



تحليل العلاقة الديناميكية بين تغيرات أسعار الذهب وسعر الصرف الأجنبي على أداء سوق الأوراق المالية المصرية خلال الفترة (٢٠١٦-٢٠٢٥) باستخدام نموذج ARDL

إعداد

آمال إسماعيل محمد يوسف جالوس

أستاذ الاقتصاد المساعد، كلية التجارة (بنات)، جامعة الأزهر

dramalgalos3@gmail.com

المجلة العلمية للدراسات والبحوث المالية والتجارية

كلية التجارة – جامعة دمياط

المجلد السابع – العدد الأول – الجزء الرابع – يناير ٢٠٢٦

التوثيق المقترح وفقاً لنظام APA:

جالوس، آمال إسماعيل محمد يوسف (٢٠٢٦). تحليل العلاقة الديناميكية بين تغيرات أسعار الذهب وسعر الصرف الأجنبي على أداء سوق الأوراق المالية المصرية خلال الفترة (٢٠١٦-٢٠٢٥) باستخدام نموذج ARDL، المجلة العلمية للدراسات والبحوث المالية والتجارية، كلية التجارة، جامعة دمياط، ٤٨١-٤٥٣، ٤(١)٧.

رابط المجلة: <https://cfdj.journals.ekb.eg/>

تحليل العلاقة الديناميكية بين تغيرات أسعار الذهب وسعر الصرف الأجنبي على أداء سوق الأوراق المالية المصرية خلال الفترة (٢٠١٦-٢٠٢٥) باستخدام نموذج ARDL

آمال إسماعيل محمد يوسف جالوس

الملخص

شهدت السوق المصرية خلال السنوات الأخيرة تقلبات حادة في أسعار الذهب، تزامنت مع قرار تحرير سعر الصرف للجنيه المصري أمام الدولار الأمريكي، الأمر الذي انعكس بصورة مباشرة على أداء الاقتصاد الكلي وعلى مؤشرات سوق المال المصرية. ومن هذا المنطلق، استهدفت الدراسة قياس أثر تقلبات أسعار الذهب وسعر الصرف الأجنبي على أداء البورصة المصرية، ممثلة في مؤشر EGX30، وذلك من خلال تطبيق نموذج ARDL على البيانات الشهرية للفترة الممتدة ما بين (2016-2025)، وقد اعتمدت الدراسة على مؤشر EGX30 كمُتغير تابع يعكس أداء السوق المال في مصر، بينما تمثلت المتغيرات المستقلة الرئيسية في كل من سعر أوقية الذهب محلياً (XAU/EGP) وسعر صرف الدولار الأمريكي مقابل الجنيه المصري. كما شملت المتغيرات المساعدة كلاً من: مؤشر تقلبات أسعار الذهب العالمية (GVZ)، وسعر الفائدة، ومعدل التضخم، بالإضافة إلى سعر النفط، كما استخدمت الدراسة مجموعة من المتغيرات الوهمية D1، D2، D3، للتعبير عن أهم الأحداث التي ساهمت في تقلبات أسعار الذهب كانتشار كوفيد - ١٠، والحرب الروسية الأوكرانية، هجمات ٧ أكتوبر، وقد توصلت النتائج إلى أنه على الرغم من وجود ارتباط موجب بين أسعار الذهب وسعر صرف الدولار مقوماً بالجنيه المصري، إلا أنه لم توجد علاقة سببية وفقاً لنتائج اختبار السببية لجرانجر، بينما أظهرت نتائج اختبار ARDL إلى وجود علاقة توازنه طويلة الأجل بين كل من سعر أسعار الذهب وأسعار الصرف الأجنبي على أداء سوق الأوراق المالية متمثلة في مؤشر EGX30.

الكلمات المفتاحية: مؤشر EGX 30، مؤشر تقلبات سعر الذهب GVZ، سعر الصرف الأجنبي، سعر أوقية الذهب/ بالجنيه المصري XAU/EGP، سوق الأوراق المالية المصرية

مقدمة الدراسة

يشهد الاقتصاد العالمي العديد من التغيرات الجيوسياسية، التي أدت إلى زيادة في الطلب على الذهب، الذي أصبح أهم متغير اقتصادي على مستوى العالم، فقد شهدت أسواق الذهب عالمياً إقبلاً شديداً على الذهب باعتباره أحد الملاذات الآمنة وأهم أداة للتحوط، فضلاً عن كونه أحد البدائل الآمن للاستثمار (Dooley, 1995)، نتج هذا الإقبال ارتفاعات - غير مسبوقه - في أسعار أوقيات الذهب، الذي انعكس على أسعار الذهب في مصر، حيث شهدت أسواق الذهب في مصر ارتفاعاً ملحوظاً في أسعار الذهب، فقد زاد سعر أونصة الذهب من ١٠٩٢٢,٣٧ دولار للأونصة عام ٢٠٢٤، مقارنة بعام ٢٠٢٣م، بمعدل نمو ٨٣,٣٪، في حين كان معدل الزيادة يصل لـ ٧٧٩,٣٧٪ مقارنة بعام ٢٠١٦م. وفقاً لبيانات المجلس العالمي للذهب [https://sa.investing.com/indices].

وقد تزامنت الارتفاعات الحادة في أسعار الذهب مع تبني مصر سياسة تحرير هذا الارتفاع الكبير في أسعار الذهب عقب إعلان البنك المركزي المصري تحرير سعر صرف الجنيه المصري في مواجهة الدولار نتيجة لتطبيق مصر برنامجها للإصلاح الاقتصادي بالتعاون مع صندوق النقد الدولي في ٣ نوفمبر ٢٠١٦ (El-Masry, 2021)، فقد انخفض سعر صرف الجنيه بنسبة ٥٤٦,٥٩٪، فقبل أن تعلن مصر سياسة الإصلاح الاقتصادي عام ٢٠١٦ كان سعر الدولار في مواجهة الجنيه المصري مساوياً لـ ٧,٨٣ جنيهات/دولار، إلى أن وصل سعره إلى ما يقرب من ٥٠,٦٣ جنيهاً في مارس ٢٠٢٥م، وقد شكل هذا الارتفاع في سعر الدولار صدمة كبيرة في الأسواق المالية والسلعية، والتي أثرت على توقعات المستثمرين وحركة رأس المال، نتيجة انخفاض مستوى ربحية أسهم الشركات المتداولة في سوق المال في مصر، فضلاً عن التغيرات في أسعار الخصم المستخدمة في تقييم الشركات (المعني، ٢٠٢١).

ونظرا لأهمية الدور الذي تلعبه الأسواق المالية في مختلف الاقتصادات المتقدمة والنامية، فإن سوق المال في مصر على الرغم من تصنيفه ضمن الأسواق الناشئة (السيد عبد الجواد، ٢٠٢٠) إلا أنها ما زالت تلعب دورا هاما في جذب رؤوس الأموال الأجنبية والعربية، ومن ثم فهي أداة رئيسة في توفير التمويل اللازم للمشروعات المساهمة في عملية التنمية، وقد أدى ارتفاع أسعار الذهب والدولار مقوماً بالجنيه المصري إلى تراجع أداء سوق المال في مصر نظرا لانخفاض نشاط بعض الأسهم نتيجة سيادة حالة من عدم اليقين اقتصادياً (فتحي عبد الغني، ٢٠٢٠).

خلفية الدراسة: تقيس الدراسة أثر التغيرات في أسعار الذهب وسعر صرف الدولار الأمريكي في مقابل الجنيه المصري على أداء سوق المال في مصر، نظراً لحيوية الدور الذي تلعبه الأسواق المالية في الاقتصاد لا سيما الاقتصادات النامية كالإقتصاد المصري بصفة عامة، وعلى المستثمرين بصفة خاصة، لذا فإن محاولة دراسة أثر التغيرات في أسعار الذهب وسعر صرف الدولار الأمريكي على أداء سوق المال في مصر أمراً ضرورياً، فمن ناحية يُعد الذهب أحد الأصول المالية الآمنة للمستثمرين خاصة في أوقات عدم الاستقرار السياسي والاقتصادي، بل إن سعر الذهب قد يتأثر بدرجة أو بأخرى بسعر الدولار عالمياً ومحلياً، ومن ناحية أخرى تأثرت ربحية الشركات المدرجة في سوق المال في مصر نتيجة اتباع مصر سياسة تحرير سعر صرف الدولار، لذا كان من المهم بمكان دراسة العلاقة الديناميكية بين التغيرات سعر الذهب وسعر صرف الدولار على أداء سوق المال في مصر خلال الفترة (٢٠١٦-٢٠٢٥)، وهل هذه العلاقة تستمر في الأجل الطويل أم أنها تقتصر فقط على الأجل القصير.

❖ أهمية الدراسة:

تكمن أهمية البحث على المستوى النظري في تقديم تحليل ديناميكي كمي دقيق عن العلاقة الديناميكية بين تغيرات سعر الذهب وسعر الصرف الأجنبي للدولار على أداء سوق الأسهم المصرية، الذي شهد تغيرات اقتصادية غير مسبقة في الآونة الأخيرة، كما تعمل الدراسة على اختبار مدى صحة النظريات الاقتصادية التي توضح أن الذهب يُعد أداة للتحوط ضد التغيرات في العملات الأجنبية وتحديدًا الدولار باعتباره عمله دولية، وبذلك يوضح بعداً جديداً للتحركات الأصول المالية في الأسواق المالية الناشئة كما في الاقتصاد المصري، أيضاً تُسهم الدراسة في تقديم فهماً عميقاً للعلاقة بين سعر الذهب وسعر الصرف بما يساعد المستثمرين في وضع خطط استثمارية فعالة لإدارة الاحتياطيات النقدية خاصة في ظل شح العملة الأجنبية في مصر، وكيفية إدارة السيولة، بالإضافة إلى إمكانية مواجهة الأزمات الاقتصادية كالتضخم، ويمكن أن تقدم الدراسة بعض التوجيهات للمستثمرين في سوق الأسهم في مصر حول الدور إمكانية استخدام الذهب كأداة للتحوط، أو كأحد الأصول المالية الآمنة، وعلى هذا إمكانية تشكيل محفظة مالية مستقرة وتنسم بالتوازن.

❖ مشكلة الدراسة

يشهد الاقتصاد المصري خلال السنوات الأخيرة تغيرات حادة ومسارة في أسعار الذهب متزامنة مع تقلبات سعر الصرف الأجنبي للدولار مقابل الجنيه المصري، وقد انعكست آثارها على أداء الأسواق المالية ومختلف الأنشطة الاقتصادية. فمنذ إعلان سياسة تحرير سعر الصرف في نوفمبر ٢٠١٦، ارتفعت أسعار الذهب لمستويات مرتفعة للغاية، كما فقد الجنيه المصري جزءاً كبيراً من قيمته عبر موجات التعويم المتتالية حتى عام ٢٠٢٤، ما أدى إلى تذبذب مؤشرات سوق المال المصري بشكل ملحوظ، وتحديدًا مؤشر EGX30، ورغم اهتمام الدراسات السابقة بتحليل أثر سعر الصرف على أداء سوق الأوراق المالية المصرية، إلا أن هناك قصوراً في تناول العلاقة المزدوجة بين تقلبات أسعار الذهب وسعر الصرف الأجنبي وأثرها على أداء مؤشر أداء سوق الأوراق المالية، كما لم يتم التحقق بشكل كافٍ عن مدى امتداد هذه العلاقة إلى الأجلين القصير والطويل. ومن هنا تتمثل مشكلة الدراسة في التساؤل الآتي

“ما طبيعة العلاقة بين تقلبات أسعار الذهب وسعر الصرف الأجنبي، وأثرها على أداء سوق الأوراق المالية في مصر؟ وهل تختلف هذه العلاقة بين الأجلين القصير والطويل؟”.

❖ أهداف الدراسة:

تهدف الدراسة بشكل أساسي إلى تحليل تأثير التغيرات في سعر الذهب وسعر الصرف الأجنبي على أداء سوق الأوراق المالية في مصر خلال الفترة (٢٠١٦-٢٠٢٥)، وينبثق عن هذا الهدف مجموعة من الأهداف الفرعية:

- ١- دراسة العلاقة بين أسعار الذهب وسعر الصرف الأجنبي.
- ٢- دراسة علاقة أسعار الذهب وسوق الأوراق المالية
- ٣- دراسة العلاقة بين سعر الصرف الأجنبي وسوق الأوراق المالية في مصر
- ٤- تحليل العلاقة الديناميكية بين سعر الذهب وسعر الصرف الأجنبي للجنيه/دولار وسوق الأوراق المالية متمثل في مؤشر الأداء EGX30.
- ٥- قياس أثر تغيرات سعر الذهب وسعر الصرف الأجنبي ومؤشر سوق الأوراق المالية المصرية (EGX30) خلال الفترة (٢٠١٦-٢٠٢٥)، باستخدام نموذج ARDL.

❖ فرضية الدراسة:

تقوم الدراسة على فرضيتين أساسيتين:

الفرضية الأولى: " توجد علاقة بين تغيرات سعر الذهب وسعر الصرف الأجنبي للدولار في الاقتصاد المصري".

الفرضية الثانية: " توجد تأثير سلبي لتغيرات أسعار الذهب وسعر الصرف الأجنبي للدولار مقابل الجنيه على أداء مؤشر EGX30 لسوق الأوراق المالية المصرية".

❖ منهجية الدراسة:

لتحقيق أهداف الدراسة واختبار فرضياتها؛ اعتمدت الدراسة على التحليل الإحصائي الوصفي في فهم وتحليل البيانات والرسوم البيانية الخاصة بأسعار الذهب، وسعر صرف الجنيه المصري، مقابل الدولار الأمريكي، والتضخم، وسعر الفائدة، وسعر النفط، ومؤشر EGX30، كما تُستخدم الدراسة التحليل الإحصائي الكمي لقياس تأثير تقلبات أسعار الذهب، وسعر الصرف الأجنبي على أداء مؤشر سوق الأوراق المالية في مصر متمثلاً في مؤشر EGX30 خلال الفترة (٢٠١٦-٢٠٢٥) حيث طبقت الدراسة نموذج الانحدار الذاتي لفترات الإبطاء الموزعة ARDL باستخدام بيانات شهرية لمتغيرات الدراسة.

❖ حدود الدراسة:

- **الحدود الزمانية:** تركز الدراسة على الفترة (٢٠١٦-٢٠٢٥)، وهي الفترة التي شهدت مراحل تعويم الجنيه المصري منذ ٣ نوفمبر ٢٠١٦، ثم التعويم الثاني مارس ٢٠٢٢، والتعويم الثالث يناير ٢٠٢٣، والتعويم الرابع مارس ٢٠٢٤، كما تزامن هذا التعويم قفزات تاريخية في أسعار الذهب.
- **الحدود المكانية:** تقتصر الدراسة على الاقتصاد المصري، حيث تمثل البيئة الاقتصادية المصرية نموذجاً حيويًا سريع التأثير بالمتغيرات الكلية الرئيسة، فالاقتصاد المصري يعتبر الاقتصاد الوحيد في المنطقة العربية الذي اتبع سياسة تعويم سعر الصرف، وهي السياسة التي أدت إلى قفزات في سعر الذهب، فضلاً عن تأثيره المتوقع على أداء سوق الأوراق المالية في مصر.

- **الحدود البيانية:** اعتمدت الدراسة على البيانات الشهرية لكل من سعر صرف الدولار / مقابل الجنيه المصري، وبيانات سعر أوقية الذهب، وبيانات التضخم، وسعر الفائدة، وسعر النفط، وأخيراً عوائد مؤشر EGX30 خلال الفترة (٢٠١٦-٢٠٢٥).
- اقتصرَت الدراسة على مؤشر EGX30؛ لأنه يضم أكثر ٣٠ شركة مُدرجة في البورصة المصرية، وهو إلى ذلك يعمل كمؤشر رئيس ومعياري؛ ويعبر عن الحركة العامة للسوق: وانطباعات المستثمرين يتم اختيارها اعتماداً على درجة سيولتها ونشاطها، كما أن ترجيح هذا المؤشر بالقيم السوقية للأسهم التي تنتم بحرية التداول.

❖ هيكل الدراسة

تنقسم الدراسة إلى ثلاثة محاور أساسية بالإضافة إلى المقدمة والخاتمة، حيث تم تخصيص المحور الأول لاستعراض الأدبيات الاقتصادية للذهب، وسعر صرف الدولار، ومؤشرات سوق الأوراق المالية في مصر وعلى رأسهم مؤشر EGX30، كذلك الدراسات السابقة للوقوف على الفجوة البحثية؛ بينما يتناول المحور الثاني بالتفسير العلاقة بين مُتغيرات الدراسة الذهب وسعر الصرف وسوق الأوراق المالية في الأدبيات الاقتصادية، في حين يتضمن المحور الثالث قياس العلاقة بين سعر الذهب، وسوق الصرف سوق الأوراق المالية باستخدام نموذج ARDL. وتحديد طبيعة العلاقة في الأجل الطويل مقارنة بالأجل القصير.

المحور الأول: الإطار النظري للدراسة (التعريف بمتغيرات الدراسة والدراسات السابقة)

١-١ : التعريف بمتغيرات الدراسة (المفاهيم والأهمية)

يتناول هذا المحور التعريف بمتغيرات الدراسة؛ حيث يعرض هذا المحور المقصود بكل من الذهب وسعر الصرف في النظريات الاقتصادية، كذلك لمحة موجزة عن أهم مؤشرات سوق الأوراق المالية في مصر، مع التركيز على أداء مؤشر EGX30.

أولاً: الذهب في النظرية الاقتصادية

يتمتع الذهب بمكانة فريدة في الاقتصاد العالمي بفضل خصائصه الكيميائية والطبيعية، مثل سهولة حمله، ومقاومته للتآكل، وقابليته للتجزئة والتشكيل، مما جعله مقبولاً اقتصادياً وساهم في تحويل الاقتصاد من المقايضة إلى نظام نقدي (Beckmann, 2019).

-أهمية الذهب

يحظى الذهب بأهمية اقتصادية كبرى لدوره النقدي كوسيلة للحفاظ على القوة الشرائية والثروات بعيداً عن تقلبات الأسواق. كما يساهم في تسهيل التجارة الدولية، وتحقيق التوازن في ميزان المدفوعات، وخلق فرص عمل عبر الأنشطة التصديرية (الرفاعي، ٢٠٢٣). كذلك، يدخل الذهب في العديد من الصناعات التكنولوجية المتقدمة مثل التطبيقات الطبية والعلمية والمجوهرات.

-العوامل المؤثرة على عرض وطلب الذهب

تتأثر أسعار الذهب بمجموعة متنوعة من العوامل؛ **أسعار النفط:** ففي الأوقات العادية، قد توجه الحكومات فوائضها المالية من النفط نحو شراء الذهب. بينما في أوقات الأزمات، تحتفظ الحكومات النفطية بالذهب كملاذ آمن دون النظر عن أسعار النفط (Iqbal, 2017)؛ **التضخم:** بطبيعة الحال توجد علاقة إيجابية بين التضخم وسعر الذهب، فعندما ترتفع معدلات التضخم يشهد الاقتصاد طلباً متزايداً على الذهب كنوع من أنواع التحوط (Wang, 2011)؛ **أسعار الفائدة:** فعندما ترتفع أسعار الفائدة تزداد جاذبية الاستثمارات في الأصول المُتداولة في سوق الأوراق المالية، مما يقلل من الطلب على الذهب، ومن ثم فإن العلاقة عكسية بين الذهب وسعر الفائدة (Hood, 2013)؛ **الطلب والعرض الدولي:** فالذهب شأنه شأن الموارد الاقتصادية الأخرى يتسم بالندرة ومن ثم

محدودية العرض، كما يتأثر المعروض من الذهب بحجم الاحتياطي من الذهب في البنوك المركزية، كما يُمكن للسياسات الحكومية والبنوك المركزية أن تؤثر على أسعار الذهب أثناء عمليات البيع والشراء (Jain, 2016) أيضاً يتأثر الطلب على الذهب بمجموعة أخرى من العوامل مثل النمو السكاني، والتغيرات الاجتماعية، والمضاربة (Jaffe, 1989)؛ بالإضافة إلى مجموعة أخرى من العوامل وجود أزمات جيوسياسية؛ وتطور العملات الرقمية، فضلاً عن التغير في أسعار الأصول المالية الأخرى (Levin, et al., 2006).

ثانياً: سعر الصرف في النظرية الاقتصادية

يشير سعر صرف العملة الأجنبية إلى عدد الوحدات من العملة المحلية اللازمة للحصول على وحدة من العملة الأجنبية، وهو ما يجعله أداة أساسية لربط اقتصاد دولة ما بالاقتصادات العالمية، هناك نوعان من سعر الصرف؛ النوع الأول الذي يُطلق عليه "سعر الصرف الاسمي"، الذي يمثل سعر عملة مقابل أخرى، وينقسم بدوره إلى "سعر صرف رسمي" يتحدد بتفاعل العرض والطلب، و"سعر صرف مواز" الذي يُستخدم في الأسواق غير الرسمية (Algebaly, 2025)، أما النوع الثاني فيشير إلى سعر الصرف الحقيقي، وهو يقارن القوة الشرائية بين دولتين. وقد قدمت النظرية الاقتصادية عدة تفسيرات لسعر الصرف، منها نظرية تعادل معدلات الفائدة التي تربط بين سوق الصرف والسوق النقدي، ونظرية القوة الشرائية التي ترى أن تحديد قيمة العملة يعتمد على قوتها الشرائية داخل السوق المحلي، بالإضافة إلى نظرية الأرصدة النقدية التي تربط قيمة العملة بميزان مدفوعاتها، حيث ترتفع قيمتها مع وجود فائض وتنخفض مع وجود عجز (Branson, 1981).

ثالثاً: سوق الأوراق المالية في مصر

ترجع نشأة سوق الأوراق المالية لعام ١٨٨٣، حيث نشأت أول بورصة في مصر بل وفي العالم العربي في الإسكندرية، تلاها إنشاء بورصة القاهرة في عام ١٩٠٣، وقد تم دمجها في عام ١٩٩٧ بموجب القرار الجمهوري برقم ٥١ لسنة ١٩٩٧، وقد واجه هذا السوق العديد من الأحداث الاقتصادية والسياسية مما أثر على أداء مؤشراته؛ أما عن الأحداث السياسية فقد تعرضت سوق الأوراق المالية المصرية لأحداث ١١ سبتمبر ٢٠٠١، تلتها الحرب في العراق في مارس ٢٠٠٣، وأخيراً أحداث ثورة يناير عام ٢٠١١، بينما تُعتبر الأزمة المالية العالمية عام ٢٠٠٨، وتحرير سعر الصرف مصر عام ٢٠١٦ من الأحداث الاقتصادية والمالية التي تأثرت بها سوق الأوراق المالية في مصر (فتحي عبد الغني، ٢٠٢٠).

يعبر عن سوق الأوراق المالية في مصر بثلاثة مؤشرات رئيسية؛ مؤشر EGX30، ومؤشر EGX70، ومؤشر EGX100، ولما كان مؤشر EGX30 أكثر المؤشرات تعبيراً عن أداء سوق الأوراق المالية في مصر وهو المؤشر محل الدراسة الحالية لذا سنتناوله بالتفصيل فيما يلي.

مؤشر EGX30

يعتبر مؤشر EGX30 من المؤشرات الرئيسية للبورصة المصرية، ترجع أهمية هذا المؤشر إلى كونه يضم أكثر الشركات نشاطاً في السوق من حيث التداول ليس فقط من حيث الحجم، يبلغ عدد الشركات المكونة لهذا المؤشر (٣٠ شركة)، ويتم ترجيح الأسهم وفقاً للقيمة السوقية المعدلة بحرية التداول أي يؤخذ في الحسبان عدد الأسهم التي تتداول بحرية عند حساب وزن السهم في المؤشر وليس جميع الأسهم. كما تتميز الشركات بالتنوع بحيث يغطي نطاق واسع من الصناعات وبالتالي يمكن لهذا المؤشر أن يعطي صورة شاملة للسوق المصري، يوضح الجدول رقم (١) الشركات التي تكون مؤشر EGX30؛ ولعل أهمها شركة القلعة للاستشارات، والبنك التجاري الدولي (مصر)، المصرية للاتصالات، طلعت مصطفى، النساجون الشرقيون، أبو قير للأسمدة

جدول رقم (١) أهم الشركات المدرجة في مؤشر EXG30

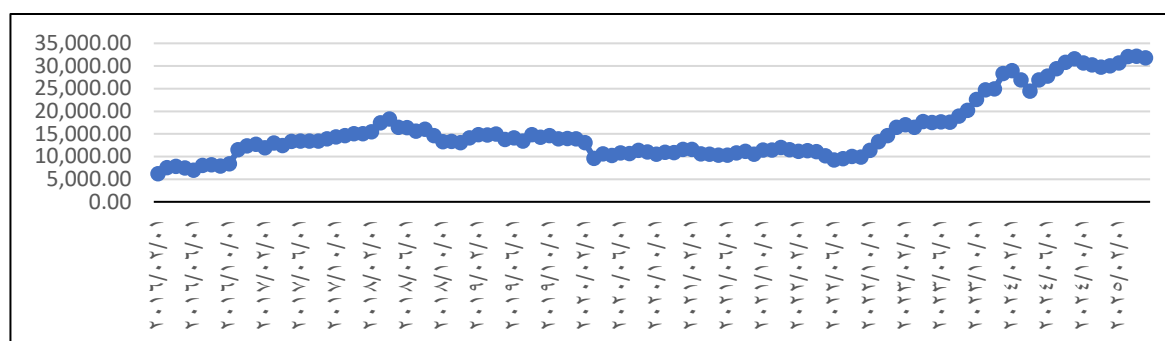
ت	اسم	معدل التداول - ٣ ش	القيمة السوقية	إيرادات	مكرر الربحية	بيتا
١	القلعة للاستشارات المالية	18.99M	5.61B	148.87B	-1.3	0.31
٢	البنك التجاري الدولي (مصر)	2.44M	314.33B	206.39B	5.81	0.28
٣	المصرية الكويتية	249.99K	852.39M	667.58M	6.14	0.32
٤	المصرية للاتصالات	574.83K	85.01B	94.68B	6.99	0.42
٥	هيرمس	6.38M	37.76B	22.16B	10.87	0.38
٦	بالم هيلز	14.13M	21.25B	31.81B	5.36	0.72
٧	سيدي كير	1.11M	18.14B	15.03B	8.68	0.12
٨	طلعت مصطفى	1.51M	117.46B	50.04B	8.8	0.08
٩	جي بي أوتو	1.15M	24.42B	70.64B	7.07	0.78
١٠	مدينة نصر للاسكان	3.36M	8.77B	8.77B	3.65	0.53
١١	النساجون الشرقيون	857.13K	14.35B	26.07B	7.39	-0.04
١٢	راية القابضة	16.79M	12.28B	52.81B	6.37	-0.03
١٣	أبو قير للأسمدة	931.15K	67.42B	22.92B	8.45	0.23
١٤	قنا	348.93K	6.89B	7.42B	8.54	0.15
١٥	أموك	6.9M	9.76B	37.62B	6.56	0.33
١٦	كريدي أجريكول	658.46K	23.29B	19.06B	3.13	0.32
١٧	ايسترن كومباني	1.06M	127.5B	34.08B	12.69	-0.04
١٨	بلتون المالية القابضة	57.06M	33.12B	6.18B	9.3	-0.53
١٩	مصر للالومنيوم	147.64K	64.56B	42.42B	4.61	-0.08
٢٠	جهينة الغذائية	1.41M	26.92B	27.00B	11.29	-0.17
٢١	أوراسكوم للتنمية	2.68M	24.07B	23.11B	4.3	0.51
٢٢	أبو ظبي الإسلامي	1.57M	26.4B	44.49B	2.3	0.48
٢٣	العربية للأسمنت	466.13K	14.56B	10.28B	6.61	0.39
٢٤	أوراسكوم للإنشاءات	241.05K	153.08B	3.73B	23.68	
٢٥	إعمار مصر	3.78M	46.52B	22.69B	3.88	0.63
٢٦	موبكو	636.79K	85.04B	23.05B	7.92	0.13
٢٧	ابن سينا	4.96M	11.59B	68.07B	18.31	0.51
٢٨	فوري	5.17M	49.43B	6.98B	22.22	1.31
٢٩	راميدا	6.1M	6.53B	3.58B	15.74	0.21
٣٠	المصرية الكويتية	1.13M	40.7B	667.58M	6.14	0.32
٣١	اي فاينانس	2.27M	44.12B	6.16B	22.83	0.53

Source: <https://sa.investing.com/indices/egx30>

ويوضح الرسم البياني رقم (١) أهم شركات المؤشر من حيث مكرر الربحية والذي يساوي سعر السهم السوقى مقسوماً على ربحية السهم (EPS)، بحيث يكون سعر السهم السوقى يعبر عن السعر الحالي للسهم في البورصة، كما يمكن ان نعبر عن ربحية السهم بصافي أرباح الشركة مقسومة على عدد الأسهم القائمة، ويوضح هذا المؤشر عدد السنوات التي يمكن خلالها أن يسترد المستثمر ليسرته ماله من خلال الأرباح متى ظلت الأرباح تتسم بالثبات النسبي، فعندما يكون P/E مرتفعاً فإن ذلك يُعبر عن توقع مستقبل صاعد للشركة

أو أن هناك مبالغة في تقييم السهم، بينما يشير انخفاض قيمة P/E إلى انخفاض قيمة الأسهم، كما يمكن القول أن هناك بعض الصعوبات التي تواجه تلك الشركة، بينما تشير القيم السلبية ل P/E إلى تحقيق الشركة خسائر كما في حالة شركة القلعة للاستشارات المالية.

أما قيمة بيتا والتي تُشير إلى نسبة تغير السهم مقسومه على نسبة تغير السوق، فإذا كانت قيمة بيتا أكبر من الواحد الصحيح فهذا يعني أن السهم أكثر تقلباً من السوق ومن ثم ترتفع درجة المخاطرة، بينما انخفاض قيمة بيتا يُشير إلى أن السهم أقل تقلباً أو بمعنى آخر أكثر استقراراً، في حين قيمها السلبية تُشير إلى اتجاه قيم السهم عكس اتجاه السوق وهي نادرة الحدوث، أخيراً إذا كانت قيمة بيتا مساوية للواحد الصحيح فذلك يُشير إلى وجود تزامن بين قيم السهم وتحركات السوق صعوداً وهبوطاً.



شكل رقم (١) تطور أداء مؤشر EGX30 خلال الفترة (٢٠١٦-٢٠٢٥)

المصدر: من إعداد الباحثة وفقاً للبيانات التاريخية الواردة في موقع <https://sa.investing.com/indices>

وبالنظر إلى الشكل (١) يمكن تقسيم الشكل البياني لتطور أداء مؤشر EGX 30 خلال فترة الدراسة (٢٠١٦/٠٢/٠١ - ٢٠٢٥/٠٢/٠١) إلى مجموعة من الفترات؛ أما الفترة الأولى فهي الفترة التي تلت إعلان التعويم ٣ نوفمبر ٢٠١٦، نجد أن هناك انتعاشاً في أداء مؤشر EGX 30، ما الفترة الثانية من عام (٢٠١٧) وحتى شهر سبتمبر ٢٠٢٢ والتي شهدت انخفاضاً طفيفاً في سعر الصرف، الذي يقبل بتذبذب في أداء المؤشر لسيادة القلق لدى المستثمرين نتيجة تقلبات سعر الصرف، أما المرحلة التالية في (٢٠٢٢/٠٢/٠١ - ٢٠٢٤/٠٢/٠١) والتي شهدت استقراراً في سعر الصرف عند ٣٠ جنيه/ دولار، شهدت في المقابل انتعاشاً في أداء مؤشر نتيجة لشعور المستثمرين باستقرار الأوضاع الاقتصادية ولو بشكل نسبي، ومع ارتفاع سعر الدولار في مواجهة الجنيه بعد تاريخ ٢٠٢٤/٠٢/٠١ انتعش أداء مؤشر EGX 30 وهذا السلوك يتفق مع نظرية توازن المحفظة.

٢-١ الدراسات السابقة

صنفت الدراسة الدراسات السابقة التي تناولت العلاقة بين سعر الذهب، وسعر الصرف، وأسواق المال إلى أربع مجموعات فرعية؛ أما المجموعة الأولى فقد تناولت العلاقة بين الذهب وسعر الصرف من ناحية، بينما حللت المجموعة الثانية العلاقة بين الذهب وسوق الأوراق المالية؛ في حين استعرضت المجموعة الثالثة العلاقة بين سعر الصرف وسوق الأوراق المالية؛ أما عن المجموعة الرابعة فقد اهتمت بتحليل العلاقة بين سعر الذهب وسعر الصرف الأجنبي وسوق الأوراق المالية.

أولاً: العلاقة بين الذهب وسعر الصرف:

أوضحت دراسة (Dooley 1995) أن الذهب يمتلك قوة تفسيرية كبيرة في فهم تغيرات أسعار الصرف، تفوق من تأثير المتغيرات النقدية التقليدية. أشارت الدراسة إلى أن الذهب يُعتبر مؤشرًا غير مباشر للصدمات الاقتصادية التي تؤثر في حاملي الأصول المالية.

من جهة أخرى، استنتجت دراسات (Sjaastad 1996, 2008) أن تعويم أسعار الصرف هو السبب الرئيس لعدم استقرار أسعار الذهب عالميًا بعد انهيار نظام بريتون وودز. أشارت دراسة Sjaastad (1996) إلى أن الكتلة النقدية الأوروبية كانت تسيطر على سوق الذهب آنذاك، وقد أعاد الباحث دراسته مره أخرى عام ٢٠٠٨ ولكن تحت على سيطرة كتلة الدولار الأمريكي، مؤكدةً تأثير الدولار على سوق الذهب.

بينما هدفت دراسة (Yang 2014) إلى تحليل العلاقة بين أسعار الذهب وأسعار الصرف الأجنبي خلال الفترة من ٢٠٠٢ إلى ٢٠١٣، ووجدت أن هذه العلاقة كانت ضعيفة في أوقات الأزمات المالية مقارنةً بالفترات العادية، مما يؤكد أن الذهب يُعد أداة فعالة للتحوط ضد المخاطر المالية. تتوافق نتائجها مع دراسة (Nair 2015) التي حللت العلاقة بين أسعار الذهب والدولار الأمريكي في الهند، وخلصت إلى أن الأزمة المالية العالمية عام ٢٠٠٨ غيّرت من طبيعة العلاقة العكسية بينهما.

أخيرًا، استخدمت دراسة (Capie ٢٠٠٥) أسلوب الموجات الزمنية لتحليل دور الذهب كأداة للتحوط ضد تقلبات الأسواق المالية. خلّصت الدراسة إلى وجود علاقة سلبية وغير مرنة بين سعر الذهب وأسعار الصرف مقابل الدولار، لكنها أوضحت أن هذه العلاقة تتغير بمرور الوقت، وأن هناك عوامل غير متوقعة مثل السياسات النقدية والأحداث السياسية يمكن أن تؤثر في دور الذهب كأداة للتحوط.

ثانيًا: العلاقة بين الذهب وسوق الأسهم:

تشير دراسة (Baur 2010) إلى أن الذهب يعمل كوسيلة تحوط فعالة في الظروف الاقتصادية العادية، ويتحول إلى ملاذ آمن خلال الانهيارات السوقية، مما يعزز استقرار الأسواق المالية. ومع ذلك، تؤكد الدراسة أن خاصية الملاذ الأمن للذهب قصيرة الأجل، وتتطلب توقيتًا دقيقًا للاستفادة منها.

من ناحية أخرى، كشفت دراسة (Gokmenoglu 2015) عن وجود علاقة سلبية طويلة الأجل بين الذهب ومؤشر S&P500 في الولايات المتحدة، مما يجعله ملاذًا بديلًا للمستثمرين في مواجهة تقلبات عوائد الأوراق المالية، وفي المقابل، أوضح (Ingallhalli 2016) أن العلاقة في الهند طردية، حيث لا يعمل الذهب كملاذ آمن، بل يتحرك بالتوازي مع سوق الأسهم والاقتصاد الكلي، وذلك بسبب طبيعة الخاصة للذهب في الهند حيث يكثر عليه الطلب لأغراض الزينة أكثر منه لأغراض استثمارية.

في سياق الأزمات المالية، توصلت دراسة (Sheikh et al. 2020) إلى أن الذهب لعب دورًا تحوطيًا قبل الأزمات، وتحول إلى ملاذ آمن بعد الأزمات، مع تركيز المستثمرين على الصدمات الإيجابية في أسعاره. واتفقت دراسة (Al-Ameer 2018) مع نتائج (Kaul 2006) على وجود علاقة طويلة الأجل بين الذهب وسوق الأسهم في بورصة فرانكفورت، لكنها لم تجد علاقة سببية بينهما قبل وأثناء وبعد الأزمة ٢٠٠٨.

وفيما يتعلق بالنقود الإلكترونية، قارنت دراسة (Shahzad 2020) بين دور كل من الذهب والبيتكوين، ووجدت أن الذهب يتفوق كملاذ آمن في أسواق مجموعة الدول السبع، بينما أظهر البيتكوين هذه الوظيفة في السوق الكندية فقط. خلصت الدراسة إلى أن الذهب يتفوق على البيتكوين في أوقات الأزمات كأداة ملاذ آمن، في المقابل أكدت دراسة (Abdelmalek ٢٠٢٣) أن البيتكوين يمكن أن يعمل كأداة تحوط فعالة في الظروف العادية وكملاذ آمن في أوقات التوترات الشديدة، لكنها لا تعتبره بديلًا كاملاً للذهب بسبب تقلباته. وتوافقت دراسة (Manzli ٢٠٢٥) مع هذه النتيجة، حيث استنتجت أن الذهب يتفوق على البيتكوين كملاذ آمن، بينما يُعد البيتكوين أداة تحوط أفضل لبعض الأصول، مما يجعله أصلًا مكملًا وليس بديلًا عن الذهب في إدارة المخاطر.

ثالثاً: العلاقة بين سعر الصرف وسوق الأسهم

تعتبر العلاقة بين سعر الصرف وسوق الأسهم من العلاقات الهامة التي شغلت اهتمام كثير من الباحثين وصناع القرار وواضعي السياسات الاقتصادية، فمما لا شك فيه أن أي تغييرات قد تحدث في سعر الصرف تؤثر بدرجة أو بأخرى على القيمة النقدية لقيم أصول الشركات المدرجة في سوق المال ومن ثم سعر أسهمها، وبالتالي التأثير على حركة البيع والشراء في سوق المال، وهذا ما أشارت إليه دراسة (المغني، ٢٠٢١) حيث تم قياس أثر تحرير سعر الصرف على عوائد ومخاطر الأسهم بالبورصة المصرية باستخدام أسلوب دراسة الحدث، وتوصلت الدراسة إلى وجود تأثير لوصول المعلومات المبكرة عن الحدث أو التغيرات على العوائد حتى قبل الإعلان الرسمي، وعادة ما يكون هذا التأثير إيجابياً وإن كان لفترة مؤقتة، كما أدى تحرير سعر الصرف إلى زيادة المخاطر الكلية للأسهم، وإن كان هذا التأثير غير جوهري وتحديداً على المخاطر المنتظمة، وقد أوصت الدراسة إلى ضرورة مراقبة سياسات سعر الصرف لما لها من تأثير ملحوظ على أداء البورصة المصرية، ومن ثم تنعكس على تحركات رؤوس الأموال في مصر (Algebaly, 2025)، مُشيرة إلى أهمية تعزيز شفافية المعلومات لحماية المستثمرين، وقد استخدمت دراسة (رشاد عبد القادر، ٢٠٢٤)، نفس المنهجية وهي دراسة الحدث ولكن بالاعتماد على بيانات يومية للفترة (٢٠١٦-٢٠٢٤) للتعرف على تأثير أحداث التعويم الأربعة وهي " ٣ نوفمبر ٢٠١٦، ٢١ مارس ٢٠٢٢، و ٢٧ أكتوبر ٢٠٢٢، و أخيراً ٦ مارس ٢٠٢٤) على أداء مؤشر EGX30، وقد اختلف تأثير سعر الصرف باستخدام البيانات الأسبوعية عن البيانات الشهرية فقد نتج عن التخفيض في سعر الصرف إلى تحقيق مكاسب أسبوعية فورية في قيمة المؤشر، بينما تباينت استجابة قيم ذلك المؤشر اللاحقة أي الشهرية، كما ميزت الدراسة تأثير تخفيض سعر الصرف عما إذا كان استجابة قرارات صندوق النقد الدولي عن التخفيضات الناتجة عن تفاعلات الطلب والعرض، أيضاً استعرضت دراسة (السيد عبد الجواد، ٢٠٢٠) تأثير كل من سعر الصرف ومعدل التضخم على أداء سوق الأسهم في مصر، فباستخدام البيانات الشهرية عن الفترة الدراسية (يناير ٢٠٠٠ - فبراير ٢٠٢٠) لمؤشري EX30، EX100، وتوصلت الدراسة اعتماداً على نتائج نموذج تصحيح الخطأ (ECM)، لوجود علاقة توازنية طويلة الأجل لسعر الصرف على مؤشر أداء سوق الأسهم المصرية، في حين أشارت دراسة (Arshad, 2025) إلى أن هناك تأثير سلبي لسعر الصرف على سوق الأسهم في باكستان، وهذا يتعارض بصورة واضحة مع النتيجة التي توصلت إليها دراسة (السيد عبد الجواد، ٢٠٢٠)، ودراسة (المغني، ٢٠٢١) ، فقد تم التوصل إلى إيجابية العلاقة بين سعر صرف الدولار مقابل الجنيه وسوق الأسهم، ويمكن تفسير ذلك إلى تلك العلاقة قد تختلف جوهرياً بين البلدان بسبب الاختلافات الهيكلية والاقتصادية فيما بينها.

وبناء على ما سبق نجد أن التغيرات في سعر الصرف يؤثر على أداء مؤشرات البورصة المصرية سواء تعلق هذا بالعوائد أو المخاطر، وقد تكون هذه الاستجابة في الأجل القصير ولفترة محددة بعد التخفيض، كما تختلف شدة هذه العلاقة عبر الفترات الزمنية المختلفة كما تختلف حسب الظروف الاقتصادية في الدولة.

رابعاً: العلاقة بين أسعار الذهب وأسعار صرف النقد الأجنبي وسوق الأوراق المالية:

استعرضت دراسة Gopal (2016) العلاقة بين سعر الذهب والنفط والدولار ومؤشر S&P BSE 100 في الهند. لم تجد الدراسة علاقة طويلة الأجل بين المتغيرات، ولكنها كشفت عن وجود علاقة ثنائية الاتجاه قصيرة الأجل بين سعر الصرف والمؤشر، وتأثير أسعار الذهب والنفط على سوق المال الهندي. وأوصت بضرورة توعية المستثمرين وتعزيز الشفافية. وفي الإطار نفسه، أكدت دراسة أخرى لـ Gopal (2016) وجود علاقة سببية قصيرة المدى واتجاهات أحادية، مع تأثيرات متبادلة بين الدولار والذهب والنفط.

بينما أوضحت دراسة (Singhal (2019 أن أسعار الذهب لها تأثير إيجابي على أسعار الأسهم في المكسيك، بينما تأثرت الأسهم سلباً بأسعار النفط على المدى الطويل، ولم يكن للذهب تأثير كبير على سعر الصرف.

حللت دراسة (Thakolsri (2021 العلاقة بين الذهب، سعر الصرف، ومؤشرات سوق المال في تايلاند، وتوصلت الدراسة الى وجود علاقة طويلة الأجل بين جميع المتغيرات، وأن كل متغير يمكن أن يعمل كأداة تحوط ضد الآخر، مع وجود تأثير لأسعار الأسهم والذهب على سعر الصرف الأجنبي.

توصلت دراسة (Ahmed et al. (2017 إلى وجود علاقة سببية تبادلية بين متغيرات الدراسة في باكستان، كما اتفقت دراسة (Arshad (2025 على وجود علاقة سببية أحادية الاتجاه من سعر الصرف وأسعار النفط إلى أسعار الأسهم، وأظهرت أن للذهب تأثيراً إيجابياً على أسعار الأسهم على المدى الطويل، بينما كان تأثير سعر الصرف قوياً وإيجابياً على أسعار الأسهم.

فقد هدفت دراسة (Sinton (٢٠١٤ إلى تحليل العلاقة السببية بين الذهب، سعر الصرف، ومؤشر جاكرتا المركب (إندونيسيا). خلصت الدراسة إلى عدم وجود تكامل مشترك بين هذه المتغيرات، مما يشير إلى غياب العلاقة السببية بينها وبين سوق الأسهم.

ومما سبق يُمكن استنتاج أنه في الأزمات الاقتصادية، تتشابه العلاقات بين الذهب وسعر الصرف وسوق الأوراق المالية بدرجة كبيرة، فعلى الرغم من أن الذهب يُعد الملاذ الآمن إلا أنه سعره يشهد ارتفاعاً في تلك الأوقات، بينما تتجه أسعار العملات المحلية وأسواق الأسهم إلى الانخفاض. وقد أظهرت عدد من الدراسات أن الذهب والبيتكوين يمكن استخدامهما كأدوات للتحوط ضد تقلبات الأسواق، ولكن الذهب يتفوق على البيتكوين في الاستقرار والفعالية، خصوصاً في الأزمات الكبرى. لذا يُمكن القول بأن البيتكوين يُعد أصلاً مكتملاً وليس بديلاً للذهب، حيث يمكن استخدامه لتنويع المحافظ وتحقيق عوائد إضافية، غير أنه لا يوفر المستوى نفسه من الأمان. وأخيراً، تؤكد الأبحاث أن التوقيت الدقيق للاستثمار في هذه الأصول أمر بالغ الأهمية لتعزيز الفائدة منها، نظراً للعلاقات الديناميكية التي تربطها بالمتغيرات الاقتصادية.

المحور الثاني

العلاقة بين سعر الذهب وسعر الصرف وسوق الأوراق المالية

في ضوء الأدبيات الاقتصادية

يهتم هذا المحور بدراسة العلاقة بين سعر الذهب وسعر الصرف وسوق الأوراق المالية في ضوء ثلاث نقاط فرعية؛ أما النقطة الأولى فتتمثل في العلاقة بين أسعار الذهب وسعر الصرف الأجنبي (الدولار)، في حين تتمثل النقطة الثانية في العلاقة بين أسعار الذهب وسوق الأوراق المالية، بينما تستعرض النقطة الثالثة العلاقة بين سعر الصرف الأجنبي (الدولار) وسوق الأوراق المالية، وأخيراً تناقش النقطة الرابعة العلاقة بين هذه المتغيرات مجتمعة، وفيما يلي عرض تفصيلي لذلك.

أولاً: العلاقة بين الذهب وسعر الصرف الأجنبي (الدولار):

تعد العلاقة بين الذهب والعملات الأجنبية، وخاصة الدولار الأمريكي، معقدة ومتغيرة عبر التاريخ. لطالما حافظ الدولار على هيمنته العالمية بفضل عدة عوامل، أهمها استخدامه الواسع في التجارة الدولية، ودوره الأساسي في تسعير السلع الاستراتيجية مثل النفط والذهب (Baur, D. G., 2010)،

تطورت هذه العلاقة عبر عدة أنظمة نقدية: بدأ الأمر بنظام قاعدة الذهب الذي كان يهدف لتحقيق استقرار أسعار الصرف عبر ربط العملات بالذهب. تلاه نظام بريتون وودز (1944-1971)، الذي ربط الدولار بالذهب، وجعل منه العملة الاحتياطية الوحيدة القابلة للتحويل. بعد انهيار هذا النظام، ظهر نظام الصرف المرن (منذ ١٩٧٣)، حيث تم تعويم العملات الأجنبية مقابل الدولار، الذي استمر رغم ذلك كعملة احتياط دولية رئيسية (Jaffe, 1989) في أوروبا، شهدت تلك الفترة ظهور أنظمة مختلفة كمحاولات لتحقيق استقرار العملات المحلية، مثل نظام الثعبان النقدي الأوروبي (1972) الذي سمح لست دول أوروبية بتقليص هامش التقلب بين عملاته في حدود $\pm 2\%$ ، ثم النظام النقدي الأوروبي (1979) - (EMS)، الذي اعتمد على وحدة حساب مرجعية هي الوحدة النقدية الأوروبية ECU، للتحكم في تقلبات أسعار الصرف (Pukthuanthong, 2011)، وفي موازاة ذلك، عززت ترتيبات غير رسمية مثل اتفاقية البترودولار بين السعودية والولايات المتحدة على هيمنة الدولار في تجارة النفط العالمية (معزوز، ٢٠١١). أخيراً، أبرمت اتفاقية ماستريخت (1992) التي أرسى الأساس القانوني للاتحاد الاقتصادي والنقدي الأوروبي، مما أدى إلى إصدار اليورو في عام ١٩٩٩ وفرضت معايير صارمة للانضمام إليه (رشاد عبد القادر، ٢٠٢٤).

ثانياً: علاقة الذهب بأسواق الأوراق المالية: تعقيد ودور متعدد الأوجه

في واقع الأمر، حتى يُمكن فهم العلاقة بين الذهب وسوق الأسهم يجب أن نوضح معنى مصطلحين شاع استخدامهما في فترات عدم الاستقرار الاقتصادي، والتقلبات المالية وهما مصطلح التحوط، والملاذ الآمن، وفيما يلي تفصيل ذلك:

- مفهوم التحوط او التغطية (Hedge):

يشير مصطلح التحوط (Hedge) إلى استراتيجية مالية تهدف إلى تقليل المخاطر الناتجة عن تقلبات الأسعار في الأسواق المستقبلية (Abdelmalek, 2023)، ويمكن وصف التحوط بأنه "أصل مالي لا يرتبط بانتظام أو يرتبط سلبياً بأصول أخرى مثل الأسهم والعملات، مما يوفر حماية للمستثمرين من تقلبات تلك الأصول" (Ciner, 2013)، بينما عرّفه بارو "أن التحوط يحدث عندما يكون هناك ارتباط عكسي بين أداء الأصل المتحوط به وسوق الأسهم" (Baur, 2010)، وقد ميّز بارو بين نوعين: التحوط القوي، الذي يتميز بارتباط سلبي دائم، والتحوط الضعيف، حيث يختفي هذا الارتباط بشكل عام، يعكس التحوط علاقة متوسطة بين الأصول بمرور الوقت، حيث يكون الأصل المتحوط به غير مرتبط أو مرتبط سلبياً بالأصول الأخرى (Baur, 2010).

- تعريف الملاذ الآمن (Safe Haven)

أشار ديرك بارو (Baur, 2010) الملاذ الآمن بأنه "الأصل المالي الذي يحافظ على قيمته أو يزيدها في أوقات الأزمات الاقتصادية" وهناك نوعان رئيسيان من الملاذات الآمنة: **الملاذ الآمن القوي (Strong Safe Haven)** الذي يتحقق عندما يتحرك الأصل عكسياً مع الأصول الأخرى مثل الأسهم خلال الأزمات الشديدة؛ و**الملاذ الآمن الضعيف (Weak Safe Haven)**، الذي لا يرتبط بالأصول الأخرى، مما يحافظ على قيمته ثابتة حتى في ظل انهيار الأسواق (Baur, 2010). وتظهر أهمية الملاذ الآمن في أوقات الأزمات مثل جائحة كوفيد-١٩، حيث يتجه المستثمرون للأصول التي لا ترتبط بغيرها، فإذا كان الارتباط عكسياً، يُعتبر الأصل ملاذاً آمناً قوياً، وإذا كان الارتباط صفرياً، فيُعتبر ملاذاً آمناً ضعيفاً (Abdelmalek, 2023).

- علاقة الذهب وسوق الأوراق المالية

تُعد العلاقة بين الذهب وأسواق الأوراق المالية غير مُحددة، نظراً لاختلاف خصائص كل منهما ودوره في الأنظمة المالية. (Al-Ameer, et, al., 2018) ويرجع هذا التعقيد إلى عدة عوامل، منها تعدد وظيفة الذهب في أوقات الأزمات الاقتصادية مقارنة بأوقات الاستقرار الاقتصادي.

عادة ما يلجأ المستثمرون إلى الذهب كملاذ آمن عند انخفاض أسعار الأسهم وزيادة حالة عدم اليقين أما في الأوقات العادية (Gokmenoglu, 2015)، قد تتعدهم هذه العلاقة أو تصبح إيجابية عندما يُستخدم الذهب كأداة للتحوط، لذا، تصبح العلاقة بين الذهب وسوق المال سلبية فإن هذه العلاقة تتأثر بالعديد من الأوضاع الاقتصادية مثل التضخم، تقلبات أسعار الفائدة، وتغيرات أسعار الصرف.

كما تشير بعض الدراسات إلى وجود تكامل مشترك (Cointegration) بين الذهب وأسواق الأوراق المالية، مما يدل على وجود علاقة طويلة الأجل بينهما، حيث تتحرك أسعارهما معاً نتيجة عوامل مشتركة (Beckmann, 2019)، وبذلك، يعمل الذهب كأداة للتحوط في فترات التقلبات الحادة، بينما قد يتشابه سلوكه مع الأسهم في أوقات الاستقرار.

على الجانب الآخر، ذهبت دراسات أخرى إلى غياب هذه العلاقة المستقرة بين السوقين، **لاختلاف العوامل التي تؤثر على كلٍ منهما**، قد يتأثر سوق الذهب بمجموعة من العوامل الاقتصادية كالسياسات النقدية وأسعار الصرف الأجنبي، وعوامل أخرى غير اقتصادية مثل المخاطر الجيوسياسية أو سلوك المستثمرين المتحفظ، أو وجود أزمات ثقة (Sheikh, 2020)، بينما يتأثر سوق الأوراق المالية بشكل أساسي بالبيانات الاقتصادية المحلية، وتقلباتها وعوائد الشركات واعتبارات أخرى تتعلق بالعائد والمخاطرة (Sinton, 2014)، بل ذهبت بعض الدراسات إلى عدم وجود علاقة سببية مباشرة بين الذهب وسوق الأوراق المالية، مؤكدة أن العلاقة القائمة مجرد انعكاس لظروف غير مستقرة ذات طبيعة سياسية أو اقتصادية (Ingallhalli, 2016).

نستخلص مما سبق أنه لا توجد علاقة توازنه ثابتة وطويلة الأجل بين الذهب وسوق الأوراق المالية، قد يسيران في نفس الاتجاه أحياناً أو في اتجاه معاكس، وهذا يرجع إلى تأثير كلٍ منهما بمتغيرات اقتصادية مختلفة كلياً، كما إن الطبيعة غير المتماثلة لتقلبات المتغيرات الاقتصادية الكلية على أسعار الأسهم خلال الأزمات المالية، التي تُشير إلى تغير سلوك المستثمرين عند حدوث هذه الأزمات.

ثالثاً: علاقة سعر الصرف بسوق الأسهم

إن تأثير سعر الصرف على أسواق الأسهم هو موضوع مهم، خاصةً في الاقتصادات الناشئة التي تتبنى سياسة تحرير سعر الصرف. غالباً ما يكون لهذا التحرير تأثير مزدوج، ففي الاقتصادات المتقدمة، يخلق فرصاً للاستثمار الدولي، بينما قد يؤدي في الاقتصادات الناشئة إلى زيادة معدلات التضخم بسبب تقلبات أسعار الصرف (Kumar, 2017)، توجد ثلاثة مداخل رئيسية في الأدبيات الاقتصادية تفسر هذه العلاقة.

أ- المدخل التقليدي (مدخل سوق السلع)؛ يركز هذا المدخل على التجارة الخارجية، ويفترض وجود علاقة إيجابية بين سعر الصرف وسوق الأسهم. يتحدد سعر الصرف بناءً على أداء الميزان التجاري للدولة، وتؤثر تغيراته في القدرة التنافسية للاقتصاد.

وفقاً لهذا المدخل، المشابه للنماذج الموجهة بالتدفق (Flow-Oriented Models)، فإن تخفيض قيمة العملة المحلية يجعل الصادرات أرخص، مما يزيد من تنافسيتها وحجمها. وفي المقابل، تصبح الواردات أغلى، مما يقلل حجمها. يؤدي هذا التحسن في الميزان التجاري إلى ارتفاع أرباح الشركات وزيادة جاذبية أسهمها، وبالتالي ارتفاع أسعارها. والعكس صحيح (Phylaktis, 2005).

ب-مدخل توازن المحفظة الاستثمارية (Portfolio Balance Approach) يفترض هذا النهج أن سوق الأسهم يؤثر على سعر الصرف عن طريق تدفقات رؤوس الأموال بين الدول، حيث إن ارتفاع سعر الفائدة يؤدي إلى زيادة جاذبية سوق الأسهم للمستثمرين الأجانب، ومن ثم يزداد الطلب على العملة المحلية لشراء تلك الأسهم، وبالتالي ترتفع قيمة العملة المحلية، والعكس بالعكس (رشاد عبد القادر، ٢٠٢٤).

ج-مدخل التسعير بالمراجعة (Arbitrage Pricing Approach) ويُطلق عليه في بعض الدراسات مدخل تسعير الأصول، وبناءً على هذا المدخل يتأثر أداء سوق الأسهم وسعر الصرف بمجموعة من المتغيرات الاقتصادية كأسعار الفائدة ومعدلات التضخم والنمو الاقتصادي. ولما كانت الأرباح تتحقق من فروقات الأسعار بين السوقين، فإن تأثير أي تغير في هذه العوامل الاقتصادية بالتزامن إلى سعر الصرف وسوق الأسهم. (عبد القادر، ٢٠٢٤).

د-مدخل سعر الفائدة:

وفقاً لهذا المدخل يتأثر سعر الصرف الأجنبي بأسعار الفائدة السائدة في الاقتصاد، فقد يؤدي ارتفاع أسعار الفائدة المحلية إلى جذب رؤوس الأموال الأجنبية وزيادة الطلب على العملة المحلية، مما يرفع من قيمة سعر الصرف الأجنبي (Arouri, 2015)، أيضاً يؤثر ارتفاع سعر الفائدة سلباً على سوق الأسهم لأنه يزيد من تكلفة الاقتراض للشركات، ويقلل من جاذبية الاستثمار في الأسهم مقارنة بالسندات، مما يخلق علاقة عكسية بين سعر الصرف وسوق الأسهم، كما يؤدي التفاؤل في توقعات المستثمرين إلى زيادة الاستثمارات في سوق الأسهم وارتفاع أسعارها، ومن ثم تصبح العلاقة عكسية (Alagidede, 2011).

كما أشارت بعض الدراسات إلى أن سوق الأسهم قد يُقلل من تأثير السياسات النقدية على سعر الصرف، بل وقد يعكس في بعض الحالات، ويمكن أن يكون لسوق الصرف تأثير مباشر على سوق الأسهم، خاصة إذا كان مرتبطاً بسياسات الدولة، كما حدث في مصر في ٣ نوفمبر ٢٠١٦، حيث أدى إعلان تحرير سعر الصرف إلى تغيرات إيجابية في عوائد الأسهم (المغني، ٢٠٢١).

نستخلص مما سبق أن العلاقة بين سعر الصرف وسوق الأسهم علاقة مُعقّدة، فقد تكون إيجابية وفقاً لمدخل سوق السلع، وقد تكون تلك العلاقة ثنائية أو معاكسة كما في مدخل المحفظة الاستثمارية، أو قد تتأثر هذه العلاقة بمجموعة من المتغيرات الاقتصادية والسياسات المتبعة، وبطبيعة الحال يُعدّ سعر الصرف المرأة التي تعكس قوة الاقتصاد وبالتالي فإن يتحسن قيمة العملة المحلية (كالجنيه المصري)، يجذب رؤوس الأموال الأجنبية ومن ثم تحسن سوق الأسهم نظراً لتفاؤل المستثمرين في الاقتصاد المحلي.

رابعاً: علاقة الذهب وسعر الصرف وسوق الأوراق المالية:

تضاربت نتائج الدراسات التي تناولت تحليل العلاقة الديناميكية بين أسعار الذهب وسعر الصرف وسوق الأوراق المالية، بعض الدراسات تشير إلى وجود علاقة إيجابية بين هذه المتغيرات، خاصة في أوقات الأزمات المالية العالمية مثل عام ٢٠٠٨ (Ali, 2021)، حيث قد تكون العلاقة غير مباشرة؛ كتأثير تغيرات سعر الذهب على سعر الصرف، ومن ثم على مؤشر سوق الأسهم (Gopal, 2016).

بينما أكد جوبال (Gopal, 2016) على وجود علاقة ثنائية بين الذهب وسوق الأسهم؛ فإذا انخفض سعر الذهب، ينخفض مؤشر الأسهم، وفي المقابل، يؤدي انخفاض المؤشر إلى ارتفاع أسعار الذهب، بسبب لجوء المستثمرين إلى الأصول الآمنة؛ في حين أظهرت دراسة أكبر (Akbar, et al., 2019) وجود علاقة عكسية ثنائية الاتجاه بين أسعار الأسهم والذهب من ناحية، وبين قيمة الروبية والذهب من ناحية أخرى، بينما كانت العلاقة بين أسعار الأسهم والروبية إيجابية، ويعود ذلك إلى كون الذهب ملاذًا آمنًا في فترات الركود. كما توصل أحمد (Ahmed, 2017) إلى علاقة عكسية بين أسعار الأسهم وأسعار الذهب، حيث تؤدي الصدمات في عوائد الأسهم إلى تباين في أسعار الذهب، في المقابل توصلت دراستي كل من (Ali, 2021)، و (Sinton, 2014) إلى عدم وجود تكامل مشترك، مشيرة إلى علاقة سلبية في الأجل القصير؛ فارتفاع سعر الذهب يجذب المستثمرين ويؤدي إلى انخفاض أسعار الأسهم.

وأخيراً، أكدت بعض الدراسات على وجود تكامل مشترك طويل الأجل بين المتغيرات الثلاثة (Thakolsri, 2021)، حيث أثبتت وجود ترابط طويل الأجل بين سعر الصرف، وسعر الذهب، وسوق الأسهم في تايلاند. هذا يعني أنه رغم أي صدمات قصيرة الأجل، تعود المتغيرات إلى التوازن على المدى الطويل، مما يجعلها أدوات للتحوط بعضها البعض، هذه النتائج تتوافق مع دراسة أرشد (Arshad, 2025) التي أكدت على العلاقة السلبية على المدى القصير والطويل بين سعر الصرف وسوق الأسهم، وأن الذهب يعمل كملاذ آمن، أخيراً، أشارت دراسة سينجال (Singhal, 2019) إلى وجود تأثير إيجابي لأسعار الذهب على أسعار الأسهم، بينما كان تأثيرها ضعيفاً على سعر الصرف.

المحور الثالث

قياس تأثير تقلبات أسعار الذهب وسعر الصرف الأجنبي للدولار على مؤشر سوق الأسهم في مصر

يهتم نموذج الانحدار الذاتي ذو فترات الإبطاء الموزعة (Autoregressive Distributed Lag -ARDL)، بقياس وتفسير وتحليل العلاقة الديناميكية بين السلاسل الزمنية، وينقسم هذا النموذج إلى شقين؛ أما الشق الأول فيسمى **الانحدار الذاتي** وفيه تُستخدم القيم السابقة في تفسير القيم الحالية للمتغير التابع، أما الشق الثاني فيسمى فترات الإبطاء الموزعة Distributed Lag ومن خلاله تستخدم القيم السابقة والحالية للمتغيرات المستقلة في تفسير القيم الحالية للمتغير التابع.

أولاً: الصيغة المقدرة للنموذج:

$$ARDL) p, q, q, \dots q: y_{it} = \sum_{k=1}^p \lambda_{ik} y_{i,t-k} + \sum_{k=0}^q \delta_{ik} x_{i,t-k} + \omega_i + \varepsilon_{it}$$

حيث يُشير X_{it} إلى مُتجه المتغيرات التي تُفسر المجموعة i ، والتي قد تكون عند المستوى $I(0)$ ، والمستوى $I(1)$ ، أو مزيج بينهما، λ_{ik} تُشير إلى المعاملات الخاصة التابعة المُتباطئة (المرجحة) δ_i : $(1 \times k)$ والتي تُعبر عن متجهات المعلمات، (i) مجموعة الآثار لخطأ المُحددة، du تُشير إلى حدود الخطأ

النموذج المُقدر

$$\Delta Y_t = \alpha_0 + \sum_{i=1}^p \beta_i \Delta Y_{(t-i)} + \sum_{j=0}^q \delta_j \Delta X_{(t-j)} + \lambda_1 Y_{(t-1)} + \lambda_2 X_{(t-1)} + \varepsilon_t$$

حيث Y_t هو المتغير التابع في الزمن t ، X_t هو المتغير المستقل، α_0 هو الحد الثابت، β_i هي معاملات المتغير التابع المتأخرة، δ_j هي معاملات المتغيرات المستقلة المتأخرة، و ε_t هو حد الخطأ.

-النموذج الذي سيتم تقديره:

$$\begin{aligned} LNEGX30 = & C(1)*LNEGX30(-1) + C(2)*LNEGX30(-2) + C(3)*LNEGX30(-3) + \\ & C(4)*GVZ + C(5)*GVZ(-1) + C(6)*GVZ(-2) + C(7)*GVZ(-3) + C(8)*LNINTEREST \\ & + C(9)*LNINTEREST(-1) + C(10)*LNINTEREST(-2) + C(11)*LNINTEREST(-3) + \\ & C(12)*LNINTEREST(-4) + C(13)*LNEXCH + C(14)*LNEXCH(-1) + \\ & C(15)*LNEXCH(-2) + C(16)*LNEXCH(-3) + C(17)*LNEXCH(-4) + C(18)*LNINF \\ & + C(19)*LOIL + C(20)*LOIL(-1) + C(21)*LOIL(-2) + C(22)*LNGOLDPRICE + \\ & C(23)*D1 + C(24)*D1(-1) + C(25)*D2 + C(26)*D2(-1) + C(27)*D3 + C(28)*D3(-1) \\ & + C(29)*D3(-2) + C(30)*D3(-3) + C(31)*D3(-4) + C(32) \end{aligned}$$

ثانياً: متغيرات الدراسة

تضمن النموذج عدد من المتغيرات والتي مصدرها منها: - LEGX 30 وهو اللوغاريتم الطبيعي لعوائد مؤشر EGX30 في البورصة المصرية؛ متغير GVZ وهو مؤشر تقلبات أسعار الذهب عالمياً؛ كذلك متغير LXAU/USA وهو الذي يُعبر عن اللوغاريتم الطبيعي لسعر أوقية الذهب بالدولار، حيث تم قسمة البيانات من الموقع ذاته على سعر الصرف للدولار في مواجهة الجنيه لتوحيد عملة المتغيرات؛ LEXCH، الذي يُعبر عن سعر الصرف دولار/جنيه. <https://sa.investing.com> LINF: وهو اللوغاريتم

الطبيعي للتضخم، بيانا شهرية والتي تم الحصول عليها من موقع <https://www.capmas.gov.eg> - <https://tradingeconomics.com> LOIL: وهو عبارة عن اللوغاريتم الطبيعي لمعدل سعر النفط، و LINTEREST RATE والتي تُعبر عن اللوغاريتم الطبيعي لسعر الفائدة وقد تم الحصول على البيانات الخاصة بهذه المتغيرات من <https://tradingeconomics.com>

وللتحقق من تأثير الأحداث الخارجية استخدمت الدراسة ثلاثة متغيرات وهمية: حيث يشير الرمز D1 للمتغير الوهمي الأول وهو انتشار كوفيد-١٩ والذي بدأ تأثيره بداية من مارس ٢٠٢٠ واستمر حتى ديسمبر ٢٠٢٠، بينما يُشير D2 إلى المتغير الوهمي الثاني الذي يُعبر عن الحرب الروسية- الأوكرانية والتي اشتعلت في فبراير ٢٠٢٢ واستمر تأثيرها حتى الآن، وأخيراً يُشير D3 إلى المتغير الوهمي الثالث، والذي يُعبر عن حرب غزة والتي نتج عنها عدم الاستقرار في منطقة الشرق الأوسط والتي بدأت منذ شهر أكتوبر ٢٠٢٣ وحتى الآن.

ثالثاً. الوصف الإحصائي للبيانات:

يوضح الجدول رقم (2) الوصف الإحصائي لمتغيرات الدراسة، بصفة عامة يُظهر الجدول أن معظم المؤشرات التي تناولتها الدراسة باستثناء مؤشر EGX30 ومعدل التضخم، تتسم بالتقلبات الشديدة، ولا تتبع التوزيع الطبيعي، الأمر الذي يعكس وجود فترات من التقلبات الحادة، فضلاً عن ظهور قيم متطرفة في السوق، وبناء على نتائج هذا الجدول نجد أن مؤشر EGX30 ومعدل التضخم، تتبع التوزيع الطبيعي نسبياً، نظراً للتقارب بين القيم المتوسطة والوسيط، كما تُشير بيانات اختبار جارك- بيرا إلى اتباع التوزيع الطبيعي حيث كانت القيمة الاحتمالية أكبر من 0.05، عند مستوى ثقة ٩٥٪، في حين لم تتبع كل من مؤشر GVZ، وسعر الصرف، وسعر الذهب، وسعر الفائدة التوزيع الطبيعي، مما يُشير إلى تعرض تلك المؤشرات إلى تقلبات شديدة فضلاً عن وجود فروقات واسعة بين القيمة القصوى والدنيا لهذه المؤشرات، كما أظهرت قيم سعر الفائدة وسعر الصرف وجود التواءات إيجابية وقمم حادة، وهذا يدل على وجود فترات شهدت ارتفاعاً حاداً فضلاً عن وجود قيم متطرفة، كما أوضحت نتيجة الجدول وجود استقرار نسبي، نظراً للتقارب بين قيم المتوسط والوسيط، بينما لا تتبع التوزيع الطبيعي حيث أن القيمة الاحتمالية لجارك بيرا أقل من (0.05).

جدول رقم (٢) الوصف الإحصائي لمتغيرات الدراسة

	EGX30	GVZ	EXCH	EXA/USA	INF	INTEREST	OIL P.
Mean	723.4	15.7	22.5	1724.1	1.05	15.7	0.37
Median	720.2	15.8	17.7	1724.2	1.06	16.4	0.37
Maximum	1037.8	29.2	50.8	3306.1	2.33	41.1	0.54
Minimum	470.9	9.3	7.8	1160.2	0.11	9.3	0.19
Std. Dev.	128.4	3.8	11.8	479.7	0.46	5.3	0.10
Skewness	0.13	0.6	1.3	1.1	0.12	1.9	0.07
Kurtosis	2.1	3.3	3.7	4.34	2.8	10.5	1.7
Jarque-Bera	3.8	7.9	38.18	34.7	0.5	324.	7.5
Probability	0.15	0.02	0.00	0.00	0.78	0.00	0.02
Sum	81021	1761.	2523.0	193103	118	1753	41.9
Sum Sq. Dev.	182955	1631.7	15663.	2554388	23.6	310٢	1.07
Observations	112	112	112	112	112	112	112

المصدر: من إعداد الباحثة بناء على نتائج برنامج E-Views

ثالثاً: مصفوفة الارتباط ولعل أهم ما يمكن ملاحظته من الجدول رقم (3) الذي يوضح نتائج مصفوفة الارتباط بين متغيرات النموذج، فنجد أن هناك علاقة سلبية قوية بين مؤشر EGX30 وكل من سعر الصرف وسعر الذهب، بينما كانت العلاقة سلبية ولكن بصورة متوسطة مع تقلبات أسعار الذهب (GVZ)، وسلبية بصورة أضعف مع معدل التضخم وسعر النفط، أما عن سعر الصرف فقد كانت علاقته قوية جداً بينه وبين سعر الذهب، بينما كانت العلاقة إيجابية متوسطة بين سعر الصرف وسعر الفائدة، في حين كانت علاقته سلبية بسعر النفط.

جدول رقم (٣) مصفوفة الارتباط بين متغيرات الدراسة

	EGX30	GVZ	EXCH	XAU/USA	INF	INTEREST	OIL Price
EGX30	1						
GVZ	-0.41	1					
EXCH	-0.49	0.01	1				
XAU/USA	-0.55	0.37	0.85	1			
INF	-0.07	0.03	0.07	0.14	1		
INTEREST	0.07	-0.33	0.62	0.33	-0.07	1	
OIL Price	-0.07	0.35	-0.36	0.04	0.17	-0.58	1

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على نتائج برنامج E-views

رابعاً: الاختبارات القبلية للنموذج: يوضح الجدول رقم (4) نتائج اختبار ديكي فولر الموسع أو المعدل الذي يوضح أن جميع متغيرات الدراسة قد استقرت بعد أخذ الفروق الأولى، فيما عدا مؤشر تقلبات سعر الذهب CBOE أو GVZ كذلك التضخم، وسعر الفائدة فقد كانت هذه السلاسل مستقرة عن المستوى (0)، ومن ثم فإن السلاسل الزمنية لكل من سعر الصرف، وسعر أوقية الذهب (AUX/EGP) Gold price، وسعر النفط قد استقرت عند المستوى الأول $[I(0)]$ ، في حين كانت السلاسل الزمنية لكل من مؤشر تقلبات سعر الذهب عالمياً GVZ، والتضخم وسعر الفائدة قد استقرت بدون أخذ الفروق الأولى وان اختلفت استقرارها سواء في حال وجود حد ثابت أو حد ثابت واتجاه أي أنها استقرت عند $[I(0)]$ ، ومن ثم يمكن إجراء نموذج ARDL.

جدول رقم (٤) نتائج اختبار ديكي فولر الموسع

	Level no intercept or trends		Level with intercept		Level with intercept and trends		first differen	
	t-stat	Prob	t-stat	Prob	t-stat	Prob	t-stat	Prob
EGX30/USA	-0.69	0.417	-2.75	0.06	-3.72	0.02	-10.9	0.000
Exchange rate	2.029	0.989	0.357	0.9802	-0.89	0.953	-10.2	0.000
GVZ	-0.68	0.419	-3.59	0.0075	-3.72	0.025	-9.32	0.000
XAU/USA	3.317	0.999	2.538	1.000	0.510	0.992	-9.29	0.000
Inflation	-0.13	0.638	-9.89	0.000	-10.0	0.000	-9.02	0.000
Interest	-0.78	0.374	-3.21	0.020	-3.18	0.094	-9.43	0.000
Oil-price	-0.26	0.591	-1.31	0.624	-1.23	0.899	-13.2	0.000

المصدر: من إعداد الباحثة بناء على نتائج برنامج E-views

خامساً: نتائج تطبيق نموذج ARDL

يُظهر جدول رقم (٥) أن تأثير المؤشر EGX30 على نفسه قوي وذات دلالة معنوية (0.719, $p=0.000$)، مما يعكس مبدأ الاستمرارية لحركة المؤشر وتأثره بأدائه في السابق عند وجود فترة إبطا (-١)، بينما كان هذا التأثير سلبي في الفترات (-٢)، (-٣) وإن كانت غير ذات دلالة إحصائية، كان تأثير سعر أوقية الذهب المحلي (XAU/EGP) بعد إعادة تقييمها بالدولار تأثير إيجابي ودال إحصائياً (0.366, $p=0.000$). يُفسر ذلك بأن المستثمرين قد يرون ارتفاع أسعار الذهب كإشارة إلى توقعات تضخمية إيجابية أو زيادة في السيولة، مما يدفعهم للاستثمار في الأسهم، خاصة في غياب بدائل استثمارية جذابة.

جدول (٥) نتائج تطبيق نموذج ARDL

Variable	Coeff.	Std. Error	t-Stat	Prob.*
LNEGX30(-1)	0.72	0.09	8.23	0.00
LNEGX30(-2)	-0.09	0.11	-0.83	0.41
LNEGX30(-3)	-0.15	0.09	-1.71	0.09
GVZ	-0.01	0.00	-4.27	0.00
GVZ(-1)	0.01	0.00	1.97	0.05
GVZ(-2)	0.00	0.00	-0.34	0.73
GVZ(-3)	-0.01	0.00	-2.69	0.01
LNINTEREST	0.05	0.05	0.93	0.36
LNINTEREST(-1)	-0.08	0.06	-1.36	0.18
LNINTEREST(-2)	0.14	0.07	1.96	0.05
LNINTEREST(-3)	0.03	0.07	0.39	0.70
LNINTEREST(-4)	0.12	0.06	2.13	0.04
LNEXCH	0.21	0.10	1.97	0.05
LNEXCH(-1)	-0.45	0.09	-5.04	0.00
LNEXCH(-2)	0.14	0.09	1.50	0.14
LNEXCH(-3)	0.11	0.09	1.22	0.23
LNEXCH(-4)	-0.15	0.07	-2.01	0.05
LNINF	0.00	0.01	0.15	0.88
LOIL	0.36	0.19	1.93	0.06
LOIL(-1)	-0.70	0.18	-3.84	0.00
LOIL(-2)	0.33	0.14	2.38	0.02
LXAU/USA	0.37	0.08	4.34	0.00
D1	-0.14	0.04	-3.52	0.00
D1(-1)	0.13	0.04	3.21	0.00
D2	0.03	0.05	0.71	0.48
D2(-1)	-0.10	0.05	-1.98	0.05
D3	0.08	0.05	1.67	0.10
D3(-1)	-0.04	0.07	-0.67	0.51
D3(-2)	0.04	0.07	0.64	0.52
D3(-3)	0.13	0.07	1.80	0.08
D3(-4)	-0.25	0.06	-3.97	0.00
C	1.08	0.72	1.50	0.14

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات نموذج E-views

وفيما يتعلق بسعر الفائدة: كان تأثيره إيجابياً ودالاً إحصائياً، لكنه جاء متأخراً (بعد أربعة أشهر) (0.124, $p=0.0361$). يُعزى ذلك إلى أن قرار البنك المركزي برفع الفائدة يطمئن المستثمرين بشأن استقرار الاقتصاد، مما يزيد عمليات الشراء في سوق الأسهم ويجذب رؤوس الأموال الأجنبية.

سعر الصرف: له تأثير سلبي فوري ($p=0.000$, -0.452). فمع توقع ارتفاع سعر الدولار، تنخفض قيمة الجنيه المصري، مما يؤثر سلباً على الشركات المستوردة ويؤدي إلى هروب رؤوس الأموال. ولكن، يظهر تأثير إيجابي بعد فترة إبطاء واحدة، حيث يتأقلم المستثمرون مع الأوضاع أو تستفيد الشركات المصدرة من انخفاض قيمة العملة المحلية، والذي يؤكد هذه النتيجة وجود تأثير سلبي معنوي بعد أربع فترات إبطاء تخللها تأثير إيجابي وإن كان غير معنوي مما يدل على ضرورة وجود فترة زمنية للتأقلم، أما عن تأثير مؤشر تقلبات الذهب العالمي GVZ سلبي وذو دلالة إحصائية ($p=0.001$, -0.01127) على أداء مؤشر البورصة المصرية في جميع فترات الإبطاء. هذا يعزز فكرة أن زيادة عدم اليقين في الأسواق العالمية تدفع المستثمرين للابتعاد عن الأصول عالية المخاطر (الأسهم) واللجوء إلى الذهب كملاذ آمن.

بينما كان تأثير التضخم إيجابياً ولكنه ضعيف وغير ذو دلالة إحصائية ($p=0.048$, 0.001276)، قد يلجأ المستثمرون إلى شراء الأسهم كنوع من التحوط ضد التضخم، أما بالنسبة إلى أسعار النفط فقد اتضح أن أثرها على EGX30 متذبذب زمنياً؛ حيث يظهر الأثر المباشر موجباً، بينما يصبح سلبياً بعد فترة قصيرة، ثم يعود ليأخذ اتجاهًا موجباً لاحقاً، بما يعكس حساسية السوق المصري للتقلبات في أسعار الطاقة العالمية، لما لها من تأثير مباشر على تكلفة الطاقة، أما عن تأثير المتغيرات الصورية ($D1, D2, D3$)، فنجد أن $D1$ سلبي مباشر معنوي بدرجة كبيرة ($p=0.007$, -0.059)، بينما كان $D3$ سلبياً بدرجة كبيرة ($p=0.000$, -0.25)، وهذا يُعبر عن أن تأثير $D1$ والذي يُعبر عن تأثير انتشار فايروس كوفيد-١٩، $D3$ والذي يُعبر عن أحداث غزة وعدم استقرار منطقة الشرق الأوسط كان لهما تأثيراً سلبياً على أداء مؤشر EXG30، بينما غاب تأثير الحرب الروسية على أداء مؤشر EXG30.

ومما سبق يُمكن القول بأن أداء مؤشر EGX30 يتأثر بدرجة كبيرة بمجموعة العوامل المتشابهة بشكل ديناميكي تشمل متغيرات تتعلق بالأسواق العالمية (كمؤشر تقلبات الذهب، أو أسعار النفط)، أو متغيرات تتعلق بالسياسة النقدية على المستوى المحلي مثل (سعر الفائدة و سعر الصرف الخاص بالعملة الأجنبية)، فسيادة عدم اليقين على المستوى العالمي يظهر تأثيرها سلبي على أداء أسواق الأسهم، بينما أظهر أسعار الذهب والتغيرات المتتالية في سعر الصرف قد تظهر علاقة إيجابية نتيجة عمليات التصحيح التي تأتي متأخرة، بينما كان هناك تأثير ضعيف للتضخم خاصة على المدى القصير.

سادساً: تقدير العلاقة في الأجل القصير والأجل الطويل:

يوضح تقدير نموذج تصحيح الخطأ (CECR) وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين متغيرات الدراسة وأداء مؤشر EGX30، حيث بلغ معامل تصحيح الخطأ (ECT) قيمة سالبة ومعنوية (0.516, $p=0.000$) هذا المعامل يشير إلى أن حوالي 51.6% من أي اختلال قد يحدث في المؤشر على المدى الطويل يتم تصحيحه في الفترة التالية. كما تُظهر النتائج وجود تأثير سلبي ومعنوي لمؤشر تقلبات الذهب الدولي (GVZ)، مما يؤكد أن زيادة عدم اليقين العالمي تدفع المستثمرين للابتعاد عن سوق الأسهم. في المقابل، كان لسعر الفائدة تأثير إيجابي ودال إحصائياً، مما يعكس رؤية المستثمرين له كعامل جذب لرؤوس الأموال الأجنبية ودليل على الاستقرار الاقتصادي. أما سعر الصرف، فقد كان له تأثير سلبي ولكنه غير معنوي، أخيراً، يظهر التحليل أن سعر الذهب المحلي له تأثير إيجابي ودال إحصائياً على المدى الطويل، في حين كان تأثير التضخم إيجابياً ولكنه ضعيف، وتأثير النفط سلبياً ولكنه غير معنوي.

- معادلة الأجل الطويل: يُشير الجدول رقم (٦) الى العلاقة طويلة الأجل المقدرة بين مؤشر EGX30 وبين المتغيرات المستقلة؛ حيث أظهرت علاقة سلبية وذات دلالة إحصائية في الأجل الطويل بين مؤشر تقلبات سعر الذهب الدولي $(-0.0330, Prob.=0.000)$ ، بينما كان التأثير موجباً وذو دلالة إحصائية بين المؤشر سعر الفائدة $(0.51, p=0.000)$ وسعر أوقية الذهب في مصر مقومة بالدولار $(0.71, Prob.=0.000)$ ، كذلك في حين كان هناك تأثير سلبي ولكنه غير ذو دلالة في كل من معنوي في سعر الصرف الأجنبي $(-0.28, p=0.26)$ ، وتأثير موجب غير معنوي للتضخم $(0.064, Prob.=0.0623)$ ، وسعر النفط $(0.002, p=0.99)$ ، وفيما يتعلق بالمتغيرات الوهمية نجد أن هناك تأثير سلبي لكل الأحداث التي حدثت خلال فترة الدراسة كانتشار كوفيد-١٩، والحرب الروسية الأوكرانية، وحرب غزة أو عدم استقرار منطقة الشرق الأقصى ولكن تجدر الإشارة ان تأثير الحرب الروسية الأوكرانية والمشار إليها بالمتغير الوهمي D2 كان ذو دلالة إحصائية.

جدول رقم (٦) تقدير العلاقة في الأجل القصير والطويل

ARDL Long Run Form and Bounds Test				
Conditional Error Correction Regression				
Variable	Coeff.	St. ER	t-Stat	Prob.
C	1.08	0.72	1.50	0.14
LNEXG30(-1)*	-0.52	0.07	-7.40	0.00
GVZ(-1)	-0.01	0.00	-3.25	0.00
LINTEREST(-1)	0.27	0.06	4.74	0.00
LNEXCH(-1)	-0.14	0.12	-1.20	0.24
LNINF**	0.00	0.01	0.15	0.88
LOIL(-1)	0.00	0.08	0.00	1.00
LXAU/USA**	0.37	0.08	4.34	0.00
D1(-1)	-0.01	0.03	-0.35	0.72
D2(-1)	-0.07	0.02	-2.88	0.01
D3(-1)	-0.04	0.04	-1.07	0.29
Case 2: Restricted Constant and No Trend				
GVZ	-0.03	0.01	-3.25	0.00
LINTEREST	0.51	0.09	5.43	0.00
LNEXCH	-0.28	0.24	-1.14	0.26
LNINF	0.001	0.02	0.15	0.88
LOIL	0.002	0.16	0.00	0.99
LXAU/USA	0.71	0.18	3.98	0.00
D1	-0.02	0.06	-0.35	0.72
D2	-0.13	0.04	-3.10	0.00
D3	-0.08	0.08	-1.02	0.31
C	2.09	1.25	1.67	0.10

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على مخرجات نموذج E-views

-الاختبارات البعدية: للتأكد من صحة النموذج تم اجراء اختبار LM للتحقق من عدم وجود ارتباط ذاتي تسلسلي بين الأخطاء، واختبار ARCH للتحقق من تجانس التباين، ووفقاً لنتيجة اختبار LM كانت نتيجة اختبار (F= 1, P= 0.37)، وبالتالي لا يمكن رفض الفرض العدمي ومن ثم لا يوجد ارتباط ذاتي تسلسلي بين الأخطاء، كما كانت نتيجة اختبار ARCH وفقاً للجدول رقم (7) كانت أيضاً غير معنوية حيث (F=2.58, P=0.08)، وبالتالي نقبل الفرض العدمي وهو عدم وجود تجانس للتباين، وأخيراً كانت قيمة اختبار **Jarque-Bera** (1.096,P=0.578) وهذا يعني ان السلاسل الزمنية تتبع التوزيع الطبيعي، مما يُشير إلى جودة نتائج النموذج ومن ثم يمكن الاعتماد عليها في تفسير سلوك مؤشر EGX30.

جدول رقم (٧) نتائج اختبار عدم تجانس والارتباط التسلسلي بين الأخطاء

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:			
F-statistic	1.00	Prob. F(2,74)	0.37
Obs*R-squared	2.85	Prob. Chi-Square(2)	0.24
Heteroskedasticity Test: ARCH			
F-statistic	2.58	Prob. F(2,103)	0.08
Obs*R-squared	5.07	Prob. Chi-Square(2)	0.08

المصدر: من إعداد الباحثة اعتماداً على نتائج برنامج E-viwes

اختبار جرانجر السببية: من الجدول رقم (٨) الذي أظهر اختبار السببية لجرانجر، حيث يوضح الجدول أنه بالنسبة للمتغيرات الأساسية في الدراسة كانت هناك اتجاه لسببية من سعر أوقية الذهب في السوق المحلي إلى عوائد مؤشر EGX30 حيث القيمة الاحتمالية (Prob.=0.03)، وهذا يعني أن القيم السابقة لأسعار أوقية الذهب المحلي مقومة بالدولار تؤثر على القيم المستقبلية لمؤشر EGX30، ومن ثم يُمكن ان تُستخدم للتنبؤ بالتغيرات في مؤشر EXG30 ، أما عن العلاقة السببية بين سعر أوقية الذهب وسعر صرف الدولار يتبين أن لا توجد علاقة سببية من مؤشر EGX30 على سعر الذهب XAU/USA، أما عن العلاقة السببية بين كل من سعر صرف الدولار ومؤشر EGX30 نجد أنه لا توجد علاقة سببية بينهما ففي الاتجاهين، كما لا توجد علاقة سببية بين سعر الصرف وسعر أوقية الذهب في الاتجاهين حيث كانت القيم الاحتمالية للاختبار أكبر من (0.05).

جدول رقم (٨) نتائج اختبار جرانجر للسببية

Null Hypothesis:	F-Stat.	Prob.
LXAU/USA does not Granger Cause LEGX30	3.51	0.03
LEGX30 does not Granger Cause LXAU/USA	0.32	0.72
LEXCH does not Granger Cause LEGX30	0.18	0.83
LEGX30 does not Granger Cause LNXCH	0.42	0.67
LOIL does not Granger Cause LEGX30	4.86	0.01
LNXCH does not Granger Cause LXAU/USA	2.55	0.083
LXAU/USA does not Granger Cause LNXCH	0.89	0.410

المصدر: من اعداد الباحثة وفقاً لمخرجات برنامج E-views

الخاتمة والتوصيات

في إطار تحليل العلاقة الديناميكية بين الذهب، سعر الصرف، وسوق الأسهم في مصر، تناولت الدراسة العلاقة الديناميكية بين أسعار الذهب، وسعر صرف الدولار الأمريكي، وأداء مؤشر EGX30 في مصر. على الرغم من انتهاء العلاقة الرسمية بين الذهب والعملات بانهيار باتفاقية بريتون وودز، إلا أن الارتباط بينهما لا يزال قائماً بشكل غير رسمي، فيما يتعلق بالعلاقة بين الذهب وسوق الأسهم، لم تجد الدراسة دليلاً قاطعاً على وجود علاقة ثابتة وطويلة الأجل بينهما، ويعود ذلك إلى اختلاف طبيعة كل سوق والعوامل المؤثرة فيهما. قد يُفسر هذا الاختلاف جزئياً بدور الذهب كملاذ آمن خلال فترات عدم اليقين، أما العلاقة بين سعر الصرف وسوق الأسهم، فقد أظهرت الدراسة تفسيرات متعددة، فقد تكون إيجابية وفقاً للمدخل التقليدي والسلعي، أو عكسية وفقاً لمدخل توازن المحفظة، وأخيراً، خلصت الدراسة إلى وجود علاقة قوية ومتبادلة بين المتغيرات الثلاثة، خاصة في فترات الأزمات، حيث يميل المستثمرون إلى اللجوء للذهب كملاذ آمن، في حين تنخفض قيمة العملات وأسعار الأسهم، وتتغير طبيعة هذه العلاقة تبعاً للوقت والظروف الاقتصادية.

في إطار تحليل العلاقة الديناميكية بين تغيرات سعر الذهب وسعر الصرف الأجنبي للدولار في مصر على أداء مؤشر EGX30 كأحد أهم مؤشرات سوق الأسهم في مصر، أيضاً تعرضت الدراسة للعلاقة بين الذهب وسعر الصرف، فعلى الرغم من انتهاء هذه العلاقة رسمياً بانتهاء اتفاقية بريتون وودز، إلا أنه هذا الارتباط ما زال موجود ولو بشكل غير رسمي، أيضاً تناولت الدراسة العلاقة بين الذهب وسوق الأسهم، وتوصلت إلى أنه لا يوجد دليل قاطع على وجود علاقة ثابتة طويلة الأجل بين الذهب وسوق الأسهم لاختلاف طبيعة كل سوق فضلاً عن اختلاف العوامل التي تؤثر في كل منهما، وقد يُفسر ذلك بدور الذهب كأصل تحوطي أو ملاذ آمن، أما عن العلاقة بين سعر الصرف وسوق الأسهم فقد تم تفسيرها بناء على عدة نماذج؛ فقد تكون العلاقة إيجابية وفقاً للمدخل التقليدي أو المدخل السلعي؛ وقد تكون العلاقة بين سعر الصرف وسوق الأسهم علاقة عكسية وفقاً لمدخل توازن المحفظة، كما تم تحليل العلاقة بين تقلبات الديناميكية بين المتغيرات الثلاثة بين سعر الذهب وسعر الصرف الأجنبي وسوق الأسهم بصفه عامة وانتهت الدراسة إلى وجود علاقة متبادلة ذات تأثيرات قوية بين أسعار الذهب، وسعر صرف العملات وسوق الأسهم خاصة في فترات الأزمات، حيث يُعتبر الذهب كملاذ آمن بينما تنخفض العملة والأسهم والتي تختلف باختلاف الوقت.

وفيما يتعلق بالتحقق من فرضيتي الدراسة نجد أنه بالنسبة للفرضية الأولى وهي هل توجد علاقة بين تغيرات أسعار الذهب في مصر وتغيرات سعر صرف الدولار الأجنبية، فيالرجوع لمصفوفة الارتباط، تبين أن هناك ارتباط إيجابي بين سعر أوقية الذهب وسعر الصرف الأجنبي للدولار في مقابل الجنيه (0.85)، بينما أظهرت نتائج اختبار السببية لجرانجر بين سعر أوقية الذهب وسعر الصرف إلى عدم وجود تأثير سببي لجرانجر بينهما، ومن ثم تم التحقق من الفرضية الأولى للدراسة، أما عن الفرضية الثانية والتي تتعلق بتأثير التغيرات في كل من أسعار الذهب وسعر الصرف الأجنبي للدولار على سوق الأسهم في مصر متمثلاً في مؤشر EGX30، فمن نتائج نموذج ARDL نجد أن هناك علاقة توازنية طويلة الأجل بين كل من سعر الذهب وسعر الصرف الأجنبي للدولار وسوق الأسهم في مصر مُتمثلاً في EGX30.

التوصيات:

هناك العديد من التوصيات تقدمها هذه الدراسة لصناعي القرار، والمستثمرين، والباحثين، وفيما يلي تفصيل ذلك:

• توصيات صناعي القرار:

- أنه مع تبني الحكومة المصرية برنامج الطروحات الحكومية عام ٢٠٢٢، ينبغي على صناع القرار ضرورة العمل على تنفيذ آليات مشاركة القطاع الخاص في النشاط الاقتصادي كما وردت في وثيقة سياسة ملكية الدولة للأصول العامة، سواء تم ذلك عن طريق طرح الأصول المملوكة للدولة من خلال البورصة المصرية، أو من خلال دخول مستثمرين استراتيجيين مع زيادة مساهمة القطاع الخاص في هيكل الملكية، بالإضافة إلى تنويع عقود الشراكة التي يمكن أن تقام مع القطاع الخاص، يتوقع أن يسهم ذلك في زيادة نشاط سوق الأوراق المالية المصرية، ومن ثم جذب المزيد من رؤوس الأموال الأجنبية.
- على الجانب الآخر يجب أن تتم عملية تخارج الدولة من الاقتصاد تدريجياً وعلى فترات وحسب طبيعة النشاط الاقتصادي، وذلك لضمان الاستقرار الاقتصادي، فقد يتطلب الأمر تخارج الدولية كلياً ولكن خلال فترة زمنية بين ٥ و ٨ سنوات، أو بشكل تدريجي بما يضمن استقرار الأسواق المالية ومن ثم استقرار سعر الصرف، وبالتالي استقرار الأسعار ومن ثم الحفاظ على أداء مؤشر <EGX30.
- من المهم بمكان مراقبة تأثير أسعار الذهب وسعر صرف الدولار على السوق، وصياغة السياسات النقدية والمالية لتحقيق استقرار الأسواق.
- العمل على تطوير مؤشرات سوق الأسهم، وأساليب إدارتها لتشمل عدد أكبر وأكثر تطوراً في القطاعات، والعمل على تحسين معايير الإدراج، بما يعزز من فعالية سوق الأسهم ومن ثم تجذب الاستثمارات.
- توصيات المستثمرين
- في حال عدم استقرار الأسواق يجب على المستثمرين التوجه لشراء الذهب كملاذ آمن ووسيلة للتحوط في ظل ارتفاع معدلات التضخم، فضلاً عن عدم الاستقرار في الأوضاع الاقتصادي، في ضوء مراقبة مستوى التغير في سعر الصرف ومن ثم تأثيره على الشركات المدرجة؟
- ضرورة التنوع في الاستثمارات من خلال تنوع تحركات مؤشر EGX30، والعمل على فهم تأثيره بالتغيرات الاقتصادية المتنوعة، خاصة في الفترات التي تتأثر فيها أسعار الصرف الأجنبي، وأسعار الفائدة.
- استخدام الذهب كملاذ آمناً ووسيلة للتحوط في ظل ارتفاع معدلات التضخم، ومن ثم عدم الاستقرار الاقتصادي، مع ضرورة مراقبة التغيرات في أسعار الصرف وتحديد الدولار، فضلاً عن تأثيرها على الشركات المدرجة.
- توصيات الدراسة الباحثين
- توصي الدراسة بضرورة القيام بالمزيد من الدراسات للمقارنة بين مصر وغيرها من الدول الأخرى خاصة تلك الدول التي اتبعت سياسة تحرير سعر الصرف، لتحقيق فهم أعمق لتوضيح تأثير تقلبات سعري الذهب والصرف الأجنبي على الأداء الاقتصادي والأسواق المالية.
- كما توصي الدراسة بضرورة إجراء دراسات متخصصة لاستكشاف تقلب سعر الذهب على الأحوال الاقتصادية والحياتية للمواطن المصري كنوع من الدراسات المتخصصة.

المراجع

أولاً: المراجع باللغة العربية

- ١- السيد عبد الجواد، راضي. (٢٠٢٠). تأثير سعر الصرف ومعدل التضخم على أداء سوق الأسهم في مصر. مجلة السياسة والاقتصاد، ٩ (العدد ٨) (أكتوبر ٢٠٢٠)، ٢٨-١. doi: 10.21608/jocu.2020.37317.1037
- ٢- الرفاعي، أميمة (٢٠٢٣). الذهب ومخاطر التعامل فيه في المؤسسات المالية الإسلامية، مجلة جامعة النجاح للأبحاث (العلوم الإنسانية) المجلد ٣٧ (٣)، ٢٠٢٣، ص: ٣٥٥-٣٨٣.
- ٣- المغني، هناء. (٢٠٢١). أثر تحرير سعر الصرف على عوائد ومخاطر الأسهم بالبورصة المصرية. المجلة العربية للإدارة، ٤١ (١)، ١٢٧-١٤٤. doi: 10.21608/aja.2021.150992
- ٤- رشاد عبد القادر، عيد، & محمود علام، سميرة. (٢٠٢٤). تحليل مدى استجابة سوق الأوراق المالية المصرية للتغيرات في سعر الصرف خلال الفترة (٢٠١٦ - ٢٠٢٤). المجلة العلمية للاقتصاد و التجارة، ٥٤ (٣)، ٢٣٥-.
- ٥- مجلس الوزراء. ٢٠٢٢، وثيقة سياسة ملكية الدولة " وثيقة إيطارية، مجلس رئاسة الوزراء، جمهورية مصر العربية.
- ٦- معزوز، ل. ، زروقي ب. (٢٠١٥). تقدير الأثر الديناميكي لتقلبات أسعار صرف الدولار أمام الأورو على تغيرات أسعار الذهب الدولية، Revue Algérienne d'Economie et de Management، ٢٧٢6(1)، 110-122. <https://asjp.cerist.dz/en/article/13682> doi: 10.21608/jsec.2024.383533

ثانياً: المراجع باللغة الإنجليزية

- 1-Abdelmalek, W., & Benlagha, N. (2023). On the safe-haven and hedging properties of Bitcoin: new evidence from COVID-19 pandemic. The Journal of Risk Finance, 24(2), 145-168.
- 2-Ahmed, F., Kashif, M., & Feroz, F. (2017). Dynamic relationship between gold prices, oil prices, exchange rate and stock returns: Empirical evidence from Pakistan. NUML International Journal of Business & Management, 12(1), 109-126.
- 3-Akbar, M., Iqbal, F., & Noor, F. (2019). Bayesian analysis of dynamic linkages among gold price, stock prices, exchange rate and interest rate in Pakistan. Resources Policy, 62, 154-164.
- 4-Alagidede, P., Panagiotidis, T., & Zhang, X. (2011). Causal relationship between stock prices and exchange rates. The Journal of International Trade & Economic Development, 20(1), 67-86.
- 5-Al-Ameer, M., Hammad, W., Ismail, A., & Hamdan, A. (2018). The relationship of gold price with the stock market: The case of Frankfurt Stock Exchange. International Journal of Energy Economics and Policy, 8(5), 357-371.
- 6- Algebaly, M., & Aldin, E. (2025). Revisiting The Relationship Between Exchange Rate Market And The Egyptian Stock Market: An Analysis Based

-
- المجلة العلمية للدراسات التجارية والبيئية، ١٦ (٢)، On Usd/Egp Forward Exchange Rates. ٣٠٣-٣٠٨.
- 7-Ali, A., Khan, M. K., & Ullah, H. (2021). Dynamic impact of gold prices, oil prices and exchange rate on stock market performance: a case of Pakistan's stock exchange (KSE 100 index). *Review of Economics and Development Studies*, 7(1), 1-12.
- 8-Arshad, Z. (2025). Dynamic Linkages among Exchange Rate, Gold Prices, Oil Prices, and Stock Market in Pakistan: Evidence from a Novel Dynamic Simulation Approach. *The Critical Review of Social Sciences Studies*, 3(1), 3541-3556.
- 9-Arouri, M. E. H., Lahiani, A., & Nguyen, D. K. (2015). World gold prices and stock returns in China: Insights for hedging and diversification strategies. *Economic Modelling*, 44, 273-282.
- 10-Baur, D. G., & Lucey, B. M. (2010). Is gold a hedge or a safe haven? An analysis of stocks, bonds and gold. *Financial review*, 45(2), 217-229.
- 11-Baur, D. G., & McDermott, T. K. (2010). Is gold a safe haven? International evidence. *Journal of Banking & Finance*, 34(8), 1886-1898.
- 12-Beckmann, J. Theo, B., Czudaj., R. (2019). Gold price dynamics and the role of uncertainty., ISSN: 1469-7688 (Print) 1469-7696 (Online) Journal homepage: <http://www.tandfonline.com/loi/rquf20>, <https://doi.org/10.1080/14697688.2018.1508879>.
- 13-Branson, W. H. (1981). Macroeconomic determinants of real exchange rates (No. w0801). National Bureau of Economic Research.
- 14-Capie, F., Terence., C., M., Geoffery., Wood. ((Iqbal, 2017 .148)2005),. Gold as a hedge against the dollar., *Journal of International Financial Markets Institutions & Money*, Int. Fin. Markets, Inst. and Money 15 (2005) 343–352.
- 15-El-Masry, A. A., & Badr, O. M. (2021). Stock market performance and foreign exchange market in Egypt: does 25th January revolution matter? *International Journal of Emerging Markets*, 16(6), 1048-1076.
- 16-Dooley, M. P., Isard, P., & Taylor, M. P. (1995). Exchange rates, country-specific shocks, and gold. *Applied financial economics*, 5(3), 121-129.
- 17-Gavin, M. (1989). The stock market and exchange rate dynamics. *Journal of international money and finance*, 8(2), 181-200.
- 18-Gokmenoglu, K. K., & Fazlollahi, N. (2015). The interactions among gold, oil, and stock market: Evidence from S&P500. *Procedia Economics and Finance*, 25, 478-488.

-
-
- 19-Gopal, S., Jothi, M.,(2016),. Causal relationship between gold, crude oil & US dollar rates and S&P BSE 100 in India: an experimental study., International Journal of Financial Management,6(2),PP: 41-50.
 - 20-Ingallhalli, V., & Reddy, Y. V. (2016). A study on dynamic relationship between oil, gold, forex and stock markets in Indian context. Paradigm, 20(1), 83-91.
 - 21- Iqbal, J. (2017). Does gold hedge stock market, inflation and exchange rate risks? An econometric investigation. International Review of Economics & Finance, 48, 1-17.
 - 22- Jaffe, J. F. (1989). Gold and gold stocks as investments for institutional portfolios. Financial Analysts Journal, 45(2), 53-59.
 - 23- Jain, A., & Biswal, P. C. (2016). Dynamic linkages among oil price, gold price, exchange rate, and stock market in India. Resources Policy, 49, 179-185.
 - 24-Joy, M. (2011). Gold and the US dollar: Hedge or haven? Finance Research Letters, 8(3), 120-131.
 - 25-Kaul, A., & Sapp, S. (2006). Y2K fears and safe haven trading of the US dollar. Journal of international money and finance, 25(5), 760-779.
 - 26-Kumar, R., (2017). Relationship between Oil Price, Exchange Rates and Stock Market: An Empirical study of Indian stock market. IOSR Journal of Business and Management (IOSR-JBM) e-ISSN: 2278-487X, p-ISSN: 2319-7668. Volume 19, Issue 1. Ver. VI (Jan. 2017), PP 28-33 www.iosrjournals.org.
 - 27-Levin, E. J., Montagnoli, A., & Wright, R. E. (2006). Short-run and long-run determinants of the price of gold.
 - 28- Manzli, Y. S., Fakhfekh, M., Béjaoui, A., Alnafisah, H., & Jeribi, A. (2025). On the hedge and safe-haven abilities of bitcoin and gold against blue economy and green finance assets during global crises: Evidence from the DCC, ADCC and GO-GARCH models. PloS one, 20(2), e0317735.
 - 29-Nair, G. K., Choudhary, N., & Purohit, H. (2015). The relationship between gold prices and exchange value of US Dollar in India. Emerging Markets Journal, 5(1), 17.
 - 30-Phylaktis, K., & Ravazzolo, F. (2005). Stock prices and exchange rate dynamics. Journal of international Money and Finance, 24(7), 1031-1053.
 - 31-Pukthuanthong, K., & Roll, R. (2011). Gold and the Dollar (and the Euro, Pound, and Yen). Journal of Banking & Finance, 35(8), 2070-2083.
 - 32-Reboredo, J. C. (2013). Is gold a safe haven or a hedge for the US dollar? Implications for risk management. Journal of Banking & Finance, 37(8), 2665-2676.

-
-
- 33-Reboredo, J. C., & Rivera-Castro, M. A. (2014). Can gold hedge and preserve value when the US dollar depreciates? *Economic Modelling*, 39, 168-173.
- 34- Sheikh, U. A., Asad, M., Ahmed, Z., & Mukhtar, U. (2020). Asymmetrical relationship between oil prices, gold prices, exchange rate, and stock prices during global financial crisis 2008: Evidence from Pakistan. *Cogent Economics & Finance*, 8(1), 1757802.
- 35- Sinton, J. (2014). An empirical investigation of the causal relationship between gold price, exchange rate changes and Jakarta composite index. In *Proceedings of World Business and Social Science Research Conference* (pp. 1-10).
- 36-Singhal, S., Choudhary, S., & Biswal, P. C. (2019). Return and volatility linkages among International crude oil price, gold price, exchange rate and stock markets: Evidence from Mexico. *Resources policy*, 60, 255-261.
- 37-Sjaastad, L. A., & Scacciavillani, F. (1996). The price of gold and the exchange rate. *Journal of international Money and Finance*, 15(6), 879-897.
- 38- Sjaastad, L. A. (2008). The price of gold and the exchange rates: Once again. *Resources Policy*, 33(2), 118-124.
- 39-Thakolsri, S. (2021). Modelling the relationships among gold price, oil price, foreign exchange, and the stock market index in Thailand. *Investment Management & Financial Innovations*, 18(2), 261.
- 40-Wang, K. M., Lee, Y. M., & Thi, T. B. N. (2011). Time and place where gold acts as an inflation hedge: An application of long-run and short-run threshold model. *Economic Modelling*, 28(3), 806-819.
- 41-Yang, L., & Hamori, S. (2014). Gold prices and exchange rates: a time-varying copula analysis. *Applied Financial Economics*, 24(1), 41-50.

مصادر البيانات:

[-https://sa.investing.com/indices/s-p-citic300-historical-data](https://sa.investing.com/indices/s-p-citic300-historical-data)

<https://www.capmas.gov.eg>

<https://tradingeconomics.com>.

Dynamical Relationship Analysis between Gold Price and Exchange Rate Fluctuations on the Performance of the Egyptian Stock Market from 2016-2025, using the ARDL Model.

Abstract

The Egyptian market has witnessed sharp fluctuations in gold prices in recent years, coinciding with the decision to liberalize the exchange rate of the Egyptian pound against the US dollar. This development has had a direct impact on the overall performance of the economy and the indicators of the Egyptian stock market. Accordingly, this study aimed to measure the effect of fluctuations in gold prices and the foreign exchange rate on the performance of the Egyptian Stock Exchange, represented by the EGX30 index. The **Autoregressive Distributed Lag (ARDL)** model was applied using monthly data covering the period **2016–2025**. The study employed the **EGX30 index** as the dependent variable reflecting the performance of the Egyptian stock market, while the main independent variables included the **local gold price per ounce (XAU/EGP)** and the **exchange rate of the US dollar against the Egyptian pound**. Additional control variables comprised the **Global Gold Volatility Index (GVZ)**, **interest rate**, **inflation rate**, and **oil price**. Furthermore, a set of **dummy variables (D1, D2, and D3)** were introduced to capture major events that contributed to fluctuations in gold prices, such as the **COVID-19 pandemic**, the **Russia–Ukraine war**, and the **October 7 attacks**. The results indicated that although there was a positive correlation between gold prices and the exchange rate of the US dollar against the Egyptian pound, no causal relationship was found according to the **Granger causality test**. However, the results of the **ARDL model** revealed the existence of a **long-run equilibrium relationship** between gold prices, the foreign exchange rate, and the performance of the stock market as represented by the EGX30 index.

Keywords: EGX30 -GVZ -Exchange Rate -XAU/EGp – Egyptian Stock Market