

استحدثت بورصة الأوراق المالية من أجل توفير قنوات استثمارية جديدة للمواطنين وتفعيل دور القطاع المالي في التنمية الاقتصادية. وقد شهدت البورصة المصرية نمواً ملحوظاً في السنوات الأخيرة، مما يعكس ثقة المستثمرين في الاقتصاد المصري.

وعلى مستوى الاقتصاد المصري، فإن نمو البورصة يعكس تحسناً في مناخ الأعمال وزيادة الاستثمارات الأجنبية. كما تساهم البورصة في تمويل المشاريع الإنتاجية وتوفير فرص عمل جديدة، مما يعزز النمو الاقتصادي.

تحليل أثر المتغيرات الاقتصادية في أداء بورصة الأوراق المالية المصرية الناشئة

سوق الأوراق المالية المصرية تشهد تحديات وفرصاً في ظل التغيرات الاقتصادية العالمية والمحلية.

والمتغيرات الاقتصادية تؤثر على قطاع الأوراق المالية من خلال عدة قنوات، أهمها: التضخم، أسعار الفائدة، والنمو الاقتصادي. فالتضخم المرتفع يؤدي إلى انخفاض قيمة الاستثمارات، بينما انخفاض أسعار الفائدة يحفز الاستثمار في البورصة.

د/ يحيى عبد القنى أبو الفتوح

تلك بورصة الأوراق المالية بمراتبها الاقتصادية أخرى بدرجة متفاوتة في الاقتصاد القومي وليس من الغريب أن يتركب على هذا التحوّل إلا تحسّناً لوضع الاقتصاد في سوق الأوراق المالية وتعدّ لورثة المالية وتكونها، وهي تتغير مع تغير السياسات الاقتصادية والمؤثرات القومية ومعدل سعر الصرف الأجنبي وربما كذلك الأسطر يبرز الأوراق المالية التي لها دوراً هاماً على أداء سوق الأوراق المالية، ولكن ذلك على فترات معينة يتطوّر الاقتصاد، ومن هنا يطرأ على سوق الأوراق المالية ما يرمز لضعف الاقتصاد كقوة العجز (1992) وعلى ذلك يقرّ العاملون عن المتغيرات الاقتصادية التي تدور في بورصة الأوراق المالية وماهية العلاقة بين تلك المتغيرات الاقتصادية وأداء بورصة الأوراق المالية وما يترتب على تلك المتغيرات.

هدف الدراسة: تهدف الدراسة إلى تحليل أثر المتغيرات الاقتصادية على أداء بورصة الأوراق المالية المصرية والتعرف على طبيعة العلاقة بين تلك المتغيرات وأداء البورصة.

وتهدف الدراسة كذلك التعرف على طبيعة العلاقة بين تلك المتغيرات وأداء البورصة، وذلك من خلال تحليل البيانات التاريخية المتاحة.

مقدمة:

إشكالية الدراسة:

أصبحت بورصات الأوراق المالية من أهم أنواع البورصات ، فهي تعد إحدى آليات تنشيط الاقتصاد القومي وتنميته وتحفيزه على النمو . وتعد بورصات الأوراق المالية - أسواق الأوراق المالية - سوق فرعية داخل سوق المال الذي يتضمن أيضاً أسواق النقد وأسواق رأس المال . وبالتالي يتيح وجود بورصة للأوراق المالية في اقتصاد ما توافر القنوات التي ينساب فيها المال من قطاعات ومؤسسات وأفراد في المجتمع إلى قطاعات في حاجة إلى هذا المال .

وعلى مستوى الاقتصاد المصري من المأمول أن تلعب سوق الأوراق المالية دوراً مهماً . ففضلاً عن كون هذه السوق إحدى السبل الرئيسية لتشجيع الإيداع ، ومن ثم حسن توجيه واستخدام التراكم الرأسمالي بالصورة المثلى بين القطاعات الاقتصادية المختلفة وفقاً للمزايا النسبية لتلك القطاعات في الاقتصاد القومي ، فإنها تعد عنصراً مهماً من عناصر جذب الاستثمار والمخدرات الخارجية لمصر .

وتتأثر بورصة الأوراق المالية بالسياسات الاقتصادية والمتغيرات الاقتصادية المحيطة بها . ومن أهم السياسات التي تؤثر في سوق الأوراق المالية السياسة النقدية والسياسات المالية . وتعتبر إدارة الدين العام بصفة أساسية أداة مهمة في التأثير في سوق الأوراق المالية . كما يؤثر البنك المركزي بعملياته التي يزاولها ، من شراء وبيع الأوراق المالية وتأثيره في سعر الفائدة ، في سوق الأوراق المالية .

ولذلك يهتم الاقتصاديون عند تحليلهم لأداء بورصات الأوراق المالية بسعر الفائدة وحجم الدين الحكومي من المؤسسات المحلية وأثر ذلك في سوق الأوراق المالية . كما يمتد الاهتمام إلى دراسة احتمالات المستقبل ومخاطره من حيث تغير أسعار الفائدة المستقبلية ، ومعدلات التضخم الحالية والمتوقعة ، ودرجة استجابة مؤشر سوق الأوراق المالية لهذه الاحتمالات متمثلاً في التغير في مؤشرات أسعار الأسهم .

كذلك تتأثر بورصة الأوراق المالية بعوامل اقتصادية أخرى عديدة منتشرة في الاقتصاد القومي وليس من اليسير الوقوف على هذه العوامل إلا بتحليل الوضع الاقتصادي العام . فسوق الأوراق المالية يتصف بتعدد أوقافه المالية وتنوعها ، وهي تتأثر مباشرة بالحالة الاقتصادية ومستوى الدخل القومي ومعدل سعر الصرف الأجنبي . وربما كانت الأسعار بسوق الأوراق المالية لكثير المؤشرات دلالة على أداء سوق الأوراق المالية ، وأكثر دلالة على الحالة العامة للنشاط الاقتصادي . ومن هنا يطلق على سوق الأوراق المالية بارومتر النشاط الاقتصادي للدولة (الطبيبي ١٩٩٢) . وعلى ذلك يثار تساؤل عن المتغيرات الاقتصادية التي تؤثر في أداء بورصة الأوراق المالية وماهية العلاقة بين تلك المتغيرات الاقتصادية وأداء بورصة الأوراق المالية وكذا درجة تأثير تلك المتغيرات .

هدف الدراسة :

تهدف الدراسة إلى تحليل أثر المتغيرات الاقتصادية في أداء بورصة الأوراق المالية المصرية والتعرف على طبيعة واتجاه العلاقة السببية بين تلك المتغيرات وأداء البورصة .

وترجع أهمية تلك الدراسة في توفيرها إطاراً منهجياً لدراسة العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية وأداء البورصة المصرية بصفتها من الأسواق المالية الناشئة ، كما تساعد الحكومات في الأسواق الناشئة على تفهم أهمية بورصة الأوراق المالية ومدى تأثيرها وتأثرها بالمتغيرات

الاقتصادية مما يساعد في اتخاذ السياسات المالية والنقدية الملائمة لتحقيق التنمية الاقتصادية أضف إلى ذلك تفهم المستثمرين أهمية الأخذ في الاعتبار تلك المتغيرات وأثارها عند اتخاذهم قرار الاستثمار في بورصة الأوراق المالية . هذا بالإضافة إلى ندرة البحوث الاقتصادية في تناول مدى تأثير المتغيرات الاقتصادية في بورصة الأوراق المالية المصرية والعلاقة السببية بينها وتركز تحليل أداء سوق الأوراق المالية في مجال التمويل على العوائد المالية ودرجة المخاطرة دون اعتبار كبير للمتغيرات الاقتصادية.

منهجية البحث :

لتحقيق هدف الدراسة يتم صياغة العلاقات محل الدراسة في نموذج قياسي لتحليل العلاقة بين المتغيرات المستقلة (المتغيرات الاقتصادية) والمتغير التابع (أداء بورصة الأوراق المالية) وتقدير النموذج . كما يتم دراسة طبيعة واتجاه العلاقة السببية بين متغيرات الدراسة وأداء بورصة الأوراق المالية باستخدام اختبار السببية لجرانجر . ويعتمد البحث في تحديد المتغيرات المستقلة وتصميم النموذج على النظرية الاقتصادية والدراسات السابقة . كما تعتمد الدراسة على مؤشرات السوق المجمعة¹ (CMAI, EFGI, HFI, PIPO) في التعبير عن أداء بورصة الأوراق المالية المصرية . ويعتمد في قياس العلاقة على البيانات من المصادر الرسمية من كل من الهيئة العامة لسوق رأس المال المصرية والنشرات الدورية التي يصدرها البنك المركزي وإحصائيات المالية الدولية .

محتوى البحث :

ينقسم البحث إلى أربعة أجزاء رئيسية هي :
الأول : المقدمة وشملت إشكالية البحث وأهميته وأهدافه والمنهج العلمي المتبع وأسلوب جمع البيانات ومحتوى البحث
الثاني : خلفية نظرية وتطبيقية ، وهي تتضمن التعرف على بعض جوانب أسواق الأوراق المالية الناشئة وبورصة الأوراق المالية المصرية باعتبارها سوقاً ناشئاً - والدراسات السابقة المهمة بتحديد المتغيرات الاقتصادية التي تؤثر في أداء بورصة الأوراق المالية .
الثالث : الإطار التحليلي للدراسة وفيه يتم صياغة النموذج وتقديره وتحليل نتائج التقدير .
الرابع : الخاتمة وتشمل خلاصة الدراسة وأبرز النتائج والملحق الإحصائي والمراجع .

¹ -

تكون مؤشرات السوق المجمعة من : مؤشر هيئة سوق رأس المال CMAI ومؤشر المجموعة الاقتصادية EFGI ومؤشر

هجومز المالي HFI ومؤشر الاكتاب العام PIPO

ثانياً : خلفية نظرية وتطبيقية (الدراسات السابقة والتحليل النظري) :

الدراسات السابقة

اهتمت عديد من الدراسات المالية بقياس مدى تأثير بعض المتغيرات الاقتصادية في معدل الأداء لبورصة الأوراق المالية، من خلال تطور مؤشر سوق الأسهم ، على مستوى الوحدة الاقتصادية أو على مستوى الاقتصاد ككل. وركزت أكثرها على مستوى نشاط الوحدة الاقتصادية والمخاطر المرتبطة بها وحجم الشركة ومعدل العائد على السهم بأنواعه المختلفة. في حين انصببت الدراسات الاقتصادية على تحليل أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية في أداء بورصات الأوراق المالية كما اتصفت هذه الدراسات بالندرة.

ويعد تطور النماذج المستخدمة في تحليل أداء سوق الأوراق المالية دليلاً على محاولات إدخال عديد من المتغيرات الاقتصادية للكلية في تحليل أداء بورصات الأوراق المالية . ولقد أوضحت العديد من الدراسات عدم كفاية نظرية تسعير الأصول المالية The capital asset pricing model (CAPM) في تحليل أداء سوق الأوراق المالية . لذلك قدم Ross نظرية تسعير المراجعة (APT) Arbitrage pricing theory بدلاً لقياس أداء سوق رأس المال، وتكشف للنظرية أن هناك عديداً من المتغيرات العامة Common factors التي تؤثر في معدل العائد المتوقع وليس متغيراً واحداً كما يقترح نموذج CAPM (عبد الحافظ، ١٩٩٥).

وهناك عديد من الدراسات النظرية التي قامت بإضافة متغيرات اقتصادية جديدة على النموذج الأساسي للنظرية إلى قنمها Ross وقد تم اختبار هذه الإضافات من قبل عدد من الباحثين (Geweke and Zhou, 1996). فنظرية (APT) تتصف بالعمومية ، فهي بالرغم من أنها تمكنا من وصف التوازن باستخدام نموذج متعدد المتغيرات، فإنها لم تمدنا بأي دلائل على ما ينبغي أن يكون عليه النموذج من حيث عدد ونوع هذه المتغيرات . وهي بذلك تفتح المجال لإضافة واختبار المتغيرات الاقتصادية الملائمة التي يتوقع أن تؤثر في أداء سوق الأوراق المالية.

ولقد اقترح (Rojc and ross, 1980) نموذج يتضمن خمسة متغيرات محددة اعتماداً على أن لاختلاف حساسية الأوراق المالية للمتغيرات العامة تختلف من ورقة مالية لأخرى وهذه المتغيرات هي :

- ١- التغير المتوقع في التضخم.
- ٢- التغير غير المتوقع في التضخم.
- ٣- التغير غير المتوقع في الإنتاج الصناعي.
- ٤- التغيرات غير المتوقعة في العائد. وهي الفرق بين معدل الفائدة للسندات منخفضة الجودة والسندات مرتفعة الجودة (العائد الإضافي مقابل مخاطر الإفلاس).
- ٥- التغيرات غير المتوقعة في معدل الفائدة للسندات الطويلة الأجل والسندات القصيرة الأجل (هيكل معدل الفائدة) .

وتؤثر المتغيرات الثلاثة الأولى في التدفق النقدي للشركة ومعدل التوزيعات ومعدل نمو هذه التوزيعات في حين يؤثر المتغير الرابع والخامس في القيمة السوقية أو معدل الخصم (von horne,2001).

كذلك قام إلتون وآخرون (Elton et al.,1995) بدراسة نموذج يتكون من ستة متغيرات، منها الناتج المحلي الإجمالي ممثلاً في التغير في الناتج القومي الحقيقي والتضخم ممثلاً في التغير في التضخم المتوقع . وقاموا بتصميم ثلاثة نماذج تتكون من مجموعة المتغيرات ولقد اتضح أن إضافة المتغيرات الاقتصادية أدى إلى تحسين القوة التفسيرية لناتج النموذج.

ومما سبق يلاحظ عدم الاتفاق بين الدراسات السابقة على المتغيرات الاقتصادية التي يتعين استخدامها للتنبؤ بأداء بورصة الأوراق المالية، ولكن يمكن القول إن هناك بعض المتغيرات المشتركة في تلك الدراسات ،مثل : معدل التضخم، والناتج القومي ،ومعدل الفائدة. أضف إلى ذلك أنه يمكن إضافة متغيرات اقتصادية أخرى بالنموذج تؤثر في أداء بورصة الأوراق المالية تتصف بأنها متغيرات بيئية حيث يعتقد أن لها تأثيراً في أداء بورصة الأوراق المالية مثل سعر الصرف والأداء الحكومي.

ولقد أشار (odedokun,1995) في دراسته إلى وجود علاقة بين الوسطاء الماليين والنمو الاقتصادي . فلقد قام بتحليل أثر الوسطاء الماليين Financial intermediation في نمو الناتج القومي الحقيقي وتمت الدراسة على بيانات سلسلة زمنية لعدد (١٧) دولة نامية ،أخذاً في الاعتبار خمسة متغيرات هي :

- ١- النمو الاقتصادي مقاساً بمعدل النمو السنوي للناتج المحلي الإجمالي الحقيقي.
 - ٢- للنمو في القوى العاملة معبراً عنه بنمو السكان الذي يحسب بدوره بمعدل النمو السنوي في حجم السكان.
 - ٣- معدل الاستثمار بالنسبة للناتج المحلي الإجمالي ،وتم حسابه بقسمة مجموع الاستثمار الثابت والزيادة في قيمة الأسهم الاسمية على القيمة الاسمية للناتج المحلي الإجمالي.
 - ٣- النمو الحقيقي في الصادرات ،وتم حسابه من خلال حساب معدل النمو الحقيقي في الصادرات .
 - ٥- العمق المالي Financial depth ،وتم قياسه بمتوسط معدل القيمة الاسمية للخصوم المتداولة منسوبة إلى القيمة الاسمية للناتج المحلي الجمالي .
- وقد توصل البحث إلى أن الوسطاء الماليين يؤثرون في النمو الاقتصادي في ٨٥% من دول العينة وأن درجة التأثير أكبر في الدول المنخفضة الدخل مقارنة بالدول النامية الأعلى دخلاً.

وفي دراسة عن علاقة النمو الاقتصادي بالنظام المالي في كوريا (choe and Moosa, 1999) أشير إلى عدد من مؤشرات أداء سوق الأسهم ،منها حجم سوق رأس الأسهم وتم قياسه بقيمة الأسهم المسجلة Listed shares (القيمة السوقية) مقسومة على الناتج المحلي الإجمالي . وحيث إن زيادة القيمة الرأسمالية السوقية للأسهم لا تعكس بالضرورة زيادة أداء سوق الأوراق المالية، قام الباحثان بتحديد متغيرين آخرين يعكسان سيولة السوق Market liquidity، ينصرف الأول إلى معدل قيمة الأسهم المتداولة ، وهو عبارة عن القيمة الكلية للأسهم المتداولة في التبادل المحلي، منسوبة إلى القيمة الرأسمالية السوقية للأسهم . والثاني هو مجموعة مؤشرات إضافية تتضمن درجة تركيز السوق مقاسة بالقيمة الرأسمالية السوقية لأكبر (١٠) أسهم ، ودرجة التقلب في العائد ودرجة تكامل السوق ، الذي يقاس ببديل للمخاطرة ومؤشرات أخرى مؤسسية وتنظيمية .

وباستخدام هذه المؤشرات في تحليل بيانات (٤١) دولة خلال الفترة (١٩٦٨ - ١٩٩٤) خلاصا للباحثان إلى وجود علاقة طردية معنوية بين الدخل الفردي وأداء سوق الأوراق المالية .

وبالنسبة لمعدل الفائدة والتضخم ، يعد معدل الفائدة أحد المتغيرات الاقتصادية التي تؤثر في أداء سوق المال . وتتعدد معدلات الفائدة في المجتمع تبعاً لاختلاف طبيعة القرض ومدته والقائم بالإقراض . وينبغي التفرقة بين التغيرات في القيمة الحقيقية للأصول والتغيرات في القيمة الاسمية . ولقد استخدم الاقتصاديون - كثيراً - معدل الفائدة الحقيقي ، وهو عبارة عن معدل العائد الحقيقي الخالي من الخطر . ويعتبر العائد على أنون الخزائنة التي تصدرها الحكومة والتي لا يجاوز أجل استحقاقها أكثر من سنة مثالا للعائد على الاستثمار الخالي من المخاطرة ، أو معدل الفائدة الطويل الأجل الخالي من المخاطرة على السندات الحكومية التي يتراوح أجلها بين (١٠) و(٢٠) سنة (مكاوي، ١٩٩٤: ٧٧٨) . ويمكن - أيضاً - تعريف معدل الفائدة الحقيقي بأنه ذلك المعدل الذي فيه تزيد القيمة الحقيقية أو القوة الشرائية للأصول عبر الزمن . أما معدل الفائدة في السوق هو المعدل الذي تزيد فيه القيمة الاسمية عبر الزمن

ولقد قاما (Reilly and Brown, 1997) بالمقارنة بين معدل الفائدة الطويل الأجل والتغير النسبي في الرقم القياسي للأسعار في رسم بياني يوضح المقارنة سنوياً . خلاصا إلى أنه بالرغم من أن المعدلين يتحركان - بصفة عامة - معاً في اتجاه واحد، فإن معدل التضخم تجاوز معدل الفائدة في بعض سنوات الدراسة (أعوام ١٩٧٥، ١٩٧٩، ١٩٨٠) . ويعني هذا حصول المستثمرين في تلك السنوات على معدل فائدة حقيقي سالب . وعلى العكس كان معدل الفائدة خلال الفترة (١٩٨٣-١٩٨٥) في حدود ما بين (٨% - ١٠%) وقد فاق توقعات المستثمرين للعائد على أكثر السندات ثباتاً . وتعكس الدراسة عدم توافر القدرة الجيدة للمستثمرين على التنبؤ بالتضخم، والعلاقة القوية بين التضخم والفائدة .

ويرى البعض أن العلاقة بين معدلات الفائدة وأسعار الأسهم غير مباشرة وغير ثابتة فالتدفق النقدي للأسهم يتغير مع تغير معدلات الفائدة بولا يمكن الحسم بصورة مؤكدة ما إذا كان هذا التغير في التدفق النقدي يزيد أو يقابل التغير في معدلات الفائدة، وهناك ثلاث احتمالات لذلك (Rilly and Brown, 1997) :

الأول : أن يزيد معدل العائد نتيجة لزيادة معدل التضخم ، وتزيد أرباح الشركة نظراً لقدرتها على مواجهة زيادة تكاليفها بزيادة أسعار منتجاتها . وفي هذه الحالة ربما تظل أسعار الأسهم مستقرة .

الثاني : أن يزيد معدل الفائدة ولكن تغير التدفقات النقدية المتوقعة cash flows ضئيلة بسبب عدم قدرة الشركات على زيادة الأسعار لمواجهة الارتفاع في تكاليفها مما يسبب إنخفاضاً في أسعار الأسهم بشكل يماثل ما يحدث في السندات .

الثالث : أن يزيد معدل الفائدة بينما تتخفض التدفقات النقدية بسبب أن العوامل المسببة لارتفاع معدلات الفائدة لها أثر سلبي في الأرباح . وفي مثل هذه الحالة ستتخفض أسعار الأسهم إنخفاضاً واضحاً وينخفض معدل نمو أنصبة المساهمين .

وبناء على ما سبق، فإن تأثير تغير معدل الفائدة في أسعار الأسهم يعتمد على مسببات التغير في سعر الفائدة وتأثيره في التدفق النقدي للسهم . أكثر من ذلك فإن العلاقة الفعلية بين التضخم ومعدل الفائدة وأداء بورصة الأوراق المالية مازالت محل تساؤل بحثي . ويختلف التأثير من وقت لآخر بين التضخم والفائدة وأسعار الأسهم . فبالرغم من توصل البعض إلى أن هناك علاقة عكسية ذات دلالة معنوية بين التضخم ومعدل الفائدة وسعر السهم ، إلا أنها ليست صحيحة دائماً . أضف إلى ذلك حتى لو كانت هذه العلاقة صحيحة بالنسبة للسوق المالية ككل ،

فإن هناك بعض الصناعات أو القطاعات الاقتصادية من الممكن أن تحقق أرباحاً تعد انعكاساً إيجابياً للتغير في التضخم ومعدل الفائدة وفي تلك الحالة يكون هناك ارتباط طردي بين أسعار الأسهم وكل من التضخم ومعدل الفائدة. (Rilly and Brown).

لاشك أن تكلفة الاستثمار المستمدة من البيانات الاسمية لمعدل العائد على الاستثمار ليست معياراً جيداً لتقييم أداء الاستثمار . وذلك بسبب فقدان معدل العائد لجزء من قيمته نتيجة انخفاض القوة الشرائية مع ارتفاع معدلات التضخم خلال فترة الاستثمار . لذلك يحب الاعتماد على للتكلفة الحقيقية وليست الاسمية عند اتخاذ المستثمر لقرار الاستثمار . ومن جهة أخرى، يصاحب ارتفاع معدلات التضخم المتوقعة زيادة درجة عدم التيقن بشأن معدلات التضخم الفعلية وبالتالي انخفاض قيم الأرباح والخسائر التي تنجم عن عملية الاقتراض والاقتراض والتي لا يأخذها المقرضين والمقترضين في الحسبان.

وبالنسبة لمعدل الصرف، يعد معدل سعر الصرف أحد المتغيرات الاقتصادية الأساسية التي تؤثر في أداء سوق الأسهم واستقراره . ولقد شهدت البورصات المالية المتقدمة تدفقات نقدية هائلة أثرت في معدل سعر الصرف وتأثرت به . فتحركات سعر الصرف من الأهمية بحيث يؤثر في الاستقرار الاقتصادي وفي أداء بورصة الأوراق المالية . إن معدل سعر الصرف له تأثيره على كل من الصادرات والواردات كما يؤثر على كل من الاستهلاك والاستثمار بما ينعكس على العائد المتولد من الأسهم.

ويتضمن الاستثمار في أسواق الأوراق المالية الناشئة أصولاً مقومة بعملة أجنبية ، وهي بالتالي معرضة لمخاطر العملة ، ومن ثم احتمال أن تنخفض قيمة العملة التي يتم تقويم الاستثمار بها . وبالتالي يمكن القول إن ارتفاع معدل سعر الصرف (انخفاض قيمة العملة المحلية) يؤدي إلى زيادة المخاطر التي يتعرض لها المستثمر - خاصة الأجنبي - ، ويتحرك المستثمر في اتجاه الخروج من السوق ببيع ما في حوزته من أسهم وهو ما يؤثر سلباً في مستوى الأسعار . ويمكن أن تلعب هذه المخاطر دورها في الاتجاه الآخر أيضاً، أي أن العملة الأجنبية ربما ترتفع في مقابل العملة الأساسية للمستثمر وتخلق عائداً غير متوقع.

وتظهر مخاطر سعر الصرف بصفة رئيسة في الأسواق المالية الناشئة بسبب عدم الاستقرار الاقتصادي ، خاصة في حالة ارتفاع معدل التضخم بما يحمله من انخفاض في قيمة العملة المحلية . وبالنسبة للسوق المصرية اتبعت السياسة النقدية المصرية سياسة تثبيت العملة مع سعر الدولار عند سعر (٣,٤) جنيه مصري بغرض حماية المستثمرين من التقلبات . إلا أن هذه السياسة بنهاية عام (١٩٩٧) أدت إلى انخفاض الاحتياطي المركزي من الدولار للحفاظ على السعر التوازني وهو ما دفعها مع بداية (٢٠٠٢) إلى تغيير سياستها لتقويم سعر الجنية مقابل الدولار .

وبالنسبة للاقتراض الحكومي من المؤسسات المالية الخاصة بوصفه أحد المتغيرات الاقتصادية المؤثرة في سوق الأسهم ، تسعى الحكومات إلى تغطية عجز الموازنة العامة من خلال الاقتراض المحلي ولقد شرط كل من البنك الدولي وصندوق النقد الدولي أن يتم تمويل عجز الميزانية من خلال موارد حقيقية . بمعنى أنه يجب على الحكومات الإحجام عن تمويل العجز من خلال الإصدار النقدي أو الاقتراض من البنك المركزي . وعليها الالتجاء إلى مختلف المؤسسات الانحازية للاقتراض كما يفعل القطاع الخاص .

وتقوم الحكومة بإصدار أنون خزانة للحصول على احتياجاتها المالية لتمويل العجز بالميزانية ، وتراعى أن يتم الإصدار بمعدل فائدة حقيقى يزيد عن معدل التضخم . وتعتمد الحكومة المصرية بصورة كبيرة على أنون الخزانة لتغطية العجز فى الموازنة ، وهوما أدى إلى زيادة رصيد أنون الخزانة من (٥٠٠) مليون جنيه فى يناير (١٩٩١) إلى (١٧٠١) مليار جنيه فى يونيو (١٩٩٢) وإلى (٢٥٠٤) مليار جنيه عام (٢٠٠٠) وبما يمثل (١٥,٧%) من إجمالى الدين المحلى. (البنك المركزى المصرى ٢٠٠٠).

إن دخول الحكومة فى مناقسة مع القطاع الخاص فى الحصول على المدخرات المتاحة بالمجتمع من خلال إصدارها لأنون الخزانة بمعدل فائدة مرتفع ومغر يدفع مستويات الأسعار إلى أعلى - بوصف ذلك استجابة طبيعية لزيادة التكاليف الناتجة عن ارتفاع معدلات الفائدة - وتتنخفض الدخول الحقيقية لأفراد المجتمع . ومع زيادة الضرائب غير المباشرة ومعدل البطالة وانخفاض كمية النقود المتاحة للاتفاق لدى الأفراد يظهر حالة من الكساد المصاحب بارتفاع فى الأسعار يؤدى إلى انخفاض فى النشاط الإنتاجى والذي يؤثر بدوره فى أداء بورصة الأوراق المالية . أضف إلى ذلك أن سحب الحكومة لجزء من المدخرات المتاحة فى المجتمع يقلل من فرصة توجه مقدار أكبر من تلك المدخرات إلى التعامل فى سوق الأوراق المالية مما يؤثر سلباً (بالانخفاض) فى أداء سوق الأوراق المالية، خاصة أن ارتفاع سعر الفائدة على أنون الخزانة مع كبر قيمة أنون الخزانة المصدرة من قبل الحكومة يجعل الحكومة هى المنافس الأكبر المسيطر فى سوق النقد . أضف إلى ذلك إلى أن المشكلة الرئيسية هى استخدام الحكومة لهذه المدخرات لسداد العجز الجارى بالميزانية.

سوق الأوراق المالية الناشئة فى مصر:

١- الأسواق المالية الناشئة:

تطورت الأسواق المالية الناشئة Emerging Market تطوراً كبيراً خلال العقدى السابقين ولقد تدفقت الأموال إلى تلك الأسواق وبلغت ثروتها خلال الفترة (١٩٨٥-١٩٩٥ م) واستمرت فى الارتفاع حتى حدثت كارثة الأسواق الناشئة فى جنوب شرق آسيا . فلقد زاد حجم الأسواق المالية الناشئة مجتمعة من (١٦٧,٧) مليار دولار عام (١٩٨٥) إلى (١,٩) تريليون دولار عام (١٩٩٥)، وهو يمثل زيادة (١٢) مرة فى حين زاد حجم الأسواق المالية المتقدمة خلال نفس الفترة من (٤,٥) تريليون إلى (١٥,٩) تريليون ، أى زيادة قدرها (٣,٥) مرة . ويرجع زيادة حجم الأسواق الناشئة إلى زيادة قيمة الأسهم المتداولة فى هذه الأسواق ، وكذلك تزايد عدد الأسواق . هذا بالإضافة إلى الإصدارات الجديدة من الأسهم فى بعض هذه الأسواق نتيجة برامج الخصخصة . وقد وجدت بعض الدراسات أن الأسواق الناشئة - بصفة عامة - حققت عائداً أعلى من العائد الذى حققته سوق الأوراق المالية الأمريكية خلال الفترة (١٩٨٥-١٩٩٥) (Oigen, 2001) and (Barry, et al 1998). وقد تم تعريف الأسواق الناشئة من قبل مؤسسة التمويل الدولية (IFC) بأنها الدول النامية بصرف النظر عن درجة نمو الاقتصاد نفسه . وقد احتوت القائمة الأصلية لمؤسسات التمويل الدولية على (٩) دول فقط ثم ارتفعت لتصبح (٢٥) دولة وهى تلك الدول التى لها أسواق مالية مسجل بها من (٣٠) إلى (٥٠) شركة والقيمة الاسمية للأسهم الموجودة بالسوق تصل إلى مليار دولار على الأقل حجم التداول السنوى. عن (١٠٠) مليون دولار. ويمكن القول أن مصطلح الأسواق الناشئة يستخدم للإشارة إلى جميع الدول النامية . فحتى لو كان السوق منظماً ويعمل بكفاءة يطلق عليه سوق ناشئ مادام الاقتصاد مازال نامياً .

وبالتالي يطلق على سوق الأوراق المالية في أي دولة لفظ "سوق ناشيء" إذا انطبق عليه على الأقل أحد معيارين الأول إذا كان السوق نفسه بصدد نمو ، والثاني إذا وجد هذا السوق في اقتصاد نام (السعيد ، ٢٤ : ١٩٩٩).

وتلعب العوامل السياسية والعوامل الاقتصادية دوراً كبيراً في التأثير في أداء بورصات الأوراق المالية في كل من الأسواق المالية المتقدمة والناشئة . كما تلعب أزمة الثقة بين المستثمر والتعاملات في البورصة دوراً في هذا التأثير . فالظروف السياسية - المخاطر السياسية وشعور المستثمرين بعدم الاستقرار السياسي - قد تؤثر بشكل سلبي يفوق تأثير العوامل الاقتصادية الداعمة للسوق . فبمراجعة سوق الأوراق المالية الكويتي - كمثال جيد لذلك - يلاحظ انخفاض مؤشره (السعري) خلال شهر يوليو (٢٠٠٢) بمعدل (١,٥) في المئة ، هو الأول خلال الأشهر الستة الأولى من ذلك العام . ويرجع ذلك إلى قلق جمهور المتداولين من الأمور السياسية للمتوقعة في العراق إضافة إلى التداعيات الأخرى الاقتصادية الناجمة عن بداية حرب في العراق .

إن حالة القلق التي سيطرت على المستثمرين - خاصة صغارهم - لم تنجح العوامل الأساسية الداعمة للسوق ، المتمثلة في ارتفاع أرباح الشركات للربع الثاني بالمقارنة مع الأول من نفس العام ، في تجنب انخفاض أداء سوق الأوراق المالية ، بالإضافة إلى العوامل الإيجابية الأخرى مثل انخفاض سعر الخصم واستقرار أسعار النفط عند مستويات مرتفعة منذ فترة ليست بالقصيرة ، كذلك استمرار تدفق التعويضات وارتفاع معدلات السيولة .

وبالتالي فإن العوامل السياسية قد تفرض نفسها بقوة على العوامل الاقتصادية في التأثير في سوق الأوراق المالية بالإضافة إلى أن لها أثراً غير مباشر على الجانب الاقتصادي . ولقد كان تصاعد التوتر بين الولايات المتحدة وبين النظام العراقي فيما مضى يثير التفاؤل في السوق الكويتي ويحرك النشاط ايجابياً - خاصة للبورصة - . ولو لفترات زمنية قصيرة لاحساس البعض بقرب زوال النظام العراقي وبالتالي استقرار المنطقة والشعور بالأمن مما يدعم الراجح الاقتصادي ، إلا أن تلك الظروف تغيرت إن لم نقل انقلبت بعد أحداث الحادي عشر من سبتمبر وتداعياتها .

وقد حدثت سلسلة تراجع في أداء سوق الكويت للأوراق المالية في أعقاب أحداث الحادي عشر من سبتمبر ، وقد أسهم في حدة التراجع اتساع قاعدة صغار المستثمرين الذين تدافعوا لبيع ما يملكون من أسهم للحفاظ على المكاسب التي حققوها منذ بداية العام ، وتراجع المؤشر بمقدار (١١%) خلال شهر سبتمبر (٢٠٠١) متأثراً بأحداث ذلك الشهر الذي كان بنسبة أكبر من انخفاض الأسواق العالمية بما فيها سوق نيويورك موطن الحدث الذي يمكن تفسيره بارتفاع درجة استجابة سوق الكويت تجاه تلك الأحداث .

وبالنسبة للعوامل الاقتصادية ، فإن السياسات النقدية والمالية تمارس دوراً مهماً في تنشيط بورصة الأوراق المالية . كما تؤثر درجة النمو الاقتصادي والتقلبات في كل من معدل سعر الصرف وسعر الفائدة في أدائها . بالإضافة إلى ذلك فإن معدلات التضخم الفعلية والمتوقعة ومدى اللجوء الدولة إلى الاقتراض المحلي يؤثر في قرارات المستثمرين المتعلقة بالاستثمار في الأوراق المالية . ففي دراسة عن العلاقة بين متوسط معدل النمو الحقيقي في الأجل الطويل ومؤشرات النمو المالي ، اتضح - مع الأخذ في الاعتبار وجود فوارق بين الدول والسياسات -

المختلفة - وجود علاقة طردية بين متوسط معدل النمو الحقيقي ومتوسط مستوى التقدم في القطاع المالي خلال الفترة من ١٩٦٠-١٩٨٩ (Levine and King, 1992).

وعلى جانب آخر، يرى البعض أن هناك مبالغة في وصف العلاقة بين التمويل والتنمية الاقتصادية. فنشاط البورصات لا يدعو أن يكون مجالاً للمقامرة، وأن أسعار الأوراق المالية لا ترتبط بالأساسيات الاقتصادية، بل من الممكن أن تؤدي تقلباتها إلى عدم استقرار الاقتصاد الكلي نتيجة لما ينجم عن اتجاه التدفقات الأجنبية إلى بورصات الأسواق الناشئة من تحركات مفرطة في الأسعار (السعيد، ١٩٩٩: ٤٨).

ولذلك مازالت بعض الاقتصادات الناشئة تضع قيوداً على حركة النقد الأجنبي بما يصعب من تحويل الأموال إلى خارج الدولة. فالأسواق الناشئة معرضة لمخاطر التقلبات في سعر الصرف وانخفاض قيمة العملة المحلية يعني انخفاض العوائد المتحققة عند قياسها بالعملة الأساسية للمستثمر، مما يؤثر في أداء بورصات الأوراق المالية. وأفضل مثال على ذلك هو تأثير البورصات الآسيوية الشديد بانخفاض عملتها المرتبطة بالدولار.

وبالإضافة إلى تأثير أداء بورصات الأوراق المالية بالعوامل الاقتصادية، يؤدي عدم الشفافية وقلة المعلومات المتاحة أمام المستثمر - نتيجة الأداء السيء للشركات وللبنوك - إلى اهتزاز أداء البورصات. كما تأثير أداء بورصات الأوراق المالية بظاهرة الاندماجات رغبة في تضخم القوة الاقتصادية وظاهرة التخصص. وأدت إلى فقد المستثمر الثقة في سوق الأوراق المالية فعلى سبيل المثال أدت عدم الشفافية في المعلومات والبيانات وتلاعب مكاتب المحاسبة والمراجعة وتحليلها في شركة أنرون الأمريكية إلى انكماش أداء البورصة الأمريكية الذي سجل أطول فترة انكماش في التسعة أشهر من عام ٢٠٠٢ على مدار الستين عاماً الماضية. كما أن الربع الثالث من نفس العام عانى أسوأ أداء على مدى الخمسة عشر عاماً الماضية؛ فانخفض المؤشر الذي يضم خمسمائة ورقة مالية بنسبة ١٧,٦% (الإهرام الاقتصادي أكتوبر، ٢٠٠٢).

وعلى الرغم من أن مشكلة الأداء السيء للشركات وتلاعبها في إخفاء الحقائق وعدم نضج الاندماجات هي مشكلة عالمية تعانيها الأسواق الناشئة والأسواق المتقدمة على حد سواء، فإن هناك إجراءات فعلية تلجأ إليها الدول المتقدمة في مواجهة تلك الأوضاع، في حين تلجأ الدول في الأسواق الناشئة إلى المسكنات واتخاذ القرارات دون الخوض في متطلبات التنفيذ. فمع توالي انهيار بعض الشركات الأمريكية ومعها مؤسسات المراجعة والمحاسبة صدر قانون Oxley-SARBA Lives والذي بمقتضاه أنشئ مجلس مراقبة تابع للجنة البورصة والأوراق المالية ويعمل على مراقبة الأداء والتأكد من الالتزام بمعايير المراجعة ومعايير تحليل المعلومات والبيانات^١.

ويؤثر الأداء السيء لسوق الأوراق المالية الناشئة على اقتصادات الدول النامية. فهناك آثار سلبية على اقتصاد الدولة نتيجة عدم تناسق البيانات وانتظامها، واتصاف التدفقات الرأسمالية للاستثمار في الأوراق المالية - إلى حد ما - بالمضاربة وعادة ما تكون قصيرة الأجل. بالإضافة إلى تفاعل بين سوقين يتصفان بشدة عدم الثبات - سوقى الأوراق المالية والصراف الأجنبي - مما يؤثر في تداول المعلومات غير الصحيحة التي تؤدي بدورها إلى عدم ثبات أكبر وهكذا.

^١ أدت الاندماجات غير الناضجة إلى المبالغة في عرض السعر الخاص بشراء الأسهم مما ترتب عليه فقدان ٦١% من المستثمرين لثرواتهم وانتقالها إلى اليائسين. كما بحث ذلك - أيضاً - في حالات المخصصة، فضلاً عن الإعلان عن حلة خصخصة يتم جلوت طفرة في أسعار الأسهم ثم تنتهي الأوضاع إلى الخراب الأوراق المالية (الإهرام الاقتصادي، ٢٠٠٢).

ويؤثر ذلك بدوره في عدد من المتغيرات الاقتصادية مثل الاستهلاك والصادرات والواردات (Ajit and Bruce, 1998).

وعلى الجانب الآخر هناك آثار إيجابية لبورصة الأوراق المالية فهي تعمل على دفع عملية التنمية والنمو الاقتصادي من خلال تعبئة المدخرات وتمويل أنشطة الاستثمار الانتاجي وتقلل من تكاليف تعبئة المدخرات نتيجة لتيسيرها الاستثمار بوساطة السوق الأولى والسوق الثانوى. ويوفر السوق الثانوى إمكانية بيع المستثمرين لأسهمهم وقتما يرغبون، فكثير من الاستثمارات المرهبة تحتاج إلى تمويل طويل الأجل في حين لا يفضل المدخرين فقدان السيطرة على مدخراتهم. وبالتالي توفر لهم الأسواق المالية العالية السيولة أصولاً مالية يمكنهم بيعها بسهولة وسرعة مع انخفاض تكلفة تسيلها، السعيد، (١٩٩٩: ٤٩).

ومع تمتع الأسواق المالية بالكفاءة في تعبئة المدخرات والتوجيه الجيد لها يتحقق التخصيص الجيد للموارد. كما أن زيادة حجم سوق الأوراق المالية يوفر حافزاً أكبر للمستثمرين للحصول على معلومات مما يعمل على تحسين تخصيص الموارد ومن ثم معدل أفضل للنمو الاقتصادي.

الملاح العامة لبورصة الأوراق المالية المصرية :

تعتبر البورصة المصرية من أقدم البورصات العالمية من حيث تاريخ نشأتها من خلال بورصتى الإسكندرية والقاهرة، فلقد نشأ سوق الأسهم المصرى عام ١٨٨٣ م وتعد بورصة الإسكندرية من أوائل البورصات العالمية . بعد ذلك أنشئت بورصة القاهرة عام ١٨٩٨ وفى نهاية عام ١٩٣٠ تم تصنيف سوق الأوراق المالية للمصرية خامس أنشط سوق على مستوى العالم.

ولقد ارتبط تطور سوق الأوراق المالية فى شكله التنظيمى - أى البورصات - بدور الحكومة فى للنشاط الاقتصادى إذ يلاحظ ازدهار فى نشاط البورصة كوسيط مالى بين المدخرين والمستثمرين فى الوقت الذى يتسدد فيه القطاع الخاص كما كان الحال عند قيام الثورة (١٩٥٢) حتى مرحلة التأمينات والأخذ بالتخطيط المركزى فى أوائل الستينيات (ناصف : ١٩٩٧).

فلقد لعب القطاع الخاص فى مصر خلال الفترة ١٩١٠ - ١٩٦٠ دوراً مهماً فى تأسيس الشركات المساهمة ودعم الصناعات الوطنية. إلا أنه وبصدور قانون تحديد توزيع أرباح حملة الأسهم رقم ٧ لسنة ١٩٥٩، ثم صدور قوانين التأمين الشهيرة عام ١٩٦١ تأثر حجم التعامل بالبورصة المصرية تأثراً شديداً، وتقلص دور البورصات إلى حد تعطيلها سواء فى جانب الإصدار أو التداول (الأهرام الاقتصادى، أغسطس ٢٠٠٣).

ومع بداية السبعينيات انتهجت الحكومة سياسة الانفتاح الاقتصادى واستهدفت إعادة دور القطاع الخاص باعتباره شريكاً فى التنمية جنباً إلى جنب مع الدولة. ولتحقيق ذلك التحول تم صدور عدة قوانين منها ما يتعلق باستثمار المال العربى والأجنبى والمناطق الحرة والبنك المركزى والتعامل فى النقد الأجنبى، كما أصدرت الحكومة قانون الشركات وقانون قطاع الأعمال

١- تم تحديد الحد الأقصى للأرباح الموزعة على المساهمين بنسبة ١٥% فقط من القيمة الاسمية (تصل إلى ٨,٤% بعد خصم الضرائب المقررة وتخصيص ٢٥% من الأرباح الصافية للموظفين والعمال وجعل أسهم الشركات المساهمة

وأجرت تعديلات في القانون الضريبي. وتخصيصاً على سوق رأس المال تم إنشاء الهيئة العامة لسوق المال عام (١٩٧٩)، وصدر قانون رأس المال عام (١٩٩٢).

ومع بداية التسعينيات، ونتيجة للاستقرار السياسي في الثمانينيات، وانتهاج سياسات اقتصادية ومالية تخدم عملية الاستثمار واقتصاد السوق في مصر والإتجاه إلى التخصصية تحققت صحة في سوق الأوراق المالية مما ساعد على إدراج مصر بوصفها سوقاً ناشئة ضمن مؤشر مؤسسة التمويل الدولية اعتباراً من سبتمبر (١٩٩٦)، وقيام المؤسسات المالية الكبرى بوضع مصر على خريطة استثمارات محافظها الخاصة بالأسواق الناشئة كمؤسستي مورجان ستانلي وميريل لينتش.. (الأهرام الاقتصادي، أغسطس ٢٠٠٣).

هذا وقد حصلت بورصتا القاهرة والإسكندرية (CASE) على موافقة بورصة نيويورك (NYSE) لتسجيل بعض الأسهم المصرية المختارة في وول استريت . Wall Street. وقد بلغ عدد الشركات المسجلة في البورصة المصرية في ٣٠ مارس عام (٢٠٠٢) م عدد (١٠٥١) شركة بقيمة سوقية قدرها (١٣٧,٣٥) مليار جنيه مصري بعد أن كانت خمسة مليارات جنيه مصري. وعلى الرغم من أن نسبة السوق المصري تعد صغيرة مقارنة بسوق الأوراق المالية العالمية فإن ترتيبه يأتي الثالث من حيث القيمة السوقية من بين أنشط أسواق الأوراق المالية العربية بعد السوق السعودي والسوق الكويتي.

وبالرغم من ذلك تظهر إحدى الدراسات الحديثة (عبد التواب، ٢٠٠٣) حول إستراتيجية تطوير البورصة والربط مع البورصات العالمية أنه ما تزال سوق الأوراق المالية المصرية تعاني-فضلاً عن ضعف تنظيمها الإداري والتشريعي- قصوراً في الأنشطة المالية الحديثة المرتبطة بها وأن أسباب هذه القصور تعد مثلاً على قصور السياسات المالية المطبقة في مصر في استخدام أدواتها المتاحة نحو توجيه وتفعيل العوامل المساعدة في دفع ونمو سوق الأوراق المالية. كما أظهرت الدراسة معاناة البورصة المصرية من مشاكل- بعضها قديمة- تؤثر على فاعليتها وتحد من نشاطها وانطلاقها ومن أبرزها:

- ضعف الوعي الاستثماري العام لدى أفراد المجتمع المصري بطبيعة هذا المجال. نظراً لتجميد نشاط البورصة تقريباً خلال الفترة من الستينيات إلى أوائل التسعينيات للماضية واعتماد الأفراد على إيداع مدخراتهم وفوائدهم النقدية لدى البنوك مقابل سعر الفائدة المحدد.
- ضيق حجم سوق رأس المال وقلة المؤسسات المالية الوسيطة كالشركات المتخصصة في ترويج المشروعات وشركات أمناء الاكتتاب وشركات توزيع المخاطر وشركات التأجير التمويلي.
- حالات الركود الاقتصادي وضعف السيولة التي تعانيها السوق المالية المصرية من وقت لآخر والتأثير السلبي لذلك في جميع القطاعات الأخرى مع غياب التنسيق بينها في مواجهة هذه الأزمات الطارئة.
- ضعف مستوي الشفافية والإفصاح بسوق الأوراق المالية المصرية في ظل غياب قواعد قانونية صريحة تكفل توافرها بسرعة ودقة وتلاحق كل من يستغلها على حساب باقي المستثمرين على نحو ما هو معمول به في البورصات المتقدمة.

• تعتمد سوق إصدار الأسهم في البورصة المصرية بصفة أساسية على الشركات المغلقة والنسبة الأقل على الشركات التي تطرح للاكتتاب العام بهدف تغطية رأسمالها وبعض الشركات التي تطرح شرائح منها للاكتتاب العام في إطار برنامج الخصخصة. ذلك الأمر الذي يعكس صورية الارتفاع الظاهري في نسبة إصدارات الأسهم في السوق المصرية مع محتوية فرص الاستثمار بالنسبة لجمهور المستثمرين.

• أدى تغير أسلوب تنفيذ برنامج الخصخصة المصري من أسلوب الطرح للاكتتاب العام الذي اعتمدت عليه الحكومة منذ بدء تنفيذ هذا البرنامج وحتى عام ١٩٩٨ إلى أسلوب البيع لمستثمر رئيسي الذي اعتمدت عليه خلال عامي ٢٠٠٠، ٢٠٠١ إلى تراجع وانخفاض حجم وقيمة الإصدارات الجديدة من الأسهم المطروحة في البورصة المصرية وهو ما يشير إلى العلاقة الوطيدة التي تربط بينهما، فضلاً عن ضعف الاستخدام الأمثل لموارد بيع المنشآت المخصصة في دفع عجلة الاستثمار في السوق المالية المصرية وتوجيهها بدلاً من ذلك لخفض عجز الميزانية وسداد الديون الحكومية القائمة.

كما اتسم دور بورصة الأوراق المالية في مصر في مجال توجيه وتخصيص الاستثمارات بالعشوائية والقصور في ضوء ما يلي:
- تركيز فرص التنوع في تكوين محفظة أوراق مالية في البورصة المصرية في قطاعي الصناعات التحويلية والتمويل.

- تركيز أنشطة الشركات الأكثر نشاطاً في البورصة المصرية في صناعات غير تصديرية لا تتمتع بمزايا نسبية للاقتصاد القومي.

- عدم وجود تناسب بين تغير العائد على الورقة المالية وتغير القيمة السوقية لها حيث ترتفع أسهم قطاعات يقل بها العائد عن قطاعات أخرى يرتفع بها العائد.

- عدم وجود تناسب بين درجة المخاطر ونسبة العائد في بعض القطاعات التي يرتفع بها معامل المخاطر مع انخفاض العائد المتوقع بها، وتتناقض ذلك مع أساسيات الاستثمار التي تقضي بضرورة تناسب العائد مع المخاطر فكلما ارتفعت المخاطر لا بد أن يرتفع معدل العائد المتوقع والعكس صحيح.

مما سبق يمكن القول إن الفكر الاقتصادي السائد في الدولة محدد مهم لنوعية المؤسسات التي تقوم برسم السياسات وتنفيذها ومتابعتها وتقييمها. كما أنه محدد مهم لارساء قواعد التعامل من خلال التشريع والتي تؤثر بالتالي في الجوانب الاقتصادية والمالية للمجتمع. وبالتالي فإن تطور الفكر الاقتصادي أثر في أداء بورصة الأوراق المالية المصري

وأصبح سوق الأوراق المالية في مصر من الأسواق الناشئة ويتطلب الأمر تحليل العوامل الاقتصادية المؤثرة في أداء البورصة واكتشاف العلاقة بين هذا الأداء والمتغيرات الاقتصادية، ويتم ذلك في الجزء التالي.

صياغة النموذج:

وفقا للعوامل التي تؤثر في أداء بورصة الأوراق المالية التي تم تحديدها في القسم السابق، يتم صياغة نموذج قياسي لبورصة الأوراق المالية المصرية يتناول بيانات المتغيرات المستقلة والتابعة خلال الفترة ١٩٩٤-٢٠٠٠ على أساس بيانات شهرية. ووفقا للنظرية الاقتصادية والدراسات السابقة يتم صياغة نمونجين وتكرارهما باستخدام الصدمة $shock$ ؛ بحيث يعبر عن المتغير التابع (أداء سوق الأوراق المالية) في كل نموذج بمؤشرات السوق المجمع $Pooled Market indices$. وبحيث تتكون مجموعة المتغيرات المستقلة للنموذج الأول من التضخم وسعر الصرف الاسمي ومعدل سعر الصرف الاسمي، ومعدل الفائدة الاسمي والاقتراض الحكومي وإجمالي الناتج المحلي. في حين تتكون مجموعة المتغيرات المستقلة في النموذج الثاني من سعر الصرف الحقيقي، ومعدل الفائدة الحقيقي والاقتراض الحكومي وإجمالي الناتج المحلي. ويلاحظ أن الهدف من وجود نمونجين يتضمن أحدهما- النموذج الثاني - الأسعار الحقيقية لسعر الصرف ومعدل الفائدة الحقيقي هو الرغبة في اكتشاف مدى وعي المستثمرين وأخذهم في الاعتبار- عند بناء قراراتهم الاستثمارية - القيمة الحقيقية للعملة والقيمة الحقيقية للعائد. كما يتم تحليل سعر الفائدة وتحليل الأثر المنفرد للتضخم في أداء سوق الأوراق المالية والكشف عن مدى وعي المستثمر بالتغيرات في مستوى الأسعار.

وقياسا على دراسة (Murinde, 1993) يتم أخذ الصيغة الخطية لتصحيح الاتجاه لكل متغير، هذا بالإضافة إلى الانحراف المعياري أو التباين كما يتضح من المعادلة التالية:

$$\pi_t = \alpha_0 + \alpha_1 T + \varepsilon_1$$

حيث:-

 π_t : تشير إلى التضخم T : تشير إلى الزمن $T = 1,2,3, \dots, n$ ε_1 : المتغير العشوائي

وبإجراء الاتحدار للمعادلة ينتج البواقي كما توضحه المعادلة التالية:

$$\hat{\varepsilon}_1 = \hat{\pi} - \hat{\pi}$$

حيث $\hat{\varepsilon}_1$ تشير إلى المتغير العشوائي non-squared residuals وهو يمثل انحراف التضخم على اتجاه نموها their growth trend. ويتم عمل نفس الشيء لجميع المتغيرات الأخرى المستقلة والتابعة في النمونجين. وبالاعتماد على نظرية التسعير المرجحة arbitrage pricing theory (APT) التي قدمها (Ross, 1976) واتباع إجراءاتها واستخدام الصدمة shock في كل نموذج من النمونجين فإنه يمكن التعبير عن نمونجي الدراسة محل التقدير في أربع معادلات على النحو التالي.

$$RSMP = \alpha + \beta_1 INFLATION + \beta_2 NEXCH + \beta_3 NINTER + \beta_4 \Delta GOVBOR + \beta_5 GDP + \varepsilon_1 \quad (1)$$

$$\varepsilon_{RSMP} = \alpha + \beta_1 \varepsilon_{inflation} + \beta_2 \Delta \varepsilon_{NEXCH} + \beta_3 \varepsilon_{NINTER} + \beta_4 \Delta \varepsilon_{GOVBOR} + \beta_5 \varepsilon_{GDP} + \ell_1 \quad (2)$$

$$RSMP = \alpha + \beta_1 \Delta REXCH + \beta_2 RINTER + \beta_3 \Delta GOVBOR + \beta_4 GDP + \varepsilon_2 \quad (3)$$

$$\varepsilon_{RSMP} = \alpha + \beta_1 \Delta \varepsilon_{REXCH} + \beta_2 \varepsilon_{RINTER} + \beta_3 \Delta \varepsilon_{GOVBOR} + \beta_4 \varepsilon_{GDP} + \ell_2 \quad (4)$$

حيث :

$RSMP$: أداء سوق الأوراق المالية المصري معبراً عنه بمعدل العائد لمؤشرات السوق المجمعة (Pooled Market Indices)

- α : ثابت.
- $INFLATION$: معدل التضخم.
- $NEXCH$: معدل سعر الصرف الاسمي.
- $NINTER$: معدل سعر الفائدة الاسمي.
- $GOVBOR$: الاقتراض الحكومي.
- GDP : معدل إجمالي الناتج المحلي.
- $REXCH$: معدل سعر الصرف الحقيقي.
- $RINTER$: معدل سعر الفائدة الحقيقي.
- Δ : عامل الفروق الأولى.
- $\varepsilon_{INFLATION}$: صدمة (Shock) معدل التضخم.
- ε_{NEXCH} : صدمة معدل سعر الصرف الاسمي.
- ε_{NINTER} : صدمة معدل الفائدة الاسمي.
- ε_{GOVBOR} : صدمة الاقتراض الحكومي.
- ε_{GDP} : صدمة معدل نمو إجمالي الناتج المحلي.
- ε_{REXCH} : صدمة معدل سعر الصرف الحقيقي.
- ε_{RINTER} : صدمة معدل الفائدة الحقيقي.

$\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4, \beta_5$: حساسية كل متغير للتغير في أداء بورصة الأوراق المالية $RSMP$

ويلاحظ على متغيرات الدراسة الآتي:

بالنسبة للمتغير التابع :

تعتمد الدراسة على مؤشرات السوق المجمعة¹ (CMAI, EFGI, HFI, PIPO) في التعبير عن أداء بورصة الأوراق المالية المصرية. علاوة على ذلك سيتم استبعاد أثر التغير في مستويات الأسعار من خلال قسمة المتغير التابع على الرقم القياسي للأسعار ويتم الاعتماد على البيانات من الهيئة العامة لسوق المال (مركز المعلومات).

¹ - تتكون مؤشرات السوق المجمعة من : مؤشر هيئة سوق رأس المال CMAI ومؤشر المجموعة الاقتصادية EFGI ومؤشر HFI والمالي HFI ومؤشر الاكتتاب العام PIPO.

بالنسبة للمتغيرات المستقلة يمكن قياس المتغيرات على النحو التالي :

إجمالي الناتج المحلي GDP

يتم الاعتماد على الناتج المحلي الإجمالي بوصفه مؤشراً للنمو الاقتصادي لتحليل تأثير النمو الاقتصادي في أداء سوق الأوراق المالية. وبالرغم من اعتبار إجمالي الناتج المحلي مؤشراً مهماً على مستوى الأداء الاقتصادي ، فإنه من الصعوبة الحصول على بيانات شهرية من هذا المتغير لذا سيتم الاعتماد على بيانات إجمالي الناتج المحلي مقسوماً على اثني عشر شهراً لتوفير بيانات شهرية . ويتم الاعتماد على إحصائيات المالية الدولية International Financial Statistics (IFS) Lines 99b . ويتوقع وجود علاقة موجبة بين هذا المتغير وأداء بورصة الأوراق المالية.

معدل الفائدة RINTER، NINTER :

يتم التعبير عن هذا المتغير بمعدل الفائدة على الودائع بالأجل ذات الثلاثة أشهر ؛ فهو أقرب بديل للاستثمار في الأوراق المالية في السوق المصري . ويتم استخدام معدل الفائدة الاسمي Nominal Interest rate في النموذج الأول ، ومعدل الفائدة الحقيقي Real interest rate في النموذج الثاني . ويتم حساب سعر الفائدة الحقيقي بالمعادلة التالية (Abel and Bernank, 1995) :

$$RI_{rate} = NI_{rate} - \pi$$

معدل الفائدة الحقيقي : RI_{rate}

معدل الفائدة الاسمي : NI_{rate}

التضخم : π

ويتم الحصول على بيانات معدل سعر الفائدة الاسمي من التقارير الشهرية للبنك المركزي المصري . ويتوقع وجود علاقة سالبة بين معدل الفائدة وأداء بورصة الأوراق المالية.

معدل التضخم INFLATION :

يقوم البحث بتحليل أثر معدل التضخم Inflation rate بشكل مستقل على أداء بورصة الأوراق المالية ، والذي يعكس مدى إدراك المستثمر لهذا المتغير عند تعامله في البورصة واتخاذ قرار الاستثمار . ويتم الحصول على بيانات التضخم من مركز دعم القرار Central Agency for public Mobilisation and Statistics (CAPMAS). ويتوقع وجود علاقة سالبة بين معدل التضخم وأداء بورصة الأوراق المالية فعندما ينخفض معدل التضخم يتوقع أن يتحسن أداء السوق.

معدل سعر الصرف REXCH، NEXCH :

اتبعت مصر خلال الفترة محل الدراسة سياسة تثبيت سعر الصرف . ويقوم البحث بدراسة أثر سعر الصرف الاسمي - بوصفه أحد المتغيرات المستقلة - في أداء بورصة الأوراق المالية ونتيجة لاعتماد المستثمر في البورصة على القيمة الحقيقية للعملة التي يستخدمها ، فإنه يتم في هذا البحث الأخذ في الاعتبار كلا من معدل سعر الصرف الاسمي (NEXCH) و سعر الصرف الحقيقي Real exchange rate (REXCH) وينصرف معدل سعر الصرف الحقيقي

² - يستخدم (Naser (1999) المعادلة التالية في حساب معدل الفائدة الحقيقي $RI_{rate} = (NI_{rate} - \pi) / (1 + \pi)$

إلى عدد الوحدات من السلع الأجنبية التي يمكن الحصول عليها مقابل وحده واحدة من السلع المحلية .
ويتم حساب سعر الصرف الحقيقي بالمعادلة التالية (Abel and Bernanke, 1995) :

$$RE_{rate} = \frac{NE_{rate} * USA_{CPI}}{EGY_{CPI}}$$

حيث :
 RE_{rate} : معدل سعر الصرف الحقيقي .
 NE_{rate} : معدل سعر الصرف الاسمي .
 USA_{CPI} : الرقم القياسي لأسعار المستهلك بالولايات المتحدة الأمريكية وقد تم الاعتماد على بياناته من احصائيات المالية الدولية (International Financial Statistics (IFS) Line 64.
 EGY_{CPI} : الرقم القياسي لأسعار المستهلك بمصر .

ويتم الحصول على بيانات معدل سعر الصرف الاسمي من the monthly report of the Cabinet's Information and Decision Support Center (IDSC

ويتوقع وجود علاقة سالبة بين كل من سعر الصرف وأداء بورصة الأوراق المالية المصرية .

الاقتراض الحكومي $GOVBOR$:
يمثل هذا المتغير صافي الديون الحكومية والقطاع العام مقسوماً على الانتماء الكلي المحلي .
ويتم الحصول على هذه البيانات من خلال الإحصائيات المالية الدولية International Financial Statistics (IFS) Lines 52, 52an, 52c . ويتوقع وجود علاقة سالبة بين الاقتراض الحكومي وبورصة الأوراق المالية . اعتماداً على أن زيادة الاقتراض الحكومي يخفض من حجم الأموال المتبقية والمتاحة أمام أوجه الاقتراض الأخرى وأوجه استخدامها في بورصة الأوراق المالية .

هذه هي أهم المتغيرات الاقتصادية التي يتوقع أن يكون لها تأثير في المتغير التابع (مؤشر السوق المجمع) الذي يعبر عن سلوك بورصة الأوراق المالية .

اختبار جذر الوحدة :

تقع أهمية التمييز بين السلاسل الزمنية الساكنة والسلاسل الزمنية غير الساكنة في تجنب ما يسمى بالانحدار الزائف . عندما تكون السلاسل الزمنية لبيانات التغيرات غير ساكنة ، فإن ذلك يترتب عليه حدوث تحيز في القيمة الإحصائية لاختبار (t) يومن ثم عدم مصداقية المعلمات المقدرة لتلك المتغيرات . كذلك إذا كانت السلاسل الزمنية لبيانات بعض المتغيرات الأخرى غير ساكنة في نفس النموذج ، فإن ذلك ينتج عنه ما يسمى بالانحدار الزائف .

وتعد معظم السلاسل الزمنية الاقتصادية غير ساكنة ، وعليه تظهر ضرورة استخدام اختبار جذر الوحدة للتأكد من معرفة أن السلسلة الزمنية لمتغير معين غير الزمن هي سلسلة ساكنة أو غير ساكنة ولتحقيق ذلك الغرض هناك عدة طرق لاختبار مدى وجود جذر الوحدة . وسوف يتم

اتباع اختبار ديكي فولر الموسع Augmented Dickey Fuller (ADF) واختبار بيرون للسلاسل الزمنية المنكسرة Perron's Structural Break Unit Root Test (Santoso, 2001).

وفي حالة رفض فرض العدم فإن السلاسل الزمنية ساكنة $y \sim I(0)$ وفي حالة قبول فرض العدم ، يظهر تساؤل عن مدى إمكانية تحقيق السكون من خلال الفروق الأولى للسلسلة الزمنية ويمكن

ويمكن صياغة النموذج العام لاختبار جذر الوحدة كما في المعادلة

$$\Delta y_t = \psi y_{t-1} + \sum_{i=1}^k \psi_i \Delta y_{t-i} + \mu + \gamma t + u_t, \quad u_t \sim IID(0, \sigma^2) \quad (5)$$

حيث :

Δ : يرمز إلى الفروق الأولى.

μ : ثابت

t : متغير اتجاه الزمن.

وسوف يتم اختيار طول الفجوة الزمنية والتي تقلص من Schwarz Criterion كما حدده هال (Hall, 1994).

وبإجراء اختبار مدى سكون السلاسل الزمنية لبيانات كل متغير من المتغيرات المستقلة المحددة في نموذج الدراسة باستخدام كل من (ADF) و (PP)، يتضح أن بعض المتغيرات غير ساكنة. كما يظهر من الجدول رقم (٣). ولكن بعد أخذ الفروق الأولى يتضح سكون تلك المتغيرات كما يوضحها الجدول رقم (٣). وبناء على ذلك يتم الاعتماد على الفروق الأولى (١) First Order في تطبيق الاتحار لتلك المتغيرات.

جدول (٣)

نتائج اختبار جذر الوحدة باستخدام (ADF) و (PP)

	Unit Root (ADF)	Unit Root ADF(1)	Unit Root (PP)	Unit Root PP(1)	Lag	Observations
CMAI_RR	-4.92	-7.09	-6.48	-14.68	2	79.00
EFGI_RR	-3.96	-6.76	-7.52	-17.60	2	79.00
HFI_RR	-4.27	-7.32	-7.11	-17.24	2	79.00
PIPO_RR	-4.03	-6.98	-6.47	-17.90	2	73.00
INFLATION	-5.67	-7.38	-7.31	-15.97	1	80.00
NEXCH	4.39	-0.41	4.52	-7.98	1	80.00
NINTER	-5.27	-7.94	-7.04	-17.93	1	80.00
GOVBOR	-2.17	-4.26	-2.21	-9.53	1	79.00
GDP	-0.97	-4.94	-1.01	-8.76	1	80.00
REXCH	-2.58	-7.21	-2.73	-16.46	1	80.00
RINTER	-4.05	-6.36	-5.55	-14.83	2	80.00
Unit Root (CV) 1% -3.528, 5% -2.9042, 10% -2.5892						

اما بالنسبة لمؤشرات السوق المجمعة، ننظر لاحتوائه على مجموعة من المؤشرات، فإن اختبار (ADF) واختبار (PP) لا يصلحان لاختبار مدى سكون هذا المتغير. لذلك يتم استخدام t -bar banel test والذي قدمه (Lem et al-1997) وتوضحه المعادلة التالية:

$$\psi_t = \frac{\sqrt{N} \{t_{NT}(P, \rho) - \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N E[t_{iT}(P_i, 0) | \beta_i = 0]\}}{\sqrt{\frac{1}{N} \sum_{i=1}^N \text{Var}[t_{iT}(P_i, 0) | \beta_i = 0]}} \quad (6)$$

حيث:

the individual t is $t_{iT}(p_i, \rho_i)$, $t_{NT}(P, \rho) = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N t_{iT}(P_i, \rho_i)$ هي احصائية t المنفصلة (the individual t) statistic بغرض اختبار $\beta_i = 0$

وإن كل من

$E[t_{iT}(P_i, 0) | \beta_i = 0]$ و $\text{Var}[t_{iT}(P_i, 0) | \beta_i = 0]$ يتم تقييمهما بواسطة

stochastic simulations ومقارنتهما بالقيمة الجدولية المقدرة عن طريق Im et al (1997).

ويوضح جدول (٤) نتائج اختبار جذر الوحدة Panel unit root test لمؤشرات السوق مجمعة، ويظهر منها أن السلسلة الزمنية للمتغير المستقل (مؤشرات السوق مجمعة) ساكنة عند مستوى معنوية ٥%.

البيانات وتحليل نتائج التقدير للنماذج:

يوضح الجدول (5) ملخصاً إحصائياً لمتغيرات الدراسة عن الفترة ١٩٩٤-٢٠٠٠. حيث يوضح المتوسط والقيم الدنيا والعليا لكل متغير. كما يوضح الجدول الانحراف المعياري لكل متغير. كما يوضح الجدول (١) بالملحق الإحصائي الارتباط الذاتي بين متغيرات الدراسة. وباستخدام طريقة المربعات الصغرى (OLS) تم اختبار مدى وجود ارتباط ذاتي بين المتغيرات. كما يتضح من جدول (٢) بالملحق الإحصائي.

جدول (٤)

اختبار جذر الوحدة لمؤشرات سوق الأسهم

Market indices(N)	lag	$t_{\text{statistic}}$	$t_{NT}(P, \rho)$	$E[t_{\pi}(P, 0)$	$\frac{1}{N} \sum_{i=1}^N E[t_{\pi}(P, 0) \beta_i = 0]$	$\text{Var}[t_{\pi}(P, 0)$	$\frac{1}{N} \sum_{i=1}^N \text{Var}[t_{\pi}(P, 0) \beta_i = 0]$	$\sqrt{\text{Column 7}}$	\sqrt{N}	Column(3-5)*9/8
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
CMAI	2	-4.919	-4.295	-1.498	-1.498	0.766	0.766	0.875	2	-6.3904
EFGI	2	-3.963		-1.498		0.766				Stationary
HFI	2	-4.2686		-1.498		0.766				
PIPO	2	-4.0275		-1.498		0.766				

ملخص إحصائي لمؤشرات بورصة الأوراق المالية والمنفردات الاقتصادية
جدول (٥)

Table (5a) Summary Statistics for Stock Market Indices and Economic Fundamental Descriptive Statistics-												
	CMAL_RR	EFGI_RR	HFI_RR	PIPO_RR	INFLATION	NEXCH	NINTER	GOVBOR	GDP	REXCH	RINTER	
Mean	0.020	0.015	0.013	0.010	0.421	3.396	9.760	0.508	0.009	3.299	9.451	
Median	0.008	-0.004	-0.013	-0.006	0.300	3.394	9.750	0.475	0.009	3.205	9.295	
Maximum	0.254	0.307	0.334	0.245	3.100	3.481	12.500	0.680	0.013	3.931	12.000	
Minimum	-0.082	-0.184	-0.160	-0.089	-1.200	3.373	1.000	0.386	0.005	3.074	6.650	
Std. Dev.	0.057	0.088	0.092	0.070	0.577	0.016	1.236	0.095	0.002	0.254	0.814	
Skewness ⁵	1.409	0.992	1.373	1.415	1.590	3.368	-4.080	0.309	0.502	1.333	0.194	
Kurtosis	5.873	4.622	5.127	4.948	9.224	16.736	33.355	1.645	2.718	3.529	4.879	
Jarque-Bera	53.308	21.629	39.703	35.891	162.860	780.193	3293.380	7.293	3.618	24.624	12.272	
Probability	0	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.026	0.164	0.000	0.002	

⁵ Skewness for a normal distribution is zero. If the upper tail is fatter than the lower tail the skewness is positive. The Kurtosis for normal distribution is 3. If the distribution is thicker than the normal distribution its kurtosis is greater than 3.

ويوضح الجدول (٦) نتائج تقدير نماذج الدراسة الموضحة بالمعادلات (١-٤) ويظهر نتائج تقدير النموذج الأول بالجدول (٦-١) ويتضح أن سعر الصرف الاسمي هو المتغير الوحيد الذي له علاقة سالبة ذات دلالة معنوية مع أداء بورصة الأوراق المالية. وبالنسبة للنتائج المحلى الإجمالى يظهر التحليل وجود علاقة سالبة غير معنوية مع أداء بورصة الأوراق المالية. أما باقى المتغيرات محل الدراسة (معدل التضخم وسعر الفائدة الاسمي والاقتراض الحكومى) فقد كانت ذات علاقة موجبة ذات دلالة معنوية مع أداء بورصة الأوراق المالية كما يلاحظ أن القوة التفسيرية لنموذج الانحدار (R^2) هي (0.11)، مما يعنى عدم نجاح نموذج الانحدار فى التنبؤ بتقدير قيم المتغير الناتج من خلال العينة.

جدول (٦-١)

نتائج تقدير النموذج الأول لأداء بورصة الأوراق المالية			
Variable	Model (1)		
	Coefficient	t-Statistic	Prob.
α	3.447622	3.636042	0.0003
INFLATION	0.01429	2.003724	0.046
NEXCH	-1.040064	-3.755748	0.0002
NINTER	0.011654	3.256564	0.0013
GOVBOR	1.907818	2.792797	0.0056
GDP	-1.415615	-0.801759	0.4233
R-squared	0.112542		
Durbin-Watson stat	1.658998		

وبالنسبة للنموذج الثانى عند استخدام أسلوب Shock لجميع المتغيرات المستقلة يوضح جدول (٦-٢) عدم وجود اختلافات كبيرة فى نتائج التقدير عن نتائج تقدير النموذج الأول، وأن العلاقة بين التضخم وأداء البورصة المالية ليست ذات دلالة معنوية بعد أن كانت موجبة وذات دلالة معنوية فى النموذج الأول، وأن (R^2) مازالت منخفضة جداً حيث تبلغ (0.09).

جدول (٦-٢)

نتائج تقدير النموذج الثانى لأداء بورصة الأوراق المالية			
Variable	Model (2)		
	Coefficient	t-Statistic	Prob.
α	0.01795	4.436317	0
$\epsilon_{INFLATION}$	0.000663	0.872309	0.3837
ϵ_{NEXCH}	-0.019327	-2.866048	0.0044
ϵ_{NINTER}	0.000945	2.553391	0.0112
ϵ_{GOVBOR}	0.017184	2.523731	0.0121
ϵ_{GDP}	-0.062806	-2.279438	0.0233
R-squared	0.091162		
Durbin-Watson stat	1.636431		

وبالنسبة للنموذج الثالث الذي يستخدم فيه سعر الصرف الحقيقي ومعدل الفائدة الحقيقي والاقتراض الحكومي ومعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي ، يتضح من نتائج تقدير النموذج بالجدول (٣-٦) وجود علاقة سالبة غير ذات دلالة معنوية بين أداء بورصة الأوراق المالية وسعر الصرف الحقيقي ، ووجود علاقة موجبة وغير ذات دلالة معنوية بين معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي ومعدل الفائدة الحقيقي والاقتراض الحكومي . كما تظهر نتائج التقدير الاتخفاض الكبيرة للقوة التفسيرية للنموذج (R^2) حيث تبلغ (0.015) .

جدول (٣-٦)

نتائج تقدير النموذج الثالث لأداء بورصة الأوراق المالية			
Variable	Model (3)		
	Coefficient	t-Statistic	Prob.
α	-0.048745	-0.884222	0.3773
GOVBOR	1.076963	1.554697	0.1211
GDP	0.82085	0.446193	0.6558
REXCH Δ	-0.015444	-0.442921	0.6581
RINTER	0.006401	1.033373	0.3023
R-squared	0.015035		
Durbin-Watson stat	1.514011		

وبتحليل نتائج النموذج (٤) ؛ حيث يتم استخدام الصدمة في جميع متغيرات النموذج (٣) ، يتضح عدم اختلاف النتائج بشكل ملموس عن نتائج النموذج (٣) حيث يظل سعر الصرف الحقيقي ذا علاقة سالبة وغير ذات دلالة معنوية مع أداء بورصة الأوراق المالية كما تظل المتغيرات الأخرى ذات علاقة سالبة وغير ذات دلالة معنوية مع أداء السوق وتختلف القوة التفسيرية للنموذج ولكن تظل منخفضة جداً عند (0.047) كما يتضح من الجدول (٤-٦) .

الجدول (٤-٦)

نتائج تقدير النموذج الرابع لأداء بورصة الأوراق المالية			
Variable	Model (4)		
	Coefficient	t-Statistic	Prob.
α	0.015948	3.892101	0.0001
ϵ_{GOVBOR}	0.013744	2.012309	0.0451
ϵ_{GDP}	-0.083117	-3.012688	0.0028
$\epsilon_{REXCH \Delta}$	-4.95E-05	-0.144549	0.8852
ϵ_{RINTER}	0.000183	0.30473	0.7608
R-squared	0.047323		
Durbin-Watson stat	1.556686		

ويلاحظ من نتائج جدول (١) بالملحق الإحصائي الخاص بتوضيح مصفوفة الارتباط بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع لنموذج الدراسة وجود مشكلة ارتباط ذاتي $enter_correlation$ بين بعض المتغيرات التفسيرية، فهناك ارتباط ذاتي بين الافتراض الحكومي وكل من سعر الصرف الحقيقي ومعدل نمو إجمالي الناتج المحلي (٠.٧٨٩) و (٠.٨) على التوالي. ويؤدي هذا إلى الاعتقاد بأن هناك نتائج غير جيدة للنماذج. لذلك يتعين تجنب هذه المشكلة. ويتم تجنب هذه المشكلة من خلال إعادة الانحدار للمعادلة (١) التي تعبر عن النموذج الأول والمعادلة (٣) المعبرة عن النموذج الثالث؛ بحيث يتم إعادة الانحدار للنموذج الأول بعد استبعاد الافتراض الحكومي. كما يتم إعادة الانحدار لنفس النموذج مرة أخرى بعد استبعاد الناتج المحلي الإجمالي. كذلك يتم إعادة الانحدار للنموذج الثالث مع إجراء الاستبعاد للافتراض الحكومي وسعر الصرف الحقيقي كل على حدة. ويتم استبعاد هذه المتغيرات باستخدام أسلوب الانحدار التدريجي. **Stepwise Regression technique**.

وبالرغم من هذا الإجراء، لوحظ عدم تغيير النتائج المتحققة من حيث إشارة المعامل ومعنوية المتغيرات أو القوة التفسيرية لنموذج الانحدار (R^2) التي تظل منخفضة جداً في كلا النموذجين.

وبالتالي بالرغم من أن تلك المتغيرات المستخدمة في النموذج تم استخدامها في عديد من الدراسات السابقة لقياس الأداء الاقتصادي بصفة عامة وسوق رأس المال بصفة خاصة (Odedokun, 1996, Reilly and Brown, 1997) فإنه في حالة التطبيق على مصر اتضح من نتائج التقدير فشل تلك المتغيرات في تفسير محددات أداء بورصة الأوراق المالية في مصر. حتى في ظل استخدام الصدمة لجميع المتغيرات أو استبعاد جميع المتغيرات التي تحمل ارتباطاً ذاتياً، وأيضا في ظل استبعاد الناتج المحلي الإجمالي فشلت كافة النماذج في تفسير أداء بورصة الأوراق المالية المصرية.

فعلى سبيل المثال جاء ارتباط أداء السوق مع معدل التضخم غير واضح ولا يتسق مع النظرية الاقتصادية التي تشير إلى وجود علاقة سالبة بين التضخم وأداء سوق الأوراق المالية. وهو ما يشير إلى أن المستثمر المصري ربما لا يأخذ في الاعتبار معدل التضخم عند حساب القيمة الحقيقي للاستثمار ويثير تساؤلاً عن مدى إدراكه لعلاقة التضخم بالعائد من الأوراق المالية. ويعكس هذا نتيجة مهمة موادها أن بورصة الأوراق المالية المصرية باعتبارها سوقاً ناشئة **emerging market** - نشاطه الرسمي بدأ عام (١٩٩٤) - ربما تتصف بخصائصه القدرات التي يتخذها المستثمرين عند قيامهم بالإستثمار في الأوراق المالية والتي ربما يرجع بعضها إلى قلة خبرة المستثمرين في مجال بورصة الأوراق المالية وعدم إدراكهم للعوامل الأخرى الاقتصادية، وبعضها الآخر إلى عدم شفافية المعلومات وقلة المتاح منها أمام المستثمرين، ويؤدي ذلك إلى اختلاف تقدير المتعاملين في السوق، مضاربين ومستثمرين، فيما بينهم للموقف المنتظر في المستقبل تبعاً لتقدير كل منهما لقوة العوامل الاقتصادية في تأثيرها المحتمل في الأسعار بالسوق. وبالتالي فإن الذي يؤثر في أداء البورصة هو توزيع التقدير السائد في السوق للتأثير المحتمل على أسعار الأوراق المالية. كذلك قد يرجع السبب إلى هيكل نوعية المتعاملين في بورصة الأوراق المالية فمنهم ما يسمى بالمضارب الهاوي وهو شخص يقوم باستثمار ما لديه من مال مدخر بجانب عمله الأصلي ويسعى للحصول على عائد يريده من عملياته بالسوق. وغالباً ما يفقد الخبرة عند التعامل مع متغيرات السوق.

هذا بالإضافة إلى عدم إغفال مدى تأثير عدم صدق الإفصاح المالي في بعض الشركات التي تتداول أسهمها في البورصة على قرارات الاستثمار في البورصة وعدم توافر الشفافية والحيادية في سوق الأوراق المالية والذي يظهر أهمية الإفصاح المالي والإسراع في وضع

معايير قومية عامة لتحليل المعلومات والبيانات الخاصة بالشركات بما يحول دون حدوث تنازع في الأداء بين محلي البيانات وصانعي سياسات الاستثمار. ولاشك أن التدقيق في مجال المحاسبة والمراجعة ووجود كيان محدد للتأكد من صحة البيانات والمعلومات المقدمة إلى البورصة للقيود بها يعد أمراً ضرورياً يتفق ومقتضيات المصارحة والشفافية في المعلومات بما يقدم الصورة الحقيقية. وإلزام جميع الشركات بتطبيق معايير المحاسبة الدولية في عرض قوائمها المالية. وربما تفصح النتائج السابقة عن ضرورة إكتساب الخبرة والتعلم بالممارسة سواء من جانب المستثمرين أو من جانب السلطات المختصة بتنظيم أسواق رأس المال.

كذلك يتعين أن تقوم السلطات بالرقابة على السوق الأولى والسوق الثانوى بسوق الأوراق المالية. وتتطلب الرقابة على السوق الأولى إلزام كل شركة جديدة تطرح أسهمها للاكتتاب العام بإصدار ما يوضح أهدافها وبرنامجهما حتى يقف جمهور المتعاملين على حقيقة أغراضها ويحيط بعمل ذلك على تضيق الخناق على الشركات الوهمية Bubble companies. فهناك حاجة ملحة إلى مثل التشريعات المنظمة والإجراءات الحاسمة التي تحول دون تكوين الشركات الوهمية. بالإضافة إلى ضرورة إخضاع تداول الأسهم للشركات الجديدة لصورة من صور الرقابة (القيود بالجدول المؤقت للأسعار) إلى حين قيدها بالجدول الرسمي للأسعار. كما يتعين الرقابة على السوق الثانوى من خلال نشر وإشهار البيانات المالية للشركات المقيدة بالجدول الرسمي.

كذلك يتعين من الحكومة تطوير التشريعات والقوانين التي تحكم سوق الأوراق المالية لتواكب التطور الذي يحدث في نمو السوق. والتنسيق بين سوق المال وسوق الأوراق المالية، وتحديد العلاقات بين الأجهزة المختلفة في سوق المال بهدف توحيد أسس التعامل بينها من النواحي القانونية والتنظيمية والضرائبية وسعر الفائدة مما يؤدي إلى فعالية سوق الأوراق المالية.

اختبار سببية جرانجر بين أداء البورصة والمتغيرات الاقتصادية:

تناول عديد من الدراسات نماذج لتحليل السببية بين المتغيرات ذات الشكل الثنائي. ويظهر نموذج (Asseery and Perdakis, 1991) العلاقة بين متغيرين بشكل يسمح بتوافق خاصية تكامل المتغيرات المشترك، وتحليل علاقة قرانجر السببية باستخدام المتغيرات التي تتصف بجذر الوحدة. ويأخذ النموذج الشكل التالي:

$$Y_t = a + \sum_{i=1}^k B_i X_{t-i} + \sum_{i=1}^q \lambda_i \gamma_{t-i} + \varepsilon_t \quad (7)$$

$$X_t = \theta + \sum_{i=1}^k \lambda_i \gamma_{t-i} + \sum_{i=1}^q \phi_i X_{t-i} + \varepsilon_t \quad (8)$$

حيث ε_t, γ_t تتصفان بأن وسطهما الحسابي يساوي صفراً، وأنهما ذات تباين ثابت، وإنهما يتصفان بانعدام الارتباط المسلسلي الذاتي.

ولاكتشاف اتجاه العلاقة السببية بين أداء بورصة الأوراق المالية والمتغيرات الاقتصادية لأغراض الدراسة من خلال المعادلتين (7) و (8) يتم تحديد ما إذا كانت العلاقة السببية تتجه من المتغير (X) إلى المتغير (Y) من خلال المعادلة (7). في حين تستخدم المعادلة (8) في تحديد ما إذا كانت العلاقة السببية تتجه من المتغير (Y) إلى المتغير (X). ويتم رفض فرضية العدم القائلة بأن مجموع العامل المقدر B_t تساوي صفر (حيث $t=1,2,\dots,k$) إذا اتضح أن المتغير (X) يكون مسبباً للمتغير Y. وإذا كان المتغير (Y) يسبب التغير في (X)، فإنه يتم

رفض فرضية العدم القائلة بأن مجموع المعامل المقدرة λ_i يساوي صفر (حيث $i = 1, 2, \dots, q$).

إن قضية السببية بين أداء سوق رأس المال والنمو الاقتصادي مازالت محل جدل من الناحية النظرية. فهناك فريق يرى أن هناك مبالغة في العلاقة بين الأداء المالي والتنمية الاقتصادية. وأن أسعار الأوراق المالية لا ترتبط بالمتغيرات الاقتصادية ويشكك بعضهم في أهمية الدور الذي تلعبه أسواق الأوراق المالية في دفع عجلة النمو الاقتصادي. في حين يرى فريق آخر أن أسواق الأوراق المالية تقدم خدمات من شأنها دفع عجلة التنمية. وعلى المستوى التجريبي تتماثل دراسة Odedokun, (1996) المسحية- للبحث في العلاقة السببية بين أداء بورصة الأوراق المالية والمتغيرات الاقتصادية - في نتائجها مع دراسة (Patrick) عام 1966 حيث خلص Odedokun إلى نفس النتيجة، ومؤداها أن السببية تتحرك من الأداء المالي إلى الأداء الاقتصادي.

كما خلصت دراسة Luintel and Khan إلى أن هناك علاقة سببية في اتجاهين بين الأداء المالي والأداء الاقتصادي في عدد (10) دول تم دراستها. وتتفق النتائج مع دراسة قام بها (Jung, 1986) لإختبار سببية جرانجر على مجموعة من الدول المتقدمة والنامية حيث تمثل الدول المتقدمة (19) دولة في حين بلغ عدد الدول النامية محل الدراسة (37) دولة. وكانت أكثر النتائج تدعم وجود علاقة تبادلية بين الأداء المالي والأداء الاقتصادي بغض النظر عن مرحلة التنمية. وعلى العكس من ذلك خلصت دراسة (Goldsmilh, 1989) إلى أن اتجاه السببية كان من الأداء الاقتصادي إلى الأداء المالي بغض النظر عن مرحلة التنمية (Luintel and Khan, 1999).

ولقد اختبر (Choe and Maos, 1999) العلاقة السببية بين الأنظمة المالية والنمو الاقتصادي مع التطبيق على كوريا خلال الفترة (1970-1992). مع التمييز بين أداء كل من مؤسسات الوساطة المالية (النوك وشركات التأمين والصرافة) وأداء بورصة الأوراق المالية، وخلصت الدراسة إلى أن الأداء المالي يقود بصفة عارضة الأداء الاقتصادي، وأن مؤسسات الوساطة المالية أكثر أهمية من بورصات الأوراق المالية في تلك العلاقة.

وعلى الرغم مما تنادي به بعض الدراسات الاقتصادية من أن العلاقة بين الأداء المالي والأداء الاقتصادي تسير في الاتجاهين إلا أن نتائج معظم الدراسات تؤيد اتجاه العلاقة السببية من الأداء المالي إلى الأداء الاقتصادي.

وبالاعتماد على اختبار سببية جرانجر كما تناولها (Prodahan & Jelic, 2001) في تحليل اتجاه العلاقة السببية بين كل من أداء بورصة الأوراق المالية المصرية والمتغيرات الاقتصادية محل الدراسة الاسمية والحقيقية، تظهر نتائج الاختبار في الجدول (7).

الجدول (٧)

اختبار سببية جرانجر بين أداء بورصة الأوراق المالية والمتغيرات الاقتصادية

	$F_{Statistic}$	Probability	χ^2	Probability
Inflation Granger Cause Market Indices Performance	0.640974	0.589201	1.922922	0.588558
Market Indices Performance Granger Cause Inflation	4.577134	0.003775	13.7314	0.003295
Nominal Exchange Rate Granger Cause Market Indices Performance	0.807577	0.490508	2.422732	0.489417
Market Indices Performance Granger Cause Nominal Exchange Rate	3.242665	0.022441	9.727996	0.021026
Nominal Interest Rate Granger Cause Market Indices Performance	0.700796	0.552232	2.102387	0.55143
Market Indices Performance Granger Cause Nominal Interest Rate	1.762201	0.154504	5.286602	0.151974
Government Borrowing Granger Cause Market Indices Performance	4.216654	0.006127	12.64996	0.005458
Market Indices Performance Granger Cause Government Borrowing	7.298109	0.000099	21.89433	0.000069
GDP Granger Cause Market Indices Performance	0.322944	0.808781	0.968832	0.808793
Market Indices Performance Granger Cause GDP	6.14789	0.000458	18.44367	0.000356
Real Exchange Rate Granger Cause Market Indices Performance	0.638659	0.590667	1.915978	0.590028
Market Indices Performance Granger Cause Real Exchange Rate	12.42563	0	37.27688	0
Real Interest Rate Granger Cause Market Indices Performance	1.603521	0.18869	4.810563	0.186206
Market Indices Performance Granger Cause Real Interest Rate	4.787505	0.002848	14.36251	0.002451

ويتضح من متابعة النتائج بالجدول وجود علاقة سببية تنبئ من أداء بورصة الأوراق المالية (مقاساً بمؤشرات السوق المجمع) إلى كل من التضخم وسعر الصرف الاسمي والنتج المحلي الإجمالي وسعر الفائدة الحقيقي)، في حين تظهر نتائج الاختبار وجود علاقة سببية في اتجاهين **afeed bak effeect** بين أداء بورصة الأوراق المالية والاقتراض الحكومي. فمن ناحية يؤثر أداء بورصة الأوراق المالية في الاقتراض الحكومي، ومن ناحية أخرى يؤثر الاقتراض الحكومي في أداء بورصة الأوراق المالية، وهو ما يعني أنه يتعين على السلطات المالية عند قيامها برسم سياسة الدين العام أن تنظر إلى كل من الدين العام وأداء البورصة عند اتخاذ القرارات المتصلة بأى منها.

تطورت الأسواق المالية الناشئة Emerging market تطورا كبيرا خلال العقدتين السابقتين، وتأثرت بالسياسات الاقتصادية والمتغيرات الاقتصادية المحيطة بها. ومن أهم السياسات التي تؤثر في سوق الأوراق المالية السياسة النقدية والسياسات المالية. ويعتبر إدارة الدين العام بصفة أساسية أداة مهمة في التأثير في سوق الأوراق المالية. كما يؤثر البنك المركزي بحملياته التي يزاولها من شراء وبيع الأوراق المالية وتأثيره في سعر الفائدة على سوق الأوراق المالية. كذلك تتأثر بورصة الأوراق المالية بعوامل اقتصادية أخرى عديدة منتشرة في الاقتصاد القومي مثل أسعار الفائدة المستقبلية، ومعدلات التضخم الحالية والمتوقعة، وليس من اليسير الوقوف على هذه العوامل إلا بتحليل الوضع الاقتصادي العام ولذلك هدفت الدراسة إلى اختبار العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية وأداء بورصة الأوراق المالية المصرية والتعرف على طبيعة واتجاه العلاقة السببية بين تلك المتغيرات وأداء البورصة. خاصة مع ندرة البحوث الاقتصادية - مقارنة بالبحوث التمويلية.

ولتحقيق هدف الدراسة تم صياغة العلاقات محل الدراسة في نموذج قياسي لتحليل العلاقة بين المتغيرات المستقلة (المتغيرات الاقتصادية) والمتغير التابع (أداء بورصة الأوراق المالية) وتقدير النموذج. كما تم دراسة طبيعة واتجاه العلاقة السببية بين متغيرات الدراسة وأداء بورصة الأوراق المالية باستخدام اختبار السببية لجرانجر. واعتمد البحث في تحديد المتغيرات المستقلة وتصميم النموذج على النظرية الاقتصادية والدراسات السابقة. كما اعتمد على البيانات من مصادرها الرسمية.

واحتوى البحث على أربعة أجزاء رئيسية هي المقدمة وإطار نظري- تضمن التعرف على بعض جوانب أسواق الأوراق المالية الناشئة وبورصة الأوراق المالية المصرية باعتبارها سوقا ناشئة- والدراسات السابقة المهمة بتحديد المتغيرات الاقتصادية التي تؤثر في أداء البورصة وإطار تحليلي للدراسة وفيه تم صياغة النموذج ووضع الفروض وتقديره وتحليل نتائج التقدير. وأخيرا الخاتمة وتشمل خلاصة الدراسة وأبرز النتائج والمراجع.

وقد اتضح من الدراسات السابقة:

- عدم الاتفاق بين الدراسات السابقة على المتغيرات الاقتصادية التي يتعين استخدامها للتنبؤ بأداء بورصة الأوراق المالية ولكن هناك بعض المتغيرات المشتركة في تلك الدراسات مثل معدل التضخم والنتائج المحلى الإجمالى ومعدل الفائدة. وسعر الصرف والاقتراض المحلى الحكومى.
- وجود علاقة طردية معنوية بين النتائج المحلى وأداء سوق الأوراق المالية.
- ارتفاع معدل سعر الصرف (انخفاض قيمة العملة المحلية) يؤدي إلى زيادة المخاطر التي يتعرض لها المستثمر. ويتحرك المستثمر في اتجاه الخروج من السوق.
- سحب الحكومة لجزء من المدخرات المتاحة في المجتمع يقلل من فرصة توجه مقدار أكبر من تلك المدخرات إلى التعامل في سوق الأسهم مما يؤثر سلباً (بالانخفاض) في أداء سوق الأوراق المالية.

• وجود علاقة عكسية بين كل من معدل الفائدة ومعدل التضخم و سعر الصرف والاقتراض المحلي الحكومي وأداء سوق الأوراق المالية .

كما اتضح من دراسة الجوانب النظرية :

إن العوامل السياسية تلعب دوراً كبيراً في التأثير في أداء بورصات الأوراق المالية، وذلك في كل من الأسواق المالية المتقدمة والناشئة .

وتمارس السياسات النقدية والمالية دوراً مهماً في تنشيط بورصة الأوراق المالية . كما تؤثر درجة النمو الاقتصادي والتقلبات في كل من معدل سعر الصرف و سعر الفائدة في أدائها . بالإضافة إلى ذلك تؤثر معدلات التضخم الفعلية والمتوقعة ومدى التجاء الدولة إلى الاقتراض المحلي في قرارات المستثمرين المتعلقة بالاستثمار في الأوراق المالية .

تؤدي عدم الشفافية وقلة المعلومات المتاحة أمام المستثمر - نتيجة الأداء السيء للشركات وللبنوك - إلى اهتزاز أداء البورصات . كما تتأثر أداء بورصات الأوراق المالية بظاهرة الاندماجات .

بالرغم من تطور سوق الأوراق المالية المصري ما تزال سوق الأوراق المالية المصرية تعاني - فضلاً عن ضعف تنظيمها الإداري والتشريعي - من قصوراً في الأنشطة المالية الحديثة المرتبطة بها ومعاناتها من مشاكل تؤثر على فاعليتها وتحد من نشاطها وانطلاقها ومن أبرزها ضعف الوعي الاستثماري العام لدى أفراد المجتمع المصري بطبيعة هذا المجال وضيق حجم سوق رأس المال وقلة المؤسسات المالية الوسيطة كالشركات المتخصصة وضعف السيولة التي تعانيها السوق المالية المصرية وضعف مستوي الشفافية والإفصاح بسوق الأوراق المالية . كما اتسم دور بورصة الأوراق المالية في مصر في مجال توجيه وتخصيص الاستثمارات بالعشوائية .

ولتحليل العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية وأداء بورصة الأوراق المالية المصرية تم صياغة نموذجين وتكرارهما باستخدام الصدمة shock ؛ بحيث يعبر عن المتغير التابع (أداء سوق الأوراق المالية) في كل نموذج بمؤشرات السوق المجمعة Pooled Market indices . وبما أن مجموعة المتغيرات المستقلة للنموذج الأول من القيم الاسمية لها . في حين تتكون مجموعة المتغيرات المستقلة في النموذج الثاني من القيم الحقيقية لسعر الصرف ، ومعدل الفائدة . والهدف هو الرغبة في اكتشاف مدى وعي المستثمرين وأخذهم في الاعتبار القيمة الحقيقية للعملة والقيمة الحقيقية للعائد . كما يتم تحليل سعر الفائدة وتحليل الأثر المنفرد للتضخم على أداء سوق الأوراق المالية للكشف عن مدى وعي المستثمر بالتغيرات في مستوى الأسعار . وقد اتضح :

وعلى الرغم من أن تلك المتغيرات المستخدمة في النموذج تم استخدامها في عديد من الدراسات السابقة لقياس الأداء في سوق الأوراق المالية فإنه في حالة التطبيق على مصر اتضح من نتائج التقدير فشل تلك المتغيرات في تفسير محددات أداء بورصة الأوراق المالية في مصر . حتى في ظل استخدام الصدمة لجميع المتغيرات أو استبعاد جميع المتغيرات التي تحمل ارتباطاً ذاتياً وأيضاً استبعاد الناتج المحلي الإجمالي . فقد فشلت جميع النماذج في تفسير أداء بورصة الأوراق المالية المصرية .

فعلى سبيل المثال جاء ارتباط أداء السوق مع معدل التضخم غير واضح ولا يتسق مع النظرية الاقتصادية التي تشير إلى وجود علاقة سالبة بين التضخم وأداء سوق الأوراق المالية. وهو ما يشير إلى أن المستثمر المصري ربما لا يأخذ في الاعتبار معدل التضخم عند حساب القيمة الحقيقية للاستثمار. ويعكس هذا نتيجة مهمة مؤداها أن بورصة الأوراق المالية المصرية - باعتبارها سوقاً ناشئاً بدأ نشاطه الرسمي عام (١٩٩٤) - تميزت بعشوائية القرارات التي يتخذها المستثمرين عند قيامهم بالاستثمار في الأوراق المالية، والتي ربما يرجع بعضها إلى قلة خبرة المستثمرين في مجال بورصة الأوراق المالية وعدم إدراكهم للعوامل الأخرى، وبعضها الآخر إلى عدم شفافية المعلومات وقلة المتاح منها أمام المستثمرين، ويؤدي ذلك إلى اختلاف تقدير المتعاملين في السوق، مضاربين ومستثمرين، فيما بينهم للموقف المنتظر في المستقبل تبعاً لتقدير كل منهما لقوة العوامل الاقتصادية في تأثيرها المحتمل على الأسعار بالسوق. كذلك قد يرجع السبب إلى وجود ما يسمى بالمضارب الهاوى وهو شخص يقوم باستثمار ماله من مال مدخر بجانب عمله الأصلي ويسعى للحصول على عائد يريده من عملياته بالسوق. وغالباً ما يفتقد الخبرة عند التعامل مع متغيرات السوق.

هذا بالإضافة إلى تأثير عدم صدق الإفصاح المالي في بعض الشركات التي تتداول أسهمها في البورصة على قرارات الاستثمار في البورصة وعدم توافر الشفافية والحيادية في سوق الأوراق المالية والذي يظهر أهمية الحاجة إلى الإفصاح المالي والإسراع في وضع معايير قومية عامة لتحليل المعلومات والبيانات الخاصة بالشركات. وإشك أن التدقيق في مجال المحاسبة والمراجعة ووجود كيان محدد للتأكد من صحة البيانات والمعلومات المقدمة إلى البورصة للقيدها يعد أمراً ضرورياً يتفق ومقتضيات المصارحة والشفافية في المعلومات بما يقدم للصورة الحقيقية. وإلزام جميع الشركات بتطبيق معايير المحاسبة الدولية في عرض قوائمها المالية. وربما تفصح النتائج السابقة عن ضرورة إكتساب الخبرة والتعلم بالممارسة سواء من جانب المستثمرين أو من جانب السلطات المختصة بتنظيم أسواق الأوراق المالية.

كذلك يتعين أن تقوم السلطات بالرقابة على السوق الأولى والسوق الثانوى بسوق الأوراق المالية. وتتطلب الرقابة على السوق الأولى إلزام كل شركة جديدة تطرح أسهمها للاكتتاب العام بإصدار ما يوضح أهدافها وبرنامجهما حتى يقف جمهور المتعاملين على حقيقة أغراضها ويحيث يعمل ذلك على تضيق للخلق على الشركات الوهمية. ويحول دون تكوينها بالإضافة إلى ضرورة إخضاع تداول الأسهم للشركات الجديدة لصورة من صور الرقابة (القيده بالجدول المؤقت للأسعار) إلى حين قيدها بالجدول الرسمي للأسعار. كما يتعين الرقابة على السوق الثانوى من خلال نشر وإشهار للبيانات المالية للشركات المقيدة بالجدول الرسمي.

كذلك يتعين من الحكومة تطوير التشريعات والقوانين التي تحكم سوق الأوراق المالية لتواكب التطور الذي يحدث في نمو السوق. والتنسيق بين سوق المال وسوق الأوراق المالية، وتحديد العلاقات بين الأجهزة المختلفة في سوق المال بهدف توحيد أسس التعامل بينها من النواحي القانونية والتنظيمية والضرائبية وسعر الفائدة مما يؤدي إلى فعالية سوق الأوراق المالية. كذلك يتعين على السلطات المالية عند قيامها برسم سياسة الدين العام أن تنظر إلى كل من سياسة الدين العام وأداء البورصة عند اتخاذ القرارات المتصلة بأى منها. فلقد اتضح من اختيار سببية جرانجر بين متغيرات الدراسة وجود علاقة سببية تنج من أداء بورصة الأوراق المالية (مقاساً بمؤشرات السوق المجمع) إلى كل من التضخم وسعر الصرف الاسمي و للنتائج المحلى الإجمالى وسعر الفائدة الحقيقي، في حين تظهر نتائج الاختبار وجود علاقة سببية في اتجاهين بين أداء بورصة الأوراق المالية والاقتراض الحكومى. فمن ناحية يؤثر أداء بورصة الأوراق المالية على الاقتراض الحكومى، ومن ناحية أخرى يؤثر الاقتراض للحكومى في أداء بورصة الأوراق المالية.

تحليل أثر المتغيرات الاقتصادية على أداء سوق الأوراق المالية الناشئة (بورصة الأوراق المالية المصرية)

تهدف الدراسة إلى اختبار العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية وأداء بورصة الأوراق المالية المصرية والتعرف على طبيعة واتجاه العلاقة السببية بين تلك المتغيرات وأداء البورصة وتحليل العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية وأداء بورصة الأوراق المالية المصرية تم صياغة نموذجين وتكرارهما باستخدام الصدمة shock ؛ بحيث يعبر عن المتغير التابع (أداء سوق الأوراق المالية) في كل نموذج بمؤشرات السوق المجموعة Pooled Market indices وبصحة تتكون مجموعة المتغيرات المستقلة للنموذج الأول من القيم الاسمية لها. في حين تتكون مجموعة المتغيرات المستقلة في النموذج الثاني من القيم الحقيقية لسعر الصرف ، ومعدل الفائدة . والهدف هو الرغبة في اكتشاف مدى وعي المستثمرين وأخذهم في الاعتبار القيمة الحقيقية للعملة والقيمة الحقيقية للعائد . كما يتم تحليل سعر الفائدة وتحليل الأثر المنفرد للتضخم على أداء سوق الأوراق المالية للكشف عن مدى وعي المستثمر بالتغيرات في مستوى الأسعار وقد أتضح:

بالرغم من أن تلك المتغيرات المستخدمة في النموذج تم استخدامها في عديد من الدراسات السابقة لقياس الأداء في سوق الأوراق المالية إلا أنه في حالة التطبيق على مصر إتضح من نتائج التقدير فشل تلك المتغيرات في تفسير محددات أداء بورصة الأوراق المالية في مصر . حتى في ظل استخدام الصدمة لكافة المتغيرات أو استبعاد كافة المتغيرات التي تحمل ارتباط ذاتي وأيضا استبعاد الناتج المحلي الإجمالي. فقد فشلت كافة النماذج في تفسير أداء بورصة الأوراق المالية المصرية.

كما أتضح من اختبار سببية جرانجر بين متغيرات الدراسة وجود علاقة سببية تتجه من أداء بورصة الأوراق المالية (مقاساً بمؤشرات السوق المجموعة) إلى كل من التضخم وسعر الصرف الأسمي و الناتج المحلي الإجمالي وسعر الفائدة الحقيقي) ، في حين تظهر نتائج الاختبار وجود علاقة سببية في إتجاهين بين أداء بورصة الأوراق المالية والاقتراض الحكومي. فمن ناحية يؤثر أداء بورصة الأوراق المالية على الاقتراض الحكومي عمن ناحية أخرى يؤثر الاقتراض الحكومي على أداء بورصة الأوراق المالية .