



جامعة عين شمس  
كلية التجارة

### رسالة ماجستير

إسم الطالب : محمد أمين سعيد خاطر  
عنوان الرسالة : نموذج إحصائي لقياس قدرة مؤشر البورصة المصرية على  
التنبؤ بتغيرات الإقتصاد الكلى  
الدرجة العلمية : الماجستير  
القسم التابع له : إقتصاد

#### لجنة التحكيم :

- 1- أ.د/ عبدالمطلب عبدالمطلب عبد الحميد : أستاذ ورئيس قسم الإقتصاد بأكاديمية  
السادات (رئيسا) .
- 2- أ.د/ عبير فرحات على : أستاذ الإقتصاد المساعد بالكلية (مشرفا) .
- 3 - أ.د/ أحمد فؤاد مندور : أستاذ الإقتصاد بالكلية (عضوا) .

تاريخ البحث / /

الدراسات العليا

أجيزت الرسالة بتاريخ

ختم الإجازة

2010/ /

2010/ /

موافقة مجلس الجامعة

موافقة مجلس الكلية

2010 / /

2010/ /

## الشكر

أتقدم بالشكر الجزيل والإمتنان العظيم إلى الأستاذة الدكتورة/ عبيد فرحات أستاذ الإقتصاد.م بالكلية لقبولها الإشراف على هذه الرسالة ، ولدعمها المتواصل فى إعداد هذه الدراسة وأوجه شكرا يحمل إعترافا بالجميل إلى الدكتور/ محروس أحمد حسن أستاذ الإدارة المالية.م بالكلية على قبوله الإشراف على هذه الرسالة جزاه الله عنى خير الجزاء .

كما أتوجه بخالص الشكر والتقدير إلى السادة أعضاء لجنة المناقشة وهم : الأستاذ الدكتور/عبدالمطلب عبدالمطلب عبدالحמיד أستاذ ورئيس قسم الإقتصاد بأكاديمية السادات ، والأستاذ الدكتور/أحمد فؤاد مندور أستاذ الإقتصاد بالكلية ، على تفضلهما بقبول مناقشة هذا البحث وتقييمه .

وأخيرا أشكر الله العلى القدير الذى وفقنى لأنجز هذا البحث وأنار دربى فى إعداد هذه الدراسة ورعائى بلطفه وجوده وكرمه .

"وآخر دعواهم أن الحمد لله رب العالمين"

الباحث

المحتويات	الصفحة
مقدمة البحث	1
أولا : مشكلة البحث	2
ثانيا : أهمية البحث	5
ثالثا: فروض البحث	5
رابعا : خطة البحث	6
خامسا : أهداف البحث	7
سادسا : منهج البحث	7
سابعا : مجتمع وعينة البحث	8
ثامنا : الدراسات السابقة	8
تاسعا : الإضافة المتوقعة للدراسة	14
<b>الفصل الأول : نظريات سوق رأس المال</b>	<b>23-16</b>
أولا : نظرية المحفظة	16
ثانيا : نموذج تسعير الأصول الرأسمالية	18
ثالثا: نظرية تسعير المراجعة	22
<b>الفصل الثاني: أسواق الأسهم في ظل الأزمات المالية الدولية</b>	<b>46-25</b>
<b>المبحث الأول : الدورات الاقتصادية</b>	<b>32 -26</b>
أولا : مفهوم ومراحل الدورة الاقتصادية	26
ثانيا : تفسير الدورات الاقتصادية عند بعض الإقتصاديين	28
ثالثا : تفسير الدورات الاقتصادية من خلال مضاعف ومعدل الإستثمار	30
<b>المبحث الثاني : تأثير الأزمات المالية على أسواق الأسهم</b>	<b>44 -33</b>
أولا : مفهوم الأزمة المالية	34
ثانيا : أنواع الازمات المالية	34
ثالثا : أهم الازمات المالية	36
1- أزمة وولستريت 1929	36
2- أزمة وولستريت 1987	37
3- أزمة جنوب شرق آسيا	39
4- الأزمة المالية العالمية 2008	41
5- تأثير الأزمة المالية 2008 على أسواق الأسهم	41
<b>الفصل الثالث: علاقة المؤشر بالمتغيرات الاقتصادية المحلية</b>	<b>82 -47</b>
<b>المبحث الأول : علاقة المؤشر بالسياسات الاقتصادية</b>	<b>75-48</b>
أولا السياسة النقدية	49
ثانيا السياسة المالية	56

59	ثالثا: أهمية دراسة قدرة مؤشر البورصة المصرية على التنبؤ بتغيرات الإقتصاد الكلى
81 -76	<b>المبحث الثاني : تأثير المتغيرات والظواهر الإقتصادية على مؤشر البورصة</b>
77	أولا-النمو الإقتصادى
77	ثانيا- حالة الموازنة العامة للدولة وسوق الأوراق المالية
78	ثالثا - معدل التضخم
80	رابعا- الإنكماش
81	خامسا- الركود الإقتصادى
100 -83	<b>الفصل الرابع: التنبؤ فى أسواق الأسهم</b>
93-84	<b>المبحث الأول : التنبؤ فى التحليل الأساسى</b>
85	أولا: تعريف التحليل الأساسى
85	ثانيا: أهداف التحليل الأساسى
87	ثالثا: كيفية إدارة محافظ الأسهم
89	رابعا:تقييم الأسهم
92	خامسا: التحليل الأساسى لمؤشر السوق EGX 30
99 -94	<b>المبحث الثانى : التنبؤ فى التحليل الفنى</b>
95	أولا : فلسفة التحليل الفنى
95	ثانيا : مقاييس التحليل الفنى
96	ثالثا : التحليل وأهمية التوقيت
97	رابعا : مرونة وتكيف التحليل الفنى
97	خامسا : التنبؤ الإقتصادى فى التحليل الفنى
98	سادسا : التحليل الفنى لمؤشر EGX 30 فى 2008/11/23
98	سابعا : الدعم والمقاومة والأهداف والتوصيات لبعض الأسهم المصرية
110-101	<b>الفصل الخامس: نموذج إحصائى لقياس قدرة مؤشر البورصة المصرية على التنبؤ بتغيرات الإقتصاد الكلى</b>
102	أولا : شرح النموذج المستخدم
102	ثانيا : النموذجين المستخدمين فى الدراسة
103	ثالثا : مجتمع البحث
103	رابعا : شرح مدخلات النموذج الإحصائى
104	1- مؤشر البورصة المصرية EGX 30
107	2- المعروض النقدى
107	خامسا : نتائج اختبار العوامل وتحليلها
116-111	<b>- النتائج والمقترحات</b>
122	<b>- المراجع</b>

قائمة الأشكال		
رقم الشكل	عنوان الشكل	الصفحة
1	منحنى المحافظ الكفوة	1
2	معدل التغير لمؤشر مورجان ستاتلي للسعر خلال 2009	1
3	مقدار التغير السنوي في مؤشرات البورصات العربية خلال عامي 2009/2008	2
4	قيمة وحجم التداول خلال الفترة (2006-2001)	2
5	عدد الشركات المقيدة خلال الفترة (2006-2001)	3
6	خريطة أداء EGX 30 قبل 2008/5/5	3
7	خريطة أداء EGX 30 بعد 2008/5/5	4
8	أداء الإصدار الأول للوثائق مفتوحة الأجل لبنك الإستثمار العالمي ABN-AMRO خلال عام 2009	4
9	أداء الإصدار الثاني للوثائق مفتوحة الأجل لبنك الإستثمار العالمي ABN-AMRO خلال عام 2009	5
10	أداء الإصدار الثالث للوثائق مفتوحة الأجل لبنك الإستثمار العالمي ABN-AMRO خلال عام 2009	5
11	أداء الإصدار الرابع للوثائق مفتوحة الأجل لبنك الإستثمار العالمي ABN-AMRO خلال عام 2009	6
12	أداء الوثائق المغلقة لبنك الإستثمار العالمي ABN-AMRO خلال عام 2009	6
13	أداء وثائق Deutsche Bank خلال عام 2009	7
14	مقارنة مؤشرات ستاندر اند بورز / هيئة التمويل الدولية S&P/IFI	7
15	تطور مضاعف الربحية في البورصة المصرية خلال عام 2008	8
16	تطور معدل العائد على الكوبون (%) خلال عام 2008	8
17	توزيع قيم المعروض النقدي خلال فترة الدراسة	9
18	إعتدالية توزيع البواقي لقيم المعروض النقدي حول خط التوزيع الطبيعي	9
19	توزيع قيم EGX 30 خلال فترة الدراسة	10
20	إعتدالية توزيع البواقي لقيم مؤشر EGX 30 حول خط التوزيع الطبيعي	10

## قائمة الجداول

رقم الجدول	عنوان الجدول	الصفحة
1	قيم وحجم التداول للأسهم والسندات داخل وخارج المقصورة العام المالي 2004 / 2005- 2006/2005	11
2	مصفوفة معاملات الارتباط للسوق المصرية مع الأسواق العربية والأجنبية خلال فترة ماقبل الأزمة ( يناير - 15 سبتمبر 2008 )	11
3	مصفوفة معاملات الارتباط للسوق المصري مع الأسواق العربية والأجنبية خلال فترة مابعد الأزمة (15 سبتمبر - ديسمبر 2008 )	12
4	توزيع الإستثمارات الأجنبية في البورصة المصرية وفقا للتوزيع الجغرافي ونوع المستثمر (بالمليون دولار)	12
5	ترتيب أنشط خمس قطاعات وفقا لكمية التداول	13
6	أعلى وأدنى نقطة لمؤشر EGX 30 خلال العام 2006/2007	13
7	أعلى وأدنى نقطة لمؤشر EGX 30 خلال العام 2007/2008	13
8	التغير في المعروض النقدي والتغير في معدل العائد على مؤشر EGX 30	14
	مخرجات النموذج الإحصائي	24-18

## مقدمة البحث

إحتل موضوع الأسواق المالية حيزاً مهماً في الأدب الاقتصادي المعاصر وخاصة بعد التطورات الهائلة التي شهدتها تلك الأسواق والتي تعتبر وظيفتها الأساسية هي عملية تحويل الموارد النادرة والتسعير الدقيق لتلك الموارد ، ويؤثر سوق المال من خلال وظائفه وعلاقته بالمتغيرات الاقتصادية في توجيه الموارد المتاحة لمختلف أوجه النشاط الاقتصادي .

وفيما يتعلق بسوق رأس المال المصري فقد حققت السوق المصرية نمواً مضطرباً في حجم التجارة وحجم السوق ولتنطلق البورصة المصرية إلى مرحلة غير مسبوقة من الإنجازات لتعطي قائمة الأسواق المالية الناشئة والعربية على حد سواء في عام 2005 .

وقد بدأت البورصة المصرية عام 2005 بنشاط ملحوظ حطمت من خلاله العديد من مؤشرات الأداء القياسية (ويتضح ذلك من الجدول رقم 1 بالملحق الإحصائي) ، متأثرة بالارتفاع الملموس الذي حققته خلال عام 2004، ومدفوعة بالتوقعات المتفائلة بخصوص إستمرار الأداء المتميز للإقتصاد المصري ، والذي بدأ بارتفاع قيمة الجنيه المصري أمام الدولار الأمريكي ، وكذا إرتفاع حجم الإحتياطي من النقد الأجنبي لدى البنك المركزي المصري بصورة مرضية ، وقد دعم من هذا الإتجاه الموافقة على كل من قانون منع الإحتكار وقانون الضرائب الجديد ، وأيضا تخفيف الأعباء الجمركية ، مما ساهم في توافر سيولة جديدة لضخها في سوق الأوراق المالية ، مع خلق مناخ إيجابي للإستثمار ، مما عزز من ثقة المستثمرين الأجانب من أغلب دول العالم ومن ثم إقبالهم على إقتحام عالم البورصة المصرية .

وفي ضوء محاولات الهيئة العامة لسوق المال لزيادة كفاءة البورصة المصرية قامت بإعداد مؤشر البورصة المصرية الرئيسي EGX 30 ، وتم إحتساب هذا المؤشر للبورصة المصرية منذ أول يناير 1998، وهو يشمل أعلى 30 شركة من حيث النشاط والسيولة ، ويهدف البحث لدراسة قدرة مؤشر البورصة المصرية EGX 30 على التنبؤ بالتغير الحاصل في العوامل الاقتصادية الكلية ، فالمؤشر الجيد يعكس معلومات النشاط الحقيقي المستقبلي ، حيث يعطي إتجاه أسعار الأوراق المالية إشارات حول ضعف أو قوة الحالة الاقتصادية .

ويمكن القول أن المنشآت التي يتم تداول أسهمها في سوق الأوراق المالية تمثل الجانب الأكبر من النشاط الإقتصادي لذلك فإن المؤشر المصمم بعناية يمكن أن يعكس نبض الحياة الاقتصادية ، وهذا ما حدث في الولايات المتحدة الأمريكية ، حيث وجد أن مؤشر السوق الأمريكية أثبت نجاحه في مجال التنبؤ بالحالة الاقتصادية بنسبة 92 % في الفترة من 1982 إلى 1990 .

ومن ثم تهدف الدراسة إلى تحديد طبيعة العلاقة والتأثير بين مؤشر البورصة المصرية EGX 30 والحالة الاقتصادية والوصول إلى نموذج إنحدار له قدرة تفسيرية عالية وذو دلالة إحصائية لتفسير المتغير المستقل لمؤشر السوق للتغير في المتغير التابع وهو المعروض النقدي والذي يعبر عن الحالة الاقتصادية والذي يعتبر أحد المؤشرات الفائدة ، كما أنه يرتبط بعلاقة طردية مع مستوى النشاط

الإقتصادي كما أشارت إليه دراسة (Friedman & Schwartz 1963) ، حيث أن الارتباط المرتفع بين مؤشر البورصة المصرية والمعرض النقدي يثبت قدرة المؤشر على التنبؤ بالحالة الاقتصادية ، وتكمن مشكلة الدراسة في الإجابة على التساؤلات التالية:-

- 1- هل مؤشر البورصة المصرية مصمم بعناية بحيث تعكس أسعار الاسهم معلومات النشاط الحقيقي أم هناك ضعف في تصميم المؤشر؟
- 2- هل هناك علاقة ارتباط بين مؤشر البورصة المصرية والمتغيرات الاقتصادية والتي يعبر عن اتجاهها المعرض النقدي ، وهل يمكن الوصول إلى نموذج إنحدار له قوة تفسيرية عالية وذو دلالة إحصائية لتفسير هذه العلاقة ؟
- 3- ما هي قدرة مؤشر البورصة المصرية على التنبؤ بالإتجاهات المستقبلية للعوامل الاقتصادية الكلية ؟
- 4- هل القرار الإستثماري يعتمد في جوهره على التنبؤ ؟
- 5- هل مؤشر البورصة المصرية EGX 30 يعتبر إحدى القنوات الهامة لجذب الإستثمارات الأجنبية الغير مباشرة ؟

#### أولا : مشكلة البحث

تعتمد دراسة الجدوى الاقتصادية لأي مشروع على إفتراضات وتوقعات مستقبلية خاصة بأسعار المواد الخام المختلفة ، ومستوى الأجور ، وحجم وأسعار المبيعات ، وأنواع السلع المنافسة وأسعارها ....إلخ ، وإن مدى دقة هذه التوقعات ينعكس على أرباح وخسائر المشروع ، كما أن أي خطة أو موازنة لسنة أو لعدة سنوات قادمة لمشروع قائم هي مجرد تصورات حول المستقبل .

ويرتبط سوق رأس المال ارتباطا وثيقا بالدورات الاقتصادية حيث يعكس إرتفاع أسعار الأوراق حالة الرواج الاقتصادي وإنخفاضها يعكس حالة الكساد الاقتصادي ، ومن ثم فإن إتجاه حركة الأسعار في السوق يؤثر في نمط الإستثمارات ، كما أن إقبال المستثمر على شراء ورقة مالية معينة يتوقف على ما تحققه المنشأة مصدرة تلك الورقة من أرباح ، ذلك أن أسعار الأسهم تتأثر بالظروف المستقبلية في الاقتصاد ، أما أرباح المنشآت الفعلية فتتأثر بالظروف الاقتصادية السائدة والتي سبق أن تأثرت بها أسعار الأسهم عندما كانت في عداد الأحداث المتوقعة ، ولكي يستطيع المستثمر إتخاذ القرار السليم بشراء أو بيع الأوراق المالية ينبغي أن يتوافر لديه المعلومات التي يحتمل أن تؤثر على القيمة السوقية ، وهذا ما يتطلب الوقوف على العوامل المحددة لتلك القيمة ، وهناك مدخلان لتحليل البيانات ودراسة حركة الأسعار وهما التحليل الأساسي والتحليل الفني .

ويشير التحليل الأساسي إلى أن السبب الأساسي في تغير أسعار الأسهم يكمن في التغير المتوقع في عوائد السهم ، وبالتالي فإن كل العوامل الأساسية التي تؤثر على عوائد الشركات ستؤثر لاحقاً على توزيعاتها وبالتالي على أسعار الاسهم ، وأن هذه العوامل تتضمن العديد من المتغيرات الاقتصادية مثل الناتج المحلي الإجمالي وسعر الفائدة وسعر الصرف والتضخم ....إلخ ، ويتم التحليل الأساسي من خلال ثلاث مستويات هي مستوى الاقتصاد ككل ومستوى الصناعة ومستوى الشركة مصدرة السهم .



ويعتمد التحليل الأساسي في المقام الأول على عنصر التنبؤ ويمكن من خلاله تقييم أسعار الأسهم بناء على أمور كثيرة من أهمها مركز الشركة المالي ، التدفقات النقدية ، ربحيتها ، مستوى النمو المتوقع ، إستراتيجيات التوسع المستقبلية ، الإدارة ، المنافسة ، ومستوى المخاطرة في القطاع الذي تنتمي له الشركة وغير ذلك من أساسيات التقييم ، وتوجد آلية مبسطة لتحديد السعر العادل في السوق تعتمد على مكررات الربحية ومعدل النمو.

أما التحليل الفني فيعتمد على تسجيل التسلسل التاريخي للأسعار في شكل بياني يصور حالة السوق ووضع المشترين والبائعين وهو يوضح اتجاه الأسعار ويبين مناطق الدعم والمقاومة ويظهر عدداً من الأشكال النمطية التي لها دلالات معينة ، ويستخدم في بناء التوقعات المستقبلية لتحديد أوقات الشراء والبيع بهدف تحقيق أكبر عائد مع أقل مخاطر ، ولقد أصبح هناك فريقان رئيسيان لكل منهما مبادئه وأساليبه للوصول إلى توقعات لمجريات الأسعار بالمستقبل .

نخلص مما سبق إلى أن قيام المستثمرين بالإعتماد على أدوات التحليل التنبؤية هو ما يجعل مؤشر السوق يعكس هذه التوقعات ، والأكثر من ذلك أن مؤشرات أسعار الأوراق المالية عادة ما تكشف الوضع الإقتصادي قبل أن تعكسه المؤشرات الإقتصادية<sup>(1)</sup>.

وتجدر الإشارة إلى الدراسة الأمريكية التي أعدت بعنوان "عائدات الأسهم والنشاط الحقيقي : قرن من الأدلة" والتي قامت بإختبار قدرة مؤشر عام السوق الأمريكي على التنبؤ بالحالة الإقتصادية ، وتوصلت الدراسة إلى نجاح مؤشر السوق الأمريكي في مجال التنبؤ بالحالة الإقتصادية بنسبة 92% ، وأكدت الدراسة بأن إنخفاضاً في مؤشر السوق الأمريكي بنسبة 8% أو أكثر كان مؤشراً لحدوث كساد إقتصادي في 38 مرة من جملة 41 مرة تعرضت لها الولايات المتحدة لحالات كساد<sup>(2)</sup>.

وفي ضوء العلاقة بين المعروض النقدي وأسعار الأسهم تجدر الإشارة إلى دراسة Friedman & Schwartz (1963) والتي أعدت بعنوان "تأثير الدورات الإقتصادية على النشاط الإقتصادي" حيث هدفت الدراسة إلى إختبار طبيعة العلاقة بين المعروض النقدي وأثرها على مستوى النشاط الإقتصادي ، وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة طردية بينهم ، حيث أن زيادة المعروض النقدي تؤدي إلى تحسن في مستوى النشاط الإقتصادي على إفتراض ثبات المطلوب منها وأن ذلك من شأنه أن يؤدي إلى إنخفاض أسعار الفائدة الأمر الذي يشجع على الإستثمار في الأوراق المالية وهي المحصلة النهائية لإرتفاع أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية .

ويعتبر المعروض النقدي<sup>(3)</sup> إحدى وسائل السياسة النقدية الهامة والتي يستخدمها البنك المركزي للتحكم والتأثير في الأسعار والإتجاهات التضخمية ، فإذا كان المعروض النقدي أكبر من

<sup>1</sup>-Murphy, John J. (Technical analysis of future market ), New York, NY: New York institute of Finance, Prentice – Hall, 1986 .

<sup>2</sup>- Siegl,( Does it pay stock investors to forecast the business cycle? ) , Journal of portfolio management , No:18,1991,pp27-34 .

<sup>3</sup> - خالد عبد الفتاح محمد " درجة إستجابة مؤشر بورصة الأوراق المالية للمتغيرات الإقتصادية " ، رسالة ماجستير ، مقدمة لكلية التجارة ، جامعة عين شمس ، 2005 ، ص 37 .

النمو في الإنتاج فإن ارتفاع السيولة سيؤدي إلى خفض سعر الفائدة مما يعني التأثير في أسعار الأوراق المالية من خلال ارتفاع معدل العائد المتوقع من الإستثمار في سوق الأوراق المالية والذي يعكسه مؤشر السوق ، أما في حال إنخفاض المعروض النقدي فإن الإجراء الأهم هو رفع سعر الفائدة مما يعني إنخفاض في معدل العائد على الإستثمار في الأوراق المالية والذي يعكسه مؤشر السوق .

ويعتقد كل من Friedman&Schwartz (1963) , Keran (1971) , Pearce&Roley (1985) بأن المتعاملين في أسواق الأوراق المالية قد يعتقدون أن الزيادة الكبيرة والمفاجئة في المعروض النقدي سوف تواجه برد فعل من البنك المركزي لكبح الآثار السلبية التي قد تنجم عن تلك الزيادة ، وذلك بإحداث إنكماش مفاجئ من شأنه أن يؤدي إلى رفع سعر الفائدة في المستقبل القريب ، وحيث أن لارتفاع سعر الفائدة علاقة طردية مع معدل العائد المطلوب على الإستثمار، فإن هذا يعني بطريقة غير مباشرة التوقع في إنخفاض أسعار الأسهم ، وفي ظل التوقعات المتشائمة يكون من المحتمل أن تزداد أوامر البيع بشكل يؤدي إلى هبوط الأسعار في أسواق رأس المال<sup>(1)</sup>.

وقد أشار Sprinkel (1971) إلى أن التغير في عرض النقود يسبق التغيرات اللاحقة في أسعار الأسهم والنشاط الإقتصادي وأن الإنكماش في السيولة يسبق الإنخفاض في أسعار الأسهم بحوالى (15) شهرا كما يسبق الإنخفاض في النشاط الإقتصادي بحوالى (20) شهرا وعلى ذلك فإن الإنخفاض في أسعار الأسهم يسبق إنخفاض النشاط الإقتصادي بخمسة أشهر، وقد أشار Sprinkel في دراسته إلى أن عرض النقود ليس العامل المؤثر الوحيد في تحركات أسعار الأسهم ولكنه عاملا محددا وقويا .

وقد أشارت دراسة Rozeff (1974) إلى وجود علاقة ارتباط قوية بين تغيرات أسعار الأسهم والتغيرات المستقبلية لعرض النقود ، وفسر ذلك بأن الأمر يعود إلى إستجابة سوق الأسهم بسرعة أكبر ويحدث فيه التغير أولا ومن ثم يحدث التغير في عرض النقود دون أن يؤثر الأول في الثاني أو توجد علاقة سببية بينهما .

ويعتبر مؤشر البورصة المصرية EGX 30 مرآة لسوق الأوراق المالية ، ومن ثم ستركز الدراسة عليه لتحديد قدرته على التنبؤ بالتغير الحاصل في المتغيرات الإقتصادية الكلية من خلال تحليل العلاقة بين مؤشر السوق والمعرض النقدي بإعتباره مؤشرا قائدا ومعبرا عن الحالة الإقتصادية كما أشارت الدراسات السابقة ، وتهدف الدراسة إلى محاولة إختبار وجود العلاقة التبادلية بين مؤشر أسعار الأوراق المالية والمتغيرات الإقتصادية الكلية في مجال التنبؤ المستقبلي بينهما وتتمثل العلاقة التبادلية في قدرة مؤشر أسعار الأوراق المالية على التنبؤ بتغيرات العوامل الإقتصادية الكلية ، وأن التغير في العوامل الإقتصادية الكلية بالزيادة أو النقص يمثل مؤشراً قوياً للتغير في مؤشر أسعار الأوراق المالية بالزيادة أو النقص أيضاً .

<sup>1</sup> - د. علي حسن مرير "نموذج إحصائي لقياس أثر المتغيرات الاقتصادية على مؤشر سوق المال السعودي" ، رسالة دكتوراه ، مقدمة لكلية التجارة ، جامعة عين شمس ، 2002 ، ص 79 - 80 .

ورغم أن سوق رأس المال المصري ليس بنفس قدر كفاءة السوق الأمريكية ، إلا أننا نفترض أن المؤشر المصمم بعناية يمكن أن يعكس ضعف أو قوة الإقتصاد القومي ، وأن العبرة ليست في ضعف السوق وإنما العبرة بقدرة المؤشر على التنبؤ بالحالة الإقتصادية ، وتحاول الدراسة الكشف عن مدى قدرة مؤشر البورصة المصرية EGX 30 على التنبؤ بالوضع الإقتصادى وذلك من خلال قياس درجة الارتباط بين قيم المؤشر والمعرض النقدي بإعتبار أن المعرض النقدي أحد المؤشرات الإقتصادية القيادية للحالة الإقتصادية فى الدولة.

### ثانيا : أهمية البحث

أ- تأتي أهمية هذا البحث من طبيعة الموضوع محل الدراسة لما لمؤشرات أسواق الأسهم من فوائد كثيرة تجاه الإقتصاد القومي وتتمثل أهميتها فى جذب الإستثمارات الأجنبية وتوفير مزيد من السيولة المحلية وإنعكاس معلومات النشاط الحقيقى فى أسعار الأسهم ، كما أن أسعار الأسهم قادرة على التنبؤ بتغيرات المؤشرات الإقتصادية الكلية وبالتالي يمكن العمل على تجنب الأزمات الإقتصادية من خلال التنبؤ المستقبلي بإتجاه المؤشرات الإقتصادية الكلية باستخدام قيم مؤشر أسعار الأسهم .

ب- تحديد طبيعة العلاقة والتأثير بين العوامل الإقتصادية الكلية وأسعار الأسهم وبالتالي في مؤشرها العام بما يساهم في إتخاذ القرارات المالية الملائمة للحفاظ على إستقرار سوق رأس المال ومن ثم الإقتصاد ككل .

### ثالثا : فروض البحث

تقوم الدراسة على الفروض التالية:-

#### الفرض الأول

المؤشر المصمم بشكل جيد يمكن أن يعكس معلومات القطاع الحقيقى بالإقتصاد.

#### الفرض الثاني

المعرض النقدي مفسر قوى لحركة أسعار الأسهم بالسوق المصرية والمعبر عنها بمؤشر البورصة المصرية EGX 30 .

#### الفرض الثالث

أسعار الأسهم بالسوق المصرية والمعبر عنها بمؤشر البورصة المصرية EGX 30 مفسر قوى لحركة المعرض النقدي .

#### الفرض الرابع

قيام المستثمرين بالإعتماد على أدوات التحليل التنبؤية هو ما يجعل مؤشر السوق يعكس هذه التوقعات ، كما تعطي قيم وإتجاهات مؤشر السوق إشارات حول قوة أو ضعف الحالة الإقتصادية .

### رابعا : خطة البحث

تقع الدراسة فى خمسة فصول على النحو التالى:

**1- الفصل الأول بعنوان نظريات سوق رأس المال** وقد تناول شرح للنظريات الحاكمة لأسواق المال ، حيث تشير نظرية المحفظة إلى أنه يتم تكوين المحافظ الإستثمارية فى ضوء متوسط العائد المتوقع والانحراف المعياري فى حين أن نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM) قد إعتد على حساب قيمة بيتا (Beta) الورقة مع السوق ، بينما تشير نظرية المراجعة إلى أن الأوراق المالية التى لنفس المخاطر تحقق نفس العائد .

**2- الفصل الثانى بعنوان أسواق الأسهم فى ظل المتغيرات الإقتصادية الدولية** ويقع فى ثلاثة مباحث كما يلى :- **المبحث الأول بعنوان الدورات الإقتصادية** وقد أوضح أن الدورة الإقتصادية تمر بالمرحل الآتية : الكساد ، الانتعاش ، الرواج ، الانكماش كما يعرض هذا المبحث تفسيراً منطقياً للدورات الإقتصادية والتى فسرها كل من : شومبيتر ، كارل ماركس ، كينز ، والمضاعف والمعدل ، وهيكس أما **المبحث الثانى بعنوان تأثير الأزمات المالية على أسواق الأسهم** قد تناول كيفية إرتباط سوق رأس المال بالدورات الإقتصادية ، حيث يعكس إرتفاع أسعار الأوراق حالة الرواج الإقتصادي ، وانخفاضها يعكس حالة الكساد الإقتصادي وقد ناقش هذا المبحث دراسة الأزمات المالية فى أسواق الأسهم من خلال دراسة مفهوم وأنواع الأزمات المالية وأهم الأزمات المالية مثل : أزمة وولستريت 1929 ، أزمة وولستريت 1987، أزمة جنوب شرق آسيا ، ، الآفاق المستقبلية للأزمة المالية العالمية 2008 .

**3- الفصل الثالث بعنوان علاقة المؤشر بالمتغيرات الإقتصادية المحلية** ويقع فى مبحثين كما يلى : - **المبحث الأول بعنوان علاقة المؤشر بالسياسات الإقتصادية** وقد فسر أهمية علاقة المؤشر بالسياسات الإقتصادية وتأثير السياسة المالية والنقدية على مؤشر السوق ، كما تناول المبحث تأثير الدورات الإقتصادية على مؤشر البورصة المصرية أما **المبحث الثانى بعنوان تأثير المتغيرات والظواهر الإقتصادية على مؤشر البورصة** قد ناقش تأثير المتغيرات الإقتصادية على مؤشر البورصة مثل : معدل التضخم ، الإنكماش والركود والرواج والانتعاش حيث تتأثر أسواق الأسهم بفترات الرواج والانتعاش حيث تتوسع الشركات بما يبرش إرتفاع أرباحها المستقبلية وترتفع أسعار الأسهم وعلى العكس من ذلك عند ظهور ملامح تباطؤ الإقتصاد الكلى فى الأفق وتعرض الكثير من الشركات لإنخفاض الطلب على منتجاتها وتبدأ أسعار الأسهم فى الإنخفاض .

**4- الفصل الرابع بعنوان التنبؤ فى أسواق الأسهم** ويقع فى ثلاثة مباحث كما يلى : - **المبحث الأول بعنوان التنبؤ فى التحليل الأساسى** والذى يفيد فى عملية التنبؤ بما ستكون عليه الأرباح المستقبلية للمنشأة والتى تعتبر محددات أساسية للقيمة السوقية للسهم وقد تناول هذا المبحث تعريف وأهداف التحليل الأساسى وكيفية إدارة محافظ الأسهم و تقييم الأسهم والتحليل الأساسى لمؤشر السوق EGX 30 أما **المبحث الثانى بعنوان التنبؤ فى التحليل الفنى** فقد إهتم بتوضيح أهمية التحليل الفنى فى دراسة حركة وإتجاهات السوق من خلال تسجيل التسلسل التاريخي للأسعار وإستخدام الرسوم البيانية ، وذلك بغرض التنبؤ بإتجاهات السعر المستقبلية وقد تناول هذا المبحث مقاييس وفلسفة التحليل الفنى وأهمية التوقيت ومرونة وتكيف التحليل الفنى .

**5- الفصل الخامس بعنوان نموذج إحصائي لقياس قدرة مؤشر البورصة المصرية على التنبؤ بتغيرات الاقتصاد الكلى** حاولت الدراسة قياس درجة الارتباط بين قيم المؤشر والمعرض النقدي باعتبار أن المعرض النقدي أحد المؤشرات الاقتصادية القيادية للحالة الاقتصادية في الدولة ، وباستخدام نموذج الإنحدار البسيط يتم معرفة تأثير التغير في مؤشر البورصة المصرية EGX 30 على المعرض النقدي ، كما قامت الدراسة بعكس المتغير التابع إلى مستقل والمستقل إلى تابع لإختبار قدرة المعرض النقدي على التنبؤ بالتغير في أسعار الأسهم .

#### **خامسا : أهداف البحث**

- 1- التعرف على مدى جودة تصميم مؤشر EGX 30 وقدرته على أن يعكس معلومات عن النشاط الحقيقي .
- 2- دراسة قدرة مؤشر البورصة المصرية على التنبؤ بالإتجاهات المستقبلية للعوامل الاقتصادية الكلية والمعبّر عنها بالمعرض النقدي ، بالإضافة إلى دراسة مدى إمكانية تجنب الأزمات الاقتصادية من خلال التنبؤ المستقبلي بإتجاه المؤشرات الاقتصادية الكلية باستخدام قيم مؤشر أسعار الأسهم .
- 3- تعتمد دراسات الجدوى الاقتصادية لمشروع ما بالضرورة على إفتراضات وتوقعات مستقبلية خاصة ، بالإضافة إلى أن قيام المستثمرين بالإعتماد على أدوات التحليل التنبؤية وهما التحليل الأساسي والتحليل الفني هو ما يجعل مؤشر السوق يعكس هذه التوقعات
- 4- التعرف على قدرة المؤشر على التنبؤ بقوة أو ضعف الحالة الاقتصادية .

#### **سادسا : منهج البحث**

##### **1- أسلوب التحليل**

تم الإعتماد على القراءة النقدية للدراسات السابقة التي تمت في مجال أسواق رأس المال وعلاقتها بالنشاط الاقتصادي مع تحليل البيانات المتاحة عن تطور سوق رأس المال في مصر ، كذلك تتبع الدراسة منهجا قياسيا وتحاول الدراسة قياس درجة الارتباط بين هذا التطور والنشاط الاقتصادي كما تم الإعتماد على الأسلوب الإستهنابي بوضع الفروض وإختبارها بالمنطق والتحليل الاقتصادي ، وكذلك الأسلوب الإستقرائي بالإعتماد على البيانات التاريخية وتحليلها ، ويحاول البحث تطبيق هدف الدراسة من خلال تحليل نموذج الإنحدار والارتباط لتوضيح طبيعة العلاقة بين مؤشر السوق كمتغير مستقل والمتغير التابع والمتمثل في المعرض النقدي والمعبّر عن إتجاه المتغيرات الاقتصادية الكلية.

##### **2- النموذج الإحصائي المستخدم في تحليل الإنحدار**

قامت الدراسة بإستخدام أسلوب الإنحدار الخطي البسيط لدراسة قدرة مؤشر البورصة المصرية EGX 30 على التنبؤ بتغيرات الاقتصاد الكلى.

##### **3- متغيرات الدراسة**

أ- المعرض النقدي

ب- مؤشر البورصة المصرية EGX 30

باستخدام نموذج الإنحدار البسيط يتم معرفة تأثير التغير في مؤشر البورصة المصرية EGX 30 على حركة المتغيرات الاقتصادية والمعبر عنها بالمعروض النقدي ، حيث يمثل مؤشر EGX 30 المتغير المستقل والمعرض النقدي يمثل المتغير التابع مما يساعد في معرفة قدرة المؤشر على التنبؤ بالتغير في العوامل الاقتصادية ، كما ستقوم الدراسة بعكس المتغير التابع إلى مستقل والمستقل إلى تابع لإختبار قدرة المعرض النقدي على التنبؤ بالتغير في أسعار الأسهم .

#### **سابعا : مجتمع وعينة البحث**

جميع الشركات المسجلة في سوق الأوراق المالية المصرية ، بينما تتمثل عينة الدراسة في جميع الشركات المكونة لمؤشر EGX 30 وذلك من خلال الفترة الزمنية من 1998/1/1 حتى 2009/6/30 .

#### **ثامنا: الدراسات السابقة**

##### **1- دراسة (1926) Persons & Frickey**

والتي أعدت بعنوان "عرض النقود وأسعار الأوراق المالية" وقد هدفت الدراسة إلى إختبار طبيعة العلاقة بين تقلبات النشاط الإقتصادي وأسعار الفائدة وأسعار الأسهم وتوصلت الدراسة إلى أن التغير في أسعار الفائدة يسبق التغير في أسعار الأسهم بفاصل زمني بحدود (6-12) شهرا ، وأن طبيعة العلاقة بين أسعار الأسهم وأسعار الفائدة هي علاقة عكسية ، وتوصلت الدراسة إلى أنه في حالات الإرتفاعات الحادة في أسعار الفائدة بحدود 15% يمكن التنبؤ بإنخفاض أسعار الأسهم قبل حوالي 6 أشهر كما أن الفترات التي تشهد إنخفاضا حادا في أسعار الفائدة ترتبط بإرتفاعات متلاحقة في أسعار الأسهم.

##### **2- دراسة (1963) Friedman & Schwartz**

والتي أعدت بعنوان "تأثير الدورات الاقتصادية على النشاط الإقتصادي" وقد هدفت الدراسة إلى إختبار طبيعة العلاقة بين المعرض النقدي وأثرها على مستوى النشاط الإقتصادي ، وتوصلت الدراسة إلى العلاقة الطردية بينهم حيث أن زيادة المعرض النقدي تؤدي إلى تحسن في مستوى النشاط الإقتصادي على إفتراض ثبات المطلوب منها وأن ذلك من شأنه أن يؤدي إلى إنخفاض أسعار الفائدة الأمر الذي يشجع على الإستثمار في الأوراق المالية وهي المحصلة النهائية لإرتفاع أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية .

##### **3- دراسة (1970) Palmer**

والتي أعدت بعنوان "عرض النقود ومحفظه أسعار الأسهم" وقد تناولت الدراسة إختبار طبيعة العلاقة والتأثير بين معدل نمو عرض النقود والمعدل المتحرك للتغير المئوي في أسعار الأسهم باستخدام البيانات الشهرية من عام 1959 وحتى عام 1969 ، وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة قوية بينهم ، وأن التغير في معدل نمو المعرض النقدي يسبق التغير في أسعار الأسهم بعدة أشهر، ولم يتمكن الباحثان في هذه الدراسة من تحديد المدة الزمنية التي يتقدم بها عرض النقود على أسعار الأسهم.

#### 4- دراسة (1974) , Rozeff

والتي أعدت بعنوان "النقود وأسعار الأسهم" وقد هدفت الدراسة إلى بحث العلاقة بين أسعار الأسهم وعرض النقود ، وقد توصلت الدراسة إلى أن أسعار الأسهم تعتبر المؤثر في تغيرات عرض النقود المستقبلية من خلال نموذج المحفظة النقدية غير التنبؤى - MP - Non Predictive Model ، وتوصلت الدراسة إلى أن التغير يحدث في سوق الأسهم أولاً يليه التغير في عرض النقود وأن الأمر يعود إلى إستجابة سوق الأسهم بسرعة أكبر مقارنة بإستجابة الجهاز المصرفي دون أن يؤثر الأول في الثاني أو توجد علاقة سببية بينهم ، فكلاهما يتأثر بعامل آخر وهو الذى يجعلهما يتحركان بنفس الإتجاه ، وقد أكدت الدراسة على أن وجود الارتباط بين تغيرات أسعار الأسهم والتغيرات المستقبلية لعرض النقود ، وتجدر الإشارة إلى أن هذه الدراسة تتماشى مع الإتجاه المحورى لهذا البحث .

#### 5- دراسة (1976) , Nelson

والتي أعدت بعنوان "التضخم ومعدل العائد الإجمالى للأسهم" وقد هدفت الدراسة الوصول إلى طبيعة تأثير سعر الفائدة والتضخم على عوائد الأوراق المالية وقد توصلت الدراسة إلى أن كلا من سعر الفائدة والتضخم يؤثران في عوائد الأوراق المالية ، وأن هذا التأثير يختلف باختلاف طول الفترة الزمنية .

#### 6- دراسة (1976) , Auerbach

والتي أعدت بعنوان "النقود وأسعار الأسهم" وقد تناولت هذه الدراسة الفرضيات التى قدمها (cooper) علاوة على تقييم النتائج التى توصلت إليها دراسات (1971) , Hamao & Jaffe , Keran ، وقد وجه الباحث العديد من الإنتقادات لكلا من الدراستين وخاصة فيما يتعلق بالجوانب الإحصائية ، حيث أشار إلى أنه من الضرورى أن يؤخذ فى الحسبان الإتجاهات الدورية طويلة الأجل بالنسبة للمتغيرات المستقلة التى تستخدم فى تفسير حركة أسعار الأسهم ، وفى هذه الدراسة قام الباحث بإختبار الفرضية القائلة أن عوائد الأسهم تتحكم بتغيرات عرض النقود وعلى أثر ذلك قام الباحث بعكس المتغيرات المستقلة إلى تابعة وبالعكس حيث أصبح المتغير المتغير التابع (عرض النقود) والمتغير المستقل (معدلات أسعار الأسهم) وخلصت الدراسة إلى النتائج التالية :

- 1- أن معدلات التغير فى عرض النقود لا ترتبط بالتغيرات المستقبلية لأسعار الأسهم .
- 2- أن عوائد الأسهم ترتبط بالمعدلات الجارية والمستقبلية للتغير فى عرض النقود .
- 3- أن العلاقة ما بين عوائد الأسهم والمعدلات الجارية والمستقبلية لعرض النقود ضعيفة.

وفى هذا الإتجاه يجب أن نشير على إتساق هذه الدراسة ونتائجها مع الإتجاه العام لهذا البحث ، وتراعى هذه الدراسة عدم الإكتفاء بتحليل النموذج الإحصائى وتأخذ فى الحسبان الإتجاهات الدورية طويلة الأجل للمتغيرات الإقتصادية وتخصص لها فصولاً كاملة فى هذه الدراسة وتبحث علاقتها بتحركات أسعار الأسهم .

#### 7- دراسة (1977) , Kraft & Kraft