

دور الاستثمار الأجنبي غير المباشر في تنشيط سوق الأوراق المالية

دراسة حالة سوق الأوراق المالية بمصر 2004 – 2017

The Role of Foreign Indirect Investment in Activating the Stock Market: Case Study of the Egyptian Stock Market 2004- 2017

د. بربري محمد أمين\*

أستاذ محاضر " أ " جامعة الشلف

عضو بمخبر العولمة واقتصاديات شمال افريقيا

i.traiche@univ-chlef.dz

ط.د. طرايش إبراهيم

طالب دكتوراه، جامعة الشلف

عضو بمخبر العولمة واقتصاديات شمال افريقيا

berberimoh@yahoo.fr

تاريخ النشر: 2019/06/01

تاريخ القبول للنشر: 2019/05/21

تاريخ الاستقبال: 2018/05/29

ملخص:

إثر جهود الدول النامية لتطوير إقتصادها، ونتيجة نقص مصادر التمويل المحلية لدعم مشاريعها التنموية بدأ البحث عن مصادر خارجية بديلة للنهوض بمستويات التنمية تمثلت بعدة صور منها القروض الخارجية، ونتيجة التبعات المتتالية التي يتحملها الاقتصاد نتيجة هذا النوع من التمويل، اتجهت الأنظار نحو استقطاب الاستثمار الأجنبي المباشر وغير المباشر نظرا لمساهمته في زيادة القدرات الإنتاجية للإقتصاد المحلي وتحقيق النمو الإقتصادي.

ونظرا لإتساع مجال الإستثمار الأجنبي، وعلاقته بأسواق الأوراق المالية المستقبلية له تأتي أهمية التعرف على انعكاسات الإستثمار الأجنبي في سوق الأوراق المالية المصرية كسوق من الأسواق الناشئة.

**الكلمات المفتاحية:** الإستثمار الأجنبي غير المباشر، الإستثمار المحفظي، تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية، أسواق الأوراق المالية.

التصنيف: JAL: G1 P48 E32

**Abstract:**

As a result of the efforts of developing countries to develop their economy and the lack of local sources of funding to support their development projects, the search for alternative external sources to improve the levels of development has started. which contributes with several forms, including external loans, but due to the danger of relying on this finance type, the focus has shifted towards the use of foreign investment, both direct and indirect to increasing the productive capacities of the local economy and achieving economic growth.

Given the wide scope of foreign investment and its relationship with the local securities markets, it is important to identify the implications of foreign investment in the Egyptian securities market as an exemple of emerging markets.

**Keywords:** Foreign Indirect Investment, Portfolio Investment, Foreign Capital Flows, Stock Markets.

\* - مرسل المقال: د. بربري محمد الأمين.

## مقدمة:

تسعى الدول النامية وعلى غرار باقي دول العالم إلى القيام بالعديد من الإصلاحات الاقتصادية وتطبيق عدد من الإجراءات من أجل التكيف مع مختلف التحديات العالمية، وكان من بينها إنشاء أسواق الأوراق المالية فيها. ومن أجل مواكبة التطورات الحاصلة على الساحة الاقتصادية العالمية فقد أقدمت حكومات هذه الدول جاهدة على ربط أسواق أوراقها المالية بالأسواق العالمية، وذلك بعد تبني سياسة العولمة المالية لتطوير وتفعيل أسواق أوراقها المالية بعدما أصبحت هذه الأخيرة تلعب دوراً هاماً على الساحة العالمية كمرکز استقطاب لجانب مهم من تدفقات رؤوس الأموال الدولية ألا وهو الاستثمار الأجنبي غير المباشر في هذه الأسواق، والذي كان له الأثر الكبير في ازدهار الكثير من بورصات العالم وفي الوقت الذي كان له أثر كبير في انهيار عدد منها.

وفي هذا السياق سنقوم بالتركيز على التجربة المصرية مع هذا النوع من رؤوس الأموال الأجنبية وأثره على أداء أسواق أوراقها المالية، ومن هنا يمكن طرح الإشكالية التالية:

ما هو حجم تدفقات الاستثمار الأجنبي غير المباشرة؟ وما هي انعكاسات هذا الأخير على أداء سوق الأوراق المالية في

مصر؟

ولإحاطة بجوانب هذا الموضوع ارتأينا تقسيمه إلى أربعة محاور متتالية كما يلي:

- مؤشرات تطور أداء سوق الأوراق المالية
- الاستثمار الأجنبي غير المباشر في سوق الأوراق المالية
- تطور أداء سوق الأوراق المالية المصرية
- أثر الاستثمار الأجنبي غير المباشر على تنشيط سوق الأوراق المالية المصرية

## المحور الأول: مؤشرات تطور أداء سوق الأوراق المالية

ارتبط تطور أسواق رأس المال بالتطور الحاصل في الاقتصاد ككل، ففي مرحلة من مراحل التطور الاقتصادي هيمنت البنوك التجارية على القطاع المالي، ومع التطور الاقتصادي ازداد تخصص الوسطاء الماليين ونمت أسواق الأسهم والسندات. ولتحديد مدى تطور أسواق رأس المال وربطه بمختلف مؤشرات الاقتصاد اعتمد الاقتصاديون على مجموعة من المؤشرات تتمثل أهمها في حجم سوق الأوراق المالية (رسملة البورصة أو القيمة السوقية للأسهم Market Capitalization وعدد الشركات المدرجة في البورصة)، وسيولة البورصة (قيمة التداول كنسبة من الناتج المحلي الخام، معدل الدوران ومعدل التقلبات في عوائد الأوراق المالية). ومن شأن هذه المؤشرات السماح للاقتصاديين وأصحاب القرار السياسي بتصنيف بلدانهم وإجراء المقارنات بينها بحسب مستوى تطور البورصات بها (Asli and Rose, 1996, P7) ونظراً لأهمية نشاط السوق الثانوي لضمان استمرارية السوق الأولي، فإن متابعة تطور هذه المؤشرات يساعد في تقويم الاختلالات التي قد يتضمنها السوق الثانوي. وفيما يلي عرض لأهم تلك المؤشرات:

## 1. مؤشرات الحجم

يعتبر حجم السوق من أهم مؤشرات تطور البورصة، ويمكن تحديد هذا المؤشر عن طريق إما معدل القيمة السوقية نسبة إلى الناتج المحلي الخام، أو بعدد الشركات المدرجة في البورصة. بالنسبة لحجم السوق قياساً بمعدل رصمة البورصة فإنه يتم حسابه من خلال مقارنة القيمة السوقية للأسهم المقيدة في البورصة نسبةً إلى الناتج المحلي الخام، ويسمح هذا المؤشر بتحديد مدى تأثير الاقتصاد بالتمويل عن طريق أسواق رأس المال. ولم تتجاوز هذه النسبة الواحد بالمائة نهاية السبعينيات لدى العديد من الدول، غير أن هذا المؤشر شهد تبايناً بين الدول نهاية القرن العشرين حيث فاقت هذه النسبة المرتين من الناتج المحلي الخام لبعض الدول مثل هونج كونج، سنغافورة وماليزيا، في حين قارت هذه النسبة الواحد لدى أمريكا واليابان (Bertrand, 1997, P15). ويفسر هذا الاختلاف بدرجة اعتماد القطاع المالي على البنوك أو على أسواق الأوراق المالية في تمويل العمليات الاقتصادية (Rose and Sara, P13). ومن أوجه قصور هذا المعيار هو عدم أخذه بعين الاعتبار لبعض الأسهم غير المدرجة في البورصة والتي يجري تداولها خارج البورصات الرسمية على الرغم من الدور الذي تلعبه في الاقتصاد.

أما المؤشر الثاني لقياس حجم سوق رأس المال فهو عدد الشركات المدرجة في البورصة، وبإلقاء الضوء على هذا المؤشر فإن ارتفاع عدد الشركات المدرجة في البورصات يعود إلى العديد من العوامل أبرزها خصخصة الشركات العمومية، وتسهيل إجراءات الإدراج في البورصات لدى العديد من الدول. ويجب عند الاعتماد على هذا المؤشر في تحديد حجم السوق الأخذ بعين الاعتبار درجة مساهمة الشركات المدرجة من حيث رؤوس الأموال المطروحة للتداول في البورصة (Micheal, 2001, P14).

ويُعد تقسيم رصمة البورصة على عدد متنوع من الشركات مؤشراً هاماً لأصحاب الحوافظ المالية لما يمنحه لهم من تنوع للمخاطر وهي الحالة السائدة في بورصات الولايات المتحدة، اليابان، كندا وبريطانيا، حيث تكون درجة تركيز القيمة السوقية للبورصة على عدد كبير من الشركات. وعلى العكس من ذلك، تهيمن بعض الشركات متعددة الجنسيات على بورصتي سويسرا وهولندا، مما يعني تركيز نشاط البورصة في عدد محدود من الشركات. ويتم تحديد درجة تركيز القيمة السوقية للبورصة من خلال حساب هذه القيمة لأسهم أنشط عشر شركات في البورصة ومقارنتها بالقيمة السوقية الإجمالية للبورصة (Bertrand, 1997, P23).

## 2. مؤشرات السيولة

تُعبّر سيولة البورصة عن سهولة تداول الأوراق المالية بيعاً أو شراءً، وتعتبر مؤشراً هاماً لإغراء المستثمرين للتعامل في البورصة. وتسمح سيولة البورصة بتقليل المخاطر وتحقيق جاذبية أكثر للأموال كونها تعطي الفرصة للمدخرين لتحصيل أصولهم من الأوراق المالية وبيعها بسرعة وبأسعار مناسبة كلما دعت الضرورة إلى ذلك، كأن تكون لديهم رغبة في استرجاع مدخراتهم أو تغيير مكونات الحوافظ المالية لديهم.

ويكون في وسع الشركات في حالة سيولة البورصة رفع رأس مالها عبر الإصدارات الجديدة لتجاوز الآجال الطويلة التي تتطلبها الاستثمارات المنتجة، مما ينعكس بالإيجاب على التخصيص الأمثل للموارد. وساهم توفير المعلومات وانتشار الوعي الادخاري في الأسواق المالية المتقدمة والناشئة في ارتفاع قيمة تداول الأسهم في العالم. كما أثر ارتفاع عدد الشركات المدرجة في البورصة وتنوع الأدوات الاستثمارية في تحقيق قيم تداول مرتفعة.

ومن بين المؤشرات التي تساعد في حساب درجة السيولة يمكن التركيز على مؤشر معدل التداول الذي يحدد دور البورصة في الاقتصاد ككل، ومؤشر معدل الدوران والذي يحدد درجة نشاط التداول في البورصة.

بالنسبة لمعدل التداول Value Traded Ratio فإنه يعكس قيمة الأوراق المالية المتداولة (حجم التداول) خلال فترة معينة كنسبة من الناتج المحلي الخام، أي حصة الشركات المدرجة من مخرجات البلد أي سيولة السوق في الاقتصاد. ويُكمل مؤشر معدل التداول مؤشر القيمة السوقية فمن الضروري الأخذ بنتائج كلا المؤشرين حتى يكون التحليل أكثر دقة (Rose and Sara, 1996)، فقد يكون حجم البورصة كبيراً نتيجة عدد الشركات المدرجة أو بسبب ارتفاع القيمة السوقية للبورصة، فالانطباع الأولي إذا تم الأخذ بمؤشر الحجم بشكل منفرد في هذه الحالة هو أن البورصة المعنية تتميز بالنشاط، غير أن التعمق في التحليل من خلال الأخذ بعين الاعتبار مؤشر التداول قد يُفضي إلى التوصل بأن هذا المؤشر منخفض مما يعني أن وزن البورصة في اقتصاد البلد المعني منخفضاً، وبالتالي قلة نشاط البورصة وهو ما يتناقض مع النتيجة الأولى.

أما معدل الدوران Turnover Ratio فيقيس قيمة الأوراق المتداولة كنسبة من القيمة السوقية للبورصة، ويؤشر المعدل المرتفع إلى انخفاض تكاليف الصفقات. ويكمل هذا المؤشر بدوره معدل القيمة السوقية، فالبورصة ذات الحجم الكبير والتي تتسم بالركود تدل على أنه بالرغم من ارتفاع القيمة السوقية إلا أن معدل الدوران بها منخفض. كما يكمل هذا المؤشر معدل التداول نسبة إلى الناتج المحلي الخام، لأن معدل الدوران يرتبط بحجم البورصة فيما يرتبط معدل التداول بحجم الاقتصاد ككل، فالبورصة التي يكون حجمها صغير مع سيولة مرتفعة تعبر عن ارتفاع معدل الدوران بها على الرغم من انخفاض معدل التداول (Rose and Sara, 1996).

إن مؤشرات تطور أسواق رأس المال مهمة جداً خاصة إذا ما تم ربطها بمؤشرات تطور القطاع المصرفي، وبالتالي يمكن تحديد مدى تأثير اقتصاد البلد بأساليب التمويل المختلفة، ومدى تأثير كل أسلوب على النمو الاقتصادي.

### المحور الثاني: الإستثمار الأجنبي غير المباشر في سوق الأوراق المالية

أدى سعي مختلف الدول إلى رفع الأداء المالي لأسواقها المحلية للأوراق المالية بانفتاحها على الأسواق المالية العالمية إلى ظهور شكل جديد من أشكال تدفقات رؤوس الأموال المتمثل في الاستثمار الأجنبي غير المباشر، وفي هذا المحور ينتقل إلى مفهوم الإستثمار الأجنبي غير المباشر، أهميته بالنسبة للسوق المالية واقتصاد الدولة المضيفة وكذا مختلف قنواته.

## 1. مفهوم الاستثمار الأجنبي غير المباشر

ويعرف على أنه الاستثمار الذي يشمل كل التوظيفات المالية في السندات الحكومية والمؤسسية وكل أنواع الأسهم المملوكة من قبل الأجانب بهدف تحقيق الأرباح وتوظيف رأس المال (نورزاد، 2017، ص180).

كما يعرف على أنه تملك الأجانب للأسهم والسندات الخاصة أو الحكومية ومختلف الأصول المالية الأخرى في البلد المضيف بقصد المضاربة والاستفادة من فروقات الأسعار، أو الحصول على الأرباح التي تدرها السندات أو الأسهم بشرط ألا يملك الأجانب ما يخولهم حق إدارة المشروع (حسن كريم، 2011، ص111).

فالاستثمار الأجنبي غير المباشر هو استثمار غير المقيمين في دولة ما في أوراق مالية في سوق الأوراق المالية المحلية بشرائها والاحتفاظ بها للاستفادة من عوائد الأصول المالية، أو بيعها للاستفادة من تقلبات الأسعار والحصول على أرباح، بشرط أن لا يمتلك المستثمر حق الإدارة أو المشاركة في اتخاذ القرارات أو المراقبة في الجهة المصدرة لهاته الأوراق المالية (رضا محمد، 2012، ص164).

## 2. أهمية الاستثمار الأجنبي غير المباشر

الاستثمار الأجنبي غير المباشر في نمو مستمر حيث أصبح يعكس عوامة الأسواق المالية، إذ أن الاتجاه نحو العوامة مرتبط بزيادة حركة رؤوس الأموال الدولية مما أثر على اقتصاديات الدول المختلفة وعلى قدرة المشروعات والمنشآت على حد سواء في الحصول على التمويل اللازم من أسواق المال العالمية (الحناوي، 2006، ص232)

فالاستثمار الأجنبي غير المباشر له أهمية كبيرة خاصة بالنسبة للدولة المستضيفة لما له من آثار إيجابية منها ما يلي:

- الاستثمار الأجنبي في الأوراق المالية يزيد من سيولة السوق ويساعد على تطوير كفاءة السوق أيضاً، كما يجعلها أوسع وأكثر عمقا، وفي سوق الأوراق المالية فإن تواجد عدد كبير من البائعين والمشتريين يضمن توافر السيولة اللازمة (لطفي السيد، 2006، ص34)

- الاستثمار الأجنبي غير المباشر يعود بالنفع على القطاع الحقيقي للاقتصاد، إذ يمكن للاستثمار الأجنبي غير المباشر توفير مصدر للاستثمارات الأجنبية ولا سيما إلى البلدان النامية التي هي قليلة رؤوس الأموال، لذا فإن قدوم استثمارات أجنبية غير مباشرة يحسن معدل الاستثمار من خلال توفير النقد الأجنبي إلى البلدان النامية، كما يقلل من ضغط فجوة العملات الأجنبية لأقل البلدان نمواً مما يجعل الواردات من السلع الاستثمارية سهلة المنال بالنسبة لهم، لذا فإن هذه التدفقات قد تقود إلى معدلات أعلى من النمو الاقتصادي (صلاح حسن، 2013، ص34).

- بالنسبة للدول الآخذة في النمو يعد الوصول إلى رأس المال العالمي في شكل تدفقات استثمارية مباشرة وغير مباشرة مدعاة لتخفيض كبير في تكلفة تمويل المشروعات، ويسمح ذلك الأمر للأشخاص والشركات المحلية بتنفيذ المزيد من مشروعات الاستثمار والتي تسهم بدورها في تنمية الموارد الحقيقية، وفي المدى الطويل تتم ترجمة ذلك في شكل مستويات معيشة أعلى وارتفاع في معدلات النمو الاقتصادي (أميرة حسب الله، 2005، ص47).

- تحت المشاركة الأجنبية في سوق رأس المال المحلية على تطوير القواعد المحاسبية ونظم التقارير وعلى رفع مستوى الإفصاح عن المعلومات لأداء الشركات، وذلك نتيجة طلب المستثمر الأجنبي (لا سيما المستثمر المؤسسي) لمستوى متقدم من القواعد والاجراءات التنظيمية للتعامل ونظم المعلومات والإفصاح الجيد، وأيضا طلبه مستوى متقدم من الخدمات التي تساعد على التداول مثل شركات السمسرة، الحفظ والإيداع والتسوية والمقاصة، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة درجة نمو وكفاءة الأسواق الناشئة (أميرة حسب الله، 2005، ص47).

- يمكن الاستثمار الأجنبي غير المباشر من تحقيق الانضباط والخبرة في أسواق رأس المال المحلية، إذ في سوق أعمق وأوسع فإن المستثمرون لديهم حوافز أكثر لتخصيص وانفاق الموارد في البحث عن فرص استثمارية جديدة، وبالمقابل تشجيع المنافسة بين الشركات في الحصول على التمويل بدوره يساعد على رفع الاقتصاد المحلي وتطويره.

- يؤدي إلى إيجاد حلقة تزيد من كفاءة السوق المحلية عن طريق الاتصال بالمؤسسات المالية الأجنبية التي تمتلك تكنولوجيا مالية متقدمة يكون لها أثر في اجتذاب المزيد من التدفقات وزيادة المعرفة بتلك الأسواق مما يشجع بدوره على الاستثمار الأجنبي (شكري، 2004، ص228).

- توجه الاستثمارات الأجنبية إلى أسواق الأوراق المالية المحلية يعني حركة رؤوس الأموال إلى ذلك البلد، وهذا من مزاياه بأنه يزيد من الطلب على العملة التي تتجه إليها العملات في الأسواق، ويؤدي إلى زيادة عرض العملات التي تخرج منها رؤوس الأموال وبالتالي هبوط أسعارها (شيرين مصطفى، 2013، ص34)، ويقصد بذلك ارتفاع العملة المحلية إذا ما قورنت بقيمتها من العملات الأجنبية.

### 3. قنوات الاستثمار الأجنبي غير المباشر

نقصد بقنوات الاستثمار الأجنبي غير المباشر الطرق المختلفة التي تمكن المستثمر المحلي من الوصول إلى أسواق الأوراق المالية العالمية أو التي تمكن المستثمر الأجنبي من الوصول للاستثمار في سوق الأوراق المالية المحلية.

**1.3 استثمار الأفراد المباشر بالأوراق المالية:** يقصد بالاستثمار المباشر بالأوراق المالية أن يقوم المستثمرون الأجانب بشراء وبيع الأوراق المالية التي تصدر في دولة ما بشكل مباشر في السوق المحلية لها وبالعملة المحلية (علا عادل، 2013، ص82).

**2.3 صناديق الاستثمار الدولية:** صناديق الاستثمار الدولية فهي تجمع الأموال من المستثمرين لاستثمار في أسواق عديدة خارج الدولة الأم ومن ثم نجد منها ما هو دولي وما هو اقليمي، ولهذا النوع من الاستثمارات العديد من المزايا للمستثمر الأجنبي أو الشركات المحلية في السوق المحلية للدولة الأم، فهي تتيح للمستثمر فرصة التنوع في أسهم دولية بتكلفة منخفضة، وبالتالي يخفض من درجة المخاطرة التي يتعرض لها. أما بالنسبة للشركات المحلية فتتيح لها فرصة النفاذ إلى الأسواق العالمية وخفض تكلفة الحصول على رأس المال (هالورد وماكدونالد، 2007، ص612).

**3.3. الإصدارات العالمية من الأوراق المالية:** تعرف الإصدارات العالمية أو الدولية من الأوراق المالية على أنها أوراق يتم تسجيلها في الأسواق المالية العالمية مما يسمح بتداولها في دول كثيرة، وعادة ما تتطلب هذه الإصدارات توافر شروط معينة للتسجيل في الأسواق العالمية مثل حجم الإنتاج والمبيعات، نسب استغلال الطاقة الانتاجية، مدى اتباع معايير المحاسبة الدولية ومدى الالتزام بسياسات ومبادئ الفصاح والشفافية وغيرها من العوامل الخاصة بالسندات كالجدارة الائتمانية والوضع الاقتصادي للدولة المصدرة في حالة السندات الحكومية.

**4.3. المحافظ المشتركة:** تعد المحافظ المشتركة شركات استثمارية مستقلة تؤسس من قبل بنوك تجارية ومؤسسات مالية أخرى مثل صناديق التقاعد وصناديق الضمان وشركات التأمين، والتي تستثمر الأموال لديها بدلا من انفاقها المباشر وذلك لضمان تدفقات منتظمة ومستمرة بشكل يضمن توازنا ديناميكيا بين حاجاتها إلى الدخول الجارية لمواجهة طلبات المتعاملين، ورغباتها الدائمة في خلق مداخيل جديدة.

**5.3. صناديق رأس المال المخاطر:** يقصد بها تلك الصناديق التي يوفر من خلالها المستثمرين الأجانب التمويل والخبرة الفنية والإدارية لشركات غير مقيدة في سوق الأوراق المالية المحلية أو لمشروعات ذات مخاطرة عالية تهدف إلى تحقيق نمو مرتفع وأرباح مستقبلية متزايدة، والغرض من هذا التمويل هو المشاركة في الأرباح المستقبلية المحتملة (رضا محمد، 2012، ص191).

## المحور الثالث: تطور أداء سوق الأوراق المالية المصرية

يعتمد قياس تطور أداء الأسواق المالية على العديد من المؤشرات كما رأينا سابقا، ويمكن تلخيصها في الجدول الموالي

الجدول رقم (1): تطور مؤشرات أداء البورصة مصر (2004-2014)

السنة	المؤشر	سوق الاصدار													
			2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
-	عدد الاصدارات الجديدة	سوق الاصدار	-	-	-	2	4	0	3	0	0	5	4	2	6
-	قيمة الاصدارات الجديدة الأسهم (مليار جنيه)		-	-	-	4.9	4.2	0	2.2	0	0	0.9	6.2	2.4	4
-	قيمة الاصدارات من السندات (مليار دولار)	سوق الاصدار	-	-	-	-	-	16.9	5.99	11.87	17.46	17	19	17	20
2.4	حجم التداول (مليار)		5.3	9.1	15.1	25.5	36.6	33	18.5	34	29	57	45	59	78
42.3	قيمة التداول (مليار جنيه)	سوق التداول	160.6	287	363	529.6	448.2	321	148	185	162	291	248	285	332
795	عدد الشركات المقيدة		744	595	435	373	306	212	213	213	212	214	221	222	222
503	عدد الشركات المتداولة	سوق التداول	441	407	337	322	289	211	204	204	206	206	217	213	213
234	الرسالة السوقية (مليار جنيه)		456	534	768	474	500	488	294	376	427	500	430	602	825
43	رسالة الفقة/الناتج المحلي	سوق التداول	74	72	86	46	41	40	19	24	21	25	22	25	30
14.2	معدل الدوران (%)		31.1	48.7	38.7	70.3	50	41	32	29	21	38	27	30	31
122.2	تطور مؤشر EGX30 (%)	سوق التداول	146.2	10.2	51.2	-56.4	35	15.03	-49.3	51	24.2	32	21.5	14	22

المصدر: - التقارير السنوية لبورصة مصر 2004-2017 - - النشرة الإحصائية لسوق القيد المصري 2010-2016



## 1. نشاط سوق الإصدارات

يعتبر حجم الإصدارات الجديدة من الأسهم والسندات من أهم المؤشرات حتى يمكن قياس أداء الأسواق الأولية، ومن الجدول رقم(01) نلاحظ أن أداء السوق الأولية المصرية جيد نوعا ما، حيث كان مجموع ما عدده 21 إصدار من سنة 2007 إلى سنة 2017، سجل ما قيمته 6.2 مليار جنية من الأسهم سنة 2015 وتعتبر أعلى قيمة سجلها خلال نفس الفترة، انعدمت الإصدارات سنة 2009 وهذا راجع إلى الآثار التي خلفتها الأزمة العالمية 2008، ليعود سوق الإصدارات إلى نشاطه في سنة 2010 ب3 إصدارات ب2.2 مليار جنية، ليعاود السكون خلال السنوات الثلاثة التالية وهذا بسبب الأزمة السياسية التي شهدتها مصر في هذه الفترة، ليشهد سنة 2014 تعاف من الأزمة لتستمر الإصدارات حتى سنة 2017 أين حققت 6 إصدارات بقيمة 4 مليار جنية. أما ما يخص الإصدارات الجديدة من السندات فهي في تطور ملحوظ منذ سنة 2011 حتى 2017 بنسبة **أمن** وصلت في سنة 2017 بقيمة 20 مليار جنية.

## 2. حسب مؤشرات حجم سوق التداول

نلاحظ من الجدول السابق أن البورصة المصرية كانت أغلب الشركات المدرجة فيها لا يتم تداول أوراقها سنة 2004، و2005، ولكن بعد هذه السنة إلى غاية 2017 أصبحت الشركات المقيدة تقريبا مساوية للتداول، كما نلاحظ انخفاض عدد هذه الشركات خلال السنوات محل الدراسة يعزى هذا إلى استمرارية تطبيق قواعد القيد والافصاح لزيادة كفاءة البورصة المصرية. نلاحظ أيضا الارتفاع المستمر للقيمة السوقية من سنة 2004 حيث بلغت 234 مليار جنية، ووصل أعلى قيمة سنة 2007 ليصل إلى قيمة 768 مليار جنية، ولكنه شهد تذبذب في القيمة بسبب الأزمة المالية والأحداث السياسية والاقتصادية الأخيرة أين وصل سنة 2011 إلى أدنى مستوى له خلال جميع السنوات بقيمة 294 مليار جنية، ليعود الارتفاع في السنوات التالية ليشهد سنة 2017 إرتفاعا قياسيا وصل إلى 825 مليار جنية. أما نسبة القيمة السوقية إلى الناتج المحلي لم تصل إلى نسبة 100% أي أن تكون القيمة السوقية أكبر من الناتج المحلي، وصلت ذروتها بنسبة 86% سنة 2007، ولكن بعد ذلك لم تصل إلى المستوى المطلوب، بل استمرت في الانخفاض لتسجل سنة 2014 ما نسبته 25%، ثم عادت للإرتفاع سنة 2017 بما يمثل حوالي 30% من الناتج المحلي الإجمالي (تقرير البورصة، 2017).

## 3. حسب مؤشرات السيولة

من الجدول رقم(01) يتضح أن قيمة التداولات شهدت ارتفاعا مستمرا من 2004 حتى 2008 أين وصلت إلى قيمة 529 مليار جنية، يرجع هذا إلى الاعلان عن تخفيض مدة تسوية التعاملات لكافة الأوراق المالية المقيدة إلى يومين بالإضافة إلى الحدود السعرية لمعظم الشركات ما زاد من سيولة السوق التي انعكست على قيمة التداول. وبعده إلى غاية 2011 عرفت هذه القيمة انخفاضا كبيرا وصل إلى 148 مليار جنية سنة 2011، ليعود للارتفاع تدريجيا في السنوات الأخيرة وصلت إلى 332 مليار جنية في 2017 والذي يعتبر أفضل أداء منذ 2010.

أما معدل الدوران فشهد ارتفاعا مستمرا من سنة 2004 إلى 2008، حيث بلغ في هذه الأخيرة نسبة 70.3% تزامنا مع ارتفاع قيمة التداول ليعود إلى الانخفاض وذلك كما قلنا سابقا بسبب الأزمات المالية العالمية والأزمة السياسية والاقتصادية التي سادت في مصر سنوات 2011 و2012 ليصل سنة 2013 إلى أدنى مستوى بنسبة 21% و يرتفع من جديد بمعدل متوسط سنة 2017 فسجل نسبة 31%.

#### 4. حسب مؤشر التسعير

من خلال الجدول نلاحظ التطور الكبير في مؤشر البورصة المصرية في الفترة الممتدة بين 2004 إلى 2007، فوصل التغير سنة 2005 إلى أكثر من 146% وهي أهم سنة من حيث الأداء، أما لاحقا حدث انهيار كبير للمؤشر خاصة سنة 2011 بنسبة انخفاض أكبر من 49%، رغم تعافيه سنتي 2009 و2010، ثم عاود التغير الإيجابي في هذا المؤشر في الثلاثة سنوات التالية فسجل سنة 2012 أعلى نسبة إرتفاع منذ الانهيار قدرت بـ 51% مقارنة بسنة 2011. ليرتفع بوتيرة متزايدة في السنوات الأخيرة، أين وصل إلى نسبة إرتفاع بـ 22% سنة 2017 مقارنة بسنة 2016.

#### المحور الثالث: أثر الاستثمار الأجنبي غير المباشر على تنشيط سوق الأوراق المالية المصرية

شهدت الأسواق المالية العربية بعد الاصلاحات التشريعية والتنظيمية انفتاحا أمام حركة الاستثمار الأجنبي، وقد بدأ الانفتاح أكثر وضوحا بتوقيع بعض الدول العربية على الاتفاقية العامة لتجارة الخدمات في سنة 1997، وإن كان بدرجات متفاوتة تتراوح بين الانفتاح المطلق بدون قيود والانفتاح المقيد بشروط.

اهتمت البورصة المصرية منذ تسعينيات القرن العشرين باجتذاب الأجانب للاستثمار في أسواقها للأوراق المالية، وفي هذا المطلب سنتناول كافة الجوانب المتعلقة بهذا النوع من الاستثمار بداية من أهم التشريعات ومساهمة الأجانب في قيمة التداول إلى واقع التدفقات المالية منه.

#### 1. تنظيم الاستثمار الأجنبي غير المباشر في مصر

اتاح قانون 95 لسنة 1992 للمستثمر الأجنبي الاستثمار في البورصة المصرية دون قيود، فلا توجد سقف ملكية الأجانب لأسهم الشركات، أو قيود على عضو مهتم بمجلس الإدارة، وتم إعفاء كافة الأرباح الرأسمالية والفوائد من أية ضريبة، نتيجة ذلك بدأ التداول الفعلي للأجانب في البورصة منذ عام 1996 (المؤسسة العربية للإستثمار، 2010، ص52).

كما وقعت مصر عام 1997 على اتفاقية تحرير الخدمات المالية، وهي ملتزمة طبقا لها بإزالة كل القيود أمام مشاركة الأجانب في سوق المال، سواء في عمليات الإكتتاب أو شركات السمسرة والتجارة في الأوراق المالية أو المقاصة أو التسوية، والتسويق وتنشيط السوق أو إدارة محافظ الأوراق المالية، أو إنشاء صناديق الاستثمار الجماعية ورأس المال المخاطر (عبد المطلب، 2012، ص184).

#### 2. مساهمة الأجانب في سوق الأوراق المالية المصرية

اهتم القائمون على البورصة المصرية بتطوير السوق وتحريرها على العالم الخارجي خاصة مع الأسواق العالمية، وهو الذي انعكس في زيادة درجة التأثير المتبادل والترابط مع هذه الأسواق، كما ساعد برنامج الخوصصة على إعطاء جاذبية متزايدة للسوق المصرية بين الأسواق الناشئة، منه زيادة التدفقات الأجنبية إلى السوق المصرية، والجدول التالي يبين تطور عدد المستثمرين الأجانب في البورصة المصرية.

### الجدول رقم(2): تطور عدد المستثمرين الأجانب الجدد في البورصة المصرية(2007-2017)

السنة	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
البيان											
مصريون	89636	61348	35932	29187	33569	20082	14693	19526	15219	14884	19149
أجانب عرب	1099	1204	1006	1667	886	742	534	570	733	692	760
أجانب غير عرب	1177	1273	1392	3909	1097	1398	1076	1578	2046	1684	2392
اجمالي الأجانب	2276	2477	2398	5576	1983	2140	1610	2148	2779	2376	3152
اجمالي المستثمرين الجدد	91912	63825	38330	34765	35552	22222	16303	21574	17998	17260	22301
نسبة الأجانب من اجمالي المستثمرين(%)	2.76	3.88	6.25	16	5.5	9.63	9.87	10	13.7	14	15

المصدر: التقارير السنوية للبورصة المصرية من 2007 إلى 2017.

نلاحظ من الجدول رقم(2) أن أغلبية المستثمرين هم مصريون، يتبين ذلك من خلال الأعداد المرتفعة لهم في الفترة محل الدراسة، أما المستثمرون الأجانب الجدد أغلبهم من غير العرب.

بالنسبة للمستثمرين العرب الجدد مر تطور أعدادهم بثلاثة مراحل، السنوات الأربعة الأولى أين شهدت ارتفاع بنسبة زيادة قدرت ب51%، وفي الأربع سنوات الموالية شهدت انخفاض فعكس المرحلة الأولى بنسبة قاربت 65%، أما السنوات الثلاثة الأخيرة عرف إرتفاع طفيف ليصل إلى 760 مستثمر سنة 2017.

وسجل المستثمرون الأجانب من غير العرب أكبر دخول لهم سنة 2010 بعد أن شهدت أعدادهم ارتفاعا مستمرا في السنوات السابقة، أما الفترات اللاحقة وحتى 2014 تجد هناك تذبذب في هذا العدد، سجل في السنة الأخيرة حوالي 1578 مستثمر أجنبي غير عربي، إلا أنه في السنوات الثلاثة اللاحقة إستمر في الإرتفاع أين وصل إلى 22301 في سنة 2017، وهذا ما يدل على عودة ثقة المستثمرين الأجانب في سوق الأوراق المصرية بعد إستقرار الأوضاع داخل البلد.

وفيما يتعلق بنسبة الأجانب العرب وغير العرب من اجمالي المستثمرين الجدد، نلاحظ ارتفاع هاته النسبة من 2.76% في سنة 2007 إلى 16% سنة 2010 والتي تعتبر أكبر نسبة خلال الفترة المدروسة، أما سنة 2011 شهدت انخفاض عدد المستثمرين الأجانب بنسبة 5.5%، راجع إلى الأزمة السياسية والاقتصادية التي سادت في مصر، لتعود إلى الارتفاع في السنوات اللاحقة بنسب متزايدة، حيث وصلت إلى 15% سنة 2017.

كما أن الأجانب في سوق الأوراق المالية المصرية يساهمون في نشاط وسيولة هذه الأخيرة من خلال المساهمة في حجم وقيمة التداول، وذلك كما يوضحه الجدول التالي:

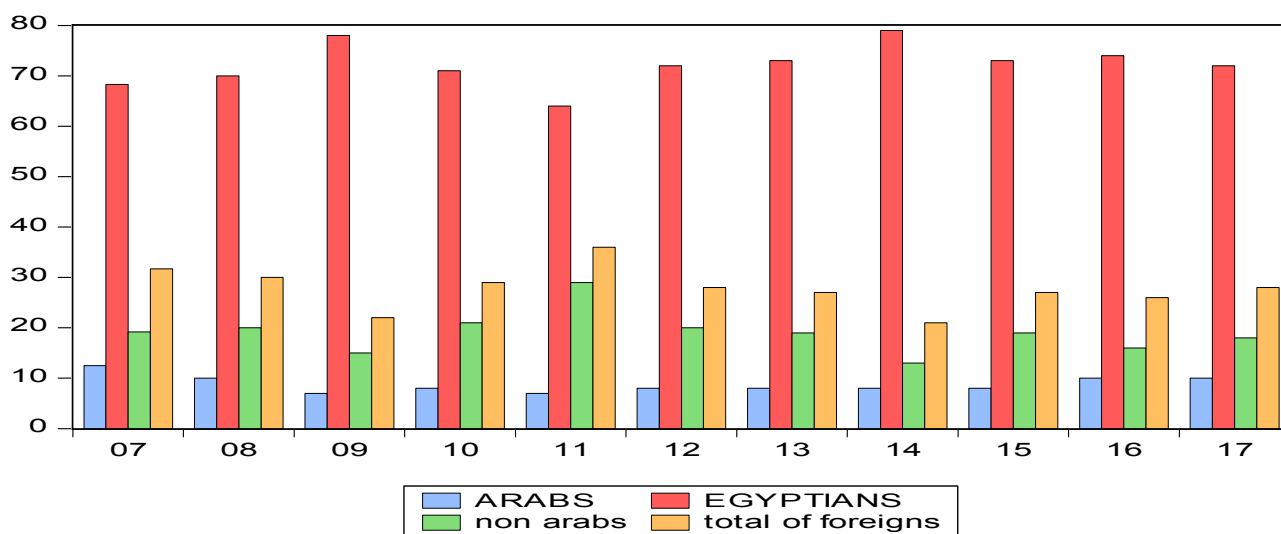
الجدول رقم(3): مساهمة الأجانب في قيمة التداول بالسوق المصرية خلال الفترة(2007-2017)

السنة	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
قيمة التداول (مليار جنيه)	363	529.6	448.2	321	148	185	162	291	248	285	332
نصيب الأجانب غير العرب من قيمة التداول (%)	19.2	20	15	21	29	20	19	13	19	16	18
نصيب الأجانب العرب من قيمة التداول (%)	12.5	10	7	8	7	8	8	8	8	10	10
اجمالي نصيب الأجانب من قيمة التداول (%)	31.7	30	22	29	36	28	27	21	27	26	28
نصيب المصريين من قيمة التداول (%)	86.3	70	78	71	64	72	73	79	73	74	72

المصدر: التقارير السنوية للبورصة المصرية من سنة 2007 إلى 2017.

نلاحظ من الجدول أعلاه أن النسبة العظمى من قيمة التداول يستحوذ عليها المصريون خلال الفترة محل الدراسة، كما أن الأجانب غير العرب استحوذوا على قيمة التداول الاجمالية للأجانب مقارنة بنصيب الأجانب العرب من هذه الأخيرة. كما نلاحظ أن اجمالي نصيب الأجانب من قيمة التداول بلغ نسبة 31.7% سنة 2007، ثم انخفضت في السنتين الموالتين أين وصلت سنة 2009 إلى 22%، وهذا راجع إلى خروج الأجانب من السوق المصرية بسبب الأزمة المالية، ثم عادت لترتفع من جديد سنوات 2010 و 2011 فبلغت في هذه الأخيرة 36% وهي أعلى نسبة وصلت إليها هاته الفئة خلال جميع السنوات، ثم تبدأ في الانخفاض في السنوات اللاحقة، لتصل سنة 2014 إلى أدنى نسبة لها قدرت بحوالي 21% وهذا يعود إلى الأوضاع المضطربة التي عانت منها مصر في هاته السنوات، إلا أن في السنوات الثلاثة الأخيرة عاودت الارتفاع نتيجة عودة ثقة المستثمرين في السوق المصرية والشكل الموالي يوضح تطور نسبة مساهمة الأجانب في قيمة التداول في سوق الأوراق المالية المصرية:

الشكل رقم(1): تطور نسبة مساهمة الأجانب في سوق التداول المصرية خلال الفترة(2007-2014)



المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على معطيات الجدول رقم(3)

### 3. واقع الاستثمار الأجنبي غير المباشر في مصر

بعدما رأينا نسبة مساهمة الأجانب في القيمة الاجمالية للتداول، سنتطرق إلى صافي التدفقات الأجنبية في سوق الأوراق المالية المصرية والجدول الآتي

يوضح تطور صافي التعاملات:

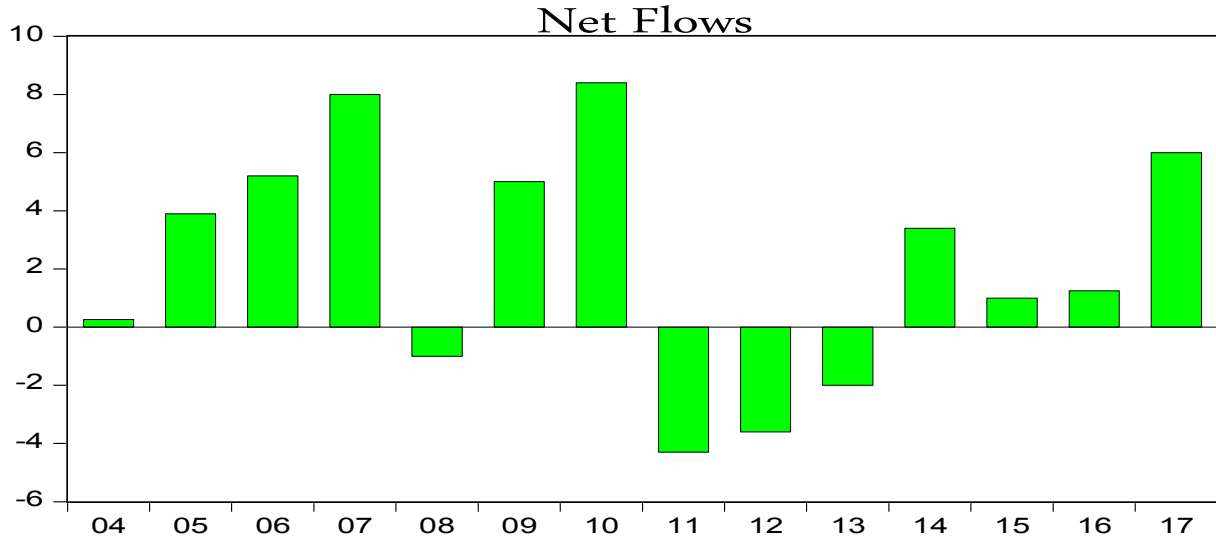
الجدول رقم(4): تطور صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي غير المباشر إلى مصر (2004-2017)

السنة	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004
صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي غير المباشر	7	1.25	1	3.4	(2)	(3.6)	(4.3)	8.4	5	(1)	8	5.2	3.9	0.26

المصدر: البنك المصري، تقارير سنوية أعداد: 2005/2004 إلى 2017/2016(مليار جنيه)

من خلال الجدول السابق نلاحظ أن السوق المصرية حققت تدفقات داخلية في الأربعة سنوات الأولى، حيث أن هذه القيمة تتحسن من سنة إلى أخرى فكانت سنة 2004 لا تتجاوز 0.26 مليار جنيه لتتجاوز سنة 2007 قيمة 8 مليار جنيه، ولكن سنة 2008 شهدت تدفق سالب نحو الخارج بحوالي مليار جنيه، وهذا في تقديري راجع إلى الأزمة المالية التي شهدها العالم تلك السنة مما أدى إلى بيع الأجانب للأوراق المالية التي كانت مجوزتهم، لتعود إلى الأداء الإيجابي سنتي 2009 و2010 لتحقق في هذه الأخيرة صافي تدفق داخل بقيمة 8.4 مليار جنيه، والتي تعتبر أعلى قيمة تدفقات إلى الداخل خلال جميع سنوات الدراسة، ثم تشهد في سنة 2011، 2012 و2013 صافي تدفقات إلى الخارج كان أكبرها سنة 2011 بقيمة 4.3 مليار جنيه بسبب الأزمة السياسية المصرية في تلك السنوات، لتتعافى في السنوات الأخيرة لتحقق تدفقات موجبة حيث بلغت قيمتها 6 مليار جنيه سنة 2017 وهذا راجع لحملة الترويج التي تقوم بها السوق المصرية لإستعادة ثقة المستثمرين الأجانب، حيث شهدت حملات ترويج كثيفة في عدد من مراكز المال العالمية مثل لندن ونيويورك للقاء عدد من المؤسسات المالية وصناديق الاستثمار والتي تدير أصولا تقرب قيمتها من 5 تريليون دولار، والشكل التالي يوضح هذا التطور:

الشكل رقم(2): تطور صافي تدفقات الاستثمار الأجنبي غير المباشر في مصر(2004-2017)



المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على معطيات الجدول رقم (4).

#### الخاتمة:

من خلال ما تم التطرق إليه في المحاور السابقة من موضوع البحث: دور الإستثمار الأجنبي غير المباشر في تنشيط أسواق الأوراق المالية الناشئة مع دراسة سوق مصر، يمكن سرد مجموعة من النتائج أبرزها ما يلي:

- يعتبر الإستثمار الأجنبي غير المباشر من أهم وأحدث الموارد المالية لإنشاء مشاريع جديدة أو التوسع في المشاريع القائمة دون اللجوء إلى إشراك المستثمر الأجنبي في إدارة المشروع، كما أن مفهومه على المستوى الكلي لا ينحصر فقط على محفظة الأوراق المالية بل له عدة قنوات يمكن لرؤوس الأموال الأجنبية التدفق من خلالها.
- تبرز أهمية الإستثمار الأجنبي غير المباشر من خلال أثره الإيجابي على النمو الاقتصادي، كما انه يزيد من سيولة أسواق الأوراق المالية الناشئة ويساعد على تطوير كفاءتها، كما يجعلها أوسع وأكثر عمقا.
- للاستثمار الأجنبي غير المباشر أثر مباشر في تنشيط سوق الأوراق المالية المصرية، ويظهر هذا الأثر نتيجة سعي القائمين على السوق باستقطاب أكثر قدر ممكن من المستثمرين الأجانب، إلا أنه من خلال دراستنا تبين أنه ليس المهم فقط جذب حجم كبير من هذه التدفقات، ولكن المهم أيضا العمل على الاستفادة من هذه التدفقات التي تعتبر أكثر الاستثمارات تقلبا، مع تجنب مخاطر هذه الاستثمارات بقدر الإمكان نتيجة حدوث الأزمات المالية والسياسية.

وفي الأخير يمكن اقتراح بعض التوصيات التي من شأنها تفعيل آليات هادفة للاستفادة من الاستثمار الأجنبي غير المباشر:

- إجراء إصلاحات هيكلية للحد من مخاطر التغيرات التي تؤدي إلى زعزعة ثقة المستثمرين عند وجود مشاكل اقتصادية أو مالية.
- تطوير جهاز الإفصاح عن المعلومات والشفافية وهذا ما تعمل عليه معظم الدول العربية من خلال ملاحظة انخفاض الشركات المدرجة في أسواقها نتيجة عدم مطابقتها هاته الشركات لمعايير الإفصاح.
- وضع قيود وسياسات للتحكم في الطلب على رؤوس الأموال الأجنبية قصيرة الأجل للحد من تدفقاتها بشكل بسبب ضرر لاقتصاد البلد المضيف.

#### قائمة المراجع والهوامش:

- 1- شكري ماهر كنج، مروان عوض (2004)، العملات الأجنبية والمشتقات المالية بين النظرية والتطبيق ، دار الحامد للنشر، عمان، الأردن، الطبعة الأولى.
- 2- أميرة حسب الله محمد (2005)، محددات الاستثمار الأجنبي المباشر و غير المباشر في البيئة الاقتصادية العربية (دراسة مقارنة بين تركيا، كوريا الجنوبية ومصر)، الدار الجامعية، مصر، بدون طبعة.
- 3- لطفي السيد أحمد أمين (2006)، التحليل المالي لأغراض تقييم ومراجعة الأداء و الاستثمار في البورصة، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر، الطبعة الثانية.
- 4- سي بول هالوود (2007)، رونالد ماكدونالد، النقود والتمويل الدولي ، دار المريخ للنشر، الرياض، المملكة العربية السعودية، بدون طبعة.
- 5- نورزاد عبد الرحمن الهيتي (2007)، منجد عبد اللطيف الخشالي، مقدمة في المالية الدولية ، دار المناهج للنشر، عمان، الأردن، الطبعة الأولى.
- 6- المؤسسة العربية لضمان الاستثمار و ائتمان الصادرات (2010)، تقرير مناخ الاستثمار في الدول العربية.
- 7- حسن كريم حمزة (2011)، العولمة المالية و النمو الاقتصادي، دارالصفاء للنشر، الطبعة الأولى
- 8- رضا محمد أحمد محمدين (2012)، الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة في الأسواق الناشئة (دراسة نظرية)، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، كلية التجارة، جامعة عين شمس، العدد الثالث.
- 9- محمد عبد المطلب عبد المطلب بدوي (2012)، محددات تدفق الاستثمارات الأجنبية إلى أسواق رأس المال الناشئة وآثارها على المتغيرات الاقتصادية (دراسة تطبيقية مقارنة على كل من مصر، فلسطين، تركيا).
- 10- صلاح حسن أحمد (2013)، الاستثمار الأجنبي غير المباشر و دوره في الأسهم العادية للقطاع المصرفي العراقي، رسالة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه ادارة أعمال، كلية الادارة و الاقتصاد، جامعة السليمانية، العراق.

11- علا عادل عبد العال (2013)، دور الاستثمار الأجنبي غير المباشر في تنشيط البورصة المصرية، مجلة البحوث الاقتصادية العربية، العددان 63-64.

12-البورصة المصرية (2017)، التقرير السنوي.

13-Asli DEMIRGUC-KUNT, Ross LEVINE, (1996), “**Stock Markets, Corporate finance and Economic Growth: Overview**”, World Bank, Working Paper WPS 678-37.

14- Ross levine, Sara Zevos(1996), "**Stock Market Development and Long Run Growth**",World Bank, Working Paper, N°1582, Washington, D.C

15- BertrandJAQUILLAT, BrunoSOLNIK(1997), **Marchés Financiers : Gestion de Portefeuille et des Risques**. Paris : Dunod.

16- Ross LEVINE, Sara ZERVOS, "**Stock markets, Banks, and Economic Growth**", world bank.

17- Michael LEAHY(2001), “**Contribution of financial system to growth in OECD countries**”, OECD, Working Papers n°:280.