

## دراسة تحليلية للعلاقة بين تعاملات المستثمرين الأجانب ونشاط سوق المال المصري

### Analytical Study for the Relationship between Foreign Investors Transactions and the Activity of Egyptian Capital Market

د / نسرين محمد حفيضة

مدرس ادارة الأعمال

المعهد العالى للحاسبات والمعلومات وتكنولوجيا الادارة - طنطا

#### المخلص :

لقد استهدف هذا البحث تحليل العلاقة بين تعاملات المستثمرين الأجانب ونشاط سوق المال المصري ، حيث قامت الباحثة بتناول الجانبين النظرى والتطبيقى لهذا الموضوع الحيوى ، وذلك بعرض الأبعاد النظرية المختلفة والدراسات السابقة ، وكذلك باجراء الدراسة التطبيقية عن الفترة من يناير ٢٠١٢ حتى ديسمبر ٢٠١٩ ، وقد تم جمع البيانات الربع سنوية عن : مقياسين لتعاملات كل من المستثمرين الأجانب العرب وغير العرب ، هما نسبة التعاملات وصافى المشتريات (أو المبيعات) ، وكذلك عن ثلاثة مؤشرات لنشاط السوق المصري هي : قيمة التداول ، حجم السوق مقاسا برأس المال السوقي ، وعائد مؤشر السوق EGX-100 .

وباجراء التحليل الاحصائى للبيانات، أوضحت النتائج : عدم وجود ارتباط طردى معنوى بين تعاملات المستثمرين الأجانب العرب وغير العرب باستخدام كلا المقياسين وبين كل من : قيمة التداول ، حجم السوق وعائد مؤشر السوق المصري باستثناء وجود ارتباط طردى معنوى بين صافى المشتريات(او المبيعات) لغير العرب وبين حجم السوق .

وبذلك توصلت الباحثة الى ضعف الدور الايجابي لتعاملات المستثمرين الأجانب في سوق المال المصري ، وقدمت عدة توصيات لتحسين هذا الدور .  
**الكلمات المفتاحية :**

التحرير المالي لأسواق المال - استثمارات المحفظة الأجنبية - تعاملات المستثمرين الأجانب العرب وغير العرب - نشاط سوق المال المصري - قيمة التداول - حجم السوق- عائد مؤشر السوق .

### **Abstract :**

This research has aimed to analyze the relation between foreign investors' transactions and Egyptian capital market.

The researcher has analyzed this critical topic from both theoretical and empirical sides, that is by presenting of different theoretical dimensions , literature review and also by the empirical study for the time period from January 2012 to December 2019.

Quarterly data has been collected about : two measures of both Arab and not Arab foreign investors , they are : ratio of transactions and net purchases (or sales) ,and also data has collected about three indicators of the activity of capital market: trading value, market size measured by market capitalization, and return of EGX-100 index .

By proceeding the statistical analysis of data , the results have indicated that there was no significant positive correlation between Arab and not Arab foreign investors transactions and between : trading value, market size , return of Egyptian market

index, where there was exception that significant positive correlation between net purchasing (or sales) of not Arab investors and market size .

The researcher has concluded to weakness of positive role of foreign investors transactions in the activity of Egyptian capital market , and presented some recommendations to improve this role .

### **Key words:**

Liberalization of capital markets - foreign portfolio investment-foreign investors transactions – Activity of Egyptian capital market - trading value - market size - return of market index .

### **المقدمة :**

هناك العديد من التغيرات الجوهرية التي حدثت في النظام المالي الدولي International Financial System خلال الربع الأخير من القرن الماضي ، وكان من أبرزها تخفيض القيود على تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية إلى أسواق المال ، والذي ساعد على توفير وزيادة درجة تنوع الفرص الاستثمارية في كل من الدول المتقدمة والنامية ( Agu et al , 2019 ) .

ونظرا لعدم كفاية المدخرات المحلية في الدول النامية لتمويل الاستثمارات اللازمة لعملية التنمية الاقتصادية ، ومن منطلق أهمية أسواق المال كأحد الوسائل الهامة لجذب الاستثمارات الأجنبية ، فقد اهتمت غالبية هذه الدول خلال التسعينات بالتحريك المالي لأسواقها المالية Liberalization of Capital Markets ، وذلك من خلال تخفيض القيود على تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية إليها وفتح أسواقها المالية المحلية لاستثمارات المحفظة الأجنبية Foreign Portfolio Investments ( Akinmulegun, 2018; Al-Smadi, 2018 ) ، حيث أصبحت هذه الاستثمارات أحد المصادر الهامة لتدفقات الأموال الأجنبية ، وذلك من خلال قيام المستثمرين الأجانب بالاستثمار في الأسهم والسندات وأدوات سوق النقد

( Aziz et al, 2015 ; Haider et al , 2016 ; Shabbir & Muhammed, 2019) .

وقد تزايدت تدفقات المحفظة الأجنبية على مستوى العالم من ١٠٦ بليون دولار عام ١٩٩١ حتى ٧٤٤ بليون دولار عام ٢٠٠٩ ، وذلك وفقا لتقرير الاستثمار الدولي فى ٢٠١٠ (Ng et al,2015) ، و تجاوز صافى تدفقات المحفظة الاجنبية Net International Portfolio Equity inflows الداخلة الى الاسواق الناشئة حوالى ٩٥٥ بليون دولار ، وذلك خلال الفترة من عام ٢٠٠٠ حتى ٢٠١٧ ( WFE, ٢٠١٨) وبذلك نجد ان الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة في أسواق المال قد أصبحت خلال العقود الماضية جزءا رئيسيا من الاقتصاد العالمى ، ولها أهمية متزايدة ( Agu et al,2019) فى تدفقات الأموال الأجنبية للدول النامية ، وذلك بعد أن كانت الاستثمارات الأجنبية المباشرة هي المصدر الرئيسي لتدفقات هذه الأموال .

ومن هنا يمكن القول بان موضوع الاستثمارات الاجنبية فى اسواق المال النامية يعتبر من الموضوعات الهامة والحيوية ذات الجوانب المتعددة والتي تحتاج للبحث والدراسة من قبل الباحثين والممارسين ، حيث قامت الباحثة بتناول أحد الجوانب الهامة لهذا الموضوع من خلال هذا البحث ، وهو تحليل العلاقة بين تعاملات المستثمرين الأجانب ونشاط سوق المال المصرى .

### ١/ مشكلة البحث : Research Problem

لقد ثار الجدل بين الباحثين والممارسين خلال العقود الماضية حول دور المستثمرين الأجانب في أسواق المال في الدول النامية ، وذلك مع زيادة تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية إليها من خلال التحرير المالي لهذه الأسواق وفتحها لاستثمارات المحفظة الأجنبية وتعاملات المستثمرين الأجانب فيها

( Avci, 2015; Lee & Chung, 2017 ; Agu et al , 2019 )

ويرجع هذا الجدل الى تعارض الاراء حول جدوى الزيادة فى تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية وتعاملات المستثمرين الأجانب في أسواق المال ، ، وذلك نظرا لامكانية وجود العديد من الايجابيات والسلبيات المصاحبة لها ، ففيما يتعلق بالإيجابيات ، نجد من أهمها :

١- تقديم المدخرات الأجنبية التي تعمل على توفير موارد مالية إضافية وتنويع رؤوس الأموال اللازمة لدعم الاستثمارات المحلية ، والتي تساعد على زيادة معدلات النمو الاقتصادي ، حيث تحتاج أسواق المال النامية لهذه المدخرات ، نظرا لمحدودية الموارد المالية المحلية ونقص ثقافة الاستثمار في أسواق المال ولعدم توافر المستثمر المؤسسى الكفاء في هذه الأسواق ( Demekas & Nerlich, 2020 ; WFE, 2018 )

٢- تخفيض تكلفة رأس المال Cost of Capital للشركات المحلية ، حيث تنخفض علاوة المخاطر Risk Premium نتيجة للمشاركة في المخاطر Risk Sharing بين المستثمرين المحليين والأجانب ، ( Avci, 2015 ; Al-Smadi , 2018 , WFE , 2018 )

٣- العمل على زيادة سيولة أسواق المال النامية Capital Market Liquidity مما يساعد المشروعات في الحصول على الأموال اللازمة بسهولة ، وبما يعمل على إعطاء الفرص الجيدة للمستثمرين لإدارة محافظ استثماراتهم بكفاءة ( Al-Smadi , 2018 ; WFE, 2018 )

٤- المساعدة على تطبيق المعايير الدولية في أسواق المال النامية ، مما يؤدي إلى زيادة الشفافية وانتظام العمل فيها Transparency & Discipline ، وذلك من خلال التزام الشركات بالاستجابة لمتطلبات الحوكمة Corporate Governance Requirement بالإفصاح عن المعلومات اللازمة لحماية المستثمرين وغيرهم من أصحاب المصالح ، وكذلك تساعد تدفقات الأموال الأجنبية وتعاملات المستثمرين الاجانب على زيادة التطوير والابتكار في أسواق المال النامية ؛ ( Al-Smadi , 2018 , WFE, 2018 ; Demekas & Nerlich, 2020 )

٥- تساعد الاستثمارات الأجنبية في الأوراق المالية للشركات المحلية على رفع كفاءة العمل وتحسين مستويات الأداء بهذه الشركات ( WFE, 2018 ) وعلى الرغم من هذه الإيجابيات التي يمكن تحقيقها من الاستثمارات الأجنبية وتعاملات المستثمرين الاجانب في أسواق المال النامية ، إلا أن هناك بعض السلبيات التي يمكن أن تنتج عن هذه التعاملات :

حيث نجد أنها قد تتسم بالضوضاء Noisy Transactions ، وأن سلوك المستثمرين الأجانب قد يتبع سلوك القطيع Herding Behavior ، كما أن قرارات الاستثمارات الأجنبية في سوق معين تتأثر بمشاعر المستثمرين الأجانب Sentiment of Foreign Investors ، كما تتأثر بالعوائد التي يمكن تحقيقها في الدول الأخرى ( Dvorak , 2001 ) ، مما يؤدي إلى حدوث التقلبات وعدم الاستقرار في الأسواق المالية النامية Volatility and Destabilizing ( Avci , 2015 ; Demekas & Nerlich , 2020 ) ، والذي يؤثر سلبيا على أداء هذه الأسواق ، وقد يؤدي الى حدوث أزمات مالية في اقتصاديات الدول النامية ( Haider et al , 2016 ; Al- Smadi , 2018 ) .

وهنا تجدر الإشارة إلى أنه عندما تتسم تعاملات المستثمرين الأجانب بالضوضاء وعدم الرشد في اسواق المال النامية ، فإن نشاطهم قد لا يؤدي بالضرورة لعدم استقرار هذه الاسواق ، فالمستثمرون المحليون قد يكون لهم نسبة كبيرة من حجم التعاملات بالسوق ، كما ان السوق المحلي قد يكون على درجة كافية من السيولة للتكيف مع ضغوط عمليات البيع والشراء من المستثمرين الأجانب ذوي الضوضاء Noisy Foreigner (Dvorak, 2001) .

وبذلك ، ومن خلال عرض أهم الإيجابيات والسلبيات التي يمكن أن تصاحب الاستثمارات الأجنبية في أسواق المال النامية ، فقد تبين لنا أن هناك العديد من الأبعاد والجوانب الهامة التي تحتاج للدراسة والتحليل في هذا الموضوع الحيوى ، والذي أثار اهتمام الباحثين وصانعي السياسات خلال العقود الماضية ( Avci , 2015 ; Lee & Chung , 2017 ; Agu et al , 2019 ) .

حيث تجدر الإشارة الى أنه مع تزايد أهمية الاستثمارات الأجنبية في أسواق المال بصفة عامة ، فقد شهدت تدفقات المحافظ الأجنبية للدول العربية ومن بينها مصر عدة تقلبات خلال الفترة الماضية ، حيث بلغت هذه التدفقات أدنى قيمة لها خلال عام ٢٠١١ بصافي تدفق خارج قيمته حوالى نصف مليار دولار ، ثم عاودت الارتفاع الى حوالى ٨٤.٧ مليار دولار عام ٢٠١٧ ، ثم انخفضت فى عام ٢٠١٨ الى حوالى ٥٥ مليار دولار ( وهدان ، ٢٠٢٠ ) .

وفى مصر ، وخلال الأعوام الثلاثة الماضية ، فقد بلغت صافى مشتريات الأجانب حوالى ٩.٥٥ مليار جنيه فى عام ٢٠١٧ ، ثم انخفضت الى حوالى ٥.٧٣ فى عام ٢٠١٨ ، ثم ارتفعت لتصل الى حوالى ٤٢.٣١ مليار دولار فى عام ٢٠١٩ ، وذلك وفقا لتقارير البورصة المصرية ([www.egx.eg](http://www.egx.eg)) .

من خلال العرض السابق ومن منطلق الأهمية القصوى لزيادة تدفقات الاستثمارات الأجنبية الى أسواق المال ومايصاحبها من ايجابيات وسلبيات ، تتضح الحاجة لدراسة هذا الموضوع الحيوى فى سوق المال المصرى ، حيث يبرز التساؤل عن طبيعة العلاقة بين هذه الاستثمارات وبين نشاط سوق المال المصرى خلال الأعوام الماضية ؟

وبذلك ، ركزت الباحثة على هذا الجانب الهام من خلال هذا البحث ، حيث تمثلت مشكلة البحث فى السؤال التالى :

"ما هي العلاقة بين تعاملات المستثمرين الأجانب ونشاط سوق المال المصري" ؟

## ٢/ أهداف البحث : Research Objectives

تتمثل الاهداف الرئيسية للبحث فى :

- ١- إلقاء الضوء على أهمية دراسة وتحليل الجوانب المختلفة لموضوع الاستثمارات الأجنبية فى اسواق المال بصفة عامة ، مع التركيز على اهمية التحليل المستمر لتعاملات المستثمرين الاجانب فى سوق المال المصرى .

- ٢- اختبار العلاقة بين تعاملات المستثمرين الأجانب العرب وغير العرب وبين نشاط سوق المال المصري .
- ٣- تحليل العلاقة بين تعاملات المستثمرين الأجانب وبين نشاط سوق المال المصري باستخدام مقاييس مختلفة لتعاملات المستثمرين ، واستخدام مؤشرات مختلفة لنشاط سوق المال .

### ٣/ أهمية البحث : Research Importance

#### ١/٣ الأهمية الأكاديمية للبحث :

تتمثل الأهمية الأكاديمية للبحث في :

١- مواكبة الموضوعات البحثية التي تستهدف تحقيق التنمية المستدامة ، وذلك بالتركيز على عنصرين رئيسيين من عناصرها ، وهما : الاستثمارات الأجنبية وسوق المال .

٢- تناول أحد الموضوعات البحثية بالغة الأهمية ، وهو موضوع الاستثمارات الأجنبية في أسواق المال مع التركيز على تحليل تعاملات المستثمرين الاجانب في سوق المال المصري والذي يعتبر من الموضوعات الحيوية ، والتي تحتاج للبحث والتحليل في الفترات الزمنية المختلفة .

٣- محاولة الباحثة لتقديم المساهمة العلمية في موضوع تعاملات المستثمرين الأجانب في أسواق المال ، وذلك من خلال تناول الجانبين النظرى والتطبيقي : حيث تناولت في الجانب النظرى العديد من النظريات والتفسيرات والمفاهيم الهامة ذات الصلة بهذا الموضوع ، كما قامت في الجانب التطبيقي بتحليل العلاقة بين تعاملات المستثمرين الاجانب العرب وغير العرب وبين نشاط سوق المال المصري ، وذلك باستخدام مقاييس ومؤشرات متنوعة خلال الفترة من ٢٠١٢ حتى ٢٠١٩

#### ٢/٣ الأهمية العملية للبحث :

تتمثل الأهمية العملية للبحث في :

أهمية التعرف على طبيعة العلاقة بين تعاملات المستثمرين الأجانب العرب وغير العرب وبين نشاط سوق المال المصري ، وذلك للاستدلال منها على دور هذه



التعاملات في نشاط السوق ، وذلك للعمل على ترشيد قرارات المسؤولين بسوق المال ، بهدف زيادة الدور الايجابي لتعاملات المستثمرين الأجانب من أجل تحسين نشاط سوق المال المصري .

#### ٤/ الإطار النظري للبحث : Theoretical Framework

يتناول الإطار النظري للبحث الجوانب الآتية :

١/٤ المفاهيم الأساسية عن الاستثمارات الأجنبية في أسواق المال .

٢/٤ النظريات المتعلقة بالاستثمارات الأجنبية في أسواق المال .

٣/٤ التفسيرات النظرية المتنوعة للعلاقة بين تعاملات المستثمرين الأجانب وأداء أسواق المال .

وفيما يلي توضيح ذلك :

١/٤ المفاهيم الأساسية عن الاستثمارات الأجنبية في أسواق المال :

#### ١/١/٤ التحرير المالي لأسواق المال : Liberalization of Capital Markets

يشير هذا المفهوم لقرار حكومة دولة معينة بالسماح للأجانب بشراء أصول مالية

في سوق المال فيها ( Kinuthia & Etyang , 2014 ) .

ومن خلال التحرير المالي يتم تشجيع استثمارات المحفظة الأجنبية ، بهدف جذب

رؤوس الأموال الأجنبية وتحسين نشاط سوق المال ، وذلك لدعم التنمية الاقتصادية

وزيادة معدلات النمو الاقتصادي ( Agu et al , 2019 ) .

٢/١/٤ استثمارات المحفظة الأجنبية - الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة :

#### - Foreign Portfolio Investment Indirect foreign Investment

تتدفق الاستثمارات الأجنبية إلى دولة معينة عن طريق كل من :

الاستثمارات الأجنبية المباشرة (FDI) Foreign Direct Investment ، والتي

تعني تدفق رأس المال لدولة معينة Capital Inflow من مستثمرى دول أخرى ،

وذلك للاستثمار في أصول حقيقية في مشروعات جديدة أو قائمة مع رغبة هؤلاء

المستثمرين في الرقابة على أداء هذه المشروعات ، وكذلك تتدفق الاستثمارات

الأجنبية عن طريق استثمارات المحفظة الأجنبية أي الاستثمارات الأجنبية غير

المباشرة ، والتي تشير إلى امتلاك الأصول أو الأوراق المالية في دولة معينة بواسطة مستثمرين من دول أخرى ، حيث تتدفق رؤوس الأموال الأجنبية عن طريق سوق المال ( Akinmulegun , 2018 ) .

ونجد أن هناك العديد من العوامل أو المحددات لاستثمارات المحفظة الأجنبية في سوق مال معين ، منها معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي ، حجم السوق ، كفاءة السوق ، والتوقعات عن امكانية تحقيق عوائد مرتفعة ( Haider et al , 2016 ) .

وهنا تجدر الإشارة لوجود عدة اختلافات بين استثمارات المحفظة الأجنبية وبين الاستثمارات الأجنبية المباشرة ، حيث نجد أن استثمارات المحفظة الأجنبية تكون أكثر تقلبا وقابلة للانعكاس بدرجة كبيرة ، نظرا لتأثرها بالعوامل الدورية والمتغيرة مثل : ظروف دورة الأعمال ، والتقلبات في المتغيرات الاقتصادية ( مثل أسعار الصرف ، أسعار الفائدة ، ... ) ، ومشاعر المستثمرين في السوق Market Sentiment ، في حين نجد أن الاستثمارات الأجنبية المباشرة تؤثر عليها الأساسيات طويلة الأجل مثل : حجم الدولة ، درجة الانفتاح ، ولذلك تعتبر استثمارات المحفظة الأجنبية أقل استقرارا من الاستثمارات المباشرة ، ومن ثم فإنها قد تؤدي لعدم الاستقرار الاقتصادي ( Hattari & Rajan , 2011 ) .

ومن ناحية أخرى فإن استثمارات المحفظة الأجنبية تتسم بأنها قصيرة الأجل بالمقارنة بالاستثمارات المباشرة ، كما أنها تحقق عوائد مناسبة للمستثمرين الأجانب ، وتتيح لهم الفرص للاستفادة بمزايا أسعار الفائدة وأسعار الصرف لشراء وبيع الأصول المالية ( Aziz et al , 2015 , Haider et al , 2016 ) .

٢/٤ النظريات المتعلقة بالاستثمارات الأجنبية في أسواق المال :

#### ١/٢/٤ نظرية المحفظة : Portfolio Theory

وفقا لنظرية المحفظة التي قدمها هاري ماركويتز عام ١٩٥٢ ، نجد أن الاستثمار في العديد من الأصول المالية يساعد المستثمر على الاستفادة من مزايا التنويع ، وخاصة تخفيض مخاطر المحفظة ، حيث يستطيع المستثمر الحصول على عوائد مرتفعة مع تخفيض المخاطر التي يتعرض لها، كلما انخفض معامل الارتباط بين

عوائد الأوراق المالية المكونة للمحفظة ، وذلك مع الأخذ في الاعتبار كل من : مخاطر الاستثمارات الفردية التي تتكون منها المحفظة ، وأوزان كل من هذه الاستثمارات فيها ، وبذلك نجد أن :

الاستثمارات الأجنبية في أسواق المال ، والتي يصاحبها التنويع الدولي International Diversification ، تساعد على تخفيض المخاطر التي يتعرض لها المستثمرون الأجانب إلى مستوى أدنى مما يمكن أن يحققه التنويع المحلي ( هندي ، ٢٠٠٤ ) ( Akinmulegun , 2018 ) .

وبما يتفق مع منطوق هذه النظرية ، نجد أن المستثمر الأجنبي يسعى للاستثمار في أسواق المال النامية بهدف تحقيق عوائد مرتفعة مع تخفيض المخاطر التي تتعرض لها استثماراته وذلك من خلال التنويع الدولي ، عن طريق التعامل في أسواق المال ذات معاملات الارتباط المنخفضة بين عوائدها ؛ ( Avci , 2015 ; Al- Smadi , 2018 ; Agu et al , 2019 ) .

٢/٢/٤ نموذج تسعير الأصول الرأسمالية الدولي :

### International Capital Asset Pricing Model - ICAPM

تم تقديم هذا النموذج نتيجة لزيادة الاستثمارات الأجنبية عبر حدود الدول ، والتي تحتاج لزيادة الاهتمام بتحليل العديد من عوامل المخاطر التي تؤثر على العوائد المتوقعة، فمن خلال النموذج يمكن تقويم محافظ الاستثمار التي تحتوي على عملات مختلفة ، حيث توجد أهمية كبيرة لقياس المخاطر والعائد في حالة استخدام عملات مختلفة في المحفظة الدولية ، وذلك لوجود العديد من عوامل المخاطر التي تؤثر على عائد الأصل الدولي ( مثل : سعر الصرف ، التضخم ، ... ) ( Naderi, et al , 2012 )

أى أن نموذج ICAPM يعتبر متعدد العوامل لتسعير الأصول في المحفظة الدولية ، حيث يتم أخذ العديد من عوامل المخاطر في الاعتبار ، ووفقا لهذا النموذج نجد أن : زيادة تدفقات الأموال الأجنبية Capital Inflows من خلال التحرير المالي ، تساعد على زيادة عوائد حقوق الملكية Equity Market Return ، حيث يرجع ذلك الى

زيادة الكفاءة و تخفيض تكلفة رأس المال عن طريق المشاركة في المخاطر بين المستثمرين المحليين والأجانب

Risk Sharing of Domestic and Foreign Investors  
( Auzairy , 2011 ; CGFS , 2019 ; Kinuthia & Etyang , 2014 ) .

٣/٤ التفسيرات النظرية المتنوعة للعلاقة بين تعاملات المستثمرين الأجانب  
وأداء أسواق المال :

يساعد ارتفاع معدل النمو الاقتصادي في دولة معينة على ارتفاع نمو سوق المال فيها ، ومن ثم تكون هناك جاذبية للمستثمرين الأجانب ، كما أن استثمارات المحفظة الأجنبية تساعد على مساهمة المستثمرين الأجانب في سرعة نمو الدول الأخرى عن طريق شراء الأوراق المالية في أسواق المال بها ( Bartram & Dufey , 2001 ) أي أنه ، وبصفة عامة يكون من المتوقع نظريا أن يساعد نمو سوق المال على زيادة الاستثمارات الأجنبية بها ، كما أن زيادة الاستثمارات الأجنبية تساعد على زيادة نمو سوق المال.

هذا ونجد أن هناك عدة تفسيرات نظرية للعلاقة المتوقعة بين تعاملات المستثمرين الأجانب وأداء أسواق المال ، وهي :

اتساع قاعدة المستثمرين ، فرض تعاملات التغذية العكسية ، وفرض مساهمة المعلومات ، وفيما يلي توضيح ذلك ( Avci , 2015 ; Wang . 2000 ) :

#### ١/٣/٤ اتساع قاعدة المستثمرين : Broadening Investors Base

يساعد تدفق الاستثمارات الأجنبية وتعاملات المستثمرين الأجانب في أسواق المال المحلية على اتساع قاعدة المستثمرين ، مما يعمل على زيادة الطلب والسيولة للأسهم المحلية ، حيث ينتج ذلك عن زيادة المشاركة في المخاطر والتي تؤدي إلى تخفيض علاوة المخاطر Risk Premium ، ومن ثم تخفيض العائد المطلوب على رأس المال ، وارتفاع أسعار الأسهم المحلية . وهذا التفسير يتوافق مع نموذج ICAPM( Avci , 2015 ; Wang . 2000 ) .

#### ٤ / ٣ / ٢ فرض تعاملات التغذية العكسية : Feedback Trading Hypothesis

وفقا لهذا الفرض ، نجد أن المستثمرين الأجانب يتعاملون على أساس التغذية العكسية بطريقة إيجابية Positive Feedback Traders ، حيث يقومون بشراء الأوراق المالية عند ارتفاع الأسعار في السوق الصاعد Bull Market ، والبيع عند انخفاض أسعار في السوق الهابط Bear Market ، وبذلك فإن مشتريات / مبيعات المستثمرين الأجانب تؤدي إلى المزيد من صعود / هبوط الأسواق المالية المحلية ، أي أن تعاملات المستثمرين الأجانب تؤدي إلى حركة أسعار الأسهم بعيدا عن الأساسيات Fundamentals ، مما يؤدي إلى إحداث الفقاعات والاضطرابات في الاسواق المحلية ( Avci , 2015 ; Wang . 2000 ) .

#### ٤ / ٣ / ٣ فرض مساهمة المعلومات : Information Contribution Hypothesis

وفقا لهذا الفرض نجد أن تدفقات حقوق الملكية الأجنبية يمكن أن تؤثر على عوائد الأسهم من ناحيتين : فمن ناحية نجد أن المستثمرين الأجانب يمكن أن تتوافر لهم معلومات خاصة عن العوائد المتوقعة في الأسواق الناشئة ، كما أن المؤسسات الأجنبية الكبرى يكون لديها القدرة والخبرة في جمع وتشغيل المعلومات بطريقة منتظمة ، ومن ثم فإن تعاملات المستثمرين الأجانب وتدفقات الاستثمارات الأجنبية تتعلق بالأساسيات ، ومن ثم يمكن أن يكون لها قوة تنبؤية بالعوائد المستقبلية .

**ومن الناحية الأخرى** نجد ان تدفقات الاستثمارات الأجنبية يمكن أن تؤثر على أسعار الأسهم المحلية ، حتى في حالة عدم امتلاك المستثمرين الأجانب للمعلومات ، فالتدفقات الأجنبية يمكن أن تتأثر بالتغيرات في مشاعر المستثمرين الأجانب غير المتعلقة بالأساسيات والتي تنسم بالضوضاء ، مما يؤدي إلى ارتفاع أو انخفاض الأسعار المحلية .

وفي كلتا الحالتين ، فإن عوائد الأوراق المالية المحلية ترتبط بالتدفقات الأجنبية السابقة والحالية ( Avci , 2015 ; Wang . 2000 ) .

## ٥/ الدراسات السابقة : Literature Review

فيما يلي عرض الدراسات السابقة للبحث ، والتي تناولت جوانب مختلفة لموضوع الاستثمارات الاجنبية وتعاملات المستثمرين الأجانب في أسواق المال . حيث توجد مجموعة من الدراسات التي ركزت على تأثير دخول الاستثمارات الأجنبية من خلال التحرير المالي لأسواق المال ، ومنها :

دراسة ( Grabel , 1995 )

والتي استهدفت اختبار التقلبات في أسواق المال بعد إجراء التحرير المالي ، وذلك في عدة دول نامية منها : شيلي ، كوريا ، الأرجنتين . وقد أوضحت النتائج أن التحرير المالي يصاحبه زيادة التقلبات في أسعار الأصول المالية في أسواق المال ، وذلك في غالبية الدول التي تم إجراء الدراسة فيها .

ودراسة ( Kwan & Reyes , 1997 )

والتي قام الباحثان من خلالها باختبار تأثير التحرير المالي على أسعار الأسهم ، حيث تم استخدام Garch Method لاختبار تأثير التحرير المالي على توزيع عوائد الأسهم لمؤشر تايوان عن الفترة من ١٩٨٨ حتى ١٩٩٤ ، ومن أهم النتائج : انخفاض التقلبات في عوائد الأسهم بعد إجراء التحرير المالي .

وكذلك نجد دراسة ( Levine & Zervos , 1998 )

حيث استهدفت التعرف على ماذا يحدث بعد التحرير المالي لأسواق المال لكل من حجم السوق ، السيولة ، التقلبات ، والتكامل الدولي ، وذلك في عينة من ١٦ دولة من الاقتصاديات الناشئة ، ومن أهم النتائج أن أسواق الأسهم تميل لأن تصبح أكبر حجماً ، أكثر سيولة ، أكثر تقلباً ، وأكثر تكاملاً بعد التحرير المالي .

كما نجد دراسة ( Kawakatsu & Morey , 1999 )

وقد قام الباحثان من خلالها باختبار ما إذا كانت أسعار حقوق الملكية في الأسواق الناشئة تصبح أكثر كفاءة بعد التحرير المالي . حيث تم إجراء الدراسة على ١٦ دولة وتكوين ٣ محافظ ، ومن أهم النتائج أن التحرير المالي لم يؤدي لتحسين كفاءة الأسواق الناشئة ، حيث تعارضت هذه النتيجة مع الافتراضات النظرية بأن التحرير

المالي يؤدي إلى أن تعكس أسعار حقوق الملكية الزيادة في توافر المعلومات ، ومن ثم تجعلها أكثر كفاءة .

#### وفي دراسة ( Henry , 2000 )

نجد أن الباحث قام من خلالها باستخدام دراسة الحدث للتعرف على ما اذا كان التحرير المالي يكون مصحوبا بإعادة تقويم أسعار حقوق الملكية وانخفاض تكلفة رأس المال ، وقد تم التطبيق على عينة من ١٢ سوق ناشئ .

وقد توافقت نتائج الدراسة مع تنبؤ نموذج ICAPM ، بأن التحرير المالي يمكن أن يخفض تكلفة رأس المال عن طريق المشاركة في المخاطر بين المستثمرين المحليين والأجانب .

#### أما دراسة ( Naccuret al , 2008 )

فقد استهدفت اختبار تأثير التحرير المالي لأسواق الأسهم على تنمية هذه الأسواق ، وذلك باستخدام بيانات سنوية من ١١ دولة من دول الشرق الأوسط وشمال أفريقيا MENA Countries ، عن الفترة من ١٩٧٩ حتى ٢٠٠٥ . وقد اوضحت نتائج الدراسة أن هناك تأثير سلبي للتحرير المالي على تنمية سوق الأسهم في الأجل القصير ، ولكنه يتحول لإيجابي في الأجل الطويل ، كما اوضحت النتائج أن زيادة تقدم سوق الأسهم قبل التحرير المالي وعدم الانفتاح التام للتداول الأجنبي ، يدعمان التأثير الإيجابي للتحرير المالي على تنمية سوق الأسهم .

#### وفي دراسة ( Auzairy et al , 2011 )

نجد أنها استهدفت التعرف على تأثير التحرير المالي اللاحق ( وليس الأولى ) على أداء أسواق الأسهم ، وذلك في ٣ دول آسيوية هي : ماليزيا ، تايلاند ، وإندونيسيا ، وقد تم تحليل هذه التأثيرات مع استخدام عدة متغيرات اقتصادية وكذلك بدون استخدامها وهي : سعر الصرف ، سعر الفائدة ، وسعر البترول ، حيث تم تعريف التحرير المالي اللاحق أو التالي Subsequent Stock Market Liberalization بأنه نسبة التغير في الملكية الأجنبية لحقوق الملكية المحلية منذ عام ١٩٩٧ ، وباستخدام تحليل الانحدار تم التوصل إلى : أن سياسات التحرير المالي اللاحق في عام ١٩٩٧ وما بعده لم تؤثر معنويا على تحسين أداء

أسواق الأسهم للدول التي أجرت التحرير المالي، وأن المتغيرات الاقتصادية لها تأثير معنوي على أداء أسواق الأسهم لهذه الدول .

#### أما دراسة ( Kinuthia & Etyang , 2014 )

فقد استهدفت اختبار ما إذا كان التحرير المالي لسوق الأسهم ، يحسن وظائف سوق الأسهم المحلي ويعجل النمو الاقتصادي في كينيا ، مع محاولة التعرف على نوع العلاقة بين هذه المتغيرات . وباستخدام بيانات ربع سنوية عن الفترة من يناير ١٩٩١ حتى ديسمبر ٢٠١٢ وباستخدام Vector Autoregressive وكذلك Granger Causality Test أوضحت النتائج : أن التحرير المالي له تأثير إيجابي على كل من النمو الاقتصادي وأداء سوق الأسهم .

هذا وتوجد مجموعة من الدراسات التي ركزت على تعاملات المستثمرين الأجانب في أسواق المال ، ومنها :

#### دراسة ( Ngugi , 2003 )

والتي تم إجراءها لتحليل السيولة في سوق الأسهم في نيروبي من خلال دراسة تعاملات الأجانب في هذا السوق . وقد تبين من نتائج الدراسة : أنه على الرغم من أن تعاملات المستثمرين الأجانب تعمل على زيادة نشاط التداول Boost Trading Activity ، إلا أن المساهمة المعنوية في سيولة السوق يعوقها سلوك تعامل الضوضاء ، ونظام القواعد المنظمة للمستثمرين المؤسسين الأجانب ، كما تبين من النتائج أن زيادة العوامل الدافعة للمستثمرين الأجانب في سوق المال تعتبر هامة لتحقيق المكاسب المتعلقة بنشاط التداول ، ومن أمثلة هذه العوامل : توفير البيئة الاقتصادية الملائمة للاستثمار .

#### و دراسة ( Smarakoon , 2009 )

وقد استهدفت اختبار العلاقة بين التدفقات الأجنبية لحقوق الملكية وبين عوائد الأسهم في سريلانكا ، ومن أهم النتائج : أن مشتريات الأفراد الأجانب تؤدي إلى عوائد مستقبلية مرتفعة ، أما مشتريات المؤسسين الأجانب فلم يكن لها تأثير على العوائد المستقبلية .



### وكذلك نجد دراسة ( Sevil et al , 2012 )

التي قام الباحثون من خلالها باختبار ما إذا كان المستثمرون الأجانب يتخذون القرارات عن استثمارات المحفظة على أساس المعلومات عن عائد مؤشر المال المحلي أم لا ، واختبار ما إذا كان سلوك هؤلاء المستثمرون له تأثير سببي على التغيرات في عائد مؤشر سوق اسطنبول ؟ ، وقد تم إجراء الدراسة عن الفترة من يناير ٢٠٠٦ حتى أبريل ٢٠١٠ .

حيث أوضحت النتائج : أن هناك علاقة سببية من شراء المستثمرين الأجانب إلى عائد مؤشر السوق ، و أن عائد مؤشر سوق الأسهم لم يكن سببا لشراء أو بيع المستثمرين الأجانب ، فالمستثمرين الأجانب قد يقوموا بتعاملات ضوواء ، مما يشير الى أن السبب لشراء أو بيع الأوراق المالية قد يتعلق بتوقعات ومشاعر هؤلاء المستثمرين .  
وفي دراسة ( حسن ، ٢٠١٣ )

نجد انها استهدفت التعرف على دور الاستثمار الأجنبي غير المباشر في سوق الأوراق المالية في مصر بالمقارنة مع ماليزيا من خلال مؤشرين : تحليل حركة تعاملات المستثمرين الأجانب ( الشراء والبيع سنويا ) لمعرفة دورها في تنشيط كل من البورصتين ، وكذلك تحليل الوزن النسبي لتعاملات المستثمرين الأجانب لمعرفة مدى تأثيره على كل منهما .

وقد تم إجراء الدراسة في مصر عن الفترة من ١٩٩٦ حتى ٢٠١٠ ، وفي ماليزيا عن الفترة من ١٩٩١ حتى ٢٠٠٧ ، حيث تبين أن :

الأثار السلبية فاقت الأثار الإيجابية لتعاملات الأجانب ، فعلى الرغم من التواجد المتنامي لتعاملات المستثمرين الأجانب في البورصة المصرية والماليزية ، إلا أن هناك انخفاض في حجم صافي تعاملات المستثمرين الأجانب السنوية مقارنة بإجمالي قيمة التعامل من حيث الشراء ، وذلك نتيجة سياسة النقود الساخنة والتي تعني زيادة حركة التدفقات الأجنبية الخارجة والداخلة من و إلى البورصة بشكل كبير ، وما يترتب على ذلك من تقلبات في سعر الصرف وأسعار الأوراق المالية حيث يرتفع

الوزن النسبي لتعاملات المستثمرين الأجانب ، وخاصة في ظل وجود ظاهرة سلوك القطيع في كل من البورصتين .  
اما دراسة (عبد العال ، ٢٠١٣)

فقد استهدفت معرفة دور الاستثمار الأجنبي غير المباشر في تنشيط البورصة المصرية ، ومن أهم النتائج انه مالم تتجه تدفقات الاموال العربية والاجنبية في البورصة الى الاكتتاب في زيادة رؤؤس الاموال وتمويل التوسع في المشروعات ، فان الاثر المتوقع لتلك التدفقات يتجه بالدرجة الاولى لرفع قيمة العملة المحلية ومن ثم تعتبر البورصة على هذا النحو من المواضع الضعيفة ، مما يتطلب وضع ضوابط تحكم حركة تدفق الأموال الاجنبية ، كما ان حرية دخول الاجانب للبورصة والخروج منها دون قيود ، يدعم المضاربة على اسعار الاسهم .  
وكذلك نجد دراسة ( محمد ، ٢٠١٤ )

والتي أجريت عن دور الاستثمارات الأجنبية في تنمية سوق رأس المال في مصر ، حيث استهدفت التعرف على تأثير استثمارات الحافظة، والتي تتمثل في تعاملات الأجانب على أداء البورصة المصرية خلال الفترة من عام ١٩٩٨ حتى ٢٠١٠ ، وقد أوضحت النتائج وجود بعض الآثار الإيجابية لدخول المستثمرين الأجانب للبورصة المصرية ، وذلك فيما يتعلق بزيادة العوائد والسيولة ، وأن هناك بعض الآثار السلبية مثل : مسئولية تعاملات الأجانب وبخاصة مبيعات الأسهم عن تقلبات البورصة .  
وفي دراسة (عبد الحكيم ، ٢٠١٥)

نجد انها استهدفت قياس وتحليل حجم الاستثمار الاجنبي غير المباشر في سوق العراق للأوراق المالية ، والى قياس وتحليل أثر الاستثمار الأجنبي غير المباشر في مؤشرات التداول لسوق العراق للأوراق المالية ، حيث تم اجراء البحث عن الفترة من عام ٢٠٠٧ حتى ٢٠١٣ ، ومن أهم النتائج وجود أثر معنوى ذو دلالة احصائية بين مؤشرات التداول الرئيسية لغير العراقيين ومؤشرات التداول الرئيسية في السوق ، مما أشار الى أن الاستثمار الاجنبي غير المباشر له دورا ايجابيا مهما في حركة تداول الاسهم في سوق العراق للأوراق المالية .

### أما دراسة ( Avci , 2015 )

فقد قام الباحث خلالها باختبار العلاقة بين تعاملات المستثمرين الأجانب وعوائد الأسهم في الأسواق الناشئة ، حيث تم تطبيق الدراسة على سوق الأسهم في تركيا باستخدام بيانات شهرية عن الفترة من يناير ٢٠٠٣ حتى يونيو ٢٠١٤ . وقد أوضحت النتائج أن هناك علاقة بين تعاملات المستثمرين الأجانب وعوائد سوق الأسهم .

### وهناك دراسة (الهنداوى، ٢٠١٦)

والتي استهدفت معرفة أثر الاستثمار الأجنبي غير المباشر في أداء بورصة عمان ، وذلك باستخدام القوائم المالية للشركات الاردنية المدرجة في بورصة عمان عن الفترة من عام ١٩٩٧ حتى ٢٠١٣ ، ومن أهم النتائج وجود أثر ذو دلالة احصائية للاستثمار غير المباشر على حجم البورصة والسيولة، وعدم وجود أثر ذو دلالة احصائية على درجة تذبذب عائد الورقة .

### و دراسة ( Ng et al , 2016 )

والتي تم خلالها اختبار ما إذا كان للمستثمرين الأجانب دورا في سيولة الأسهم ، وذلك في عينة من الشركات من ٣٩ دولة حول العالم ، وقد أوضحت النتائج أن ملكية المحفظة الأجنبية ترتبط إيجابيا بالسيولة . حيث أن الملكية الأجنبية تفسر سيولة الأسهم عن طريق نشاط التداول وقنوات المعلومات .

### وكذلك نجد دراسة ( Lee & Chung , 2017 )

حيث قام الباحثان خلالها بتحليل العلاقة بين الملكية الأجنبية للأسهم وبين كل من : الأثر السعري للتداول والهامش Price Impact of Trades and Bid- Ask Spread ، وقد تم جمع البيانات اللازمة من ٢٠ سوق ناشئ عن الفترة من يوليو ٢٠٠٥ حتى ديسمبر ٢٠١٣ ، ومن أهم النتائج أن الأثر السعري للتداول يتزايد مع نسبة الأسهم المملوكة للمستثمرين الأجانب، أما الهامش فينخفض مع زيادة الملكية الأجنبية .

### وهناك دراسة (ابراهيم وأمين، ٢٠١٩)

والتي استهدفت التعرف على انعكاسات تدفقات الاستثمار الاجنبي غير المباشر على اداء سوق الاوراق المالية في مصر ، وذلك عن الفترة من ٢٠٠٤ حتى ٢٠١٧ ، ومن اهم

النتائج انه ليس المهم فقط جذب حجم كبير من التدفقات الاجنبية ، ولكن المهم ايضا العمل على الاستفادة من هذه التدفقات والتي تعتبر من اكثر الاستثمارات تقبلا .

**ونجد أيضا دراسة ( Kim & Jo , 2019 )**

حيث قام من خلالها الباحثان باختبار تأثير الاستثمارات الأجنبية في حقوق الملكية على أسعار أسهم الشركات الكبرى في كوريا، وذلك خلال الأزمة المالية العالمية في الفترة من يناير ٢٠٠٧ حتى ديسمبر ٢٠٠٨ . ومن أهم النتائج : وجود سلوك تداول إيجابي قوي للمستثمرين الأجانب بالنسبة لأسعار أسهم سامسونج للإلكترونيات والتي تعتبر من كبرى الشركات من حيث رأس المال السوقي ، كما أن سلوك المستثمرين الأجانب معنويا ادى لزيادة التقلب في عوائد الأسهم لاثنين من كبرى الشركات المتحدة في كوريا وهى : سامسونج للإلكترونيات ، وهيونداي للسيارات .

**كما نجد دراسة ( Ochenge et al , 2020 )**

وقد استهدفت محاولة التعرف على العلاقة بين التدفقات الأجنبية لحقوق الملكية وبين السيولة الكلية لسوق الأسهم في كينيا ، وذلك باستخدام بيانات التداول للمستثمرين الأجانب وعدة مقاييس للسيولة ، حيث تم إجراء الدراسة عن الفترة ٢٠١١ حتى ٢٠١٨ ، ومن أهم النتائج : وجود علاقة سببية من التدفقات الأجنبية للسيولة ، أى أن تعاملات المستثمرين الأجانب ساعدت على زيادة السيولة المحلية .

**و دراسة (Almutiri,2020)**

التي استهدفت تحديد ما اذا كان هناك علاقة سببية بين شراء وبيع المستثمرين الأجانب وبين أداء سوق الاسهم السعودى، وقد تم اجراء الدراسة عن الفترة من يناير ٢٠٠٨ حتى ديسمبر ٢٠١٨ . ومن أهم النتائج وجود تأثير لحركة شراء وبيع المستثمرين الأجانب فى تفسير أداء سوق الأسهم مقاسا بعائد مؤشر السوق .

**وفى دراسة (مسجت ومكى، ٢٠٢١)**

قام الباحثان خلالها ببيان واقع الاستثمار الاجنبى غير المباشر (المحظى) فى سوق العراق للأوراق المالية ، حيث ركز البحث على العديد من المؤشرات لتوضيح هذا الواقع مثل : حجم التداول الاجنبى ، عدد الأسهم المتداولة من قبل المستثمرين الأجانب

بيعا وشراء، وعدد الشركات الاجنبية المتداولة ، فضلا عن الأهمية النسبية لصافى الاستثمار الأجنبي. وقد تم اجراء الدراسة عن الفترة من ٢٠٠٧ حتى ٢٠١٨ ، ومن أهم النتائج وجود دور ايجابي مؤثر للاستثمار الأجنبي فى سوق الأوراق المالية العراقية ، حيث بلغت الأهمية النسبية لصافى الاستثمار الاجنبى ١٤ % .

### تعليق عام على الاطار النظرى والدراسات السابقة للبحث :

لقد تبين من خلال تناول كل من الاطار النظري والدراسات السابقة للبحث أن :

- ١- الاستثمارات الأجنبية فى أسواق المال لها أهمية كبيرة وضرورة حيوية بالنسبة لكل من : المستثمرين الدوليين ، أسواق المال بصفة عامة ، و الأسواق النامية بصفة خاصة .
- ٢- زيادة تدفقات الاستثمارات الأجنبية ومايصاحبها من تعاملات المستثمرين الأجانب فى أسواق المال النامية ، يمكن من ناحية أن تقدم العديد من المنافع والايجابيات لهذه الأسواق ، ومن ناحية أخرى يمكن أن تحدث بها بعض السلبيات التى تؤثر عليها وعلى الاقتصاد النامى ككل .
- ٣- الايجابيات والسلبيات المصاحبة لتعاملات المستثمرين الأجانب فى أسواق المال النامية تتوقف على العديد من العوامل المتعلقة بهذه الأسواق وبالاقتصاديات التى تعمل فيها ، كما تتوقف على بعض العوامل المتعلقة بسلوك المستثمرين الأجانب .

ومن هنا يمكن القول : بأن العلاقة بين تعاملات المستثمرين الأجانب وأداء أسواق المال النامية بصفة عامة يمكن أن تتغير من فترة زمنية لأخرى ، ومن ثم يكون من الضروري البحث والتحليل المستمر لها ، وبذلك ركزت الباحثة على تناول هذا الموضوع الحيوى فى سوق المال المصرى .

### ٦/ فروض البحث : Research Hypotheses

من خلال الإطار النظري والدراسات السابقة للبحث ، قامت الباحثة بصياغة فروض البحث كمايلى :

١- توجد علاقة طردية معنوية بين تعاملات المستثمرين الأجانب وقيمة التداول في سوق المال المصري .

- ٢- توجد علاقة طردية معنوية بين تعاملات المستثمرين الأجانب و حجم سوق المال المصري .
- ٣- توجد علاقة طردية معنوية بين تعاملات المستثمرين الأجانب وعائد سوق المال المصري .

### ٧/ منهجية البحث : Methodology

فيما يلي عرض لمنهجية البحث ، حيث يتضح من خلالها الأساسيات التي تقوم عليها الدراسة التطبيقية ، وهي :

١/٧ مجال التطبيق والفترة الزمنية للبحث .

٢/٧ متغيرات البحث وكيفية قياسها .

٣/٧ مصادر جمع البيانات .

٤/٧ أساليب تحليل البيانات .

وفيما يلي توضيح ذلك :

١/٧ مجال التطبيق والفترة الزمنية للبحث : Empirical Field and Time Period

تم إجراء الدراسة التطبيقية للبحث في سوق المال المصري عن الفترة من ٢٠١٢/١/١ حتى ٢٠١٩/١٢/٣١ ، وذلك بجمع البيانات الربع سنوية عن متغيرات البحث خلال هذه الفترة .

### ٢/٧ متغيرات البحث وكيفية قياسها : Variables and Measures

- تتمثل المتغيرات الرئيسية للبحث في :
- ١- تعاملات المستثمرين الأجانب في سوق المال المصري ، وذلك بالنسبة لكل من المستثمرين العرب و غير العرب .
- وقد تم قياس هذا المتغير باستخدام مقياسين :
- أ- نسبة التعاملات الأجنبية من إجمالي تعاملات السوق الربع سنوية .
- ب- صافي المشتريات (أو المبيعات) للمستثمرين الأجانب الربع سنوي .
- ٢- قيمة التداول الربع سنوي .
- ٣- حجم سوق المال المصري مقاسا برأس المال السوقي في نهاية كل ربع سنة .

٤- عائد مؤشر سوق المال المصري الأوسع نطاق EGX – 100 الربع سنوي .

٥- معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي الربع سنوي

حيث تم استخدام هذا المتغير للرقابة Control variable

### ٣/٧ مصادر جمع البيانات : Sources of Data

تم جمع البيانات اللازمة لإجراء الدراسة التطبيقية من التقارير الدورية المتاحة عبر المواقع الإلكترونية لكل من : الهيئة العامة للرقابة المالية ، البورصة المصرية ، والبنك المركزي المصري .

### ٤/٧ أساليب تحليل البيانات : Methods of Data Analysis

تم تحليل بيانات الدراسة التطبيقية باستخدام الأساليب الإحصائية الآتية :

١- اختبار جذر الوحدة Unit Root Analysis ، وذلك لاختبار استقرار السلسلة الزمنية .

٢- تحليل الارتباط Correlation Analysis .

٣- تحليل الانحدار المتعدد Multiple Regression Analysis

### ٨/ الدراسة التطبيقية : Empirical Study

تم إجراء الدراسة التطبيقية لاختبار فروض البحث ، من أجل تحقيق أهدافه ، وذلك كمايلي :

### ١/٨ بناء النماذج اللازمة لاختبار فروض البحث :

قامت الباحثة ببناء ستة نماذج لتحليل العلاقات بين تعاملات المستثمرين الأجانب العرب وغير العرب وبين نشاط سوق المال المصري ، وذلك باستخدام مقياسين لتعاملات المستثمرين ، هما : نسبة التعاملات ، و صافي المشتريات (اوالمبيعات) ، واستخدام ثلاثة مؤشرات لنشاط السوق هي : قيمة التداول ، حجم السوق (مقاسا برأس المال السوقي ) ، وعائد مؤشر السوق ، حيث تم بناء النموذجين ١ ، ٢ لاختبار الفرض رقم ١ من فروض البحث ، النموذجين ٣ ، ٤ لاختبار الفرض رقم ٢ ، النموذجين ٥ ، ٦ لاختبار الفرض رقم ٣ ، وفيما يلي عرض لهذه النماذج :

$$TVA_t = B_0 + B_1 AFR_t + B_2 NFR_t + B_3 GDP_t + E_1 \quad (1)$$

$$TVA_t = X_0 + X_1 AFT_t + X_2 NFT_t + X_3 GDP_t + E_2 \quad (2)$$

حيث :

$B_0, X_0$  : ثابت الانحدار للمعادلة .

$B_1, B_2, \dots, X_1, X_2, \dots$  : معاملات الانحدار للمعادلة .

$AFR_t$  : نسبة تعاملات المستثمرين الأجانب العرب من إجمالي تعاملات السوق

$NFR_t$  : نسبة تعاملات المستثمرين الأجانب غير العرب من إجمالي تعاملات السوق

$TVA_t$  : قيمة التداول الربع سنوي في سوق المال المصري .

$GDP_t$  : معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي الربع سنوي .

$E_1, E_2$  : حد الخطأ للمعادلة .

$t$  : فترة زمنية مدتها ربع سنة .

$$MCP_t = C_0 + C_1 AFR_t + C_2 NFR_t + C_3 GDP_t + E_3 \quad (3)$$

$$MCP_t = Y_0 + Y_1 AFT_t + Y_2 NFT_t + Y_3 GDP_t + E_4 \quad (4)$$

حيث :

$C_0, Y_0$  : ثابت الانحدار للمعادلة .

$C_1, C_2, \dots, Y_1, Y_2, \dots$  : معاملات الانحدار لكل معادلة .

$MCP_t$  : حجم السوق مقاسا برأس المال السوقي الربع سنوي .

$E_3, E_4$  : حد الخطأ للمعادلة .

$$RMI_t = D_0 + D_1 AFR_t + D_2 NFR_t + D_3 GDP_t + E_5 \quad (5)$$

$$RMI_t = Z_0 + Z_1 AFT_t + Z_2 NFT_t + Z_3 GDP_t + E_6 \quad (6)$$

حيث :

$D_0, Z_0$  : ثابت الانحدار للمعادلة .

$D_1, D_2, \dots, Z_1, Z_2, \dots$  : معاملات الانحدار .

$RMI$  : العائد الربع سنوي لمؤشر سوق المال المصري الأوسع نطاق EGX - 100

$E_5, E_6$  : حد الخطأ للمعادلة .



٢/٨ نتائج التحليل الإحصائي للبيانات :

١/٢/٨ نتائج اختبار استقرار السلسلة الزمنية : **Time Series Stationary Test** نظرا لأن بيانات متغيرات البحث تمثل سلسلة زمنية من الربع الأول عام ٢٠١٢ حتى الربع الرابع عام ٢٠١٩ ، فقد تم استخدام أسلوب Augmented Dickey – Fuller (ADF) ، واجراء اختبار جذر الوحدة Unit Root Test ، للتعرف على مدى استقرار السلسلة الزمنية ، ، حيث أوضحت نتائج هذا الاختبار ما يلي :

جدول رقم (١)

نتائج اختبار استقرار السلسلة الزمنية للمتغيرات  
باستخدام أسلوب ADF واجراء اختبار جذر الوحدة

السلسلة	P- Value	الفروق الأولى P – Value	الفروق الثانية P – Value
AFR نسبة تعاملات العرب	.791	.567	.01
NFR نسبة تعاملات غير العرب	.755	.024	
GDP الناتج المحلي الاجمالي	.264	.139	.014
AFT صافي المشتريات للعرب	.146	.043	
TVA قيمة التداول	.071	.024	
MCP حجم السوق	.524	.649	.073
RMI عائد مؤشر السوق	.735	.298	.01

لقد تبين من جدول رقم (١) :

١- أن قيمة  $P - Value < 0.05$  ، وذلك لجميع السلاسل الزمنية لمتغيرات البحث الموضحة بالجدول ، مما أشار إلى عدم استقرار هذه السلاسل .

٢- أن استخدام اسلوب ADF بعد أخذ الفروق الأولى First Differences ، أدى إلى استقرار السلسلة الزمنية للمتغيرات NFR و AFT و TVA ، حيث أصبحت P – Value لهذه المتغيرات  $> 0.05$  .

٣- أن إجراء ADF بعد أخذ الفروق الثانية Second Differences ، أدى إلى استقرار السلسلة الزمنية للمتغيرات AFR و GDP و RMI عند مستوى معنوية 5% ، واستقرار السلسلة الزمنية للمتغير MCP عند مستوى معنوية 10% ، حيث أن قيمة P – Value لهذا المتغير  $= 0.073 > 0.10$  .

وبذلك أصبحت السلاسل الزمنية لمتغيرات البحث مستقرة عند الفروق الثانية .  
٢/٢/٨ نتائج التحليل الإحصائي للنموذجين (١) ، (٢) عن العلاقات بين تعاملات المستثمرين الأجانب وقيمة التداول :

تم إجراء تحليل الارتباط Correlation Analysis للتعرف على طبيعة وقوة العلاقات بين تعاملات المستثمرين الأجانب العرب وغير العرب، وبين قيمة التداول الربع سنوي في سوق المال المصري ، حيث تم قياس تعاملات المستثمرين باستخدام كل من نسبة التعاملات وصافي المشتريات والمبيعات ، وفيمايلي اهم نتائج هذا التحليل :

#### جدول رقم (٢)

مصفوفة ارتباط بيرسون للعلاقات بين تعاملات المستثمرين الأجانب العرب وغير العرب وبين قيمة التداول في سوق المال المصري

صافي المشتريات لغير العرب NFT	صافي المشتريات للعرب AFT	قيمة التداول TVA	معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي GDP	نسبة تعاملات غير العرب NFR	نسبة تعاملات العرب AFR	
.431	-.468	.229	.038	.347	1	AFR
.023	.009	.224	.844	.060		Sig
.445	-.526	-.493	-.067	1	.347	NFR
.014	.003	.006	.726		.060	Sig
.258	.053	.116	1	-.067	.038	GDP
.169	.782	.543		.726	.844	Sig
.101	.032	1	.116	-.493	.229	TVA
.594	.867		.543	.006	.224	Sig
-.761	1	.032	.053	-.526	-.468	AFT

صافي المشتريات لغير العرب NFT	صافي المشتريات للعرب AFT	قيمة التداول TVA	معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي GDP	نسبة تعاملات غير العرب NFR	نسبة تعاملات العرب AFR	
.000		.867	.782	.003	.009	Sig
1	-.761	.101	.258	.445	.413	NFT
	.000	.594	.169	.014	.023	Sig

عدد المشاهدات = 30

فيما يتعلق بنتائج التحليل الإحصائي لنموذج (١) عن العلاقات بين نسبة تعاملات المستثمرين الأجانب العرب وغير العرب وبين قيمة التداول ، فقد تبين من جدول رقم (٢) :

١- أن قيمة معامل الارتباط بين نسبة تعاملات الأجانب العرب AFR وقيمة التداول TVA = .229 ، وأن قيمة Sig = .224 < .05 ، مما أشار إلى وجود ارتباط طردي غير معنوي بينهما ، وذلك عند مستوى معنوية 5% (وكذلك عند مستوى معنوية 10% ) .

٢- أن معامل الارتباط بين نسبة تعاملات الأجانب غير العرب NFR وبين قيمة التداول TVA = .493 - ، وأن قيمة Sig = .006 > .05 ، مما أشار إلى وجود ارتباط عكسي معنوي بينهما عند مستوى معنوية 5% .

٣- أن معامل الارتباط بين معدل نمو الناتج المحلي GDP وبين قيمة التداول TVA = ، وأن قيمة Sig = .543 ، مما أشار إلى وجود ارتباط طردي غير معنوي بينهما عند مستوى معنوية 5% .

وللمزيد من التحليل ، فقد تم اختبار تأثير نسبة تعاملات كل من المستثمرين الأجانب العرب وغير العرب على قيمة التداول ، وذلك بإجراء تحليل الانحدار المتعدد للنموذج رقم (١) ، حيث أوضحت النتائج ما يلي :

جدول رقم (٣)

أهم نتائج تحليل الانحدار المتعدد لاختبار تأثير نسبة تعاملات المستثمرين الأجانب العرب وغير العرب على قيمة التداول

R <sup>2</sup>	Sig-F	Sig-t	قيمة ثابت ومعامل الانحدار	النموذج
.428	.002	.806	- 1.868	ثابت الانحدار
		.009	7.382	نسبة تعاملات العرب AFR
		.000	- 5.380	نسبة تعاملات غير العرب NFR
		.712	2.740	معدل نمو الناتج المحلي GDP

المتغير التابع : TVA

عدد المشاهدات : 30

لقد تبين من جدول رقم (٣) :

- أ- أن قيمة معامل التحديد  $R^2 = 0.428$  ، مما يعني أن نموذج الانحدار يفسر حوالي 42.8 % من التغيرات في قيمة التداول .
- ب- أن قيمة (Sig) للتوزيع الاحتمالي  $F = 0.002 > 5\%$  ، مما أشار إلى معنوية نموذج الانحدار .
- ج- أن قيمة معامل الانحدار لنسبة تعاملات المستثمرين العرب  $AFR = 7.382$  ، كما أن قيمة Sig للتوزيع الاحتمالي  $t = 0.009 > 5\%$  ، مما أشار لوجود تأثير طردي معنوي لهذا المتغير على قيمة التداول TVA .
- د- أن قيمة معامل الانحدار لنسبة تعاملات المستثمرين الأجانب غير العرب  $= 5.380$  NFR- ، وأن قيمة Sig للتوزيع الاحتمالي t لهذا المتغير  $= 0.000 >$  مستوى معنوية 05 ، مما أشار لوجود تأثير عكسي معنوي لهذا المتغير على قيمة التداول .
- هـ - أن قيمة معامل الانحدار لمعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي  $GDP = 2.740$  ، وأن قيمة Sig للتوزيع الاحتمالي t لهذا المتغير  $= 0.712 < 05$  ، مما أشار لعدم وجود تأثير معنوي لهذا المتغير على قيمة التداول .

### وهنا تجدر الإشارة إلى :

أن نتائج تحليل الارتباط للعلاقة بين نسبة تعاملات المستثمرين العرب AFR وبين المتغير التابع TVA ، قد أوضحت عدم وجود ارتباط معنوي بين المتغيرين ، في حين أن نتائج تحليل الانحدار قد أوضحت وجود تأثير طردي معنوي ، مما يعني تعارض نتائج تحليل الارتباط والانحدار للعلاقة بينهما ، حيث يمكن أن يرجع ذلك لطبيعة البيانات ، أو إلى وجود هذا المتغير مع متغير آخر له تأثير معنوي ، وهو نسبة تعاملات المستثمرين الأجانب غير العرب NFR [www.quora.com](http://www.quora.com) .

أما فيما يتعلق بنتائج التحليل الإحصائي للنموذج رقم (٢) عن العلاقات بين صافي المشتريات (أو المبيعات) للمستثمرين الأجانب العرب وغير العرب وبين قيمة التداول ، فقد أوضحت نتائج تحليل الارتباط في جدول (٢) :

أ- وجود ارتباط طردي غير معنوي عند مستوى 5% بين صافي المشتريات للمستثمرين الأجانب العرب AFT وبين قيمة التداول TVA ، حيث أن معامل الارتباط بينهما = 0.032 ، وقيمة Sig = 0.867 < 0.05 .

ب- عدم وجود ارتباط معنوي بين صافي المشتريات للمستثمرين الأجانب غير العرب NFT وبين قيمة التداول TVA ، حيث أن معامل الارتباط بينهما = 0.101 ، وقيمة Sig = 0.594 < 0.05 .

ج- عدم وجود ارتباط معنوي بين معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي وبين قيمة التداول ، حيث أن قيمة معامل الارتباط = 0.116 ، وقيمة Sig = 0.543 < 0.05 .

وللمزيد من التحليل عن العلاقات بين متغيرات النموذج (٢) ، فقد تم إجراء تحليل الانحدار المتعدد للنموذج ، حيث أوضحت النتائج ما يلي :

جدول رقم (٤)

أهم نتائج تحليل الانحدار المتعدد لاختبار تأثير صافي المشتريات (أو المبيعات) للمستثمرين الأجانب العرب وغير العرب على قيمة التداول

R <sup>2</sup>	Sig-F	Sig-t	ثابت ومعاملات الانحدار	النموذج
.039	.786	.828	- 2.145	ثابت الانحدار
		.464	.007	صافي المشتريات للعرب AFT
		.416	.002	صافي المشتريات لغير العرب NFT
		.884	1.572	معدل نمو الناتج المحلي GDP

المتغير التابع: قيمة التداول TVA

عدد المشاهدات : 30

لقد تبين من جدول رقم (٤) :

أ- أن قيمة معامل التحديد  $R^2 = 0.039$  ، مما يعني أن المتغيرات المستقلة (صافي المشتريات للمستثمرين العرب AFT و صافي المشتريات للمستثمرين غير العرب NFT ومعدل نمو الناتج المحلي GDP ) تفسر حوالي ٣.٩ % فقط من التغيرات في قيمة التداول TVA .

ب- أن قيمة Sig للتوزيع الاحتمالي  $F = 0.786 < 0.05$  ، مما أشار إلى عدم معنوية نموذج الانحدار .

ج- أن قيمة Sig للتوزيع الاحتمالي t لكل من المتغيرات المستقلة : صافي المشتريات للمستثمرين العرب ، صافي المشتريات للمستثمرين غير العرب ، معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي هي على التوالي : ٤٦٤ . و ٤١٦ . و ٨٨٤ .  $< 0.05$  ، مما أشار إلى عدم وجود تأثير معنوي للمتغيرات المستقلة على قيمة التداول كمتغير تابع .

٣/٢/٨ نتائج التحليل الإحصائي للنموذجين (٣) ، (٤) عن العلاقات بين تعاملات المستثمرين الأجانب وحجم سوق المال مقاسا برأس المال السوقي:

أوضحت نتائج تحليل الارتباط للعلاقات بين تعاملات المستثمرين الأجانب العرب وغير العرب وبين حجم السوق ما يلي :

جدول رقم (٥)

مصفوفة ارتباط بيرسون للعلاقات بين تعاملات المستثمرين الأجانب العرب وغير العرب وبين حجم السوق مقاسا برأس المال السوقي

صافي المشتريات غير العرب NFT	صافي المشتريات للعرب AFT	حجم السوق MCP	معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي GDP	نسبة تعاملات غير العرب NFR	نسبة تعاملات العرب AFR	
.431	-.468	.106	.038	.347	1	AFR
.023	.009	.575	.844	.060		Sig
.445	-.526	-.055	-.067	1	.347	NFR
.014	.003	.774	.726		.060	Sig
.258	.053	.277	1	-.067	.038	GDP
.169	.782	.138		.726	.844	Sig
.381	-.155	1	.277	-.055	.106	MCP
.038	.414		.138	.774	.575	Sig
-.761	1	-.155	.053	-.526	-.468	AFT
.000		.414	.782	.003	.009	Sig
1	-.761	.381	.258	.445	.413	NFT
	.000	.038	.169	.014	.023	Sig

عدد المشاهدات : ٣٠

لقد تبين من جدول رقم (٥) :

فيما يتعلق بنتائج التحليل الإحصائي للنموذج رقم (٣) عن العلاقات بين نسبة تعاملات المستثمرين الأجانب العرب وغير العرب وبين حجم السوق مقاسا برأس المال السوقي :

أ- وجود ارتباط طردي غير معنوي بين نسبة تعاملات المستثمرين العرب AFR وبين رأس المال السوقي MCP ، حيث أن قيمة معامل الارتباط بينهما = 106. ، وقيمة Sig = 575. < 05. .

ب- وجود ارتباط عكسي غير معنوي بين نسبة تعاملات المستثمرين غير العرب NFR و بين رأس المال السوقي ، حيث أن قيمة معامل الارتباط = 0.055 - ، و قيمة  $Sig = 0.774 < 0.05$  .

ج- وجود ارتباط طردي غير معنوي بين معدل نمو الناتج المحلي GDP و رأس المال السوقي ، حيث أن قيمة معامل الارتباط = 0.277 ، و قيمة  $Sig = 0.138$  .  
وللمزيد من التحليل عن هذه العلاقات فقد تم إجراء تحليل الانحدار المتعدد للنموذج رقم (٣) ، حيث أوضحت النتائج ما يلي :

جدول رقم (٦)

أهم نتائج تحليل الانحدار المتعدد لاختبار تأثير نسبة تعاملات المستثمرين الأجانب العرب وغير العرب على حجم السوق

R <sup>2</sup>	Sig-F	Sig-t	ثابت ومعاملات الانحدار	النموذج
.092	.467	.953	- .857	ثابت الانحدار
		.540	3.088	نسبة تعاملات العرب AFR
		.693	- 1.012	نسبة تعاملات غير العرب NFR
		.166	20.034	معدل نمو الناتج المحلي GDP

المتغير التابع: حجم السوق (مقاسا برأس المال السوقي) MCP

عدد المشاهدات : 30

من جدول رقم (٦) تبين أن :

أ- قيمة معامل التحديد  $R^2 = 0.092$  ، مما يعني أن المتغيرات المستقلة في نموذج رقم

٣ ، تفسر حوالي 9.2% فقط من التغيرات في رأس المال السوقي .

ب- قيمة Sig للتوزيع الاحتمالي  $F = 0.467$  ، مما يعني عدم معنوية نموذج الانحدار .

ج- أن قيمة Sig للتوزيع الاحتمالي t لكل من المتغيرات المستقلة في النموذج  $< 0.05$  ،

مما يعني عدم وجود تأثير معنوي لهذه المتغيرات على رأس المال السوقي .

أما فيما يتعلق بنتائج التحليل الإحصائي للنموذج رقم (٤) عن العلاقات بين

صافي المشتريات (أو المبيعات) للمستثمرين الأجانب العرب وغير العرب وبين حجم



السوق، فقد تبين من جدول رقم (٥) ، أن قيم معاملات الارتباط وقيم Sig عند مستوى معنوية 5% ، قد أشارت إلى :

أ- وجود ارتباط عكسي غير معنوي بين صافي المشتريات للمستثمرين العرب AFT وبين رأس المال السوقي MCP .

ب- وجود ارتباط طردي معنوي بين صافي المشتريات للمستثمرين غير العرب NFT وبين رأس المال السوقي MCP ( معامل الارتباط = 0.381 ، قيمة Sig = 0.038 ) .

ج- وجود ارتباط طردي غير معنوي بين MCP وGDP .  
وبإجراء تحليل الانحدار المتعدد للنموذج رقم (٤) ، أوضحت النتائج ما يلي :

جدول رقم (٧)

أهم نتائج تحليل الانحدار المتعدد لاختبار تأثير صافي المشتريات للمستثمرين

الأجانب العرب وغير العرب على حجم السوق

النموذج	ثابت ومعاملات الانحدار	Sig-t	Sig-F	R <sup>2</sup>
ثابت الانحدار	- .330	.981	.114	.201
صافي المشتريات للعرب AFT	.011	.409		
صافي المشتريات لغير العرب NFT	.007	.089		
معدل نمو الناتج المحلي GDP	9.432	.530		

المتغير التابع: حجم السوق مقاسا برأس المال السوقي MCP

عدد المشاهدات : 30

من جدول رقم (٧) :

أ- أوضحت قيم معامل التحديد R<sup>2</sup> ، أن المتغيرات المستقلة ( صافي المشتريات للمستثمرين العرب AFT ، صافي المشتريات للمستثمرين الأجانب غير العرب NFT ، ومعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي ) تفسر حوالي 20.10 % من التغيرات في حجم السوق MCP ، كما أوضحت قيمة Sig – F عدم معنوية نموذج رقم ٤ .

ب- أما فيما يتعلق باختبار تأثير كل من المتغيرات المستقلة على المتغير التابع ، فقد أوضحت قيم Sig-t : عدم وجود تأثير معنوي لكل من: AFT, GDP عند مستوى معنوية 5% ، 10% ، في حين تبين وجود تأثير طردي معنوي للمتغير NFT وذلك عند مستوى معنوية 10% ( قيمة Sig-t = 0.089 ) .

٤/٢/٨ نتائج التحليل الإحصائي للنموذجين (٥) ، (٦) عن العلاقات بين تعاملات المستثمرين الأجانب وبين عائد مؤشر السوق EGX – 100 :  
 بإجراء تحليل الارتباط للعلاقات بين تعاملات المستثمرين الأجانب العرب وغير العرب وبين عائد مؤشر سوق المال المصري EGX – 100 ، أوضحت النتائج ما يلي :

جدول رقم (٨)

مصفوفة ارتباط بيرسون للعلاقات بين تعاملات المستثمرين الأجانب العرب وغير العرب وبين عائد مؤشر السوق

صافي المشتريات لغير العرب NFT	صافي المشتريات للعرب AFT	عائد مؤشر السوق RMI	معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي GDP	نسبة تعاملات غير العرب NFR	نسبة تعاملات العرب AFR	
.431	-.468	-.010	.038	.347	1	AFR
.023	.009	.959	.844	.060		Sig
.445	-.526	-.103	-.067	1	.347	NFR
.014	.003	.589	.726		.060	Sig
.258	.053	.195	1	-.067	.038	GDP
.169	.782	.302		.726	.844	Sig
.030	-.199	1	.195	-.103	-.010	RMI
.873	.293		.302	.589	.959	Sig
-.761	1	-.199	.053	-.526	-.468	AFT
.000		.293	.782	.003	.009	Sig
1	-.761	.030	.258	.445	.413	NFT
	.000	.873	.169	.014	.023	Sig

عدد المشاهدات : ٣٠

لقد تبين من جدول رقم (٨) ، فيما يتعلق بنتائج التحليل الإحصائي للنموذج رقم (٥) عن العلاقات بين نسبة تعاملات المستثمرين الأجانب العرب وغير العرب وبين عائد مؤشر سوق المال المصري EGX – 100 :  
 أن قيم معاملات الارتباط وقيم Sig ، أشارت إلى وجود علاقة عكسية غير معنوية بين كل من AFR و NFR وبين RMI .

وبإجراء تحليل الانحدار المتعدد للنموذج رقم (٥) ، أوضحت النتائج ما يلي :

جدول رقم (٩)

أهم نتائج تحليل الانحدار المتعدد لاختبار تأثير نسبة تعاملات المستثمرين الأجانب العرب وغير العرب على عائد مؤشر السوق

R <sup>2</sup>	Sig-F	Sig-t	ثابت ومعاملات الانحدار	النموذج
.046	.740	.858	.999	ثابت الانحدار
		.937	.152	نسبة تعاملات العرب AFR
		.643	-.454	نسبة تعاملات غير العرب NFR
		.338	5.255	معدل نمو الناتج المحلي GDP

المتغير التابع : عائد مؤشر السوق RMI

من جدول رقم (٩) :

أشارت قيم كل من : معامل التحديد ، Sig - F ، Sig - t إلى عدم معنوية نموذج الانحدار رقم (٥) ، وعدم وجود تأثير معنوي للمتغيرات المستقلة ( نسبة تعاملات العرب AFR ، نسبة تعاملات غير العرب NFR ، ومعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي GDP ) على عائد مؤشر السوق RMI.

وفيما يتعلق بنتائج التحليل الإحصائي للنموذج رقم (٦) عن العلاقات بين صافي المشتريات (أو المبيعات) للمستثمرين الأجانب العرب وغير العرب وبين عائد مؤشر سوق المال المصري EGX - 100 ، فقد أشارت قيم معاملات الارتباط وقيم Sig الموضحة بجدول رقم (٨) إلى :

أ- عدم وجود ارتباط معنوي بين كل من : صافي المشتريات للعرب AFT وصافي المشتريات لغير العرب NFT ، ومعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي GDP وبين عائد مؤشر السوق RMI .

هذا ، وقد أوضحت نتائج تحليل الانحدار المتعدد للنموذج رقم (٦) ، ما يلي :

جدول رقم (١٠)

أهم نتائج تحليل الانحدار المتعدد لاختبار تأثير صافي المشتريات (أو المبيعات) للمستثمرين الأجانب العرب وغير العرب على عائد مؤشر السوق

R <sup>2</sup>	Sig-F	Sig-t	ثابت ومعاملات الانحدار	النموذج
.182	.151	.927	.471	ثابت الانحدار
		.043	-.010	صافي المشتريات للعرب AFT
		.087	-.003	صافي المشتريات لغير العرب NFT
		.076	10.348	معدل نمو الناتج المحلي GDP

لقد تبين من جدول رقم (١٠) :

أن قيمة Sig - F ، أشارت الى عدم معنوية نموذج الانحدار رقم (٦) ، في حين أشارت قيم معاملات الانحدار وقيم Sig - t للمتغيرات المستقلة أن : هناك تأثير عكسي عند مستوى معنوية 5% لصافي المشتريات للعرب AFT ، و تأثير عكسي معنوي لصافي المشتريات لغير العرب NFT عند مستوى معنوية 10% على عائد مؤشر السوق RMI كمتغير تابع .

وهنا تجدر الإشارة إلى :

أن نتائج تحليل الارتباط بين كل من صافي المشتريات (أو المبيعات) للمستثمرين الأجانب العرب AFT و غير العرب NFT وبين عائد مؤشر السوق RMI ، قد أوضحت عدم وجود ارتباط معنوي ، في حين أوضحت نتائج تحليل الانحدار المتعدد : وجود تأثير عكسي معنوي لكلا المتغيرين على عائد مؤشر السوق عند مستوى معنوية 5% ، 10% على الترتيب . حيث يمكن أن يرجع ذلك إلى طبيعة البيانات ، أو إلى أن وجود المتغيرات المستقلة معا في النموذج أدى إلى ظهور هذا التأثير

[www.quora.com](http://www.quora.com)

٩ / نتائج وتوصيات البحث :

**Results of the Research** : ١/٩ نتائج البحث :

قامت الباحثة بإجراء الدراسة التطبيقية لاختبار فروض البحث من أجل تحقيق أهدافه التي ركزت على اختبار العلاقة بين تعاملات المستثمرين الأجانب وبين نشاط سوق المال المصري .

حيث تم اختبار هذه العلاقة باستخدام مقياسين لتعاملات المستثمرين الأجانب العرب وغير العرب هما : نسبة التعاملات ، وصافي المشتريات (أو المبيعات) ، واستخدام ثلاثة مؤشرات هامة لنشاط سوق المال هي : قيمة التداول ، حجم السوق مقاسا برأس المال السوقي ، وعائد مؤشر السوق الاوسع نطاق EGX-100 .

هذا ، وقد اوضحت نتائج التحليل الاحصائي لاختبار فروض البحث مايلي :

١/١/٩ نتائج اختبار الفرض الأول من فروض البحث :

باستخدام نسبة التعاملات للمستثمرين الأجانب :

تبين عدم وجود ارتباط معنوي بين نسبة تعاملات المستثمرين العرب وبين قيمة التداول ، في حين تبين وجود ارتباط عكسي معنوي بين نسبة تعاملات المستثمرين غير العرب وبين قيمة التداول .

وباستخدام صافي المشتريات (أو المبيعات) للمستثمرين الأجانب :

فقد تبين عدم وجود ارتباط طردى معنوي بين هذا المقياس وبين قيمة التداول ، وذلك بالنسبة لكل من المستثمرين العرب وغير العرب .

وبذلك توصلت الباحثة الى :

عدم ثبوت صحة الفرض الأول من فروض البحث ، القائل :

توجد علاقة طردية معنوية بين تعاملات المستثمرين الأجانب ، وقيمة التداول في سوق المال المصري .

### ٢/١/٩ نتائج اختبار الفرض الثاني من فروض البحث :

أوضحت نتائج التحليل الاحصائي باستخدام نسبة تعاملات المستثمرين الاجانب :  
عدم وجود ارتباط طردى معنوى بين نسبة تعاملات كل من: العرب وغير العرب وبين رأس المال السوقي ، وكذلك عدم وجود تأثير معنوى لكل منهما على رأس المال السوقي .  
أما فيما يتعلق باستخدام صافى المشتريات(او المبيعات) للاجانب :  
فقد تبين عدم وجود ارتباط طردى معنوى بين صافى المشتريات للمستثمرين العرب وبين رأس المال السوقي ، وكذلك عدم وجود تأثير طردى معنوى لهذا المقياس ، فى حين تبين وجود ارتباط طردى معنوى بين صافى المشتريات (أو المبيعات) للمستثمرين غير العرب وبين رأس المال السوقي . ووجود تأثير طردى معنوى لهذا المقياس على رأس المال السوقي عند مستوى معنوية ١٠ % .

**وبذلك فقد توصلت الباحثة الى الثبوت الجزئى لصحة الفرض الثانى من فروض**

**البحث ، القائل :**

**توجد علاقة طردية معنوية بين تعاملات المستثمرين الأجانب و حجم سوق المال المصري.**

### ٣/١/٩ نتائج اختبار الفرض الثالث من فروض البحث :

أوضحت نتائج التحليل الاحصائي باستخدام نسبة تعاملات الاجانب :  
عدم وجود ارتباط طردى معنوى بين نسبة تعاملات الأجانب العرب وغير العرب وبين عائد مؤشر السوق ، كما أوضحت النتائج عدم وجود تأثير معنوى لكل منهما على عائد مؤشر السوق .

أما فيما يتعلق باستخدام صافى المشتريات(او المبيعات) للمستثمرين الأجانب ، فقد تبين :  
عدم وجود ارتباط معنوى بين صافى المشتريات لكل من العرب وغير العرب وبين عائد مؤشر السوق .

فى حين تبين : وجود تأثير عكسى معنوى لكل منهما على عائد السوق عند مستوى معنوية ٥% ، ١٠% على التوالى .

**وبذلك توصلت الباحثة الى:**

عدم ثبوت صحة الفرض الثالث من فروض البحث ، القائل :  
توجد علاقة طردية معنوية بين تعاملات المستثمرين الأجانب وعائد سوق المال  
المصري .

٤/١/٩ تعليق على نتائج اختبار فروض البحث :

لقد توصلت الباحثة الى النتائج الاتية للبحث ، وذلك من خلال ما تم توضيحه من  
نتائج اختبار فروض البحث :

١- ضعف الدور الايجابي لتعاملات المستثمرين الأجانب العرب وغير العرب في  
نشاط سوق المال المصري .

٢- اختلاف نتائج التحليل بالنسبة لكل من المستثمرين العرب وغير العرب ، حيث  
تبين عدم وجود علاقة طردية معنوية بين تعاملات المستثمرين العرب باستخدام كل  
من المقياسين : نسبة التعاملات وصافي المشتريات(اوالمبيعات) وبين كل من : قيمة  
التداول ، رأس المال السوقي ، وعائد مؤشر السوق، أما فيما يتعلق بالمستثمرين غير  
العرب ، فقد ظهرت العلاقة الطردية المعنوية بين صافي المشتريات لغير العرب  
وبين رأس المال السوقي، كما ظهرت العلاقة العكسية المعنوية بين نسبة تعاملات  
غير العرب وبين قيمة التداول .

٣- مدى توافق نتائج البحث مع نتائج الدراسات السابقة :

تعارضت نتائج البحث مع الاسس النظرية التي تؤيد وجود تأثير ايجابي  
للاستثمارات الاجنبية وتعاملات الاجانب على اسواق المال ، كما تعارضت مع نتائج  
بعض الدراسات السابقة المؤيدة لذلك ، مثل دراسة (Smarakoon, 2009) ودراسة  
( Sevil et al, 2012) ودراسة (Almutiri, 2020) ، حيث تم اجراء هذه الدراسات  
في سريلانكا ، اسطنبول ، والسعودية على التوالي .

في حين توافقت نتائج البحث جزئيا مع دراسة ( الهنداوى ، ٢٠١٦ ) التي تم  
اجرائها في عمان .

اما عن الدراسات التي تم اجرائها في مصر ، فقد توافقت نتائج البحث جزئيا مع  
دراسة (حسن ، ٢٠١٣) ودراسة (محمد ، ٢٠١٤) ، حيث اشارت هذه الدراسات الى

وجود اثار سلبية وأخرى ايجابية للاستثمارات الاجنبية غير المباشرة وتعاملات المستثمرين الأجانب فى سوق الاوراق المالية المصرية .

## ٢/٩ توصيات البحث The Research Recommendations

قدمت الباحثة توصيات البحث التالية :

أولاً : توصيات للمسؤولين بسوق المال المصري :

١- زيادة اهتمام المسؤولين بسوق المال المصري باجراء استطلاعات دورية لاراء المستثمرين الاجانب العرب وغير العرب، للتعرف على أهم العوامل الجاذبة للاستثمار بالسوق المصري ، وكذلك اهم معوقات الاستثمار به، وكذلك العوامل التي تؤدي الى بيع استثماراتهم والخروج من السوق ، مع الاهتمام باتخاذ الاجراءات اللازمة للاستفادة من نتائج هذه الاستطلاعات فى عملية التخطيط لجذب الاستثمارات الأجنبية لسوق المال .

٢- سعى المسؤولين بسوق المال نحو زيادة التنسيق مع الجهات المختلفة المعنية بالاستثمارات الأجنبية ، وذلك للعمل على :

اعداد قواعد بيانات متكاملة بلغات مختلفة عن اداء سوق المال المصري ، وكذلك عن أهم المتغيرات الاقتصادية والسياسية والاجتماعية ، مع الاهتمام بالتحديث المستمر لهذه البيانات وذلك لمساعدة المستثمرين الاجانب فى اتخاذ القرارات الاستثمارية بناء على المعلومات الدقيقة .

٣- اهمية قيام المسؤولين بسوق المال باجراء تحليلات دورية عن الاثار الايجابية والسلبية لتعاملات الاجانب على المقاييس المختلفة لنشاط سوق المال المصري مثل : قيمة التداول ، عدد العمليات، رأس المال السوقي، عوائد المؤشرات العامة والمؤشرات القطاعية .

٤- اهتمام ادارة سوق المال باعداد الدراسات الدقيقة اللازمة لتنظيم تعاملات المستثمرين الأجانب ، بما يعمل على تخفيض الاثار السلبية لهذه التعاملات مع زيادة الدور الايجابى لها فى نشاط سوق المال المصري .



## ثانيا : توصيات للباحثين ببحوث مستقبلية مقترحة:

- ١- دراسة تأثير تعاملات المستثمرين الأجانب على عوائد المؤشرات القطاعية بسوق المال .
- ٢- دراسة مقارنة لتأثير كل من الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة بسوق المال والاستثمارات الأجنبية المباشرة على نشاط سوق المال المصري.

## المراجع :

### أولا : المراجع العربية :

- ابراهيم، طرايش، بربرى محمد أمين (٢٠١٩). " دور الاستثمار الاجنبي غير المباشر فى تنشيط سوق الأوراق المالية : دراسة حالة سوق الأوراق المالية بمصر ٢٠٠٤-٢٠١٧ " ، *مجلة التكامل الاقتصادي - جامعة أحمد دراية ، الجزائر*، ٧(٢) .
- الهنداوى، أشرف خالد (٢٠١٦) . *أثر الاستثمار الأجنبي غير المباشر فى أداء بورصة عمان ، رسالة ماجستير ، كلية الأعمال- جامعة عمان العربية، الأردن*.
- حسن ، وفاء هاشم (٢٠١٣) . *دور الاستثمار الأجنبي غير المباشر فى سوق الأوراق المالية فى مصر خلال جامعة بنها فترة الإصلاح الاقتصادي - دراسة مقارنة مع ماليزيا ، رسالة ماجستير ، كلية التجارة - جامعة بنها .*
- عبد الحكيم ، هشام طلعت (٢٠١٥) . " الاستثمار الأجنبي غير المباشر وأثره فى مؤشرات التداول (دراسة تطبيقية فى سوق العراق للأوراق المالية)" ، *التراث، الجامعة المستنصرية ، العراق*، ٤(٢٠) ، ١٢٧-١٤٤ .
- على ، علا عادل (٢٠١٣) . " دور الاستثمار الأجنبي غير المباشر فى تنشيط البورصة المصرية " ، *بحوث اقتصادية عربية ، ٦٣، ٦٤* .
- محمد ، ريم على (٢٠١٤) . " دور الاستثمارات الأجنبية فى تنمية سوق رأس المال فى مصر - دراسة مقارنة " ، رسالة دكتوراه ، كلية التجارة - جامعة عين شمس .
- مسجت، فايزة حسن ، بان ياسين مكى (٢٠٢١) . دور الاستثمار الأجنبي غير المباشر (المحظى) فى سوق العراق للأوراق المالية للمدة (٢٠٠٧- ٢٠١٨ )، *مجلة الادارة والاقتصاد*، ١٠(٣٧) .
- هندي ، منير إبراهيم (٢٠٠٤) . " *الفكر الحديث فى الاستثمار* " ، منشأة المعارف ، الإسكندرية .

ثانيا : المراجع الأجنبية :

**References :**

- Agu,Anthony Ogbonna, Ogu Calistus ,and Azeanyeji Clement I.(2019) Foreign Portfolio Investment and Stock Market Returns in Nigeria “*IOSR Journal of Economics and Finance* , 10(6) ,1-9
- Akinmulegun,Sunday O.(2018) . “Capital Market Development and foreign Portfolio Investment Inflow in Nigeria (1985- (2016)” , *Advances in Economics and Business* ,6 (5) .
- Almutiri Abeer Faleh H. (2020).”Capital Market Liberalization:Effect of Foreign Investors on Saudi Stock Market Performance”, *Journal of Mathematical Finance*,10, 267-286.
- Alsmadi,Mohammad O.(2018). Determinants of Foreign ortfolio Investment: The Case of Jordan, *Investment Management and Financial Innovations*, 15(1).
- Auzairy, Noor Azryani ,Rubi Ahmad ,and Catherine S F Ho. (2011).” The Impact of Stock Market Liberalization and Macroeconomic Variables on Stock Market Performances “, *International Conference On Financial Management and Economics* .
- Avci,ozge Bolaman (2015). “Effect of Foreign Investor Transactions on Stock Market Returns” , *Hocettepe University Journal of Economics and Administrative Sciences*, 33(4) , 29-38 .
- Aziz,Bilal ,Zeeshan Anwar , and Sundas Shawnawaz (2015) . Determinants of Foreign Portfolio Investment (FPI) Empirical Evidence from Pakistan ” , *Asian Journal of Educational Research & Technology*, 5 (2) .

- Bartram,Sohnke M. ,and Gunter Dufey (2001) . ***International Portfolio Investment: Theory, Evidence, and Institutional Framework*** .
- CGFS (2019) . “Establishing Viable Capital Markets”,***Committee on the Global Financial System – CGFS Papers***, No. 62 .
- Demekas,Dimitri G , and Anica Nerlich (2020) . “Creating Domestic Capital Markets in Developing Countries: Perspectives from Market Participants “ , ***World Bank Group International Finance Corporation***, Note.77.
- Dvorak, Tomas (2001) . ***Does Foreign Trading Destabilize Local Stock Markets*** .
- Grabel,Ilene (1995) . “Assessing the Impact of Financial Liberalization on Stock Market Volatility in Selected Developing Countries “, ***Journal of Development Studies*** , 31(6) , 903- 917.
- Hattari,Rabin ,and Ramkishen S. Rajan (2011) . “ How Different Are FDI and FPI Flows ? Distance and Capital Market Integration” , ***Journal of Economic Integration***, 26(3) .
- Henry,Peter Blair (2000) . “Stock Market Liberalization, Economic Reform, and Emerging Market Equity Prices”, ***The Journal of Finance***, Lv(2) , .
- Kawakatsu,Hiroyuki, and Matthew R. Morey (1999) . “An Empirical Examination of Financial Liberalization and the Efficiency of Emerging Market Stock Prices “***Journal of Financial Research***, 22 (4), .
- Kim,Yoonmin ,and Gab.Je Jo (2019) . ***The Impact of Foreign Investors on Stock Price of Korean Enterprises during the Global Financial Crisis*** , www.mdpi.com.

- Kinuthia, Isaac Kimunio , and Martin N. Etyang (2014) . “Stock Market Liberalization, Stock Market Performance and Economic Growth in Kenya “, *International Journal of Economics and Finance*, 6(4).
- Kwan, Felix B. ,and Mario G. Reyes (1997) .”Price Effects of Stock Market Liberalization in Taiwan”, *The Quarterly Review of Economic and Finance*, 37(2), 511-522.
- Lee, Jieun ,and Kee h. Chung (2017) . *Foreign Ownership and Stock Market Liquidity* , www.researchgate.net.
- Levine, Ross, and Sara Zervos (1998). “Capital Control Liberalization and Stock Market Development”, *World Development* , 26(7), 1169-1183 .
- Naceur, Samy Ben, Samir Ghazouani, and Mohammed Omran (2008) . ”Does Stock Market Liberalization Spur Financial and Economic Development in the MENA Region?” . *Journal of Comparative Economics*, 36(4), 673-693.
- Naderi, Masoumeh ,Zahra Amirhoseni , and Hamed Ahmadinia (2012).”A Comprehensive Review on International Capital Asset Pricing Models”, *Science Series Data Report* ,4(8) .
- Ng , Lilian , Fei Wu, Jing Yu , and Bohui Zhang (2016) . “Foreign Investor Heterogeneity and Stock Liquidity Around the World “, *Review of Finance*, 1867-1910.
- Ngugi, R. W. (2003) . *What Defines Liquidity of the Stock Market? The Case of the Nairobi Stock Exchange*, Discussion Paper, No.29, Nairobi : Kenya Institute for Public Policy Research and Analysis, .Referred to by Kinuthia, Isaac Kimunio , and Martin N (2014) . Etyang .”Stock Market Liberalization, Stock Market Performance and

- Economic Growth in Kenya “, *International Journal of Economics and Finance* , 6(4),.
- Ochenge,Rogers Ondiba ,Rose Ngugi ,and Peter Muriu, (2020) .”Foreign Equity Flows and Stock Market Liquidity in Kenya” ,*Cogent Economics and Finance*. <https://doi.org>.
- Samarkoon, L. P. (2009) .The Relation between Trades of Domestic and Foreign Investors and Stock Market Return in Srilanka, *Int. Fin. Markets, Ins. and Money*, 19, 850-861. Referred to by Avci,ozge Bolaman (2015) . “Effect of Foreign Investor Transactions on Stock Market Returns” , *Hocettepe University Journal of Economics And Administrative Sciences*, 33(4), 29-38 .
- Sevil,Guven, Mustafa Ozer, and Gulsah Kulah (2012) .” Foreign Investors and Noise Trade in Istanbul Stock Exchange “ , *International Journal of Business and Social Science* , 3(4), Special Issue.
- Shabbir, Malik Shahzad , and Iftikhar Muhammad (2019) . “The Dynamic Impact of Foreign Portfolio Investment on Stock Prices in Pakistan” , *Transnational Corporations Review* , <https://doi.org>.
- Wang , Jianxin (2000) . *Foreign Trading and Market Volatility in Indonesia* .
- WFE (2018) . *What Attracts International Investors to Emerging Markets?*, World Federation of Exchanges .

[www.egx.com.eg](http://www.egx.com.eg).

[www.quora.com](http://www.quora.com).

## ملاحق البحث

### ملحق رقم (١)

بيانات تعاملات المستثمرين الأجانب العرب وغير العرب في سوق المال المصري في الفترة من الربع الأول ٢٠١٢ حتى الربع الرابع ٢٠١٩

بيان	نسبة تعاملات العرب (%)	نسبة تعاملات غير العرب (%)	صافي المشتريات (أو المبيعات للعرب - مليون جنيه)	صافي المشتريات (أو المبيعات) لغير العرب - مليون جنيه
Q1-12	7	17	176	-870
Q2-12	6	14	955	-2342
Q3-12	6.5	14.5	1103	-3863
Q4-12	6	14	294	294
Q1-13	6.93	16.58	-499	6.41
Q2-13	6.7	18.5	206.39	-98.61
Q3-13	5.3	14.5	21	-1511
Q4-13	6.1	9.4	192	-398
Q1-14	6.73	6.98	736.8	-27.38
Q2-14	6.96	7.96	1784.76	355.75
Q3-14	5.38	11.81	-369.04	1674.03
Q4-14	6.04	12.85	-167.26	769.97
Q1-15	3.96	12.08	57.21	-496.12
Q2-15	5.89	13.17	-246.51	660.79
Q3-15	3.73	8.43	-38.87	372.3
Q4-15	5.76	11.53	6.28	-680.41
Q1-16	5.94	7.8	594.67	-401.92
Q2-16	5.65	11.76	335.81	1801.4
Q3-16	6.87	14.72	582.81	-1005.54
Q4-16	7.8	11.57	131.26	5817.97
Q1-17	8.5	15.72	215.02	3185.79
Q2-17	9.73	21.23	-84.61	3738.6
Q3-17	9.15	17.61	274.57	1528
Q4-17	10.11	16.63	1035.29	470.77
Q1-18	12.06	25.4	-801.46	9598.02
Q2-18	11.17	24.49	468.69	2137.79

دراسة تحليلية للعلاقة بين تعاملات المستثمرين الأجانب ونشاط سوق المال المصري

د / نسرين محمد حفنيضه

-5516.6	1468.35	18.88	5.93	Q3-18
982.32	-1956.54	22.52	10.89	Q4-18
-2134.4	79.9	21.2	10	Q1-19
743.8	-231.2	30.1	7.4	Q2-19
-392.6	-409.8	25.3	9	Q3-19
100.3	-521.3	23.9	7.5	Q4-19

ملحق رقم (٢)

بيانات معدل نمو الناتج المحلي الاجمالي الحقيقي في مصر في الفترة من الربع الاول ٢٠١٢ حتى الربع الرابع ٢٠١٩

الناتج المحلي الاجمالي الحقيقي %	بيان
5.2	Q1-12
3.3	Q2-12
2.9	Q3-12
2.2	Q4-12
2	Q1-13
1.7	Q2-13
1.6	Q3-13
1.6	Q4-13
3.4	Q1-14
5.1	Q2-14
4.6	Q3-14
4.1	Q4-14
2.2	Q1-15
2.5	Q2-15
3.2	Q3-15
2.1	Q4-15
1.6	Q1-16
2.3	Q2-16
1.7	Q3-16
3.6	Q4-16
4.3	Q1-17

4.8	Q2-17
5.2	Q3-17
5.2	Q4-17
5.3	Q1-18
5.3	Q2-18
5	Q3-18
5	Q4-18
5.3	Q1-19
5.2	Q2-19
4.5	Q3-19
4.8	Q4-19

ملحق رقم (٣)

قيمة التداول ، رأس المال السوقي ، عائد مؤشر EGX-100 فى سوق المال المصري فى الفترة من الربع الاول ٢٠١٢ حتى الربع الرابع ٢٠١٩

عائد مؤشر EGX-100 (%)	رأس المال السوقي (مليار جنيه)	قيمة التداول (مليار جنيه)	بيان
23	362	36.2	Q1-12
-7.8	339.7	57	Q2-12
27	405.7	50.7	Q3-12
-14	376	41.1	Q4-12
-8	355	51.3	Q1-13
-12.8	322	29.7	Q2-13
26.17	377.7	41.4	Q3-13
13.79	426.8	39.5	Q4-13
12.79	469.5	78.2	Q1-14
-0.67	477.6	90.9	Q2-14
12.92	526.2	56.8	Q3-14
-0.07	500	64.9	Q4-14
-4.11	506	79.8	Q1-15
-9.93	485	48.7	Q2-15
-0.1	449	64.6	Q3-15
-0.06	430	54.5	Q4-15



دراسة تحليلية للعلاقة بين تعاملات المستثمرين الأجانب ونشاط سوق المال المصري

د / نسرين محمد حفيضة

0.2	407	67.9	<b>Q1-16</b>
-6.12	383	60.6	<b>Q2-16</b>
6.26	405	44.3	<b>Q3-16</b>
38.69	602	111.7	<b>Q4-16</b>
21.14	655	105.3	<b>Q1-17</b>
13.67	687.4	79.6	<b>Q2-17</b>
14.22	749	57.3	<b>Q3-17</b>
14.38	825	90	<b>Q4-17</b>
13.52	974	112.1	<b>Q1-18</b>
-7.87	911	91.9	<b>Q2-18</b>
-12.19	804	75.1	<b>Q3-18</b>
-4.62	750	79.4	<b>Q4-18</b>
0.63	816.5	82.6	<b>Q1-19</b>
-11.36	756.1	50.8	<b>Q2-19</b>
-9.58	715.4	158.9	<b>Q3-19</b>
0.36	708.3	117.4	<b>Q4-19</b>