



كلية التجارة  
الدراسات العليا  
قسم الاقتصاد

# تقدير العلاقات التبادلية ما بين السياسة النقدية وسوق الأوراق المالية وتدفقات رؤوس الأموال

"دراسة مقارنة - قياسية"

**Investigating the Relationship between Monetary Policy, Stock Market and Capital Mobility**  
**"Comparative and Econometric Study"**

رسالة مقدمة لنيل درجة الماجستير في الاقتصاد

مقدمة من  
**محمد إبراهيم محمد سالمان**

تحت إشراف

|   |   |
|---|---|
| <b>الأستاذ الدكتور</b><br><b>إبراهيم سعد المصري</b><br>أستاذ الاقتصاد بأكاديمية السادات للعلوم الإدارية | <b>الأستاذ الدكتور</b><br><b>أحمد فؤاد مندور</b><br>أستاذ الاقتصاد والوكيل السابق لكلية |
|---|---|

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

قَالُوا سُبْحَانَكَ لَا عِلْمَ لَنَا إِلَّا مَا عَلِمْتَنَا  
إِنَّكَ أَنْتَ الْعَلِيمُ الْحَكِيمُ

(سورة البقرة: الآية ٣٢)





كلية التجارة  
الدراسات العليا  
قسم الاقتصاد

# تقدير العلاقات التبادلية ما بين السياسة النقدية وسوق الأوراق المالية وتدفقات رؤوس الأموال

"دراسة مقارنة - قياسية"

**Investigating the Relationship between Monetary Policy, Stock Market and Capital Mobility**

"Comparative and Econometric Study"

رسالة مقدمة لنيل درجة الماجستير في الاقتصاد

أسم الباحث : محمد إبراهيم محمد سالمان

الدرجة العلمية : ماجستير

القسم التابع له : الاقتصاد

اسم الكلية : كلية التجارة

الجامعة : عين شمس

سنة التخرج : ٢٠٠٤م

سنة المنح : ٢٠١٩م



كلية التجارة  
الدراسات العليا  
قسم الاقتصاد

اسم الدرجة العلمية (ماجستير)

أسم الباحث : محمد إبراهيم محمد سالمان

عنوان الرسالة : تقدير العلاقات التبادلية ما بين السياسة النقدية وسوق الأوراق  
المالية وتدفقات رؤوس الأموال "دراسة مقارنة قياسية"

لجنة المناقشة والحكم على الرسالة:

الأستاذ الدكتور / أحمد فؤاد مندور (مشرفاً ورئيساً)

أستاذ الاقتصاد والوكيل الأسبق للدراسات العليا . كلية التجارة . جامعة عين شمس

الأستاذ الدكتور / إبراهيم سعد المصري (مشرفاً بالاشتراك)

أستاذ الاقتصاد بأكاديمية السادات للعلوم الإدارية

الأستاذ الدكتور / صلاح الدين فهمي محمود (عضوأً)

أستاذ ورئيس قسم الاقتصاد . كلية التجارة . جامعة الأزهر

الأستاذ الدكتور / تامر عبد المنعم راضي (عضوأً)

أستاذ ورئيس قسم الاقتصاد . كلية التجارة . جامعة عين شمس

تاريخ المناقشة

تاريخ التسجيل

الدراسات العليا

/ أجازت الرسالة بتاريخ / /

ختم الإجازة

موافقة مجلس الجامعة

موافقة مجلس الكلية

٢٠١٩ / /

٢٠١٩ / /

بسم الله الرحمن الرحيم

(( رَبِّ اشْرُحْ لِي صَدْرِي وَيَسِّرْ لِي أَمْرِي وَاحْلُّ عُدْدَةً مِنْ لِسَانِي يَفْقَهُوا قَوْلِي ))

صدق الله العظيم

### شكر وتقدير

ثم أما بعد :

إنطلاقاً من رد الفضل إلى أهله و أن من لم يشكر الناس لم يشكر الله ، أود في مستهل تقديمي لعملي هذا أن أتوجه بالشكر و التقدير إلى أستاذتي: أ.د/ أحمد فؤاد مندور أستاذ الاقتصاد والوكيل الأسبق للدراسات العليا . كلية التجارة . جامعة عين شمس، لقبوله الإشراف على الرسالة وعلى حسن رعايتها ، كما أدين له بالفضل في إعدادها و اختيار موضوعها ومناقشتها. أدامه الله بكل خير ، و متنه بموفور الصحة والعافية.

كما أتقدم بالشكر إلى أ.د/ إبراهيم سعد المصري أستاذ الاقتصاد بأكاديمية السادات للعلوم الإدارية، على إشرافه على الدراسة أيضاً، فهذا شرف لا يناله الكثير و لكن الشرف الأعظم هو الإستفادة من علمه الغزير، فجزاه الله عنـي خـيرـ الجـزـاءـ.

كما أتقدم بجزيل الشكر والاحترام إلى لجنة المناقشة، المكونة من:

أ.د/ صلاح الدين فهمي محمود أستاذ ورئيس قسم الاقتصاد . كلية التجارة . جامعة الأزهر، على قبوله الاشتراك في لجنة المناقشة، ونحن نتمنى إلى أن ننهل من موفور علمه فهو قطب من أقطاب جامعة الأزهر، فله كل التحيـةـ والتـقدـيرـ.

كما أتقدم بالشكر الجزيـلـ إلى أستاذـيـ أ.د/ تامر عبد المنـعـ راضـيـ أستاذـ وـ رئيسـ قـسـمـ الاقتصادـ . كلـيـةـ التجـارـةـ . جـامـعـةـ عـيـنـ شـمـسـ، على قـبولـهـ الاـشـتـراكـ فيـ لـجـنـةـ المـنـاقـشـةـ، فـهـوـ المعـطـاءـ دائـماـ، وـتـعـلـمـنـاـ مـنـهـ الـكـثـيرـ، وـاليـومـ يـكـملـ عـطـاءـهـ كـمـاـ عـوـدـنـاـ، فـلـهـ كـامـلـ التـقدـيرـ. وـالـاحـتـرامـ.

وأخص بالشكر أستاذى د/ حسام عبد القادر مدرس الاقتصاد . كلية التجارة . جامعة عين شمس على ما قدمه من عون سواء من خلال المناقشات العلمية المستفيضة أو المراجع القيمة .

وبكل الحب والود والأمتنان ، فلي عظيم الفخر بأن أتوجه بالشكر إلى قدوتي و سndي و تاج رأسى ، من رباني صغيراً "أبي و أمي" والذي لولا فضلهمما بعد الله ما كُنْتُ أصل إلى هذا المقام ، فاللهم أرزقهم أمنك وفضلك ، وارزقنا رضاهم ما حيبنا ، فهم أهلٌ بما قدموا . وأنت نعم المولى ونعم المُجيب .

كما أتوجه بأسمى آيات الشكر و العرفان بالجميل إلى طيبة قلبي ، ورفقة دربي / زوجتي الحبيبة التي طالما كانت لي خير حافزاً و مثلاً للصبر الجميل على طريق العلم فهي نعم الزوجة الصالحة ونعم المعين .

وأتوجه بخالص الشكر لأخوتي وزملائي على ما قدموه لي من دعم وجهد كي أتفرغ للعمل في رسالتى كي تخرج علي هذا النحو .

وأخيراً ، إن جاز لي إهداء هذا العمل المتواضع، فيكون لثمرة فوادي ونور عيني إبني (إبراهيم) وإبنتي (آية)، حفظهم الله من كل سوء وبارك فيهما.

## فهرس موضوعات الدراسة

| رقم الصفحة  | الموضوع  |
|---|--|
| ١٣-١  | <b>الإطار العام للدراسة</b>                                    |
| <b>الفصل الأول: عرض الأدبيات الاقتصادية للسياسة النقدية وسوق الأوراق المالية وتدفقات رؤوس الأموال</b> |  |
| ١٤  | التقديم  |
| ١٥  | <b>المبحث الأول: الأدبيات الاقتصادية للسياسة النقدية</b>       |
| ١٦  | المحور الأول - ماهية وأهداف وأدوات السياسة النقدية             |
| ٢٠  | المحور الثاني - قيمة النقود والعوامل المحددة لعرض وطلب النقود  |
| ٢٩  | المحور الثالث - تطور شكل النقود وأثره على تطور النظم النقدية   |
| ٣٧  | <b>المبحث الثاني: الأدبيات الاقتصادية لسوق الأوراق المالية</b> |
| ٣٧  | المحور الأول - مفهوم ونشأة البورصة                             |
| ٤٤  | المحور الثاني - كفاءة البورصة وسلوك المتعاملين                 |
| ٥٣  | <b>المبحث الثالث: الأدبيات الاقتصادية لتدفقات رؤوس الأموال</b> |
| ٥٤  | المحور الأول - أشكال تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية ومحدداتها    |
| ٦٨  | المحور الثاني - الآثار الاقتصادية لتدفقات رؤوس الأموال         |
| ٧٦  | <b>خلاصة الفصل الأول</b>                                       |
| <b>الفصل الثاني: العلاقات التبادلية وآلية انتقالها عبر قنوات نقل الأثر</b>                            |  |
| ٧٧  | التقديم  |
| ٧٨  | <b>المبحث الأول: نشأة قنوات نقل أثر العلاقة التبادلية</b>      |
| ٧٨  | المحور الأول - نشأة قناة التضخم                                |
| ٨٥  | المحور الثاني - نشأة قناة سعر الفائدة                          |

| رقم الصفحة  | الموضوع   |
|---|---|
| ٩٠  | <b>المبحث الثاني: الشكل العام للعلاقات التبادلية في ظل وجود الثالث المستحيل</b>                         |
| ٩١  | المحور الأول - الشكل العام للعلاقات التبادلية   |
| ٩٩  | المحور الثاني - الثالث المستحيل - نموذج ماندل فلمنج   |
| ١٠٥   | <b>المبحث الثالث: قنوات نقل أثر العلاقة التبادلية وآلية انتقال الأثر</b>                                |
| ١٠٦   | المحور الأول - القنوات الرئيسية لنقل الأثر  |
| ١٢٠   | المحور الثاني - القنوات الفرعية لنقل الأثر  |
| ١٣٥   | <b>خلاصة الفصل الثاني</b>   |
| <b>الفصل الثالث: دراسة مقارنة قياسية للعلاقة التبادلية في جمهورية مصر العربية والولايات المتحدة الأمريكية</b> |   |
| ١٣٨   | <b>التقديم</b>  |
| ١٤٠   | <b>المبحث الأول: العلاقة التبادلية في جمهورية مصر العربية والولايات المتحدة الأمريكية</b>               |
| ١٤٠   | المحور الأول - أثر العلاقات التبادلية بشكل عام قبل عام ٢٠٠٦ م   |
| ١٥٤   | المحور الثاني - أثر العلاقات التبادلية في مصر خلال الفترة (٢٠١٧-٢٠٠٦) م                                 |
| ١٦٦   | المحور الثالث - أثر العلاقات التبادلية في أمريكا خلال الفترة (٢٠١٧-٢٠٠٦) م                              |
| ١٨١   | <b>المبحث الثاني: دراسة قياسية للعلاقة التبادلية في جمهورية مصر العربية والولايات المتحدة الأمريكية</b> |
| ١٨١   | المحور الأول - خطوات التحليل الاحصائي للبيانات  |
| ١٨٥   | المحور الثاني - بناء النموذج القياسي الخاص بجمهورية مصر العربية   |
| ١٩٦   | المحور الثالث - بناء النموذج القياسي الخاص بالولايات المتحدة الأمريكية                                  |
| ٢١٠   | <b>خلاصة الفصل الثالث</b>   |
| ٢١٢   | <b>النتائج والتوصيات</b>  |

## فهرس الموضوعات

---

| رقم<br>الصفحة | الموضوع                        |
|---------------|--------------------------------|
| ٢١٦           | الملاحق                        |
| ٣٢٩           | المراجع                        |
| أ             | ملخص الدراسة باللغة العربية    |
| A             | ملخص الدراسة باللغة الانجليزية |

## قائمة الجداول والأشكال البيانية

أولاً - قائمة الجداول:

| رقم الصفحة                                   | عنوان الجدول  | رقم الجدول |
|--|---|------------|
| <b>جدوال الفصل الثاني</b>                    |   |            |
| ١٢٩  | تصنيف ترتيبات سعر الصرف   | ١          |
| <b>جدوال الفصل الثالث<br/>(المبحث الأول)</b> |   |            |
| ١٤٥  | التغير في معدلات التضخم في مصر خلال الفترة (٢٠٠٥ - ٢٠٠٥ م)  | ١          |
| ١٤٦  | أسعار الفائدة المصرية لفترات مختارة خلال الفترة (٢٠٠٥ - ٢٠٠٥ م)   | ٢          |
| ١٤٧  | أهم التغيرات في سعر صرف الدولار مقابل الجنية المصري لفترات مختارة خلال الفترة (٢٠٠٥ - ٢٠٠٥ م)   | ٣          |
| ١٤٨  | أهم مؤشرات البورصة المصرية لسنوات مختارة خلال الفترة (١٩٩٧ - ٢٠٠٥ م)  | ٤          |
| ١٤٩  | معدل التغير في نسب التضخم في الولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة (٢٠٠٥ - ٢٠٠٥ م)   | ٥          |
| ١٥١  | تطور أسعار الفائدة الأمريكية لشهر مختار خلال الفترة (-٢٠٠٠ - ٢٠٠٦ م)  | ٦          |
| ١٥٣  | التغير في سعر صرف اليورو مقابل الدولار الأمريكي خلال الفترة (٢٠٠٥ - ٢٠٠٠ م)   | ٧          |
| ١٥٦  | أسعار الفائدة ونسبة التضخم في مصر لفترات مختارة خلال الفترة (٢٠١٧-٢٠٠٦ م)   | ٨          |
| ١٥٨  | أهم معدلات تدفق الاستثمار الأجنبي المباشر في مصر لفترات مختارة خلال الفترة من الربع الثالث لعام (٢٠٠٤ م) حتى الربع الثالث لعام (٢٠١٨ م) | ٩          |

## فهرس الموضوعات

| رقم الصفحة | عنوان الجدول   | رقم الجدول |
|------------|--|------------|
| ١٥٩        | أهم معدلات تدفق استثمارات المحفظة في مصر لفترات مختارة خلال الفترة من من الربع الثالث لعام (٢٠٠٤ م) حتى الربع الثالث لعام (٢٠١٨ م)           | ١٠         |
| ١٦١        | أهم مؤشرات رأس المال السوقي لسوق الأوراق المالية في مصر لفترات مختارة خلال الفترة (٢٠٠٦-٢٠١٧ م)  | ١١         |
| ١٦٣        | أهم مؤشرات سوق الأوراق المالية في مصر لفترات مختارة خلال الفترة (٢٠١٧-٢٠٠٦ م)  | ١٢         |
| ١٦٩        | أرصدة وتدفقات استثمارات المحفظة في أمريكا خلال عام (٢٠٠٦ م)  | ١٣         |
| ١٦٩        | بيانات الناتج المحلي الإجمالي وسعر صرف الدولار مقابل اليورو، ومعدل التغير في سعر صرف الدولار مقابل اليورو في أمريكا خلال عام (٢٠٠٦ م)        | ١٤         |
| ١٧٢        | بيانات سعر الفائدة، رأس المال السوقي، صافي تدفق استثمارات المحفظة، سعر الصرف، التضخم في الولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة (٢٠٠٨-٢٠٠٦ م) | ١٥         |
| ١٧٦        | بيانات سعر الفائدة، رأس المال السوقي، صافي تدفق استثمارات المحفظة، سعر الصرف، التضخم في الولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة (٢٠١٤-٢٠٠٩ م) | ١٦         |
| ١٧٧        | بيانات سعر الفائدة، رأس المال السوقي، صافي تدفق استثمارات المحفظة، سعر الصرف، التضخم في الولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة (٢٠١٧-٢٠١٥ م) | ١٧         |
|            | <b>تداول الفصل الثالث<br/>(المبحث الثاني)</b>  |            |
| ١٨٦        | اختبار استقرار السلسل الزمنية لمتغيرات الدراسة بجمهورية مصر العربية  | ١          |
| ١٨٧        | اختبار عدد فترات الإبطاء المثلث لمتغيرات الدراسة بجمهورية مصر العربية  | ٢          |
| ١٨٩        | اختبار السببية بين متغيرات الدراسة بجمهورية مصر العربية  | ٣          |

## فهرس الموضوعات

---

| رقم الصفحة | عنوان الجدول   | رقم الجدول |
|------------|--|------------|
| ١٩٣        | اختبار تحليل مكونات التباين بين متغيرات الدراسة بجمهورية مصر العربية         | ٤          |
| ١٩٤        | اختبار التكامل المشترك بين متغيرات الدراسة بجمهورية مصر العربية              | ٥          |
| ١٩٥        | نماذج التكامل المشترك بين متغيرات الدراسة بجمهورية مصر العربية               | ٦          |
| ١٩٧        | اختبار استقرار السلسل الزمنية لمتغيرات الدراسة بالولايات المتحدة الأمريكية   | ٧          |
| ١٩٨        | اختبار عدد فترات الإبطاء المثلث لمتغيرات الدراسة بالولايات المتحدة الأمريكية | ٨          |
| ٢٠٠        | اختبار السببية بين متغيرات الدراسة بالولايات المتحدة الأمريكية               | ٩          |
| ٢٠٣        | اختبار تحليل مكونات التباين بين متغيرات الدراسة بالولايات المتحدة الأمريكية  | ١٠         |
| ٢٠٤        | اختبار التكامل المشترك بين متغيرات الدراسة بالولايات المتحدة الأمريكية       | ١١         |
| ٢٠٥        | نماذج التكامل المشترك بين متغيرات الدراسة بالولايات المتحدة الأمريكية        | ١٢         |

ثانياً - قائمة الرسومات والأشكال البيانية:

| رقم الصفحة                        | العنوان   | الرقم |
|-----------------------------------|---|-------|
| رسومات وأشكال بيانية للفصل الثاني |   |       |
| ٩٢                                | الشكل العام لآلية انتقال أثر السياسة النقدية<br>(Monetary Transmission Mechanism) | ١     |
| ١١١                               | أثر تغير سعر الفائدة وسعر الصرف على التوازن الداخلي والخارجي                      | ٢     |

## الإطار العام للدراسة

## الإطار العام للدراسة

### أولاً - مقدمة الدراسة:

يعتبر السعي نحو تحقيق معدلات نمو اقتصادي مرتفعة من أهم أهداف السياسة الاقتصادية بشكل عام، والذي يتطلب حدوث توازن لأهداف السياسات النقدية مع أهداف السياسة المالية والسياسة التجارية للدولة. ولذا تسعى السياسة النقدية لتحقيق ذلك التوازن من خلال عدة سياسات تنتهجها الدول النامية والمتقدمة على حد سواء بهدف دفع عجلة النمو الاقتصادي<sup>(١)</sup>، ولكن التجارب الفعلية للدول والأزمات الاقتصادية أظهرت مدى صعوبة تحقيق هذا الهدف على النحو المطلوب، والسبب الرئيسي في ذلك هو ضعف المقدرة التمويلية للدول وخصوصاً الدول النامية ومن بينها مصر، حيث تمثل المشكلة الرئيسية في عنصر الادخار وعدم كفايته لتعطية الاستثمارات المطلوبة وينعكس أثر ذلك النقص في المدخرات على كل من ميزان المدفوعات والموازنة العامة للدولة في صورة عجز. وبظاهر ذلك بوضوح في تقارير البنك الدولي عن معدل الادخار كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي، فالبنظر إلى معدلات الادخار في مصر نجد أنها قد انخفضت من ٣٥.٤٧% في عام ١٩٩٢م إلى ٢٣.٦٢% في عام ٢٠٠٨م ثم إلى ٩٠.٩٢% في عام ٢٠١٧م.<sup>(٢)</sup> ولذلك يقع العبء على السياسة الاقتصادية بشكل عام وعلى السياسة النقدية بشكل خاص في دفع عجلة الاستثمار نحو تحقيق ذلك النمو مدروسة بمزيد من مصادر تمويل الاستثمار، سواء كانت مصادر تمويل محلية أو أجنبية على حد سواء، وهنا تتجلى الأهمية الكبرى لكل من سوق الأوراق المالية وتدفقات رؤوس الأموال الأجنبية كمصادر لتمويل الاستثمار بدون أعباء بهدف توفير مصادر جديدة لتمويل الاستثمار للتغلب على ذلك العجز والعمل على زيادة معدلات النمو الاقتصادي، حيث تقوم سوق الأوراق المالية بالعمل على تعبيئة المدخرات سواء المحلية أو الأجنبية (الاستثمار الأجنبي غير المباشر) والذي يعتبر أحد أهم أشكال تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية الموجهة للاستثمار في السوق النقدي، هذا بالإضافة إلى تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية الموجهة للاستثمار في السوق الحقيقي (الاستثمار الأجنبي المباشر).

(١) حسام الدين محمد عبد القادر (٢٠١٤)، اقتصاديات النقود والسياسات النقدية، كلية التجارة جامعة عين شمس، القاهرة، ص١٥٨، ١٥٩.

(٢) <http://data.worldbank.org/indicator/NY.GNS.ICTR.ZS>,