ان لها جانبها السلبي الذي قد يطيح منافعها ، والأخطر حينما تصبح هذه الاسواق مجالاً للمقامرة فقط . وربما ان تدفقات رؤوس الاموال الى مصر ، بغرض الاستثمار في المحافظة المتمثلة بتعاملات الاجانب في سوق الاوراق المالية المصري الهامة للحساب الرأسمالي الذي بدأت مصر في تحريره ضمن اطار برنامج اصلاح الاقتصاد والمالي والتكيف الهيكلي حيث اتخذت العديد من الاجراءات لتحرير حساب ميزان

المعاملات الرأسمالية في ميزان المدفوعات ، إذ كان لابد من دراسة الدور الذي يلعبه المستثمر الاجنبي في سوق الاوراق المالية المصرية خلال فترة الاصلاح الاقتصادي بصفة عامة لأن طبيعة الدور الذي يمارسونه يؤثر بشكل كبير سلباً او ايجاباً في تماسك سوق الاوراق المالية المصرية .

1- تحليل صافي حركة تعاملات المستثمرين الاجانب في سوق الاوراق المالية في مصر :

حاولت برامج الاصلاح الاقتصادي التي انتجتها مصر اجتذاب استثمارات رأس المال الاجنبي غير المباشر في سوق الاوراق المالية المصرية ويظهر الجدول (1) صافي تعاملات المستثمرين الاجانب في البورصة المصرية خلال الفترة من 1996 وحتى عام 2011 ، حيث يتضح وجود تذبذب مستمر تأثراً بالعوامل السياسية والاقتصادية داخل وخارج مصر . فنجد ارتفاعها في الاعوام التي شهدت فيها البورصة المصرية مجموعة من التطورات من خلال القوانين والاجراءات التي تنظم عمل البورصة او من خلال ادخال ادوات مالية جديدة . فقد ارتفعت قيمة صافي تعاملات الاجانب بشكل ملحوظ في الاعوام 2005 وحتى 2007 مقارنة بالاعوام السابقة ، كما تراجعت وتأثرت بشدة بالأزمات المالية العالمية فبلغت قمماً سالبة في أعوام 1998 تأثراً بأزمة جنوب شرق اسيا وعام 2008 بالأزمة المالية العالمية وفي عام 2011 عقب ثورة كانون الثاني / يناير حيث وصلت القيم على التوالي الى سالب (990) ، (2074) ، (4160) مليون جنييه . (بيومي ، 2008 ، 25)³¹

واذا ما نظرنا بشكل تفصيلي الى تحليل حركة تعاملات المستثمرين الاجانب سنوياً بصفقتهم مشترين خلال الفترة 1996-2011 لوجدنا تأثرها بالعديد من الظروف المحلية والاقليمية والعالمية . فبعد ان بدأ التعامل بنحو 1.1 مليار جنييه شراء عام 1996 زادت لتصل 5.1 مليار جنييه عام 1997، ثم انخفضت في العام التالي مباشرة لتصل الى 3.4 مليار جنييه اي بنسبة 33.3 بالمئة عن العام السابق لها . قد يعزى هذا الانخفاض الى ما واجهه الاقتصاد المصري أواخر عام 1997 من صدمات اثرت سلباً في ادائه ؛ من هذه الصدمات انخفاض اسعار البترول واضطراب البيئة الاقتصادية الدولية بسبب الأزمة المالية الآسيوية ، اضافة الى حادث الاقصر والذي كان له اثره السلبي في حركة المستثمرين الاجانب شراءً وبيعاً. اما في عام 1999 فقد زادت حركة شراء الاجانب لتصل الى 8.8 مليار جنييه بزيادة بنحو 159 بالمئة عن العام السابق ، وبالتالي زاد صافي حركة التعامل لتصل الى 3.2 مليار جنييه والتي قد ترجع لابتهاج سياسة استحواد الاجانب على بعض الصناعات في مجالات متعددة ، من اهمها صناعة الاسمنت ، وبخاصة مع اتجاه الدول المتقدمة نحو انتهاج سياسات تحافظ على نظافة بيئتهم من التلوث . (احمد ، 2009 ، 31)³²

وفي عام 2000 وكنتيجة لزيادة الاستقرار الاقتصادي في مصر واحرازها نجاحاً في برنامجها للإصلاح الاقتصادي تزايدت ثقة المستثمرين الاجانب في البورصة المصرية فارتفعت بذلك حركة التعامل بالشراء لتبلغ 11.6 مليار جنييه بمعدل زيادة عن العام الذي يسبقه يقدر بنحو 32 بالمئة ، كما ارتفع صافي التعامل لتصل لنحو 4.1 مليار جنييه محققة نسبة زيادة 28.1 بالمئة ، غير انه مع احداث ايلول / سبتمبر 2001 التي شهدتها الولايات المتحدة الامريكية تأثرت حركة التعامل الشرائي

للأجانب حيث انخفضت الى 4.1 مليار جنيه بنسبة انخفاض بلغت 65 بالمئة عن عام 2000 ، كما انخفض صافي حركة التعاملات لتصل الى 276 مليون جنيه .

ومع بداية التخلص من آثار الازمة بدأ تنامي حركة التعاملات مرة اخرى عام 2002 ولكن بشكل حذر لتصل الى 5.1 مليار جنيه بنسبة زيادة 24 بالمئة عن العام الذي يسبقه ، كما ازداد صافي حركة التعاملات لتصل لنحو 560 مليون جنيه . وقد استقر التعامل الشرائي سنة 2003 عند المستوى اياه ، اي 5.1 مليار جنيه . ومع قرار تحرير سعر الصرف في العام نفسه ارتفع صافي التعامل ليصل الى 798 مليون جنيه بعد ان كان 560 مليوناً في عام 2002 .

وبرغم زيادة حركة الشراء عام 2004 والتي وصلت لنحو 10.026 مليار جنيه الا انه قد صاحبها ارتفاع في حركة البيع حيث وصلت الى 9.937 مليار جنيه بعد ان كانت 4.339 مليار جنيه في عام 2003 ما أثر في انخفاض صافي حركة التعامل لتصبح 287 مليون جنيه . (البنك الاهلي المصري ، 2001 ، 25)³³.

ونتيجة لبعض العوامل الايجابية ، والتي منها وضع وزارة الاستثمار برنامجاً لتنشيط البورصة المصرية في بداية عام 2005 يتضمن تطوير الادوات المالية واستحداث ادوات اخرى جديدة ؛ هذا الى جانب تكثيف الاستفادة من تكنولوجيا الاتصالات والمعلومات وتعزيز نظم الرقابة والافصاح ؛ ناهيك بالدور الذي لعبه برنامج الخصخصة في تنشيط المعاملات بالبورصة بصورة غير تقليدية ؛ فقد شهد عام 2005 طفرة كبيرة في حجم مشتريات الاجانب وصلت الى 47.8 مليار جنيه بمعدل زيادة 378 بالمئة عن العام الذي يسبقه ، وكان صافي حركة التعامل 7.03 مليار جنيه وهو ما يمثل 15 بالمئة فقط من اجمالي حركة التعامل بالشراء ، وقد جاء هذا العام كأفضل اعوام البورصة المصرية بالمقارنة بما يسبقه من اعوام ما جعل البورصة المصرية فيه تقع على قمة البورصات الناشئة . وبرغم ما يدل عليه هذا الموقف من تزايد ثقة الاجانب في تعاملات البورصة المصرية ، والذي انعكس على تزايد حركة الشراء ، الا ان صافي التعامل وحجم الاموال الحرة التي تركت بالبورصة كانت منخفضة . وقد أعطى هذا الامر انطباعاً بأن تلك الاستثمارات تشبه الاموال الساخنة التي تتدفق سريعاً الى البورصة ثم تنسحب بالسرعة نفسها مرة اخرى خارجة منها محققة ارباحاً رأسمالية كبيرة لحائزي الاوراق المالية بحيث لا يستفيد الاقتصاد المستقبل منها شيئاً ما يعني ضرورة التعامل مع تلك الاموال بكثير من الحذر حيث تترك آثاراً سلبية على المتعاملين المحليين في البورصة . (عبد الحليم ، 2004 ، 55)³⁴ .

ولقد استحدثت الزيادة الحادثة عام 2005 زيادة اخرى في مشتريات الاجانب في سوق الاوراق المالية المصرية بشكل ملحوظ عام 2006 حيث وصل حجم مشترياتهم في هذا العام نحو 91 مليار جنيه ، كما قفز صافي حركة التعامل الى 18.5 مليار جنيه . ولكن نجد الحال يتغير في عام 2007 اذ شهد تراجعاً في حجم الشراء مصحوباً بزيادة حجم المبيعات نتج منه انخفاض صافي حركة تعاملات الاجانب بالبورصة لتصل الى 8.06 مليار جنيه بعد ان كانت 18.6 مليار جنيه في العام السابق له مباشرة .

غير انه قياساً على عام 2008 نجد ان الزيادة استمرت في حجم المبيعات فكانت بنحو 26 بالمئة عن عام 2007 بشكل فاق حجم المشتريات وكانت نتيجة ذلك صافي تعامل سالب بلغ 2.1 مليار جنيه , وقد تعزى هذه النتيجة الى تأثر البورصة المصرية بالأزمة المالية العالمية التي نشأت في الولايات المتحدة الامريكية.

وعلى ذلك فقد مثل عام 2009 تحدياً هاماً لاقتصاديات العالم النامي والمتقدم على حد سواء في مواجهة تداعيات الازمة المالية العالمية . وفي هذا العام بدأت البورصة المصرية تصمد حيث تحول صافي حركة التعامل نحو الايجاب , حيث وصل الى نحو مليار جنيه , وزاد حجم مشتريات الاجانب على حجم مبيعاتهم بنسبة 1.8 بالمئة , وهو ما يؤكد قوة سوق الاوراق المالية المصرية على الصمود امام الأزمة . فقد شهد عام 2009 تسجيل ما يزيد على 36 الف مستثمر جديد في السوق المصرية ليصل اجمالي عدد المستثمرين "المكودين" فيها ما أكثر من 1.7 مليون مستثمر ما يؤكد - مرة جديدة - استمرار الثقة في البورصة المصرية . وقد كانت المؤسسات الاجنبية غير العربية هي الفئات التي سجلت اكبر نمو في اعداد المسجلين فيها عام 2009 بزيادة قدرها 12 بالمئة في حين ارتفع عدد المؤسسات العربية بنحو 5.4 بالمئة . وقد كانت نتيجة ذلك زيادة اعداد المؤسسات غير المصرية العاملة في السوق المصرية الى ما يفوق 11500 مؤسسة . ولقد استحوذ المستثمرون الافراد على النسبة الاكبر في تعاملات السوق التي بلغت نحو 63 بالمئة أدى الى تفوق مشتريات الاجانب في البورصة المصرية على قيمة مبيعاتهم بما يعادل 996 مليون جنيه.(سوق الاوراق المصري, 2009 , 35(6).

وعلى ما سبق بدأت البورصة المصرية عام 2010 اتخاذ بعض الاجراءات التي استهدفت مزيداً من التنظيم ودعم كفاءة ونزاهة الاسواق لاعادة بناء ثقة المستثمرين في البورصة المصرية . فقد شهد هذا العام مراجعة شاملة لعدد كبير من التشريعات والقوانين المنظمة لسوق المال , اضيف الى ذلك قواعد تنظيم فروع شركات السمسرة وقواعد اصدار شهادات الايداع الدولية بالاضافة الى ضوابط قيد الشركات العاملة في البورصة المصرية , كما شهد العام نفسه تعديلات في قواعد القيد والافصاح , حيث ساهمت البورصة المصرية في انشاء اول جمعية لتنمية علاقات المستثمرين والتي تهدف احداث تغيير جذري في المناخ المتبع في ادارة الشركات لعلاقاتها مع المستثمرين الحاليين والمحتملين وذلك لدعم مبدأ الافصاح .

بناء على ذلك نجحت البورصة المصرية في جذب المزيد من المستثمرين الاجانب لعام 2010, حيث أكد التقرير السنوي للبورصة انها استقبلت تدفقات اجنبية كبيرة , اذ بلغ هذا العام صافي حركة تعاملات الاجانب 7.4 مليار جنيه . وسجل التقرير ان صافي شراء المستثمرين الاجانب كما يظهره الجدول بلغ 8.5 مليون جنيه في مقابل صافي بيع قدره 997 مليون جنيه . واستحوذت المؤسسات على 51.7 بالمئة من حجم التعاملات في هذا العام وكان باقي المعاملات والذي بلغ 48.3 بالمئة من نصيب الافراد .

ولقد سجلت تعاملات المصريين نسبة 77.4 بالمئة من اجمالي التعاملات في السوق مقابل 16.4 بالمئة للأجانب غير العرب و 6.16 بالمئة للعرب . وعلى مستوى الدول , نجد ان المستثمر البريطاني استحوذ على نحو 37 بالمئة من اجمالي تعاملات الاجانب خلال عام 2010 , تلاه المستثمر الامريكي بنصيب 24 بالمئة , اما المستثمرون العرب فقد ترأسهم المستثمر الاماراتي بنصيب 10 بالمئة , بينما استحوذت السعودية على 6.9 بالمئة من اجمالي تعاملات الاجانب . وأشار التقرير السنوي للبورصة في عام 2010 الى ان عدد المستثمرين الافراد سجلوا زيادة قدرها 30855 مستثمراً جديداً مقابل 36676 مستثمراً في العام السابق له مباشرة , بينما سجل المستثمرون الافراد من الاجانب غير العرب ما يزيد على 1300 مستثمر اجنبي خلال 2010 مقارنة بنحو 342 مستثمراً اجنبياً تم تسجيلهم عام 2009 (سوق الاوراق المصري , 2010 , 9)³⁶.

وفي عام 2011 تأثرت حركة تعاملات المستثمرين الاجانب بشكل كبير بالاحداث غير المستقرة في مصر منذ بداية ثورة 25 كانون الثاني / يناير فقد فاق حجم المبيعات البالغ 4.35 مليار جنيه حجم المشتريات البالغ 194 مليون جنيه ما أدى الى تكون صافي حركة تعامل بالسلب. غير انه بالنظر الى هذا الموقف ومقارنته بالعام الذي يسبقه مباشرة نجد حجم مبيعات لا يمثل سوى نصف الاستثمارات الاجنبية التي دخلت سوق الاوراق المالية المصرية خلال عام 2010 والذي بلغ 8.4 مليار جنيه .

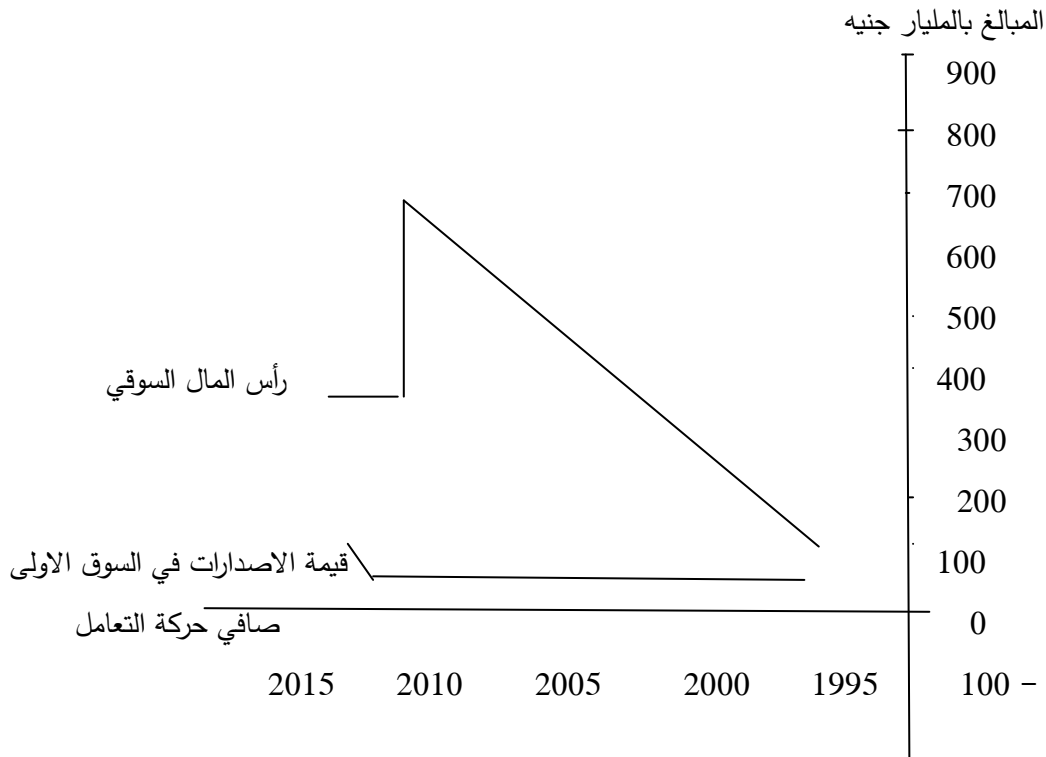
وعلى صعيد تعاملات المصريين والاجانب , نجد انه خلال عام 2011 استحوذ الاجانب على 20 بالمئة و 27 بالمئة على التوالي من اجمالي تعاملات الاجانب خلال العام 2011 , تلتها كل من السعودية والامارات بنصيب يصل الى 8 بالمئة و 5 بالمئة على التوالي .

اما عن اعداد المستثمرين الاجانب , فقد تم تسجيل نحو 1500 مستثمر اجنبي في البورصة المصرية خلال العام 2011 معظمهم مؤسسات اجنبية , بينما بلغ المستثمرون العرب نحو 883 مستثمراً . ولقد استحوذت المؤسسات المصرية او الاجنبية خلال ذاك العام على النسبة الاكبر من قيمة التعاملات بالسوق حيث مثلت نسبة تعاملاتهم نحو 59 بالمئة من اجمالي تعاملات السوق مقارنة بنحو 52 بالمئة خلال العام السابق مباشرة , بينما بلغت نسبة الافراد خلال العام 41 بالمئة, مقارنة بنحو 48 بالمئة للعام الماضي (سوق الاوراق المصري , 2010 , 17)³⁷ .

واذا ما نظرنا الى صافي قيمة استثمارات الحافظة الخاصة بالاجانب في ميزان المدفوعات المصري لوجدنا انه قد تم تحويل ارباح الى الخارج بقيمة 731 مليون دولار على مدى عامين هما 2002 - 2003 بقيمة 405 ملايين دولار وعام 2003/2004 بقيمة 326 مليون دولار .

واذا نظرنا الى الشكل (2) يتضح انه بمقارنة صافي تعاملات المستثمرين الاجانب في البورصة المصرية منذ عام 1996 وحتى 2010 مع بعض مؤشرات السوق كرأس المال السوقي وقيمة الاصدارات في السوق الاولى نجد ان صافي تعاملات الاجانب لها دور بارز في تنشيط البورصة المصرية , انما تمثل نوعاً من التدفقات النقدية السريعة والتي يخشى خروجها كسرعة دخولها .

الشكل (2) تعاملات المستثمرين الاجانب في البورصة المصرية 1996-2010



-التقرير السنوي للبورصة المصرية ، 2010 ، 17

2- الوزن النسبي لتعاملات المستثمرين الاجانب سنوياً خلال الفترة 1996 - 2010

وعن تطور الاهمية النسبية لتعاملات المستثمرين الاجانب في البورصة المصرية سنوياً خلال الفترة من 1996 حتى عام 2011 كما يظهرها الجدول الرقم (2) ، نجدها في تذبذب مستمر بسبب انعكاس الآثار السياسية والاقتصادية والمالية . فقد زادت من 16.5 بالمئة عام 2001 الى 19.9 بالمئة عام 2002 الى 22.3 بالمئة عام 2003 الى 27.7 بالمئة عام 2004 الى 31.7 بالمئة عام 2005 ثم زادت اخيراً الى 33.6 بالمئة عام 2006 . ومثل المتعاملون من دول الخليج (السعودية ، الامارات ، الكويت) نحو 36 بالمئة من جملة المتعاملين الاجانب عام 2004 ، ونحو 41 بالمئة من جملة المتعاملين الاجانب عام 2005 ، وذلك كانعكاس للسيولة الناجمة عن ارتفاع الاسعار المالية للبتروول . ثم انخفضت تلك النسبة الى 28.9 بالمئة عام 2008 تأثراً بالأزمة المالية العالمية (العنزي ، 2009 ، 7) ³⁸ .

ويمكن تفسير النمو الكبير في تدفقات استثمارات المحفظة وتزايد النصيب النسبي للمتعاملين الاجانب من اجمالي قيمة التداول في البورصة المصرية بالتوسع في عمليات الخصخصة وتبني البيع

لمستثمر رئيسي من ناحية ، وارتفاع معدلات العائد المحقق للمستثمرين الاجانب في مصر بالمقارنة بغيرها من الاسواق الناشئة والمتقدمة من ناحية اخرى .

وينطبق الامر نفسه عند مقابلة نسبة تعاملات الاجانب كبايعين الى اجمالي قيمة التعامل (التداول) للأوراق المالية المقيدة في البورصة المصرية . ويلاحظ ايضاً انها كانت في تذبذب مستمر خلال الفترة من 1996 وحتى عام 2011 . حيث بدأت تلك النسبة بنحو 8.6 بالمئة عام 1996 وأخذت في الارتفاع الى ان وصلت الى 23.8 عام 1998 . ثم أخذت بعد ذلك قيماً متذبذبة ارتفاعاً وانخفاضاً من عام 1999 حتى عام 2004 حيث بلغت 27 بالمئة واحتفظت بتلك النسبة في عام 2005 . ثم زادت هذه النسبة واستقرت عند 29.5 بالمئة تقريباً في عامي 2007 و 2008 ثم عادت وانخفضت بعد ذلك بشكل كبير جداً ولاسيما في العامين 2010 و 2011 تأثراً بالأزمة المالية العالمية والثورات العربية والتي ترتب عليها خروج الأجانب بشكل كبير من البورصة المصرية لا يتناسب مع دخولهم الى السوق كمشتريين . (السيد عليوة ، 2010 ، 490) ³⁹ .

مما سبق نلاحظ ان تحقيق صافي تعاملات ايجابية ، وذلك باستثناء سنوات 1998 ، 2008 ، 2011 حيث زادت نسبة المبيعات في تلك السنوات على نسبة مشترياتهم وتحقق صافي تعامل سالب كرد فعل للأزمات العالمية والمحلية .

جدول الرقم (1) صافي حركة تعاملات الاجانب في البورصة المصرية خلال الفترة (1996 - 2011)

السنة	حركة التعامل كمشتريين	حركة التعامل كبائعين	صافي حركة التعامل (بالمليار جنيه)
1996	1096	282.7	0.8133
1997	5074	2627	2.447
1998	3406	4396	0.99
1999	8836	5611	3.225
2000	11627	7565	4.062
2001	4075	3799	0.276
2002	5130	4570	0.56
2003	5137	4339	0.798
2004	10026	9739	0.287
2005	47811	40780	7.031
2006	91138	72632	18.506
2007	90014	81954	8.06
2008	101126	103200	2.074
2009	55582	54582	0.996
2010	840	997	7.403
2011	194	4354	4.16

المصدر : البيانات من عام 1996 حتى 2005 مأخوذة من : "النقرير السنوي عن اداء البورصة المصرية" ، وزارة التجارة الخارجية ، مركز المعلومات (أعداد متفرقة) .

البيانات من عام 2006 حتى عام 2009 مأخوذة من : "البورصة المصرية" , الكتاب السنوي للاعوام المذكورة .

البيانات بين عامي 2010 و 2011 مأخوذة من : الهيئة العامة للرقابة المالية , الكتاب السنوي .

الجدول الرقم (2) الوزن النسبي لتعاملات الأجانب في البورصة المصرية خلال الفترة (1996 - 2011)

السنة	نسبة مشتريات الاجانب الى اجمالي قيمة التداول بالعملة	نسبة مشتريات الاجانب الى اجمالي قيمة التداول بالعملة
1996	33.4	8.6
1997	25	13
1998	18.4	23.8
1999	26.9	17.1
2000	27.98	18.1
2001	16.5	15.4
2002	19.9	17.7
2003	22.3	18.9
2004	27.7	27
2005	31.8	27
2006	33.6	26.8
2007	32.5	29.6
2008	28.9	29.5
2009	16.7	16.4
2010	2.6	0.31
2011	0.13	2.9

المصدر : المصادر نفسها , على التوالي

الاستنتاجات والمقترحات

أولاً: الاستنتاجات:

- 1- تعد اسواق الاوراق المالية احدى اهم الاسواق الفرعية لسوق المال وتتميز بكونها استثماراً طويلاً الاجل اذا ما قورنت بالسوق النقدية، وتتمثل الوظيفة الرئيسية لها في تجميع مدخرات المجتمع وتوجيهها الى شراء اوراق مالية. وفي هذه السوق تتحول المدخرات الى رؤوس اموال وقروض لمؤسسات تمارس أنشطة متنوعة في المجتمع بما يعمل على زيادة الاستثمار الحقيقي ومن ثم زيادة معدلات التشغيل والنمو في الاقتصاد القومي.
- 2- على الرغم من اختلاف الاراء حول حرية تحرك رؤوس الاموال الا انه مع تزايد عملية عولمة الاسواق المالية في العقدين الماضيين تسارعت ظاهرة التحرير المالي وتعاضم دور انتقالات رؤوس الاموال الاجنبية خلال عقد التسعينات من القرن الماضي حيث شكلت قيمة المعاملات المالية الرأسمالية نحو خمسة اضعاف معدلات التبادل التجاري، وبالنسبة الى الدول النامية فقد تسارعت حركة التدفقات المالية الى هذه البلاد في اشكال متعددة منها استثمارات مباشرة واخرى في الحافظة.
- 3- نتيجة لما تعانيه البلدان النامية من نقص في مصادر التمويل المحلية لدعم مشاريعها التنموية بدأت البحث عن مصادر خارجية بديلة للنهوض بمستويات التنمية تمثلت بعدة صور منها القروض الخارجية والاستثمار الاجنبي، ونتيجة خطورة الاعتماد على هذه القروض في تمويل عمليات التنمية الاقتصادية فيها، فقد اتجهت الانظار نحو استخدام الاستثمار الاجنبي بنوعيه المباشر وغير المباشر باعتباره محركاً للنمو الاقتصادي الذي يساهم في زيادة التعدادات الانتاجية للاقتصاد المحلي.
- 4- على الرغم من انتهاج دول عديدة نامية سياسات اقتصادية وقانونية من شأنها زيادة تدفقات الاستثمار الاجنبي غير المباشر الى البلدان النامية، الا انه مازالت هنالك مخاطر ومعوقات يتعرض لها الاستثمار الاجنبي غير المباشر ومن ثم الحد من كمية رؤوس الاموال الاجنبية التي تستفيد منها.
- 5- ان اخفاض رؤوس الاموال اللازمة لتمويل وتنفيذ البرامج الاستثمارية يعد احد اهم معوقات عمليات التنمية الاقتصادية في البلدان النامية. وتعد سوق الاوراق المالية احدى اهم قطاعات الفائض وقطاعات العجز والتي تقتدر الى السيولة لتمويل الاستثمار.
- 6- يتسم النظام العالمي الجديد في ظل العولمة وتحرير التجارة الدولية وحرية انتقال رؤوس الاموال بزيادة حجم الاستثمار الاجنبي بنوعيه المباشر وغير المباشر، ولذلك تسعى الدول بكل السبل لخلق بيئة اكثر ملائمة للاستثمارات مع ضرورة مراعاة متطلبات التنمية لديها واقرار السياسات التي من شأنه تحقيق اقصى منفعة من هذه الاستثمارات وتجنب السلبيات الناجمة عنها.
- 7- اوضحت الدراسة انه مالم تتجه تدفقات رؤوس الاموال العربية والاجنبية في البورصة الى الاكتتاب في زيادة رؤوس الاموال وتصب في تمويل التوسع في نشاط المشروعات ورفع معدلات

الاستثمار، فإن الامر المتوقع لتلك التدفقات سينصرف بالدرجة الاولى الى رفع قيمة العملة المحلية وليس الى دفع معدلات النمو الاقتصادي وتعد البورصة على هذا النحو واحدة من المواقع الضعيفة في الاقتصاد المصري لان عمليات المضاربة الاجنبية ستعصف بالاستقرار فيها .

8- ان حرية دخول الاجانب الى البورصة المصرية والخروج منها دون قيود سيدعم المضاربة على اسعار الاسهم ومن دون وجود اليات لاستقرار هذه الاموال (بخاصة الارباح المتحققة واعادة استثمارها على الاقل في البورصة لمدة معينة) فان سعر الصرف يتعرض الى مخاطر التقلب في ظل اتجاه التحرير الاقتصادي واهمال مخاطره.

ثانياً: المقترحات

- 1- من اجل الحد من التأثير بالازمة المالية العالمية، يمكن الاشارة الى بعض الاجراءات التي ممكن ان تتخذها مصر والبلدان النامية والناشئة الاخرى والتي من خلالها يمكن تحويل تعاملات الاجانب الى استثمارات طويلة الاجل بدلاً من المضاربة وهي:
 - أ- الاتجاه الى اجراء اصلاحات هيكلية قبل تحرير سوق رأس المال.
 - ب- التسلسل المنظم لتحرير حساب رأس المال
 - ج- الرقابة المالية الحذرة على هذه التدفقات وذلك من خلال دراسة سلوك المستثمر الاجنبي داخل الاسواق الناشئة لتنمية السياسات المناسبة تجاه هذه السلوكيات واستقرار السوق.
- 2- العمل على تقليل المخاطر التي تتعرض لها اقتصادات البلدان النامية من الدخول المفاجئ وكذلك الخروج المفاجئ لرؤوس الاموال الاجنبية، وتتراوح هذه الضوابط بين تحديد النسبة التي يمكن ان يحوزها المستثمر الاجنبي في شركة ما الى فرض ضرائب مرتفعة تحد من امكانية اعادة تحويل الاموال الى البلد الاصلي، وتسهيل بعض الدول نسبياً من دخول الاموال اليها بينما يكون من الصعب اعاد ارباح الاستثمار الى بلد المستثمر فيكون رأس المال احياناً خاضعاً للموافقة الحكومية.
- 3- وفي محاولة لاحياء سوق الاوراق المالية في مصر واعادة تنشيطها لتؤدي دورها التنموي لا بد ان تقوم الحكومة المصرية باتباع برنامج للإصلاح الاقتصادي والمالي يستهدف تحسين البيئة المنظمة لعمل تلك السوق وازالة كل القيود على معاملات النقد الاجنبي للمستثمرين الاجانب في البورصة المصرية بحيث يسمح هذا البرنامج بحرية حركة دخول وخروج رؤوس الاموال.
- 4- ينبغي ان تتخذ الدولة الاجراءات الاحتياطية تحوطاً لخروج الاموال (العملات الصعبة بشكل خاص) من البلد بسبب صدمة سلبية كتطور سياسي غير متوقع او حالة حرب او انخفاض في ثمن سلعة التصدير الاساسية او الزيادة في ثمن سلعة الاستيراد الرئيسية او التغيير في الضرائب التي تفرضها الدول لى حيازة المستثمرين الاجانب للاصول المالية المحلية، ما يؤثر سلباً في العائد من هذه الاصول المالية.

المصادر

- 1- سالم محمد الجندي, دور السياسة المالية في التنمية الاقتصادية في البلدان النامية, ط6, دار المأمون للطباعة والنشر, بغداد 2008, ص52.
- 2- key finding, competition and financial market < London, 2005, p.81.
- 3- عبد العزيز محمد الاحمد, الاسواق المالية في البلدان الناشئة, مجلة اوراق اقتصادية, العدد السابع, تموز, 2007, ابو ظبي.
- 4- mark, j, ford, "capital market", new York, 1998, p.77.
- 5- احمد جاسم المبدر, دور الاسواق المالية في التنمية الاقتصادية, مجلة بحوث اقتصادية, العدد الثامن, اب, القاهرة, 2006, ص54.
- 6- Miles living, Primary market, London, 2004, P.22.
- 7- اكرم حداد, النقود والمصارف مدخل تحليلي ونظري ج 1, ط1 دار وائل للنشر, عمان, 2005 ص102.
- 8- steven shaprio, sport finance, new York , 2003, p.152.
- 9- اكرم حمدي العريض, بورصة الاوراق المالية واهميتها في خدمة الشركات المساهمة, سلسلة بحوث الغرفة التجارية الصناعية, الرياض, 2008, ص16.
- 10- نبيل خليل طه سمور, سوق الاوراق المالية الاسلامية بين النظرية والتطبيق, دراسة حالة سوق الاوراق المالية الاسلامية في ماليزيا. رسالة ماجستير, كلية التجارة, الجامعة الاسلامية غزة, 2007, ص20.
- 11- خلدون شاكر الطويل, الاسواق الناشئة في البلدان النامية الصاعدة, مجلة الاهرام الاقتصادية, العدد 3, اذار, القاهرة, 2003, ص85.
- 12- mark mobius, "mobius on emerging market" London, 1996, p.110.
- 13- ross Levine, "development and economic growth" Washington, 1996, p.6.
- 14- سعد النجار, اليات التضخم في مصر: نظرة عامة, ورقة قدمت الى: ندوة اليات التضخم في مصر التي عقدها مركز البحوث والدراسات الاقتصادية والمالية, كلية الاقتصاد والعلوم السياسية, جامعة القاهرة, 2001, ص14.
- 15- ليلي شحانة وآخرون, بورصة الاوراق المالية ومنشآت التأمين, القاهرة, مطابع الطوبجي, القاهرة 1999, ص56.
- 16- انور عز الدين عطا الله, دور الاستثمار الاجنبي غير المباشر في التمويل الخارجي في البلدان النامية, مجلة اوراق اقتصادية, العدد الثاني, شباط, ابو ظبي, 2009, ص68.
- 17- Imf, external debt statistics, guide for compilers and users (drsf), Washington dc, 2000, 93.
- 18- (emerging markets factbook) international finance corporation. Washington dc, 1999, p.35.
- 19- مصطفى جمال الدين حسن, محددات تدفق الاستثمارات الاجنبية الى اسواق راس المال الناشئة, دراسة تطبيقية على جمهورية مصر العربية, معهد التخطيط القومي, القاهرة, 2005, ص62.

- 20- UN,Market structure and corporation,world investment report,new York,1999,p.188.
- 21- Ifc,lesson of experience,Washington,1998 ,p.79.
- 22- IFCm,experience in promoting emerging market investment fund, Washington 1996,p.25.
- 23- WB emerging market factbook,private capital flows to developing countries,newyork,1997,p.15.
- 24- Manu bhaskarm,"managing portfolio equity, flows in emerging market countries,gondon,2005,p.17.
- 25- David folicy international capitl markets Development,prospects and policy issues,world bank,1997,p.127.
- 26- Robert,A. Feldman "emerging equity markets,growth benefits ,and policy concerns,washing ,1998,p.185.
- 27- IMF ,world economic outlook "opportunitional monetary " fund,Washington, DC,1998,P.44.
- 28- محمد حلمي عيد التواب, البورصة المصرية والبورصات العالمية: الية عملها- الرقابة عليها- الربط بينها, مطبعة مديبولي, ط1, لبقاهرة, 2006, ص358.
- 29- طارق نوير, تحرير الحساب الرأسمالي والبورصة المصرية بين التحديات والطموحات, معهد التخطيط العربي, 25-26 شباط, القاهرة, ص7.
- 30-richard Antony"financial crises in emerging markets<international monetary fundi 1998,p.72.
- 31- شريف محمد بيومي, متطلبات الاستثمار في السوق الناشئة, مجلة الاهرام الاقتصادي, العدد الرابع, نيسان, القاهرة, 2008, ص25.
- 32- عبدالقادر محمود احمد, مؤشرات الاستقرار الاقتصادي في الاقتصاد النامي, مجلة بحوث اقتصادية, العدد 7, تموز, 2009, القاهرة, ص31.
- 33- البنك الاهلي المصري, التقرير الاقتصادي السنوي, اب, 2009, القاهرة, ص25.
- 34- رمزي احمد عبد الحليم, الاقتصاد المصري بين انفلات سعر الصرف وخطر الركود ومركز الدراسات السياسية والاستراتيجية, النشرة الفصلية, العدد 3, حزيران, القاهرة, 2004, ص55.
- 35- سوق الاوراق المصري, الكتاب السنوي/ 2009, القاهرة, 2009, ص6.
- 36- سوق الاوراق المصري, التقرير السنوي للبورصة المصرية, القاهرة, 2010, ص9.
- 37- سوق الاوراق المصري, التقرير السنوي للبورصة المصرية, القاهرة, 2010, ص17.
- 38- سلوى العنتري, اسواق الاوراق المالية كمصدر لتمويل النمو في مصر: الواقع والطموحات, ورقة قدمت الى/ مؤتمر البورصة المصرية بين التحديات والطموحات. القاهرة, 2009, ص7.
- 39- زينب توفيق السيد عليوة, المستثمرون الاجانب في البورصة المصرية في المدة 1997-2010, مجلة مصر المعاصرة, العدد 482, نيسان, القاهرة, 2010, ص490.
- 40- عيسى فتحي عيسى, اسواق الاوراق المالية في مصر, القطاع المالي وتمويل التنمية في مصر, مطبعة القاهرة, ط1, القاهرة, 2005, ص276.