

دور الاستثمار الأجنبي غير المباشر في تنشيط البورصة المصرية

علا عادل علي عبد العال

قائمة عمل وكيل كلية التجارة لشؤون تعليم
وطلاب جامعة دمياط.

مقدمة

تعتبر سوق الأوراق المالية إحدى أهم الأسواق الفرعية لسوق المال وتتميز بكونها استثماراً طويلاً الأجل إذا ما قورنت بالسوق النقدية وتمثل الوظيفة الرئيسية لها في تجميع مدخرات المجتمع وتوجيهها إلى شراء أوراق مالية. وفي هذه السوق تتحول المدخرات إلى رؤوس أموال وقروض لمؤسسات تمارس أنشطة متنوعة بالمجتمع بما يعمل على زيادة الاستثمار الحقيقي ومن ثم على زيادة معدلات التشغيل والنمو في الاقتصاد القومي.

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

أهمية الدراسة

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

مشكلة الدراسة: على الرغم من انتهاج سياسات اقتصادية وقانونية من شأنها زيادة تدفقات الاستثمار الأجنبي غير المباشر إلى الدول النامية، إلا أنه ما زالت هنالك مخاطر ومعوقات يتعرض لها الاستثمار الأجنبي غير المباشر ومن ثم الحد من كمية رؤوس الأموال الأجنبية التي تستفيد منها هذه الدول. لذا فإن الدراسة تصدى لدور الاستثمار الأجنبي غير المباشر في تنشيط البورصة المصرية.

هدف الدراسة: تهدف الدراسة إلى الإجابة عن ماهية المزايا التي يوفرها الاستثمار الأجنبي غير المباشر في الدول التي تبحث عنه، ومدى مساهمة الاستثمار الأجنبي غير المباشر في نمو وتنشيط سوق الأوراق المالية في مصر.

خطة الدراسة: تحقيقاً للأهداف المنشودة من الدراسة ورداً على الأسئلة المطروحة يكون من المناسب تقسيم الدراسة إلى عدد من النقاط الرئيسية. نتناول من خلال:

النقطة الأولى مفهوم سوق الأوراق المالية ومكوناتها، ومزايا الاستثمار في بورصة الأوراق المالية.

النقطة الثانية استعراض الاستثمار الأجنبي غير المباشر في سوق الأوراق المالية وتناول أشكاله ومحدداته في الدول الناشئة والمخاطر المرتبطة بهذه الاستثمارات في المحفظة.

النقطة الثالثة دراسة أثر الاستثمار الأجنبي غير المباشر على تنشيط سوق الأوراق المالية المصرية من خلال تحليل صافي حركة تعاملات المستثمرين الأجانب في البورصة المصرية خلال الفترة ١٩٩٦ - ٢٠١٠، وانعكاسات الأزمة المالية العالمية على البورصة المصرية. وفي النهاية نستعرض النتائج والتوصيات، والجدول.

أولاً: مفهوم سوق الأوراق المالية ومكوناتها

إن توفير رؤوس الأموال اللازمة لتمويل وتنفيذ البرامج الاستثمارية يعد أحد أهم معوقات عمليات التنمية الاقتصادية في الدول النامية، وتعد سوق الأوراق المالية إحدى أهم آليات توفير هذه الأموال، فهي تمثل حلقة الوصل بين قطاعات الفائض وقطاعات العجز والتي تفتقر إلى السيولة لتمويل الاستثمار.

وعلى الرغم من أن سوق الأوراق المالية حديثة العهد بالنسبة إلى الأسواق الأخرى، إلا أنها تطورت في الآونة الأخيرة تطوراً كبيراً، سواء من حيث التنظيم أو الإمكانيات والتسهيلات المتاحة للعاملين فيها، لدرجة جعلتها تحظى باهتمام بالغ في الدول المتقدمة والنامية على حدٍ سواء، وذلك لضخامة الاستثمارات المالية التي تتعامل فيها. وتعتبر سوق الأوراق المالية أحد عناصر السوق المالية في أي دولة والعمود الفقري لسوق رأس المال.

وينصرف القطاع المالي عادة إلى الوحدات التي تؤدي دور الوساطة المالية بين مدخري الأموال ومستثمريها بما يؤثر في النشاط الحقيقي في الاقتصاد^(١).

وكما يتضح من الشكل الرقم (١) هيكل السوق المالية والذي ينقسم إلى:

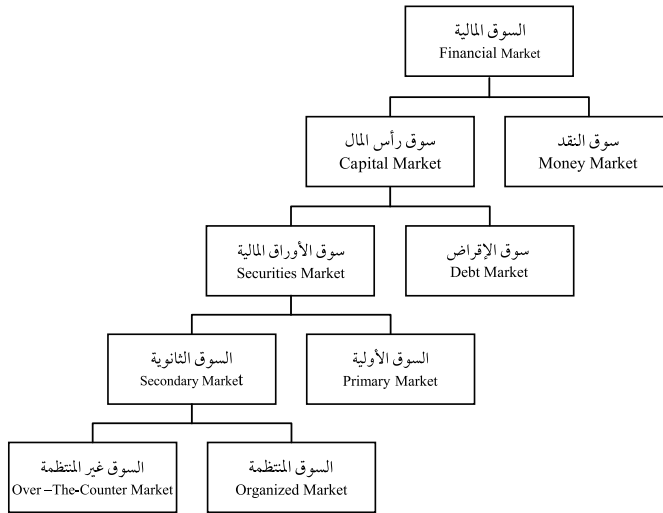
سوق النقد: التي تتعامل مع القروض القصيرة الأجل، ومن أبرزها أدونات الخزنة وشهادات الإيداع المصرفية القابلة للتداول.

(١) Key Finding, «Competition and Financial Markets,» Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD), p. 7, <<http://www.oecd.org/daf/competition/43067294.pdf>>.

سوق رأس المال: وهي تتعامل في القروض المتوسطة والطويلة الأجل، ومن أمثلتها الأسهم والسندات الحكومية التي تصدرها الخزانة العامة للدولة. ومن هنا فهي لا تخرج عن كونها إطاراً مؤسسياً تلتقي عبر قنواته قطاعات الفئات الرأسمالي بقطاعات العجز الرأسمالي^(٢). هذه السوق تنقسم بدورها إلى قسمين رئيسيين. الأول: مؤسسات تعمل في الأموال والقروض الطويلة والمتوسطة الأجل مثل بنوك التنمية الصناعية والبنوك العقارية والثاني هو سوق الأوراق المالية والتي تعد إحدى أهم الأسواق الفرعية لسوق المال ويتم الاستثمار فيها من خلال شراء الأوراق المالية (أسهم وسندات...) وهي محل دراستنا في هذا البحث. وتنقسم هذه السوق من حيث الوظيفة إلى سوقين رئيسيين هما: سوق الإصدار (السوق الأولية) وسوق التداول (السوق الثانوية).

الشكل الرقم (١)

هيكل السوق المالية



ويتم في نطاق السوق الأولية^(٣) معاملات الأوراق المالية ل:

- الشركات تحت التأسيس والتي تطرح أسهمها للاكتتاب العام لأول مرة.
- زيادة رأسمال شركات قائمة بالفعل من شركات الاكتتاب العام بعد التأسيس.
- إصدار سندات عند الحاجة إلى قروض طويلة الأجل بغرض زيادة الموارد المالية للوفاء بحاجات استثمارية مطلوبة وهو ما يمثل بديلاً للاقتراض من الجهاز المصرفي أو مكماً له.

Frank J. Fabozzi and Franco Modigliani, *Capital Markets: Institutions and Instruments*, 3rd ed. (New York: Prentice Hall, 1998), p. 10. (٢)

Miles Livingston, *Bonds and Bond Derivatives* (New York: Wiley Blackwell, 1998), p. 30. (٣)

- زيادة رأسمال شركات قائمة بالفعل من شركات الاكتتاب المغلق وفي هذه الحالة يقتصر الاكتتاب على المؤسسين والمساهمين الحاليين للشركة.

ويتم في نطاق السوق الثانوية معاملات الأوراق المالية بعد إصدارها، أي بعد توزيعها بواسطة إحدى المؤسسات المالية المتخصصة، وفيها يتم تداول الأوراق المالية التي تطرح للاكتتاب للجمهور من خلال سوق الإصدار حيث يلتقي الطلب والعرض، ويكون بيع الأوراق المالية المطروحة للتداول بهدف الحصول على السيولة. ويطلق على هذه السوق اسم البورصة^(٤). وعلى الشركات المدرجة في هذه السوق أن تلتزم بشروط عديدة تتعلق بدرجة ونوعية الإفصاح المالي عن أداء هذه الشركات.

وقد تتخذ السوق الثانوية شكلين هما^(٥):

- السوق المنظمة (الرسمية): وهي السوق التي يجري فيها التعامل بالبيع والشراء للأوراق المالية المقيدة بالبورصة خلال جلسات التنفيذ حيث تتميز بوجود مكان محدد يلتقي فيه المتعاملون بالبيع والشراء (البورصة).

- السوق غير المنظمة (الموازية): وهي السوق التي تختص بتداول الأوراق المالية سواء المسجلة أو غير المسجلة بالبورصة ويتم التعامل فيها من خلال التفاوض ومن دون الخضوع لقواعد أو إجراءات يجري فيها التعامل خارج قاعات البورصة.

وتستطيع الحكومة من خلال سوق التداول تحقيق أهداف اقتصادية من أهمها:

- تعبئة المدخرات اللازمة لتمويل عمليات التنمية الاقتصادية بطريقة غير تضخمية. حيث يمكنها طرح سندات خزينة لتصحيح في متناول أفراد المجتمع وليس البنوك فقط.

- زيادة فاعلية السياسة النقدية حيث تمكن سوق التداول البنك المركزي من استخدام سياسة السوق المفتوحة بفاعلية.

- منح البنوك فرصة لتوظيف فائض سيولتها لآجال قصيرة من خلال تداول سندات الخزينة حيث تطمئن بذلك البنوك لسهولة استعادة ما تحتاج إليه من سيولة سريعة.

وتعرف سوق الأوراق المالية بأنها «سوق مالية يتم فيها تبادل الأوراق المالية من أسهم وسندات بهدف الاستثمار غير المباشر سواء من جهة المستثمرين المحليين أو الأجانب، ويلتزم المتعاملون في البورصة بمراعاة القوانين واللوائح التي تنظم التعامل فيها، وتقوم على إدارة البورصة هيئة تتولى الإشراف على تنفيذ هذه القوانين»^(٦).

(٤) Thomas H. McInish, *Capital Market: A Global Perspectives* (New York: Wiley Blackwell, 2000), p. 37.

(٥) Steven Shapiro and Timothy Deschriver, *Sport Finance* (New York: Amazon.com, 2003), p. 152.

(٦) «بورصة الأوراق المالية وأهميتها في خدمة الشركات المساهمة»، سلسلة بحوث الغرفة التجارية الصناعية (الرياض)،

كما يمكن اعتبارها «محفلاً اقتصادياً انتخابياً يتم من خلاله معرفة القوة الاقتصادية بالنسبة للأطراف المتعاملة في السوق مما يؤدي إلى التخصيص الكفء لرأس المال في الاقتصاد القومي وتحسين كفاءة الموارد الاقتصادية»^(٧).

ولا بد أن نشير إلى أن سوق الأوراق المالية في كثير من الدول النامية شهدت تطورات سريعة تمثلت بتحرير أسواقها من القيود والسعي لاستيعاب مستجدات من الأدوات والمؤسسات المالية، والعمل بالتالي على زيادة جاذبية أسواقها للاستثمارات المحلية والأجنبية، وكذا قدرتها التنافسية في مجال تقديم الخدمات المالية وذلك ضمن برنامج الإصلاح الاقتصادي والتكيف الهيكلي في ظل نظام الاقتصاد الحر الذي تبنته معظم الدول النامية منذ منتصف السبعينات. ورغم هذا التطور إلا أن جميع الدول لم تتساو في هذا التطور، فظهر في أدبيات الاستثمار العالمي أواخر القرن العشرين ما يعرف بـ «الأسواق الناشئة» وذلك للإشارة إلى أسواق الأوراق المالية في الدول النامية التي قطعت شوطاً لا بأس به من التقدم الاقتصادي ولتمييزها عن تلك الأسواق في كل من اقتصادات الدول المتقدمة والنامية. وبالتالي يمكن أن نطلق على سوق الأوراق المالية في أي دولة سوقاً ناشئة (صاعدة) إذا انطبقت عليها سمتان أساسيتان هما:

(أ) وجود هذه السوق في اقتصاد نامٍ لا يزال يواجه مشكلات أساسية على المستوى السياسي والاقتصادي والاجتماعي.

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

وتتمثل سوق الأوراق المالية الناشئة حالياً بالاقتصادات الآسيوية الآخذة في النمو والمعتمدة على الصادرات، والأسواق حديثة العهد بالخصخصة في أمريكا اللاتينية، وكذلك تلك الموجودة بالدول الحديثة العهد بالنظام الرأسمالي في أوروبا الشرقية، فضلاً عن بعض الدول الأفريقية. وقد بلغ عدد أسواق الأوراق المالية الناشئة المدرجة في مؤشر مؤسسة التمويل الدولية نحو ٣٢ سوقاً بانتهاء عام ١٩٩٨، منها ١٠ أسواق في دول شرق وجنوب آسيا، و٧ أسواق في أمريكا اللاتينية، و١٥ سوقاً في أفريقيا وأوروبا والشرق الأوسط ومن بينها مصر^(٨).

١ - مزايا الاستثمار في بورصة الأوراق المالية

يتم من خلال البورصة:

- الانتقال اللحظي لملكية الأوراق المالية المتداولة بما يضمن سلامة المعاملات وزيادة كفاءتها.

(٧) نبيل خليل طه سمور، «سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق: دراسة حالة سوق الأوراق المالية الإسلامي في ماليزيا»، (رسالة ماجستير، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، غزة، ٢٠٠٧)، ص ٢٠.

(٨) Mark Mobius, *Mobius on Emerging Markets* (London: Pitman Publishing, 1996).

(٨)

- حماية حقوق المستثمرين من خلال ما أدخلته قوانين الاستثمار من وسائل لحماية المستثمر وتحقيق الأمان في السوق، ومن بين هذه الوسائل إنشاء صندوق ضمان للتسويات والتأمين ضد المخاطر.

- تنظيم سوق الإصدار وتسهيل إجراءات تأسيس الشركات.

- تنظيم تداول الأوراق المالية في السوق الثانوية، مع تطوير البنية الأساسية للبورصة بتأسيس نظام فعال للتداول الآلي للأوراق المالية.

- إتاحة تنوع المحافظ الكبرى للدول والمؤسسات المالية الضخمة وكبار المتعاملين.

- التخصيص الكفء لرأس المال وتحسين كفاءة الموارد المستثمرة على أفضل المشروعات أداءً، لكون سوق الأوراق المالية محفلاً اقتصادياً انتخابياً تتم من خلاله معرفة القوة الاقتصادية بالنسبة إلى الأطراف المتعاملة في السوق^(٩).

٢- العوامل المؤثرة في سوق الأوراق المالية

أ- التضخم

يعتبر التضخم العدو الأول لرأس المال لما يمثله من انخفاض في كل من قيمته والقوة الشرائية للمدخرات فتكون نتيجة ذلك سرعة التخلص من تلك الأصول التي فقدت قيمتها وإحلال الأصول العينية محلها^(١٠).

ب- المضاربة

وهي تتم بقصد الاستفادة من تقلبات أسعار الأوراق المالية، حيث تتم بناءً على تقديرات المضاربين. غير أنه لا يمكن اعتبار جميع المضاربات ذات تأثير سلبي في أسواق الأوراق المالية؛ إذ إنها تساعد، إذا ما بنيت على الحقائق الاقتصادية، على ازدهار البورصة وتنشيطها. أما في الحالات التي تتم فيها المضاربة بشكل سريع ومفاجئ فإنها قد تتسبب في انهيار البورصات. ولذلك يتم في الغالب فرض عقوبات شديدة لأي مُضارب يحاول التأثير في أسعار البورصة بأي وسيلة غش^(١١).

Ross Levine, «Development and Economic Growth.» World Bank (Washington), Working Paper, no. 1678 (9) (1996), p. 6.

(١٠) سعيد النجار، «آليات التضخم في مصر: نظرة عامة»، ورقة قُدِّمت إلى: ندوة آليات التضخم في مصر التي عقدها مركز البحوث والدراسات الاقتصادية والمالية، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، جامعة القاهرة بتاريخ ٣ أيار/ مايو ١٩٩٠، ص ١٤.

(١١) انظر: ليل شحاتة [وآخرون]، بورصة الأوراق المالية ومنشآت التأمين (القاهرة: مطابع الطوبجي، ١٩٨٩)، ص ٥٦، Spyrou Spyros and Konstantions Kassimatis, «Did Equity Market Volatility Increase Following the Opening of Emerging Markets to Foreign Investors?», *Journal of Economic Development*, vol. 24, no. 1 (June 1999), pp. 39-51.

ج- انتقال العدوى بين البورصات

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

ثانياً: الاستثمار الأجنبي غير المباشر في سوق الأوراق المالية

تعاني معظم الدول النامية من عدد من المشكلات التي تؤثر في خطط التنمية بها؛ وأهم هذه المشكلات عدم توافر رؤوس الأموال، الأمر الذي يستلزم ضرورة توافر برامج ملائمة لتمويل الخطط التنموية في هذه الدول سواء من خلال مصادر محلية أو أجنبية. بتفحص هذه المصادر يظهر لنا عدة حقائق، منها عدم كفاية مصادر التمويل المحلية والنتاج من وجود فجوة في الموارد المحلية بين الاستثمار والادخار وكذلك فجوة في العلاقات الخارجية بين الصادرات والواردات. وكذلك خطورة الاعتماد على مصادر التمويل الخارجية كالاقتراض الخارجي حيث تزداد أعباء المديونية بحيث أصبحت مبالغ خدمة الدين أكبر مما تحصل عليه هذه الدول من قروض جديدة ومعونات اقتصادية وهو ما أسماه بعض الاقتصاديين بالتدفق العكسي للموارد. وقد تُرتب أزمة المديونية الخارجية أبعاداً سياسية وأخرى اقتصادية هامة تتمثل باستنزاف احتياطات الدول المدينة من النقد الأجنبي ومن ثم إضعاف قدرتها على الاستيراد، وانخفاض معدلات الاستثمار ومن ثم معدلات التشغيل والنمو وما تسحب عليه من زيادة معدلات التضخم.

من هنا بات من الواضح ضرورة اللجوء إلى مصدر آخر أكثر أمناً ألا وهو تنمية الاستثمار الأجنبي بشقيه المباشر وغير المباشر. والاستثمار قد يكون حقيقياً أو مالياً، والاستثمار المالي يعبر عن الاستثمارات التي لا يترتب عنها سوى انتقال الملكية للسلع الرأسمالية من طرف لآخر دون إحداث زيادة في الطاقة الإنتاجية للمجتمع، كسواء الأسهم والسندات وغيرها من الأوراق المالية. من ناحية أخرى قد يكون الاستثمار داخلياً أو أجنبياً. فالاستثمار الأجنبي بما هو نوع من أنواع الاستثمار «يعبر عن امتلاك إحدى المؤسسات أو أحد الأفراد في دولة ما لأصول مؤسسات تعمل في دولة أخرى. وينقسم الاستثمار الأجنبي إلى نوعين هما المباشر الذي ينطوي على مشاركة المستثمر الأجنبي في إدارة المشروع مع المستثمر الوطني في حالة الاستثمار المشترك أو سيطرته التامة على الإدارة والتنظيم في حالة ملكيته المطلقة لمشروع الاستثمار، وغير المباشر ويكون مجال الاهتمام في هذا البحث ولذا نتعرض لدراسته في النقاط التالية:

٢- مفهوم الاستثمار الأجنبي غير المباشر

ينطوي مفهوم الاستثمار الأجنبي غير المباشر أو الاستثمار الأجنبي في الأوراق المالية على «تلك الاستثمارات الموجهة لشراء الأوراق المالية والتي تصدرها الهيئات العامة أو الخاصة في الدول النامية،

على ألا يكون للأجانب منها ما يخوّل لهم حق إدارة المشروع أو اتخاذ القرارات أو الرقابة على تلك المشروعات المرتبطة باستثماراتها^(١٢).

من هذا التعريف نتبين أنه لا يخول للأجانب حق إدارة المشروع أو اتخاذ القرارات أو الرقابة، في حين يكون لهم الحق في الحصول على عائد نظير مشاركتهم. وعلى ذلك فهو يختلف عن الاستثمار الأجنبي المباشر في أنه يقتصر الانتقال عادة على عنصر رأس المال فقط كما يعتبر استثماراً قصير الأجل إذا ما قارناه بالاستثمار الأجنبي المباشر.

٣- أشكال الاستثمار الأجنبي غير المباشر في سوق الأوراق المالية

أ- منظور طريقة الحصول على الأصول المالية

وفي هذا المنظور يتخذ الاستثمار الأجنبي غير المباشر الصور التالية^(١٣):

أولاً: شراء أوراق مالية مباشرة من البورصة: ويقصد بذلك النوع التعامل المباشر للأجانب بالشراء والبيع في بورصات الأوراق المالية سواء من السوق الأولية أو الثانوية، بحيث لا تتعدى مساهمة المستثمر في الشركة ١٠ بالمئة لأن تجاوز هذه النسبة يعني تحوله إلى استثمار أجنبي مباشر يتيح للمستثمر الأجنبي فرصة السيطرة على الشركة. وإذا ما نظرنا إلى هذا النوع في الدول الناشئة نجده قد ارتفع من ١, ٣ مليار دولار عام ١٩٩٠ إلى ٣٤ مليار دولار عام ١٩٩٣، ثم انخفض إلى ٢, ١٤ مليار دولار و ٢٣ مليار دولار عامي ١٩٩٤ - ١٩٩٥ على التوالي نتيجة أزمة المكسيك. وكذلك شهد هذا النوع من التدفق انخفاضاً في النصف الثاني من عام ١٩٩٧ بحيث كانت أكثر خمس دول تضرراً بهذه الأزمة هي إندونيسيا، ماليزيا، الفيليبين، كوريا الجنوبية، وتايلاند، حيث سجل تدفق خارجي يقدر بنحو ١٢ مليار دولار، وهو ما يمثل نحو ١٠ بالمئة من الناتج المحلي الإجمالي لهذه الدول مجتمعة^(١٤). وكان ذلك نتيجة لأزمة جنوب شرق آسيا.

ثانياً: صناديق الاستثمار الدولية: وهي تجمع الأموال من المستثمرين لاستثمارها في أسواق عديدة خارج الدولة الأم ومن ثم نجد منها ما هو دولي وما هو إقليمي، ولهذا النوع من الاستثمارات العديد من المزايا سواء للمستثمر الأجنبي أو للشركات المحلية في السوق المحلية للبلد الأم^(١٥).

«External Debt Statistics: Guide for Compilers and Users (Draft)» International Monetary Fund (١٢) (Washington, DC) (March 2000), Appendix III, Glossary of Terms, <<http://stats.oecd.org/glossary/detail.asp?id=2092>>.

«Emerging Markets Factbook» International Finance Corporation (IFC) (Washington), Various Issues (١٣) (1999), pp. 35-36.

(١٤) مصطفى جمال حسن، «محددات تدفق الاستثمارات الأجنبية إلى أسواق رأس المال الناشئة: دراسة تطبيقية على جمهورية مصر العربية»، معهد التخطيط القومي (٢٠٠٤ - ٢٠٠٥)، ص ٦٢.

«Transnational Corporation, Market Structure and Competition World Investment Report» United Nations (١٥) (1997), p. 188.

فهي تتيح للمستثمر فرصة التنوع في أسهم دولية بتكلفة منخفضة، وبالتالي يخفض من درجة المخاطر التي يتعرض لها خصوصاً في ضوء إدارة هذه المحفظة من مديرين متخصصين. أما بالنسبة إلى الشركات المحلية فتتيح لها فرصة النفاذ إلى الأسواق العالمية وخفض تكلفة الحصول على رأس المال.

ثالثاً: الإصدارات العالمية: قامت عدة أسواق ناشئة بالإفادة من رؤوس الأموال الأجنبية من خلال إصدارات تسجل في البورصات العالمية والتي تتصف بالعمق، ما يتيح للشركات توظيفاً سريعاً لحجم من الأوراق المالية التي يصعب توظيفها في السوق المحلية، وتوسيع قاعدة رأس المال خارج الحدود الوطنية، ومن ثم خفض تكلفة رأس المال. وعادة تتطلب هذه الإصدارات توافر بعض الشروط في الشركة المصدرة من حيث كونها متميزة الأداء في السوق المحلية في مجال تخصصها الإنتاجي، وأن تتمتع بأداء مالي وإداري جيد، وأن يكون لها بيانات وتقارير دورية معدة وفقاً للمعايير المحاسبية المقبولة دولياً، وتشترط بعض الأسواق العالمية اتباعها لنظم المحاسبة الدولية.

وقد ارتفعت الإصدارات العالمية من شهادات الإيداع الدولية والأمريكية خلال الفترة (١٩٩٠ - ١٩٩٦) بمعدل نمو في المتوسط نحو ٣٠ بالمئة، وقد مثلت تلك الإصدارات نهاية عام ١٩٩٥ نحو ٦ بالمئة من إجمالي القيمة السوقية لأسهم الأسواق الناشئة في مؤشر مؤسسة التمويل الدولية^(١٦).

رابعاً: صناديق رأس المال المخاطر: وتعمل هذه الصناديق على تقديم التمويل والخبرات الإدارية والفنية للشركات التي لم تسجل في البورصة، وبصفة خاصة الشركات الصغيرة والمتوسطة والتي يطبق عليها برنامج الخصخصة، بشرط أن يتوقع لها معدل نمو جيد في المستقبل يحقق من خلاله الصندوق أرباحه. ويتطلب وجود هذا النوع من الصناديق توافر بيئة اقتصادية مستقرة، وسوق مالي يتميز بالنشاط والسيولة، وإطار قانوني يتسم بالشفافية. وتشير إحصاءات مؤسسة التمويل الدولية في ١٩٩٦ أن صناديق رأس المال المخاطر استثمرت ١٩٦ مليون دولار في ٤٩ من صناديق رأس المال المخاطر في الأسواق الناشئة مثلت نحو ٦, ٨ بالمئة من رأس المال السوقي لهذه الأسواق، واستحوذت آسيا وأمريكا اللاتينية على ٥٩ بالمئة من هذه الصناديق^(١٧).

ب- منظور تعدد الحصول على الأوراق المالية

في هذه الحالة نجد أن الاستثمار الأجنبي غير المباشر قد يكون فردياً ويقصد به شراء أصل واحد فقط حتى لو تكررت الوحدة المشترية من هذا الأصل. ومتعدد إذا اشتمل على نوعين أو أكثر من الأصول المالية وهو ما يطلق عليه (محفظة الأوراق المالية) وهو تعبير يعني مجموع ما يملكه المستثمر من أصول مالية.

(١٦) «Lesson of Experience», International Finance Corporation (IFC) (Washington) (1998), p. 79.

(١٧) «IFC's Experience in Promoting Emerging Market Investment Fund», International Finance Corporation (IFC) (Washington) (1996), p. 25.

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

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

ومع بداية التسعينيات من القرن العشرين حدثت طفرة في تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية إلى الأسواق الناشئة. فعلى سبيل المثال ارتفع حجم الاستثمارات الأجنبية في الخارج خلال النصف الأول من تسعينيات القرن الماضي بأكثر من ٢٥ مرة بالمقارنة بشمانينياته^(١٨).

وبالنظر إلى التوزيع الجغرافي لتدفق هذه الاستثمارات إلى الأسواق الناشئة نجد أنها تنوعت، فكما أوضحت الدراسة المعدّة بمعرفة البنك الدولي^(١٩) أن هناك تركزاً لتلك التدفقات في منطقتي آسيا وأمريكا اللاتينية، حيث فاز نصيب إقليم شرق آسيا وجنوب آسيا بنصيب الأسد من إجمالي التدفقات خلال الفترة من (١٩٩٠-١٩٩٦)، إذ بلغ نحو ٤٦,٥ بالمئة في المتوسط من صافي التدفقات، أما نصيب أمريكا اللاتينية فكان نحو ٣٢,٦ بالمئة، ونحو ١٩ بالمئة إلى إقليم وسط آسيا وأوروبا، بينما كان نصيب إقليم الشرق الأوسط وأفريقيا ضئيلاً حيث لم يمثل سوى ١,٦ بالمئة. كما أوضحت الدراسة تنوع تركيز هذه الاستثمارات أيضاً على مستوى الدول، فكانت في الصدارة التدفقات الموجهة إلى المكسيك والبرازيل وإندونيسيا وتايلاند والصين وكوريا الجنوبية في إقليم آسيا، ثم احتلت دول جنوب آسيا ووسطها المرتبة التالية، في حين استمرت دول الشرق الأوسط في مرتبة متأخرة وتراجع تدفق الاستثمار إلى دول أفريقيا. ونجد أن تنوع حجم الاستثمارات الأجنبية في الأسواق الناشئة يرجع إلى عوامل الجذب والطرْد لهذا النوع من الاستثمارات في أسواق الأوراق المالية في الدول الناشئة والتي يمكن عرضها في ما يلي:

أ- عوامل الدفع

ويقصد بها العوامل الخارجية التي حدثت في البيئة الاقتصادية العالمية ومنها^(٢٠):

(١) الاستفادة من مزايا التنوع الدولي: من المعلوم أنه كلما زاد حجم محفظة الأوراق المالية (درجة التنوع بها) أدى ذلك إلى انخفاض المخاطرة الكلية؛ من هنا تظهر أهمية مفهوم جديد هو التنوع

(١٨) «Emerging Markets Factbook», p. 36.

(١٩) World Bank, «Private Capital Flows to Developing Countries,» in: *World Bank Policy and Research Report* (New York: Oxford University Press, 1997), p. 10.

(٢٠) Manu Bhaskaran, V. Sundararajan and Harinder Kohli Centennial Group, «Managing Portfolio Equity

Flows in Emerging Market Countries,» Oxford University, Discussion Paper for Emerging Markets Forum at Templeton College (November 2005), pp. 15-17.

الدولي، الذي غالباً ما يتحكم من خلاله المستثمر الأجنبي في المخاطر السوقية عن طريق تضمين المحفظة الاستثمارية الخاصة به لأصول مالية لمنشآت تمارس نشاطها في دول مختلفة^(٢١).

(٢) انخفاض أسعار الفائدة في الأسواق العالمية: انخفضت، على سبيل المثال، معدلات الفائدة في البنوك الفيدرالية الأمريكية في الولايات المتحدة من ٩,٨ بالمئة في نيسان/ أبريل ١٩٨٩ إلى ٢,٩ بالمئة في تشرين الثاني/ نوفمبر ١٩٩٢، وقد حفز هذا الانخفاض في معدلات الفائدة المستثمرين في الدول الصناعية المتقدمة على الاستثمار في أسواق الأوراق المالية الناشئة في الدول النامية ذات العائد المرتفع على الاستثمار في الأوراق المالية، وقد مثلت الأسواق الناشئة مصدر جذب لكثير من هذه الاستثمارات نظراً إلى ما تتمتع به من قدرة على تحقيق مكاسب مرتفعة^(٢٢).

ب- عوامل الجذب

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

(١) ارتفاع معدلات النمو الاقتصادي: يعتبر تحقيق معدلات نمو مرتفعة في حجم الناتج القومي في بعض الدول النامية ذا تأثير إيجابي في سوق الأوراق المالية بها حيث يبعث على التفاؤل في المستقبل بما يزيد حركة التعامل فيها. ويشير تقرير لصندوق النقد الدولي إلى أن الأسواق الناشئة تحقق أداءً أفضل من الأسواق المتقدمة بسبب معدلات النمو الاقتصادي الأعلى، وقد حققت بعض هذه الأسواق عائداً أعلى على الاستثمار أعلى من أسواق الأوراق المالية في الدول المتقدمة، ويتوقع أن يستمر هذا الاتجاه مستقبلاً وأن يتعدى العائد المتوقع للاستثمار في أسهم الأسواق الناشئة لمثيله في الأسواق المتقدمة^(٢٣).

(٢) استقرار سعر الصرف: من المعروف أن تقلبات سعر الصرف تؤثر سلباً في تدفق رأس المال الأجنبي إلى الدول النامية. حيث تتأثر تعاملات الأجانب بمدى استقرار أسعار الصرف في مختلف الدول، وقد عملت عدة دول ناشئة على استقرار أسعار صرف عملتها مقابل العملات الأخرى من أجل جذب المزيد من الاستثمارات الأجنبية إلى هذه الأسواق في إطار سياسات التثبيت والتكيف الهيكلي.

(٣) اتباع سياسة الخصخصة: يعدّ وجود سوق نشطة للأوراق المالية مطلباً أساسياً لنجاح ودعم أساليب الخصخصة المتبعة لجذب المدخرات المحلية والأجنبية، وهذا الاتجاه نحو القطاع الخاص يعمل على تنشيط سوق الأوراق المالية. ولذلك فإن العلاقة بين سياسة الخصخصة ووجود سوق نشطة للأوراق المالية هي علاقة تبادلية.

(٢١) David Folterts [et al.], «International Capital Markets Development, Prospects and Policy Issues,» World Bank (1997), p. 127.

(٢٢) Robert A. Feldman and Manmohan S. Kumar, «Emerging Equity Markets, Growth Benefits, and Policy Concerns,» *World Bank Research Observer*, vol. 10, no. 2 (August 1995), p. 185.

(٢٣) World Economic Outlook, «Opportunities and Challenges,» International Monetary Fund (Washington, DC) (September 1998).

٤ - المخاطر المرتبطة بالاستثمارات الأجنبية في المحفظة

يري بعض الاقتصاديين أن هناك بعض المخاطر التي ترتبط بالاستثمارات الأجنبية بمحفظة الأوراق المالية وبخاصة إن كانت تلك التدفقات قصيرة الأجل وشديدة التقلب ما قد يؤدي إلى الإضرار باستقرار الاقتصاد الكلي عند دخولها وكذلك عند خروجها.

بناءً على ذلك فإنه يمكن تقسيم المشكلات المرتبطة بتدفق الاستثمارات الأجنبية في المحفظة إلى ما يلي^(٢٤):

أ- حالة زيادة تدفقات رؤوس الأموال للاستثمار بالمحفظة

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

- ارتفاع في سعر العملة الوطنية (نتيجة زيادة الطلب عليها) الأمر الذي يضر بالصادرات ويزيد الواردات فيزداد العجز في الميزان التجاري.

- التوسع في حجم الأصول المالية المحلية وزيادة في الطلب على السلع المحلية، وما قد ينتج من ذلك من زيادة في معدلات التضخم.

- تبعاً لنظام سعر الصرف السائد فإن أسعار الفائدة المحلية سوف تتذبذب فتتخفص (في حالة سعر الصرف الثابت) و/أو أن ترتفع (في حالة سعر الصرف المعوم) فتؤدي إلى عرقلة إصلاحات التجارة وتدهور القدرة التنافسية للدولة، وبالتالي فإن احتمال تفاقم حالة عدم الاستقرار في الاقتصاد الكلي ستجعل تدفقات رؤوس الأموال نفسها غير مستقرة أيضاً.

كل هذه التحركات في الأسعار يمكن أن تكون مصدراً هاماً لعدم اليقين الذي يمنع المستثمرين (الأجانب والمحليين) من الاستثمار، ويمكن في الوقت نفسه أن تضر بالاقتصاد في مجموعته إذا كانت التقلبات في أسعار الفائدة أو أسعار الصرف واسعة للغاية.

ب- حالة الخروج المفاجئ لرؤوس الأموال الأجنبية

أي احتمال أن يتخذ المستثمرون الأجانب قراراً مفاجئاً بمغادرة البلد الذي يستثمرون فيه، ما قد يكون له ضرر بالغ من حيث إحداث تقلب كبير في أسعار الصرف أو الارتفاع في أسعار الفائدة أو كليهما.

ويمكن تقسيم أسباب خروج رؤوس الأموال الأجنبية إلى الحالتين الآتيتين:

- حالة ما إذا كانت التدفقات موقته من نوع الأموال الساخنة وهذا النوع من التدفقات يكون الدافع إلى اجتذابه عادة إما وجود اختلالات في السوق أو خطأ في السياسات يؤدي إلى خلق فجوة واسعة بين

(٢٤) محمد حلمي عبد التواب، البورصة المصرية والبورصات العالمية: آلية عملها - الرقابة عليها - الربط بينها وبين البورصات (القاهرة: مكتبة البنك المركزي المصري، [د.ت.].)، ص ٣٥٨ - ٣٦٠.

أسعار الفائدة الداخلية والخارجية. كأن يقوم البنك المركزي بخفض أسعار الفائدة المحلية بشكل يؤدي إلى خلق فجوة واسعة بين أسعار الفائدة الداخلية والخارجية.

- حالة خروج بسبب صدمة سلبية كتطور سياسي غير متوقع أو انخفاض في ثمن سلعة التصدير الأساسية أو الزيادة في ثمن سلعة الاستيراد الرئيسية أو التغيير في الضرائب التي تفرضها الدول على حيازة المستثمرين الأجانب للأصول المالية المحلية، ما يؤثر سلباً في العائد من هذه الأصول المالية.

وفي كلتا الحالتين سيكون ذلك دافعاً للمستثمر الأجنبي لأن يحول أمواله إلى خارج البلد، وسيكون رد فعله المبدئي بيع حيازاته من الأوراق المالية المحلية ما يؤدي إلى انخفاض أسعارها وبالتالي انخفاض في المؤشر العام للبورصة، ويشترى بعائدها عملة أجنبية وهو ما يؤدي أيضاً إلى ضغوط على نظام سعر الصرف وربما إلى انخفاض في سعر العملة المحلية أو ارتفاع في سعر الفائدة المحلية أو كليهما^(٢٥).

وعندما تخرج تلك الاستثمارات على نحو مفاجئ، فإنها تؤدي إلى: انخفاض سعر صرف العملة الوطنية، وتدهور أسعار الأصول العقارية والمالية، وتدهور معدلات الربح، وتزايد العجز في ميزان المدفوعات، وفقدان ثقة المستثمرين الأجانب في السوق المحلية، واستنزاف الاحتياطيات الدولية للبلد، وبخاصة إذا حاول البنك المركزي أن يدافع عن سعر صرف العملة الوطنية مع وجود ضغوط قوية لتدهور قيمة العملة.

ج- مخاطر العملات

يتضمن الاستثمار في السوق الناشئة أصولاً مقيمة بعملة أجنبية معرضة لتذبذب أسعارها، فإذا ما انخفضت قيمة تلك العملة فإن ذلك يعني عائدات أقل عند قياسها بالعملة الأساسية للمستثمر ومن ثم انخفاض تدفقات رأس المال للداخل. حتى مع ارتفاع قيمة العملة الأساسية للمستثمرين الأجانب فقد يخلق عائداً غير متوقع يدفع المستثمرين الأجانب إلى تحويل أموالهم إلى خارج البلاد، أو قد يؤدي إلى قيام هؤلاء المستثمرين الأجانب ببيع الأصول المحلية التي يملكونها لشراء العملة الأجنبية. وفي هذه الحالة إذا عجز البنك المركزي عن اتخاذ الخطوات اللازمة لتلاشي تلك الآثار نظراً إلى انخفاض مستوى الاحتياطيات الأجنبية لديه فقد يترتب على ذلك اختلال في ميزان المدفوعات، وتصبح تلك التقلبات في أسعار الصرف مصدراً خطيراً لعدم التأكد وهو أمر يعوق أيضاً الاستثمار الأجنبي. ونجد أن مثل هذه المخاطر تتزايد في كثير من الأسواق الناشئة بسبب عدم الاستقرار الاقتصادي ووجود معدلات مرتفعة من التضخم المحلي، بحيث تنخفض قيمة العملة، وعندما تتزامن المستويات المرتفعة من التضخم مع الانخفاض في مؤشر السوق يحصل تآكل شديد لمحفظة المستثمرين^(٢٦).

(٢٥) طارق نوير، «تحرير الحساب الرأسمالي والبورصة المصرية»، ورقة قُدمت إلى: مؤتمر البورصة المصرية بين التحديات والطموحات، الذي أقامه معهد التخطيط القومي بالقاهرة يومي ٢٥-٢٦ شباط/فبراير ٢٠٠٧، ص ٧.

(٢٦) لمزيد من التفصيل، انظر: Richard Antony، «Financial Crises in Emerging Markets،» International Monetary Fund (1998).

ثالثاً: أثر الاستثمار الأجنبي غير المباشر في تنشيط سوق الأوراق المالية المصرية

إن لسوق الأوراق المالية جانباً إيجابياً يتمثل بأنها تؤدي دوراً مهماً في تحقيق التنمية الاقتصادية من خلال إتاحة قناة إضافية، إلى جانب المصارف والتمويل الذاتي، لتمويل إنشاء شركات جديدة أو التوسع في الشركات القائمة من خلال طرح الأوراق المالية المختلفة. كما تؤدي مهمة الحفاظ على الاستقرار الاقتصادي من طريق إتاحة الفرصة لانتقال ملكية الأصول من دون المساس بالأصول ذاتها. وبرغم هذا الجانب المنير لأسواق الأوراق المالية، وبخاصة في الدول النامية، إلا أن لها جانبها السلبي الذي قد يطيح منافعها، والأخطر حينما تصبح هذه الأسواق مجالاً للمقامرة فقط. وبما أن تدفقات رؤوس الأموال إلى مصر، بغرض الاستثمار في الحافظة المتمثلة بتعاملات الأجانب في البورصة المصرية، أحد المكونات الهامة للحساب الرأسمالي الذي بدأت مصر في تحريره ضمن إطار برنامج الإصلاح الاقتصادي والمالي والتكيف الهيكلي حيث اتخذت العديد من الإجراءات لتحرير حساب ميزان المعاملات الرأسمالية في ميزان المدفوعات، إذ أن كان لا بد من دراسة الدور الذي يلعبه المستثمر الأجنبي في بورصة الأوراق المالية المصرية خلال فترة الإصلاح الاقتصادي بصفة عامة لأن طبيعة الدور الذي يمارسونه يؤثر بشكل كبير سلباً أو إيجاباً في تماسك البورصة المصرية.

١ - تحليل صافي حركة تعاملات المستثمرين الأجانب في البورصة المصرية

حاولت برامج الإصلاح الاقتصادي التي انتهجتها مصر اجتذاب استثمارات رأس المال الأجنبي غير المباشر في البورصة المصرية، ويظهر الجدول الرقم (١) صافي تعاملات المستثمرين الأجانب في البورصة المصرية خلال الفترة من ١٩٩٦ وحتى عام ٢٠١١، حيث يتضح وجود تذبذب مستمر تأثراً بالعوامل السياسية والاقتصادية داخل وخارج مصر. فنجد ارتفاعها في الأعوام التي شهدت فيها البورصة المصرية مجموعة من التطورات من خلال القوانين والإجراءات التي تنظم عمل البورصة أو من خلال إدخال أدوات مالية جديدة. فقد ارتفعت قيمة صافي تعاملات الأجانب بشكل ملحوظ في الأعوام ٢٠٠٥ وحتى ٢٠٠٧ مقارنة بالأعوام السابقة، كما تراجعت وتأثرت بشدة بالآزمات المالية العالمية فبلغت قيمة سالبة في أعوام ١٩٩٨ تأثراً بأزمة جنوب شرق آسيا وعام ٢٠٠٨ بالأزمة المالية العالمية وفي عام ٢٠١١ عقب ثورة كانون الثاني/يناير حيث وصلت القيم على التوالي إلى سالب (٩٩٠)، (٢٠٧٤)، (٤١٦٠) مليون جنيه.

وإذا ما نظرنا بشكل تفصيلي إلى تحليل حركة تعاملات المستثمرين الأجانب سنوياً بصفتهم مشترين خلال الفترة ١٩٩٦ - ٢٠١١ لوجدنا تأثرها بالعديد من الظروف المحلية والإقليمية والعالمية. فبعد أن بدأ التعامل بنحو ١, ١ مليار جنيه شراءً عام ١٩٩٦ زادت لتصل ٥, ١ مليار جنيه عام ١٩٩٧، ثم انخفضت في العام التالي مباشرة لتصل إلى ٤, ٣ مليار جنيه أي بنسبة ٣, ٣ بالمئة عن العام السابق لها. قد يُعزى هذا الانخفاض إلى ما واجهه الاقتصاد المصري أواخر عام ١٩٩٧ من صدمات أثرت سلباً في أدائه؛ من هذه الصدمات انخفاض أسعار البترول واضطراب البيئة الاقتصادية الدولية بسبب الأزمة

المالية الآسيوية، إضافة إلى حادث الأقصر والذي كان له أثره السلبي في حركة المستثمرين الأجانب شراءً وبيعاً^(٢٧). أما في عام ١٩٩٩ فقد زادت حركة شراء الأجانب لتصل إلى ٨,٨ مليار جنيه بزيادة بنحو ١٥٩ بالمئة عن العام السابق، وبالتالي زاد صافي حركة التعامل لتصل إلى ٣,٢ مليار جنيه والتي قد ترجع لانتهاج سياسة استحواذ الأجانب على بعض الصناعات في مجالات متعددة، من أهمها صناعة الأسمت، وبخاصة مع اتجاه الدول المتقدمة نحو انتهاج سياسات تحافظ على نظافة بيئتهم من التلوث.

وفي عام ٢٠٠٠ وكتيجة لزيادة الاستقرار الاقتصادي في مصر وإحرازها نجاحاً في برنامجها للإصلاح الاقتصادي تزايدت ثقة المستثمرين الأجانب في البورصة المصرية فارتفعت بذلك حركة التعامل بالشراء لتبلغ ١١,٦ مليار جنيه بمعدل زيادة عن العام الذي يسبقه يقدر بنحو ٣٢ بالمئة، كما ارتفع صافي التعامل لتصل لنحو ٤,١ مليار جنيه محققة نسبة زيادة ٢٨,١ بالمئة، غير أنه مع أحداث أيلول/سبتمبر ٢٠٠١ التي شهدتها الولايات المتحدة الأمريكية تأثرت حركة التعامل الشرائي للأجانب حيث انخفضت إلى ٤,١ مليار جنيه بنسبة انخفاض بلغت ٦٥ بالمئة عن عام ٢٠٠٠، كما انخفض صافي حركة التعاملات لتصل إلى ٢٧٦ مليون جنيه.

ومع بداية التخلص من آثار الأزمة بدأ تنامي حركة التعاملات مرة أخرى عام ٢٠٠٢ ولكن بشكل حذر لتصل إلى ٥,١ مليار جنيه بنسبة زيادة ٢٤ بالمئة عن العام الذي يسبقه، كما ازداد صافي حركة التعاملات لتصل لنحو ٥٦٠ مليون جنيه. وقد استقر التعامل الشرائي سنة ٢٠٠٣ عند المستوى إياه، أي ٥,١ مليار جنيه. ومع قرار تحرير سعر الصرف في العام نفسه ارتفع صافي التعامل ليصل إلى ٧٩٨ مليون جنيه بعد أن كان ٥٦٠ مليوناً في عام ٢٠٠٢.

وبرغم زيادة حركة الشراء عام ٢٠٠٤ والتي وصلت لنحو ١٠,٠٢٦ مليار جنيه إلا أنه قد صاحبها ارتفاع في حركة البيع حيث وصلت إلى ٩,٧٣٩ مليار جنيه بعد أن كانت ٤,٣٣٩ مليار جنيه في عام ٢٠٠٣ ما أثر في انخفاض صافي حركة التعامل لتصبح ٢٨٧ مليون جنيه.

ونتيجة لبعض العوامل الإيجابية، والتي منها وضع وزارة الاستثمار برنامجاً لتنشيط البورصة المصرية في بداية عام ٢٠٠٥ يتضمن تطوير الأدوات المالية واستحداث أدوات أخرى جديدة؛ هذا إلى جانب تكثيف الاستفادة من تكنولوجيا الاتصالات والمعلومات وتعزيز نظم الرقابة والإفصاح؛ ناهيك بالدور الذي لعبه برنامج الخصخصة في تنشيط المعاملات بالبورصة بصورة غير تقليدية^(٢٨)؛ فقد شهد عام ٢٠٠٥ طفرة كبيرة في حجم مشتريات الأجانب وصلت إلى ٤٧,٨ مليار جنيه بمعدل زيادة ٣٧٨ بالمئة عن العام الذي يسبقه، وكان صافي حركة التعامل ٧,٠٣ مليار جنيه وهو ما يمثل ١٥ بالمئة فقط من إجمالي حركة التعامل بالشراء، وقد جاء هذا العام كأفضل أعوام البورصة المصرية بالمقارنة بما يسبقه من أعوام ما جعل البورصة المصرية فيه تقع على قمة البورصات الناشئة. وبرغم ما يدل عليه هذا

(٢٧) «التقرير الاستراتيجي العربي: الاقتصاد المصري بين انفلات سعر الصرف وخطر الركود»، مركز الدراسات السياسية

<<http://acpsp.ahram.org.eg/ahram/2001/1/1/rarb29.htm>>.

والاستراتيجية (مؤسسة الأهرام) (٢٠٠٠)،

(٢٨) النشرة الاقتصادية لبنك الإسكندرية.

الموقف من تزايد ثقة الأجانب في تعاملات البورصة المصرية، والذي انعكس على تزايد حركة الشراء، إلا أن صافي التعامل وحجم الأموال الحرة التي تُركت بالبورصة كانت منخفضة. وقد أعطى هذا الأمر انطباعاً بأن تلك الاستثمارات تشبه الأموال الساخنة التي تتدفق سريعاً إلى البورصة ثم تنسحب بالسرعة نفسها مرة أخرى خارجة منها محققة أرباحاً رأسمالية كبيرة لحائزي الأوراق المالية بحيث لا يستفيد الاقتصاد المستقبل منها شيئاً ما يعني ضرورة التعامل مع تلك الأموال بكثير من الحذر حيث تترك أثراً سلبية على المتعاملين المحليين في البورصة.

ولقد استحثت الزيادة الحادثة عام ٢٠٠٥ زيادة أخرى في مشتريات الأجانب في سوق الأوراق المالية المصرية بشكل ملحوظ عام ٢٠٠٦ حيث وصل حجم مشترياتهم في هذا العام نحو ٩١ مليار جنيه، كما قفز صافي حركة التعامل إلى ١٨,٥ مليار جنيه. ولكن نجد الحال يتغير في عام ٢٠٠٧ إذ شهد تراجعاً في حجم الشراء مصحوباً بزيادة حجم المبيعات نتج منه انخفاض صافي حركة تعاملات الأجانب بالبورصة لتصل إلى ٨,٠٦ مليار جنيه بعد أن كانت ١٨,٦ مليار جنيه في العام السابق له مباشرة.

غير أنه قياساً على عام ٢٠٠٨ نجد أن الزيادة استمرت في حجم المبيعات فكانت بنحو ٢٦ بالمئة عن عام ٢٠٠٧ بشكل فاق حجم المشتريات وكانت نتيجة ذلك صافي تعامل سالب بلغ ٢,١ مليار جنيه، وقد تعزى هذه النتيجة إلى تأثير البورصة المصرية بالأزمة المالية العالمية التي نشأت في الولايات المتحدة الأمريكية.

وعلى ذلك فقد مثل عام ٢٠٠٩ تحدياً هاماً لاقتصادات العالم النامي والمتقدم على حد سواء في مواجهة تداعيات الأزمة المالية العالمية. وفي هذا العام بدأت البورصة المصرية تصمد حيث تحول صافي حركة التعامل نحو الإيجاب، حيث وصل إلى نحو مليار جنيه، وزاد حجم مشتريات الأجانب على حجم مبيعاتهم بنسبة ١,٨ بالمئة، وهو ما يؤكد قوة سوق الأوراق المالية المصرية على الصمود أمام الأزمة. فقد شهد عام ٢٠٠٩ تسجيل ما يزيد على ٣٦ ألف مستثمر جديد في السوق المصرية ليصل إجمالي عدد المستثمرين «المكوّدين» فيها ما أكثر من ١,٧ مليون مستثمر جديد؛ ما يؤكد - مرة جديدة - استمرار الثقة في البورصة المصرية. وقد كانت المؤسسات الأجنبية غير العربية هي الفئات التي سجلت أكبر نمو في أعداد المسجلين فيها عام ٢٠٠٩ بزيادة قدرها ١٢ بالمئة في حين ارتفع عدد المؤسسات العربية بنحو ٥,٤ بالمئة. وقد كانت نتيجة ذلك زيادة أعداد المؤسسات غير المصرية العاملة في السوق المصرية إلى ما يفوق ١١٥٠٠ مؤسسة. ولقد استحوذ المستثمرون الأفراد على النسبة الأكبر في تعاملات السوق التي بلغت نحو ٦٣ بالمئة من إجمالي تعاملات الأجانب في السوق مقارنة بنحو ٦٦ بالمئة خلال العام السابق له مباشرة، الأمر الذي أدى إلى تفوق مشتريات الأجانب في البورصة المصرية على قيمة مبيعاتهم بما يعادل ٩٩٦ مليون جنيه^(٢٩).

وعلى ما سبق بدأت البورصة المصرية عام ٢٠١٠ اتخاذ بعض الإجراءات التي استهدفت مزيداً من التنظيم ودعم كفاءة ونزاهة الأسواق لإعادة بناء ثقة المستثمرين في البورصة المصرية. فقد شهد هذا

(٢٩) البورصة المصرية: الكتاب السنوي لعام ٢٠٠٩، ص ١ - ٦.

العام مراجعة شاملة لعدد كبير من التشريعات والقوانين المنظمة لسوق المال، أضف إلى ذلك قواعد تنظيم فروع شركات السمسرة وقواعد إصدار شهادات الإيداع الدولية بالإضافة إلى ضوابط قيد الشركات العاملة في البورصة المصرية، كما شهد العام نفسه تعديلات في قواعد القيد والإفصاح، حيث ساهمت البورصة المصرية في إنشاء أول جمعية لتنمية علاقات المستثمرين والتي تهدف لإحداث تغيير جذري في المناهج المتبعة في إدارة الشركات لعلاقتها مع المستثمرين الحاليين والمحتملين وذلك لدعم مبدأ الإفصاح.

بناءً على ذلك نجحت البورصة المصرية في جذب المزيد من المستثمرين الأجانب لعام ٢٠١٠، حيث أكد التقرير السنوي للبورصة المصرية أنها استقبلت تدفقات أجنبية كبيرة، إذ بلغ هذا العام صافي حركة تعاملات الأجانب ٤, ٧ مليار جنيه. وسجل التقرير أن صافي شراء المستثمرين الأجانب كما يظهره الجدول بلغ ٤, ٨ مليون جنيه في مقابل صافي بيع قدره ٩٩٧ مليون جنيه. واستحوذت المؤسسات على ٧, ٥١ بالمئة من حجم التعاملات في هذا العام وكان باقي المعاملات والذي بلغ ٣, ٤٨ بالمئة من نصيب الأفراد.

ولقد سجلت تعاملات المصريين نسبة ٤, ٧٧ بالمئة من إجمالي التعاملات في السوق مقابل ٤, ١٦ بالمئة للأجانب غير العرب و١٦, ٦ بالمئة للعرب. وعلى مستوى الدول، نجد أن المستثمر البريطاني استحوذ على نحو ٣٧ بالمئة من إجمالي تعاملات الأجانب خلال عام ٢٠١٠، تلاه المستثمر الأمريكي بنصيب ٢٤ بالمئة، أما المستثمرون العرب فقد ترأسهم المستثمر الإماراتي بنصيب ١٠ بالمئة، بينما استحوذت السعودية على ٩, ٦ بالمئة من إجمالي تعاملات الأجانب. وأشار التقرير السنوي للبورصة في عام ٢٠١٠ إلى أن عدد المستثمرين الأفراد سجلوا زيادة قدرها ٣٠٨٥٥ مستثمراً جديداً مقابل ٣٦٦٧٦ مستثمراً في العام السابق له مباشرة، بينما سجل المستثمرون الأفراد من الأجانب غير العرب ما يزيد على ١٣٠٠ مستثمر أجنبي خلال ٢٠١٠ مقارنة بنحو ٣٤٢ مستثمراً أجنبياً تم تسجيلهم عام ٢٠٠٩^(٣٠).

وفي عام ٢٠١١ تأثرت حركة تعاملات المستثمرين الأجانب بشكل كبير بالأحداث غير المستقرة في مصر منذ بداية ثورة ٢٥ كانون الثاني/يناير فقد فاق حجم المبيعات البالغ ٤, ٣٥ مليار جنيه حجم المشتريات البالغ ١٩٤ مليون جنيه ما أدى إلى تكوّن صافي حركة تعامل بالسلب. غير أنه بالنظر إلى هذا الموقف ومقارنته بالعام الذي يسبقه مباشرة نجد حجم مبيعات لا يمثل سوى نصف الاستثمارات الأجنبية التي دخلت سوق الأوراق المالية المصرية خلال عام ٢٠١٠ والذي بلغ ٤, ٨ مليار جنيه.

وعلى صعيد تعاملات المصريين والأجانب، نجد أنه خلال عام ٢٠١١ استحوذ الأجانب على ٢٠ بالمئة من إجمالي تعاملات السوق، وعلى مستوى الدول فقد استحوذت كل من بريطانيا وأمريكا على نحو ٤١ بالمئة و٢٧ بالمئة على التوالي من إجمالي تعاملات الأجانب خلال العام ٢٠١١، تلتها كل من السعودية والإمارات بنصيب يصل إلى ٨ بالمئة و٥ بالمئة على التوالي.

(٣٠) التقرير السنوي للبورصة المصرية عام ٢٠١٠، ص ١-٩.

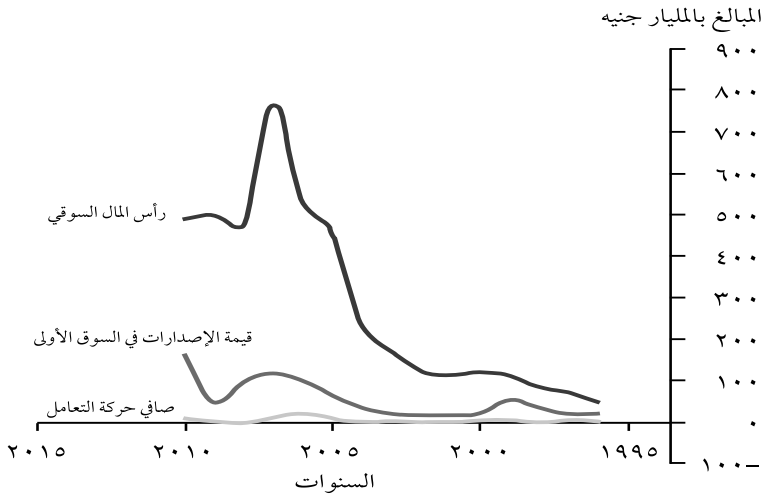
أما عن أعداد المستثمرين الأجانب، فقد تم تسجيل نحو ١٥٠٠ مستثمر أجنبي في البورصة المصرية خلال العام ٢٠١١ معظمهم مؤسسات أجنبية، بينما بلغ المستثمرون العرب نحو ٨٨٣ مستثمراً. ولقد استحوذت المؤسسات المصرية أو الأجنبية خلال ذلك العام على النسبة الأكبر من قيمة التعاملات بالسوق حيث مثلت نسبة تعاملاتهم نحو ٥٩ بالمئة من إجمالي تعاملات السوق مقارنة بنحو ٥٢ بالمئة خلال العام السابق مباشرة، بينما بلغت نسبة الأفراد خلال العام ٤١ بالمئة، مقارنةً بنحو ٤٨ بالمئة للعام الماضي^(٣١).

وإذا ما نظرنا إلى صافي قيمة استثمارات المحافظة الخاصة بالأجانب في ميزان المدفوعات المصري لوجدنا أنه قد تم تحويل أرباح إلى الخارج بقيمة ٧٣١ مليون دولار على مدى عامين هما ٢٠٠٢ - ٢٠٠٣ بقيمة ٤٠٥ ملايين دولار وعام ٢٠٠٣/٢٠٠٤ بقيمة ٣٢٦ مليون دولار.

وإذا نظرنا إلى الشكل الرقم (٢) يتضح أنه بمقارنة صافي تعاملات المستثمرين الأجانب في البورصة المصرية منذ عام ١٩٩٦ وحتى ٢٠١٠ مع بعض مؤشرات السوق كإس المال السوقي وقيمة الإصدارات في السوق الأولية نجد أن صافي تعاملات الأجانب لها دور بارز في تنشيط البورصة المصرية، إنما تمثل نوعاً من التدفقات النقدية السريعة والتي يُخشى خروجها كسرعة دخولها.

الشكل الرقم (٢)

تعاملات المستثمرين الأجانب في البورصة المصرية،
١٩٩٦ - ٢٠١٠



(٣١) التقرير السنوي للبورصة المصرية عام ٢٠١١، ص ٣-١٧.

٢- الوزن النسبي لتعاملات المستثمرين الأجانب سنوياً خلال الفترة ١٩٩٦ - ٢٠١٠

وعن تطور الأهمية النسبية لتعاملات المستثمرين الأجانب في البورصة المصرية سنوياً خلال الفترة من ١٩٩٦ حتى عام ٢٠١١ كما يظهرها الجدول الرقم (٢)، نجد أنها في تذبذب مستمر بسبب انعكاس الآثار السياسية والاقتصادية والمالية. فقد زادت من ١٦,٥ بالمئة عام ٢٠٠١ إلى ١٩,٩ بالمئة عام ٢٠٠٢ إلى ٢٢,٣ بالمئة عام ٢٠٠٣ إلى ٢٧,٧ بالمئة عام ٢٠٠٤ إلى ٣١,٧ بالمئة عام ٢٠٠٥ ثم زادت أخيراً إلى ٣٣,٦ بالمئة عام ٢٠٠٦. ومثل المتعاملون من دول الخليج (السعودية، الإمارات، الكويت) نحو ٣٦ بالمئة من جملة المتعاملين الأجانب عام ٢٠٠٤، ونحو ٤١ بالمئة من جملة المتعاملين الأجانب عام ٢٠٠٥، وذلك كانعكاس للسيولة الناجمة عن ارتفاع الأسعار العالمية للبتروول. ثم انخفضت تلك النسبة إلى ٢٨,٩ بالمئة عام ٢٠٠٨ متأثراً بالأزمة المالية العالمية^(٣٢).

ويمكن تفسير النمو الكبير في تدفقات استثمارات المحفظة وتزايد النصيب النسبي للمتعاملين الأجانب من إجمالي قيمة التداول في البورصة المصرية بالتوسع في عمليات الخصخصة وتبني البيع لمستثمر رئيسي من ناحية، وارتفاع معدلات العائد المحقق للمستثمرين الأجانب في مصر بالمقارنة بغيرها من الأسواق الناشئة والمتقدمة من ناحية أخرى^(٣٣).

وينطبق الأمر نفسه عند مقابلة نسبة تعاملات الأجانب كبائعين إلى إجمالي قيمة التعامل (التداول) للأوراق المالية المقيدة في البورصة المصرية. ويلاحظ أيضاً أنها كانت في تذبذب مستمر خلال الفترة من ١٩٩٦ وحتى عام ٢٠١١. حيث بدأت تلك النسبة بنحو ٨,٦ بالمئة عام ١٩٩٦ وأخذت في الارتفاع إلى أن وصلت إلى ٢٣,٨ عام ١٩٩٨. ثم أخذت بعد ذلك قيمياً متذبذبة ارتفاعاً وانخفاضاً من عام ١٩٩٩ حتى عام ٢٠٠٤ حيث بلغت ٢٧ بالمئة واحتفظت بتلك النسبة في عام ٢٠٠٥. ثم زادت هذه النسبة واستقرت عند ٢٩,٥ بالمئة تقريباً في عامي ٢٠٠٧ و ٢٠٠٨. ثم عادت وانخفضت بعد ذلك بشكل كبير جداً ولا سيما في العامين ٢٠١٠ و ٢٠١١ متأثراً بالأزمة المالية العالمية والثورات العربية والتي ترتب عليها خروج الأجانب بشكل كبير من البورصة المصرية لا يتناسب مع دخولهم إلى السوق كمشتريين.

مما سبق نلاحظ أن تحقيق صافي تعاملات إيجابية، وذلك باستثناء سنوات ١٩٩٨، ٢٠٠٨، ٢٠١١ حيث زادت نسبة المبيعات في تلك السنوات على نسبة مشترياتهم وتحقق صافي تعامل سالب كرد فعل للأزمات العالمية والمحلية.

(٣٢) سلوى العتري، «سوق الأوراق المالية كمصدر لتمويل النمو في مصر: الواقع والظمومات»، ورقة قُدمت إلى: مؤتمر البورصة المصرية بين التحديات والظمومات، ص ٦ - ٧.

(٣٣) زينب توفيق السيد عليوة، «المستثمرون الأجانب في البورصة المصرية خلال الفترة ١٩٩٧ إلى ٢٠٠٥»، مصر المعاصرة (الجمعية المصرية للاقتصاد السياسي والإحصاء والتشريع)، السنة ٩٧، العدد ٤٨٢ (نيسان/أبريل ٢٠٠٦)، ص ٤٩٠ - ٤٩٢.

الجدول الرقم (١)

صافي حركة تعاملات الأجنبي في البورصة المصرية خلال الفترة (١٩٩٦-٢٠١١)

٢٠١١	٢٠١٠	٢٠٠٩	٢٠٠٨	٢٠٠٧	٢٠٠٦	٢٠٠٥	٢٠٠٤	٢٠٠٣	٢٠٠٢	٢٠٠١	٢٠٠٠	١٩٩٩	١٩٩٨	١٩٩٧	١٩٩٦	السنة
١٩٤	٨٤٠	٥٥٥٨٢	١٠١١٣٦	٩٠٠١٤	٩١١٣٨	٤٧٨١١	١٠٠٢٦	٥١٣٧	٥١٣٠	٤٠٧٥	١١٦٢٧	٨٨٣٦	٣٤٠٦	٥٠٧٤	١٠٩٦	حركة التعامل كمشترين
٤٣٥٤	٩٩٧	٥٤٥٨٢	١٠٣٣٠٠	٨١٩٥٤	٧٢٦٣٢	٤٠٧٨٠	٩٧٣٩	٤٣٣٩	٤٥٧٠	٣٧٩٩	٧٥٦٥	٥٦١١	٤٣٩٦	٢٦٢٧	٢٨٢,٧	حركة التعامل كبايعين
(٤,١٦)	٧,٤٠٣	٠,٩٩٦	(٢,٠٧٤)	٨,٠٠٦	١٨,٥٠٦	٧,٠٣١	٠,٢٨٧	٠,٧٩٨	٠,٥٦	٠,٢٧٦	٤,٠٢٢	٣,٢٢٥	(٠,٩٩)	٢,٤٤٧	٠,٨١٣٣	صافي حركة التعامل (بالمليار جنيه)

المصدر: البيانات من عام ١٩٩٦ حتى ٢٠٠٥ مأخوذة من: «التقرير السنوي عن أداء البورصة المصرية» وزارة التجارة الخارجية، مركز المعلومات (أعداد متفرقة).
البيانات من عام ٢٠٠٦ حتى ٢٠٠٩ مأخوذة من: «البورصة المصرية»، الكتاب السنوي للأعوام المذكورة.
البيانات بين عامي ٢٠١٠ و٢٠١١ مأخوذة من: الهيئة العامة للرقابة المالية، الكتاب السنوي.

الجدول الرقم (٢)

الوزن النسبي لتعاملات الأجنبي في البورصة المصرية خلال الفترة (١٩٩٦-٢٠١١)

٢٠١١	٢٠١٠	٢٠٠٩	٢٠٠٨	٢٠٠٧	٢٠٠٦	٢٠٠٥	٢٠٠٤	٢٠٠٣	٢٠٠٢	٢٠٠١	٢٠٠٠	١٩٩٩	١٩٩٨	١٩٩٧	١٩٩٦	السنة
٠,١٣	٢,٦	١٦,٧	٢٨,٩	٣٢,٥	٣٣,٦	٣١,٨	٢٧,٧	٢٢,٣	١٩,٩	١٦,٥	٢٧,٩٨	٢٦,٩	١٨,٤	٢٥	٣٣,٤	نسبة مشتريات الأجنبي إلى إجمالي قيمة التداول بالعملة
٢,٩	٠,٣١	١٦,٤	٢٩,٥	٢٩,٦	٢٦,٨	٢٧	٢٧	١٨,٩	١٧,٧	١٥,٤	١٨,١	١٧,١	٢٣,٨	١٣	٨,٦	نسبة مشتريات الأجنبي إلى إجمالي قيمة التداول بالعملة

المصدر: المصادر نفسها، على التوالي.

رابعاً: النتائج

من خلال الدراسة السابقة نجد أنه ما لم تتجه تدفقات رؤوس الأموال العربية والأجنبية في البورصة إلى الاكتتاب في زيادة رؤوس الأموال وتصب في تمويل التوسع في نشاط المشروعات ورفع معدلات الاستثمار، فإن الأثر المتوقع لتلك التدفقات سينصرف بالدرجة الأولى إلى رفع قيمة العملة المحلية (بما لذلك من آثار سلبية في المركز التنافسي للصادرات غير البترولية) وليس إلى دفع معدلات النمو الاقتصادي. وتعتبر البورصة على هذه النحو واحدة من المواقع الضعيفة في الاقتصاد المصري التي يمكن لأي عمليات ضاربة أجنبية أن تعصف بالاستقرار فيها، ما يتطلب ضرورة النظر في وضع ضوابط تحكم حركة الأموال الأجنبية فيها. هذا بالإضافة إلى أن حرية دخول الأجانب للبورصة المصرية والخروج منها دون قيود سيدعم المضاربة على أسعار الأسهم ومن دون وجود آليات لاستقرار هذه الأموال (بخاصة الأرباح المحققة وإعادة استثمارها على الأقل في البورصة لمدة معينة) فإن سعر الصرف يتعرض لمخاطر التقلب في ظل اتجاه التحرير الاقتصادي وإهمال مخاطره. وهو ما شاهدناه في منتصف عام ٢٠٠٠ حيث اقترب سعر صرف الدولار من ٤ جنيهاً مقابل ٣,٤ جنيه في بداية العام أي انخفض سعر الصرف بنحو ١٨ بالمئة في غضون ستة أشهر، وكانت شركات الصرافة هي كبش الفداء واتهامها بأنها المسؤولة عن المضاربة على سعر الصرف وتعاليت صيحات بضرورة إغلاقها^(٣٤).

خامساً: التوصيات

١- من أجل الحد من التأثير بالأزمات المالية العالمية يمكن الإشارة إلى بعض الإجراءات التي من الممكن أن تتخذها مصر أو الدول النامية والناشئة الأخرى والتي من خلالها يمكن تحويل تعاملات الأجانب إلى استثمارات طويلة الأجل بدلاً من المضاربة، وهي: أ- الاتجاه نحو إجراء إصلاحات هيكلية قبل تحرير سوق رأس المال؛ ب- التسلسل المنظم لتحرير حساب رأس المال؛ ج- الرقابة المالية الحذرة على هذه التدفقات وذلك من خلال دراسة سلوك المستثمر الأجنبي داخل الأسواق الناشئة لتنمية السياسات المناسبة تجاه هذه السلوكيات واستقرار السوق.

٢- لتقليل المخاطر التي تتعرض لها اقتصادات الدول النامية من الدخول المفاجئ وكذلك الخروج المفاجئ لرؤوس الأموال الأجنبية، وتراوح هذه الضوابط بين تحديد النسبة التي يمكن أن يحوزها المستثمر الأجنبي في شركة ما إلى فرض ضرائب مرتفعة تحد من إمكانية إعادة تحويل الأموال إلى البلد الأصلي، وتسهيل بعض الدول نسبياً من دخول الأموال إليها بينما يكون من الصعب إعادة أرباح الاستثمار إلى بلد المستثمر، فيكون إخراج رأس المال أحياناً خاضعاً للموافقة الحكومية.

مما سبق نجد أن من الضروري إحداث تطورات ديمقراطية وسياسية في مصر، حيث لا بد من أن يكون القرار الاقتصادي رشيداً بحيث نظر إلى استثمارات الأجانب من زاوية مصلحتنا ومستقبلنا فيها.

(٣٤) عيسى فحجي عيسى، «سوق الأوراق المالية في مصر»، في: القطاع المالي وتمويل التنمية في مصر: التطور والاستشراف حتى عام ٢٠٢٠ (القاهرة: منتدى العالم الثالث؛ المكتبة الأكاديمية، ٢٠٠٥)، ص ٢٧٦، ٣٠٣-٣٠٥ و٣١٩.