

السوق المالي عامل جذب للاستثمارات الأجنبية المباشرة في مصر - دراسة قياسية للفترة 1980-2021

The financial market as an attractive factor for foreign direct investments in Egypt, econometric - study during the period 1980-2021

صلعة سمية*

مخبر التنمية المستدامة في مناطق الهضاب العليا والمناطق الصحراوية، المركز الجامعي البيض - الجزائر

s.salaa@cu-elbayadh.dz

تاريخ النشر: 2022/10/13

تاريخ القبول للنشر: 2022/08/18

تاريخ الاستلام: 2022/07/30

ملخص:

تهدف الدراسة إلى إبراز أهمية الأسواق المالية كعامل جذب للاستثمارات الأجنبية المباشرة، حيث تمحورت الاشكالية الرئيسية للدراسة حول قياس أثر عائد السوق المالي المصري على حجم الاستثمارات الأجنبية المباشر الواردة إلى مصر خلال الفترة 1980-2021، حيث تم الاعتماد على عدة اختبارات بالاعتماد على البرنامج الاحصائي *EViews 9*. أثبتت نتائج اختبار التكامل المتزامن على وجود علاقيتين توازنييتين في الأجل الطويل بين متغيرتي الدراسة، كما أظهرت نتائج تقدير العلاقة باستخدام تقنية شعاع الانحدار الذاتي *VAR* على الأثر الموجب والمعنوي لعائد السوق المالي على حجم تدفقات الاستثمارات الأجنبية المباشر في مصر. الكلمات المفتاحية: سوق مالي، استثمار أجنبي مباشر، اختبار تكامل متزامن، تقنية شعاع الانحدار الذاتي *VAR*، برنامج احصائي *EViews 9*. تصنيف JEL: F21؛ G19؛ C51.

Abstract:

The study aims to highlight the importance of financial markets as an attractive factor for foreign direct investments, the problem of the study revolved around measuring the impact of the return of the Egyptian financial market on the foreign direct investments coming into Egypt during the period 1980-2021, by using a several tests and *EViews 9*.

The results of the co-integration test demonstrated the existence of two long-term relationships between the two variables. estimate the relationship using Vector Autoregressive Models (VAR) showed the positive and significant impact of the financial market return on the volume of foreign direct investment in Egypt.

Keywords: Financial Market, Foreign Direct Investment, Co-integration Test, vector autoregressive model (VAR), *EViews 9*.

Jel Classification Codes: G19, F21, C51.

* المؤلف المراسل.

1. مقدمة:

تحتل الأسواق المالية مركزا حيويا في النظم الاقتصادية المعاصرة خاصة التي تعتمد على نشاط القطاع العام والخاص في تجميع رؤوس الأموال بهدف التنمية الاقتصادية، وتتمتع الأسواق المالية بأهمية خاصة، نظرا لما تزاوله من نشاط، بفضل ظهور العولمة المالية والثورة المعلوماتية أصبحت عملية انتقال الأموال أكثر سرعة وبأقل التكاليف، لذلك أصبح للاقتصاد العالمي نظام مالي جديد ترتب عنه الحاجة إلى قنوات اتصال تلي طموح المستثمر.

حيث أصبح الاستثمار الأجنبي المباشر أحد أهم القنوات الممكن عبورها للدخول إلى الأسواق العالمية والاندماج في الاقتصاد العالمي، وأصبح حجم تدفقات الاستثمارات الأجنبية مؤشر مهم لقياس نجاح وفعالية الأسواق المالية للدول.

1.1. إشكالية الدراسة:

والاستثمار الأجنبي المباشر في مصر، مثله مثل كافة المؤشرات الاقتصادية يتأثر بحال الأسواق والأوضاع الاقتصادية الداخلية والعالمية، ولا شك أن السوق المالي المصري باعتباره أقدم سوق مالي عربي يؤثر ويتأثر بتدفق الاستثمار الأجنبي الوارد إليها، وبناء على ما سبق فإن السؤال الجوهرى الذي تحاول هذه الدراسة الإجابة عليه يمكن صياغته على النحو التالي: ما هو أثر عائد السوق المالي في مصر على تدفقات الاستثمارات الأجنبية الواردة خلال الفترة 1980-2021؟.

2.1. فرضيات الدراسة: تم صياغة فرضيات الدراسة على النحو التالي:

- توجد علاقة توازنية طويلة الأجل بين عائد السوق المالي في مصر والاستثمار الأجنبي المباشر الوارد إليها.
- يسهم عائد السوق المالي المصري مساهمة إيجابية في زيادة حجم تدفقات الاستثمارات الأجنبية الواردة إلى مصر.

3.1. أهداف الدراسة:

- ✓ توضيح العلاقة بين الأسواق المالية والاستثمارات الأجنبية المباشرة؛
- ✓ إبراز أهمية ومكانة السوق المالي المصري كأقدم سوق مالي عربي؛
- ✓ إبراز دور السوق المالي المصري في جذب الاستثمارات الأجنبية المباشرة.

4.1. منهج الدراسة: تماشيا مع طبيعة الموضوع والإشكالية المطروحة، اعتمدنا على المنهج الوصفي، من خلال الإحاطة بكافة المفاهيم المتعلقة بالموضوع وتحليل العلاقة التي تربط بين متغيرات الدراسة، بهدف قياس أثر عائد الأسواق المالية في مصر على تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر الوارد إليها.

2. عموميات حول الاستثمار الأجنبي المباشر:

أدى الاستثمار الأجنبي دورا هاما في دعم نمو اقتصاديات الدول نتيجة الاتجاه نحو اقتصاد السوق وتحرير نظم التجارة والاستثمار فضلا عن زيادة مساهمة هذه الدول في التكامل الاقتصادي العالمي.

1.2. مفهوم الاستثمار الأجنبي:

يعرف الاستثمار الأجنبي بأنه قيام شركة أو مؤسسة ما بالاستثمار في مشروعات تقع خارج حدود الوطن الأم بهدف ممارسة قدر من التأثير على عمليات تلك المشروعات. (الغزالي، 2004، صفحة 03)

وهو ذلك المال الوافد على دولة غير دولته والمستخدم مباشرة للغرض الذي تم من أجله مما يترتب عليه تملك المستثمر الأجنبي جزءا من الاستثمارات أو كلها في فرع معين بالإضافة إلى المشاركة في إدارة المشروع مع المستثمر الوطني فضلا عن قيام المستثمر الأجنبي بتحويل كمية من الموارد المالية والتكنولوجية والخبرة الفنية والمهارات الإدارية، التسويقية والمالية في جميع المجالات الى الدولة المضيفة. (أبو الفتوح و خلاف، 2001)

2.2. أنواع الاستثمارات الأجنبية المباشرة:

يمكن تصنيف الاستثمار الأجنبي المباشر وفق محددات منها: (الغزالي، 2004، صفحة 06)

- البحث عن المصادر: من أجل استغلال الميزة النسبية للدول لاسيما تلك الغنية بالمواد الأولية.
 - البحث عن الاسواق: يهدف الى تلبية المتطلبات الإستهلاكية في أسواق الدول المتلقية للاستثمارات ولا سيما تلك التي يتم تصدير اليها في فترات سابقة.
 - البحث عن الكفاءة: يحدث هذا النوع من الاستثمار فيما بين الدول المتقدمة والأسواق الإقليمية المتكاملة كالسوق الأوروبية وشمال القارة الامريكية.
 - البحث عن أصول إستراتيجية: يتعلق هذا النوع بقيام الشركات بعمليات تملك أو شراكة لخدمة أهدافها الإستراتيجية.
- ## 3.2. أهمية الاستثمار الأجنبي المباشر:

يتمتع الاستثمار الأجنبي المباشر بأهمية كبرى في اقتصاديات الدول المضيفة، حيث أن له آثار إيجابية عديدة، فهو يساهم في رفع معدلات الاستثمار من خلال تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر، كما يلعب دورا هاما في خلق فرص عمل جديدة، وبالتالي الحد من مشكلة البطالة، والتي تعتبر ظاهرة منتشرة بشكل كبير في الدول النامية، كما يؤثر الاستثمار الأجنبي المباشر على ميزان المدفوعات من خلال تدفق رؤوس الأموال الأجنبية مما يجعله مصدرا جيدا للحصول على العملات الصعبة وزيادة رأس المال المادي في الدول المضيفة. كما يساهم الاستثمار الأجنبي المباشر في نقل التكنولوجيا المتقدمة والمهارات الإدارية الحديثة للدول المضيفة، والتي لها دور كبير في تطوير مهارة العمال ورفع كفاءة الإنتاج نظرا لخبرة الشركات الأجنبية بالنشاط الاقتصادي ومعرفتها الواسعة لفنون الإنتاج والتسويق، فضلا عن مساهمته في تنمية قطاع التصدير والذي يعتبر حاجة ماسة عند الدول النامية، ويزيد الاهتمام بالبحوث والتطوير في الدول المضيفة، بالإضافة إلى أنه يساهم في زيادة الإنتاجية والإنتاج مما يؤدي إلى زيادة الدخل القومي، ومن ثم زيادة متوسط دخل الفرد، وبالتالي تحسين مستوى الرفاهية. (سمير وبن عبد العزيز، 2018، صفحة 155)

3. مفاهيم عامة حول الأسواق المالية:

1.3. مفهوم السوق المالي:

إن السوق عبارة عن منطقة يتصل فيها البائعون والمشترون، لإنجاز تبادل تجاري معين ينطوي على تقابل في المصالح بينهما، أما السوق المالية أداة لجمع المدخرات واستثمارها في أماكن أكثر أمانا. يعرف السوق المالي على أنه المكان الذي يسمح بتداول الأصول المالية كالأسهم والسندات وتقوم المؤسسات المالية فيه بدور الوسيط المالي عن طريق تسهيل عملية تدفق الأموال من الأفراد والمؤسسات أو الحكومة ذلك الفائض المالي إلى الجهات ذات العجز المالي. (MADURA, 2006, p. 02)

هذا وتشتمل أسواق المال على كل من: المدخرين والمستثمرين والمنشآت المالية والأدوات المالية، حيث أنه يوجد في كل مجتمع وحدات (أفراد وشركات ومنظمات حكومية) لديها فائض ولكنها لا تستطيع استثماره بنفسها لعدم وجود ملكة الاستثمار أو عدم وجود الوقت والجهد الكافيين للاستثمار، وفي المقابل هناك وحدات تستطيع الاستثمار ولكن يعوزها المال لذا فإن الأسواق المالية تساعد على انتقال الأموال من الوحدات ذات الفائض إلى الوحدات ذات العجز من خلال المنشآت المالية والأدوات المالية لصعوبة انتقال الأموال مباشرة بين الطرفين لكل أو بعض الأسباب التالية: (مصطفى، 1998، الصفحات 01-02)

- عدم معرفة كل طرف لآخر.
 - ب-عدم وجود الثقة بين الطرفين.
 - ج-الاختلاف حول سعر الأموال وحول آجال استحقاقها.
 - ه-الاختلاف حول درجة المخاطرة في الاستثمار.
- وفقا للنهج الوظيفي الأسواق المالية تسهل تدفق الأموال فيها من أجل تمويل استثمارات الشركات، الحكومات والأفراد المؤسسات هي اللاعب الرئيسي في الأسواق المالية لأنها تؤدي وظيفة الوساطة وبالتالي تحديد تدفق الأموال. ينفذ المنظمون الماليون دور مراقبة وتنظيم المشاركين في النظام المالي. (Leorando, 2010, p. 06)
- 2.3. خصائص الأسواق المالية: تتميز سوق الأوراق المالية بمايلي: (اوكيل، ديبش، ويحياوي، 2013، الصفحات 110-111)
- سوق الأوراق المالية سوق منظمة وهناك شروط وقيود يتم على أساسها تداول الأوراق المالية؛
 - التداول يتم من خلال الوسطاء أو السماسرة ذوي خبرة؛
 - يوفر سوق الأوراق المالية المناخ لظهور المنافسة الكاملة؛
 - سوق الأوراق المالية تتميز عن أسواق السلع في كونها أسواق واسعة تتضمن صفقات كبيرة وممتدة قد يتسع نطاقها ليشمل أماكن عدة في العالم في نفس الوقت؛
 - أسواق الأوراق المالية متطورة باستمرار مما يتيح مجالات واسعة للاستفادة أمام المستثمرين؛
 - الاستثمار في سوق الأوراق المالية ينطوي على مخاطر عالية وعلى المستثمر فيها أن يكون دوماً على دراية بالمعلومات السوقية ومن ثم اتخاذ القرارات الاستثمارية الرشيدة؛
 - التعامل في أسواق الأوراق المالية لا يتم على سلع وخدمات منظورة أو موجودة بالفعل كأسواق السلع والخدمات الأخرى، وإنما على أساس خصائص ومواصفات نظرية غير ملموسة، الأمر الذي ينعكس بدرجة كبيرة على حجم أو كمية المبيعات.
- 3.2. أهمية سوق الأوراق المالية: تلعب سوق الأوراق المالية دوراً هاماً في الاقتصاد حيث تعمل على ما يلي: (كروش، 2014، صفحة 62)
- قناة لتمويل الاقتصاد الوطني من خلال تجميع المدخرات من أصحاب الفائض المالي وتوجيهها نحو الاستثمار بغية تنشيط حالة الاقتصاد ككل ؛
 - من خلال السوق، يتمكن حملة الأوراق المالية من تحويلها إلى سيولة نقدية عند الضرورة، وهو ما يتيح حماية المستثمرين من تجميد أموالهم؛
 - تمكين أصحاب المشاريع الاقتصادية من الحصول على رأس المال اللازم لإنشاء مشاريع اقتصادية جديدة أو توسيع الطاقة الإنتاجية في مشاريعهم؛
 - مراقبة الاستثمارات من خلال التعرف على سير العمل في المشاريع الاقتصادية عن طريق معرفة أسعار هذه الأوراق باعتبارها مرآة عاكسة للحالة الاقتصادية المستقبلية، يعني أنها تعتبر بمثابة إنذار مبكر للقائمين على شؤون الاقتصاد في الدولة لاتخاذ الإجراءات التصحيحية عندما يلزم الأمر. فعندما تنخفض الأسعار - وهو ما يعد مؤشر احتمال تعرض

البلاد لموجة من الكساد - يهب المسؤولون إلى اتخاذ الترتيبات الملائمة لتصحيح الأوضاع. كما يبدي المحللون الاقتصاديون وجهات نظرهم بشأن الحالة و بشأن الترتيبات المقترحة لمواجهة لها :

- حماية الوحدات الاقتصادية من تقلبات في أسعار السندات إذ يتم التخلص منها عند توقع إنخفاض كبير في أسعارها حتى لا تلحق الخسارة بأصحابها ؛
- إن تعديل بنى الإنتاج يتطلب مبالغ كبيرة من الضروري اللجوء إلى سوق الأوراق المالية من أجل تأمينها. ويحدث هذا اللجوء كثيرا في حالة النمو الداخلي (إمتلاك موجودات حقيقية) كما في حالة النمو الخارجي (إمتلاك شركات موجودة سابقا). مما يؤدي حسب الحالة الثانية إلى ظهور شركات ضخمة تجمع العديد من المؤسسات؛
- مكان لتداول الخطر حيث إن الابتكار الحاصل في سوق الأوراق المالية، خاصة ما يسمى بالمنتجات المشتقة، جعلت من هذه الأسواق مكان لتسيير الأخطار التي يتحملها الأعوان الاقتصاديين، كذلك التنوع في الأوراق المالية يسمح بالتقليل من الأخطار التي يتحملها المستثمر.
- كما تعمل سوق الأوراق المالية على توجيه الفوائض للمؤسسات الاقتصادية ذات العجز في التمويل أو التي تريد توسيع نشاطها من أجل المساهمة في التنمية وتطوير هذه المؤسسات الاقتصادية، بالإضافة إلى أنها تؤمن للدولة موارد إضافية تساعد على تحقيق سياستها الاقتصادية والاجتماعية. (CHOINEL & ROUYER, 1997, p. 37)

4. متطلبات أسواق رأس المال كعامل جذب للاستثمارات الأجنبية:

1.4. التحليل الاقتصادي لعوامل جذب الاستثمارات الأجنبية:

هناك عوامل عديدة تؤثر في جذب الاستثمارات الأجنبية المباشرة إلى دولة وإبتعادها عن أخرى، من بين تلك العوامل إرتفاع متوسط دخل الفرد ومن الناتج المحلي في البلد المتلقي في الاستثمارات وارتفاع معدل نمو الناتج المحلي، توفر البنية الأساسية ودرجة الاستقرار السياسي، فضلا عن معدل العائد على رأس المال.

حيث تتأثر الدول المتقدمة بالاستثمار الأجنبي المباشر الموجه الى القطاعين الثاني والثالث، في حين تتركز هذه الاستثمارات في الدولة النامية في القطاع الأول، من بين المنافع الهامة للدول المتلقية لهذا الاستثمار: (الغزالي، 2004، صفحة 09)

- توفير مصدر متجدد وشروط جيدة للحصول على العملات أو رؤوس الاموال الأجنبية لتمويل برامج وخطط التنمية.
- المساهمة في تنمية الملكية الوطنية ورفع مساهمة القطاع الخاص في الناتج القومي .
- تذكية المنافسة بين الشركات المحلية وما يصاحب هذا التنافس من منافع عديدة تتمثل في تحفيز الشراكات على تحسين نوعية الخدمات والمنتجات .
- المساعدة في فتح أسواق جديدة للتصدير.
- الإسهام في تحسين وضعية ميزان المدفوعات .
- توفير فرص عمل جديدة فضلا عن المساعدة في تنمية وتدريب الموارد البشرية في الدول المضيفة.

2.4. الاعتبارات المتعلقة بجذب الاستثمار الأجنبي:

حيث أنه يجب توفير البيئة الملائمة للاستثمار لتعظيم الاستفادة وتقليل الأضرار والأعباء الناجمة عنه كما يجب ذكر بعض الاعتبارات القائمة الواجب أخذها في الحسبان عند توافد الاستثمار الأجنبي المباشر إلى هذه الدول منها:

- نوعية الاستثمارات الأجنبية المباشرة: حيث أنه إذا كان رأس المال الأجنبي حر في شتى انحاء العالم بصورة مطلقة يمكن اختيار المناطق التي يتوطن فيها حسب اعتبارات اقتصادية وسياسية إلا أنه يجب على الدول المضيفة اختيار أنسب الاستثمارات انطلاقاً من حقائق واقعية حتى يمكن الحصول على أكبر المنافع وتحصل أقل التكاليف كما أن بعض القطاعات الاقتصادية ذات الصيغة الحساسة كالصناعات التي تتمتع بدرجة كبيرة من الحماية من قبل الدولة المضيفة لا يمكن الاستثمار فيها نظراً لأنها من الصناعات الاستراتيجية التي يقوم عليها الاقتصاد الوطني. (زيدان، 2004، صفحة 131)

- ترشيد حوافز الاستثمار خدمة للاقتصاد الوطني: حيث يجب ربط الحوافز بنوعية الاستثمارات التي ينبغي تشجيعها كالتصدير أو استخدام العمالة الوطنية.

- طبيعة العلاقات بين المستثمر الأجنبي والدولة المضيفة: تبرز هذه العلاقة في الرقابة القوية على أنشطة المستثمرين الأجانب بسبب قوتهم الاحتكارية في السوق المحلي وبعض أسباب الضغط التي يمكن أن يمارسوها على الدولة المضيفة في اتخاذ بعض القرارات الخاصة بالاحتكار والإغراق وغيرها.

- استقرار البيئة المواتية للاستثمار: إنها من أهم القومات التي تعمل على جذب الاستثمار لذلك يجب دائماً الحفاظ على الاستثمار بمجالاته السياسية، الاقتصادية والتشريعية حتى تكون هناك حكومة قادرة على التفاوض مع المستثمر الأجنبي من موقع قوة. (زيدان، 2004، صفحة 133)

- مدى قدرة الدولة المضيفة على التفاوض: حيث أن استقرار الدولة يجعلها قادرة على التفاوض الناجح وبناء مهارات تفاوضية عالية.

- انشاء طبقة من المنظمين رجال الاعمال بالدولة المضيفة: حيث أن قيام الاستثمارات الأجنبية في الدولة المضيفة من شأنه أن يؤدي إلى ظهور طبقة هامة من رجال الأعمال يساهمون في التنمية الوطنية.

3.4. عوامل جذب الاستثمارات الأجنبية المباشرة المتعلقة بالسوق المالي:

تتمثل أساساً في تنوع الأدوات المتداولة فيه من جهة، وكفاءة السوق وفعاليتها من جهة أخرى، فكلما كانت هناك أدوات مالية كثيرة ومختلفة وفرصاً استثمارية أكبر وقلل من المخاطر كما وأن المستثمر الأجنبي يقوم بدراسة كفاءة السوق المالي وفعاليتها بتمعن قبل أن يقوم باستثماراته في السوق، وتحديدًا فيما يخص الكفاءة التشغيلية في السوق أو العمليات من حيث آليات عمل السوق والتكنولوجيا المستخدمة فيه، والفترة اللازمة لإنجاز الصفقات، وسرعة تنفيذ العمليات، وبيئة التداول العادل، وسيولة السوق (عمقه وإتساعه) ومدى تكامل السوق مع الأسواق الأخرى في المنطقة.

يعتبر معدل العائد على الاستثمار أحد العوامل الهامة والرئيسية في جذب الاستثمار الأجنبي المباشر، لأن القاعدة العامة هي أن المستثمر الأجنبي لا يتجه إلى الاستثمار في الخارج إلا توقعاً للعائد الأعلى بعد تعديله بمعدل المخاطر التجارية وغير التجارية، مع اخذ المحددات الأخرى الخاصة بمناخ الاستثمار والقدرة التنافسية في الاعتبار، عند اتخاذ قرار بالاستثمار في دولة معينة وتشير أحد الدراسات حول تحليل استجابة أنماط الاستثمار الأجنبي المباشر لتقلبات العوائد المختلفة، إلى أن المشروعات الاستثمارية ذات العوائد المتقلبة تكون أكثر عرضة للتأجيل، وتخلص إلى أن الغالبية العظمى من الشركات تأخذ في الاعتبار عوامل المخاطرة في تحديد اتجاهات استثماراتها الأجنبية ومداهما، مما يفسر أن الاستقرار الاقتصادي والعوامل الأخرى التي تؤثر على تقلبات العائدات الاستثمارية في الدولة المضيفة تعتبر محددات مهمة لتدفق الاستثمار الأجنبي المباشر. (مدادي، 2012، صفحة 235)

5. دراسة قياسية لأثر عائد سوق المال المصري على الاستثمارات الأجنبية الواردة:

تؤثر سوق الأوراق المالية على الاستثمار في مصر، كما تؤثر على جذب الاستثمار المحلي والأجنبي، وتدعم النشاط الاقتصادي وتحفز إعادة تدوير رأس المال، وفيما يلي سنحاول تقدير أثر عائد السوق المالي المصري على تدفقات الاستثمارات الأجنبية الواردة إلى مصر.

سنقوم ببناء نموذج قياسي لمحاولة تحديد ومعرفة الأثر والعلاقة بين متغيرات النموذج، والمتمثلة أساساً في الاستثمار الأجنبي المباشر الوارد إلى مصر (FDI)، وعائد سوق رأس المال المصري (R).

1.5. دراسة استقرارية سلاسل متغيرات الدراسة: في أول خطوة من دراستنا القياسية سنحاول التأكد من استقرارية السلاسل الزمنية، ولقد قمنا باستخدام إختبار ديكي-فولر الموسع، بالاعتماد على البرنامج الإحصائي 9 eviews والجدول الموالي يوضح نتائج الإختبار:

الجدول رقم(01): إختبار ديكي- فولر ADF لسلاسل متغيرات الدراسة

إختبار ADF عند المستوى			المتغيرات	
[6]	[5]	[4]		
-2.396160	-4.346773	-4.376765	t_{stat}	FDI
-1.949856	-3.533083	-2.941145	$t_{ADF 5\%}$	
-6.027174	-6.324712	-6.414351	t_{stat}	R
-1.949609	-3.529758	-2.938987	$t_{ADF 5\%}$	

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات البرنامج الإحصائي 9 eviews.

تظهر نتائج إختبار جذر الوحدة المبينة في الجدول أعلاه أن المتغيرتين محل الدراسة مستقرتين عند المستوى، فمن خلال مقارنة القيمة المحسوبة T لديكي فولر المطور ADF مع القيمة الجدولية نلاحظ أنه قيمته T المحسوبة أقل من القيم الجدولة وذلك عند مستوى 5%، كما أن الاحتمال المرافق لها أقل من 0.05، وبالتالي نرفض الفرض العدم H_0 بوجود جذر الوحدة ونقبل الفرض البديل H_1 .

2.5. إختبارات التكامل المتزامن ل"Johansen": بما أن السلسلتين الزميتين للنموذج مستقرتين عند نفس الدرجة، فإن هذا يعني إمكانية وجود علاقة تكامل متزامن بينهما. ولكن قبل هذا سوف نقوم بتحديد درجة التأخير المثلى للنظام (VAR) وذلك بالاعتماد على المعيارين Schwartz و Akiake، والجدول الموالي يوضح ذلك.

الجدول رقم(02): تحديد درجة تأخير النظام (VAR)

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-20.8615	NA	0.01220	1.27008	1.35805	1.30079
1	4.03680	45.6469	0.00382	0.10906	0.37298	0.20118
2	12.4912	14.5604	0.00299	-0.13840	0.30146	0.01512
3	31.1033	29.9862*	0.00133*	-0.95018*	-0.33437*	-0.73525*
4	32.7109	2.41134	0.00154	-0.81727	-0.02551	-0.54092

المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي 9 eviews.

حسب المعيارين نجد أن درجة التأخير التي تعطي أقل قيمة لهما هي: (p=3)

وفيما يلي نتائج إختبار Johansen:

الجدول رقم(03): نتائج اختبار الأثر والقيمة الذاتية العظمى

Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)

Hypothesized	Trace	0.05		
No. of CE(s)	Eigenvalue	Statistic	Critical Value	Prob.**
None *	0.517740	44.05619	15.49471	0.0000
At most 1 *	0.349557	16.34385	3.841466	0.0001

Unrestricted Cointegration Rank Test (Maximum Eigenvalue)

Hypothesized	Max-Eigen	0.05		
No. of CE(s)	Eigenvalue	Statistic	Critical Value	Prob.**
None *	0.517740	27.71235	14.26460	0.0002
At most 1 *	0.349557	16.34385	3.841466	0.0001

المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي 9.eviews.

ومن خلال نتائج اختبار الأثر الموضحة في الجدول أعلاه تحصلنا على:

$$\lambda_{\text{trace}(0)} = 44.05619 > t_{\text{Tab}}^{0.05} = 15.49471$$

$$\lambda_{\text{trace}(1)} = 16.34385 > t_{\text{Tab}}^{0.05} = 3.841466$$

إذن نرفض الفرضية H0 ونقبل الفرضية H1، وبالتالي يوجد علاقتان توازنيان 02 على الأقل طويلة الأجل بين

المتغيرتين، أي أنه يوجد علاقة تكامل متزامن بين متغيرات النموذج.

كما أن نتائج اختبار القيمة الذاتية العظمى هي الأخرى تؤكد على نفس القرار، حيث نرفض فرضية الغياب الكلي

للتكامل المتزامن وهنا نكون قد وصلنا إلى وجود علاقتان إثنان للتكامل المتزامن في الأجل الطويل بين المتغيرات، مما يعني أنها

لا تبتعد كثيرا عن بعضها البعض في المدى الطويل، بحيث تظهر سلوكا متشابهًا.

3.5. تحديد وتقدير النموذج: بعد تحديد درجة التأخير الملائمة والتي كانت ثلاث سنوات، سنقوم بتقدير النموذج (VAR).

ولكن قبل ذلك سنقوم باختبار السببية (GRANGER Causality)، لتحديد المتغير التابع والمستقل.

الجدول رقم 04: اختبار السببية

Dependent variable: FDI

Excluded	Chi-sq	Df	Prob.
R	31.90374	3	0.0000
All	31.90374	3	0.0000

Dependent variable: R

Excluded	Chi-sq	Df	Prob.
FDI	35.18444	3	0.0318
All	35.18444	3	0.0318

المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي 9.eviews.

ومن خلال نتائج الاختبار الموضحة في الجدول السابق، توصلنا إلى وجود علاقة سببية في الاتجاهين عند مستوى معنوية 5%. وحسب هدف الدراسة سنقوم بتقدير أثر عائد السوق المالي المصري على تدفقات الاستثمارات الأجنبية الواردة إلى مصر.

وقد أعطت نتائج تقدير الاستثمار الجني المباشر بدلالة عائد السوق المالي في مصر النتائج التالية:

$$FDI = 0.8099 * FDI (-1) - 0.4302 * FDI (-2) + 0.0363 * FDI (-3) +$$

$$(5.49) \quad (-2.18) \quad (0.27)$$

$$12.7321 * R (-1) + 16.2099 * R (-2) + 24.06086 * R (-3) + 1.1641$$

$$(2.61) \quad (3.24) \quad (5.11) \quad (3.80)$$

$$R^2 = 0.8814 \quad F = 37.17$$

() تمثل اختبار ستودنت

يتضح لنا من خلال المعادلة بأن معامل الارتباط بلغت قيمته 0.8814 مما يعني أن عائد سوق رأس المال في مصر يفسر الاستثمار الأجنبي الوارد ب 88.14% ويعود تفسير ما تبقى إلى عوامل أخرى لم يتم ادراجها في النموذج، وارتفاع معامل الارتباط يؤكد على القوة التفسيرية لعائد السوق وأهميته في تحديد حجم التدفقات الاستثمارات الأجنبية الواردة إلى مصر؛ كما يؤكد اختبار ستودنت أن معاملات النموذج معنوية.

❖ علاقة الاستثمار الأجنبي المباشر الوارد إلى مصر للفترة (t) بالاستثمار الأجنبي المباشر الوارد إلى مصر للفترة (t-1)، طردية ومعنوية؛

❖ علاقة الاستثمار الأجنبي المباشر الوارد إلى مصر للفترة (t) بالاستثمار الأجنبي المباشر الوارد إلى مصر للفترة (t-3)، طردية غير معنوية؛

❖ علاقة الاستثمار الأجنبي المباشر الوارد إلى مصر للفترة (t) بالاستثمار الأجنبي المباشر الوارد للفترة (t-2)، عكسية معنوية ؛

❖ علاقة الاستثمار الأجنبي المباشر الوارد إلى مصر للفترة (t) بعائد السوق المالي في مصر للفترة (t-1) والفترة (t-2)، و كذلك الفترة (t-3) طردية ومعنوية؛ وهي علاقة تعكس الأهمية الكبيرة للسوق المالي المصري كأقدم سوق عربي في توفير البيئة المناسبة للاستثمار، وتعكس الجهود الحثيثة للدولة المصرية في سبيل استقطاب أكبر عدد من المستثمرين الأجانب فمنذ توقيعها عام 1997 على اتفاقية تحرير الخدمات المالية وهي ملتزمة بإزالة كافة القيود أمام مشاركة الأجانب في السوق المالي سواء من خلال الاكتتاب أو شركات السمسرة والمتاجرة بالأوراق المالية أو عمليات المقاصة أو التسوية أو إدارة حافظة الأوراق المالية أو إنشاء صناديق الاستثمار الجماعية ورأس مال مخاطر. وبذلك فالسوق المالي المصري عامل جذب فعلي وحقيقي للاستثمارات الأجنبية المباشرة.

4.5. التأكد من صلاحية النموذج.

حتى تكون نتائج التقدير صحيحة ويمكن الاعتماد عليها، ينبغي المرور ببعض الاختبارات:

1.4.5. اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي:

يستخدم اختبار (Jarque-Bera) للكشف عن طبيعة توزيع بواقي النموذج، والجدول الموالي يوضح نتائج الاختبار:

الجدول رقم(05): نتائج اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي

Component	Skewness	Chi-sq	df	Prob.
1	-0.741267	3.388439	1	0.0657
2	-0.016029	0.001584	1	0.9682
Joint		3.390024	2	0.1836
Component	Kurtosis	Chi-sq	df	Prob.
1	4.068930	1.761525	1	0.1844
2	2.418102	0.522016	1	0.4700
Joint		2.283541	2	0.3193

المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي 9.eviews.

من خلال نتائج اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي يتضح أن احتمالية (Jarque-Bera) أكبر من 0.05 بالتالي نقبل الفرضية العديمة والتي مفادها أن سلسلة توزيع البواقي تتبع القانون الطبيعي.

2.4.5. اختبار الارتباط بين السلاسل الزمنية:

للتأكد من عدم وجود ارتباط ذاتي بين بواقي النموذج نستخدم اختبار (LM) حيث تقرر الفرضية الصفرية بعدم وجود ارتباط ذاتي بين بواقي النموذج والنتائج موضحة في الجدول التالي:

الجدول رقم (06): نتائج اختبار مضاعف لاقرانج للارتباط الذاتي للأخطاء

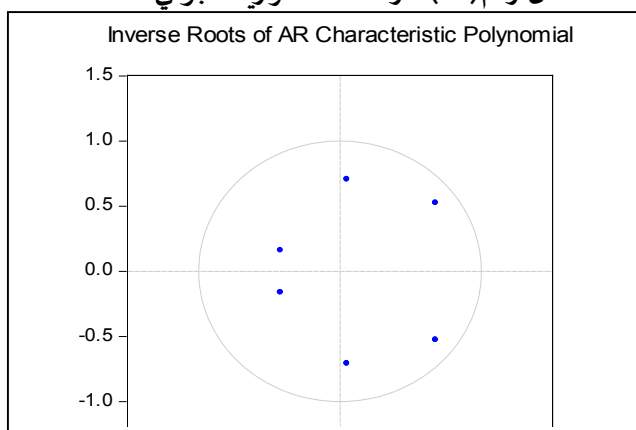
Lags	LM-Stat	Prob
1	1.552950	0.8172
2	7.458542	0.1136
3	2.484790	0.6474
4	5.842716	0.2112

المصدر: مخرجات البرنامج الإحصائي 9.eviews.

تشير نتائج الاختبار إلى قبول فرضية العدم أي عدم وجود ارتباط ذاتي بين بواقي النموذج لأن الاحتمالية أكبر من

0.05

الشكل رقم(01): دراسة استقرارية البواقي



المصدر: مخرجات البرنامج الاحصائي 9.eviews.

أكد اختبار دراسة استقرارية بواقي النموذج كما هو موضح في الشكل السابق أن النموذج يحقق شرط الاستقلالية، ذلك أن جميع الجذور تقع داخل الدائرة، مما يعني أن النموذج لا يعاني من مشكل الارتباط الذاتي للأخطاء. 5.5. تحليل ديناميكية النموذج المقدر.

❖ اختبار تحليل دوال الاستجابة الدفعية للصدمات: سنقوم بدراسة أثر الصدمة على مدى 10 سنوات مستقبلية.

الجدول رقم(07): نتائج اختبار دالة الاستجابة الفورية

Period	FDI	R
1	1.008528 (0.117)	0.000000 (0.00000)
2	1.187561 (0.21657)	0.379715 (0.15152)
3	0.931843 (0.27347)	0.713714 (0.23326)
4	0.850893 (0.32328)	1.018155 (0.27006)
5	0.049083 (0.32381)	0.327737 (0.24839)
6	0.542040 (0.30706)	-0.238356 (0.22142)
7	-0.712801 (0.326)	-0.438330 (0.23588)
8	0.495795 (0.331)	-0.372708 (0.26378)
9	0.197864 (0.316)	-0.265396 (0.24814)
10	0.065726 (0.303)	-0.108266 (0.22916)

المصدر: مخرجات البرنامج الاحصائي 9.eviews.

يوضح الجدول أعلاه استجابة الاستثمار الأجنبي المباشر الوارد إلى مصر لصدمة مفاجئة بمقدار انحراف معياري واحد في المتغير نفسه والمتغير المستقل. حيث نلاحظ أن استجابة الاستثمار الأجنبي المباشر الوارد إلى مصر للصدمات غير المتوقعة في عائد السوق المالي المصري، مقارنة إلى حد بعيد مع استجابة الاستثمار الأجنبي المباشر الوارد إلى مصر لصدمة مفاجئة في المتغير نفسه في الشدة وفي الاتجاه عدا اختلاف في استجابة السنة العاشرة التالية للصدمة أين جاءت استجابة تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر إلى مصر للصدمات غير المتوقعة بمقدار انحراف معياري واحد في عائد السوق المالي سلبية. والنتيجة تؤكد على السلوك المتشابه للمتغيرين واقترابهما من بعض بحيث تظهران سلوكا متقاربا.

❖ تحليل تفكيك تبين خطأ التنبؤ: نتائج الاختبار موضحة في الجدول التالي:

الجدول رقم(08): نتائج تفكيك تبين خطأ التنبؤ بمتغير الاستثمار الأجنبي المباشر في مصر.

Variance Decomposition of FDI:

Period	S.E.	FDI	R
1	1.008528	100.0000	0.000000
2	1.603625	94.39328	5.606720
3	1.987293	83.45110	16.54890
4	2.389558	70.39907	29.60093
5	2.412428	69.11202	30.88798
6	2.484035	69.94642	30.05358
7	2.621192	70.21288	29.78712
8	2.693580	69.87778	30.12222
9	2.713846	69.36962	30.63038
10	2.716800	69.27739	30.72261

المصدر: مخرجات البرنامج الاحصائي eviews9.

يتضح لنا من خلال نتائج تفكيك تبين خطأ التنبؤ لمتغير الاستثمار الأجنبي الوارد إلى مصر الموضح في الجدول أعلاه، بأن معظم التقلبات التي يشهدها الاستثمار الأجنبي الوارد تكون ناتجة عن الصدمات الذاتية للمتغير نفسه. وكما هو موضح في الجدول أعلاه فإن هذه الصدمات تفسر ما قيمته 94.39% من التغيرات الحاصلة في تدفقات الاستثمارات الأجنبية الواردة خلال السنة الثانية للصدمة مباشرة، ثم تبدأ بالتناقص تدريجيا ولكن بنسب ضئيلة مع مرور السنوات لتصل في السنة العاشرة بعد الصدمة إلى 69.27%. أما فيما يتعلق بالمتغير المستقل للدراسة والمتمثل في عائد السوق المالي فنلاحظ أنها يلعب دورا معتبرا في تفسير تغيرات الاستثمارات الأجنبية الواردة إلى مصر، حيث نلاحظ أنه وفي السنة الثانية بعد الصدمة لم يكن يفسر سوى 5.60%، ولكن هذه النسبة تضاعفت في السنة الموالية، وتزايدت لباقي السنوات حيث أنه وفي السنة الخامسة الموالية للصدمة يفسر حوالي 30.88%، وهي نسبة معتبرة تؤكد على القوة التفسيرية للمتغير المستقل.

6. مناقشة النتائج وإختبار الفرضيات:

1.6. نتائج الدراسة:

- ✓ أظهرت نتائج اختبار جذر الوحدة ADF أن المتغيرتين محل الدراسة مستقرتين عند المستوى؛
- ✓ بينت نتائج إختبار التكامل المتزامن لجوهانسن، وجود علاقتي تكامل متزامن (02) بين عائد السوق المالي في مصر وحجم الاستثمارات الأجنبية المباشرة الواردة إليها، مما يعني أنها لا تبتعد كثيرا عن بعضها البعض في المدى الطويل، بحيث تظهر سلوكا متشابهًا؛
- ✓ توصلنا إلى وجود علاقة سببية في الاتجاهين عند مستوى معنوية 5%، بين عائد السوق المالي والاستثمارات الأجنبية الواردة إلى مصر وذلك بالاعتماد على (GRANGER Causality)؛
- ✓ ارتفاع معامل الارتباط (88.14%) يؤكد على القوة التفسيرية لعائد السوق وأهميته في تحديد حجم التدفقات الاستثمارات الأجنبية الواردة إلى مصر؛
- ✓ علاقة الاستثمار الأجنبي المباشر الوارد إلى مصر للفترة (t) بعائد السوق المالي في مصر للفترة (t-1) والفترة (t-2)، وكذلك الفترة (t-3) طردية ومعنوية؛ وهي علاقة تعكس الأهمية الكبيرة للسوق المالي المصري كأقدم سوق عربي في توفير البيئة المناسبة للاستثمارات الأجنبية؛
- ✓ نتيجة اختبار تحليل دوال الاستجابة الدفعية للصدمات تؤكد على السلوك المتشابه للمتغيرين واقترابهما من بعض بحيث تظهران سلوكا متقاربا؛
- ✓ نتائج تحليل تفكيك تباين خطأ التنبؤ تؤكد على القوة التفسيرية للمتغير المستقل.

2.6. إختبار فرضيات الدراسة: بنيت هذه الدراسة على فرضيتين محورتين، وبعد الدراسة النظرية والقياسية توصلنا إلى القرارات التالية بخصوصهما:

- الفرضية الأولى: توجد علاقة توازنية طويلة الأجل بين عائد السوق المالي في مصر والاستثمار الأجنبي المباشر الوارد إليها، هي فرضية مثبتة فبعد الاعتماد على اختبار التكامل المشترك لـ Johansen ومن خلال نتائج اختبار الأثر والقيمة الذاتية العظمى تم إثبات وجود علاقتين توازيتين على الأقل في الأجل الطويل، وهذا ما يقودنا لقبول الفرضية الأولى.
- الفرضية الثانية: يسهم عائد السوق المالي المصري مساهمة إيجابية في زيادة حجم تدفقات الاستثمارات الأجنبية الواردة إلى مصر، هي فرضية مثبتة فبعد تقدير العلاقة باستخدام نموذج شعاع الانحدار الذاتي VAR، تبين أن علاقة الاستثمار الأجنبي المباشر الوارد إلى مصر للفترة (t) بعائد السوق المالي في مصر للفترة (t-1)، (t-2)، (t-3) طردية ومعنوية، وهذا ما يقودنا إلى قبول الفرضية الثانية.

7. خاتمة:

يعتبر السوق المالي القناة التي يمر عبرها تدفق الأموال من الجهات التي لها فوائض مالية إلى الجهات التي لها عجز أو احتياج، فهي تسعى إلى تحقيق التوازن بين عرض الأموال والطلب عليها. ويعد الاقتصاد المصري واحدا من أكثر الاقتصاديات العربية تنوعا بمحاوره المتعددة والمتنوعة وهيكله الإنتاجي المرن وقدرته على التكيف مع التغيرات الاقتصادية، حيث تبذل الدولة المصرية جهودا جبارة من أجل خلق بيئة جاذبة للاستثمار واستغلال كافة المقومات المتاحة في المجالات، وتذليل العقبات أمام المستثمرين وتقديم كل التيسيرات والتسهيلات لهم، وهو الأمر الذي جعل مصر وجهة للعديد من الاستثمارات الأجنبية المباشرة. إلا أن دور الأسواق المالية في مصر لا يزال يواجه العديد من العقبات إما نتيجة السوق المالية

غير النشطة أو لأنها لا تواكب التطورات الحديثة في عولمة الأسواق المالية، مما أثر سلباً على الاستثمار وتدفقات رأس المال، وبالتالي إنشاء وتمويل الشركات.

التوصيات والاقتراحات:

- ✓ ضرورة تحسين مناخ الاستثمار وتوفير البيئة المواتية للاستثمار فجلب الاستثمار مرهون بالاستقرار السياسي، الاقتصادي والتشريعي؛
- ✓ يعتبر السوق المالي المرآة العاكسة لما يحدث في الاقتصاد بالفعل، وأساسها وجود الثقة في الأداء الاقتصادي. وعليه نوصي بضرورة تنسيق جميع الجهات من بورصة ومقاصد ووزارات معنية وجهات رقابية وجمعيات أهلية، للعمل على جانبي العرض والطلب من خلال جذب الاستثمارات وزيادة الشركات المدرجة بالبورصة، وخلق بيئة تداول كفاء وبيئة رقابية مطمئنة للمستثمر، وخلق الثقة؛
- ✓ الحرص على التواصل مع بنوك الاستثمار والجامعات لنشر ثقافة الاستثمار، والعمل على توفير الإفصاحات الكاملة للشركات بما يساعد متخذ القرار على اتخاذ القرار المناسب؛
- ✓ ضرورة تنمية القطاع الخاص باعتباره حجر أساس في عمليات الإصلاح؛
- ✓ ضرورة الاسراع في حل إشكالية تحويلات الأموال للخارج ، فالمستثمر الأجنبي يواجه صعوبات كبيرة في الخروج بأمواله، نفس الإشكالية تؤرق شركات السمسرة حيث تعاني هي الأخرى مع عملائها الأجانب من ذلك.

8. قائمة المراجع:

1. أحمد سمير أبو الفتوح، ويوسف خلاف، (2001)، دور القوانين والتشريعات في جذب الاستثمار الاجنبي المباشر في الجزائر.
2. سميحة بن محياوي، (2015)، دور الأسواق المالية العربية في تمويل التجارة الخارجية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه الطور الثالث في العلوم التجارية، تخصص تجارة دولية، جامعة محمد خيضر، بسكرة ، الجزائر.
3. سمير بن عبد العزيز سمير، و سفيان بن عبد العزيز، (2018)، دور الاستثمار الأجنبي المباشر في تمويل الاقتصاد الوطني الجزائري (دراسة تحليلية للفترة 200-2015)، مجلة البشائر الاقتصادية ، 04 (01)، 153-167.
4. عبد القادر مدادي، (2012)، دراسة تحليلية لمحددات الاستثمار الأجنبي المباشر في الدول النامية مع إشارة خاصة إلى البلدان العربية، مجلة الاقتصاد الجديد ، 03 (02)، 233-250.
5. عيسى محمد الغزالي، (2004)، الاستثمار الأجنبي المباشر - تعاريف وقضايا- سلسلة دورية تعني بقضايا التنمية في الاقطار العربية، الطبعة الثالثة، الصفحات 01-28.
6. محمد زيدان، (2004)، الاستثمار الاجنبي المباشر البلدان التي تمر بمرحلة انتقال نظرة تحليلية للمكاسب والمخاطر، مجلة اقتصاديات شمال افريقيا ، المجلد 01 العدد 01، جامعة حسية بن بوعلي بالشلف، الجزائر، الصفحات 117-148.
7. محمد عبده محمد مصطفى، (1998)، تقييم الشركات والأوراق المالية لأغراض التعامل في البورصة، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، الاسكندرية، مصر.
8. نسيمة اوكيل، أحمد ديش، وأحمد يحيواوي، (2013)، الرقابة على أسواق الأوراق المالية مع الاشارة لحالة بعض الأسواق المالية العربية، الاصلاحات الاقتصادية والاندماج في الاقتصاد العالمي ، 08 (15)، 103-128.
9. نور الدين كروش، (2014)، سوق الأوراق المالية وتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة - دراسة حالة بورصة الجزائر، الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والانسانية ، 06 (01)، 60-67.
10. CHOINEL, Alain, & ROUYER, Gérard. (1997). Les marchés financiers structures et acteurs (éd. 2ème édition). Paris: Revue banque.
11. Leorando Da Vinci, (2010), Financial Markets, Vytautas Magnus University.
12. MADURA, JEFF, (2006), Financial intitution and markets, thomson, seventh edition, SOUTH WESTRN.