



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 سلمان

تحت إشراف

الأستاذ الدكتور

إبراهيم سعد المصري

أستاذ الاقتصاد بأكاديمية السادات للعلوم الإدارية

الأستاذ الدكتور

أحمد فؤاد مندور

أستاذ الاقتصاد والوكيل السابق للكلية

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

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

(سورة البقرة: الآية ٣٢)

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ



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 سالماني

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 سالماني
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 (عضواً)
أستاذ ورئيس قسم الاقتصاد . كلية التجارة . جامعة الأزهر
الأستاذ الدكتور / تامر عبد المنعم راضي (عضواً)
أستاذ ورئيس قسم الاقتصاد . كلية التجارة . جامعة عين شمس
تاريخ التسجيل تاريخ المناقشة

الدراسات العليا

أجيزت الرسالة بتاريخ / /

موافقة مجلس الجامعة

٢٠١٩/ /

ختم الإجازة

موافقة مجلس الكلية

٢٠١٩/ /

بسم الله الرحمن الرحيم

((رَبِّ اشْرَحْ لِي صَدْرِي وَيَسِّرْ لِي أَمْرِي وَاحْلُلْ عُقْدَةً مِّن لِّسَانِي يَفْقَهُوا قَوْلِي))

صدق الله العظيم

شكر وتقدير

ثم أما بعد :

إنطلاقاً من رد الفضل الي اهله و أن من لم يشكر الناس لم يشكر الله ، أود في مستهل تقديمي لعملي هذا أن أتوجه بالشكر و التقدير إلى أستاذي: أ.د/ أحمد فؤاد مندور أستاذ الاقتصاد والوكيل الأسبق للدراسات العليا . كلية التجارة . جامعة عين شمس، لقبوله الاشراف علي الرسالة وعلى حسن رعايته ،كما أدين له بالفضل في إعدادها واختيار موضوعها ومناقشتها. أدامه الله بكل خير، ومتعه 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 عني خير الجزاء.

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 نتوق إلى أن ننهل من موفور علمه فهو قطب من أقطاب جامعة الأزهر، فله كل التحية والتقدير.

كما أتقدم بالشكر الجزيل إلى أستاذي أ.د/ تامر عبد المنعم راضي أستاذ ورئيس قسم الاقتصاد . كلية التجارة . جامعة عين شمس، على قبوله الاشتراك في لجنة المناقشة، فهو المعطاء دائماً، وتعلمنا منه الكثير، واليوم يكمل عطاءه كما عودنا، فله كامل التقدير والاحترام.

وأخص بالشكر أستاذي 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.

ويكل الحب والود والأمتنان ، فلي عظيم الفخر بأن أتوجه بالشكر إلى قدوتي و سندي و تاج رأسي ، من ربياني صغيراً "أبي و أمي" والذي لولا فضلها بعد الله ما كُنْتُ أصل إلى هذا المقام، فاللهم أرزقهم أمنك وفضلك، وارزقنا رضاهم ما حيننا، فهم أهلٌ بما قدموا . وأنت نعم المولي ونعم المُجيب.

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

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

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

فهرس موضوعات الدراسة

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

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

رقم الصفحة	الموضوع
٢١٦	الملاحق
٣٢٩	المراجع
i	ملخص الدراسة باللغة العربية
A	ملخص الدراسة باللغة الانجليزية

قائمة الجداول والأشكال البيانية

أولاً- قائمة الجداول:

رقم الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
جداول الفصل الثاني		
١٢٩	تصنيف ترتيبات سعر الصرف	١
جداول الفصل الثالث (المبحث الأول)		
١٤٥	التغير في معدلات التضخم في مصر خلال الفترة (٢٠٠٠ م - ٢٠٠٥ م)	١
١٤٦	أسعار الفائدة المصرية لفترات مختارة خلال الفترة (٢٠٠٠ م - ٢٠٠٥ م)	٢
١٤٧	أهم التغيرات في سعر صرف الدولار مقابل الجنية المصري لفترات مختارة خلال الفترة (٢٠٠٠ م - ٢٠٠٥ م)	٣
١٤٨	أهم مؤشرات البورصة المصرية لسنوات مختارة خلال الفترة (١٩٩٧ م - ٢٠٠٥ م)	٤
١٤٩	معدل التغير في نسب التضخم في الولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة (٢٠٠٠ م - ٢٠٠٥ م)	٥
١٥١	تطور أسعار الفائدة الأمريكية لشهور مختارة خلال الفترة (٢٠٠٠ م - ٢٠٠٦ م)	٦
١٥٣	التغير في سعر صرف اليورو مقابل الدولار الأمريكي خلال الفترة (٢٠٠٠ م - ٢٠٠٥ م)	٧
١٥٦	أسعار الفائدة ونسبة التضخم في مصر لفترات مختارة خلال الفترة (٢٠٠٦ م - ٢٠١٧ 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

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 (٢٠١٨م)	١٠
١٦١	أهم مؤشرات رأس المال السوقي لسوق الأوراق المالية في مصر لفترات مختارة خلال الفترة (٢٠٠٦-٢٠١٧م)	١١
١٦٣	أهم مؤشرات سوق الأوراق المالية في مصر لفترات مختارة خلال الفترة (٢٠٠٦-٢٠١٧م)	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 (٢٠٠٦م)	١٤
١٧٢	بيانات سعر الفائدة، رأس المال السوقي، صافي تدفق استثمارات المحفظة، سعر الصرف، التضخم في الولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة (٢٠٠٦-٢٠٠٨م)	١٥
١٧٦	بيانات سعر الفائدة، رأس المال السوقي، صافي تدفق استثمارات المحفظة، سعر الصرف، التضخم في الولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة (٢٠٠٩-٢٠١٤م)	١٦
١٧٧	بيانات سعر الفائدة، رأس المال السوقي، صافي تدفق استثمارات المحفظة، سعر الصرف، التضخم في الولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة (٢٠١٥-٢٠١٧م)	١٧
	جداول الفصل الثالث (المبحث الثاني)	
١٨٦	اختبار استقرار السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة بجمهورية مصر العربية	١
١٨٧	اختبار عدد فترات الإبطاء المتلى لمتغيرات الدراسة بجمهورية مصر العربية	٢
١٨٩	اختبار السببية بين متغيرات الدراسة بجمهورية مصر العربية	٣

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 السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة بالولايات المتحدة الأمريكية	٧
١٩٨	اختبار عدد فترات الإبطاء المثلى 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:

الرقم	العنوان	رقم الصفحة
الرسومات والأشكال البيانية للفصل الثاني		
١	الشكل العام لآلية انتقال أثر السياسة النقدية (Monetary Transmission Mechanism)	٩٢
٢	أثر تغير سعر الفائدة وسعر الصرف على التوازن الداخلي والخارجي	١١١

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 توافق لأهداف السياسات النقدية مع أهداف السياسة المالية والسياسة التجارية للدولة. ولذا تسعى السياسة النقدية لتحقيق ذلك التوافق من خلال عدة سياسات تتجهها الدول النامية والمتقدمة على حدٍ سواء بهدف دفع عجلة النمو الاقتصادي^(١)، 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 تتمثل المشكلة الرئيسية في عنصر الادخار وعدم كفايته لتغطية الاستثمارات المطلوبة وينعكس أثر ذلك النقص في المدخرات على كل من ميزان المدفوعات والموازنة العامة للدولة في صورة عجز. ويظهر 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 ٢٠٠٨ ثم إلى ٩.٩٢% في عام ٢٠١٧م.^(٢) ولذلك يقع العبء على السياسة الاقتصادية بشكل عام وعلى السياسة النقدية بشكل خاص في دفع عجلة الاستثمار نحو تحقيق ذلك النمو مدعومة بمزيد من مصادر تمويل الاستثمار، سواء كانت مصادر تمويل محلية أو أجنبية على حدٍ 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 تعبئة 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، ص ١٥٨، ١٥٩.

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