



كلية التجارة
الدراسات العليا
قسم الاقتصاد

إمكانية التنبؤ بالأزمات الاقتصادية اعتماداً على العلاقة التبادلية بين أداء البورصة وأداء الاقتصاد الكلى

"دراسة قياسية مقارنة"

Predictability of Economic Crises Based on the
Interrelationship between Stock Market performance and
Macro Economic Variables
"Comparative Econometrics Study"

رسالة مقدمة
لاستيفاء متطلبات الحصول على درجة دكتوراة الفلسفة في الاقتصاد

مقدم من
أحمد محمد السيد

إشراف

أ.د. اسلام عبد العظيم عزام

أ.د. عبير فرحات علي

أستاذ ورئيس قسم التمويل

أستاذ الاقتصاد ووكيل كلية التجارة

الجامعة الأمريكية بالقاهرة

جامعة عين شمس

2019



كلية التجارة
الدراسات العليا
قسم الاقتصاد

رسالة دكتوراة

اسم الطالب: أحمد محمد السيد محمود

عنوان الرسالة: إمكانية التنبؤ بالأزمات الاقتصادية اعتماداً على العلاقة التبادلية بين أداء البورصة وأداء الاقتصاد الكلى "دراسة قياسية مقارنة"

أسم الدرجة: دكتوراة

لجنة الأشراف

- | | |
|--------------------------------|---|
| 1- الأسم: أ.د أحمد فؤاد مندور | أستاذ الاقتصاد- كلية التجارة جامعة عين شمس |
| 2- الأسم: أ.د محمد عمران | رئيس هيئة الرقابة المالية |
| 3- الأسم: أ.د عبير فرحات علي | أستاذ الاقتصاد- كلية التجارة جامعة عين شمس |
| 4- الأسم: أ.د اسلام عبد العظيم | استاذ ورئيس قسم التمويل بالجامعة الأمريكية بالقاهرة |

تاريخ البحث: / /

الدراسات العليا

أجيزت الرسالة بتاريخ

ختم الإجازة

/ /

/ /

موافقة مجلس الجامعة

موافقة مجلس الكلية

/ /

/ /

شكر وتقدير

أتوجه بالشكر والتقدير للأستاذة الدكتورة عبير فرحات على تفضلها بالإشراف على الرسالة وما قدمته من عون ونصح وتوجيه طوال فترة إعداد الرسالة والتي كان لها أكبر الأثر على إثراء وتطوير الدراسة والإضافة إلى قيمة الدراسة.

كما أتوجه بالشكر للأستاذ الدكتور إسلام عزام أستاذ ورئيس قسم التمويل بالجامعة الأمريكية على جهده المتميز في الإشراف على الرسالة وما قدمه من عون وإرشاد طوال فترة الدراسة وهو ما كان له أكبر الأثر على تطوير الرسالة والإضافة إليه.

والشكر موصول للجنة الحكم والمناقشة الاستاذ الدكتور /أحمد مندور أستاذ الاقتصاد بكلية التجارة جامعة عين شمس على تفضله بالمشاركة في تحكيم الرسالة وما أضافه من إضافات قيمة ساهمت في تطوير الدراسة.

وجزيل الشكر للأستاذ الدكتور/محمد عمران استاذ التمويل ورئيس هيئة الرقابة المالية على تشريفه بالمشاركة في تحكيم الرسالة رغم عظم مشاغله وهو ما يعد إضافة كبيرة لقيمة الدراسة.

إهداء

للأم رحمها الله،،،،

للأب أطال الله في عمره،،،،

لياسمين رفيقة الحياة،،،،

للذرية زين الدين وجميلة وحلا،،،،

المستخلص

هدفت الدراسة لقياس دور متغيرات البورصة في التنبؤ بالأداء الاقتصادي المستقبلي في مصر والأسواق الناشئة بالاعتماد على نماذج بيانات طولية Panel Data ومتجه إنحدار ذاتي VAR وقد خلصت الدراسة إلى أن مؤشرات البورصة في الربع الحالي تستطيع تفسير نسبة كبيرة من الأداء الاقتصادي في الربع التالي وقد دعت الدراسة إلى أهمية الاعتماد على نظام إنذار مبكر تعتمد على مؤشرات مالية واقتصادية حتي يتمكن صانع القرار من رصد الأزمات الاقتصادية والمالية وتفهم أثار السياسات الكلية على أداء الاقتصاد

Abstract

The purpose of this study is to investigate whether it is possible to predict macroeconomic variables with the use of stock market variables in the Egyptian Stock Exchange and emerging markets using Panel Data and VAR methodology. The results confirmed that stock market variables can predict and explain change in economic performance with a time lag of one quarter. The paper calls for more use of early warning systems that use economic and financial variables to better predict the economy.

الكلمات الدالة

أثر الأسهم على الاقتصاد، التنبؤ، البورصة المصرية، المؤشرات الفائدة Panel Data, Var,

الأسم : أحمد محمد السيد

الجامعة: عين شمس- كلية التجارة- قسم الاقتصاد

موضوع الدراسة: إمكانية التنبؤ بالأزمات الاقتصادية اعتماداً على العلاقة التبادلية بين أداء البورصة وأداء الاقتصاد الكلي "دراسة قياسية مقارنة"

قائمة المحتويات

10.....	قائمة الجداول
12.....	قائمة الاشكال
15.....	قائمة الاختصارات
17.....	مقدمة
18.....	أهمية الدراسة
19.....	إشكالية الدراسة
20.....	هدف الدراسة
20.....	منهجية الدراسة
21.....	حدود الدراسة
22.....	فروض الدراسة
22.....	مكونات الدراسة
الفصل الأول: دور أسواق المال في التوقعات الاقتصادية...الإطار المفاهيمي	
23.....	
24.....	تمهيد
25.....	المبحث الأول: مفهوم التوقعات الاقتصادية...تطور المفهوم والنظريات
25.....	أولاً: مفهوم ونشأة التوقعات الاقتصادية
29.....	ثانياً: أهمية التوقع الاقتصادي للوحدات الاقتصادية المختلفة
31.....	ثالثاً: أدوات التوقع الاقتصادي
36.....	رابعاً: الفرضيات المفسرة للتوقعات الاقتصادية
36.....	1- التوقعات غير الرشيدة
40.....	2- التوقعات الرشيدة
المبحث الثاني: التأصيل النظري لدور البورصة في التوقعات الاقتصادية	
44.....	أولاً: أثر الثروة Wealth Effect
51.....	ثانياً: فرضية التوقع المستقبلي Looking Forward Effect

ثالثاً: أثر أسعار الأسهم على الاستثمار.....54

رابعاً: لماذا الاعتماد على المؤشرات المالية في التنبؤ.....58

المبحث الثالث: مسح الأدبيات السابقة لدور البورصة في التوقعات الاقتصادية..60

أولاً: دور القطاع المالي في النشاط الاقتصادي.....60

ثانياً: قدرة القطاع المالي علي التنبؤ بأداء الاقتصاد.....62

ثالثاً: دور البورصة في التنبؤ بالأداء الاقتصادي.....64

1- الأدبيات المؤيدة لقدرة البورصة على التنبؤ.....65

أ. الأدبيات المؤيدة لقدرة البورصة على التنبؤ بالأداء الاقتصادي

في الأسواق المتقدمة.....65

ب. الأدبيات المؤيدة لقدرة البورصة على التنبؤ بالأداء الاقتصادي

في الأسواق الناشئة.....65

2- الأدبيات المعارضة لقدرة البورصة على التنبؤ.....71

الخلاصة:.....78

الفصل الثاني: تحليل أداء السوق المصرية والأسواق الناشئة محل الدراسة.81

تمهيد.....82

المبحث الأول: خصائص الاسواق الناشئة.....83

أولاً: تعريف الاسواق الناشئة.....83

ثانياً: مراحل تطور الاسواق الناشئة.....91

ثالثاً: خصائص الاسواق الناشئة.....93

رابعاً: مكانة الاسواق الناشئة (نسبتها من الاستثمار)98

خامساً: الأزمات العالمية في الاسواق الناشئة.....101

المبحث الثاني: تحليل اداء الاسواق الناشئة محل الدراسة.....105

أولاً: تحليل الهياكل التنظيمية والتشريعية للأسواق محل الدراسة.....105

ثانياً: تحليل بيئة التداول في الأسواق محل الدراسة.....107

ثالثاً: أداء الأسواق محل الدراسة خلال الأزمات.....112

المبحث الثالث: تحليل أداء السوق المصرية محل الدراسة.....	117
أولاً: تحليل هيكل السوق المصرية التنظيمي والتشريعي.....	117
ثانياً: خصائص السوق المصرية.....	120
ثالثاً: تحليل أداء السوق المصرية خلال الفترة 2000-2017.....	129
الخلاصة.....	133

الفصل الثالث: الدراسات التطبيقية لقدرة متغيرات البورصة على التنبؤ بالأداء الاقتصادي.....

تمهيد.....	135
المبحث الأول: توصيف البيانات ونماذج الدراسة.....	136
أولاً: تعريف نماذج البيانات الطولية (Panel Data).....	136
ثانياً: نموذج متجه الانحدار الذاتي VAR.....	139
ثالثاً: تعريف متغيرات النماذج.....	145
رابعاً: الفترة الزمنية للنموذج.....	146
خامساً: اختيار الدول محل الدراسة.....	147

المبحث الثاني: النتائج التطبيقية (Empirical Results) للأسواق الناشئة.....

أولاً: نموذج Panel Data للأسواق الناشئة محل الدراسة.....	149
1- تحليل البيانات الاستكشافية Exploratory data analysis.....	150
2- التحليل الوصفي Descriptive Analysis.....	152
3- تحليل النتائج.....	153
ثانياً: نموذج متجه الانحدار الذاتي للبيانات الطولية VAR للأسواق الناشئة.....	160
1- تكامل البيانات (Integration).....	160
2- تقدير معلمات نموذج VAR.....	161
3- اختبار جرانجر للسببية GRANGER Causality Test.....	162
4- تجزئة تباين خطأ التنبؤ Forecast Error Variance Decomposition.....	164
ثالثاً: التفسير الاقتصادي للنتائج.....	166

المبحث الثالث: النتائج التطبيقية (Empirical Results) للسوق المصرية.168

أولاً: نموذج Panel Data للسوق المصرية.....168

1- تحليل البيانات الاستكشافية Exploratory data analysis.....168

2- التحليل الوصفي Descriptive Analysis.....170

3- تحليل النتائج.....172

ثانياً: نموذج متجه الانحدار الذاتي للبيانات الطولية VAR لمصر.....178

1- هيكل البيانات (Data Structure).....178

2- تكامل البيانات (Integration).....179

3- تقدير معلمات نموذج VAR.....180

4- اختبار جرانجر للسببية GRANGER Causality Test.....180

5- تجزئة تباين خطأ التنبؤ Forecast Error Variance Decomposition.....182

الخلاصة:.....185

النتائج والتوصيات.....186

قائمة المراجع.....190

الملخص.....202

قائمة الجداول

رقم الجدول	اسم الجدول	صفحة
1	نموذج للمسح الذي يقوم به البنك الأوروبي لمعدلات النمو السنوية للنتائج المحلي	34
2	تطور الناتج المحلي الإجمالي للولايات المتحدة وفقاً لمدخل الاستهلاك عن الفترة (2012-2002-1992 و2022 متوقع)	48
3	تصنيف فرضيات أثر البورصة على الاستثمار وفقاً لخصائص الدولة/السوق	57
4	مسح الدراسات السابقة التي اعتمدت على العلاقة بين أداء البورصة ومؤشرات الاقتصاد	75-78
5	مقارنة بين الأسواق المتقدمة والناشئة	84
6	تطور الناتج المحلي الإجمالي المتوقع لدول BRICS بحلول 2050	85
7	الأسواق الناشئة وفقاً لتصنيف مورجان ستانلي	86
8	معايير مؤسسة مورجان ستانلي لتصنيف الأسواق الناشئة والمتقدمة	87-88
9	معايير مؤسسة فوتسي FTSE لتصنيف الأسواق وفقاً لدرجة تقدمها	89
10	تصنيف الأسواق وفقاً لمعايير مؤسسة فوتسي FTSE	90
11	تطور الاستثمارات في الحافظة (أسهم وسندات) (1970-2017) بالمليار دولار	101
12	عدد من الأزمات المالية والاقتصادية التي واجهت الأسواق الناشئة خلال (1980-2017)	103
13	الإطار التنظيمي والمؤسسي والتشريعي للدول محل الدراسة	105
14	قدرة البورصات على التنظيم والإطار التشريعي	106
15	استقلالية مجلس إدارة البورصات في الأسواق محل الدراسة	107
16	نظم التسوية والمقاصة في البورصات محل الدراسة	108
17	مدي توافر الأدوات المالية في الأسواق الناشئة	109
18	آليات التداول المستخدمة في الأسواق محل الدراسة	109
19	نسبة رأس المال السوقي إلى الناتج المحلي الإجمالي	112
20	رأس المال السوقي لعدد من البورصات الناشئة والمتقدمة مقارنة بالبورصة المصرية	123
21	قيمة التداول وعدل الدوران للبورصات الناشئة والمتقدمة مقارنة بالبورصة المصرية في 2017	125
22	تطور معدلات مشاركة الاجانب في السوق المصرية خلال الفترة 2006-2017 (%)	126
23	تطور استثمارات الحافظة في الدول الناشئة والمتقدمة خلال الفترة (2000-2017)	127

149	المتغيرات الاقتصادية المستخدمة في النموذج للأسواق محل الدراسة	24
149	متغيرات البورصة المستخدمة في النموذج للأسواق محل الدراسة	25
-150 151	نتائج مصفوفة الارتباط لمتغيرات للأسواق محل الدراسة	28-26
-152 153	التحليل الوصفي لبيانات النموذج للأسواق محل الدراسة	31-29
154	نتائج نموذج سعر الفائدة (POLICY_RATE) للأسواق محل الدراسة	32
156	نتائج نموذج سعر التضخم (Inflation) للأسواق محل الدراسة	33
157	نتائج نموذج سعر الصرف (Exchange Rate) للأسواق محل الدراسة	34
158	نتائج نموذج معدل الاستهلاك (Consumption Rate) للأسواق محل الدراسة	35
159	نتائج نموذج الناتج المحلي الإجمالي (GDP) للأسواق محل الدراسة	36
-160 161	اختبار جذور الوحدة في البيانات الطولية Unit Roots Test in Panels للسوق المصرية	37
162	اختيار الإبطاء الزمني المناسب للأسواق محل الدراسة Selection of the Optimum lag	38
163	اختبار جرانجر للسببية في نموذج باستخدام متجه الانحدار الذاتي للأسواق محل الدراسة	39
-163 164	تجزئة تباين خطأ التنبؤ Forecasts Error Variance Decomposition للسوق المصرية	41-40
168	مصفوفة الارتباط لمتغيرات السوق المصرية	45-42
-170 171	التحليل الوصفي لبيانات النموذج للسوق المصرية	47-45
172	نتائج نموذج معدل الاستهلاك (Consumption Rate) للسوق المصرية	48
173	نتائج نموذج الناتج المحلي الإجمالي (GDP) للسوق المصرية	49
174	نتائج نموذج سعر الصرف (LEXCNGERATE) للسوق المصرية	50
176	نتائج نموذج التضخم (Inflation) للسوق المصرية	51
177	نتائج نموذج سعر الفائدة (Policy_ Rate) للسوق المصرية	52
178	المتغيرات الاقتصادية المستخدمة في نموذج VAR للسوق المصرية	53
178	متغيرات البورصة المستخدمة في نموذج VAR للسوق المصرية	54
179	Unit Roots Test Period: 2003Q3 – 2017Q3	55
180	Selection of the Optimum Lag Period: 2003Q3 – 2016Q3	56

181	Granger Causality Period: 2003Q3 – 2016Q3	57
183	Forecasts Error Variance Decomposition	59-58

قائمة الأشكال

رقم الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
48	نسبة الاستهلاك إلى الناتج المحلي الإجمالي (%) (2016)	1
96	أداء الأسواق الناشئة مقارنة بالأسواق المتقدمة خلال 2017	2
96	أداء مؤشر مورجان ستانلي للأسواق الناشئة مقارنة بمؤشر الأسواق المتقدمة	3
97	أداء مؤشر مورجان ستانلي للأسواق الناشئة مقارنة بمؤشر الأسواق العالمية	4
98	معدلات التدذبذب في كل من الأسواق الناشئة والمتقدمة	5
100	صافي الاستثمارات في الحافظة (أسهم وسندات) في الدول منخفضة الدخل وذات الدخل المتوسط المنخفض مقارنة ببقية أسواق العالم (خلال الفترة 2017-1968)	6
102	مقارنة أداء الأسواق الناشئة بأداء الأسهم الأمريكية قبل وبعد الأزمة المالية العالمية	7
104	أداء الأسواق الناشئة وعلاقتها بالآزمات الاقتصادية	8
110	عدد الشركات المقيدة في الأسواق محل الدراسة (%) وقيمتها السوقية	9
111	معدل الدوران للدول محل الدراسة (%)	10
111	قيمة التداول بالمليار دولار للدول محل الدراسة	11
111	رأس المال السوقي للأسواق محل الدراسة كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي	12
112	أداء الاسهم مقارنة بأداء التضخم في جنوب افريقيا (2017-2000)	13
112	أداء الاسهم مقارنة بأداء الاقتصاد في جنوب أفريقيا (2000-2017)	14
113	أداء الاسهم مقارنة بأداء التضخم في البرازيل خلال الفترة (2017-2000)	15
113	أداء الاسهم مقارنة بأداء الاقتصاد في البرازيل خلال الفترة (2017-2000)	16
113	أداء الاسهم مقارنة بأداء التضخم في تركيا خلال الفترة (2017-2000)	17
113	أداء الاسهم مقارنة بأداء الاقتصاد في تركيا خلال الفترة (2017-2000)	18

114	أداء الاسهم مقارنة بأداء التضخم في المكسيك خلال الفترة (2000-2017)	19
114	أداء الاسهم مقارنة بأداء الاقتصاد في المكسيك خلال الفترة (2000-2017)	20
114	أداء الاسهم مقارنة بأداء التضخم في كوريا الجنوبية خلال الفترة (2000-2017)	21
114	أداء الاسهم مقارنة بأداء الاقتصاد في كوريا الجنوبية خلال الفترة (2000-2017)	22
115	أداء الاسهم مقارنة بأداء التضخم في إندونيسيا خلال الفترة (2000-2017)	23
115	أداء الاسهم مقارنة بأداء الاقتصاد في إندونيسيا خلال الفترة (2000-2017)	24
115	أداء الاسهم مقارنة بأداء التضخم في ماليزيا خلال الفترة (2000-2017)	25
115	أداء الاسهم مقارنة بأداء الاقتصاد في ماليزيا خلال الفترة (2000-2017)	26
116	أداء الاسهم مقارنة بأداء التضخم في الهند (2000-2017)	27
116	أداء الاسهم مقارنة بأداء الاقتصاد في الهند (2000-2017)	28
116	أداء الاسهم مقارنة بأداء التضخم في الفلبين خلال الفترة (2000-2017)	29
116	أداء الاسهم مقارنة بأداء الاقتصاد في الفلبين خلال الفترة (2000-2017)	30
121	عدد الشركات المقيدة في البورصة المصرية مقارنة بعدد من الأسواق الناشئة والمتقدمة	31
122	عدد الشركات المقيدة في البورصة المصرية مقارنة بالبورصات العربية	32
122	تطور رأس المال السوقي للبورصة المصرية (1995-2018)	33
124	نسبة المستثمرين في السوق المصرية إلى عدد السكان مقارنة بالأسواق المتقدمة والناشئة	34
126	تطور استثمارات الحافظة في الاقتصاد المصري خلال الفترة (2000-2017)	35
128	تطور زيادات رؤوس الأموال والطروحات في السوق المصرية (2002-2017)	36
128	عدد الشركات وقيمة القيد في البورصة المصرية (2006-2017)	37
130	قيمة التداول السنوي للسوق المصرية (2001-2017) بالمليار دولار	38

131	تطور مؤشر البورصة المصرية EGX30 خلال الفترة (1998-2018)	39
132	أداء الاسهم مقارنة بأداء الاقتصاد في مصر (2000-2017)	40
132	أداء الاسهم مقارنة بمعدلات التضخم في مصر (2003-2017)	41

قائمة الاختصارات

المعنى	الاختصار
Absolute Income Hypothesis	AIH
Adaptive Expectations Principle	AEP
British Exit	BREXIT
Brazil, Russia, India, China and South Africa	BRICS
Bovsba Stock Exchange Main Index	BVSPA
Cross Section of Financial Firms	CATFIN
Câmara de Custódia e Liquidação	CETIP
Colombia, Indonesia, Vietnam, Egypt, Turkey and S. Africa	CIVETS
Dynamic Stochastic General Equilibrium	DSGE
The Egyptian Stock Exchange Main Index	EGX30
Exchange Traded Funds	ETFs
Financial Technology	Fintech
Federal Kingdom of South-Eastern Carpathians	FKSEC
Financial Times Stock Exchange	FTSE
Johannesburg Stock Exchange Main Index	FTSE/JSE All Share
Gross Domestic Product	GDP
Global Depositary Receipt	GDRs
Gross national product	GNP
Mexico Stock Exchange Main Index	IPC
Jakarta Stock Exchange Main Index	JKII
Bursa Malaysia Main Index	KLCI
Korea Stock Exchange Main Index	KOSPI
Kliring Penjaminan Efek Indonesia	KPEI
Life Cycle Hypothesis	LCH
LGARNG MULTIPLIER	LM
Modèle Économétrique de Simulation et d'ANalyse Générale de l'Économie	Mésange
Marginal Propensity To Consume	MPC
Morgan Stanley Capital International	MSCI
National Securities Clearing Corporation	NSCCL
National Stock Exchange	NSE
National Stock Exchange Main Index	NSEI
Ordinary Least Squares	OLS
Permanent Income Hypothesis	PIH