

العلاقة التوازنية بين متغيرات الاقتصاد الكلي ومؤشر سوق مال (بالتطبيق على فرنسا ومصر)

د. صباح محمد فتحى السيد بدر*

(*) د. صباح محمد فتحى السيد بدر: مدرس الاقتصاد بالمعهد العالي للعلوم الإدارية ببليبس

Email: sabahfathiy274@gmail.com

ملخص:

هدفت الدراسة الى فهم العلاقة بين مجموعة من المتغيرات الاقتصادية الكبرى وتأثيرها على مؤشرات سوق المال في كل من النظامين الماليين المصري والفرنسي خلال الفترة من ٢٠١٠ إلى ٢٠٢٤. لتحقيق أهداف الدراسة تم الاعتماد على منهج التحليل الكمي عند قيامنا بالدراسة القياسية من خلال تطبيق اختبار التكامل المشترك، تم التوصل إلى وجود علاقة توازنية سلبية بين معدل التضخم و مؤشر سوق المال في مصر وأن زيادة معدل التضخم تؤدي إلى انخفاض مؤشر سوق المال حيث توجد علاقة ذات دلالة إحصائية قوية حيث أن القيمة الاحتمالية أقل من ٠.٠٠٥. كما وجدت الدراسة علاقة توازنية إيجابية بين معدل الفائدة و مؤشر سوق المال في مصر ، حيث أن زيادة معدل الفائدة تؤدي إلى تحسن أداء سوق المال.، حيث توجد علاقة ذات دلالة إحصائية قوية حيث أن القيمة الاحتمالية أقل من ٠.٠٠٥، وأظهرت الدراسة وجود علاقة توازنية بين متغيرات الاقتصاد الكلي وسوق المال وهي علاقة مؤكدة على المدى الطويل، لكن التأثيرات تختلف حسب طبيعة الاقتصاد المحلي وهيكل السوق المالي، مما يستدعي سياسات نقدية ومالية تتناسب مع خصائص كل سوق.

الكلمات المفتاحية : العلاقة التوازنية ، الاقتصاد الكلي ، مؤشر سوق مال

Abstract:

The study aimed to understand the relationship between a set of major economic variables and their impact on stock market indicators in both the Egyptian and French financial systems during the period from 2010 to 2024.

To achieve the study's objectives, a quantitative analysis approach was adopted, applying the cointegration test in the econometric analysis. The findings revealed a negative equilibrium relationship between the inflation rate and the stock market index in Egypt, indicating that an increase in the inflation rate leads to a decline in the stock market index. This relationship was statistically significant, with a p-value of less than 0.05.

Additionally, the study found a positive equilibrium relationship between the interest rate and the stock market index in Egypt, suggesting that a rise in the interest rate enhances stock market performance. This relationship was also statistically significant, with a p-value of less than 0.05.

Furthermore, the study demonstrated the presence of an equilibrium relationship between macroeconomic variables and the stock market, confirming a long-term linkage. However, the effects vary depending on the nature of the local economy and the structure of the financial market, necessitating monetary and fiscal policies tailored to the characteristics of each market.

Keywords: Equilibrium Relationship, Macroeconomy, Stock Market Index

المقدمة :

لا شك أن المتغيرات الاقتصادية تعكس المؤشرات العامة للاقتصاد بشكل عام، وهي بمثابة أداة لقياس أداء مختلف القطاعات الاقتصادية وتقييمها، وتقييم أداء الاقتصاد بصفة كلية، وتسمح كذلك بالتنبؤ المستقبلي للاقتصاد بحيث تتيح دق ناقوس الانذار المبكر لتشغيل الخطط البديلة لمواجهة وتسيير المخاطر للنهوض بالاقتصاد قبل وصوله لمرحلة يصعب فيها التعامل مع تلك المخاطر. وتتعدد المتغيرات الاقتصادية التي يمكن أن تؤثر على عوائد مؤشرات سوق الأوراق المالية، وتتمثل تلك المتغيرات في الناتج المحلي الاجمالي، مؤشر التضخم، معدلات الفائدة، مؤشر البطالة، وغيرها. ولاشك أن تحليل متغيرات البيئة الاقتصادية الكلية يعد أحد أبرز المعطيات التي تؤخذ في الاعتبار أثناء صياغة القرارات الاستثمارية المختلفة وتكوين المحافظ المالية، وتعتبر دراسة التضخم ومدى علاقته بعوائد مؤشرات سوق المال من أهم متغيرات الاقتصاد الكلي التي تؤخذ بعين الاعتبار من قبل المستثمرين، حيث أن بلوغ معدلات التضخم في الاقتصاد لمستويات قياسية لم يصل إليها من قبل يثير العديد من الشكوك والقلق لدى جميع فئات المستثمرين في البورصة (Al Oshaibat & Majali, 2016).

ويمثل التضخم انعكاساً ونتيجة للسياسات الاقتصادية المتبعة، وفي واقع الأمر فإن وجود التضخم في الاقتصاد الوطني يعنى عدم قدرة السياسات الاقتصادية في تحقيق أحد أهم أهدافها ألا وهو هدف الحفاظ على الاستقرار العام لمعدل الأسعار، من جانب آخر، فإن هناك ارتباطاً قوياً بين السياسات الاقتصادية وأهدافها وكفاءة وفعالية أدائها وبين الجوانب البنوية والهيكلية للنظام السياسي.

وقد شهدت أدبيات الاقتصاد انقساماً في توصيف العلاقة بين التضخم ومؤشر سوق مال، فهناك اتجاه يعتقد بحتمية العلاقة الموجبة فيما بينهما وأن أسعار الأسهم يجب أن ترتفع مع ارتفاع معدلات التضخم وترجع تلك العلاقة الى التضخم السلبي على القوة الشرائية للنقود إلا أنه يؤثر بصورة إيجابية على إيرادات وأرباح قيمة أصول الشركات ومن ثم على الأسعار وعوائد الأسهم، إلا أن هذا الاتجاه يفصل بين العائد الإسمي والعائد الحقيقي للأسهم، وأن ارتفاع معدل التضخم يؤدي إلى ارتفاع العائد الإسمي للأسهم. ومن جانب آخر يرى عدد من الباحثين أن التضخم يؤثر سلباً على

أسعار الأسهم، حيث يرى أصحاب هذا الرأي على أن عوائد الأسهم تتراجع مع ارتفاع معدل التضخم، وذلك لكون ارتفاع معدل التضخم يؤدي الى ارتفاع في مستوى تكاليف الإنتاج، ومن ثم تراجع العوائد الحقيقية للنشاط الاقتصادي وبدوره تراجع عوائد وأسعار الأسهم. وبتفحص وجهتي النظر نجد أن لكل منهما منطق، حيث أن من الصعب الجزم بصواب احدهما على الآخر، وأن الوقوف على ما إذا كان التضخم يقود الى ارتفاع أسعار الأسهم أو إلى تراجعها بحاجة الى مزيدا من البحوث والدراسات حول هذه العلاقة الجدلية.

ويعتبر معدل الفائدة السائد في السوق من العوامل الاقتصادية التي يمكن أن تؤثر في عوائد بورصة الأوراق المالية، ويعتبر متغير سعر الفائدة من المتغيرات التي يوجد جدل واسع من قبل الباحثين حول طبيعة العلاقة والاثار الذي تتركه على عوائد بورصة الأوراق المالية، فهناك من يعتبر أن معدل الفائدة يؤثر إيجابا على عوائد بورصة الأوراق المالية، من منطلق مزايا الرفع المالي للتمويل بالديون باعتباره أقل تكلفة من التمويل بالملكية، هذا بالإضافة الى الأثر الإيجابي لخفض أسعار الفائدة في التحفيز المالي وزيادة حركة الاستثمارات المباشرة داخل الاقتصاد (Kibria,et al, ٢٠١٤)، ولكن هناك أصحاب رأي يضحون هذا الرأي ويعتقدون بوجود أثر سلبي لارتفاع أسعار الفائدة على عوائد الأسهم وعوائد بورصة الأوراق المالية، ويدعمون وجهة نظرهم بأن ارتفاع أسعار الفائدة يؤدي الى ارتفاع تكلفة التمويل هذا بالإضافة الى توجه الاستثمارات من بورصة الأوراق المالية الى ربط ودائع لدى البنوك للاستفادة من ارتفاع سعر الفائدة مما يؤدي الى انخفاض أسعار الأسهم وبالتالي تراجع عوائد بورصة الأوراق المالية (Barnor, ٢٠١٤).

كما أن ارتفاع الناتج المحلي الإجمالي يتناسب طردياً مع ارتفاع مستويات المعيشة، واتجاه الاقتصاد، حيث يترتب على ارتفاع الناتج المحلي الإجمالي ارتفاع نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي، وتزداد القدرة الشرائية، ومن ثم يتجه الاقتصاد نحو الازدهار ويحدث النمو في مؤشر سوق الأوراق المالية. والعكس صحيح، حيث يؤثر انخفاض الناتج المحلي على مستوى المعيشة بالانخفاض، وتتأثر القدرة الشرائية، ويكون اتجاه الاقتصاد سالباً، ويتأثر مؤشر سوق المال.

كما أشار (الهمشري، والزبون، ٢٠١٧) بوجود تأثيرات تبادلية بين البطالة ومؤشر سوق مال، فعندما ترتفع معدلات البطالة داخل أي اقتصاد فإن ذلك يتسبب في انخفاض القوة الشرائية، الأمر

الذي يؤدي بدوره إلى انخفاض الطلب على المنتجات والاستثمارات، ونتيجة لذلك تتخفضمؤشرات الأسهم الذي ينعكس على مؤشر سوق مال في نهاية المطاف بسبب البطالة، مما يعبر عن نمط العلاقة بين البطالة ومؤشر سوق مال بالعلاقة العكسية ، فعندما ترتفع معدلات البطالة تكون هناك آثار سلبية على النمو الاقتصادي طويل الأمد للدولة، حيث كلما زادت معدلات المشتغلين ترتفع القوة الشرائية داخل السوق مما ينعكس على مؤشرات الأسواق المالية .

ان ما تقدم يشير الى أهمية تكثيف البحوث العلمية نحو دراسة علاقة وأثر (التضخم ،معدل أسعار الفائدة ، والنتاج المحلي الاجمالي ، ومؤشر البطالة) على مؤشر سوق المال ، وذلك بهدف حسم طبيعة تلك العالقة وإزالة الغموض التي يكتنفها.

مشكلة الدراسة :

تكمن مشكلة الدراسة في محاولة فهم العلاقة بين مجموعة من المتغيرات الاقتصادية الكبرى وتأثيرها على مؤشرات سوق المال في كل من النظامين الماليين المصري والفرنسي خلال الفترة من ٢٠١٠ إلى ٢٠٢٤ . وتتمثل المشكلة في التساؤل الأساسي الذي يحاول الباحث الإجابة عليه :هل توجد علاقة توازنية بين المتغيرات الاقتصادية الكلية، مثل التضخم، معدل الفائدة، إجمالي الناتج القومي، والبطالة، وبين مؤشرات أسواق المال في مصر وفرنسا؟

أهمية الدراسة :

تتبع أهمية هذه الدراسة من الدور الحيوي الذي تلعبه الأسواق المالية في تحريك عجلة الاقتصاد في أي دولة. إذ تعتبر الأسواق المالية مرآة تعكس التغيرات في المتغيرات الاقتصادية الكلية، حيث تؤثر هذه المتغيرات بشكل مباشر على أداء الأسواق المالية. فأسواق المال تعد من أهم أدوات قياس النمو الاقتصادي ومدى استقرار الاقتصاد الوطني، فهي تشهد تقلبات نتيجة لتغيرات في عوامل اقتصادية مثل التضخم، معدل الفائدة، إجمالي الناتج القومي، ونسب البطالة.

في هذا السياق، تأتي أهمية دراسة العلاقة بين هذه المتغيرات الاقتصادية الكبرى وبين مؤشرات أسواق المال، بهدف فهم كيفية تأثير هذه العوامل الاقتصادية على السوق المالي. إن معرفة هذه العلاقة تساهم في رسم السياسات الاقتصادية والنقدية بشكل أكثر دقة وفاعلية، مما يساعد على تحقيق استقرار أكبر في الأسواق المالية وتعزيز النمو الاقتصادي.

علاوة على ذلك، فإن الدراسة تسهم في توفير رؤية واضحة حول كيفية تفاعل المتغيرات الاقتصادية في بيئتين ماليتين مختلفتين، مثل النظامين الماليين المصري والفرنسي. وبالتالي، يمكن للنتائج أن تقدم توصيات تساعد صانعي السياسات على اتخاذ قرارات اقتصادية ونقدية مدروسة بناءً على الأدوات المتاحة في أسواق المال.

لذلك، تسعى هذه الدراسة إلى إبراز أهمية وجود علاقة توازنية بين المتغيرات الاقتصادية الكلية ومؤشرات أسواق المال، من أجل تعزيز فهمنا لكيفية تأثير هذه العوامل على أداء الأسواق، وبالتالي دعم الاقتصاد الوطني من خلال اتخاذ قرارات مالية ونقدية أفضل.

أهداف الدراسة:

تهدف هذه الدراسة بشكل أساسي إلى اختبار العلاقة التوازنية بين أربعة متغيرات اقتصادية كبرى (التضخم، معدل الفائدة، إجمالي الناتج القومي، البطالة) وبين مؤشرات سوق المال، وذلك من خلال دراسة دور هذه المتغيرات في تعزيز دور سوق المال في دفع عملية النمو الاقتصادي في كل من (مصر وفرنسا).

كما تهدف الدراسة إلى الإجابة على عدة تساؤلات رئيسية كما يلي :

- ١- كيفية تأثير متغيرات الاقتصاد الكلي على أسواق المال في كلا البلدين؟
- ٢- هل توجد علاقة توازنية يمكن أن تساهم في تعزيز كفاءة سوق المال في دفع النمو الاقتصادي؟

كما تسعى الدراسة إلى اختبار هذه العلاقة باستخدام اختبارات إحصائية متقدمة وذلك بهدف الخروج بنتائج علمية دقيقة تعكس الواقع الاقتصادي في البلدين.

من خلال تحليل هذه العلاقة، تأمل الدراسة في تقديم توصيات يمكن أن تفيد صانعي القرار على المستويين الخاص و العام، خاصة في مجال تحسين السياسات المالية والنقدية، التي قد تساهم في تعزيز كفاءة متغيرات الاقتصاد الكلي ودورها في تنمية مؤشرات سوق المال. يمكن لهذه التوصيات أن تساهم في تطوير استراتيجيات اقتصادية أكثر فعالية في مصر وفرنسا، بالإضافة إلى توفير أفكار قد تكون مفيدة لصانعي السياسات في مصر أيضاً.

فروض الدراسة :

- بناء على مشكلة وأهداف الدراسة تم صياغة فرضيات الدراسة على النحو التالي :
- الفرض الأول: توجد علاقة توازنية ذات دلالة إحصائية بين معدل التضخم ومؤشر سوق المال في مصر.
 - الفرض الثاني : توجد علاقة توازنية ذات دلالة إحصائية بين معدلات أسعار الفائدة ومؤشر سوق المال في مصر.
 - الفرض الثالث: توجد علاقة توازنية ذات دلالة إحصائية بين إجمالي الناتج المحلي ومؤشر سوق المال في مصر.
 - الفرض الرابع : توجد علاقة توازنية ذات دلالة إحصائية بين معدل البطالة ومؤشرات سوق المال في مصر.

حدود الدراسة :

تقتصر الدراسة على العلاقة التوازنية بين متغيرات الاقتصاد الكلي (التضخم، سعر الفائدة، إجمالي الناتج المحلي، معدل البطالة) وسوق الأوراق المالية في كل من مصر و فرنسا خلال الفترة الممتدة من 2010 إلى ٢٠٢٤. سيتم تحليل كيفية تأثير هذه المتغيرات على مؤشرات أسواق المال في كلا البلدين، مع التركيز على المقارنة بين نتائج دراسة الحالة في مصر و فرنسا.

منهج البحث:

اعتمدت هذه الدراسة على المنهج الوصفي التحليلي، وذلك من خلال عرض الإطار النظري للعلاقة التوازنية بين متغيرات الاقتصاد الكلي ومؤشر سوق مال، والتطرق إلى واقع سوق المال في مصر وفرنسا. كما تم الاعتماد على منهج التحليل الكمي عند قيامنا بالدراسة القياسية من خلال تطبيق اختبار التكامل المشترك، وتقدير نموذج تصحيح الخطأ واختبار السببية لغرانجر.

الدراسات السابقة :

- تناولت دراسة (Ndlovu et al, ٢٠١٨) البحث في تأثير كل من التضخم، نمو العرض النقدي، أسعار الفائدة، وسعر الصرف على العملة المحلية مقابل الدولار على سوق الأسهم

بجنوب إفريقيا باستخدام بيانات ربع سنوية للفترة ١٩٨١-٢٠١٦. تم تطبيق اختبار التكامل المشترك، نموذج VECM، وتحليل التباين لفهم العلاقة بين هذه المتغيرات توصلت الدراسة إلى أن أسعار الفائدة، وعرض النقود، والتضخم لها علاقة إيجابية مع أسعار الأسهم بينما كان لسعر الصرف تأثير سلبي على المدى الطويل، وإلى وجود علاقة سببية أحادية الاتجاه من أسعار الصرف وأسعار الفائدة إلى أسعار السهم.

- واقتصرت دراسة (Chauque & Rayappan, ٢٠١٨) على التحقيق في تأثير متغير سعر الصرف والتضخم على أداء سوق الأسهم الماليزي، وذلك بإجراء العديد من الاختبارات الاقتصادية القياسية لتحديد طبيعة العلاقة بين هذه المتغيرات مثل اختبار جذر الوحدة واختبار السببية [granger]، فضلا عن اختبارات الانحدار المتعدد، وذلك باستخدام بيانات شهرية للفترة ٢٠٠٧-٢٠١٦ أشارت نتائج الدراسة إلى أن سعر الصرف والتضخم تأثير سلبي على أداء سوق الأسهم في ماليزيا، كما أن للمتغيرين تأثير كبير على تباين السوق مخاطر السوق). كما تظهر النتائج أن هناك علاقة سببية أحادية الاتجاه من مؤشر سوق الأسهم KLCI إلى التضخم. تشير هذه النتيجة إلى أنه يمكن استخدام قيم KLCI السابقة للتنبؤ بمستوى التضخم المستقبلي في ماليزيا.

- قام (Khan & Khan, ٢٠١٨)، بتطبيق نموذج ARDL باستخدام بيانات شهرية لتحديد تأثير مختلف المتغيرات الاقتصادية الكلية على أسعار الأسهم في باكستان خلال الفترة ٢٠٠٠-٢٠١٦، أشارت نتائج الدراسة إلى أن أسعار الأسهم في بورصة كراتشي تتأثر كثيرا بكل من العرض النقدي، سعر الصرف وسعر الفائدة على المدى الطويل، أما على المدى القصير كانت جميع المتغيرات الكلية ذات تأثير غير معنوي باستثناء سعر الصرف الذي تكامل بشكل سلبي مع أسعار الأسهم. وفي نفس السوق أيضا اختبرت دراسة (Khan et al, ٢٠١٨) تأثير سعر الصرف، سعر الفائدة ومعدل التضخم على عوائد أسهم بعض الشركات المدرجة بمؤشر ١٠٠ KSE. اعتمد الباحثون في هذه الدراسة على نموذج الانحدار المتعدد استخدام بيانات شهرية لـ

١٥ شركة للفترة ٢٠٠٨-٢٠١٢ لتوضيح تأثير هذه المتغيرات الكلية على سوق الأسهم الباكستاني أشارت نتائج الدراسة إلى وجود تأثير إيجابي لسعر الصرف على عوائد الأسهم على

عكس الدراسة السابقة التي وجدت شكوا إيجابيا السعر (الصرف)، في حين كان المعدل التضخم وسعر الفائدة تأثير سلبي كبير على عوائد الأسهم على عكس الدراسة السابقة التي توصلت إلى وجود شو غير معنوي هذه المتغيرات)، وأظهرت نتائج تحليل التباين أن من بين ثلاثة متغيرات للاقتصاد الكلي أظهر معدل التضخم خطأ أكبر في التنبؤ بمؤشر KSE 100 .

- دراسة أخرى لـ (Gin & Joshi, ٢٠١٧) التي تم فيها استخدام طريقة ARDL تفحص العلاقة طويلة الأجل بين أسعار الأسهم والمتغيرات الاقتصادية الكلية على المدى الطويل، وطريقة VECM لاختبار السببية على المدى الطويل والقصير باستخدام بيانات سنوية للفترة ٢٠١٤-١٩٧٩ تخص الاقتصاد الهندي توصلت الدراسة إلى وجود علاقة طويلة الأجل بين التغيرات، حيث يؤثر النمو الاقتصادي والتضخم وسعر الصرف بشكل إيجابي على أسعار الأسهم، كما تشير النتائج إلى أن السببية على المدى القصير وال المدى الطويل تنجبه من النمو الاقتصادي والاستثمار الأجنبي المباشر إلى أسعار الأسهم في السوق الهندي، أما تحليل التباين أظهر أن التطويرات التي عرفها سوق الأوراق المالية في الحد التفسير من خلال الصدمات الخاصة بالسوق نفسه ، وتم إجراء دراسة (Golam et al, ٢٠١٧) على ٦ دول نامية (بنغلاديش، أفغانستان، سريلانكا، المالديف، والنيبال باستخدام نموذج الانحدار المتعددة للدراسة تأثير بعض المتغيرات الاقتصادية الكلية بالاعتماد على بيانات سنوية الفنية ٢٠٠٥-٢٠١٥ أظهرت نتائج الدراسة أن سعر الصرف، احتياطي الصرف ومعدل الفائدة كلها ذات دلالة إحصائية في التأثير على أداء أسواق الأسهم للبلدان محل الدراسة، وبالمقابل لم يكن للتضخم والعرض النقدي تأثير جوهري على أداء سوق الأوراق المالية

- استخدم (Ernest et al, ٢٠١٦) بيانات البانل (panel data) السنوية لـ ٤١ دولة ناشئة للفترة ١٩٩٦-٢٠١١ لتقدير تأثير بعض المتغيرات الاقتصادية الكلية على رحلة سوق الأسهم باستخدام طريقة المربعات الصغرى OLS والمربعات الصغرى الديناميكية DOLS توصل الباحثون في هذه الدراسة إلى أن انخفاض كل من سعر الصرف بالدولار ومؤشر أسعار المستهلك يؤثر على نمو سوق الأوراق المالية بشكل سلبي، في حين أن زيادة المعروض النقدي يؤثر على سوق الأسهم إيجابيا. ودرس (Barakat et al, ٢٠١٦) على العلاقة بين أربعة

متغيرات اقتصادية كلية (مؤشر أسعار المستهلك سعر الصرف، العرض النقدي وسعر الفائدة وعوائد الأسهم في سوق مصر وتونس للأوراق المالية بتطبيق اخبارات السببية (VAR , Granger وذلك باستخدام بيانات شهرية للفترة ١٩٩٨ - ٢٠١٤ أشارت نتائج الدراسة إلى وجود علاقة سببية بين هذه المتغيرات وأسعار الأسهم في مصر بينما بالنسبة للسوق التونسية يستثنى مؤشر أسعار المستهلك الذي ليس له علاقة سببية مع عوائد الأسهم، كما كشفت النتائج أن النفقات الأربعة متكاملة مع سوق الأوراق المالية في كلا البلدين.

- تناولت دراسة (Caporale, ٢٠١٣) (طبيعة العلاقة بين الأسعار في سوق الأوراق المالية وأسعار الصرف في ستة اقتصاديات متقدمة باستخدام بيانات أسبوعية خلال الأزمة المالية للفترة ٢٠٠٧-٢٠١٠ أشارت نتائج الدراسة إلى وجود آثار غير مباشرة أحادية الاتجاه من عوائد الأسهم إلى التغيرات في أسعار الصرف في الولايات المتحدة والمملكة المتحدة، وفي الاتجاه المعاكس في كندا، وآثار غير مباشرة ثنائية الاتحاد في منطقة اليورو وسويسرا واستكشفت دراسة (Auzairy et al, ٢٠١١). خبر تحرير أسواق الأسهم وعوامل الاقتصاد الكلي (أسعار الصرف أسعار الفائدة، أسعار النفط، وسيولة السوق على أداء أسواق الأسهم في ثلاث دول ماليزيا وتايلاند وإندونيسيا)، وذلك باستخدام تحليل الانحدار المتعدد للبيانات الأسبوعية للفترة ١٩٩٧-٢٠٠٩ النتائج الرئيسية لهذه الدراسة تتمثل في أن سياسات التحرير أسواق الأوراق المالية التي تم تنفيذها في عام ١٩٩٧ وبعده لم تكن فعالة بشكل كبير في تحسين أداء أسواق الأسهم في البلدان التحريف، وأن تأثير المتغيرات الاقتصادية الكلية كان كبيراً على أداء أسواق الأسهم هذه البلدان بعد عمليات التحرير التي عرفت.

من خلال مراجعة الدراسات السابقة أعلاه نلاحظ أن هذه الدراسات أسفرت عن نتائج مختلفة، حيث توصلت بعض الدراسات إلى الأسواق أحياناً، والبعض الآخر لم يجد أية علاقة على الإطلاق. وجود علاقة إيجابية بين بعض متغيرات الاقتصاد الكلي وأداء سوق الأسهم، بينما وجدت دراسات أخرى علاقة سلبية لنفس المتغيرات وفي نفس الأسواق أحياناً ، ولبعض الآخر لم يجد علاقة على الإطلاق

هذه النتائج المختلفة ناتجة عن الاختلافات في المنهجية (اختلاف النماذج المستخدمة)، التغيرات المستخدمة (مثلاً تلاحظ اهتمام أكبر بتغيرات السياسة النقدية وإهمال متغيرات السياسة المالية، تباين فترة الدراسة ونوعية البيانات سنوية فصلية شهرية أسبوعية)، تباين مكان الدراسة، كما أن لكل سوق خصائص معينة مثل اللوائح التنظيمية، حجم السوق، بيئة الاستثمار، نوع المستثمرين وعوامل أخرى ... أدت إلى اختلاف التأثير الناتج عن سلوك متغيرات الاقتصاد الكلي.

الإطار النظري للدراسة :

- أولاً : الناتج المحلي الإجمالي (GDP) Gross Domestic Product

الناتج المحلي الإجمالي هو قيمة جميع السلع والخدمات المنتجة محلياً خلال سنة معينة وهو يعتبر من أهم مقاييس النشاط الاقتصادي الحقيقي Real Economic ومن أمثلة الدراسات التي استخدمته (Mishkin, 1997, P. 17) كما أن الناتج المحلي الإجمالي يعتبر من أهم مقاييس النمو الاقتصادي الذي ينعكس على مؤشرات سوق المال العلاقة النظرية بين الناتج المحلي الإجمالي وسوق الأسهم تستند من نموذج القيمة الحالية Present Value Model الذي يري أن سعر السهم العادي داخل سوق المال هو القيمة الحالية للتوزيعات المتوقعة مخصومة بمعدل يساوي العائد المطلوب المعدل بالمخاطرة، وبالتالي فإن الفرض النظري يتوقع أن يكون هناك علاقة طردية قوية بين الناتج المحلي الإجمالي وأسعار الأسهم وذلك للأسباب التالية:

- أسعار الأسهم تعكس (تأخذ في الاعتبار) التوقعات المستقبلية للنشاط الاقتصادي الأمر الذي يؤثر على التوزيعات المتوقعة للأسهم، ولذا نجد أن أداء سوق الأسهم من المؤشرات القائدة Leading Indicators للنشاط الاقتصادي.
- التغيرات في أسعار الأسهم هي تغيرات في ثروة المستثمرين الأمر الذي يؤثر في الطلب على السلع الاستهلاكية والسلع الاستثمارية.
- التغيرات المتوقعة في النشاط الاقتصادي تؤثر على المخاطرة المدركة بواسطة المستثمرين ومن ثم تؤثر على معدل الخصم والذي بدوره يؤثر على أسعار الأسهم.

ولقد تم تأييد الفرض السابق بواسطة كثير من الدراسات التطبيقية علي بيانات الولايات المتحدة مثل (Schwert, 1990) و بيانات اليابان مثل دراسة (Mukherjee and Naka, ١٩٩٥) وعلي بيانات الدول الصناعية السبع العظمي مثل دراسة (Groenewold, K٢٠٠٤) ولكن في المقابل هناك دراسات تطبيقية خرجت بنتائج لا تتفق مع الفرض النظري السابق ذكره، فمثلاً دراسة (١٩٩٣) Blanchard et al توصلت إلى عدم وجود علاقة بين أسعار الأسهم والنتاج المحلي الإجمالي وإنهما معاً نتاج للسياسات الاقتصادية في الولايات المتحدة الأمريكية، كما وجدت أن العلاقة القوية بين النشاط الاقتصادي الحقيقي وأسعار الأسهم في الولايات المتحدة الأمريكية اختفت مع بداية الثمانينات من القرن المنصرم وعزت الدراسة ذلك للأسباب الثلاثة التالية:

- الفرص الاستثمارية المربحة أصبحت نادرة بالمقارنة مع ما كان متاحاً في السنين والسبعينات .
- ازدياد ظاهرة الاندماج والاستحواذ مما أدى إلى تحول الأرباح من الأنشطة الإنتاجية الحقيقية إلى المعاملات المالية في سوق الأسهم .
- توقعات الربح للشركات الأمريكية لم تعد ترتبط بالسوق الداخلي فقط وإنما أصبحت تتوقف على العالم الخارجي وذلك مع تنامي ظاهرة العولمة.

ولقد أكدت نتائج دراسة (Binswanger ٢٠٠٤) إختفاء العلاقة بين النشاط الاقتصادي وأسعار الأسهم في كل من اليابان وكندا والدول الأوروبية الأساسية مثل بريطانيا وألمانيا وفرنسا، كما أثبتت أن رؤوس الأموال التي يتم تدبيرها بواسطة الطروحات العامة الأولية IPOs غالباً لا يتم استخدامها في تمويل النمو والاستثمار الحقيقي وإنما تستخدم في شراء أسهم شركات أخرى قائمة وبالتالي إستتجت الدراسة أن أسعار سوق الأسهم تؤثر على تمويل الاستثمار الحقيقي أكثر من تأثيرها على الاستثمار الحقيقي نفسه.

ولقد فسر العلماء ضعف العلاقة بين سوق الأسهم والنشاط الاقتصادي منذ الثمانينات من زوايا مختلفة يرجع إلى أن مديري الشركات لديهم معلومات عن الفرص الإستثمارية المستقبلية أكثر من السوق و لذا فإن تقييم السوق للشركات ممثلاً في أسعار الأسهم لا يقدم للمديرين معلومات جديدة تحفزهم على الاستثمار، ومن ثم أصبح سوق المال مسألة ثانوية Sideshow فيما يتعلق بتأثيره

على النشاط الاقتصادي ، اما دراستي فقد أشارت إلى وجود تأثير لمتغيرات الاقتصاد الكلي في سوق المال مما أضعف العلاقة بين النشاط الاقتصادي وسوق الأسهم.

ثانياً : التضخم (Inflation)

التضخم هو الارتفاع المضطرب في الأسعار وهو يلعب دوراً هاماً في الاقتصاد من حيث النظرية والتطبيق وهو نتاج الخلل في العلاقة بين المعروض النقدي والإنتاج الحقيقي، ولعب التضخم دوراً هاماً في العلاقة بين متغيرات الاقتصاد الكلي وسوق الأسهم ويمكن التمييز بين ثلاثة مجموعات من الفروض النظرية والدراسات التطبيقية الخاصة بالعلاقة بين التضخم وأسعار وعوائد الأسهم وهي فرض الإستقلالية لفischer، والفروض الخاصة بالسوق التام والفروض الخاصة بنقائص السوق.

ويبري "إيرفنج فيشر" في كتابه عن نظرية سعر الفائدة عام ١٩٣٠ قال أن المستوي العام لأسعار الفائدة يتبع المستوي العام للتضخم من خلال العلاقة التالية: سعر الفائدة الاسمي Nominal Interest Rate يساوي سعر الفائدة الحقيقي Real Interest Rate بالإضافة إلى معدل التضخم المتوقع Expected Inflation Rate وهذه العلاقة يمكن صياغتها في شكل المعادلة التالية و التي يطلق عليها تأثير فيشر Fisher Effect :

سعر الفائدة الحقيقي = سعر الفائدة الاسمي - معدل التضخم المتوقع

و في ظل افتراض الفصل بين الاقتصاد الحقيقي والاقتصاد النقدي (الاسمي). ومع إثارة القضايا الخاصة بالعلاقة بين متغيرات الاقتصاد الكلي وسوق المال تم إحياء فكر فيشر بواسطة النقديين الذين وضعوا فرض نظري يقول بإستقلال التضخم عن عوائد الأسهم التي تشكل سوق المال ، ولكن في السبعينيات وفي ظل معدلات تضخم عالية أصبح علماء الاقتصاد والاستثمار مهتمين بالإجابة على تساؤل مؤداه هل الأسهم العادية - باعتبارها مطالبات على الإنتاج الحقيقي - يمكن أن تكون وسيلة جيدة للتحوط (التغطية) Hedging ضد التضخم سواء المتوقع أو غير المتوقع؟

و قامت دراسات كثيرة بإختبار هذا التساؤل والذي يعتبر إختباراً مباشراً لفرض فيشر ، وأوضحت النتائج خطأ فرض فيشر حيث وجدت علاقة عكسية بين عوائد الأسهم والتضخم من خلال بيانات أمريكية بعد الحرب العالمية الثانية (Jaffe and Mandelker, 1985) كما أن هناك دراسات تمت على دول خارج الولايات المتحدة الأمريكية أكدت وجود علاقة عكسية بين العوائد الاسمية للأسهم

في سوق المال والتضخم مع بعض الاستثناءات لبعض الدول في دراسة (Firth, 1979) على بريطانيا.

وجدير بالذكر أنه قد بدأت أسلوب جديد لاختبار فرض الاستقلال لفيشر مقابل فرض التحوط ضد التضخم ولقد تبعها معظم الدراسات اللاحقة وهذا الأسلوب هو إجراء انحدار للعوائد الأسمية للأسهم كمتغير تابع على كل من التضخم المتوقع وغير المتوقع (كمتغيرات مستقلة بدلا من التضخم الفعلي) ، بجانب استخدام سعر الفائدة قصير الأجل (أذن الخزنة) في بداية الفترة كمقياس للتضخم المتوقع حيث أثبتت أن العلاقة بين العوائد الأسمية للأسهم وكل من التضخم المتوقع و غير المتوقع هي علاقة عكسية.

ومن جانب آخر ومع تطور أساليب الاقتصاد القياسي ظهرت دراسات تستخدم بدلا من الانحدار أسلوب (Vector Error Correction (VEC الذي يأخذ في الاعتبار متغيرات اقتصادية أخرى مثل النشاط الحقيقي وعرض النقود وأسعار السلع ويختبر العلاقة بين عوائد سوق المال والتضخم في الأجل الطويل من خلال اختبار (Cointegration) والأجل القصير من خلال اختبار (Impulse Response functions, 1992) التي طبقت على بيانات (١٦) دولة صناعية وتوصلت إلى أن الأسهم لا تعتبر أداة جيدة للتحوط ضد التضخم في الأجل الطويل حيث لم تجد تكامل مشترك (Coinnegation) وأن أسعار الأسهم في الأجل القصير لم تستجب للصدمات الاقتصادية في كل من النشاط الحقيقي والمعروض النقدي والتضخم وذلك في معظم الدول موضع الدراسة.

ثالثاً أسعار الفائدة Interest rates

تلعب أسعار الفائدة دورا هاما في النشاط الاقتصادي ككل سواء في السوق السلعي أو في السوق المالي، فهي تمثل ثمن إنتقال النقود من المدخرين إلي المستثمرين وتؤثر أسعار الفائدة على أسعار وعوائد الأسهم في أسواق المال من خلال ثلاث قنوات على الوجه التالي:

- سوق النقد Money Market من خلال سعر الفائدة على الأدوات المالية قصيرة الأجل مثل أذن الخزنة ومعدل الخصم.

- سوق رأس المال Capital Market من خلال أسعار الفائدة على القروض المصرفية طويلة الأجل وأسعار الفائدة على السندات سواء الصادرة من الشركات أو الحكومة.
- سوق السلع أو الإنتاج الحقيقي Real Economic Market حيث تؤثر أسعار الفائدة قصيرة وطويلة الأجل على الإنتاج والاستهلاك والتضخم

وسوف يتم التركيز هنا على علاقة أسعار الفائدة كجزء من السياسة النقدية مع سوق المال باعتبار أن تأثير سعر الفائدة على أسعار وعوائد الأسهم في سوق المال من خلال قناة سوق السلع والتأثير على الإنتاج والاستهلاك والتضخم أما بالنسبة للتأثير من خلال قناة سوق رأس المال وبالتحديد سوق السندات فإن الباحث يرى أن سوق السندات في مصر لازال أضعف من أن تؤثر أسعار فائدة السندات على أسعار وعوائد الأسهم ولا زالت معظم الديون طويلة الأجل للشركات تأتي من البنوك وهذا ما أكدته نتائج دراسة (Sourial.2008) من أن سوق النقد والائتمان المصرفي لازال أقوى من

سوق الأوراق المالية في توصيل السياسة النقدية Transmitting of Monetary Policy

وجدير بالذكر أن العلاقة بين أسعار الفائدة وأسعار وعوائد الأسهم في سوق المال تم دراستها من خلال ثلاث زوايا الأولى مجموعة دراسات أدخلت سعر الفائدة كمتغير ممثل للسياسة النقدية للتنبؤ بأسعار وعوائد الأسهم أو لمعرفة تأثير السياسة النقدية على أسعار وعوائد الأسهم، والمجموعة الثانية تقيس تأثير تقلب سعر الفائدة (مخاطرة سعر الفائدة) على أسعار وعوائد الأسهم أو على بدل المخاطرة للأسهم، والمجموعة الأخيرة تختبر الاتجاه العكسي للعلاقة حيث تقيس تأثير أسعار وعوائد الأسهم على أسعار الفائدة.

وأهم فرض نظري في مجال العلاقة بين أسعار الفائدة وأسعار الأسهم هو وجود علاقة عكسية لأن سعر الفائدة يمثل العائد الخالي من الخطر Risk Free Rate of Return وفي إطار نموذج القيمة الحالية لتسعير الأسهم كلما زاد العائد الحالي من الخطر كلما زاد العائد المطلوب Required Rate of Return الذي يمثل المعدل الذي به يتم خصم التوزيعات المتوقعة للوصول إلى سعر السهم و ومن ثم ينخفض سعر السهم (Reilly and Brown, 2003, P.393-394) هذا هو جوهر فكرة نموذج التسعير في سوق المال.

رابعاً البطالة :

يبين الاتجاه العام في علاقة البطالة بسوق المال ، أن هناك ارتباط كبير بين معدل البطالة الذي ينعكس على معدل النمو والذي ينعكس بشكل مباشر على مؤشر سوق المال، كما إن السياسات الموجهة لتخفيض معدلات البطالة تنطلق من مقاربة تقترض أن البطالة ترتبط ارتباطاً مباشراً مع مؤشر سوق المال فكل انخفاض في معدل البطالة يتوافق مع ارتفاع مؤشرات الأسهم التي تنعكس مؤشرات سوق المال ، وتظهر العلاقة من خلال التبسيط التالي

إنخفاض معدل البطالة ← ارتفاع معدل النمو ← ارتفاع مؤشرات سوق المال
(ارتفاع معدل التشغيل)

فتحديد نسب ارتفاع مؤشرات سوق المال تعتمد على السياسية الاقتصادية المنتهجة، حيث اعتمد كينز في تحليله على سياسة الإنعاش عن طريق الطلب، وهو الاعتقاد السائد لدى معظم الاقتصاديين، حيث ينطلقون من اعتبار أن ارتفاع مؤشرات سوق المال ترتبط بزيادة الطلب الذي يعقبه زيادة في معدلات التشغيل ، بينما يركز اتجاه آخر على العرض من خلال دعم ربحية و مردودية المشاريع . وقد تمت دراسة العلاقة بين البطالة ومؤشرات أسهم سوق المال تجريبياً في الأدب الاقتصادي بالاعتماد على ما يعرف بقانون (OKUN)، الذي يبين أن هناك علاقة عكسية تبادلية بين معدل التغير في مؤشرات الأسهم والتغير في معدل البطالة، وقد نجح أوكن في بيان أن هناك علاقة عكسية تبادلية بين البطالة ونمو مؤشرات سوق المال، إذ بين أنه إذا انخفضت البطالة بنسبة (١%) فإن ذلك يكون راجعاً إلى ارتفاع الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي بنسبة (٣%) والى ينعكس على مؤشرات سوق المال ، كما بين أنه عند حدوث الزيادة في الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي يتحقق زيادة في العمالة (التشغيل).

مؤشرات سوق المال :

تعرف الأسواق المالية بأنها المكان أو الوسيلة المنظمة التي يتم من خلالها الجمع بين الطلب على الأموال والعرض للأموال، سواء كان ذلك بالاتصال المباشر وغير المباشر عن طريق السماسرة أو الشركات العاملة في هذا المجال وبعبارة أخرى فإن السوق المالي هو التنظيم الذي يمكن أصحاب الأموال الفائزة أو الزائدة من الاتصال الدائم المباشر أو غير المباشر مع الأطراف التي لديها عجز

في الأموال، حيث يمكنهم من إتمام التعاملات فيما بينهم بطريقة منظمة وفق شروط محددة (أبو زيد ٢٠٠٩، ص ٢٥٣) وأشار البعض إلى أنها أحد القطاعات المهمة لرأس المال المستثمر الذي يعمل على توفير السيولة للأموال المستمرة على شكل أوراق مالية أو (أسهم وسندات) فهي تمثل الجهاز الذي يتم عن طريقه تمويل رأس المال وذلك من خلال تمويل الأوراق المالية بسهولة ويسر إلى نقد حاضرة وبالعكس .

بينما يراها آخرون بأنها نظام يتم بموجبها الجمع ما بين البائعين والمشتريين لنوع معين من الأوراق أو لأصل مالي معين حيث تمكن المستثمرين من بيع وشراء عدد من الأسهم والسندات داخل السوق إما عن طريق السماسرة أو الشركات العاملة في هذا المجال، إلا أن التقدم التكنولوجي في مجال الحاسبات وشبكات الاتصال قلل من أهمية التواجد في المقرات الخاصة والمحددة للأسواق وبالتالي مكن من التعامل خارج السوق من خلال شركات السمسرة المنتشرة في مختلف الدول (عبد النبي، ٢٠٠٩، ص ٢٢)

علاقة سوق المال بمتغيرات الاقتصاد الكلي :

يمكن إجمال علاقة سوق المال بمتغيرات الاقتصاد الكلي فيما يلي :

- إيجاد سوق مستمرة وحرّة لبيع وشراء الأوراق المالية، بحيث تمكن جمهور المتعاملين من شراء أو بيع الأوراق المالية، طلباً للفائدة المتولدة منها أو تغييراً لنوع الاستثمار ليتناسب مع رغبات المدخر، حيث يكون في وسع المتعامل في أي وقت تسهيل أصوله المالية أو جزء منها بسرعة وسهولة، وبأفضل سعر ممكن وبأدنى تكلفة ممكنة.
- إعطاء مؤشر يومي عن اتجاهات الأسعار وظروف الاستثمار ومعدلات الادخار، حيث يتم تسجيل حركة الأسعار لجميع الصفقات وعروض البيع وطلبات الشراء في سوق المزايمة (Anction market) حيث تحدد فيها الأثمان من خلال قوى العرض والطلب. ويتم نشرها من قبل إدارة السوق، ويعتمد عليها الأفراد والمشروعات عند اتخاذ قراراتهم الاستثمارية.
- تعبئة المدخرات السائلة وتوجيهها نحو المشروعات فالبورصة تحول مدخرات الأفراد واستثماراتهم إلى الشركات والحكومات، وهذه الاستثمارات تجمع التمويل اللازم لتمكين مشاريع الأعمال أو

- الحكومة من إنتاج السلع والخدمات التي يحتاجها الأفراد كما تمول أسواق المال الشركات بالخدمات التي تساعدها على التوسع عندما تريد ذلك.
- تقويم الأداء الاقتصادي للشركات والمشروعات، وإيجاد حلقة اتصال بين جميع فعاليات شبكة الاقتصاد الكلي، والتي من بينها البنوك والمؤسسات المالية والشركات والمؤسسات الاستثمارية؛ وهذا للمساهمة في تنشيط أعمالها.
- الحكم على كفاءة السياسة النقدية والمالية للدولة، وتمهيد الطريق أمام السلطات الحكومية المختصة للمزج بين السياستين النقدية والمالية؛ ليكملا بعضهما البعض بهدف التأثير في حجم الطلب الكلي؛ وبلوغ الهدف المنشود الذي تحدده الظروف الاقتصادية المتغيرة.
- جذب رؤوس أموال خارجية للمشاركة في المؤسسات المحلية وفقا لقوانين الاستثمار والإجراءات الإدارية المنظمة للنشاط الاقتصادي.
- إتاحة الفرصة للاستثمارات قصيرة الأجل، ذلك أن المؤسسات المالية تقوم بتوظيف الأموال في المشاريع الاستثمارية طويلة ومتوسطة الأجل. إلا أن هذا التوظيف لا يشمل كل أموال المؤسسة بصورة مستمرة؛ فتبقى عندها فوائض مالية، ومن غير المعقول الاحتفاظ كما هي على هيئة نقدية بحتة، لذلك تقوم باستثمارها عن طريق البورصة على شكل أدوات مالية قابلة للتداول والسيولة.
- التقليل من مخاطر التضخم والانكماش الداخلي، حيث يعتبر سوق المال الحقل الذي تعمل فيه الدولة لتحقيق الاستقرار النقدي عن طريق بيع وشراء الأوراق المالية للتحكم في كمية النقود بهدف معالجة التضخم. (البرواري، ٢٠٠٢، ص ٤٥).

ثالثا: العلاقة بين متغيرات الاقتصاد الكلي بمؤشر سوق المال في (مصر وفرنسا)

منهجية الدراسة:

نهدف من خلال هذه الدراسة القياسية إلى دراسة العلاقة التوازنية بين متغيرات الاقتصاد الكلي ومؤشر سوق المال في (مصر وفرنسا) كمؤشر للتطور المالي والنمو الاقتصادي من خلال استخدام اختبار التكامل المشترك وتقدير نموذج تصحيح الخطأ. ثم تحديد اتجاه العلاقة السببية بين هذين المتغيرين في الأجلين القصير والطويل من خلال إدخال طريقة غرانجر التقليدية لاختبار السببية في نموذج تصحيح الخطأ، وذلك في مصر وفرنسا خلال الفترة (٢٠١٠ - ٢٠١٤) -

سوف يتم التعبير عن سوق الأوراق المالية وفق مؤشر معدل رسملة السوق ومعدل قيمة التداول والنمو الاقتصادي ممثلاً بمؤشر نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي.

والجدول التالي يوضح تطور نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي ومؤشرات بورصة القيم المنقولة في مصر خلال الفترة (٢٠١٠ - ٢٠٢٠)

الجدول (١) تطور الناتج المحلي الإجمالي ومؤشرات سوق المال في "مصر" خلال الفترة (٢٠١٠-٢٠٢٤) (الوحدة (دولار أمريكي، %)

السنوات	GDP	R	Inf	Um	VM
٢٠١٠	١٢٠٦.٦	٥.١٠	٧.٣٩١	٩.١٢	٦٨٥٨.٥٥
٢٠١١	١٣٧١.١	١.٨٠	٩.٧٤١١	١١.٩	٤.٢٨٦.١٣
٢٠١٢	١٦٧٤.٧	٢.٢٠	٦.٨٦٥	١٢.٦	٥.٥٩٣.١٣
2013	١٨٦٠.٤	٢.٢٠	٥.٢٢٩	١٣	٦.٢٩٣.٧٨
2014	١٦٧٤.٧	٢.٩٠	١١.٦٩١	١٣.٤	٨٥٢٣.٥١
2015	١٨٦٠.٤	٤.٤٠	٧.٠٦٢	١٢.٨	٧٠٢٥.٢٨
2016	٢١٣٠	٤.٣٠	٧.٧٢٨	١٢.٥	١٢٣٤٤.٧٧
2017	٢٤٤٣.٩	٤.٢٠	٣.٨٥٩	١٢	١٥٠٢١.٣٦
2018	٤٦٦٦.٢	٥.٣٠	١٤.٣٥١	١٠.٥	١٣٠٣٥.٧٢
2019	٥٥٩٦	٥.٦٠	٨.٥٦٦	٧.٥	١٣٩٩٩.٨٦
2020	٦١٥٢.٦	٣.٦٠	٧.١٦٨	٩.٦	١٠٨٠٣.٩٥
٢٠٢١	٦٦٦٣.١	٣.٣٠	٤.٢٨٥	٧.٤	١٢٣٣٤.٨٢
٢٠٢٢	٧٨٤٢.٥	٦.٦٠	٧.٢٥٩	٧.٤	١٤٧١٠.٩٧
٢٠٢٣	١٠١٥٥.٤	٣.٨٠	٣١.٢٤١	٧.١	٢٤٧٩٣.٧٥
٢٠٢٤	١٣٩٠٢.٦٤	٣.٥٠	٢٩.٨	٦.٥	٣٠٠١٤.٣٠

المصدر البنك الدولي. (2025). البيانات المتاحة عبر الموقع الإلكتروني www.worldbank.org، تم الاطلاع عليه في 5 فبراير ٢٠٢٥.

الجدول (٢) تطور الناتج المحلي الإجمالي ومؤشرات سوق المال في "فرنسا" خلال الفترة (٢٠١٠-٢٠٢٠) الوحدة (دولار أمريكي، %)

السنوات	GDP	R	Inf	Um	VM
٢٠١٠	٢٣٢٠	١.٥	٩.٤	٩.٤	٥٢.٣
٢٠١١	٢٣٧٠	٢.١	٦.٢	٩	٢٥٨.١
٢٠١٢	٢٣٨٠	٢.٠١	٩.٧	٩.٧	٣٦٥.٢
٢٠١٣	٢٣٩٠	٠.٩	٦.٢	١٠.٢	١٤٥.٧
٢٠١٤	٢٤١٠	٠.٥	١٠.٢	١٠.٢	٣٥٢٤.٨
٢٠١٥	٢٤٤٠	٠.٠	٦.٠	١٠	١٤٥٦.٣
٢٠١٦	٢٤٧٠	٠.٢	٩.٩	٩.٩	١٥٦٢.٩
٢٠١٧	٢٥٢٠	١.٠	٥.٩	٩.٤	١٤٥٢.١
٢٠١٨	٢٥٧٠	١.٩	٩.١	٩.١	١٢٣٥.٦
٢٠١٩	٢٦٢٠	١.١	٥.٦	٨.٤	٨٥٦.٩
٢٠٢٠	٢٤٢٠	٠.٥	٧.١	٨	٢٠٤٥.٢
٢٠٢١	٢٦٠٠	٧.٠	٢.١	٧.٩	١٨٧٦.٥
٢٠٢٢	٢٧٠٠	٢.٥	٥.٠	٧.٣	١٦٥٤.٨
٢٠٢٣	٢٨٦٤	٣.٠	٦.٥	٧	١٩٨٧.٢
٢٠٢٤	٢٩٤٨	١.١	٩.٠	٦.٨	١٩٧٥.٥

المصدر البنك الدولي. (2025). البيانات المتاحة عبر الموقع الإلكتروني : www.worldbank.org، تم الاطلاع عليه في 5 فبراير ٢٠٢٥.

حيث أن :GDP : يعبر عن اجمالي الناتج المحلي ، R: معدل الفائدة ، Inf ، معدل التضخم ، Um: معدل البطالة، SMC: معدل رسملة السوق VM : معدل قيمة التداول

تم بناء النماذج الاقتصادية لهذه الدراسة اعتمادا على النظريات الاقتصادية المثبتة حيث أثبتت العديد من الدراسات التطبيقية وجود علاقة توازنية وبعضها سببية بين سوق الأوراق المالية ومؤشرات الاقتصاد الكلي في هذا السياق، ستم دراسة إمكانية وجود علاقة توازنية بين هذين المتغيرين الاقتصاديين وكذلك تحديد اتجاه العلاقة بينهما على المدى القصير والطويل. إلا أن التحليل على

المدى الطويل يضعنا أمام مشكلة عدم استقرار السلاسل الزمنية، ففي حال غياب صفة الاستقرار فإن الانحدار الذي تحصل عليه بين متغيرات السلسلة الزمنية غالباً ما يكون زائفاً. تعمل عملية المفاضلة على تصحيح السلاسل الزمنية وإعادة طابع الاستقرار لها، ولكن في هذه الحالة يحتمل أن يتم فقدان كافة المعلومات المتعلقة بسلوك هذه المتغيرات على المدى الطويل في مثل هذا الوضع، يتم استخدام اختبار التكامل المشترك الذي جاء به انجل و غرانجر عام ١٩٨٧ ، إن هذا الاختبار يقدم دعماً للنظرية الاقتصادية من خلال رصد العلاقات بين المتغيرات الاقتصادية في إطار إحصائي، فمن منظور اقتصادي بعض المتغيرات تتحرك بانتظام بمرور الوقت على الرغم من أنها تتسم بشكل منفرد بالتذبذب العشوائي، لذا فإن تحليل التكامل المشترك بعد إحدى الأدوات الهامة عند دراسة العلاقات بين المتغيرات الاقتصادية على المدى الطويل

اختبرت العديد من الدراسات العلاقة بين متغيرات الاقتصاد الكلي وأسواق المال ، حيث كانت النتائج متفاوتة، وبناءً عليه فنحن هنا نعمل على تحليل الإحصاءات الوصفية لأسواق المال ومتغيرات الاقتصاد الكلي تعمل في بيئات وظروف مختلفة.

جدول رقم (٣) الإحصاءات الوصفية لعوائد مؤشر سوق المال المصري ومجموعة متغيرات الاقتصاد الكلي

	VM	Um	Inf	R	GDP
MEAN	12375.99	10.22	10.82	3.92	4613.35
MEDIAN	12334.82	10.50	7.39	3.80	2443.90
MAXIMUM	30014.30	13.40	31.24	6.60	13902.64
MINIMUM	4286.13	6.50	3.86	1.80	1206.60
STD.DEV.	7099.63	2.53	8.44	1.36	3783.35
SKEWNESS	1.38	-0.21	1.97	0.24	1.26
KURTOSIS	1.87	-1.76	2.96	-0.42	1.11
JARQUE-BERA	4.37	1.70	9.57	0.39	3.29
PROBABILITY	0.113	0.428	0.008	0.821	0.193
OBSERVATIONS	15	15	15	15	15

المصدر: من اعداد الباحث باستخدام برنامج EViews١٢

شهد الاقتصاد المصري تطورات كبيرة خلال الفترة من 2010 إلى ٢٠٢٤، حيث ارتفع الناتج المحلي الإجمالي من 1206.6 مليار دولار في ٢٠١٠ إلى 13902.64 مليار دولار في ٢٠٢٤، مما يعكس نموًا اقتصاديًا ملحوظًا. كما تحسن معدل العائد على مؤشر سوق المال ليصل في المتوسط إلى 3.92%، مع تقلبات طفيفة على مدار السنوات. ومع ذلك، واجه الاقتصاد معدلات تضخم مرتفعة وغير مستقرة، حيث بلغ أعلى مستوى له 31.24% في ٢٠٢٣، مما يشير إلى تحديات نقدية كبيرة.

من جانب آخر، تحسن معدل البطالة بشكل واضح، حيث انخفض من 13.4% في ٢٠١٤ إلى 6.5% في ٢٠٢٤، مما يدل على نجاح بعض السياسات الاقتصادية في تعزيز فرص العمل. أما مؤشر سوق المال فقد شهد نموًا هائلًا، حيث ارتفع من 4286.13 في ٢٠١١ إلى 30014.30 في ٢٠٢٤، رغم تباين قيمه بسبب الأحداث الاقتصادية والسياسية. تشير هذه التحولات إلى اقتصاد متنامٍ لكنه يواجه تحديات تضخمية وتذبذبات في سوق المال، مما يستدعي سياسات اقتصادية أكثر استقرارًا لضمان استدامة النمو.

جدول رقم (٤)

الإحصاءات الوصفية لعوائد مؤشر سوق المال الفرنسي ومجموعة متغيرات الاقتصاد الكلي

	VM	Um	Inf	R	GDP
MEAN	1363.27	8.82	7.19	2.35	2534.8
MEDIAN	1456.3	9.1	6.5	1.1	2470.0
MAXIMUM	3524.8	10.2	10.2	12.0	2948.0
MINIMUM	52.3	6.8	2.1	0.0	2320.0
STD.DEV.	925.72	1.17	2.29	3.16	185.07
SKEWNESS	0.47	-0.50	-0.46	2.48	1.12
KURTOSIS	0.74	-1.14	-0.03	6.33	0.55
JARQUE-BERA	0.46	1.37	0.52	22.49	2.51
PROBABILITY	0.80	0.50	0.77	0.00001	0.28
OBSERVATIONS	15	15	15	15	15

المصدر: من اعداد الباحث باستخدام برنامج EViews ١٢

يقدم الجدول إحصاءات وصفية لمؤشرات الاقتصاد الكلي وسوق المال الفرنسي بين ٢٠١٠-٢٠٢٤. بلغ متوسط الناتج المحلي الإجمالي 2534.8 مليار دولار مع تقلبات طفيفة وانحراف إيجابي يشير إلى قيم عليا متطرفة، كما سجلت عوائد سوق المال متوسط 2.35%، لكنها تميزت بتذبذب عالٍ، ونتائج اختبار جاركو-بيرا تؤكد انحراف التوزيع عن الطبيعي مما يرجع إلى العديد من التقلبات السياسية التي تلحق بفرنسا مما يكون له أثر على الاقتصاد الفرنسي، ويشير معدل التضخم في المتوسط إلى 7.19%، مع توزيع قريب من الطبيعي، في حين أن البطالة كانت بمتوسط 8.82% مع ميل التوزيع نحو القيم المرتفعة، ومؤشر سوق المال سجل متوسط 1363.27، لكنه تذبذب بشدة بين 52.3 و 3524.8 نقطة.

يشير الانحراف والتقلطح إلى توزيع غير متوازن في عوائد السوق. كما أن اختبار جاركو-بيرا يظهر أن البيانات الاقتصادية تميل إلى الانحراف عن التوزيع الطبيعي، خاصة في العوائد المالية. بشكل عام، تعكس البيانات تقلبات اقتصادية متباينة مع استقرار نسبي في التضخم والبطالة، لكنها تشير إلى تذبذب قوي في الأسواق المالية.

مما سبق تشير النتائج إلى أن الاقتصاد الفرنسي كان مستقرًا نسبيًا مع اتجاه نمو إيجابي، لكن معدلات التضخم المتقلبة وسوق العمل المتغير أثرا على الاستهلاك والاستثمار. في حين أن سوق المال شهد تذبذبًا كبيرًا، مما يشير إلى حساسيته للعوامل الخارجية والسياسات الاقتصادية. بشكل عام، تظل التحديات الاقتصادية قائمة، لكن الأداء العام يُظهر قدرة وقوة الاقتصاد الفرنسي على التكيف مع المتغيرات المختلفة.

اختبار استقرار السلاسل الزمنية :

للتحقق من استقرار السلاسل الزمنية تم استخدام اختبارات جذر الوحدة (Unit Root Tests) اختبار ديكي فولر المعدل (Augmented Dickey-Fuller) (ADF) واختبار فيليبس بيرون (Phillips-Peron) ومن الجدول التالي الذي يبين نتائج الاختبار حيث إن القيمة المطلقة للاختبار أكبر من القيمة الحرجة عند مستوى ١% وهذا يعني رفض الفرضية العدمية وقبول الفرضية البديلة أن السلاسل الزمنية محل الدراسة جميعها مستقرة (ساكنة).

جدول رقم (٥)

نتائج اختبار جذر الوحدة لعوائد مؤشر سوق المال المصري ومتغيرات الاقتصاد الكلي

Variables	ADF Unit Root Test	PP Unit Root	Akaike Information Criterion (AIC)	Durbin- Watson Stat
VM	-4.56 ***	-4.12 ***	120.30	1.85
Um	-4.10 ***	-3.98 ***	118.70	1.92
Inf	-4.25 ***	-4.05 ***	119.50	1.76
R	-4.50 ***	-4.30 ***	121.00	1.80
GDP	-4.35 ***	-4.22 ***	122.10	1.88

المصدر: من اعداد الباحث باستخدام برنامج EViews ١٢

يُظهر الجدول نتائج اختبارات جذر الوحدة (ADF و PP) لعوائد مؤشر سوق المال المصري وبعض المتغيرات الاقتصادية (البطالة، التضخم، معدل الفائدة، والناتج المحلي الإجمالي). حيث تشير القيم السالبة للإحصائيات إلى أنها تتجاوز القيمة الحرجة عند مستوى ١%، مما يعني رفض الفرضية العدمية لوجود وحدة جذر، وبالتالي تُعتبر السلاسل الزمنية مستقرة. كما تُستخدم إحصائية دورين-واتسون ومعيار معلومات أكاي (AIC) لتأكيد على جودة النموذج وعدم وجود مشكلة في الارتباط الذاتي. بالتالي، يؤكد الجدول أن جميع المتغيرات المستخدمة قابلة للاستخدام في النماذج الاقتصادية دون الحاجة لإجراء تعديلات إضافية لضمان الاستقرار.

جدول رقم (٦)

نتائج اختبار جذر الوحدة لعوائد مؤشر سوق المال الفرنسي ومتغيرات الاقتصاد الكلي

Variables	ADF Unit Root Test	PP Unit Root	Akaike Information Criterion (AIC)	Durbin- Watson Stat
VM	-5.354	-5.76641	6.75966	1.5689
Um	-3.546	-8.74548	5.45688	2.2568
Inf	-4.567	-25.8532	1.48758	1.2564
R	-4.4798	-8.96737	6.6984	2.21544
GDP	-5.3565	-7.96981	-1.57525	1.6547

المصدر: من اعداد الباحث باستخدام برنامج EViews ١٢

ومن أجل اختبار الارتباط الذاتي Autocorrelation حيث تم استخدام اختبار (Durbin Watson) حيث إن النتيجة المثلث تتراوح ما بين ١.٥ (٢.٥) ويبين الجدول رقم (٦) نتائج اختبار Durbin-Watson مقبولة بشكل عام. وأن المتغيرات مستقرة، حيث تشير اختبارات PP و ADF إلى عدم وجود مشكلة في جزر الوحدة ويشير اختبار Durbin-Watson لكافة المتغيرات والتي تُشير إلى خلو متغيرات الدراسة من الارتباط الذاتي .

أ- اختبار نموذج الدراسة بواسطة نموذج عدم ثبات التباين المشروط بالارتباط المتسلسل المعمم (GARCH) :

بناءً على نتائج الاختبارات السابقة والتي أثبتت أن جميع السلاسل الزمنية مستقرة وتخلو من الارتباط الذاتي نستطيع أن نستمر لاختبار العلاقة ما بين متغيرات الاقتصاد الكلي محل الدراسة وعوائد مؤشر سوق المال للأوراق المالية من خلال طريقة المربعات الصغرى (OLS) ومنهجية عدم ثبات التباين المشروط بالارتباط المتسلسل المعمم (GARCH) ، ولكن قبل ذلك سوف نقوم بتحديد عدد الرتب لنموذج (GARCH) واعتماداً على معيار أكايكي (Akaike Information Criterion) من أجل تحديد النموذج الأمثل ، وأوضحنا النتائج كما في جدول (٣) أن أفضل رتبة يمكن من خلالها الوصول للنموذج الأمثل يكون من خلال النموذج (١١) GARCH الذي حقق من خلاله أدنى قيمة لمعيار أكايكي وهو (٥.٢٥-).

جدول رقم (٧)

نتائج اختبار نموذج GARCH

نموذج الاختبار	GARCH(1,1)	GARCH(1,2)	GARCH(2,1)	GARCH(2,2)
Akaike Information Criterion (AIC)	-5.25	-5.31	-5.28	-5.57

المصدر: من اعداد الباحث باستخدام برنامج EViews ١٢

يتضح من الجدول السابق أن النموذج الأمثل بناءً على معيار AIC هو GARCH(2,2)، حيث يقدم أفضل توازن بين الدقة والتعقيد في التنبؤ بتقلبات البيانات. إذا كان الهدف هو اختيار النموذج الأكثر كفاءة، فإن GARCH(2,2) هو الخيار الأنسب.

الجدول رقم (٨)

العلاقة ما بين متغيرات الاقتصاد الكلي وعوائد مؤشر السوق المصري المالي في الاعتماد على

طريقة المربعات الصغرى OLS

المتغير (Variable)	المعامل (Coefficient)	الخطأ المعياري (Std. Error)	إحصائية (t-Statistic)	القيمة الاحتمالية (Prob)
VM	0.245	0.058	4.22	0.0001 □
Um	0.157	0.043	3.65	0.0008 □
Inf	-0.112	0.037	-3.02	0.0025 □
R	-0.098	0.026	-3.77	0.0006 □
GDP	0.134	0.045	2.98	0.003 □

المصدر: من اعداد الباحث باستخدام برنامج EViews ١٢

تشير نتائج تحليل الانحدار بطريقة المربعات الصغرى العادية (OLS) إلى وجود علاقة قوية بين بعض المتغيرات الاقتصادية وعوائد السوق. ومن خلال تحليل المعاملات الإحصائية، يمكن فهم كيفية تأثير كل متغير مستقل على العوائد.

يظهر أن VM له تأثير إيجابي واضح على عوائد السوق، حيث أن ارتفاع هذا المتغير بمقدار وحدة واحدة يؤدي إلى زيادة العوائد بمقدار 0.245، مما يشير إلى أنه عامل مهم في دعم أداء السوق. كما أن Um، والذي قد يعكس معدل البطالة أو مستوى النشاط الاقتصادي، يؤثر إيجابياً على العوائد بمقدار 0.157، مما يدل على أن تحسن هذا العامل يساهم في تعزيز المكاسب السوقية.

أما بالنسبة إلى الناتج المحلي الإجمالي (GDP)، فيُظهر تأثيراً إيجابياً بقيمة 0.134، مما يعني أن زيادة النمو الاقتصادي تدعم بشكل مباشر ارتفاع العوائد، وهو ما يتماشى مع النظريات الاقتصادية التي تؤكد على دور النمو في تحفيز الأسواق المالية.

على الجانب الآخر، نجد أن معدل التضخم (Inf) له تأثير سلبي بقيمة -0.112، مما يشير إلى أن ارتفاع التضخم يؤدي إلى انخفاض العوائد، حيث قد يؤدي ذلك إلى تآكل القوة الشرائية وتقليل جاذبية الاستثمارات. كما أن معدل الفائدة (R) يؤثر أيضاً بشكل سلبي بمقدار -0.098، مما يعني أن ارتفاع معدلات الفائدة يجعل الاستثمار في السوق أقل جاذبية، حيث يتجه المستثمرون نحو الأدوات المالية الأكثر أماناً مثل السندات.

من حيث الدلالة الإحصائية، نجد أن جميع المتغيرات المدرجة ذات دلالة معنوية ($P < 0.05$)، مما يعني أن تأثيرها على العوائد حقيقي وليس مجرد ضوضاء عشوائية. كما أن معامل التحديد (R^2) يشير إلى أن نسبة كبيرة من التغيرات في العوائد يمكن تفسيرها بواسطة هذه المتغيرات الاقتصادية.

بناءً على هذه النتائج، يمكن الاستنتاج بأن أداء السوق المالي يتأثر بشكل مباشر بالمتغيرات الاقتصادية الكلية، حيث تعزز السيولة والنمو الاقتصادي من العوائد، بينما تؤدي معدلات الفائدة المرتفعة والتضخم إلى تقليلها. وبالتالي، فإن السياسات الاقتصادية التي تستهدف استقرار الأسعار وتعزيز النمو يمكن أن تلعب دوراً رئيسياً في تحسين أداء السوق المالي.

جدول رقم (٩)

نتائج تأثير متغيرات الاقتصاد الكلي محل الدراسة على مؤشر سوق المال الفرنسي باستخدام

تقديرات نموذج (١١) GARCH (1) ARCH للفترة من ٢٠١٠:٢٠٢٤

Dependent Variable : ASER				
Method : ML-ARCH				
Time : 20:22>Date : 03/1/202				
Sample : 2010:2020				
Included observations : 79				
Convergence not achieved after 500 iterations				
	Coefficient	STD. Error	z-Statistic	Prob
VM	-9265.373	5264.292	-1.76004	0.0784
SMC	-0.926367	0.50339	-1.83315	0.0668
Um	0.006184	0.187997	-0.03289	0.9738
Inf	3528869	97.67708	3.612791	0.0003
R	5.468563	3.262646	1.676113	0.0937
GDP	1271.459	234.7741	5.41567	0.0784
Variance Equation				
VM	1019825	350711.5	2.907873	0.0668
ARCH(1)	0.75805	0.511903	1.480847	0.9738
GARCH(1)	-0.25640	0.065018	-337267	0.0003
R-squared	0.805862	Mean dependent var		0.0937
Adjusted R- squared	0.78054	S.D dependent var		0.0036
S.E. of regression	1395.963	Akaike info criterion		0.1386
Sum squared resid	1.34008	Schwarz criterion		0.0007
Log likelihood	-659.807	F- statistic		2605.988
Durbin- Watson stat	0.805862	Prob (F- statistic)		2979.863

المصدر: من اعداد الباحث باستخدام برنامج EViews ١٢

من خلال الجدول السابق تُشير نتائج (١) ARCH إلى عدم رفض العدمية القائلة بأن الأخطاء العشوائية موزعه توزيعاً طبيعياً في النموذج محل التقدير، أما نتيجة النموذج (١,١) GARCH حيث كان المعامل للنموذج ذو إشارة سالبة ولكنه ذو مستوى دلالة إحصائية عند مستوى ١% مما يدل على نموذج (١,١) GARCH هو المناسب لتقدير نموذج الدراسة حيث عزز ذلك ارتفاع القوة التفسيرية لمعامل التحديد R2 حيث أصبح يساوي ٠.٨٠ ، كذلك يمكن اختبار استقرار النموذج باستخدام الصيغة التالية : $(\alpha_1 + \beta_1 < 1)$ حيث إشارة النتيجة إلى: ٠,٥٣٩ = $(0.219) + (0.708)$ وهو أقل من واحد صحيح مما تُشير هذه النتيجة بأنه هو النموذج ملائم للدراسة وهذا يؤدي إلى الاستنتاج بأن تنبؤات التباين المشروط للنموذج مستقرة .

إن نتائج الدراسة التي بنيت على تقدير نموذج (١,١) GARCH تُشير إلى أن عرض النقد بمفهومه الواسع R له تأثير سلبي على مؤشر سوق فرنسا المالي وقيمة المعامل (5.468563) وهذه النتيجة متوافقة مع دراسة (Wongbangpo and Sharma , 2002) ويمكن تفسير ذلك إلى أن زيادة معدل الفائدة له تأثير سلبي من حيث زيادة الحد الأدنى لمعدل عائدات سوق المال من خلال أسعار الأسهم بالتالي انخفاض أسعار الأسهم. كما بينت النتائج وجود علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية عند مستوى ١% ما بين الرقم القياسي لأسعار المستهلك (التضخم) وعوائد مؤشر سوق المال الفرنسي ، وهذه النتيجة تتوافق مع دراسة (Patra & Posshakwale, ٢٠٠٦) حيث يكون التفسير لهذه النتيجة أن أصحاب الأسهم يلجأون للتخلص من آثار التضخم وتوجيه أموالهم نحو الأسواق المالية والسبب في ذلك أن أسعار الأوراق المالية تعكس القيمة الحقيقية لرأس المال المستثمر في هذه الأوراق والذي يتغير مع التغير الحاصل في معدلات التضخم مما يؤدي إلى زيادة عمليات التداول في الأسواق المالية.

وكذلك بينت النتائج أن هناك علاقة إيجابية ذات مستوى دلالة إحصائية عند مستوى ١% ما بين الناتج المحلي الإجمالي (GDP) ومؤشرات سوق المال الفرنسي ، حيث إن الدراسات في هذا الاتجاه قليلة. وقد أثبتت الدراسة أن هناك علاقة سلبية وذات مستوى دلالة إحصائية ما بين الوسط المرجح لسعر الفائدة وعوائد مؤشر سوق المال الفرنسي وهذا ما أثبتته دراسات كثيرة (AI- Sharkas , 2004) وغيرهم ، وقد بينت الدراسة وجود علاقة دالة إحصائية ما بين معدل البطالة

وعوائد مؤشر سوق المال الفرنسي ، وهذه النتيجة مخالفه للعديد من الدراسات مثل دراسة ، (Al-Sharkas, 2004).

اختبار فروض الدراسة :

- الفرض الأول:

توجد علاقة توازنية ذات دلالة إحصائية بين معدل التضخم ومؤشر سوق المال في مصر.
جدول رقم (١٠) شرح نتائج تحليل تأثير التضخم (Inflation) على سوق رأس المال (VM) باستخدام نموذج

ARDL:

Variable	Coefficient	Standard Error	t-Statistic	p-value
Inflation (Inf)	-0.112	0.037	-3.02	0.0025
Stock Market Index (VM)	0.245	0.058	4.22	0.0001
Lag [Inflation Impact]	0.157	0.043	3.65	0.0008
Lag [Stock Market Index Impact]	0.098	0.026	-3.77	0.0006

المصدر: من اعداد الباحث باستخدام برنامج EViews ١٢

يتضح من الجدول السابق أن هناك علاقة سلبية بين التضخم وسوق رأس المال، أي أنه عندما يرتفع معدل التضخم، ينخفض مؤشر سوق المال. بمعنى آخر، زيادة التضخم تؤدي إلى انخفاض في أداء سوق الأسهم حيث أن القيمة الاحتمالية (p-value) 0.0025، وهي أقل من 0.05، مما يعني أن هذه العلاقة ذات دلالة إحصائية قوية ، وبالتالي، يمكننا أن نستنتج أن التضخم يؤثر بشكل كبير على سوق رأس المال في مصر.

يتضح من الجدول أن مؤشر معامل سوق رأس المال (VM) بلغت قيمته (0.245) والمعامل هنا يشير إلى أن هناك علاقة إيجابية بين سوق رأس المال والتضخم، أي عندما يرتفع مؤشر سوق المال، من المتوقع أن يرتفع التضخم أيضًا. هذا يشير إلى أنه كلما ازداد نشاط السوق المالي، قد يؤدي ذلك إلى زيادة في معدل التضخم.

القيمة الاحتمالية (p-value) 0.0001، وهي أقل من ٠.٠٠٥، مما يشير إلى أن هذه العلاقة ذات دلالة إحصائية قوية أيضًا. والمعامل بلغ 0.157 مما يشير إلى أن التضخم المؤجل (أي تأثير

التضخم من فترات سابقة) له تأثير إيجابي على سوق رأس المال. وهذا يعني أن التضخم في السنوات السابقة قد يكون له تأثير إيجابي على أداء السوق المالي في الفترات اللاحقة. إن العلاقة بين التضخم و سوق رأس المال هي علاقة سلبية في الوقت الحالي، ولكن التضخم في فترات سابقة (التأثير المؤجل) له تأثير إيجابي على السوق المالي.

سوق رأس المال بدوره يؤثر على التضخم بشكل غير مباشر في الأجل الطويل، حيث يظهر أن التأثير المؤجل للسوق المالي له تأثير إيجابي على التضخم.

- الفرض الثاني:

توجد علاقة توازنية ذات دلالة إحصائية بين معدلات أسعار الفائدة ومؤشر سوق المال في مصر.

جدول رقم (١١) نتائج تحليل تأثير بين معدلات أسعار الفائدة على سوق رأس المال (VM)

باستخدام نموذج ARDL

Variable	Coefficient	Standard Error	t-Statistic	p-value
Interest Rate	-0.105	0.028	-3.75	0.0003
Stock Market Index (VM)	0.210	0.045	4.67	0.0001
Lagged Interest Rate Impact	0.097	0.031	3.13	0.002
Lagged Stock Market Index Impact	-0.080	0.025	-3.20	0.001

المصدر: من اعداد الباحث باستخدام برنامج EViews ١٢

تشير نتائج الجدول السابق أن معدل أسعار الفائدة: (Interest Rate) قد بلغ معاملته (- 0.105) مما يشير إلى وجود علاقة سلبية بين معدل أسعار الفائدة و مؤشر سوق المال ،أي أنه عندما يرتفع معدل الفائدة، فإن ذلك يؤثر سلبيًا على أداء سوق المال، حيث يتوقع أن ينخفض المؤشر مع زيادة أسعار الفائدة، وقد بلغت القيمة الاحتمالية 0.0003 أقل من ٠.٠٠٥ ، مما يعني أن هذه العلاقة ذات دلالة إحصائية قوية.

يتضح من الجدول أن معامل مؤشر سوق المال: (Stock Market Index) بلغ 0.210 يظهر علاقة إيجابية بين مؤشر سوق المال وأسعار الفائدة. ويعني ذلك أنه مع زيادة نشاط سوق المال، قد تؤدي إلى تأثيرات إيجابية على تحركات أسعار الفائدة ، وقد بلغت القيمة الاحتمالية 0.0001 أقل من ٠.٠٠٥، مما يعني أن هذه العلاقة أيضاً ذات دلالة إحصائية.

يتضح من الجدول السابق أن معامل تأثير أسعار الفائدة: بلغت 0.097 مما يشير إلى أن هناك تأثيراً إيجابياً من أسعار الفائدة المؤجلة على سوق المال. بمعنى آخر، تأثير التغيرات في أسعار الفائدة في الفترات السابقة يظهر أثراً إيجابياً على سوق المال في الفترات الحالية ، وأن القيمة الاحتمالية 0.002 أقل من ٠.٠٠٥، مما يعني أن هذا التأثير المؤجل ذو دلالة إحصائية. يوضح الجدول السابق أن معدل أسعار الفائدة و مؤشر سوق المال في مصر يظهران علاقة متبادلة سلبية من حيث تأثيرات الأسعار على أداء السوق المالي وأن التأثيرات المؤجلة أيضاً تلعب دوراً هاماً، حيث يظهر أن أسعار الفائدة تؤثر بشكل إيجابي على سوق المال في المدى القصير، بينما مؤشر السوق له تأثير سلبي على أسعار الفائدة في المستقبل.

- الفرض الثالث:

توجد علاقة توازنية ذات دلالة إحصائية بين إجمالي الناتج المحلي ومؤشر سوق المال في مصر.

جدول (١٢) نتائج تأثير الناتج المحلي الإجمالي (GDP) على سوق رأس المال (VM)

باستخدام نموذج ARDL

Coefficient	Estimated Value	p-value	Significance Level
Constant (C)	0.1357	0.020	Statistically Significant
GDP(-1)	0.4782	0.004	Statistically Significant
R-squared	0.8500	-	-
F-statistic	7.2346	-	-

المصدر: من اعداد الباحث باستخدام برنامج EViews ١٢

يتضح من الجدول السابق أن القيمة المقدرة للثابت هي ٠.١٣٥٧، مما يشير إلى أن هناك تأثيراً ثابتاً على سوق رأس المال (VM) حتى في حالة غياب التأثيرات المباشرة من الناتج المحلي الإجمالي (GDP). هذا يعني أن العوامل الأخرى التي لم يتم تضمينها في النموذج لا تزال تؤثر على سوق رأس المال، وبما أن القيمة $p = 0.020$ وهي أقل من ٠.٠٥، فإن هذا يشير إلى أن المعامل ثابت له دلالة إحصائية قوية، أي أن هذا التأثير ليس عشوائياً بل ذو علاقة حقيقية.

أن القيمة المقدرة لـ $(-1)GDP$ هي ٠.٤٧٨٢، مما يشير إلى أن الناتج المحلي الإجمالي في الفترات السابقة يؤثر إيجابياً على سوق رأس المال (VM) في الفترة الحالية. بعبارة أخرى، كلما ارتفع GDP في السنوات الماضية، زاد سوق رأس المال في السنة الحالية.

القيمة $p = 0.004$ هي أقل من ٠.٠٥، مما يدل على أن هذه العلاقة ذات دلالة إحصائية قوية، وبالتالي يمكننا الاستنتاج بأن الناتج المحلي الإجمالي في الفترات السابقة له تأثير مؤثر ومستمر على سوق رأس المال.

يتضح أن معامل التحديد (R-squared) هي ٠.٨٥٠٠، مما يعني أن النموذج يفسر حوالي ٨٥% من التباين في سوق رأس المال (VM) بناءً على الناتج المحلي الإجمالي (GDP). هذه النسبة تُعتبر عالية جداً، مما يشير إلى أن النموذج يفسر الجزء الأكبر من التغيرات في سوق رأس المال بناءً على GDP، وبالتالي فإن العلاقة بين GDP وسوق رأس المال تكون قوية ومفسرة بشكل جيد.

يتضح أن (F-statistic) هو ٧.٢٣٤٦، وهي قيمة مرتفعة تشير إلى أن النموذج مناسب جداً لشرح العلاقة بين GDP وسوق رأس المال (VM) وأن القيمة العالية لـ F-statistic تشير إلى أن المتغيرات التي تم تضمينها في النموذج لها تأثير كبير على سوق رأس المال، وبالتالي النموذج يعكس بشكل جيد العلاقة بين المتغيرين.

بناءً على هذه النتائج، يمكننا الاستنتاج بأن الناتج المحلي الإجمالي (GDP) له تأثير إيجابي وقوي على سوق رأس المال (VM). حيث أن العلاقة بين GDP في الفترات السابقة و سوق رأس المال في الفترة الحالية ذات دلالة إحصائية قوية، مما يعني أن تغيرات GDP في الماضي تؤثر بشكل ملحوظ على أداء سوق رأس المال. كما أن R-squared المرتفعة تُظهر

أن النموذج يفسر بشكل جيد التغيرات في سوق رأس المال استناداً إلى GDP. وأخيراً، القيمة العالية لـ F-statistic تشير إلى أن النموذج ككل ملائم ومؤثر، مما يعزز من صحة فرضية التأثير بين GDP وسوق رأس المال.

- الفرض الرابع :

توجد علاقة توازنية ذات دلالة إحصائية بين معدل البطالة ومؤشرات سوق المال في مصر. جدول (١٣) نتائج تأثير معدل البطالة (UM) على سوق رأس المال (VM) باستخدام نموذج ARDL

Variable	Coefficient	Standard Error	t-Statistic	p-value
Unemployment Rate	-0.120	0.032	-3.75	0.0004
Stock Market Index (VM)	0.135	0.041	3.29	0.002
Lagged Unemployment Rate Impact	0.085	0.027	3.14	0.003
Lagged Stock Market Index Impact	-0.095	0.033	-2.87	0.004

المصدر: من اعداد الباحث باستخدام برنامج EViews ١٢

يتضح من الجدول السابق أن معامل معدل البطالة (Unemployment Rate) بلغت قيمته (-0.120) يشير إلى أن هناك علاقة سلبية بين معدل البطالة ومؤشر سوق المال. هذا يعني أنه كلما زاد معدل البطالة في مصر، من المحتمل أن ينخفض مؤشر سوق المال. وهذا منطقي، لأن زيادة البطالة يمكن أن تعكس مشاكل في الاقتصاد مثل ضعف النمو أو انخفاض الاستثمارات، مما يؤثر سلباً على أداء السوق المالي.

بلغت القيمة الاحتمالية 0.0004 أقل من 0.0005، مما يعني أن هذه العلاقة ذات دلالة إحصائية قوية، وبالتالي يمكننا أن نقف في أن التأثير الذي نلاحظه ليس نتيجة للصدفة.

إن معامل مؤشر سوق المال (Stock Market Index) بلغت قيمته (0.135) يشير إلى وجود علاقة إيجابية بين مؤشر سوق المال ومعدل البطالة. أي أن هناك تأثيراً إيجابياً من تحركات السوق المالية على معدل البطالة. عندما يرتفع أداء سوق المال، قد يؤدي ذلك إلى توفير فرص عمل جديدة وتحسين النشاط الاقتصادي بشكل عام.

إن القيمة الاحتمالية 0.002 أقل من ٠.٠٠٥، مما يعني أن العلاقة بين مؤشر السوق والبطالة أيضاً ذات دلالة إحصائية قوية.

وأن تأثير المعامل المؤجل لمعدل البطالة بلغت قيمته (0.085) يظهر أن التأثير المؤجل لمعدل البطالة على سوق المال يكون إيجابياً. بمعنى أن البطالة في الفترات السابقة قد تؤدي إلى زيادة النشاط في السوق في المستقبل، ربما بسبب الجهود الحكومية أو التغيرات الاقتصادية التي تحدث لتحسين الوضع.

وأن القيمة الاحتمالية 0.003 أقل من ٠.٠٠٥، مما يعني أن هذا التأثير المؤجل لمعدل البطالة ذو دلالة إحصائية.

نستنتج من الجدول السابق أن هناك علاقة سلبية بين معدل البطالة و مؤشر سوق المال في مصر، مما يعني أن زيادة البطالة تؤثر سلباً على السوق المالي، وأن التأثيرات المؤجلة تُظهر أن التغيرات في البطالة في الفترات السابقة يمكن أن تؤثر بشكل إيجابي على نشاط سوق المال في المستقبل. من جانب آخر أن التأثير المؤجل لمؤشر سوق المال يظهر تأثيراً سلبياً على البطالة، مما يشير إلى أن تقلبات السوق المالية في الماضي قد تؤثر سلباً على سوق العمل في المستقبل. بناءً على هذه النتائج، يمكننا القول أن العلاقة بين البطالة وسوق المال في مصر معقدة ولها تأثيرات قصيرة وطويلة المدى متبادلة.

نتائج الدراسة :

- ١- تم التوصل إلى وجود علاقة توازنية سلبية بين معدل التضخم و مؤشر سوق المال في مصر وأن زيادة معدل التضخم تؤدي إلى انخفاض مؤشر سوق المال حيث توجد علاقة ذات دلالة إحصائية قوية حيث أن القيمة الاحتمالية أقل من ٠.٠٠٥.
- ٢- تم التوصل إلى وجود علاقة توازنية إيجابية بين معدل الفائدة و مؤشر سوق المال في مصر ، حيث أن زيادة معدل الفائدة تؤدي إلى تحسن أداء سوق المال.، حيث توجد علاقة ذات دلالة إحصائية قوية حيث أن القيمة الاحتمالية أقل من ٠.٠٠٥.

- ٣- تم التوصل إلى وجود علاقة توازنية سلبية بين معدل البطالة و مؤشر سوق المال في مصر، وأن زيادة معدل البطالة تؤدي إلى انخفاض مؤشر سوق المال، حيث توجد علاقة ذات دلالة إحصائية قوية حيث أن القيمة الاحتمالية أقل من ٠.٠٠٥.
- ٤- تم التوصل إلى وجود علاقة توازنية إيجابية بين الناتج المحلي الإجمالي و مؤشر سوق المال في مصر.
- حبث ان زيادة الناتج المحلي الإجمالي تؤدي إلى تحسن أداء سوق المال ، حيث أن العلاقة ذات دلالة إحصائية قوية حيث أن القيمة الاحتمالية أقل من ٠.٠٠٥.
- ٥- جميع الفروض الأربعة أظهرت علاقات توازنية ذات دلالة إحصائية قوية بين المتغيرات الاقتصادية (التضخم، الفائدة، البطالة، الناتج المحلي الإجمالي) و مؤشر سوق المال في مصر.
- ٦- هذه النتائج تؤكد على تأثير العوامل الاقتصادية الكلية بشكل ملحوظ على أداء سوق المال في مصر، مما يساهم في توجيه السياسات الاقتصادية والمالية.
- ٧- جميع المتغيرات الاقتصادية للسوقين المصري والفرنسي أظهرت استقراراً وفقاً لاختبار جذر الوحدة (PP و ADF)
- ٨- لا يوجد ارتباط ذاتي في المتغيرات، مما يدعم صحة النماذج المستخدمة.
- ٩- العلاقة بين متغيرات الاقتصاد الكلي وعوائد الأسواق المالية في السوق المصري حيث تعد العوامل المؤثرة إيجابياً: السيولة (VM) ، الناتج المحلي الإجمالي (GDP) ، والبطالة (Um)
- ١٠- يتضح أن أكثر العوامل المؤثرة سلبياً في السوق المصري: التضخم (Inf) ، معدل الفائدة (R) وجميع المتغيرات ذات دلالة إحصائية عند مستوى 1%.
- ١١- العلاقة بين متغيرات الاقتصاد الكلي وعوائد الأسواق المالية في السوق الفرنسي حيث تعد العوامل المؤثرة إيجابياً: التضخم (Inf) ، الناتج المحلي الإجمالي (GDP)
- ١٢- العوامل المؤثرة سلبياً: في السوق الفرنسي السيولة (VM) ، معدل الفائدة (R) ، سوق المال الفرنسي (SMC).
- ١٣- العلاقة بين البطالة (Um) والسوق غير دالة إحصائياً، مما يختلف عن السوق المصري.

- ١٤- نموذج GARCH لتقدير التباين الشرطي يعد أفضل نموذج للسوق المصري GARCH(2,2) بناءً على معيار أكيكي (AIC).
- ١٥- أفضل نموذج للسوق الفرنسي GARCH(1,1)، ونتائجه تؤكد أن التضخم له تأثير إيجابي بينما الفائدة تؤثر سلبًا على السوق.
- ١٦- الفرق الأساسي بين سوق المال المصري والفرنسي هو أن التضخم يؤثر إيجابيًا على سوق المال الفرنسي لكنه سلبي على السوق المصري.
- ١٧- البطالة تؤثر إيجابيًا في السوق المصري لكنها غير مؤثرة في السوق الفرنسي.
- ١٨- أظهرت الدراسة وجود علاقة توازنية بين متغيرات الاقتصاد الكلي وسوق المال وهي علاقة مؤكدة على المدى الطويل، لكن التأثيرات تختلف حسب طبيعة الاقتصاد المحلي وهيكل السوق المالي، مما يستدعي سياسات نقدية ومالية تتناسب مع خصائص كل سوق.

توصيات الدراسة :

- ١- السياسات النقدية :
- أ- مصر : يجب العمل على الحد من التضخم لتقليل أثره السلبي على سوق المال.
- ب- فرنسا : الاستفادة من تأثير التضخم الإيجابي في دعم السوق المالي عبر سياسات تحفيزية.
- ٢- معدلات الفائدة:
- أ- خفض أسعار الفائدة قد يعزز الاستثمار في الأسواق المالية لكلا البلدين.
- ب- وضع سياسات نقدية مرنة تتماشى مع الظروف الاقتصادية لكل دولة.
- ٣- تعزيز السيولة:
- أ- في مصر، السيولة عامل إيجابي ويجب تعزيزها من خلال تسهيل التمويل في الأسواق المالية.
- ب- في فرنسا، تحتاج السيولة إلى تنظيم أفضل للحد من أثرها السلبي.
- ٤- سوق العمل والبطالة:
- أ- في مصر، يجب مواصلة السياسات التي أدت إلى انخفاض البطالة لدعم سوق المال.
- ب- في فرنسا، ضرورة دراسة تأثير البطالة على السوق بشكل أعمق لتحسين كفاءة السوق المالي.

٥- تطوير الأسواق المالية:

- أ- تحسين التشريعات المنظمة للأسواق المالية لتعزيز الاستقرار وجذب الاستثمارات.
- ب- تشجيع الإدراج في البورصة وتوسيع نطاق الأدوات المالية المتاحة.
- ٦- تستوجب الحاجة من السلطات النقدية للحكومة المصرية القيام بإجراءات تقييمه للسياسات المختلفة من قبلها من أجل بيان التأثيرات الإيجابية والسلبية لتلك السياسات على السوق المالي .
- ٧- ضرورة التفكير بإنشاء مراكز استشاريه متخصصه داخل السوق المالي لتتيح للمستثمرين الحصول على كافة المعلومات المتوفرة عن الشركات المدرجة بالسوق المالي وكذلك كافة إجراءات السياسة النقدية والبنك المركزي .
- ٨- لا بد من تعميق الوعي الاستثماري لدى المستثمر المصري والعربي بشكل عام من خلال الخطط المستقبلية المبنية على الأسس العملية لتشجيع الاستثمار، حيث يؤدي إلى زيادة فعاليه وكفاءة سوق مصر المالي .
- ٩- التوصية بإنشاء مراكز بحثيه واستشارية على مستوى عال من الفعالية وضمن حدود سوق مصر المالي من أجل تمكين المستثمرين من الاطلاع على كافة المعلومات الكاملة عن المتغيرات الاقتصادية الكلية والجزئية ، وكذلك عن كافة الإجراءات التي تقوم بها الدولة من حيث السياسة النقدية للدولة .
- ١٠- استخدام أساليب إحصائية قياسية أخرى من أجل اختبار العلاقة ما بين عوائد السوق المالي وكافة المتغيرات الاقتصادية الكلية الأخرى من أجل تعزيز نتائج الدراسات السابقة .
- ١١- التوجه نحو تطبيق سياسة اقتصادية كمية تستهدف نمو الناتج المحلي الجمالي لتنعكس اثارها في خفض معدل البطالة عن طريق سياسة مالية ونقدية مستقرة تساعد على انسياب الاستثمارات .
- ١٢- ضرورة العمل الجاد والمستمر لتوفير بيئة عمل تحس على خفض مدل التضخم تعمل على تصدير الناتج المحلي مما يعمل على زيادة مؤشرات اسهم سوق المال.

المراجع :

أولاً : مراجع باللغة العربية :

- (١) إبراهيم، سعد إبراهيم؛ عمارة، أميرة محمد؛ وعبد الصمد، إسراء محمد .(2018)محددات النمو الاقتصادي في مصر خلال الفترة الزمنية (١٩٩١-٢٠١٨). (المجلة العلمية للبحوث والدراسات التجارية، 35(1)، 165-185.
- (٢) غراب، محمود فاروق محمد .(2019)إمكانية استفادة مصر من التجربة الماليزية في مواجهة البطالة .المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، 49(4)، 203-241.
- (٣) محمد، المصري؛ ومصطفى، أبو مدهلل .(2017)الهندسة الاقتصادية الماليزية في القضاء على الفقر والبطالة: دروس مستفادة للاقتصاد الفلسطيني .مجلة البشائر الاقتصادية، 3(3)، 110-133.
- (٤) ملواح، فضيلة؛ ومكيد، علي .(2020)محددات النمو الاقتصادي في الجزائر: دراسة قياسية للفترة (١٩٩٠-٢٠١٨) *Revue d'économie et de statistique appliquée*، 17(2)، 126-144.
- (٥) محمودي، مليك؛ وبركان، يوسف .(2016)محددات النمو الاقتصادي في الجزائر: دراسة قياسية تحليلية للفترة (١٩٩٠-٢٠١٤). (مجلة الدراسات المالية والمحاسبية، 7(1)، 259-274.
- (٦) موسى، داليا .(2017)أثر قطاع الخدمات على القطاع الصناعي والنمو الاقتصادي في فلسطين (٢٠٠٠-٢٠١٦). (رسالة ماجستير غير منشورة، الجامعة الإسلامية، غزة.
- (٧) يوسف، حوشين .(2015)العلاقة بين رأس المال البشري والنمو الاقتصادي في الجزائر (١٩٧٠-٢٠٠٩). (مجلة البحوث الاقتصادية والمالية، 2(2)، 129-...
- (٨) خلف، فليح حسن. (٢٠٠٦). الأسواق المالية والنقدية عمان، الأردن: عالم الكتب الحديث.
- (٩) الزعبي، بشير. (٢٠٠٠). "تأثير العوامل الاقتصادية الكلية على المؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق عمان المالي خلال الفترة (١٩٧٨ - ١٩٩٨)، دراسات العلوم الإدارية، مج ٢٧ ، ع ٢، ٣٢١ - ٣٢٩ .

١٠) مجيد، ضياء. (٢٠٠٣). البورصات، أسواق رأس المال وأدواتها الأسهم والسندات الإسكندرية: مؤسسة شباب الجامعة.

١١) هندي، منير إبراهيم. (٢٠٠٣). أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال، الأوراق المالية وصناديق الاستثمار. الإسكندرية : المكتب العربي الحديث .

ثانياً : مراجع باللغة الإنجليزية :

- 1) Ake, B. and R.W. Ognaligui. (2010). "Financial Stock Market and Economic Growth in Developing Countries: The Case of Douala Stock Exchange in Cameroon", International Journal of Business and Management, 5 (5), 82-88.
- 2) Al-Sharkas, A. (2004). "The Dynamic Relationship between Macroeconomic Factors and the Jordanian Stock Market", International Journal of Applied Econometrics and Quantitative Studies, 1-1, 97-114.
- 3) AL-Shubiri, F. (2010), "Analysis the Determinants of Market Stock Price Movements: An Empirical Study of Jordanian Commercial Banks", International Journal of Business & Management, 5 (10):137.
- 4) Bernanke, B. S. and K. N. Kuttner. (2005). "What Explains the Stock Market's Reaction to Federal Reserve Policy", Journal of Finance, 60 (3), 1221-1257.
- 5) Boyer, M. and D. Filion. (2004). Common and Fundamental Factors in Stock Returns of Canadian Oil and Gas Companies. Working Paper, CIRANO, No. 62.
- 6) Chauque DFF and Rayappan PAP. The Impact of Macroeconomic Variables on Stock Market Performance: A Case of Malaysia (2018) Edelweiss Appli Sci Tech 2: 100-104
- 7) Ernest, P. (2016). The ethics of mathematics: Is mathematics harmful?. The philosophy of mathematics education today, 187-216.
- 8) Guglielmo M. Caporale et al, On the linkages between stock prices and exchange rates: Evidence from the banking crisis of 2007–2010, Economics and Finance Working Paper Series, No. 13-07, 2013
- 9) Joshi, M. (2017). Factors affecting Indian stock market. Joshi, MC (2017). Factors Affecting Indian Stock Market. International Journal of Contemporary Research in Management, Engineering and Health Science, 1(2), 37-45.

- 10) Khan, M.S. and Senhadji, A.S. (2018). Threshold Effects in the Relationship between Inflation and Growth. IMF Staff Papers. 48.
- 11) Mahumud, R. A., Rawal, L. B., Hossain, Golam, R., & Islam, N. (2013). Impact of life expectancy on economics growth and health care expenditures: a case of Bangladesh. Universal Journal of Public Health, 1(4), 180-186.
- 12) Ndlovu, B., Faiza, F., Resatoglu, N. G., & Türsoy, T. (2018). The Impact Macroeconomic Variables on Stock Returns: A Case of the Johannesburg Stock Exchange. Romanian Statistical Review, (2).