

أثر المتغيرات النقدية على رسملة البورصة المصرية خلال الفترة (2004-2018)

أمنية بودريوة*

جيلالي بورزامة**

تاريخ الوصول: 2019-01-21 تاريخ القبول: 2019-11-18 تاريخ النشر: 2020-03-08

المؤلف المراسل: a.boudrioua@univ-boumerdes.dz

ملخص

يسعى هذا البحث إلى تحديد العلاقة الموجودة بين المتغيرات النقدية ومؤشر أداء البورصة المصرية خلال الفترة الممتدة من سنة 2004 إلى غاية سنة 2018. وللوصول إلى هذا الهدف، قمنا باستخدام الأسلوبين الوصفي والتحليلي في المحورين الأول والثاني، والأسلوب القياسي في المحور الثالث. وقد أظهرت نماذج VAR بأنه لا توجد علاقة إحصائية ذات دلالة معنوية تربط بين كل من سعر صرف الجنيه المصري والعرض النقدي بمفهومه الواسع ومعدل الفائدة على الودائع لأقل من سنة والرسملة السوقية للبورصة المصرية على المدى الطويل. كما بين اختبار جرانجر للسببية وجود علاقة سببية أحادية الاتجاه من معدل الفائدة على الودائع لأقل من سنة إلى الرسملة السوقية لبورصة مصر على المدى القصير.

كلمات مفتاحية

معدل الفائدة على الودائع، سعر الصرف، العرض النقدي، الرسملة السوقية، البورصة المصرية، الاقتصاد المصري.

تصنيف جال: E43, E44, E51, E53

* طالبة دكتوراه، جامعة محمد بوقرة بومرداس، a.boudrioua@univ-boumerdes.dz، الجزائر.

** أستاذ محاضر، جامعة محمد بوقرة بومرداس، bourzama.djillali@yahoo.fr، الجزائر.

L'EFFET DES VARIABLES MONÉTAIRES SUR LA CAPITALISATION DE LA BOURSE EGYPTIENNE AU COURS DE LA PERIODE (2004-2018)

RÉSUMÉ

L'objectif de cette étude est de déterminer la relation entre les variables monétaires et la capitalisation de la bourse égyptienne entre 2004 et 2018. Pour atteindre cet objectif, nous avons utilisé les méthodes descriptives et analytiques dans le premier et deuxième axe et la méthode standard au troisième axe. L'analyse a montré qu'il n'existe pas de relation statistiquement significative entre le taux de change de la livre égyptienne, l'offre monétaire au sens large, le taux d'intérêt sur les dépôts à moins d'un an et la capitalisation de la bourse égyptienne à long terme selon les modèles VAR. Le test de causalité de Granger a également montré une relation de causalité à sens unique allant du taux d'intérêt des dépôts à la capitalisation boursière de l'Égypte à court terme.

MOTS CLÉS

Taux d'intérêt sur les dépôts, taux de change, masse monétaire, capitalisation boursière, bourse égyptienne, économie égyptienne.

JEL CLASSIFICATION : E43, E44, E51, E53

THE EFFECT OF MONETARY VARIABLES ON THE CAPITALIZATION OF THE EGYPTIAN STOCK EXCHANGE DURING THE PERIOD (2004-2018)

ABSTRACT

This research aims at determining the relationship between the monetary variables and the performance index of the Egyptian stock exchange during the period from 2004 to 2018. To achieve this goal, we used the descriptive and analytical methods in the first and second axes and the standard method in the third axis/axe. The VAR models showed that there is no statistically significant relationship between the Egyptian pound exchange rate, the broad money supply, the deposits interest rate, and the market capitalization of the Egyptian stock exchange in long term. Granger's causality test showed also a one-way causal relationship from the deposit interest rate to the Egypt's market capitalization in short term.

KEYWORDS

The deposits interest rate, exchange rate, money supply, market capitalization, Egyptian stock exchange, Egyptian economy.

JEL CLASSIFICATION : E43, E44, E51, E53

مقدمة:

تعتبر بورصات الأوراق المالية العمود الفقري لعملية التنمية الاقتصادية المتواصلة، و/ حيث أنّ طبيعة العلاقة بين أسواق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي، هي علاقة تبادلية تربط الاتجاهين، ذلك لأن بورصة الأوراق المالية لا تعمل بشكل منعزل عن العالم الخارجي بل تؤثر وتتأثر به، من خلال أدوات عديدة كسعر الصرف، و سعر الفائدة وعرض النقود. وتستقطب التقلبات المستمرة في هذه المتغيرات النقدية اهتمام الباحثين والمستثمرين، وذلك بسبب تأثيرها على القيم السوقية للأسهم التي تؤدي بالضرورة إلى ارتفاع أو انخفاض قيمة الرسملة لبورصة الأوراق المالية.

وتحاول هذه الدراسة إسقاط هذه الفكرة على المتغيرات النقدية في الاقتصاد المصري والمثلة أساسا في معدل الفائدة على الودائع لأقل من سنة، و العرض النقدي بمفهومه الواسع M2، وسعر صرف الجنيه المصري مقابل الدولار الأمريكي، وتبيين تأثيرها على رسملة البورصة المصرية. خاصة وأن مصر تشهد عدة تحولات اقتصادية وتعرف تطبيق عدة برامج إصلاحية تحدف أساسا إلى زيادة الاستثمارات وتعزيز نمو الاقتصاد المصري . نذكر من هذه الإجراءات تعويم سعر صرف الجنيه المصري الذي اتخذته الحكومة يوم 3 نوفمبر 2016 كخطوة من خطوات برنامج الإصلاح الاقتصادي، حيث حقق هذا الأخير نتائج إيجابية ساهمت في نمو حجم الاقتصاد المصري.

ولعل السؤال الرئيسي الذي يتبادر هنا إلى الأذهان هو ما مدى تأثير الرسملة السوقية للبورصة المصرية بالمتغيرات النقدية في الاقتصاد المصري؟. ومن خلال هذه الإشكالية تسعى هذه الدراسة إلى إظهار أداء كل من الرسملة السوقية للبورصة المصرية والمتغيرات النقدية في مصر خلال العشر سنوات الأخيرة، والوقوف على طبيعة العلاقة الموجودة بينهما واتجاهها.

وتحدف هذه الدراسة إلى إبراز مدى التكامل الموجود بين القطاع النقدي المصري الممثل في مؤشرات معدل الفائدة على الودائع لأقل من سنة، و سعر صرف الجنيه المصري

مقابل الدولار الأمريكي والعرض النقدي بمفهومه الواسع M2، والقطاع المالي الممثل في بورصة مصر، والذي حاولنا تمثيله بمؤشر رسملة البورصة المصرية لكونه يشير إلى إجمالي القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة فيها.

وللوصول إلى هذه الرؤية، قمنا باستخدام المنهجين التحليلي والقياسي. وقمنا بتقسيم دراستنا إلى أربعة محاور، الأول منها يحدد الإطار النظري للعلاقة بين المتغيرات النقدية والرسملة البورصية، بينما يتناول كل من المحور الثاني والثالث أداء المتغيرات النقدية في الاقتصاد المصري، وتطور أداء بورصة مصر خلال الفترة (2008-2018) على التوالي. ويسعى المحور الأخير إلى إيجاد العلاقة الموجودة فيما بين أداء مؤشر رسملة البورصة المصرية، وتقلبات المتغيرات النقدية الممثلة في معدل الفائدة على الودائع لأقل من سنة، و العرض النقدي بمفهومه الواسع M2، وسعر صرف الجنيه المصري مقابل الدولار الأمريكي باستخدام اختباري ديكي فولر المطور و جرانجر للسببية ونماذج أشعة الانحدار الذاتي VAR.

المحور الأول: أدبيات العلاقة بين المتغيرات النقدية و الرسملة البورصية

تشهد العلاقة بين المتغيرات النقدية والرسملة البورصية اهتماما بالغا بين الدوائر السياسية والبحثية على السواء، ويعود ذلك بصفة أساسية إلى ما واجهته البنوك المركزية من تحديات عبر التاريخ الاقتصادي الحديث، نتيجة للارتفاعات غير المبررة في ارتفاع أسعار الأسهم وبالتالي تذبذب قيم الرسملة للبورصات العالمية. ويتناول هذا المحور قنوات تأثير المتغيرات النقدية على الرسملة البورصية وتحديد إطارها النظري.

1- العلاقة بين أسعار الفائدة و رسملة البورصة:

يشير مصطلح الرسملة البورصية إلى إجمالي القيمة السوقية لأسهم الشركات المدرجة في البورصة، ويشار إليه عادة باسم سقف أسعار السوق، ويتم حسابه بضرب عدد أسهم الشركات القائمة في أسعارها السوقية الحالية. بينما تمثل هذه الأخيرة القيم الحالية

المخضومة لتدفقات الأرباح المستقبلية المتوقعة مخضومة بمعدل العائد المطلوب المبينة في المعادلة التالية: (محمود، 2014)

حيث: SP: سعر السهم.

D_t التوزيعات (الإيرادات المالية للسهم).

R معدل العائد المطلوب، والذي يتكون من معدل التضخم المتوقع والعائد على الأصول الخالية من المخاطر ومقابل المخاطرة.

E المعامل الحسابي للتوقعات في الفترة t.

وتغيير السياسة النقدية بتغيير سعر الفائدة من المتوقع أن يؤثر في أسعار الأسهم وبالتالي الرسملة البورصية من خلال التأثير على معدل العائد المتوقع أو من خلال التأثير على الأرباح المتوقعة للشركة المعنية، فتخفيض سعر الفائدة يؤثر في كل من أسعار الأسهم والرسملة البورصية من خلال قناتين:

- يؤدي انخفاض سعر الفائدة إلى تدني المعدل الذي يتم به خصم التدفقات النقدية (ينخفض المقام)، وهذا ما يساهم في ارتفاع أسعار الأسهم وقيم الرسملة البورصية.
- من المتوقع أن يؤدي انخفاض سعر الفائدة إلى آثار توسعية على الناتج بما يزيد من التدفقات النقدية المتوقعة (زيادة البسط)، وهذا ما يساهم بدوره في ارتفاع أسعار الأسهم وقيم الرسملة البورصية.

فعند **عند** حدوث انخفاض في سعر الفائدة على الودائع، فإن ذلك / فهذا من شأنه أن يؤدي إلى انخفاض تكلفة الفرصة البديلة والخالية من المخاطر، ويزيد من الكفاية الحدية للاستثمار، بما يعني زيادة الطلب على الاستثمار في الأسهم (أشرف، 2000) وانتعاش أسعارها وتزايد الرسملة البورصية.

وعليه، كلما ارتفعت أسعار الفائدة كلما زادت معدلات العائد التي يطلبها المستثمر على الأوراق المالية بما يؤدي إلى انخفاض القيمة السوقية للأوراق المالية المتداولة، وهذا ما ينعكس سلبيًا على قيمة مؤشر السوق، فأسعار الأسهم تميل إلى التحرك في اتجاه معاكس لحركة أسعار الفائدة طويلة الأجل، وبالتالي يكون للبنك المركزي إمكانية التأثير بشكل غير مباشر في أسعار الأسهم وبالتالي الرسملة البورصية من خلال التأثير في أسعار الفائدة. (محمود، 2014)

2- آليات تأثير العرض النقدي على الرسملة البورصية:

تتمثل آليات تأثير العرض النقدي على الرسملة البورصية في النقاط التالية:

1.2- آلية المحفظة:

إن/تؤثر تغيرات العرض النقدي **تؤثر** وبعده طرق على **كل** المتغيرات المستقلة والمحددة لأسعار الأسهم، وسوف نوجز هذه الطرق كما يلي: (حيدر، 2002)

1.1.2. أثر السيولة:

إن أول هذه التأثيرات وأكثرها شيوعًا هو ما يسمى بأثر السيولة وانعكاساتها على أسعار الفائدة، وعلى اعتبار النقود إحدى مكونات الحافظة الاستثمارية، فإن زيادة كميتها في الحافظة يسبب انخفاضًا في المنافع الناجمة عن الوحدة النقدية الأخيرة، أي انخفاض المنفعة الحدية للنقود في الحافظة الاستثمارية، لذلك فإن التغيرات في عرض النقد يمكن أن تكون بديلاً عن التغيرات في العائد على النقود.

2.1.2. أثر العوائد:

إن القناة الثانية، والمهمة التي تؤثر بها النقود في أسعار الأسهم والرسملة البورصية بشكل غير مباشر، هي من خلال التغير في الطلب الفعال على السلع والخدمات. ولدينا كما يشير نموذج H&K العديد من الشواهد التي توضح بأن التغيرات في عرض

النقد مهمة في تحديد مستوى الطلب الفعال، وإن عوائد الشركات واحدة من أكثر عناصر الدخل التي تستجيب للتغيرات الحاصلة في هذا الطلب.

3.1.2. مكافأة المخاطرة:

إن الأسهم العادية هي جزء أو أحد المكونات المهمة لمجموع الثروة، وطالما أن التحركات في أسعار الأسهم تكون كبيرة فإن المستثمرين يطالبون بمكافأة مخاطر أعلى إذا كانوا يحتفظون بأسهم عادية والتي توصف أنها أكثر الاستثمارات المالية مخاطرة. وهنالك العديد من الشواهد التي تدعم وتساند هذه الفرضية. منها، أن المعدل المتوسط للعائد على أسهم الشركات أعلى وبعده نقاط، من العائد على سندات الشركات الخاصة خلال معظم الفترات من تاريخ الولايات المتحدة. فمذ عام 1871 ولغاية عام 1937 كان المعدل الكلي للعائد على الأسهم العادية نحو (8,6%) في السنة، ومعدل العائد حسب مؤشر (S&P500) منذ عام 1920 ولغاية 1960 بلغ نحو (10%)، وبالمقابل كان معدل الفائدة على السندات طويلة الأجل منذ عام 1871 ولغاية عام 1960 نحو (3,9%) ولم يتجاوز (6,5% مطلقاً). وعلى كل حال فإن تحركات أسعار الأسهم الناجمة عن التغيرات في عرض النقد يمكن أن تكون متزامنة مع التقلبات في قيمة الموجودات الأخرى في الحافظة.

إن النقطة الجوهرية التي لا بد من الإشارة إليها هي أن مكافأة المخاطرة على الأسهم العادية تتأثر بالتغيرات في عرض النقد. حيث أن التقلبات في عرض النقد تسبب زيادة في تقلب أسعار الأسهم والاقتصاد ككل، وبالتالي فإن مكافأة المخاطرة على الأسهم سوف تزداد بزيادة التغيرات في عرض النقد.

2.2- آلية الشروة:

تكون آلية الشروة قائمة على أساس الأسلوب الذي تؤثر من خلاله التغيرات في كمية النقود على صافي الشروة غير البشرية، ومن ثمة تؤثر بدورها على الطلب الكلي، وقد استخدم فريدمان آلية تأثير الشروة من خلال نظريته-النظرية الكمية الحديثة-، حيث اعتمد على محددات صافي الشروة الاسمية غير البشرية هو W_{NH} الموضحة في المعادلة التالية:(أحمد وآخرون، 2012)

$$W_{NH} = H + P_V K \dots \dots (2)$$

إذ أن كمية النقود الاسمية من النقود المدارة هي: H .

القيمة الحالية السوقية لخزين رأس المال: $P_V K$.

يتضمن التحليل تأثير بيجو، حيث يؤدي انخفاض مستوى الأسعار إلى ارتفاع القيمة الحقيقية للنقود، بينما يؤدي انخفاض مستوى الأسعار إلى زيادة معدل الفائدة من الممتلكات النقدية بصورة موجبة ومساوية لنسبة الانخفاض في الأسعار. وهذه الزيادة في القيمة الحقيقية للنقود المدارة H تنتج زيادة في صافي ثروة العوائل، وبما أن الاستهلاك هو دالة للشروة، فإن الاستهلاك يشهد زيادة. ووفقا لهذا النموذج، يمكن تحديد طريقة أخرى تمكن القوى النقدية من التأثير على أسعار الأسهم وبالتالي الرسملة البورصية، وهي بافتراض أن البنك المركزي أجرى عملية شراء من خلال عمليات السوق المفتوحة، التي تؤدي إلى زيادة الطلب على السندات و أذونات الخزينة، وبالتالي زيادة في أسعارها وانخفاض معدلات الفائدة عليها، وبصورة أولية يؤدي إلى زيادة الطلب على الأسهم بالمقارنة مع السندات الحكومية كحل بديل، ومن ثمة ترتفع أسعار الأسهم، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة الرسملة البورصية.

3- آلية تأثير سعر الصرف على أسعار الأسهم:

يؤدي التغير في سعر صرف العملة الوطنية إلى تغير في القوى الشرائية للعملة الوطنية في الخارج والعملات الأجنبية في الداخل، مما يعني حدوث تغير في أسعار السلع الوطنية في الخارج وأسعار السلع الأجنبية في الداخل، ومن ثمة حدوث تغير في الطلب على السلع الوطنية في الخارج والسلع الأجنبية في الداخل، وتتأثر بذلك أرباح شركات المساهمة المقيدة في بورصة الأوراق المالية نتيجة للتغير في الطلب على السلع الوطنية في الخارج والسلع الأجنبية في الداخل. وتتأثر رسملة بورصة الأوراق المالية بالتغيرات في سعر صرف العملة الوطنية تجاه العملات الأخرى كما يلي: (أشرف، 2000)

- يؤدي تخفيض سعر صرف العملة الوطنية تجاه العملات الأخرى إلى زيادة الاستثمارات في الأسهم، لأن تخفيض سعر الصرف يتسبب في زيادة الطلب على منتجات الشركات الوطنية، ومن ثمة زيادة أرباحها المتوقعة، مما يؤدي إلى زيادة العائد المتوقع من الاستثمار في الأسهم، فيزداد الطلب المحلي على شراء الأسهم، وترتفع أسعارها السوقية وتزداد رسملة بورصة الأوراق المالية.
- يؤدي رفع سعر صرف العملة الوطنية تجاه العملات الأخرى إلى انخفاض الاستثمار في الأسهم، نظرا لأن رفع سعر الصرف يؤدي إلى انخفاض الطلب الخارجي على منتجات الشركات الوطنية، ومن ثم انخفاض أرباحها المتوقعة، مما يؤدي إلى انخفاض أسعارها السوقية وتدني قيمة رسملة بورصة الأوراق المالية.

ولا تحدث هذه الآثار على بورصة الأوراق المالية إلا بتوافر عدد من الشروط من أهمها: مرونة الجهاز الإنتاجي، و مرونة الطلب على الواردات، ومرونة الطلب الخارجي على الصادرات، ومرونة عرض الصادرات المحلية، وضرورة توافر جهاز مصرفي ذو كفاءة عالية.

المحور الثاني: أداء المتغيرات النقدية في الاقتصاد المصري

1- المراحل التي مر بها الاقتصاد المصري:

من زاوية طبيعة النظام يمكن أن نقسم المراحل التي مر بها الاقتصاد المصري منذ عام 1961 إلى ثلاث مراحل رئيسية هي: (مختار، 2017)

1.1- المرحلة الأولى (1961-1979):

هذه المرحلة هي مرحلة رأسمالية الدولة الاحتكارية أو ما اصطلح على تسميته بمرحلة الاشتراكية، حيث كان تخصيص الموارد الاقتصادية يتم من خلال التخطيط شبه المركزي، وكان التدخل الحكومي المباشر قويا في إنتاج السلع والخدمات وتوزيع الثروة والنتاج. وكانت المشروعات الإنتاجية والخدمية الحكومية تهيمن بشكل احتكاري شبه كامل على الأسواق المحلية في الصناعة وفي الخدمات والتجارة. أي أن هذه الشركات والهيئات كانت تعمل في مناخ احتكاري يمكنها من بيع كل منتجاتها في السوق المحلي بيسر وتصدر فائض إنتاجها إلى الأسواق الخارجية بموجب اتفاقيات دفع في بعض الحالات.

2.1 المرحلة الثانية (1970-1990):

وهي مرحلة النمو التدريجي البطيء للقطاع الخاص جنبا إلى جنب مع وجود القطاع العام الذي نمت بداخله بذور التدهور البطيء بسبب النمو التدريجي للمنافسة التي فرضتها المشروعات التي أنشأها القطاع الخاص لنتج في معظم الحالات نفس السلع التي تنتجها شركات القطاع العام، وأيضا بسبب المنافسة مع السلع المستوردة من الخارج بعملات أجنبية مقومة بأسعار صرف منخفضة في معظم الحالات مقابل الجنيه.

3.1- المرحلة الثالثة (1991 حتى الآن):

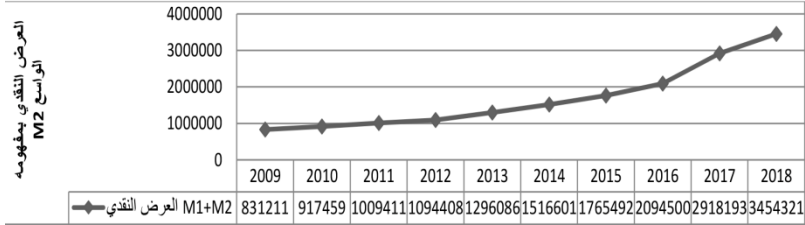
هي مرحلة التحول الأكثر سرعة (نسبيا) إلى اقتصاد السوق ونمو المنافسة وزيادة مساهمة القطاع الخاص في النشاط الاقتصادي والتقلص التدريجي للدور الحكومي في إنتاج السلع والخدمات المرتبطة به وبالتوزيع. وقد بدأت هذه المرحلة بالاتفاق مع صندوق النقد الدولي لتنفيذ برنامج الإصلاح الاقتصادي. نفذت في هذه المرحلة عملية تحويل العديد من الشركات إلى ملكية وإدارة القطاع الخاص فيما اصطلح على تسميته ببرنامج الخصخصة، ثم توقف هذا البرنامج وتركت هذه الشركات تنهش في معظمها الخسائر، وتجاهد الدولة في إنقاذ المتعثر منها.

2- وضعية العرض النقدي بمفهومه الواسع M2 في الاقتصاد المصري:

يبين الشكل أدناه تطور العرض النقدي بمفهومه الواسع M2 خلال الفترة الممتدة من سنة 2009 وإلى غاية سنة 2018، حيث يظهر هذا الشكل مبدئيا المنحى التصاعدي لقيم العرض النقدي بمصر واقترانه تقريبا بعلاقة خطية.

الشكل رقم (1): تطور العرض النقدي بمفهومه الواسع M2 في الاقتصاد المصري.

الوحدة : مليون جنيه مصري



المصدر: بيانات البنك المركزي المصري.

سجل عرض النقد في مصر تزايداً بـ 2623110 مليون جنيه مصري، وبمعدل نمو نسبته 315,56% مقابل نسبة نمو بلغت 12,9%، بقيمة 22513 مليون جنيه مصري في عام 2009، ليبلغ المجموع التراكمي لعرض النقد في نهاية عام 2018 ما قيمته 3454321 مليون جنيه مصري مقارنة مع 831211 مليون جنيه في عام 2009. ومن الملاحظ أن تلك الزيادة في عرض النقد توازي الزيادة في مستوى النشاط الاقتصادي حيث نما الناتج المحلي الإجمالي في عام 2018 بنسبة 5,4% ليلعب 953,1 مليار جنيه مقارنة مع نسبة نمو بلغت 4,9% في عام 2009.

وتعكس هذه الزيادة نمو الودائع الجارية وغير الجارية، حيث بلغت الأولى في سنة 2018 ما مقداره 814404 مليون جنيه مقابل 192609 مليون جنيه في سنة 2009، محققة نموا قدره 322,82%، بينما نمت الودائع غير الجارية بنسبة نمو قدرها 304,75% لتبلغ 2651748 مليون جنيه مقابل 655148 مليون جنيه. (البنك المركزي المصري، 2018).

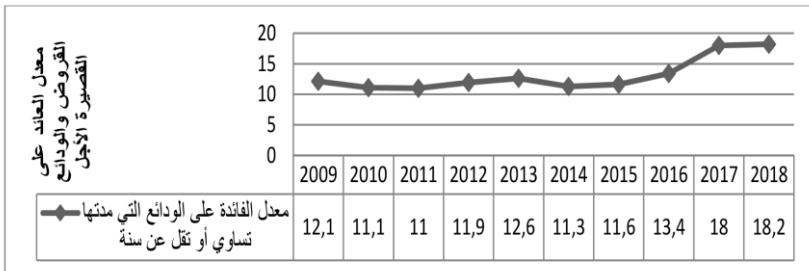
قد أدى تبني السلطة النقدية المصرية لسياسة تعويم سعر الصرف للعملة الوطنية إلى انخفاض قيمة الجنيه المصري مقابل العملات الأجنبية خاصة الدولار الأمريكي حيث كان لذلك دور أساسي في تفضيل الجمهور للاحتفاظ بكميات أكبر من النقود (عزمي،

2012)، وبالتالي زيادة أهمية الودائع الجارية. وهذا ما تظهره الإحصائيات حيث نمت الودائع الجارية بنسبة 322,82%، وهي أعلى من نسبة نمو الودائع غير الجارية 304,75%.

3- مسار معدل الفائدة على الودائع القصيرة الأجل في الاقتصاد المصري:

قام البنك المركزي برفع معدلات الفائدة على الودائع التي مدتها تساوي أو تقل عن سنة من سنة 2009 إلى 18,2% سنة 2018، من أجل احتواء الضغوط التضخمية الناتجة عن قرار تحرير سعر الصرف، وإعادة هيكلة دعم المحروقات وتطبيق ضريبة القيمة المضافة. وقد بلغ متوسط السيولة الذي قام البنك المركزي بامتصاصه نحو 455,3 مليار جنيه في نهاية جوان 2017، وارتفع ذلك الرصيد ليبلغ 537 مليار جنيه في نهاية ديسمبر 2017. كما قام البنك المركزي في 3 أكتوبر 2017 بزيادة نسبة الاحتياطي النقدي التي تلتزم البنوك بالاحتفاظ بها لدى البنك المركزي لتصبح 14% (البنك المركزي المصري، 2016).

الشكل رقم (2): مسار منحى معدل الفائدة على الودائع القصيرة الأجل خلال الفترة الممتدة من سنة 2009 وإلى غاية سنة 2018.

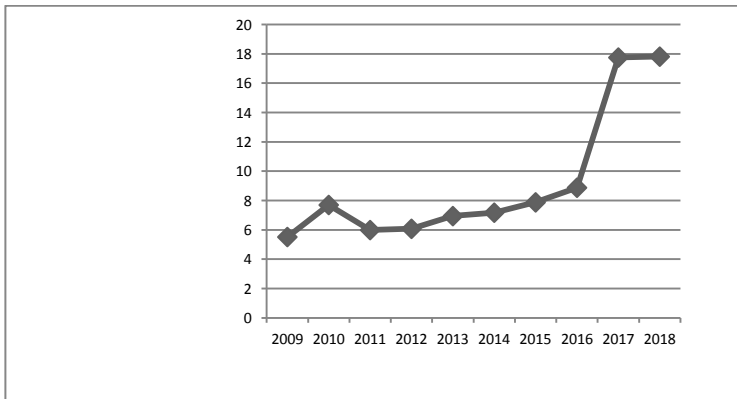


المصدر: بيانات البنك المركزي المصري.

4- تطور متوسط أسعار صرف الجنيه المصري مقابل الدولار الأمريكي:

نلاحظ في الشكل رقم (3) انخفاض متوسط أسعار صرف الجنيه المصري مقابل الدولار الأمريكي 5,5184 جنيها سنة 2009 إلى 8,88 جنيه سنة 2016 بنسبة انخفاض قدرها 60,91%، ليواصل انخفاضه إلى 17,7533 جنيه في سنة 2017 و17,8145 جنيه في سنة 2018 بنسبتي انخفاض قدرها 221,71% و222,82% على التوالي، ويعود سبب هذا الانخفاض السريع والمتواصل إلى تداعيات تطبيق قرار البنك المركزي القاضي بسياسة تعويم الجنيه المصري، والذي اتخذته الحكومة يوم 3 نوفمبر 2016. "أي ترك سعر الجنيه حرا بحسب العرض والطلب في السوق الذي يحدد السعر الحقيقي والقيمة الأصلية للجنيه بدون تدخل البنك المركزي في سعره مقابل العملات الأخرى، كخطوة من خطوات برنامج الإصلاح الاقتصادي، والذي تنفذه الحكومة منذ عام 2016. وحقق البرنامج نتائج إيجابية ساهمت في نمو حجم الاقتصاد المصري خلال الفترة الماضية." (رنا، 2018).

الشكل رقم (3): تطور متوسط أسعار صرف الجنيه المصري مقابل الدولار الأمريكي خلال الفترة الممتدة من سنة 2009 وإلى غاية سنة 2018.



المصدر: بيانات البنك المركزي المصري.

المحور الثالث: تطور أداء بورصة مصر خلال الفترة (2008-2018)

1-مراحل تطور بورصة مصر

تعد البورصة المصرية من أقدم البورصات في العالم، فقد تم إنشاء بورصة الاسكندرية عام 1888، وبلغ عدد الشركات التي كان يتم التعامل على أوراقها 290 شركة عام 1900، كما تم إنشاء بورصة القاهرة عام 1903، واحتلت بورصة الأوراق المالية المصرية المستوى الخامس عالميا في فترة الأربعينيات من القرن الماضي.

واستمرت البورصتان في نشاطهما الكبير حتى بدأت مصر في التحول إلى تطبيق سياسات التخطيط المركزي في بداية الخمسينات من القرن الماضي حيث انتشرت حركات التأميم والمصادرة، مما أدى إلى ركود البورصتين وانخفاض مستوى نشاطهما بشكل حاد. إلا أنه في فترة السبعينات ومع انتهاء سياسة الانفتاح الاقتصادي، وصدور مجموعة جديدة من القوانين والقرارات التي نظمت طريقة التعامل بالبورصة، بدأت البورصة في النشاط مرة أخرى، كما تم إنشاء الهيئة العامة لسوق المال سنة 1979.

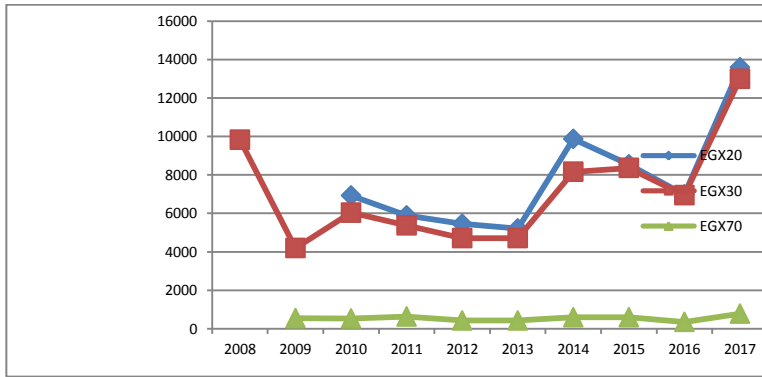
وفي فترة التسعينات من القرن الماضي واتباع سياسة الخصخصة، حدث تطور كبير في بورصة الأوراق المالية المصرية حيث تم نقل ملكية المشروعات المملوكة للدولة إلى الأفراد من خلال بورصة الأوراق المالية المصرية، كما عملت هذه الأخيرة كقناة لزيادة رؤوس أموال الشركات الخاصة، وقد تم إقرار قانون جديد لتطوير عمل البورصة المصرية هو القانون رقم 95 لسنة 1992 (محمد، 2014).

2- مؤشرات أداء البورصة المصرية

يظهر نشاط المعاملات بالبورصة المصرية خلال الفترة 2008/ 2017 ارتفاعا في كافة مؤشرات السعريّة. حيث ارتفع مؤشرها الرئيسي (EGX30) بمعدل 32,23% ليبلغ 12994,8 نقطة في نهاية ديسمبر 2017 مقابل 9872,3 نقطة في نهاية ديسمبر 2008، وسجل مؤشر البورصة المصرية (EGX20) ارتفاعا بمعدل 96,28% ليصل إلى

13593,7 نقطة في نهاية ديسمبر 2018 مقابل 6925,6 نقطة في نهاية ديسمبر 2010. كما سجل مؤشر (EXG70) ارتفاعا بمعدل 44,09% ليبلغ 782,0 نقطة في سنة 2017 مقابل 524,7 نقطة في سنة 2009. حيث استفادت كافة قطاعات البورصة المصرية من قرار التعويم وجاء على رأسها قطاع البنوك وهو يمثل نحو 40% من الوزن النسبي للسوق حيث سجل مؤشر القطاع منذ قرار التعويم أعلى مستوى بنسبة 66% في يوليو 2017، ثم قطاع العقارات وسجل مؤشره نسبة 59% ليحل ثالثا قطاع الخدمات المالية. وهذا ما يبينه الشكل أدناه:

الشكل رقم (4): تطور مؤشرات أداء البورصة المصرية خلال الفترة الممتدة من سنة 2008 وإلى سنة 2017.



المصدر: البنك المركزي المصري.

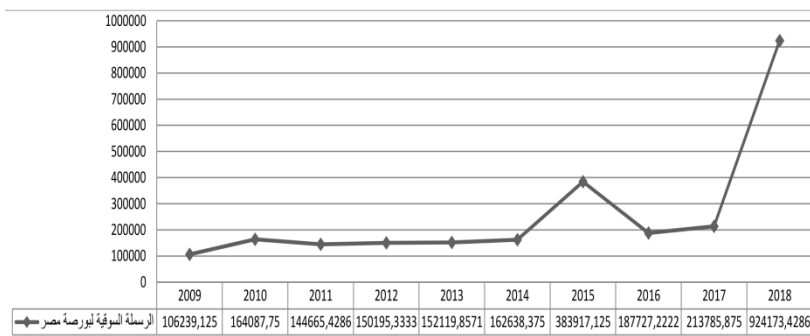
3- تطور رسملة البورصة المصرية:

حسب بيانات الشكل رقم (5)، ارتفعت رسملة البورصة المصرية بنسبة 769,90% لتبلغ في المتوسط ما مقداره 924173.429 مليون جنيه مصري في سنة 2018 مقابل 106239.125 مليون جنيه مصري في سنة 2009. "ويعود ذلك إلى زيادة عمليات الاكتتاب في الأسهم خلال سنة 2018 لتبلغ ما مقداره 75343 عملية، بعدما كانت

22693 عملية في سنة 2009. وما تجدر الإشارة إليه هنا هو أن عدد الشركات المدرجة ببورصة مصر انخفض من 319 سنة 2009 إلى 223 شركة في سنة 2018، إلا أن تنامي عمليات الاكتتاب وزيادة نشاط التداول في البورصة المصرية أدت إلى تغطية هذا الانخفاض المسجل في عدد الشركات المقيدة. " (البنك المركزي المصري، 2018).

الشكل رقم (5): تطور الرسملة السوقية للبورصة المصرية خلال الفترة الممتدة من سنة 2008 وإلى سنة 2017.

الوحدة: مليون جنيه مصري.



المصدر: البنك المركزي المصري

4- عوامل سلامة سير البورصة المصرية:

وحتى تتجنب مصر اندلاع أزمات مالية بها، يجب التأكيد على عدد من النقاط: (أمان، 2011)

- يجب التعامل مع تدفقات رأس المال الأجنبي بقدر أكبر من الحذر، وتجنب الاعتماد المتزايد على رؤوس الأموال الأجنبية وخاصة قصيرة الأجل، حيث إنهما تحمل قدرا من الخطورة. لذلك فيجب مراقبة نسبة الدين الأجنبي القصير الأجل إلى الاحتياطيات الأجنبية لديها حيث يعد إحدى مؤشرات استقرار النظام المالي. كما يجب إدارة تدفقات رؤوس الأموال الداخلة بحذر لضمان استخدامها في تمويل استثمارات منتجة، وألا توجه إلى زيادة في الاستهلاك (كما حدث في أزمة المكسيك 1994)، أو لتمويل استثمارات

تتسم بطابع المضاربة (كما حدث في الأزمة الآسيوية)، وألا تكون السبب في حدوث عدم استقرار اقتصادي كلي في المستقبل، مثلما حدث في العديد من الدول التي شهدت اندلاع أزمات مالية.

إن الانفتاح على الأسواق المالية الدولية والتعقيد المتزايد لعملية إدارة النقود في البيئة الأكثر انفتاحا التي اختارت مصر أن تعمل بها، يفرض على مصر ضرورة اتباع سياسات اقتصادية سليمة ومنضبطة (على الرغم من أن ذلك لا يضمن بالضرورة استقرار تدفقات رؤوس الأموال أو عدم اندلاع أزمات مالية بفعل أثر العدوى). كما أنه في حالة وجود اقتصاد مفتوح (أي اقتصاد يتصف بحرية التجارة وحرية انتقالات رؤوس الأموال) فإن التنسيق بين السياسات النقدية والمالية أمر ضروري حيث أن المقاييس التي تطبق في إحدى السياسات تؤثر على السياسة الأخرى. أما عدم وجود تنسيق فيترتب عليه العديد من الآثار السلبية، والتي تتضمن عدم الاستقرار المالي والأداء الاقتصادي غير السليم بشكل عام، خاصة وأنه قد اتضح أن وجود أي خطأ في مجال السياسات الاقتصادية في ظل العولمة المالية التي اندلعت من قبل قد كشفت عن التكاليف التي من الممكن أن تظهر عندما تخفف الدولة من رقابتها. لذا فمن الضروري مراعاة تناغم الأساسيات الاقتصادية مثل معدل التضخم وسعر الفائدة وسعر الصرف ومعدل الادخار ومعدل الاستثمار.

إن تقوية القطاع المالي والمصرفي أمر ضروري لتجنب اندلاع أزمات مالية، فالعمل على تقوية القطاع المالي والنظام المصرفي سيساعد على مواجهة ما يعرف بأثر العدوى، وتوفير المرونة الكافية لمواجهة الصدمات الخارجية والقيام بالتصحيحات اللازمة إذا ما تم التعرض لأزمة أو أثر عدوى، كما أن العمل على توفير قدر من السلامة المالية وتشجيع وتعميق القطاع المالي سيساعدان على جمع المدخرات التي هناك حاجة إليها في تمويل النمو.

المحور الرابع: الدراسة القياسية

1- الطريقة المستخدمة ومتغيرات الدراسة

1.1- الطريقة المستخدمة

نستخدم في هذا التحليل المتوسطات السنوية لمؤشرات رسملة بورصة مصر (cap) ، وسعر صرف الجنيه المصري مقابل الدولار الأمريكي (tcm) ، وعرض النقد (M2)، ومعدل الفائدة على الودائع لأقل من سنة (r). تشمل هذه المؤشرات فترة زمنية قدرها خمسة عشر سنة تمتد من سنة 2004 إلى غاية سنة 2018. وقد تم الحصول على هذه البيانات من النشرات الشهرية الصادرة عن البنك المركزي المصري (أنظر الملحق 1). كما تم إخضاع سلاسل هذه المتغيرات لاختبارات الاستقرار والسببية للتأكد من مدى صحة العلاقة التي تربط بين رسملة بورصة مصر والمتغيرات النقدية.

2.1- متغيرات الدراسة

تؤخذ كل القيم باللوغاريتم الطبيعي نظرا لعدم تجانس الوحدات فيما بين متغيرات الدراسة، لتصبح **متغيرات الدراسة** من الشكل التالي:

$\ln(\text{cap})$: لوغاريتم الرسملة للبورصة المصرية.

$\ln(\text{tcm})$: لوغاريتم أسعار صرف الجنيه المصري مقابل الدولار الأمريكي.

$\ln(\text{om})$: لوغاريتم العرض النقدي M2.

$\ln(r)$: لوغاريتم معدل الفائدة على الودائع لأقل من سنة.

2- اختبارات الاستقرار:

أحد الشروط الأساسية للتكامل هو أن تكون سلاسل المتغيرات المدروسة مستقرة من نفس الدرجة، ونستعمل في هذه المرحلة اختبار ديكي فولر المطور ADF للجذور الوحودية حيث يقوم هذا الاختبار على الفرضيتين التاليتين: (محمد، 2016)

الفرضية العدمية: $H_0 : \Phi_j = 1$

الفرضية البديلة: $H_1 : |\Phi_j| < 1$

عندما تكون قيمة ديكي فولر المحسوبة أكبر من القيمة الجدولية، نقبل الفرضية العدمية H_0 ، ونجزم بوجود جذور وحدوية وعدم استقرار السلاسل الزمنية.

1.2- تحديد درجة التأخير:

من أجل تحديد النموذج المعرف للسلسلة المستقرة نحاول دراسة أكثر من صيغة رياضية مرشحة، وهذا حسب الرتبة (p)، ويكون النموذج المختار هو ذلك النموذج الذي يعطي أقل قيمة لمعاري (Akaike و Schwartz) (حمود، 2012). والجدول الموالي يوضح هذه القيم:

الجدول رقم (1): درجات التأخير الموافقة لمعاري **Akaike** و **Schwarz**.

معيار schwarze	معيار Akaike	درجة التأخير	السلسلة
2.3150	2.1781	1	Ln(cap)
1.7874	1.5854	2	
2.3150	2.1781	3	
(1.6951)	(1.8321)	1	Ln(om)
(1.6951)	(1.8321)	2	
(1.6951)	(1.8321)	3	
(0.6509)	(0.8248)	1	Ln(tcm)
(0.6509)	(0.8248)	2	
(1.0657)	(1.2828)	3	
0.0056	(0.1313)	1	Ln(r)
0.0056	(0.1313)	2	
0.0056	(0.1313)	3	

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات برنامج 9.5 views.eviews.

بتطبيق اختبار ديكي فولر (DF) على السلسلة نجد أن $p=2$ هو معامل التأخير الذي يدنى اختباري أكايك (Akaike) و (Schwartz) للنماذج الثلاثة.

2.2- نتائج اختبار ديكي فولر المطور:

ويطبق هذا الاختبار باستعمال برنامج *Eviews*، تحصلنا على النتائج المبينة في الجدول التالي لاستقرارية السلاسل:

الجدول رقم (2): قيم إحصائتي ديكي فولر المحسوبة والجدولية لسلاسل المتغيرات المدروسة.

القرار	قيمة إحصائية <i>ADFcal</i>			<i>ADFtab</i>	نوع النموذج	السلسلة
	القيم المخرجة 1%	القيم المخرجة 5%	القيم المخرجة 10%			
غير مستقرة	(4.9922)	(3.8753)	(3.3883)	(4.9941)	1	<i>Ln(cap)</i>
	(4.0044)	(3.0988)	(2.6904)	(1.9658)	2	
	(2.7549)	(1.9709)	(1.6036)	0.7583	3	
غير مستقرة	(4.8000)	(3.7911)	(3.3422)	(5.6712)	1	<i>Ln(om)</i>
	(4.0044)	(3.0988)	(2.6904)	0.9900	2	
	(2.7406)	(1.9684)	(1.6043)	1.9254	3	
غير مستقرة	(4.8864)	(3.8289)	(3.3629)	1.7456	1	<i>Ln(tcm)</i>
	(4.0579)	(3.1199)	(2.7011)	2.9199	2	
	(2.7406)	(1.9684)	(1.6043)	1.6538	3	
غير مستقرة	(4.8000)	(3.7911)	(3.3422)	(3.4399)	1	<i>Ln(t)</i>
	(4.0044)	(3.0988)	(2.6904)	(2.4582)	2	
	(2.7549)	(1.9709)	(1.6036)	0.4170	3	

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات برنامج *eviews 9.5*.

نلاحظ أن القيم المحسوبة في المستويات الثلاث (1%، 5%، 10%) ليست أقل من القيم الجدولية في جميع النماذج، وعليه نقبل الفرضية البديلة التي تقضي بعدم استقرار سلاسل الرملة السوقية لبورصة مصر *CAP*، والعرض النقدي *M2*، ومتوسط أسعار صرف الجنيه المصري مقابل الدولار الأمريكي، ومعدل الفائدة على الودائع لأقل من سنة عند المستوى.

بعد إعادة إجراء اختبار ديكي فولر الموسع على سلاسل الفروقات للمتغيرات المدروسة، وجدنا أن سلسلتي معدل الفائدة على الودائع لأقل من سنة والرملة السوقية لبورصة مصر تستقران عند الدرجة الأولى، بينما تستقر سلسلتي متوسط أسعار صرف الجنيه المصري مقابل الدولار الأمريكي والعرض النقدي *M2* في الدرجة الثانية.

"فالملاحظ أن هناك اختلاف في درجات تكامل السلاسل الزمنية المستخدمة في التحليل، ومن ثمة لا وجود لمشكلة التكامل المشترك التي تشترط أن تكون جميع السلاسل ذات نفس الدرجة من التكامل، لذلك لا يمكن تطبيق نموذج تصحيح الخطأ أثناء عملية التقدير" (عبد الرزاق، 2014).

3- تقدير نموذج VAR:

لتقدير نموذج شعاع الانحدار الذاتي VAR يتعين التعامل مع السلاسل المستقرة، وتحديد المعادلة التالية:

$$d\ln(\text{cap}) = f(\text{ddl}\ln(\text{om}), \text{ddl}\ln(\text{tcm}), \text{d}\ln(r)) \dots (3)$$

حيث:

$\text{d}\ln(\text{cap})$: التفاضل الأول للوغاريتم الرسملة للبورصة المصرية.

$\text{ddl}\ln(\text{tcm})$: التفاضل الثاني للوغاريتم أسعار صرف الجنيه المصري مقابل الدولار الأمريكي.

$\text{ddl}\ln(\text{om})$: التفاضل الثاني للوغاريتم العرض النقدي M2.

$\text{d}\ln(r)$: التفاضل الأول للوغاريتم معدل الفائدة على الودائع لأقل من سنة.

1.3- تقدير نماذج الVAR:

نموذج VAR للرسملة السوقية للبورصة المصرية:

$$\begin{aligned} d\ln(\text{CAP}) = & 0.0928d\ln(\text{cap}_{t-1}) + 0.1977d\ln(\text{om}_{t-1}) - 0.7098d\ln(r_{t-1}) - \\ & 0.0113d\ln(r_{t-2}) + 2.8335ddl\ln(\text{tcm}_{t-1}) + 6.6045ddl\ln(\text{tcm}_{t-2}) + \\ & 0.5809ddl\ln(\text{om}_{t-1}) + 3.8736ddl\ln(\text{om}_{t-2}) - 0.1384 \dots (4) \end{aligned}$$

نموذج VAR لمعدل الفائدة على الودائع لأقل من سنة:

$$\begin{aligned} d\ln(r) = & 0.2663d\ln(\text{cap}_{t-1}) + 0.0880d\ln(\text{cap}_{t-2}) + 1.5961d\ln(r_{t-1}) - \\ & 0.1652d\ln(r_{t-2}) - 0.9517ddl\ln(\text{tcm}_{t-1}) + 1.9384ddl\ln(\text{tcm}_{t-1}) + \\ & 0.8845ddl\ln(\text{om}_{t-1}) - 1.3290ddl\ln(\text{om}_{t-2}) + 0.8845 \dots (5) \end{aligned}$$

نموذج VAR لسعر صرف الجنيه المصري مقابل الدولار الأمريكي:

$$\begin{aligned} \text{ddln}(tcm) = & \\ & 0.6360\text{dln}(\text{cap}_{t-1}) + 0.4401\text{dln}(\text{cap}_{t-2}) + 3.6106\text{dln}(r_{t-1}) + \\ & 0.2267\text{dln}(r_{t-2}) - 4.0566\text{ddln}(tcm_{t-1}) + 3.6122\text{ddln}(tcm_{t-2}) + \\ & 5.1560\text{ddln}(om_{t-1}) - 2.0476\text{ddln}(om_{t-2}) - 0.1455\dots(6) \end{aligned}$$

نموذج VAR للعرض النقدي الواسع M2:

$$\begin{aligned} \text{ddln}(om) = & \\ & 0.1170\text{dln}(\text{cap}_{t-1}) + 0.0899\text{dln}(\text{cap}_{t-2}) + 1.0102\text{dln}(r_{t-1}) + \\ & 0.0153\text{dln}(r_{t-2}) - 1.0113\text{ddln}(tcm_{t-1}) + 0.8272\text{ddln}(tcm_{t-2}) + \\ & 0.9823\text{ddln}(om_{t-1}) - 0.7794\text{ddln}(om_{t-2}) - 0.0175\dots(7) \end{aligned}$$

2.3- اختبار معنوية معاملات النموذج:

تبين بيانات الملحق رقم (2) أن جميع الاحتمالات الموافقة لمعاملات النماذج الثلاث لأشعة الانحدار الذاتي تفوق 5% باستثناء المعاملين C32 وC35، وهذا ما يدل على المعنوية الإحصائية لهذين المعاملين. وبالتالي وجود علاقة عكسية فيما بين الفروقات الثانية لأسعار الصرف المتأخرة بفترة واحدة والعرض النقدي الواسع M2، وعدم وجود تأثير واضح لمتغيرات العرض النقدي، و أسعار الصرف الجنيه المصري مقابل الدولار الأمريكي، ومعدل العائد على الودائع لأقل من سنة على الرسمة السوقية لبورصة مصر في المدى الطويل .

4. اختبار جرانجر: نحاول في هذه المرحلة دراسة العلاقة الموجودة بين متغيرات الدراسة في المدى القصير. "ويشترط استعمال اختبار جرانجر أن تكون المتغيرات المستعملة مستقرة من نفس الدرجة" (فتححي، محمد، 2004). وعليه نستعمل السلاسل التالية:

$\text{dln}(\text{cap})$: التفاضل الأول للوغاريتم الرسمة للبورصة المصرية.

$\text{dln}(r)$: التفاضل الأول للوغاريتم معدل الفائدة على الودائع لأقل من سنة.

وعليه نستطيع كتابة نموذج VAR كما يلي:

$$dln(cap) = \sum_{i=1}^n \alpha_i dln(r)_{t-i} + \sum_{i=1}^n \beta_i dln(cap)_{t-i} + u_{1t} \dots (8)$$

$$dln(r) = \sum_{i=1}^n \lambda_i dln(r)_{t-i} + \sum_{i=1}^n \theta_i dln(cap)_{t-i} + u_{2t} \dots (9)$$

نستعمل الفرضيتين التاليتين لاختبار العلاقة السببية فيما بين المتغيرين $dln(r)$ و $dln(cap)$:

$H_0: \alpha_i=0$ أي : التغيرات الحاصلة في معدل الفائدة على الودائع لأقل من سنة لا تتسبب في التغيرات الحاصلة في الرملة السوقية لبورصة مصر.

$H_0: \theta_i=0$ أي : التغيرات الحاصلة في رملة بورصة مصر لا تتسبب في التغيرات الحاصلة في معدل الفائدة على الودائع لأقل من سنة.

1.4- نتائج اختبار السببية:

وباستعمال برنامج eviews 9.5 تحصلنا على النتائج الموضحة في الجدول التالي:

الجدول رقم (4): نتائج اختبار جرانجر للسببية

NullHypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
DLR does not Granger Cause DLCAP	12	8.46385	0.0135
DLCAP does not Granger Cause DLR		0.99412	0.4169

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات برنامج eviews 9.5.

نلاحظ أن الاحتمال الموافق للفرضية العدمية H_0 الموضحة في السطر الثاني من الجدول أعلاه أقل من 0.05. وبالتالي نرفض هذه الفرضية ونقبل الفرضية البديلة، والتي مفادها أن التغيرات الحاصلة في معدل الفائدة على الودائع لأقل من سنة تتسبب في التغيرات الحاصلة في الرملة السوقية لبورصة مصر في المدى القصير.

الاحتمال الموافق للفرضية العدمية الموضحة في السطر الأخير أكبر من 0,05. وعليه نقبل الفرضية العدمية ونرفض الفرضية البديلة. وبالتالي التغيرات الحاصلة في رملة بورصة مصر لا تتسبب في التغيرات الحاصلة في معدل الفائدة على الودائع لأقل من سنة في المدى القصير.

2.4- تقدير نموذج السببية من معدل الفائدة dlr نحو الرسملة للبورصة المصرية $dlcap$:

$$dlcap = 3.0271dlr_{t-1} + 1.1295dlr_{t-1} - 0.3650dlcap_{t-1} - 0.0126dlcap_{t-2} \dots (10)$$

Prob 0.00220.3766 0.3646 0.9565

$R^2=0.8017$, $R^2=0.7274$, sum squardresid=2.4429, $F_C=8.4638$

نلاحظ أن الاحتمال الموافق للتفاضل الأول ل dlr أقل من 0,05، وبالتالي يمكن الحكم على معنويته الإحصائية وقدرته في تفسير تغيرات رسملة بورصة مصر. وعليه كلما زادت التغيرات الحاصلة في معدلات الفوائد المتأخرة dlr_{t-1} بوحدة واحدة، ارتفعت التغيرات الحاصلة في رسملة بورصة مصر ب 3.0271 وحدة.

5- التقييم الاقتصادي:

-توجد علاقة سلبية فيما بين فروقات معدلات الفائدة على الودائع لأقل من سنة وفروقات رسملة بورصة مصر *في* / على المدى الطويل، وهي غير واضحة (غير معنوية) حسب نتائج الملحق (2). وتتوافق إشارة هذه العلاقة إلى ما توصل إليه الجانب النظري من الدراسة، إذ يؤدي ارتفاع أسعار الفائدة إلى زيادة معدلات العائد التي يطلبها المستثمر على الأوراق المالية بما يؤدي إلى انخفاض القيمة السوقية للأوراق المالية المتداولة وبالتالي تدني رسملة بورصة الأوراق المالية. وتدعم نتيجة اختبار جرانجر وجود هذه العلاقة السببية النظرية من معدل الفائدة على الودائع لأقل من سنة إلى رسملة بورصة مصر على المدى القصير، بمعنى أن التغيرات في معدل الفائدة على الودائع لأقل من سنة تتسبب في التغيرات الحاصلة في رسملة بورصة مصر على المدى القصير.

هناك تأثير موجب غير واضح (غير معنوي حسب نتائج الملحق (2)) لفروقات أسعار صرف الجنيه المصري على فروقات رسملة بورصة مصر *في* /على المدى الطويل. إذ يتنافى هذا التأثير مع طبيعة العلاقة النظرية الموجودة بين سعر الصرف ورسملة بورصة الأوراق المالية، حيث كلما انخفضت أسعار الصرف زاد الطلب على منتجات الشركات

المدرجة في بورصة الأوراق المالية وارتفعت أرباحها، وهذا ما يؤدي بدوره إلى ارتفاع القيم السوقية لأسهمها وبالتالي زيادة رسملة بورصة الأوراق المالية.

وما تجدر الإشارة إليه أن تخفيض قيمة العملة المصرية في 14 مارس 2016 أدى إلى ارتفاع مساهمة المستثمرين الأجانب كنسبة مئوية من إجمالي قيمة الأسهم المتداولة من 6,70% في فيفري 2016 إلى 35% في 15 مارس 2016، لكن من الملاحظ بعد شهر من إجراءات التخفيض في قيمة الجنيه المصري، بدأ هناك تذبذب واضح بين الارتفاع والانخفاض في مؤشر البورصة المصرية، وهذا ناتج عن الفروق السعرية الواضحة والمغالاة في قيمة الجنيه المصري مقابل الدولار الأمريكي (خالد، 2016).

بينما ظهر أثر تعويم الجنيه المصري بعد عام من قرار اتخاذه في نوفمبر 2016 حيث أدى إلى انتعاش البورصة المصرية وارتفاع رسملتها من 187727,2222 مليون جنيه مصري في سنة 2016 إلى 213785,875 مليون جنيه مصري في سنة 2017 وفقا لبيانات الشكل رقم (5)، حيث عزز قرار تعويم الجنيه المصري من ثقة المستثمر الأجنبي في البورصة المصرية وجعلهم يتخذون قرار شراء أسهمها (محمد، 2017)، وهذا الأمر تسبب في زيادة أسعارها وتحسين مؤشرات البورصة المصرية بما فيها مؤشر الرسملة.

توجد علاقة موجبة بين تقلبات العرض النقدي ورسملة بورصة مصر في / على المدى الطويل، وهي غير معنوية وفقا لبيانات الملحق رقم (2). وتتوافق إشارة هذه العلاقة مع تحليل ييجو في عنصر آلية الثروة الذي يشير إلى إمكانية البنك المركزي التأثير على الأسعار السوقية للأسهم وبالتالي رسملة بورصة الأوراق المالية من خلال زيادة العرض النقدي أي قيامه بعملية شراء الأوراق المالية من خلال عمليات السوق المفتوحة، التي تؤدي إلى زيادة الطلب على السندات، وبالتالي زيادة أسعارها وانخفاض معدلات الفائدة عليها، وهذا ما ينجم عنه زيادة الطلب على الأسهم بالمقارنة مع السندات، ومن ثمة ترتفع أسعار الأسهم، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة الرسملة البورصية.

من الجدير بالذكر أنه أعقاب قرار البنك المركزي المصري بوضع قيود على ودائع العملات الأجنبية (خفض العرض النقدي) والسحب في أوائل فيفري 2016، انخفضت مستويات محفظة الاستثمارات الأجنبية إلى أقل من 2,87% في فيفري 2016، في حين أثر قرار إزالة القيود على الودائع الدولارية والسحب (زيادة العرض النقدي) في مارس 2016 بالإيجاب على البورصة المصرية (خالد، 2016).

خاتمة: أظهر اختبار ديكي فولر المطور عدم وجود علاقة توازنية طويلة الأجل فيما بين المتغيرات النقدية الممثلة في العرض النقدي بمفهومه الواسع M2، و معدل الفائدة على الودائع لأقل من سنة r_t ، وسعر صرف الجنيه المصري مقابل الدولار الأمريكي tc_m ، ورملة بورصة مصر cap . وبين اختبار جرانجر للسببية وجود علاقة إيجابية أحادية الاتجاه تتجه من معدل الفائدة على الودائع لأقل من سنة نحو رملة البورصة المصرية في الأجل القصير. وتتطابق هذه النتيجة مع نتيجة الجانب النظري التي تنص على أن ارتفاع أسعار الفائدة يؤدي إلى زيادة معدلات العائد التي يطلبها المستثمر على الأوراق المالية وبالتالي انخفاض كل من القيمة السوقية للأوراق المالية المتداولة ورملة البورصة.

بينما كشفت نماذج أشعة الانحدار الذاتي عن وجود تأثيرات غير واضحة لكل من معدل الفائدة على الودائع لأقل من سنة، و سعر صرف الجنيه المصري، والعرض النقدي بمفهومه الواسع على رملة بورصة مصر في/ على المدى الطويل. وهذا ما يشير إلى وجود بعض التكامل فيما بين القطاع النقدي وبورصة مصر حيث تبين أساليب الإحصاء الوصفي المستخدمة في المحاور الأولى أن رملة بورصة مصر تأخذ منحى تصاعديا بالموازاة مع منحنيات أسعار الصرف للجنيه المصري، ومعدلات الفائدة على الودائع لأقل من سنة، والعرض النقدي الواسع M2.

وفي الواقع، أثر قرار إزالة القيود على الودائع الدولارية والسحب في مارس 2016 إيجابا على البورصة المصرية، وأدى إلى ارتفاع مساهمة المستثمرين الأجانب كنسبة مئوية

من إجمالي قيمة الأسهم المتداولة. بينما ظهر تأثير قرار تعويم سعر صرف الجنيه المصري بعد عام من تاريخ اتخاذه إيجابيا على بورصة مصر، حيث ساهم هذا الإجراء في تعزيز ثقة المستثمرين الأجانب وتحفيزهم في الاستثمار في البورصة المصرية، وهذا ما أدى بدوره إلى انتعاش مؤشراتهما وزيادة رسملتها.

المراجع

- بلدغم، ف، وبن بوزيان، م.، (2004). التحرير المالي والبنكي والتنمية الاقتصادية، مداخلة مقدمة ضمن فعاليات الملتقى الدولي الموسوم بالسياسات الاقتصادية في الجزائر الواقع والأفاق، جامعة أبو بكر بلقايد، تلمسان، الجزائر.
- البنداري عبد الوهاب، خ.، (2016). تأثير الفروق في سعر صرف الجنيه المصري على الاقتصاد المصري، اتحاد الغرف العربية، بيروت، لبنان.
- ثابت حسن علي م.، (2014). أثر السياسة النقدية على أسواق الأوراق المالية في ظل استهداف التضخم بالتطبيق على مصر، أطروحة دكتوراه في الاقتصاد، قسم الاقتصاد، كلية التجارة، جامعة أسيوط، مصر.
- رزق بخيت صليب، أ.، (2011). مخاطر العوامة المالية على الأسواق المالية الناشئة مع إشارة خاصة لمصر، رسالة مقدمة لنيل درجة الماجستير في الاقتصاد، قسم الاقتصاد، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، جامعة القاهرة، مصر.
- عبد الستار فاخر ح.، (2002). التحليل الاقتصادي لتغيرات أسعار الأسهم (منهج الاقتصاد الكلي)، دار المريخ، الرياض، المملكة العربية السعودية.
- محمد السيد سيد أحمد أ.، (2000). قياس تأثير سياسة تحرير سعر الفائدة على نشاط سوق الأوراق المالية، رسالة ماجستير في الإقتصاد، قسم الاقتصاد، كلية التجارة، جامعة الزقازيق، القاهرة، مصر.

- الخطاب م.، (2017). قطاع الأعمال العام (المشكلة والعلاج من منظور واقعي)، المجلة المصرية للتنمية والتخطيط، معهد التخطيط القومي، مصر.
- حسن الهيتي أ، وفخر الدين أيوب أ.، (2012). دور السياسات النقدية والمالية في النمو الاقتصادي، مجلة جامعة الأنبار للعلوم الاقتصادية والإدارية، جامعة الأنبار، العراق.
- سيلم ح.، (2012). دراسة قياسية للتنبؤ بدالة الطلب على النقد في الجزائر، أبحاث اقتصادية وإدارية، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر.
- صبيح م.، (2017). خبراء عن البورصة بعد عام من التعميم صعدت بنسبة 68 بالمئة خلال سنة، جريدة البلاد، <https://www.elbalad.news>.
- عبد الصادق، ر.، (2018). بعد مرور عامين... حصاد التعميم في أرقام، جريدة التحرير، <https://www.tahrirnews.com/Story/1204978>.
- عوض وصفي ع.، (2012). "تقديرات عرض النقد في فلسطين"، مجلة الجامعة الإسلامية للدراسات الاقتصادية والإدارية، الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين.
- كبوط ع.، (2014). "محاولة قياسية لنمذجة العوامل المحددة لسعر الفائدة في الاقتصاد الجزائري للفترة 1988-2011 باستخدام أشعة الانحدار الذاتي"، مجلة العلوم الإنسانية، جامعة أحمد بن بلة، وهران، الجزائر.
- مراس م.، (2016). أثر أسعار البترول على مؤشرات الاقتصاد الكلي الجزائري، مجلة نور للدراسات الاقتصادية، المركز الجامعي نور البشير، البيض، الجزائر.
- البنك المركزي المصري، (2018). النشرة الشهرية لشهر ديسمبر، مصر.
- البنك المركزي المصري، (2009). النشرة الشهرية لشهر ديسمبر، مصر.
- البنك المركزي المصري، (2016/ 2017). التقرير السنوي، مصر.

الملاحق:

الملحق رقم (1): تطور متغيرات الدراسة خلال الفترة الممتدة من سنة 2004 وإلى غاية سنة 2018.

السنوات	Cap (مليون جنيه مصري)	Tcm	Om (مليون جنيه مصري)	r%
2004	97413.7777	6.2273	863942.3333	13.27
2005	105982.1429	5.7787	499391.4444	13.35
2006	110653.3750	5.7483	563110.7500	6.9
2007	14962.7500	5.6157	657744.2500	13.46
2008	139949.7500	5.4750	770144.2500	12
2009	106239.1250	5.5184	830824.5000	12.1
2010	164087.7500	5.7027	919551.0000	11.1
2011	144665.4286	5.9914	1009669.875	11
2012	150195.3333	6.0771	1095235.1250	11.9
2013	152119.8571	6.9439	1297924.3750	12.6
2014	162638.3750	7.1775	1513187.8750	11.3
2015	383917.1250	7.8801	1775658.5000	11.6
2016	187727.2222	8.8800	2098246.3750	13.4
2017	213785.875	17.7533	2922413.6250	18
2018	924173.4286	17.8145	3443997.2860	18.5

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على النشرات الشهرية الصادرة عن البنك المركزي المصري.

الملحق رقم (2): الاحتمالات الموافقة لمعاملات نماذج الVAR للمتغيرات المدروسة.

	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C(1)	0.092875	1.287947	0.072111	0.9443
C(2)	0.197791	0.724742	0.272913	0.7918
C(3)	-0.709892	3.804310	-0.186602	0.8566
C(4)	-0.011353	1.163575	-0.009757	0.9925
C(5)	2.833532	3.395387	0.834524	0.4282
C(6)	6.604568	6.862281	0.962445	0.3640
C(7)	0.580936	9.954087	0.058362	0.9549
C(8)	3.873610	1.934516	2.002366	0.0802
C(9)	-0.138495	0.458866	-0.301819	0.7705
C(10)	0.266311	0.775438	0.343433	0.7401
C(11)	0.088014	0.436347	0.201707	0.8452
C(12)	1.596181	2.290471	0.696879	0.5056
C(13)	-0.165233	0.700557	-0.235860	0.8195
C(14)	-0.951784	2.044270	-0.465586	0.6539
C(15)	1.938439	4.131592	0.469175	0.6515
C(16)	0.884522	5.993083	0.147590	0.8863
C(17)	-1.329090	1.164719	-1.141125	0.2868
C(18)	-0.035103	0.276271	-0.127059	0.9020
C(19)	0.636007	0.733623	0.866940	0.4112
C(20)	0.440137	0.412817	1.066180	0.3175
C(21)	3.610656	2.166958	1.666233	0.1342
C(22)	0.226726	0.662779	0.342084	0.7411
C(23)	-4.056647	1.934033	-2.097507	0.0692
C(24)	3.612288	3.908797	0.924143	0.3824
C(25)	5.156020	5.669908	0.909366	0.3897
C(26)	-2.047619	1.101912	-1.858241	0.1002
C(27)	-0.145590	0.261373	-0.557020	0.5928
C(28)	0.117020	0.117661	0.994552	0.3491
C(29)	0.089959	0.066209	1.358715	0.2113
C(30)	1.010264	0.347545	2.906859	0.0197
C(31)	0.015370	0.106299	0.144588	0.8886
C(32)	-1.011316	0.310187	-3.260340	0.0115
C(33)	0.827225	0.626907	1.319533	0.2235
C(34)	0.982328	0.909361	1.080240	0.3115
C(35)	-0.779451	0.176729	-4.410434	0.0023
C(36)	-0.017568	0.041920	-0.419075	0.6862

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات برنامج 9.5 eviews.