

أثر المتغيرات الاقتصادية على أداء سوق المال المصري

د/ عبد الرحمن حسين الدسوقي سعيد

مدرس إدارة الأعمال

معهد العجمي العالي للعلوم الإدارية

المستخلص

هدف البحث الى التعرف على أثر المتغيرات الاقتصادية من سعر الفائدة، ومعدل التضخم، ومعدل النمو الاقتصادي، والناتج القومي الإجمالي، على أداء سوق المال المصري، خلال الفترة ما بين ٢٠١١ الى ٢٠٢١. وقد تم جمع البيانات من تقارير البنك المركزي المصري خلال سنوات الدراسة. وقد تم استخدام أساليب التحليل الوصفي لتوصيف متغيرات الدراسة من الوسط والانحراف المعياري ومعامل الاختلاف وخارطة الاتجاه. وللتأكد من جودة تقدير نموذج البحث تم التأكد من توزيع حد الخطأ العشوائي بشكل طبيعي باستخدام إحصائية جاركو بيررا، كما تم التأكد من مدى تجانس تباين حد الخطأ باستخدام إحصائية باجن وجود فيري، والتأكد من عدم وجود ارتباط متسلسل لحد الخطأ باستخدام إحصائية دربن واتسن، والتأكد من خلو النموذج من الارتباط الخطي المتعدد باستخدام معامل تضخم الخطأ " VIF ". كما تم التأكد من مدى استقرار السلسلة الزمنية لبيانات متغيرات الدراسة باستخدام اختبار فلبس بارون. كما تم تقدير نموذج الدراسة باستخدام أسلوب المربعات الصغرى الموزونة " WLS "

تمثلت أهم نتائج الدراسة في؛ وجود أثر سلبي لمعدلات الفائدة، ومعدلات التضخم على أداء سوق المال المقدر بقيمة مؤشر سوق المال، بينما يوجد اثر موجب لمعدل النمو الاقتصادي على أداء سوق المال المصري. كما انه لا يوجد اثر معنوي للناتج القومي الإجمالي على أداء السوق المال المصري.

وتمثلت أهم التوصيات انه يجب على واضعي السياسات الاقتصادية خاصة السياسة النقدية، ربط هذه السياسات بآثارها على أداء سوق المال، كما يتم وضع سياسات وقائية للآثار السلبية لمعدلات الفائدة المرتفعة على أداء سوق المال، مع تعزيز الأثر الإيجابي لمعدل النمو الاقتصادي على أداء سوق المال المصري.

الكلمات المحورية:

سعر الفائدة – معدل التضخم – معدل النمو الاقتصادي – الناتج القومي الإجمالي – أداء سوق المال

The Impact of Economic Variables on the Performance of the Egyptian Stock Market from 2011 to 2021

Abdelrahman Hussein Eldesoky Saed

Lecturer Agamy Higher Institute of Administrative Sciences

Abstract

The research aimed to identify the impact of economic variables, including interest rates, inflation rates, economic growth rates, and gross national product, on the performance of the Egyptian capital market during the period from 2011 to 2021. Data was collected from reports of the Central Bank of Egypt during the study years. Descriptive analysis techniques were used to characterize the study variables in terms of mean, standard deviation, coefficient of variation, and trend mapping. To ensure the quality of the research model estimation, the random error term distribution was verified to be normal using the Jarque-Bera statistic, the homogeneity of error variance was verified using the

Breusch-Pagan-Godfrey statistic, the absence of serial correlation in the error term was verified using the Durbin-Watson statistic, and the absence of multicollinearity in the model was verified using the Variance Inflation Factor (VIF). The stationarity of the time series data for the study variables was also verified using the Phillips-Perron test. The study model was estimated using the Weighted Least Squares (WLS) method.

The main findings of the study were: a negative effect of interest rates and inflation rates on the performance of the capital market, as measured by the market index value, while there is a positive effect of the economic growth rate on the performance of the Egyptian capital market. There is no significant effect of the gross national product on the performance of the Egyptian capital market.

The main recommendations were that economic policymakers, especially monetary policy, should link these policies to their effects on capital market performance, and develop precautionary policies for the negative effects of high-interest rates on capital market performance, while enhancing the positive effect of the economic growth rate on the performance of the Egyptian capital market.

Keywords:

Interest rate - Inflation rate - Economic growth rate - Gross national product - Capital market performance

مقدمة

تلعب الأسواق المالية دورا بالغ الأهمية في دفع عجلة الاستثمار بالعديد من الدول سواء المتقدم منها أو النامي، وذلك من خلال الوظائف الكثيرة التي تؤديها هذه الأسواق من تعبئة الادخار، وتخصيص الاستثمار وغيرها. ولكن نجد ان أسواق المال العالمية بصفة عامة والناشئة والعربية بصفة خاصة اليوم بحالة من الركود، ويرجع ذلك الى مجموعة العوامل العالمية التي ساهمت على ذلك مثل الحرب الروسية الأوكرانية وانعكاساتها على مستويات التضخم على مستوى الدول، بجانب معدلات الفائدة الفيدرالية الأمريكية والتي انسحبت الى معدلات الفائدة داخل الدول المختلفة نظرا لان معظم اقتصاديات دول العالم مرتبط بالاقصاد الأمريكي. هذا بجانب مجموعة من المتغيرات الداخلية والخاصة بكل دولة مثل معدل النمو الاقتصادي، والنتائج المحلي الإجمالي. ولما كانت العلاقة عكسية بين مستويات التضخم وسعر الفائدة مع أداء سوق المال، وطردية مع النمو الاقتصادي والنتائج المحلي، الا ان تجاوب أسواق المال للدول يختلف من دولة لأخرى (علي وبلحمري، ٢٠١٥). لذلك تسعى هذه الدراسة الى التعرف على اثر المتغيرات الاقتصادية على مستوى الدولة من سعر الفائدة، ومعدل النمو الاقتصادي والنتائج المحلي الإجمالي، ومعدل التضخم على أداء سوق المال المصري. وذلك لوضع إطار تصرف لأسواق المال تجاه التغيرات التي يمكن ان تحدث لهذه المتغيرات، مع وضع نظام لامتناص الاثار السلبية للتغير اغير المرغوب فيه لهذه المتغيرات على أداء سوق المال المصري.

٢ - مشكلة وتساؤلات البحث

ينظر الى أداء اسواق المال على انها مؤشر للوضع الصحي للاستثمار بدول العالم، فيوجد العديد من المتغيرات التي ينعكس مستواها على اداء اسواق المال. والمتخصص لذلك يجد بأن هناك العديد من العوامل على المستوى العالمي والمحلي لها تأثير على اداء اسواق المال، فعلى سبيل المثال نجد اسعار الفائدة لها تأثير بالغ الأهمية على أداء أسواق المال، هذا بجانب مستوى النمو الاقتصادي للبلدان ومستويات التضخم التي تجتاح العالم فكل هذه المتغيرات تؤثر على أداء اسواق المال. ففي دراسة (Suliman Zakaria ; 2012)

وجدت انه بالرغم من ان معدل التضخم يؤثر بالسلب على أداء أسواق المال الا انها وجدت عدم معنوية أثر معدل التضخم على عوائد وتقلبات قيم المؤشر العام لسوق الأوراق المالية، حيث أبرزت نتائج الدراسة بعدم معنوية تأثير معدلات التضخم في معادلة العوائد على مؤشر السوق، بينما أظهرت تأثيراً معنوياً موجبا للتضخم عند إدراجه في معادلة التباين الشرطي التي تعبر عن تقلبات مؤشر السوق، كما أوضحت دراسة المتولي (٢٠٢١) ان سعر الفائدة والتضخم والنمو الاقتصادي يؤثر على أداء أسواق المال، ومع ذلك يوجد بعض الدراسات مثل دراسة بوتلجة (٢٠٢٢) أوضحت ان مستوى التضخم والنتائج الإجمالي للدولة عدم معنوية العلاقة مع قيم مؤشر سوق المال وعوائد الأسهم المدرجة به. وحيث أن سوق الأسهم بيئة متقلبة بسبب التحركات الدراماتيكية مما يستنتج المستثمرين إشارات إيجابية أو سلبية حول عوائد سوق الأسهم وتعد معدلات التضخم وأسعار الفائدة متغيرين رئيسيين لهما تأثيرات كبيرة على سوق الأوراق المالية وإذا كانت الدولة تعاني من معدلات تضخم عالية، فإن القيمة الحقيقية للنقود تنخفض مما يعني قوة شرائية أقل، وربحية أقل، وانخفاض في العوائد الحقيقية على الاستثمارات، وهناك فرضية تشير إلى وجود ارتباط سلبي بين التضخم وأسعار الأسهم. علاوة على ذلك، تؤدي الزيادة في معدل الفائدة إلى ارتفاع النفقات، وانخفاض الربحية، وإشارات معدل الفائدة المرتفعة للمشاركين في السوق إلى أن الاستثمار في السندات يكافئ عائداً أعلى من الاستثمار في الأسهم، وبالتالي تنخفض أسعار الأسهم وعلى الرغم من أن هناك اثر لمعدل التضخم وأسعار الفائدة على أسواق الأسهم، إلا أن هناك تداخلاً بين معدلات التضخم وأسعار الفائدة، حيث لا يوجد توافق في الآراء بشأن حجم وأهمية تأثير معدلات التضخم وأسعار الفائدة على أسعار الأسهم.

هذا وقد كشفت العديد من الدراسات عن وجود علاقة تربط بين تطور أداء سوق الأوراق المالية والنمو الاقتصادي حيث تساهم الأسواق المالية في تحقيق النمو الاقتصادي من خلال تعبئة الموارد المالية وتوجيهها نحو مختلف المشاريع الاستثمارية الداعمة لعملية التنمية الاقتصادية، كما يمثل حجم التداول قيمة الاسهم التي تتداول في قاعة السوق بمختلف الاسعار خلال مدة معينة ويعد من المؤشرات

التي تعطي تلميحات مهمة عن قوة السوق واحتمالات صعوده أو هبوطه في المستقبل بصفة عامة تبقى الأسواق المالية العربية في مجملها حديثة النشأة، محدودة في أدائها (صالح، سراي، ٢٠١٧).

وبناء على ذلك يمكن صياغة مشكلة الدراسة في التساؤل التالي: هل يوجد أثر المتغيرات الاقتصادية على أداء سوق المال المصري؟
وينبثق من السؤال الرئيس، التساؤلات الفرعية التالية:

١. هل يوجد أثر لمعدل التضخم في أداء سوق المال المصري؟

٢. هل يوجد أثر لسعر الفائدة في أداء سوق المال المصري؟

٣. هل يوجد أثر للنتائج القومي الإجمالي في أداء سوق المال المصري؟

٤. هل يوجد أثر لمعدل النمو الاقتصادي في أداء سوق المال المصري؟

٣- نموذج البحث

للإجابة على تساؤلات البحث تم اختبار نموذج يعكس أداء السوق المال المصري، بحيث يكون أداء سوق المال دالة في سعر الفائدة، ومعدل التضخم، والنتائج القومي الإجمالي، النمو الاقتصادي. كما يظهر في الدالة التالية:

$$MI = F(GNP, INT, EG, IF)$$

وبذلك يكون نموذج الدراسة كما يلي:

$$MI = \beta_0 + \beta_1 * GNP + \beta_2 * INT + \beta_3 * EG + \beta_4 * IF + \varepsilon$$

حيث ان:

MI: تشير الى مؤشر سوق المال.

β_0 : تشير لمعامل الحد الثابت تمثل الحد الأدنى لأداء سوق المال "وفقا لمؤشر تداول السوق"

β : تشير الى معالم انحدار المتغير المراد معرفة أثره، وهو يعكس الأثر المباشر على مؤشر سوق التداول، وهو يشير الى نسبة التغير في مؤشر سوق التداول نتيجة للتغير في المتغيرات المراد قياس أثره.

GNP: تشير للنتائج القومي الإجمالي.

INT: تشير لمعدل (سعر) الفائدة.

EG: تشير لمعدل النمو الاقتصادي.

IF: تشير لمعدل التضخم.

ε : تشير لحد الخطأ العشوائي (البواقي) وتعتبر عن اثر المتغيرات الأخرى المؤثرة على المتغير التابع (مؤشر سوق المال) والتي لم يتم تضمينها في النموذج.

٤- أهداف البحث

يهدف البحث إلى الكشف عن أثر التغير في كل من معدل التضخم والنتائج القومي الإجمالي ومعدل النمو الاقتصادي، ومعدل الفائدة على أداء السوق المال المصري خلال الفترة من (٢٠١١-٢٠٢١). وذلك من خلال اختبار نموذج للتعرف على مدى قدرة المتغيرات الاقتصادية بالتنبؤ بأداء سوق المال.

٥- أهمية البحث

يتناول البحث الأهمية من منظورين هما:

٥-1- الأهمية العملية وتتمثل فيما يلي:

- دعم وترشيد عملية اتخاذ قرار الاستثمار بالبورصة المصرية من قبل المستثمر.
- توجيه المستثمر نحو التعرف دور المتغيرات الاقتصادية في أداء سوق المال، لتحسين توقع المستثمر بأداء سوق المال بناء على التغير في المتغيرات الاقتصادية محل الدراسة.
- تقديم توصيات تساعد على إيجاد حلول واقعية للأزمة المالية التي تجتاح أسواق المال، ولامتصاص الآثار السلبية الناتجة عن التغيرات غير المحمودة لهذه المتغيرات.

٥-2: الأهمية العلمية وتتمثل فيما يلي:

- محاولة إثراء مكتبة الأبحاث العربية بدراسات تتناول تأثير المتغيرات الاقتصادية (سعر الصرف ومعدل التضخم والنتائج القومي ومعدل النمو ومعدل الفائدة على أداء سوق المال).
- لقاء الضوء على أهمية ودراسة هذه المتغيرات وتأثيرها على أداء سوق المال

٦- فرضيات البحث

بناء على مشكلة وتساؤلات ونموذج البحث، تتمثل فرضيات البحث في:

الفرض الأول: يوجد اثر ذو دلالة إحصائية لمعدل سعر الفائدة في أداء سوق المال المصري.

الفرض الثاني: يوجد اثر ذو دلالة إحصائية لمعدل التضخم في أداء سوق المال المصري.

الفرض الثالث: يوجد اثر ذو دلالة إحصائية لمعدل النمو الاقتصادي في أداء سوق المال المصري.

الفرض الرابع: يوجد اثر ذو دلالة إحصائية للنتائج القومي الاجمالي في أداء سوق المال المصري.

7: حدود البحث

تتمثل حدود البحث فيما يلي:

- الحدود المكانية: تم اجراء البحث على سوق المال المصري.
- الحدود الموضوعية: تم تناول متغيرات سعر الفائدة، ومعدل التضخم، والنمو الاقتصادي، والنتائج القومي الإجمالي.
- الحدود الزمانية: تم جمع البيانات عن سوق المال المصري خلال الفترة من (٢٠١١-٢٠٢١).

٨- الإطار المفاهيمي والدراسات السابقة

٨-١: الإطار المفاهيمي

٨-١-١ Inflation التضخم

يعرف التضخم اصطلاحاً: على أنه الارتفاع المستمر والملموس في المستوي العام للأسعار في الاقتصاد، كما يعرف بأنه إصدار النقود الاعتبارية بصفة مطلقة دون النظر إلى العوامل الأخرى كوجود تغطية لهذه النقود الصادرة، (الحيالي، ٢٠٠٢).

وعرف بأنه: فائض النقد على فائض السلع والخدمات بصورة دائمة ومستمرة بحيث تصبح الزيادة في النقد الصادر أكبر أو أعلى من كل زيادة تصحبها في السلع والخدمات. وعرف بأنه: مطاردة كمية كبيرة من النقود لكمية أقل من السلع والخدمات، (جربوج، ٢٠٠٠).

أنواع التضخم:

- التضخم الزاحف:

هو تضخم ترتفع فيه الأسعار ببطء، ولكن بشكل مستمر، فالزيادة في الأسعار في هذا النوع تكون دائمة ومنتالية ولا تؤدي إلى عمليات تراكمية أو عنيفة في المدة القصيرة، فهي لا تتطور بشكل رأسي، ولكن تأخذ الشكل التدريجي التصاعدي المستمر على المدى الطويل، وبذلك فإن خطورة هذا النوع من التضخم تتمثل فيما يحدثه من أثر نفسي بسيط على قبوله، الأمر الذي يدفع إلى قبوله والتعايش معه حيث أن الارتفاع في الأسعار يكون بنسب صغيرة ومنتالية لا تتجاوز ٥% سنوياً حيث تهبط قيمة النقود ببطء وتدرج (حسن، ١٩٩٩).

- التضخم المكبوت:

هو التضخم الذي تحدد الدولة فيه سقفاً للأسعار لمنعها من الاستمرار في الارتفاع، ومن ثم الحد من حركات الاتجاهات التضخمية لتجنب آثارها غير المواتية (طه، ٢٠٢١).

- التضخم الجامح:

هو تضخم ترتفع بسببه الأسعار بمعدل كبير جداً، وتنخفض قيمة النقود بشكل كبير، ويؤدي إلى انهيار النظام النقدي بأكمله، ولقد تواجد هذا النوع في فترات الحروب والأزمات الاقتصادية، كما حدث لألمانيا بعد الحرب العالمية الأولى حيث انهار النظام النقدي الألماني تحت ضغط نفقات ما بعد الحرب وتسديد الديون وأعباء التشييد حيث بلغت قيمة المارك الذهبي الألماني لعام ١٩١١م حوالي ١٠٠ مليار مارك، وكما حدث للعملة العراقية أيضاً بعد الحصار الاقتصادي عليها، وينشأ هذا النوع نتيجة للحروب المدمرة، وعدم مقدرة الحكومة على ضبط الحركة الغير محدودة في الأجور والأسعار، وللإصدار النقدي بدون رقابة حقيقية من جانب السلطات النقدية، فالحكومة لكي تواجه الزيادة في الأجور والزيادة في الإنفاق الاجتماعي وتسديد الدين العام تقوم بإصدار نقود جديدة دون أن يقابل ذلك غطاء نقدي متمثل في أصول حقيقية معبرة عن ازدياد النشاط الإنتاجي، مما يؤدي إلى زيادة الدخل، فيزداد الطلب على السلع، فترتفع الأسعار. (محمد، ١٩٩٩)

- أسباب التضخم:

صنف الاقتصاديون أربعة أسباب للتضخم السبب الأول فهو التضخم العائد لحجم الطلب أو ما يعرف بتضخم جذب الطلب، أما الثاني فهو التضخم العائد للنفقة أو ما يعرف بتضخم دفع الكلفة، وهناك نوع ينجم عن السببين السابقين معاً ويسمى التضخم المشترك ثم هناك سبباً أخيراً للتضخم هو التضخم المستورد. (الأشقر، ٢٠٠٢)

- تضخم جذب الطلب: Demand Pull Inflation

ينشأ هذا النوع من التضخم نتيجة لزيادة حجم النقود لدي الأفراد مع ثبات كمية السلع والخدمات المتاحة في المجتمع، كما يقال هنا (أن هناك نقوداً كثيرة تطارد سلعاً قليلة) وهذا بدوره يؤدي إلي ارتفاع الأسعار بشكل مستمر ومتزايد مما يخلق تضخماً ملموساً، ولعل أهم الأسباب المؤدية إلي مثل هذا النوع هي ما يسمى بعجز الموازنة

العامّة للدولة أو العجز المالي فعندما يفوق الإنفاق الحكومي الإيرادات الحكومية ينشأ العجز المالي، وعند قيام الدولة بتغطية العجز عن طريق إصدار النقود أو طباعة النقود. (الأشقر، ٢٠٠٢)

ويمكن معالجة هذا النوع من التضخم من خلال السياسات المالية والنقدية المسماة بالانكماشية فباستطاعة الدولة تمويل العجز من خلال السندات الحكومية أو زيادة الضرائب أو وضع سقف ائتمانية على البنوك التجارية مما يحد من قدرتها على خلق النقود عبر ما يسمى بالسياسة النقدية الانكماشية. (الوزني، الرافي، ٢٠٠١)

- تضخم دفع الكلفة: Cost Push Inflation

يواجه المنتجون أحياناً تزايداً مفاجئاً في تكاليف عناصر الإنتاج، فقد يجد المنتج نفسه أحياناً أمام نقابات عمال قوية متجبرة وقادرة على رفع مستوى أجر العمال لديه، أو قد ترفع أسعار بعض المواد الأولية بشكل مفاجئ وفي جميع الحالات فإن ذلك سيترك أثراً مباشراً على السعر النهائي للمنتجات التي تأثرت بزيادة تكاليف إنتاجها، ويكون الأثر ملموساً كلما كانت زيادة تكاليف عناصر الإنتاج كبيرة، وقد واجهت دول أوروبا بشكل خاص مثل هذه الحالة حينما تضاعفت أسعار الوقود بنحو أربعة أضعاف إبان أزمة النفط عام ١٩٧٣م، وسبب الأزمة النفطية عندما قام أعضاء منظمة الدول العربية المصدرة للبترول (أوبك) بإعلان حظر نفطي وأوبك أعلنت أنها ستوقف إمدادات النفط إلى الولايات المتحدة والبلدان الأخرى التي تؤيد إسرائيل في صراعها مع سوريا ومصر والعراق. (طلب، ١٩٩٠)

- التضخم المستورد: Imported Inflation

يظهر هذه النوع من أسباب التضخم في الاقتصاديات الصغيرة المفتوحة ويعرف هذه النوع على أنه الزيادة المتسارعة والمستمرة في أسعار السلع والخدمات النهائية المستوردة من الخارج وهذا يعني أن الدول تستورد مجموعة من السلع والخدمات التي تأتيها بدورها مرتفعة الأسعار وتضطر إلي بيعها في الأسواق المحلية بتلك

الأسعار في الدول الصغيرة المتفتحة علي العالم لا يمكن أن يكون لها أي دور ملموس في تحديد أسعار السلع التي تستوردها فهي مستهلك صغير لا يستطيع أن يؤثر في حجم السوق العالمي واسعاره ومن هنا تستورد هذه الدول التضخم كما هو من العالم الخارجي (طه، ٢٠٢١)

طرق قياس التضخم:

لقياس التضخم نستخدم الأرقام القياسية التالية: (طه، ٢٠٢١).

(١) الرقم القياسي لأسعار المستهلك (C.P.I) Consumer price Index

(٢) الرقم القياسي لأسعار المنتج (P.P.I) Product price Index

(٣) الرقم القياسي للأسعار الضمني (I.P.P) Implicit price Index

الرقم القياسي:

عبارة عن مقياس لإظهار التغير في الظاهرة عبر الزمن وقد تكون عبر المكان، فهو لا يشمل كافة السلع لكن بشرط أن تكون عينة ممثلة للمجتمع تمثلاً جيد فهي عينة غير متحيزة ويتبقى أن تدرس فترة الأساس للمقارنة بغض النظر عن أنها سنة أو غيرها، وسنة الأساس يجب أن تكون عادية أي لها شروط تتمثل في عدم وجود الرواج، والكساد، عدم الاستقرار. (العصفور، ٢٠٠٣)

ويعتبر التضخم من الظواهر التي يصعب قياسها، ونظراً إلى تأثير التضخم على الواقع الاقتصادي، فإنه يتم قياس التضخم من خلال الرقم القياسي لأسعار المستهلك (CPI) وتتمثل الطريقة المعتادة في حساب هذا المؤشر من خلال أخذ متوسط التغيرات في أسعار مختلف المنتجات باستخدام متوسط المبالغ التي تنفقها الأسر كأوزان ترجيحية، ولا بد من الأخذ بعين الاعتبار الظروف الاقتصادية وطبيعة الأسواق وسياسة التسعير المعتمدة، كما تتأثر طرق حساب المؤشر بالتطورات التي تشهدها التكنولوجيا، بما فيها الطرق المستخدمة في تعديل الأسعار مقابل التغير في نوعية السلع والخدمات، (كنعان، ٢٠١٢).

علاقة التضخم بأداء سوق المال:

يُعد معدل التضخم أحد أهم المتغيرات الاقتصادية الكلية التي لها تأثير كبير على أداء أسواق المال. هناك علاقة معقدة بين التضخم وأداء الأسواق المالية. ومن الناحية النظرية، ترتبط زيادة معدل التضخم بانخفاض أداء أسواق المال. فارتفاع التضخم يؤدي إلى انخفاض القيمة الحقيقية للأصول المالية، مما يجعلها أقل جاذبية للمستثمرين. كما أن التضخم يؤدي إلى ارتفاع سعر الفائدة، مما يزيد من تكلفة الاقتراض وتمويل الاستثمارات، وبالتالي يؤثر سلبًا على أداء الشركات وأسعار أسهمها (Mishkin, 2019).

من ناحية أخرى، قد يكون للتضخم تأثير إيجابي على أداء أسواق المال في بعض الحالات. فقد يؤدي التضخم إلى ارتفاع الأرباح الاسمية للشركات، مما يؤدي إلى ارتفاع أسعار أسهمها. كما أن المستثمرين قد يلجأون إلى الأصول المالية كملاذ آمن للحماية من آثار التضخم (Al-Majali & Al-Assaf, 2014).

ومن الدراسات التي بحثت هذه العلاقة، دراسة Al-Majali and Al-Assaf (٢٠١٤) التي قامت بتحليل العلاقة بين التضخم وأداء سوق الأسهم الأردني خلال الفترة (٢٠٠٠-٢٠١٢). وقد توصلت الدراسة إلى وجود علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين معدل التضخم وأداء سوق الأسهم. كما أشارت دراسة Mishkin (٢٠١٩) إلى أن ارتفاع معدلات التضخم في الولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة (١٩٧٠-١٩٨٠) كان له تأثير سلبي كبير على أداء سوق الأسهم.

٨-١-٢ الناتج القومي الإجمالي Gross National Product

مفهوم الناتج القومي (GNP): الفرق بين الناتج المحلي الإجمالي وبين نظيرة القومي هو أن الأول يحتسب ما تم إنتاجه داخل الحدود الوطنية بغض النظر عن جنسية المنتج، وأما الثاني فيحتسب ما تم إنتاجه من قبل الموارد الوطنية أينما وجدت على سطح الأرض. وبالتالي يمكن الحصول على الثاني من الأول عن طريق إضافة ما

يسمى صافي دخل العوامل، أي عن طريق إضافة دخول الموارد الوطنية الموجودة في الخارج وطرح دخول الموارد الأجنبية الموجودة في الداخل، (قبلان، ٢٠٢١). الناتج القومي (GNP) هو أحد المتغيرات الاقتصادية الكلية الأساسية التي تؤثر على أداء أسواق المال. هناك علاقة متداخلة بين الناتج القومي (GNP) وأداء سوق الأوراق المالية، والتي قد تتخذ اتجاهات مختلفة في ظل ظروف اقتصادية متباينة.

من الناحية النظرية، يُتوقع أن يكون هناك علاقة إيجابية بين نمو الناتج القومي (GNP) والعوائد على الأسهم. فارتفاع مستويات النشاط الاقتصادي الكلي يعكس تحسناً في ربحية الشركات وتدفقاتها النقدية، مما ينعكس إيجاباً على أسعار أسهمها وأداء السوق ككل (Humpe & Macmillan, 2009). كما أن الارتفاع في الناتج القومي (GNP) يزيد من ثروة المستثمرين، مما يدفعهم إلى زيادة الاستثمارات في الأسواق المالية. وبالتالي، فإن النمو الاقتصادي القوي يشجع على المزيد من التداول والاستثمارات في الأسواق المالية (Nisa & Younis, 2014).

من ناحية أخرى، قد تكون العلاقة بين الناتج القومي (GNP) وأداء السوق المالي عكسية في بعض الأحيان. فقد يؤدي الركود الاقتصادي والانخفاض في مستويات الناتج القومي (GNP) إلى زيادة التقلبات في أسواق الأسهم، وذلك بسبب تراجع الأرباح والتدفقات النقدية للشركات (Ratanapakorn & Sharma, 2007).

وقد أكدت العديد من الدراسات التجريبية على وجود علاقة إيجابية بين نمو الناتج القومي (GNP) وأداء أسواق الأسهم. على سبيل المثال، دراسة Humpe and Macmillan (٢٠٠٩) التي بحثت هذه العلاقة في الولايات المتحدة واليابان، وتوصلت إلى وجود علاقة إيجابية طويلة الأجل بين معدل نمو الناتج القومي (GNP) ومؤشرات أسواق الأسهم في البلدين. كما أظهرت دراسة Nisa and Younis (٢٠١٤) في سياق الاقتصاد الباكستاني وجود علاقة إيجابية قوية بين الناتج القومي (GNP) والعوائد على الأسهم.

٨-١-٣ النمو الاقتصادي Economic Growth

مفهوم النمو الاقتصادي: مفهومًا كميًا يعبر عن زيادة الإنتاج في المدى الطويل، ويعرف النمو الاقتصادي بأنه: "الزيادة المحققة على المدى الطويل لإنتاج البلد"، كما يمكننا الإشارة إلى مفهوم التوسع الاقتصادي هو الزيادة الظرفية للإنتاج، وبالتالي نستطيع القول إن النمو الاقتصادي هو عبارة عن محطة لتوسع الاقتصاد المتتالي، كما يمكن للنمو أن يكون مصاحبًا لتقدم اقتصادي إذا كان نمو الناتج الوطني أكبر من معدل نمو السكان، أو أن يكون غير مصاحب بتقدم اقتصادي إذا كان معدل نمو الناتج الوطني مساويًا لمعدل نمو السكان، بينما إذا كان معدل نمو السكان أرفع من معدل نمو الناتج الوطني فإن النمو حينئذ يكون مصحوبًا بتراجع الاقتصاد (دبلة، ٢٠٠٤).

من جانب آخر يعرف سيمون كازنت (الحاصل على جائزة نوبل في الاقتصاد سنة ١٩٧١) النمو الاقتصادي بأنه: "ارتفاع طويل الأجل في إمكانيات عرض بضائع اقتصادية متنوعة بشكل متزايد للسكان، وتستند هذه الإمكانيات المتنامية إلى التقنية المتقدمة والتكيف المؤسسي والأيدولوجي المطلوب لها". المهم في هذا التعريف أنه يقلص الفجوة بين النمو الاقتصادي كفعل تلقائي، وبين التنمية الاقتصادية كفعل إرادي؛ فالنمو الاقتصادي المستدام هو نتيجة لسياسات، ومؤسسات، وتغييرات هيكلية، وعلمية، (أحمد، ٢٠١٣).

يعرف النمو على أنه زيادة في الناتج الإجمالي المحلي، وتنتج هذه الزيادة عادة من مزيج من النمو السكاني وزيادة الإنتاج بالنسبة للفرد، وبالتالي فإن أي زيادة في الناتج المحلي الإجمالي يرافقها عادة نمو اقتصادي يعرف بأنه عملية ارتفاع نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي (رادتسكي، ٢٠٠٣)، وبصفة أدق يمكن تعريف النمو بالزيادة في إجمالي الدخل الداخلي للبلد مع كل ما يحققه من زيادة في نصيب الفرد من الدخل الحقيقي، (مقاوسي، جمعوني، ٢٠١٠).

تعتبر التنمية مفهوماً شاملاً له جوانب عديدة اقتصادية واجتماعية وثقافية ودينية واخلاقية، وليس مجرد زيادة في دخل الفرد، ومعدل النمو الاقتصادي يساوي معدل نمو الدخل الكلي مطروحاً منه معدل النمو السكاني . ويحسب معدل النمو الاقتصادي الحقيقي بخصم معدل التضخم من معدل الزيادة في الدخل الفردي النقدي (عطية، ١٩٩٩)

وقد استخدم اصطلاحاً النمو الاقتصادي economic Growth والتنمية الاقتصادية Economic Development كترادفين، ولكن كثيراً ما يميز بينهما فيستخدم الأول للإشارة الى مظاهر التقدم الاقتصادي أو دلائله ، وعلى الأخص الزيادة في الدخل القومي الحقيقي أو متوسط الدخل، يستخدم الثاني للإشارة الى التغيرات الأساسية التي تؤدي الى احداث التقدم وعلى الأخص التغير في البنيان الاقتصادي، الذي يصاحب عادة نمو الدخل الحقيقي في المدى الطويل كالتغير في نسبة الناتج الصناعي أو الزراعي أو الناتج من قطاع الخدمات الى مجموع الناتج القومي، والتغير في نسبة المشتغلين بالإنتاج الزراعي الى مجموع المشتغلين، والتغير في نسب الادخار والاستثمار الى الدخل القومي، وفي نوع الفن الإنتاجي السائد، (عبدالواحد، ٢٠٠٧).

مقاييس النمو الاقتصادي:

يتم بقياس نمو الناتج ونمو الدخل الفردي (هاريسون، تشارلز، ١٩٦٦)

-الناتج القومي: هو مقياس لحصيلة النشاط الإنتاجي وحساب معدل نموه هو ما يصطلح عليه تسمية معدل النمو، ويمكن حساب الناتج الوطني بحساب الناتج المحقق في بلد وتقديره بعملة ذلك البلد، ومن ثم مقارنته بنتائج الفترة السابقة ومعرفة معدل عائد النمو، ما يعاب هنا أن لكل دولة عملتها الوطنية، وبالتالي لا يمكن مقارنة النمو المحقق في مختلف البلدان وفق هذا المقياس، ولذا لا يستخدم غالباً عملة دولية واحدة لتقييم الناتج الوطني لمختلف البلدان، حتى يسهل المقارنة بين معدلات النمو المحققة فيها

- متوسط الدخل الفردي: يعتبر هذا المعيار الأكثر استخداماً وصدقاً لقياس النمو الاقتصادي في معظم دول العالم، لكن في الدول النامية هناك صعوبات لقياس الدخل

الفردى بسبب نقص دقة إحصائيات السكان والأفراد. هناك طريقتان لقياس معدل النمو على المستوى الفردى، وهما:

- طريقة معدل النمو البسيط: يقيس معدل التغير فى متوسط الدخل الحقيقى من سنة لأخرى.

- طريقة معدل النمو المركزى: يقيس معدل النمو السنوى فى الدخل كمتوسط خلال فترة زمنية طويلة نسبياً.

أنواع معدلات النمو: (بن البار، ٢٠١١)

- أ- النمو الاقتصادى الموسع: (extensive Croissance) يتمثل هذا النوع من النمو كون نمو الدخل يتم بنفس معدل نمو السكان أى أن الدخل الفردى ساكن.
 - ب- النمو الاقتصادى المكثف: (intensive Croissance) يتمثل هذا النوع من النمو فى كون نمو الدخل يفوق نمو السكان وبالتالي يرتفع الدخل الفردى.
- مقاييس معدل النمو:**

هو الزيادة فى الدخل الوطنى الحقيقى فى المدى الطويل أى باستبعاد التغير فى القيمة والتقلبات الدورية فى الدخل الوطنى وكثيراً ما يتخذ معيار النمو الاقتصادى كالزيادة فى الدخل الوطنى منسوبة إلى الزيادة فى عدد السكان أى الزيادة فى متوسط الدخل الحقيقى، (عبد الواحد، ١٩٩٣).

علاقة النمو الاقتصادى بأسواق المال:

هناك علاقة وثيقة بين النمو الاقتصادى وأداء سوق المال، فوجدت دراسة Levine and Zervos (١٩٩٨) أن تطور الأسواق المالية (سواء أسواق الأسهم أو البنوك) له تأثير إيجابى كبير على النمو الاقتصادى على المدى الطويل. كما أظهرت دراسة King and Levine (١٩٩٣) أن التطور المالى له علاقة قوية بمعدلات النمو الاقتصادى، والإنتاجية، والاستثمار. كما ان دراسة Caporale et al (٢٠٠٤).

أكدت على وجود علاقة تأثير متبادل بين تطور أسواق الأسهم والنمو الاقتصادي في بعض الدول الأوروبية. بينما بحث Brasoveanu et al (٢٠٠٨) وجد أن النمو الاقتصادي والتطور المالي يؤثران إيجاباً على بعضهما البعض في حالة رومانيا. كما وجدت دراسة Vermeulen and Hoeberichts (٢٠٠٧) أن التقلبات في أسواق الأسهم يمكن أن ينتقل تأثيرها إلى الاقتصاد الحقيقي وأداء الناتج المحلي الإجمالي. كما وجد بحث Gilchrist et al (٢٠٠٩) أن الاضطرابات في الأسواق المالية تؤدي إلى انخفاض في الاستثمار والإنتاجية وبالتالي النمو الاقتصادي.

٨-١-٤ سعر الفائدة Interest Rate

يعرف سعر الفائدة: بأنه ذلك العائد على رأسمال المستثمر من خلال السعر الذي يحصل عليه المرء جراء تنازله عن التصرف بأمواله التي يقرضها لفترة زمنية محددة، ويختلف بذلك السعر حسب المدة إن كانت شهرية أم سنوية وحسب المبلغ المقترض، فكلما زادت مدة الاقتراض زادت احتمالات المخاطرة. وبناءً على ذلك فإن سعر الفائدة يتحدد باتفاق المقرض والمقترض وبناءً على العرض والطلب، لأن زيادة عرض رؤوس الأموال ستعمل على انخفاض سعر الفائدة والعكس صحيح، وعليه فإن لكمية النقود ومعدل دورانها دوراً في كمية النقود المعروضة، كما أن للدافع التمويلي والتحفطي والمضاربة دوراً في تحديد الطلب على النقود (علي، العيسى، ٢٠٠٤).

وأيضاً فإن سعر الفائدة هو العائد على استثمار الأموال لمدة زمنية محددة مقابل تنازل المقرض عن التصرف بأمواله طيلة فترة احتساب العائد والذي غالباً ما يكون سنوياً. فسعر الفائدة هو السعر الذي يدفعه البنك المركزي على إيداعات البنوك التجارية سواء أكان استثماراً لمدة ليلة واحدة أم لمدة شهر أو أكثر. ويعد هذا السعر مؤشراً لأسعار الفائدة لدى البنوك التجارية التي ينبغي ألا تقل عن سعر البنك المركزي، كما يساعد سعر الفائدة البنك المركزي في التحكم في عرض النقد في التداول من خلال تغيير هذا السعر صعوداً ونزولاً على المدى المتوسط. ورفع الفائدة

يعني كبح عمليات الاقتراض وبالتالي تقليل نسبة السيولة في السوق مما يؤدي إلى خفض نسبة التضخم "ارتفاع الأسعار" (شاويش، ٢٠١١).

العوامل التي تحدد سعر الفائدة

تحدد أسعار الفائدة بناء على قوى العرض والطلب فإذا ارتفعت معدلات الطلب على ما هو معروض من أموال سوف يقود إلى ارتفاع أسعار الفائدة وفي الوقت ذاته سيعمل على تخفيض معدلات الإقراض في الدائرة الاقتصادية. تتأثر أسعار الفائدة بحجم ارتفاعها وانخفاضها داخل أسواق المال المختلفة، حيث تترابط الأسواق المالية نتيجة لحركة الأموال داخل هذه الأسواق، فالسوق المالي الذي تنسم أسعار فائدته بالارتفاع تجذب إليها رؤوس الأموال بحثاً عن ربحية أعلى فيزداد المعروض من هذه الأموال، وهذا بدوره يقود إلى تخفيض السعر أي سعر الفائدة مستجيباً لقوى العرض والطلب، في الوقت ذاته تطرد الأسواق ذات الفائدة المنخفضة رؤوس الأموال مما يترتب عليه تناقص في المعروض منها وهذا عامل في ارتفاع سعر الفائدة. كذلك يترتب على ازدهار الحالة الاقتصادية ارتفاع في أسعار الفائدة حيث تميل أسعار الفائدة إلى الارتفاع في كل فترة التي تحتاج فيها المؤسسات الاقتصادية إلى تمويل كاستجابة لزيادة الإنتاج التي يتطلبها حالة الانتعاش الاقتصادي فيزداد الطلب على رؤوس الأموال مما يعمل على رفع السعر (عمر وآخرون، ٢٠٠٨).

مقاييس سعر الفائدة:

يتحدد سعر الفائدة حسب الصيغة التالية:

$$R = f (md/p, MS/p)$$

حيث ان md/p : تمثل الطلب على النقد الحقيقي

MS/p : تمثل عرض النقد الفعلي.

علاقة سعر الفائدة بأداء سوق المال:

هناك علاقة وثيقة بين سعر الفائدة وأداء سوق المال، والتي يمكن توضيحها من خلال البحوث والدراسات التالية: دراسة Bernanke and Kuttner (٢٠٠٥) وجدت أن التغيرات غير المتوقعة في أسعار الفائدة لها تأثير كبير على أسعار الأسهم في السوق المالي الأمريكي. كما ان بحث Ehrmann and Fratzscher (٢٠٠٤) أظهر أن قرارات البنك المركزي بشأن أسعار الفائدة لها تأثير كبير على الأسواق المالية في منطقة اليورو. كما وجدت دراسة Avramov and Chordia (٢٠٠٦) أن هناك ارتباطاً سلبياً بين أسعار الفائدة وعوائد الأسهم على المدى القصير. بينما وجدت دراسة Flannery and Protopapadakis (٢٠٠٢) وجود علاقة عكسية بين أسعار الفائدة الحقيقية وأداء سوق الأسهم. كما ان دراسة Lowes and Syverson (٢٠١٧) أظهرت أن التقلبات في أسعار الفائدة تؤثر بشكل كبير على تقلبات أسعار الأسهم. وايضاً بحث Christiansen (٢٠٠٧) وجد أن التقلبات في أسواق السندات تؤدي إلى زيادة التقلبات في أسواق الأسهم.

٨-١-٥ أسواق المال Stock Market

تعرف أسواق المال بأنها "الأسواق التي تعمل على انتقال المدخرات من وحدات الفائض وهم والمستثمرون إلى وحدات العجز وهم المقترضون بطريقة منظمه بهدف الحصول على عائد مع تحمل درجة مخاطر وذلك من خلال إصدار وتداول الأدوات المالية طويله ومتوسطة الأجب(أبوخلف،٢٠١٨م). وكما تعرف بأنها "تلك السوق التي تمكن المستثمرون من المتاجرة فيما بينهم في الأوراق المالية التي تم إصدارها من قبل في السوق الأولية، (خضيرى، ٢٠٢٠م).

تقسيم أسواق الأوراق المالية: (بن دعاس، ٢٠١٨م)

أسواق الأوراق المالية هو ذلك السوق الذي يتم فيه تداول ادوات الاستثمار المالي طويله الاجل مثل الاسهم والسندات وتكمن اهميته في تشجيع الاستثمار الرأسمالي وتقديم التمويل طويل الاجل إلى المشاريع التي تحتاج فتره طويله وينقسم إلى:

الأسواق نوعان: أ- أسواق الحاضرة او الفورية. ب- الأسواق المستقبلية

• الأسواق الحاضرة أو الفورية:

أن التعامل في هذه الأسواق يكون في الاصول المالية المتوسطة وطويلة الاجل ووظيفتها الأساسية تتمثل في تجميع المدخرات ومن ثم توزيعها باتجاه الاستثمار طويل الاجل، وتنقسم هذه الأسواق إلى ما يلي:

١. السوق الأولية: يتم في هذا السوق التعامل بالأوراق المالية (الاسهم والسندات) عند اصدارها لأول مره، ودعوة الجمهور للاكتتاب فيها والشركات التي لديها عجز في التمويل، كذلك يطلق على هذا السوق سوق الاصدار بمعنى أنها السوق ذات العلاقة المباشرة بين مصدر الورقة المالية والمكاتب.

٢. السوق الثانوية: وهي الأسواق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية مكتملة شروط الادراج والتي سبق تداولها من السوق الأولى وعاده ما يطلق عليها بالبورصات أو الأسواق الثانوية فهي أسواق تنتقل فيها الاموال من الافراد والشركات المدخرين إلى الشركات المستثمرة من خلال ادوات ماليه طويله المدى اهمها الاسهم والسندات بمعنى أنها تمثل مصدر التمويل الجديد.

• الأسواق المستقبلية:

هي أسواق يتم الاتفاق فيها على السعر والاصل المباع أو المشتري حالا على أن يتم الاستلام أو التسليم لاحقاً، وتتمثل الأسواق المستقبلية بعقود مستقبليه وتستخدم عقود الخيار في حماية المستثمرين من تقلبات الاسعار المستقبلية وتحقيق الارباح الرأسمالية

وخلال الخمس عقود الأخيرة وجدت الأسواق المالية اهتماما واسعا حيث تعتبر المشتقات من التطورات المهمة في أشكال الاستثمار، (أبو موسى، ٢٠١٠).
أنواع مؤشرات أسواق المال وطرق احتسابها:

تتنوع وتختلف المؤشرات في أهدافها وطرق بنائها في السوق المالي حيث يتم استخدام نوعين من المؤشرات مؤشرات عامة وهي التي تقيس حالة السوق بصورة عامة مثل مؤشر داو جونز ومؤشر ستاندر اندبور، مؤشرات قطاعية: وهي التي تقيس حالة السوق بنسبة لقطاع معين مثل مؤشر ناسداك المجمع وهو مؤشر ٥٠٠ شركة صناعية امريكية يتم تبادل أسهمها عبر المنصة، (اللطف، سعد، ١٩٩٨).

٨-١-٦ مؤشر السوق:

"هو قيمة عددية متوسطة تقاس بها حصيلة التغيرات الموجبة والسالبة في أسعار أسهم الشركات الداخلة في المؤشر ويستخدم للتعبير عن أداء السوق ككل أو قطاع منه إذا كانت العينة ممثلة لقطاع معين فقط وليس علة أداء أسهم الشركات الداخلة في حسابه". عرفه (بودي وكين) بأنه عبارة عن "مؤشر يقوم بقياس أسعار الأسهم بشكل عام وعلى أساس يومي ويتم ذلك بإحتساب مجموع أسعار الأسهم مضروب بحجم الشركة بالسوق. والنتاج موجب حين يكون عدد الأسهم المرتفعة أسعارها أعلى من عدد الأسهم المنخفضة أسعارها خلال اليوم نفسه (Bodie Z, Marcus, 1995). وفيما يلي يمكن تفصيل مؤشر السوق للأنواع التالية: (Bodie Z, Marcus, 1995)

• مؤشر السوق الموزون بالأسعار:

هو عبارة عن متوسط مجموع اسعار الاسهم في السوق المالي مقسومة على عدد الشركات الممثلة والمختارة من قبل السوق وفقا لمؤشرات تتعلق بأداء وتأثير أسهم هذه الشركات في السوق مثل سوق تاسي.

• المؤشر الموزون بالقيمة السوقية:

هو المؤشر الذي يتم وزنه بالقيمة السوقية للأسهم اخذين بالاعتبار عدد الاسهم للشركة المختارة أي معدل الرسملة الخاص بالأسهم وسعر سهم كل شركة في السوق.

• المؤشر الموزون بأوزان متساوية:

يبني هذا المؤشر على افتراض بان يكون الاستثمار بمبالغ متساوية في الاسهم التي يتكون منها المؤشر وبذلك نعطي اوزانا متساوية من المبالغ المستثمرة لكل سهم مختار.

• المؤشر المبني على اساس الاسعار النسبية:

يقوم على فكرة تحديد العائد النسبي لكل سهم من الاسهم التي يتكون منها المؤشر، اذ يتم احتساب العائد النسبي بقسمة سعر السهم اليوم التالي ناقص سعر سهم في اليوم الأول على سعر في اليوم الاول.

مقاييس مؤشر سوق المال:

• مؤشر فيننشال البريطاني: ظهر مؤشر فايننشال في سوق لندن. بلغت رساميل الشركات البريطانية المسجلة في بورصة لندن حوالي ٨٩٠ مليار دولار، وبلغ عدد الشركات حوالي ١٩١٥ شركة بريطانية وحوالي ٥٤١ شركة أجنبية.

$$م = \frac{\text{قيمة الاسهم}}{\text{عدد الاسهم}}$$

• مؤشر نيكاي اليابان: يعتبر من المؤشرات الهامة في أسواق المال العالمية. سمي بورصة طوكيو "كابوتوشو" وهي من أشهر البورصات الاسيوية فقد بلغ عدد الشركات المسجلة في البورصة ١٦٤١ شركة يابانية وحوالي ١٢٥ شركة أجنبية بلغت رساميل الشركات اليابانية حوالي ٢٢٧٣ مليار دولار. وتعتبر ثاني أكبر بورصة في العالم بعد بورصة (بورصة وول ستريت) يقيس مؤشر نيكاي أسهم ٢٢٥ شركة كبرى في سوق طوكيو تمثل حوالي ٧٠ % .

م = مجموع أسعار الاسهم × عدد الاسهم الحالية / مجموع أسعار الأسهم × عدد أسهم سنة

• مؤشر داكس الألماني تعتبر بورصة فرانكفورت من البورصات الهامة في أوروبا حيث بلغت قيمة الأسهم المسجلة في فرانكفورت حوالي ٧٩٣ مليار دولار. سجل فيها حوالي 665 شركة ألمانية وحوالي ٥٧٨ شركة أجنبية.

- يقيس التغيرات في أسعار هذه الأسهم فهو وسط حسابي لأسعار هذه الأسهم الداخلة في المؤشر.

٨-١-٧ سوق المال المصري

نشأة بورصة الاسكندرية للأوراق المالية في سنة ١٨٨٣ أنشئت اول بورصة للبضائع الأجلة بالإسكندرية. وفي عام ١٨٩٩ اثناء عهد الخديوي عباس الثاني انتقلت البورصة الى مبنى جديد بشارع محمد علي. في سنة ١٩٠٢ أنشئت نقابة السماسرة، وأصبح قانونها هو المنظم للمعاملات بالبورصة. بداية بورصة القاهرة في العام ١٩٠٣ تكونت شركة باسم الشركة المصرية للأعمال المصرفية والبورصة كشركة ذات مسئولية محدودة من بعض اصحاب رؤوس الاموال والسماسرة لهذا الغرض. وفي خلال عام ١٩٠٣ تم اختيار المبنى القديم للبنك العثماني (وهو الآن مبنى جروبي- فرع عدلي) الكائن بشارع المغربي كمقر رسمي للشركة ثم وضعت نقابة سماسرة الاوراق المالية بعض قواعد لتنظيم شئون المهنة شملت نظام قبول السماسرة في البورصة، شروط قبول الاوراق المالية للتعامل وقيدها في جداول الاسعار، ضبط اصول المعاملات، الفصل فيما يقع بين السماسرة من خلافات والنظر في الشكاوى التي تقدم ضدهم من الجمهور. وفي خلال عام ١٩٠٨ أصبح للقاهرة منصة تداول حقيقية يمكن الجمهور المهتم أن يراقب حركة تداول الأسهم من خلالها. ولقد تم تشييد هذا المبنى امام القنصلية الفرنسية. ثم صدور اول قانون لتنظيم البورصات في ٨ نوفمبر ١٩٠٩، (www.egx.com).

مؤشرات السوق الرئيسية: (البورصة المصرية، قواعد مؤشر البورصة المصرية، ٢٠٢٢)

مؤشر EGX 30 (المعروف بمؤشر CASE 30 سابقاً) هو مؤشر تم تصميمه وحسابه بمعرفه البورصة المصرية والتي بدأت في نشر بياناته اعتباراً من ٢ فبراير ٢٠٠٣ عن طريق مروجي البيانات، ونشرات البورصة، والموقع الإلكتروني للبورصة على الانترنت، والصحف... الخ. وقد كان ٤ يناير ١٩٩٨ هو تاريخ بداية المؤشر بقيمة أساس تبلغ ١٠٠٠ نقطة. تم حساب مؤشر EGX30 وفقاً للعملة المحلية والدولار ابتداءً من ١٩٩٨ وقد تم بدء نشر المؤشر مقوماً بالدولار في ١ مارس ٢٠٠٩. يضم مؤشر EGX30 أعلى ٣٠ شركة من حيث السيولة والنشاط. يتم ترجيح مؤشر EGX30 برأس المال السوقي ويتم تعديله بنسبة الأسهم الحرة إلى إجمالي الأسهم المتضمنة فيه. يحسب رأس المال السوقي المعدل للشركة المقيدة بعدد الأسهم المقيدة لهذه الشركة مضروباً في سعر إقبالها بالجنيه المصري مضروباً في نسبة الأسهم حرة التداول. يجب ألا تقل نسبة التداول الحر للشركة عن ١٥% كحد أدنى لكي يتم إدراجها في المؤشر أو ألا تقل قيمة رأس المال السوقي مرجحاً بالأسهم حرة التداول في تاريخ المراجعة الدورية عن قيمة الوسيط المحتسب لمجموع الشركات المتداولة أثناء فترة المراجعة الدورية. مما يضمن لمشاركي السوق أن مكونات المؤشر تعبر بصدق عن الشركات التي ذات التداول النشط وأن المؤشر يعد مقياس جيد وموثوق به للسوق المصرية. ثم قامت البورصة المصرية بتدشين مؤشر متساوي الأوزان EWI-EGX70 EGX70 في 02 فبراير ٢٠٢٠، وذلك بغرض تنويع أدوات قياس أداء السوق أمام فئات المستثمرين المختلفة، وبما يتوافق مع أفضل الممارسات الدولية في مجال إدارة مؤشرات أسواق الأوراق المالية. يضم مؤشر EWI EGX70 أعلى ٧٠ شركة من حيث السيولة والنشاط بعد استبعاد الشركات المكونة لمؤشر EGX30 يتميز المؤشر بكونه يتفادى التركيز على صناعة بعينها ومن ثم يوفر

تمثيلاً جيداً لمختلف الصناعات والقطاعات العاملة داخل الاقتصاد المصري، تم احتساب المؤشر ابتداءً من ٠٢ يناير ٢٠٠٨ بقيمة ١٠٠٠ نقطة. وتحصل كل شركة مدرجة بمؤشر EWI EGX70 على نفس الوزن النسبي وهو حوالي ٤٣.١ % في أول أيام المراجعة الدورية.

٢-٨ الدراسات السابقة

١-٢-٨ الدراسات المتعلقة بعلاقة بالتضخم وأداء سوق المال

دراسة بتال، مطر، (٢٠١٦م) بعنوان "أثر التضخم على عوائد الأسهم في قطاعات سوق العراق الأوراق المالية، تحليل نموذج الانحدار الذاتي ذو الإبطاء الموزعة للمدة: ٢٠٠٥-٢٠١٥م"

وقد هدفت هذه الدراسة إلى تحليل أثر التضخم على عوائد أسهم قطاعات سوق العراق الأوراق المالية باستخدام البيانات الشهرية للمدة (٢٠٠٥-٢٠١٥). وقد توصلت الدراسة إلى:

- ارتفاع مؤشرات التداول في سوق العراق الأوراق المالية بعد تطبيق نظام التداول الإلكتروني عام ٢٠٠٩م، من خلال زيادة عدد جلسات التداول

- وكذلك ارتفاع القيمة السوقية للشركات المدرجة في سوق العراق الأوراق المالية خلال مدة الدراسة

-تذبذب معدلات التضخم للمدة ٢٠٠٥-٢٠١٥م.

دراسة حويبي، (٢٠١٦م) بعنوان "أثر التضخم على عوائد الأسهم حالة بورصة السعودية وذلك للفترة ٢٠١٥-٢٠١٢".

هدفت هذه الدراسة إلى تحديد تأثير التضخم على عوائد الأسهم وطبيعة العلاقة التي تربط بينهما في القطاعات المدرجة في سوق السعودية الأوراق المالية. ولتحقيق أهداف الدراسة تم استخدام نموذج السلاسل الزمنية المقطعية (بانل) وقد شملت هذه الدراسة على

المتغيرات الشهرية لمعدلات التضخم وعوائد الأسهم من ٤٨٠ قطاعات مدرجة في بورصة السعودية أظهرت نتائج اختبارات التكامل المشترك وجود علاقة طويلة الأجل بين معدل التضخم وعوائد الأسهم لدى عينة من القطاعات المدروسة - أشارت نتائج اختبارات السببية إلى عدم وجود علاقة سببية ذات اتجاهين، بين التضخم وعوائد الأسهم وهو يتوافق مع بعض النظريات.

دراسة رياض محمد الخريف ، ٢٠١٥م، بعنوان "مؤشرات التضخم الأساسي للمملكة العربية السعودية".

تبنى هذه الورقة وتحلل مؤشرات التضخم الأساسي للمملكة العربية السعودية للفترة من مارس ٢٠١٢ إلى مايو

٢٠١٥، باستخدام طريقتين تبادليتين: طريقة الاستبعاد (استبعاد أسعار المواد الغذائية والسكن/الإيجار)، وطريقة الإحصاء. وتشير نتائج التحليل إلى أن معدل التضخم باستبعاد أسعار المواد الغذائية والسكن/الإيجار أكثر

تقليباً من معدل التضخم الكلي لمؤشر أسعار المستهلك أثناء فترة العينة. في المقابل، إن معدل التضخم الأساسي الإحصائي أكثر استقراراً وأقل تقلباً نسبياً. ووجد كذلك أن معدل التضخم باستبعاد أسعار المواد الغذائية والسكن/الإيجار مرتبطاً ارتباطاً ضعيفاً مع معدل التضخم الكلي، بينما يظهر معدل التضخم الأساسي الإحصائي ارتباطاً أقوى. ومن وجهة نظر السياسة النقدية فإن استخدام مجموعة من مؤشرات التضخم الأساسي بما في ذلك طريقتي الاستبعاد والإحصاء المصممتين جيداً، هي خياراً أكثر تفضيلاً، لا سيما حين يكون التباين في المؤشرات واسع النطاق-كما هو الحال في المملكة العربية السعودية.

٨-٢-٢ الدراسات المتعلقة بعلاقة سعر الفائدة وأداء سوق المال

Yazeed Alburaythin, (2016) "An Investigation into the Effects of Changes in Interest Rates and Inflation on the U.S equity market Dublin Institution of technology, Dublin, Ireland".

تحقيق في آثار التغيرات في الفائدة المعدلات والتضخم في سوق الأسهم الأمريكية، وركزت أهداف هذه الدراسة على العلاقات طويلة الأمد وقصيرة الأمد بين أسعار الأسهم

وأسعار الفائدة والتضخم، وكذلك لفحص مجموعة من الفرضيات التي تحاول تفسير العلاقة السلبية الشائعة بين عوائد الأسهم والتضخم في الولايات المتحدة. علاوة على ذلك، سعت الدراسة إلى التحقيق في تأثير الأزمة المالية عام ٢٠٠٨ على طبيعة العلاقة بينهما. بدأت الدراسة بمراجعة السياسة النقدية الأمريكية وتحليل كيف يتم تحديد سعر الفائدة في LOE، من وجهات النظر الكلاسيكية والكينزية. ثم، تناولت الدراسات التجريبية التي فحصت العلاقة بين سوق الأوراق المالية في الولايات المتحدة وأسعار الفائدة. استخدمت الدراسة ترددًا شهريًا عبر مؤشر S&P 500، يمثل سعر أدون الخزنة لمدة ٣ أشهر والرقم القياسي لأسعار المستهلك أسواق الأسهم وسعر الفائدة والتضخم في الولايات المتحدة على التوالي. اشتملت فترة العينة للدراسة على الأعوام من ١٩٧٩ إلى ٢٠١٦ ومع ذلك، لغرض التحقيق في آثار الأزمة المالية في تم تنفيذ اختبار Chow لتقسيم هذه الدراسة إلى فترتين: فترة ما قبل الأزمة ٢٠٠٨ وفترة ما بعد الأزمة. فيما يتعلق بالمنهجية الدراسة استخدم النهج القائم على المتبقي ثنائي المتغير الذي طوره Engle-Granger (1987) والنهج متعدد المتغيرات الذي طوره يوهانسن (١٩٩١) لاختبار الاندماج المشترك، بينما تم استخدام اختبار جرانجر للسببية (١٩٦٩) لتقييم السببية. أظهرت النتائج علاقة سلبية في فترة ما قبل الأزمة وعلاقة إيجابية في فترة ما بعد الأزمة. يجب أن تزود نتائج الدراسة صانعي السياسات برؤية ثاقبة مفيدة حول فعالية عمليات السياسة النقدية (من خلال التغيرات في أسعار الفائدة) إلى تحفيز الأسواق المالية. يبدو أن انخفاض أسعار الفائدة خلال فترات الاستقرار فعالة في تحفيز الأسواق المالية، ولكنها ليست فعالة أثناء الأزمات. في بالإضافة إلى ذلك، فإن العلاقة السلبية بين عوائد الأسهم وأسعار الفائدة في فترة ما قبل الأزمة والعلاقة غير المهمة في فترة ما بعد الأزمة.

Mcmillan, (2005) "Time Variation in the Counteracting Relationship between Stock Prices and Economic Activity Relationship between Stock Prices and Economic Activity

هدفت الدراسة إلى بيان العلاقة بين المؤشر السوقي للسهم والناتج وأسعار الفائدة، وقد تكونت عينة الدراسة من الشركات المسجلة في سوق الأوراق المالية في الولايات المتحدة

الأمريكية، وتم استخدام البيانات الشهرية لهذه الشركات من الفترة ١٩٧١ - ٢٠٠٠. وقد توصلت الدراسة إلى أن هناك علاقة ارتباط إيجابية بين سعر السهم والإنتاج الصناعي وأن هناك علاقة ارتباط سلبية بين سعر السهم ومعدلات الفائدة.

(Boyer & Filion,2004) "Common and Fundamental Factors in Stock Returns of Canadian Oil and Gas Companies".

وهدفت الدراسة إلى معرفة كيفية تأثر أسهم هذا أسهم القطاع بعدد من العوامل. ومن ضمن ما قامت به الدراسة هو تقدير العلاقة بين عوائد أسهم قطاع النفط كمتغير تابع ومتغيرات مستقلة مثل سعر الفائدة وعوائد السوق وأسعار البترول. وباستخدام طريقة ال- Generalize.. وقد توصلت الدراسة إلى أن عوائد هذا القطاع يتناغم بشكل إيجابي مع عوائد السوق وأسعار النفط، وعلى أية حال فإن هذه العوائد تتماشى بشكل عكسي مع معدلات الفائدة.

٨-٢-٣ الدراسات المتعلقة بعلاقة بمعدل النمو وأداء سوق المال

دراسة حسين، (٢٠١٩م) بعنوان " أثر النمو الاقتصادي على القيمة السوقية ومؤشرات التداول في سوق عمان المالي خلال الفترة من (١٩٧٨-٢٠١٣) ". اعتمادا على بيانات سنوية وقد توصلت الدراسة إلى وجود علاقة معنوية بين معدل النمو الاقتصادي ومؤشرات أداء السوق المالية، وهذا ما يتطابق مع النظرية الاقتصادية والكثير من الدراسات السابقة في المجال القاضية بوجود علاقة طردية بين النمو الاقتصادي ومؤشرات السوق المالية وبالتالي يمكن استخدام النمو الاقتصادي كمتغير أساسي للتنبؤ بحركة الأوراق المالية في بورصة عمان.

دراسة إيمان عبد المطلب حسن المولى، (٢٠١١م) "مؤشرات قياس سيولة سوق الأوراق المالية وأثرها في النمو الاقتصادي".

يهدف البحث إلى تحديد مؤشرات لقياس سيولة سوق الأوراق المالية المتمثلة القيمة السوقية (إلى الناتج الإجمالي المحلي، قيمة التداول إلى الناتج المحلي الإجمالي) ومعدل الدوران واختبار علاقة هذه المؤشرات مع النمو

الاقتصادي المتمثل بمعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي لمجموعة من الدول العربية وللمدة من ٢٠٠٧ - ١٩٩٤ ولاختبار العلاقة تم اختبار نموذج الانحدار الخطي البسيط، حيث توصل البحث إلى نتيجة مفادها أن السيولة التي توفرها سوق الأوراق المالية لا تمارس تأثيراً معنوياً في النمو الاقتصادي للدول عينة البحث وجاء هذا تأكيداً لنتائج دراسات سابقة في الوقت الذي ظهر فيه أن سيولة أسواق الأوراق المالية أخذت بالنمو والتطور خلال مدة الدراسة. وان كان النمو متدنياً في بعض الدول.

١. دراسة مريز، (٢٠٠٢م) بعنوان "نموذج لقياس أثر المتغيرات الاقتصادية على مؤشر سوق رأس المال السعودي".

يتناول هذا البحث دراسة العلاقة بين المؤشر العام لسوق رأس المال السعودي وبين متغيرات الاقتصاد القومي السعودي المتمثلة في الناتج المحلي الإجمالي، معدل التضخم، المتوسط السنوي لمعدل سعر الفائدة، إجمالي الصادرات، إجمالي الواردات عرض النقد، الائتمان المصرفي، إجمالي الودائع تحت الطلب بالعملة الأجنبية، إجمالي الودائع تحت الطلب بالعملة المحلية، التكوين الرأسمالي، الأنفاق الحكومي، المتوسط السنوي لسعر البترول، المتوسط السنوي لدخل الفرد، إجمالي الإيرادات العامة للدولة، إجمالي المصروفات العامة للدولة، المتوسط السنوي لسعر الصرف، متغير الزمن. توصلت الدراسة إلى وجود علاقات متباينة القوة والاتجاه بين متغيرات الاقتصاد القومي السعودي وبعضها البعض كما أن هناك علاقات ارتباط قوية بين متغيرات الاقتصاد القومي السعودي وبين المؤشر العام لسوق رأس المال السعودي وان متغيرات الاقتصاد القومي السعودي تفسر (٨٧) % من إجمالي التغيرات التي تطرأ على المؤشر العام لسوق رأس المال السعودي. وخلصت إلى نموذج مقترح يقيس أثر المتغيرات الاقتصادية على مؤشر العام لسوق رأس المال السعودي.

دراسة ديب، (٢٠٠٢م) بعنوان "تأثير المتغيرات الاقتصادية على أسعار الأسهم (دراسة تطبيقية على سوق الأسهم السعودي)".

هدفت الدراسة إلى التعرف على أهم العوامل المؤثرة على القيم السوقية ومنها الناتج المحلي، وقد توصلت الدراسة توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين الناتج المحلي الإجمالي والقيم السوقية للأسهم.

٨-٢-٤ الدراسات المتعلقة بعلاقة الناتج القومي وأداء سوق المال.

دراسة (Walter,1989). دراسة بعنوان "الأخبار الاقتصادية الكلية وسوق الأسهم المالي". هدفت هذه الدراسة لتقدير أثر المتغيرات الاقتصادية على أسعار الأسهم لثلاث دول أوروبية هي: ألمانيا، سويسرا، وبريطانيا بالاعتماد على بيانات فصلية خلال الفترة من (١٩٧٧-١٩٨٥)، وتناولت الدراسة المتغيرات الاقتصادية التالية (الناتج القومي الإجمالي، العرض النقدي بمفهومه الضيق، القاعدة النقدية، الصادرات الحقيقية والإنتاج الصناعي، أسعار المستهلكين، الأجور الحقيقية، أسعار المستوردات، سعر الفائدة الاسمي، سعر الفائدة الحقيقي، معدل الاستهلاك، ومعدل سعر الصرف. توصلت الدراسة إلى أن أسعار الأسهم البريطانية تتأثر بالأجور الاسمية وأسعار الفائدة الاسمية، وأن أسعار الأسهم الألمانية تتأثر بأسعار المستهلك والعرض النقدي الضيق، وأسعار الأسهم الألمانية تتأثر بأسعار المستهلك والعرض بمفهومه الضيق، وأسعار الفائدة الاسمية، أما أسعار الأسهم السويسرية فأنها تتأثر فقط بالاستهلاك الحقيقي.

٨-٢-٥ الدراسات السابقة على سوق المال المصري

فيما يتعلق بالتضخم، ان دراسة حسان وآخرون (٢٠١٥) وجدت أن ارتفاع معدلات التضخم في مصر له تأثير سلبي على أداء سوق الأوراق المالية. كما أكد سليمان وآخرون (٢٠١٨) على أن ارتفاع التضخم يؤدي إلى انخفاض أسعار الأسهم في السوق المصري. وفيما يتعلق بتأثير النمو الاقتصادي: نجد دراسة الجزار وآخرون (٢٠١٩) أظهرت أن النمو الاقتصادي في مصر له تأثير إيجابي على أداء سوق الأوراق المالية. كما وجد محمد وآخرون (٢٠٢١) أن زيادة معدل النمو الاقتصادي ترتبط بارتفاع في مؤشرات سوق الأسهم المصري. أما فيما يتعلق بتأثير سعر الفائدة، نجد دراسة عبد الحميد وآخرون (٢٠١٧) أكدت على وجود علاقة عكسية بين أسعار الفائدة وأداء سوق الأوراق المالية في مصر. كما وجد بحث عبد الله وآخرون (٢٠٢٠) أن ارتفاع أسعار الفائدة يؤدي إلى

انخفاض في أداء سوق الأسهم المصري. وفيما يتعلق بتأثير الدخل القومي؛ نجد دراسة عبد الله وآخرون (٢٠١٨) وجدت أن زيادة الدخل القومي في مصر لها تأثير إيجابي على أداء سوق الأوراق المالية. وايضاً بحث حسن وآخرون (٢٠١٩) أكد على أن ارتفاع الدخل القومي يرتبط بارتفاع في مؤشرات السوق المصري.

تعقيب على الدراسات السابقة:

عرض الباحث عدد من الدراسات السابقة والتي تتعلق بموضوع الدراسة ومن خلالها كان هناك عدد من نقاط الاتفاق والاختلاف والاستفادة يمكن ذكرها على النحو التالي:

أوجه الاتفاق:

تتفق الدراسة الحالية مع الدراسات السابقة في تناول المتغيرات الاقتصادية وأداء سوق المال

أوجه الاختلاف:

تختلف الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة في تناولها كل متغير من حيث

- تعريفه.
- أنواعه.
- مقاييسه.
- علاقته بأداء سوق المال.

أوجه الاستفادة:

استفاد الباحث من الدراسات السابقة في عدة أمور يمكن ذكرها على النحو التالي:

- ١- عرض مقدمه البحث ومشكلته والتدرج فيها للوصول إلى أهداف الدراسة.
- ٢- عرض المحاور الرئيسية والفرعية للإطار النظري.

٩- منهجية البحث وإجراءاتها

٩-١ منهج البحث:

تتبع هذه الدراسة المنهج الوصفي التحليلي، وذلك لتحقيق أهداف الدراسة وحل مشكلاتها. حيث يقوم هذا المنهج على دراسة الواقع، ويهتم بوصفه وصفاً دقيقاً ويعبر عنه تعبيراً كيفياً. فالتعبير الكيفي يصف لنا الظاهرة مثل العلاقة بين متغيرات الاقتصاد الكلي وأداء أسواق المال، مع توضيح خصائص هذه الظاهرة، حيث تم توصيف ظاهرة متغيرات الاقتصاد الكلي وأسواق المال والعلاقة فيما بينها، مع التعرض الى خصائصها، أما التعبير الكمي، فيعطينا وصفاً رقمياً يوضح مستوى الظاهرة. مثلاً "العوامل المؤثرة في سوق عمان المالي وسوق الدوحة المالي" (العلمي، ٢٠٢٢).

٩-٢ مجتمع وعينة البحث:

٩-٢-١ مجتمع البحث.

يتكون مجتمع البحث من معدلات التضخم، وأسعار الفائدة، الناتج القومي الإجمالي، والنمو الاقتصادي لسوق المال المصري خلال الفترة من (٢٠١١-٢٠٢١م). ويوضح جدول رقم (١) متغيرات الدراسة التي تؤثر في سوق المال المصري.

جدول رقم (١) يوضح أهم متغيرات الاقتصاد التي تؤثر على سوق المال المصري

السنة	معدل التضخم (IF) %	الناتج القومي/ بالمليار \$ (GNP)	معدل النمو % (EG)	معدل الفائدة % (INT)	مؤشر سوق التداول (MI)
2011	1.8	216.78	1.76	10.60	7,082.40
2012	2.2	245.18	2.23	11.90	3,622.35
2013	2.2	267.96	2.19	12.40	5,634.55
2014	2.9	292.27	2.92	11.30	6,811.30
2015	4.4	309.14	4.37	11.70	8,942.65
2016	4.3	325.20	4.35	13.80	7,089.06
2017	4.2	292.43	4.18	19.60	12,290.61
2018	5.3	274.94	5.31	17.80	15,023.76
2019	5.6	269.86	5.56	14.40	13,204.37
2020	3.6	307.45	3.57	9.80	13,899.54
2021	5.9	365.80	3.33	9.30	10,845.03

المصدر: البنك المركزي المصري

٢-٢-٩ عينة البحث:

تمثل حجم العينة في ١١ مشاهدة لكل متغير في السوق السعودي والسوق المصري، كما يتضح في جدول (٣-١).

٣-٩ تعريف وقياس المتغيرات

فيما يلي التعريف الإجرائي لمتغيرات البحث:

التضخم Inflation

تعريف التضخم اصطلاحاً: على أنه الارتفاع المستمر والملموس في المستوى العام للأسعار في الاقتصاد، كما يعرف بأنه إصدار النقود الاعتبارية بصفة مطلقة دون النظر إلى العوامل الأخرى كوجود تغطية لهذه النقود الصادرة، (الحيالي، ٢٠٠٢).

الناتج القومي الأجمالي Gross National Product

مفهوم الناتج القومي (GNP): الفرق بين الناتج المحلي الإجمالي وبين نظيرة القومي هو أن الأول يحتسب ما تم إنتاجه داخل الحدود الوطنية بغض النظر عن جنسية المنتج، وأما الثاني فيحتسب ما تم إنتاجه من قبل الموارد الوطنية أينما وجدت على سطح الأرض. وبالتالي يمكن الحصول على الثاني من الأول عن طريق إضافة ما يسمى صافي دخل العوامل، أي عن طريق إضافة دخول الموارد الوطنية الموجودة في الخارج وطرح دخول الموارد الأجنبية الموجودة في الداخل، (قبلان، ٢٠٢١).

النمو الاقتصادي Economic Growth

يعرف النمو على أنه زيادة في الناتج الإجمالي المحلي، وتنتج هذه الزيادة عادة من مزيج من النمو السكاني وزيادة الإنتاج بالنسبة للفرد، وبالتالي فإن أي زيادة في الناتج المحلي الإجمالي يرافقها عادة نمو اقتصادي يعرف بأنه عملية ارتفاع نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي (رادتسكي، ٢٠٠٣).

سعر الفائدة Interest Rate

يعرف سعر الفائدة: بأنه ذلك العائد على رأسمال المستثمر من خلال السعر الذي يحصل عليه المرء جراء تنازله عن التصرف بأمواله التي يقربها لفترة زمنية محددة، ويختلف بذلك السعر حسب المدة إن كانت شهرية أم سنوية وحسب المبلغ المقترض، فكلما زادت مدة الاقتراض زادت احتمالات المخاطرة. وبناءً على ذلك فإن سعر الفائدة يتحدد باتفاق المقرض والمقترض وبناءً على العرض والطلب، لأن زيادة عرض رؤوس الأموال ستعمل على انخفاض سعر الفائدة والعكس صحيح، وعليه فإن لكمية النقود ومعدل دورانها دوراً في كمية النقود المعروضة، كما أن للدافع التمويلي والتحفطي والمضاربة دوراً في تحديد الطلب على النقود (علي، العيسى، ٢٠٠٤).

مؤشر السوق:

"هو قيمة عددية متوسطة تقاس بها حصيلة التغيرات الموجبة والسالبة في أسعار أسهم الشركات الداخلة في المؤشر ويستخدم للتعبير عن أداء السوق ككل أو قطاع منه إذا كانت العينة ممثلة لقطاع معين فقط وليس علة أداء أسهم الشركات الداخلة في حسابه". عرفه (بودي وكين) بأنه عبارة عن "مؤشر يقوم بقياس أسعار الأسهم بشكل عام وعلى أساس يومي ويتم ذلك بإحتساب مجموع أسعار الأسهم مضروب بحجم الشركة بالسوق. والناتج موجب حين يكون عدد الأسهم المرتفعة أسعارها أعلى من عدد الأسهم المنخفضة أسعارها خلال اليوم نفسه (Bodie Z, Marcus, 1995).

٩-٤ مصادر الحصول على البيانات

مصادر الحصول على البيانات تتمثل في المصادر الثانوية من خلال تتبع التقارير السنوية المنشورة إلكترونياً في موقع البنك المركزي المصري.

٩-٥ تجميع وتجهيز البيانات

تم تجميع البيانات من موقع إحصاءات البنك المركزي المصري.

١٠ - نتائج الدراسة ومناقشة الفرضيات

١-١٠ الإحصاء الوصفي للمتغيرات:

تم استخدام البرامج والحزم الإحصائية الجاهزة المتمثلة في برنامج (Eviews) وبرنامج (SPSS) وهما من أكثر البرامج الإحصائية شيوعاً واستخداماً في تحليل بيانات السلاسل الزمنية وتقدير النماذج القياسية، وجاء الوصف الإحصائي للمتغيرات وتحليل البيانات من خلال الانحراف المعياري، معامل الالتواء، ومعامل التفرطح، وإحصائية جاركوبيرا.

يوضح جدول رقم (٢) توصيف متغيرات الدراسة، حيث يوضح الوسط الحسابي والحد الأدنى والأقصى والانحراف المعياري لكل من مؤشر سوق التداول ومعدل النمو ومعدل الفائدة ومعدل التضخم بالإضافة لمتغير الناتج القومي الإجمالي.

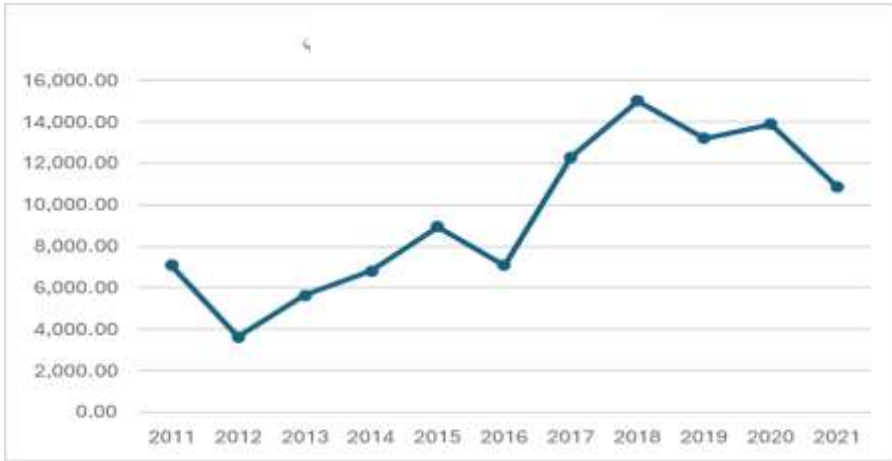
جدول (٢) توصيف أداء متغيرات الدراسة خلال الفترة (2011 - 2021)

الناتج القومي (GNP)	معدل التضخم (IF)	معدل النمو (EG)	معدل الفائدة (INT)	مؤشر سوق التداول (MI)	الخصائص الإحصائية
280.1210	0.036500	0.03644	0.133300	9360.059	الوسط
216.7800	0.018000	0.01760	0.098000	3622.350	الحد الأقصى
325.2000	0.056000	0.05560	0.196000	15023.76	الحد الأدنى
32.37485	0.013335	0.01331	0.031669	3942.187	الانحراف المعياري
11.55745	36.53425	36.5340	23.75769	42.11712	معامل الاختلاف
-0.551189	-0.00400	-0.0209	0.945430	0.146141	الالتواء
2.591700	1.691457	1.69489	2.683046	1.593815	التفرطح
0.575810	0.713479	0.71043	1.531587	0.859493	إحصائية جاركوبيرا
0.749833	0.699955	0.70102	0.464965	0.650674	معنوية إحصائية جاركوبيرا

المصدر: اعداد الباحث بناء على نتائج تحليل البيانات.

يوضح جدول (2) الآتي:

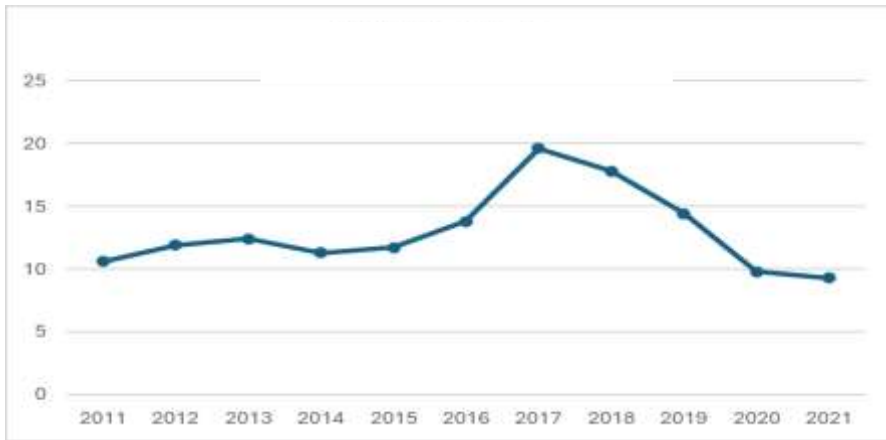
١. المتوسط العام لأداء مؤشر سوق التداول المصري خلال فترة الدراسة تقدر بـ (9,360.059) مليون بحد ادنى (3,622.350) مليون جنيه في العام (2012م) وبحد اقصى (15,023.76) في العام (2018م)، وبانحراف معياري (3,942.187) مليون جنيه، وان معامل الالتواء قدر بـ (0.146141) وهو قريب جداً من الصفر، مما يشير الى ان البيانات بها التواء ضئيل، كما كان معامل التفرطح (1.593815) وهو قريب من (3)، وهذا يشير الى اعتدالية توزيع البيانات الخاصة بمؤشر سوق التداول المصري محل الدراسة، ويؤكد ذلك ان إحصائية جاركو بيرا لقياس مستوى اعتدالية توزيع البيانات قدرت بـ (0.859493) بمستوى معنوية (0.650674). ويوضح شكل رقم (١) تطور مؤشر سوق التداول المصري خلال الأعوام (2011-2021م).



شكل رقم (١): تطور أداء مؤشر سوق المال المصري خلال الأعوام (2011-2021م)
المصدر: اعداد الباحث بناء على نتائج تحليل البيانات.

من خلال الشكل البياني (١) نلاحظ تدهور مؤشر سوق المال المصري عام ٢٠١١ الى ٢٠١٢، ثم المؤشر عاود الارتفاع منذ عام ٢٠١٣ الى عام ٢٠١٥، ثم عاود الانخفاض عام ٢٠١٦، ثم عاود الارتفاع عامي ٢٠١٧ و ٢٠١٨، ثم عاود الانخفاض عامي ٢٠١٩، ٢٠٢٠، ٢٠٢١.

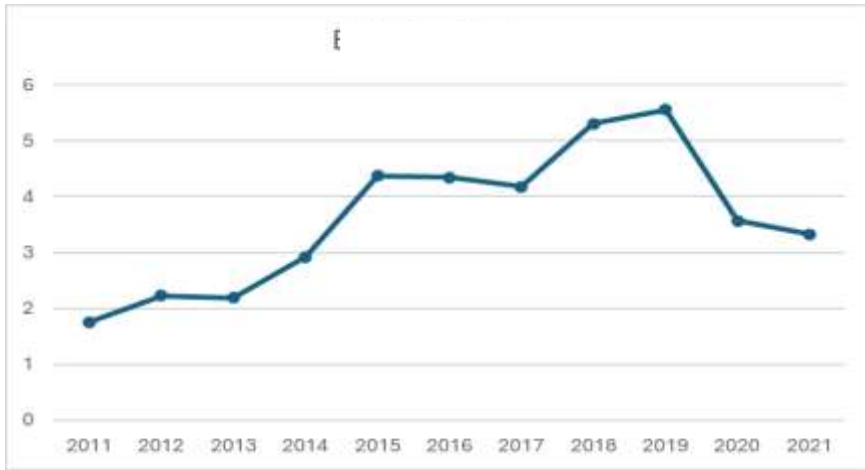
2. المتوسط العام لمعدل الفائدة في الاقتصاد المصري خلال فترة الدراسة تقدر بـ (0.1333) بحد ادنى (9.8%) في العام (2020م) وبحد اقصى (19.6%) في العام (2017م)، وبانحراف معياري (0.031669)، وان معامل الالتواء قدر بـ (0.945430) وهو قريب جداً من الصفر، مما يشير إلى ان البيانات بها التواء ضئيل، كما بلغ معامل التفرطح (2.683046) وهو قريب من (3)، وهذا يشير الى اعتدالية توزيع البيانات الخاصة بمعدل الفائدة في الاقتصاد المصري محل الدراسة، ويؤكد ذلك ان إحصائية جاركو بيررا لقياس مستوى اعتدالية توزيع البيانات قدرت بـ (1.531587) بمستوى معنوية (0.464965). ويوضح الشكل رقم (2) تطور معدل الفائدة في السوق المصري خلال فترة الدراسة.



شكل رقم (2): الاتجاه العام لمعدل الفائدة في السوق المصري خلال فترة الدراسة.
المصدر: اعداد الباحث بناء على نتائج تحليل البيانات.

نلاحظ من خلال الشكل البياني (2) ان معدل الفائدة في السوق المصري متذبذب ومرتفع، حيث نجد ان معدل الفائدة في اتجاه تصاعدي منذ عام ٢٠١١ الى عام ٢٠١٧، ثم اخذ في الانخفاض الى عام ٢٠٢١

٣. المتوسط العام لمعدل النمو في الاقتصاد المصري خلال فترة الدراسة تقدر بـ (0.03644) بحد ادنى (1.76%) في العام (2011م) وبحد اقصى (5.56%) في العام (2019م)، وبانحراف معياري (0.01331)، وان معامل الالتواء قدر بـ (-0.0209) وهو قريب جداً من الصفر، مما يشير ان البيانات بها التواء ضئيل، كما كان معامل التفرطح (1.69489) وهو قريب من (3)، وهذا يشير الى اعتدالية توزيع البيانات الخاصة بمعدل النمو في الاقتصاد المصري محل الدراسة، ويؤكد ذلك ان إحصائية جاركو بيررا لقياس مستوى اعتدالية توزيع البيانات قدرت بـ (0.71943) بمستوى معنوية (0.70102). ويوضح الشكل رقم (3) معدل النمو في الاقتصاد المصري خلال الأعوام (2011-2020م).

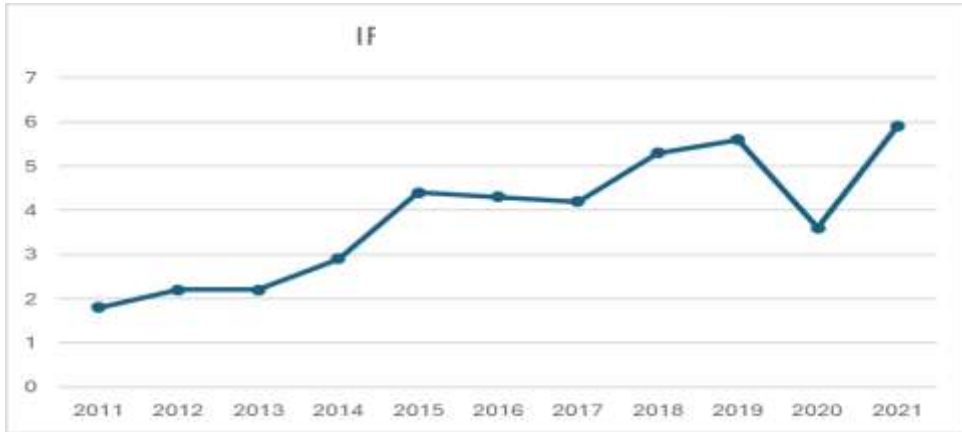


شكل رقم (3): تطور معدل النمو الاقتصادي للاقتصاد المصري خلال الأعوام (2011-2021م)

المصدر: اعداد الباحث بناء على نتائج تحليل البيانات.

نلاحظ من خلال الشكل البياني (٣) ان الاتجاه العام لمعدل النمو للاقتصاد المصري تصاعدي خلال الفترة ما بين ٢٠١١ الى ٢٠١٩، ثم بدأ بالانخفاض منذ عام ٢٠٢٠ و٢٠٢١.

4. المتوسط العام لمعدل التضخم للاقتصاد المصري خلال فترة الدراسة تقدر بـ (0.0365) بحد ادنى (1.8%) في العام (2011م) وبحد اقصى (5.6%) في العام (2019م)، وبانحراف معياري (0.013335)، وان معامل الالتواء قدر بـ (-0.004) وهو قريب جداً من الصفر، مما يشير ان البيانات بها التواء ضئيل، كما كان معامل التفرطح (1.691457) وهو قريب من (3)، وهذا يشير الى اعتدالية توزيع البيانات الخاصة بمعدل التضخم في مصر محل الدراسة، ويؤكد ذلك ان إحصائية جاركو بيررا لقياس مستوى اعتدالية توزيع البيانات قدرت بـ (0.713479) بمستوى معنوية (0.699955). ويوضح الشكل رقم (4) معدل التضخم في الاقتصاد المصري خلال الأعوام (2011م) الى (2021م).

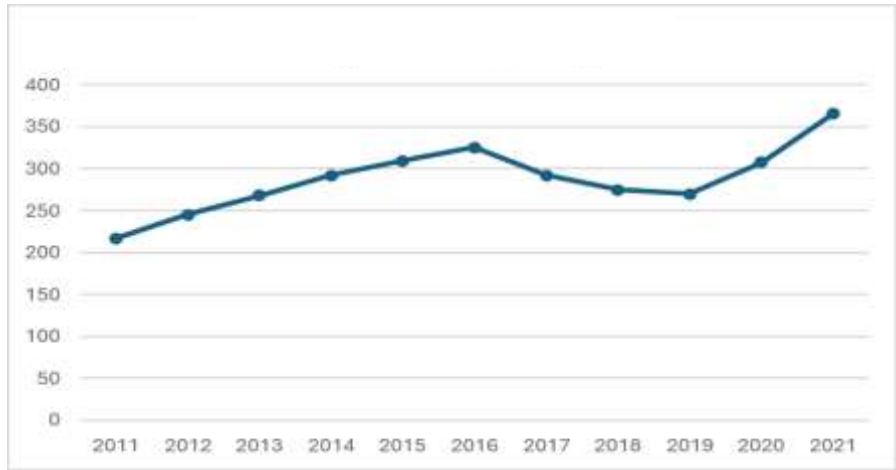


شكل رقم (4): تطور معدل التضخم في الاقتصاد السعودي والمصري خلال الأعوام (2011-2021م)

المصدر: اعداد الباحث بناء على نتائج تحليل البيانات.

نلاحظ من خلال الشكل البياني (4) ان الاتجاه العام لمعدل التضخم في الاقتصاد المصري هو اتجاه تصاعدي خلال فترة الدراسة.

٥- المتوسط العام للناتج القومي الإجمالي المصري خلال فترة الدراسة تقدر بـ (280.1210) بحد ادنى (216.7800) في العام (2011م) وبحد اقصى (325.2000) في العام (2016م)، وبانحراف معياري (32.37485)، وان معامل الالتواء قدر بـ (-0.551189) وهو قريب جداً من الصفر، مما يشير ان البيانات بها التواء ضئيل، كما كان معامل التفرطح (2.5917) وهو قريب من (3)، وهذا يشير الى اعتدالية توزيع البيانات الخاصة بالناتج القومي الإجمالي في الاقتصاد المصري محل الدراسة، ويؤكد ذلك ان إحصائية جاركو بيررا لقياس مستوى اعتدالية توزيع البيانات قدرت بـ (0.57581) بمستوى معنوية (0.749833). ويوضح الشكل رقم (5) تطور الاقتصاد المصري خلال الفترة (2011-2021م).



شكل رقم (5): تطور الناتج القومي الإجمالي في الاقتصاد المصري خلال الفترة (2011-2021م)

المصدر: اعداد الباحث بناء على نتائج تحليل البيانات.

نلاحظ من خلال الشكل البياني (٥) ان الاتجاه العام للنتائج القومي الإجمالي في الاقتصاد المصري هو اتجاه تصاعدي خلال فترة الدراسة.

٢-١٠ اختبار استقرار السلاسل الزمنية لمتغيرات البحث

كثيرا ما تتأثر بيانات السلاسل الزمنية بوجود اتجاه عام يؤثر في جميع المتغيرات، قد يكون هذا الأثر في نفس الاتجاه أو في اتجاه متعاكس مما يؤدي إلى صفة عدم الإستقرار، أي أن صفة عدم الإستقرار تختص بمرور الزمن على المتغيرات الداخلية للنموذج، السلاسل الزمنية قد تكون ذات اتجاه عام مستقر TS أو فرق مستقر DS. تم اختبار إستقرار السلاسل الزمنية باستخدام إختبار فليبس بيرون، والجدول التالي يوضح نتائج إختبار فليبس بيرون لجميع متغيرات النموذج في المستوى وعند الفرق الأول بقاطع وبدون قاطع، وبمتجه وقاطع.

جدول رقم (٢): اختبار استقرار متغيرات نموذج البحث باستخدام اختبار فيرون مع القاطع وبدون القاطع ومع متجه وقاطع

المتغير	المستوى			الفرق الأول			الفرق الثاني		
	تقاطع	متجه	بيرون	تقاطع	متجه	بيرون	تقاطع	متجه	بيرون
	تقاطع	تقاطع	تقاطع	تقاطع	تقاطع	تقاطع	تقاطع	تقاطع	تقاطع
القيمة المعرّجة 5%	-3.259	-4.108	-1.988	-3.321	-4.246	-1.996	-3.403	-4.450	-2.006
10%	-2.771	-3.335	-1.600	-2.801	-3.590	-1.599	-2.842	-3.701	-1.598
مؤثر سوق الأوراق (M)	-0.429	-7.531	-1.211	-7.717	-6.755	-3.311	-	-	-
معدل القسط (DNT)	-5.338	-0.535	-0.361	-1.223	-1.373	-1.404	-2.526	-3.549	-2.632
معدل التضخم (IF)	-1.888	-0.021	0.091	-0.181	0.849	-1.296	-1.161	-1.753	-1.479
معدل النمو (EG)	-1.957	0.922	0.081	-0.162	0.784	-1.269	-1.231	-1.906	-1.523
الناتج القومي الإجمالي (GNP)	-2.520	-1.798	0.872	-1.484	-0.644	-1.444	-1.663	-1.873	-1.922

المصدر: من إعداد الباحث بناء على نتائج التحليل الإحصائي

يتم تحديد استقرار السلسلة الزمنية من خلال مقارنة القيمة المطلقة للقيم المحسوبة للاختبار مع القيم الحرجة (القيم الجدولية) عند مستوى المعنوية (5%) و (10%) فاذا كانت القيمة المحسوبة أكبر من القيمة الجدولية تكون السلسلة مستقرة، والعكس صحيح، من خلال نتائج إختبار فليبس بيرون (PP) في الجدول رقم (٣) يتضح لنا النتائج التالية

نتيجة استقرار متغيرات نموذج مؤشر سوق التداول المصري:

بالنسبة لبيانات متغيرات نموذج مؤشر سوق التداول المصري نجد ان متغير مؤشر سوق التداول المصري قد استقرت عند الفرق الأول بوجود متجه وقاطع في الدالة مما يعني انها متكاملة من الدرجة الاولى، في حين ان متغيرات الدراسة المتمثلة في (معدل الفائدة، الناتج القومي الإجمالي) في الاقتصاد المصري قد استقرت عند الفرق الثاني، إذن فهي متكاملة من الدرجة الاولى. بينما متغيرات (معدل التضخم، معدل النمو) في الاقتصاد المصري لم تستقر حتى عند الفرق الثاني سواء كانت الدالة متضمنة قاطع او متضمنة قاطع واتجاه عام او بدون قاطع وبدون اتجاه عام.

١٠-٣: نتائج تقدير نموذج الدراسة.

يقصد بتقدير النموذج إيجاد القيم الرقمية لمعاملات المتغيرات المستقلة التي توضح طبيعة وحجم العلاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع باستخدام إحدى طرق التقدير، واختبار فروض الدراسة تم تقدير نماذج الانحدار الخطي المتعدد باستخدام طريقة المربعات الصغرى التي تتميز بالخطية والكفاءة والكفاية وعدم التحيز، من خلال اتباع طريقة المربعات الصغرى العادية (OLS) لتقدير، وطريقة المربعات الصغرى الموزونة (WLS) لمعالجة المشاكل القياسية للنموذج.

فيما يلي تقدير نموذج البحث تبعاً للفروض المقترحة للبحث، مع التأكد من شروط تقدير النموذج للتأكد من خلو النموذج من المشاكل القياسية مثل مشكلة الارتباط الذاتي لحدود الخطأ ومشكلة الارتباط الخطي المتعدد بين المتغيرات المستقلة في النموذج ومشكلة اختلاف التباين ومشكلة التوزيع الطبيعي لحدود الخطأ.

١٠-٣-١ تقدير نموذج مؤشر سوق التداول المصري

تمثل الشكل الرياضي للنموذج المقترح لتقدير نموذج البحث وتقدير معالم النموذج لاختبار فرضيات البحث، في الشكل التالي:

$$MI = \beta_0 + \beta_1 * GNP + \beta_2 * INT + \beta_3 * EG + \beta_4 * IF + \varepsilon$$

حيث ان:

MI: تشير الى مؤشر سوق المال.

β_0 : تشير لمعامل الحد الثابت تمثل الحدي الأدنى لأداء سوق المال "وفقا لمؤشر تداول السوق"

β : تشير الى معالم انحدار المتغير المراد معرفة أثره، وهو يعكس الأثر المباشر على مؤشر سوق التداول، وهو يشير الى نسبة التغير في مؤشر سوق التداول نتيجة للتغير في المتغيرات المراد قياس أثره.

GNP: تشير للنتاج القومي الإجمالي.

INT: تشير لمعدل (سعر) الفائدة.

EG: تشير لمعدل النمو الاقتصادي.

IF: تشير لمعدل التضخم.

ε : تشير لحد الخطأ العشوائي (البواقي) وتعبّر عن اثر المتغيرات الأخرى المؤثرة على المتغير التابع (مؤشر سوق المال) والتي لم يتم تضمينها في النموذج.

شروط تقدير نموذج الانحدار

قبل تقدير النموذج بشكله النهائي يجب التأكد من مدى توافر شروط الانحدار الخطي المتعدد والتي تتمثل في 4 شروط رئيسية وهي مدى تبعية حدود الخطأ العشوائي للتوزيع الطبيعي، ومدى تجانس حدود الخطأ العشوائي، وعدم وجود ارتباط ذاتي بين حدود الخطأ العشوائي، بالإضافة لاختبار الارتباط الخطي المتعدد بين المتغيرات المستقلة في النموذج، ويوضح الجدول رقم (4) مدى توافر شروط التحليل بأسلوب الانحدار الخطي.

جدول رقم (4): شروط اختبار نموذج الانحدار لأداء سوق المال

نوع الاختبار	اختبار التوزيع الطبيعي لحد الخطأ	اختبار تجانس تباين حد الخطأ	اختبار الارتباط الذاتي
إحصائية الاختبار	إحصائية جاركو بيررا Jarque – Bera	إحصائية بروش باجن وجود فري B.P.G	إحصائية دربن واتسون Durbin - Watson
قيمة الإحصائية	0.831300	1.2523	2.068318
مستوى المعنوية	0.659911	0.3970	
القرار	الإحصائية غير معنوية وهذا يشير الى ان حد الخطأ يتبع التوزيع الطبيعي وهي صفة جيدة ومرغوبة في النموذج	الإحصائية غير معنوية وهذا يشير الى تجانس تباين حد الخطأ وهي صفة جيدة ومرغوبة في النموذج	قيمة الاختبار بعيدة من القيمة المعيارية 2 مما يدل وجود مشكلة ارتباط ذاتي لحدود الخطأ.

المصدر: من إعداد الباحث بناء على نتائج التحليل الإحصائي.

من خلال النتائج الإحصائية للنموذج المقترح نلاحظ ان نتائج الاختبارات الإحصائية تشير الى ان النموذج المقترح لا تعاني من مشكلة ارتباط ذاتي حيث بلغت قيمة إحصائية دربن واتسون (2.068318) وهي قريبة من القيمة المعيارية (2) مما يدل على عدم وجود مشكلة ارتباط ذاتي في النموذج المقدر، كذلك إحصائية بروش باجن وجود فري تشير الى ان حد الخطأ لا يعاني من مشكلة اختلاف التباين، كذلك تشير نتائج إحصائية جاركوبيررا الى ان النموذج لا تعاني من مشكلة اختلاف التوزيع الطبيعي وهي صفات جيدة ومرغوبة في النموذج، الجدول التالي يوضح نتائج اختبار مشكلة الارتباط الخطي المتعدد بين المتغيرات المستقلة في النموذج المقترح.

جدول رقم (5): اختبار مشكلة الارتباط الخطي باستخدام اختبار معامل تضخم التباين VIF

إسم المتغير	القيم المحورية	القرار
الناتج القومي (GNP)	1.811367	نلاحظ ان القيم المحورية للمتغيرات المستقلة أكبر من القيمة المعيارية (10) باستثناء متغير (الناتج القومي الإجمالي) مما يدل على وجود مشكلة ارتباط خطي متعدد بين بقية المتغيرات المستقلة في نموذج الدراسة.
معدل الفائدة (INT)	1.767805	
معدل النمو (EG)	2269.194	
التضخم (IF)	2218.756	

المصدر: من إعداد الباحث بناء على نتائج التحليل الإحصائي.

من خلال نتائج اختبار معامل تضخم التباين بالجدول رقم (٦) يتضح لنا ان القيم المحورية لمعامل التضخم والنمو اكبر من القيمة المعيارية (10) مما يدل على وجود

مشكلة ارتباط خطي متعدد في النموذج المقترح لتقدير نموذج مؤشر سوق التداول المصري.

جدول رقم (6): اختبار مشكلة الارتباط الخطي باستخدام اختبار مصفوفة الارتباطات CM

التضخم	معدل النمو	معدل الفائدة	الناتج القومي	
0.5257	0.5331	0.1409	1	الناتج القومي
0.5832	0.5865	1	0.1409	معدل الفائدة
0.9997	1	0.5865	0.5331	معدل النمو
1	0.9997	0.5832	0.5257	التضخم

المصدر: من إعداد الباحث بناء على نتائج التحليل الإحصائي. من خلال النتائج الإحصائية الواردة في الجدول رقم (٦) نلاحظ ان هنالك ارتباط قوي بين التضخم ومعدل النمو حيث بلغت قيمة معامل الارتباط بين المتغيرين (0.9997) وهي اعلى من القيمة المعيارية (0.85) مما يدل على وجود مشكلة ارتباط خطي قوي بين معدل التضخم ومعدل النمو في الاقتصاد المصري خلال فترة الدراسة، وتؤكد هذه الإحصائية نتيجة اختبار معامل تضخم التباين.

ولعلاج هذه المشكلة تم تقدير نموذج مؤشر سوق التداول المصري على مرحلتين في المرحلة الاولى تم تقدير النموذج باستبعاد متغير التضخم من النموذج والمرحلة الثانية تم تقدير النموذج من خلال استبعاد متغير معدل النمو الاقتصادي، وذلك للتأكد من خلو النموذج من مشكلة الارتباط الخطي المتعدد، وعلية سيصبح الشكل الرياضي لنموذج مؤشر سوق التداول المصري كالتالي:

الشكل الرياضي لنموذج سوق التداول المصري (بعد استبعاد متغيري التضخم)

$$MI = \beta_0 + \beta_1 * GNP + \beta_2 * INT + \beta_3 * EG + \varepsilon$$

الشكل الرياضي لنموذج سوق التداول المصري (بعد استبعاد متغير النمو الاقتصادي)

$$MI = \beta_0 + \beta_1 * GNP + \beta_2 * INT + \beta_4 * IF + \varepsilon$$

ومن خلال مقارنة نتائج تقديرات الـ (OLS & WLS) نلاحظ أن نتائج التقدير باستخدام طريقة المربعات الصغرى الموزونة (WLS) قد تحسنت قليلاً مقارنة بنتائج المربعات الصغرى العادية (OLS)، لذلك سيتم تقدير نموذج مؤشر سوق المال المصري بالاعتماد على المربعات الصغرى الموزونة (WLS).

تقدير نموذج مؤشر سوق التداول المصري (بعد إستبعاد التضخم) باستخدام أسلوب المربعات الصغرى الموزونة (WLS):

لعلاج مشكلة الارتباط الخطي المتعدد تم إعادة تقدير نموذج الدراسة بعد إستبعاد متغير معدل التضخم وبعد تقدير نموذج الدراسة نلاحظ وجود مشكلة ارتباط ذاتي في النموذج ولعلاج مشكلة الارتباط الذاتي تم تقدير نموذج الدراسة من خلال الشكل الرياضي شبة اللوغاريتمي باستخدام طريقة المربعات الصغرى الموزونة، والجدول التالي يوضح نتائج التقدير.

جدول رقم (٧) نتائج تقدير نموذج مؤشر سوق التداول المصري (بعد استبعاد التضخم) باستخدام أسلوب المربعات الصغرى الموزونة (WLS)

النموذج المقدر					
$LOG(MI) = 8.466 - 0.0026 * GNP + 2.953 * INT + 25.25 * EG$					
القيم المحورية لـ VIF	مستوى المعنوية	إحصائيات	الخطأ المعياري	معامل الانحدار	المتغيرات
NA	0.0002	8.312073	1.018529	8.466091	الحد الثابت
1.851277	0.5788	0.58671	0.00451	0.002646	الناتج القومي
2.148030	0.0153	-0.691126	4.272744	-2.953005	معدل الفائدة
2.674157	0.0724	2.176323	11.60337	25.25267	معدل النمو
معاملات جودة تقدير النموذج					
المقدرة على التنبؤ (Theil)		مستوى معنوية النموذج (F)		معامل التحديد المعدل ($Adj R^2$)	
0.016582		0.046187		0.568172	
اختبار شروط تقدير نموذج الانحدار					
درين واتسون DW Test		جاركوبيرا (Prob. JB)		إحصائية بروش للتباين (B.P.G)	
2.305978		0.510830		0.5857	

المصدر: من إعداد الباحث بناء على نتائج التحليل الإحصائي.

بعد إكمال عملية تقدير القيم الرقمية لمعاملات النموذج من خلال بيانات واقعية، تأتي مرحلة تقييم المعلمات المقدرة والمقصود بتقييم المعلمات المقدرة هو تحديد ما إذا كانت قيم هذه المعلمات لها مدلول أو معنى من الناحية الاقتصادية والقياسية.

تقييم النموذج من حيث المعيار القياسي: نلاحظ ان النموذج المقدر لا تعاني من مشكلة ارتباط خطي متعدد وفقا لاختبار معامل تضخم التباين حيث نجد ان جميع القيم المحورية للمتغيرات المستقلة في النموذج اقل من الـ (10) مما يدل على عدم وجود مشكلة ارتباط خطي متعدد في النموذج المقدر، كذلك تدل إحصائية جاركوبيرا على ان بواقي النموذج يتبع التوزيع الطبيعي حيث بلغت القيمة الاحتمالية للاختبار (0.51) وهي اكبر من مستوى الدلالة الإحصائية (0.05)، كذلك دلت نتائج اختبار بروش باجن وجودفري على تجانس بواقي النموذج حيث بلغت القيمة الاحتمالية للاختبار (0.5857) وهي اكبر من مستوى الدلالة الإحصائية (0.05) مما يدل على ان بواقي النموذج لا تعاني من مشكلة اختلاف التباين، كذلك دلت نتائج إحصائية دربن واتسون على ان بواقي النموذج لا يعاني من مشكلة الارتباط الذاتي حيث بلغت قيمة إحصائية دربن واتسون (2.305978) وهي قريبة من القيمة المعيارية (2) مما يدل على عدم وجود ارتباط ذاتي لبواقي النموذج، وعليه يمكن قبول نتائج التقدير.

تقييم النموذج من حيث المعيار الاحصائي والاقتصادي: بتقييم جودة توفيق النموذج نجد ان النموذج المقدر يفسر (57%) من التغيرات التي تحدث لمؤشر تداول السوق المالي المصري حيث بلغت قيمة معامل التحديد المعدل (0.568172) مما يدل على جودة تقدير النموذج، وجاءت قيمة معامل السيولة لتأيل مساوية لـ (0.016582) وهي قريبة جدا من الصفر مما يدل على وجود مقدرة عالية للنموذج المقدر على التنبؤ، وبتقييم المعالم المقدرة يتضح الاتي:

1. القيمة الأولية لمؤشر سوق التداول المصري هي قيمة موجبة حيث بلغت قيمة الثابت (8.466091) بمستوى معنوية (0.0002) مما يدل على ان القيمة الذاتية او الأولية لمؤشر سوق التداول المصري هي قيمة موجبة.

2. التغير في الناتج القومي المصري لا تساعد في تفسير التغيرات في مؤشر سوق التداول المصري، حيث بلغت مستوى المعنوية لمعلمة الناتج القومي المصري (0.5788)، مما يدل على عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين الناتج القومي المصري ومؤشر سوق التداول المصري خلال فترة الدراسة.

3. التغير في معدل الفائدة للاقتصاد المصري تساعد في تفسير التغيرات في مؤشر سوق التداول المصري، حيث بلغت مستوى المعنوية لمعلمة معدل الفائدة (0.0153)، مما يدل على وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين معدل الفائدة في السوق المصري ومؤشر سوق التداول المصري خلال فترة الدراسة.

4. التغير في معدل نمو الاقتصاد المصري تساعد في تفسير التغيرات في مؤشر سوق التداول المصري، حيث بلغت القيمة الاحتمالية (0.0724) ذات دلالة إحصائية عند مستوى الدلالة الإحصائية (10%)، مما يدل على وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين معدلات نمو الاقتصاد المصري ومؤشر سوق التداول المصري خلال فترة الدراسة.

تقدير نموذج مؤشر سوق التداول المصري (بعد إستبعاد النمو) باستخدام أسلوب المربعات الصغرى الموزونة (WLS):

لعلاج مشكلة الارتباط الخطي المتعدد تم إعادة تقدير نموذج الدراسة بعد إستبعاد متغير النمو وبعد تقدير نموذج البحث نلاحظ وجود مشكلة ارتباط ذاتي في النموذج ولعلاج مشكلة الارتباط الذاتي تم تقدير نموذج البحث من خلال الشكل الرياضي شبة اللوغاريتمي باستخدام طريقة المربعات الصغرى الموزونة، والجدول التالي يوضح نتائج التقدير.

جدول رقم (٨): نتائج تقدير نموذج مؤشر سوق التداول المصري (بعد إستبعاد معدل النمو) باستخدام طريقة الـ (WLS)

النموذج المقدر					
$LOG(MI) = 8.4793 - 0.0027581 * GNP + 2.825 * INT + 26.1654 * IF$					
القيم المحورية لـ VIF	المعنوية	إحصائية ت	خ. معياري	معامل الانحدار	المتغيرات
NA	0.0002	8.43971	1.00469	8.479302	الحد الثابت
1.895379	0.5617	0.61412	0.00449	0.002758	النتائج القومي
2.186291	0.0432	-0.66299	4.26126	-2.825164	معدل الفائدة
2.732045	0.0703	-2.19779	11.9052	-26.16527	معدل التضخم
معاملات جودة تقدير النموذج					
المقدرة على التنبؤ (Theil)		مستوى معنوية النموذج (F)		معامل التحديد المعدل (Adj R ²)	
0.016322		0.045477		0.570503	
اختبار شروط تقدير نموذج الانحدار					
درين واتسون DW Test		جاركوبيرا (Prob. JB)		إحصائية بروش للتباين (B.P.G)	
2.344588		0.524863		0.5665	

المصدر: من إعداد الباحث بناء على نتائج التحليل الإحصائي.

تقييم النموذج من حيث المعيار القياسي: من خلال نتائج التقدير الموضحة بالجدول رقم (٨) يمكن اختبار شروط التقدير الخاصة بنموذج الانحدار، حيث نلاحظ ان النموذج المقدر لا تعاني من مشكلة ارتباط خطي متعدد وفقا لاختبار معامل تضخم التباين حيث نجد ان جميع القيم المحورية للمتغيرات المستقلة في النموذج اقل من الـ (10) مما يدل على عدم وجود مشكلة ارتباط خطي متعدد في النموذج المقدر، كذلك تدل إحصائية جاركوبيرا على ان بواقي النموذج يتبع التوزيع الطبيعي حيث بلغت القيمة الاحتمالية للاختبار (0.524863) وهي اكبر من مستوى الدلالة الإحصائية (0.05)، كذلك دلت نتائج اختبار بروش باجن وجود فري على تجانس بواقي النموذج حيث بلغت

القيمة الاحتمالية للاختبار (0.5665) وهي اكبر من مستوى الدلالة الإحصائية (0.05) مما يدل على ان بواقى النموذج لا تعاني من مشكلة اختلاف التباين، كذلك دلت نتائج إحصائية دربن واتسون على ان بواقى النموذج لا يعاني من مشكلة الارتباط الذاتي حيث بلغت قيمة إحصائية دربن واتسون (2.344588) وهي قريبة من القيمة المعيارية (2) مما يدل على عدم وجود ارتباط ذاتي لبواقى النموذج، وعليه يمكن قبول نتائج التقدير.

تقييم النموذج من حيث المعيار الاحصائي والاقتصادي: يتم تقييم النموذج وفقاً للمعيار الاحصائي من خلال تقييم القدرة التفسيرية للنموذج وتقييم معنوية معالم النموذج، في حين ان تقييم النموذج من حيث المعيار الاقتصادي يتم من خلال اختبار مدى مطابقة إشارات المعالم المقدرة للإشارات المسبقة المفترضة للمعالم المقدرة، وبتقييم جودة توفيق النموذج نجد ان النموذج المقدر يفسر (57%) من التغيرات التي تحدث لمؤشر تداول سوق المال المصري حيث بلغت قيمة معامل التحديد المعدل (0.570503) مما يدل على جودة تقدير النموذج، وجاءت قيمة معامل السيولة لتأيل مساوية لـ (0.016) وهي قريبة جدا من الصفر مما يدل على وجود مقدرة عالية للنموذج المقدر على التنبؤ بمؤشر سوق التداول المصري، وبتقييم المعالم المقدرة يتضح الآتي:

1. القيمة الأولية لمؤشر سوق التداول المصري هي قيمة موجبة حيث بلغت قيمة الثابت (8.479302) بمستوى معنوية (0.0002) مما يدل على ان القيمة الذاتية او الأولية لمؤشر سوق التداول المصري هي قيمة موجبة.
2. التغيرات في الناتج القومي المصري لا تساعد في تفسير التغيرات في مؤشر سوق التداول المصري، حيث بلغت مستوى المعنوية لمعلمة الناتج القومي المصري (0.5617)، مما يدل على عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين الناتج القومي المصري ومؤشر سوق التداول المصري خلال فترة البحث.

3. التغير في معدل الفائدة للاقتصاد المصري يفسر التغيرات في مؤشر سوق التداول المصري، حيث بلغت مستوى المعنوية لمعلمة معدل الفائدة (0.04153)، مما يدل على وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين معدل الفائدة في السوق المصري ومؤشر سوق التداول المصري خلال فترة البحث.

4. التغيرات في معدل التضخم المصري تساعد في تفسير التغيرات في مؤشر سوق التداول المصري، حيث بلغت قيمة معلمة معدل التضخم (26.16527-) وبلغت مستوى المعنوية (0.0703) وهي أقل من مستوى الدلالة الإحصائية (0.10)، مما يدل على وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين معدل التضخم ومؤشر سوق التداول المصري.

4-5: مناقشة الفرضيات

بعد دراسة أداء سوق المال المصري وتحليل وقياس أثر بعض المتغيرات الاقتصادية المتمثلة في متغير (معدل التضخم، معدل الفائدة، معدل النمو الاقتصادي، الناتج القومي الإجمالي)، على أداء سوق المال مقاساً بمؤشر سوق المال المصري خلال فترة الدراسة (2011 - 2021) سيتم مناقشة الفرضيات على النحو التالي:

الفرض الأول: يوجد أثر ذو دلالة إحصائية لمعدل سعر الفائدة في أداء سوق المال المصري

من خلال نتائج التحليل بلغت قيمة معلمة معدل الفائدة في نموذج سوق التداول المصري (-2.95) والقيمة الاحتمالية (0.0153) أقل من مستوى الدلالة الإحصائية حتى عند مستوى المعنوية (5%) مما يدل على وجود علاقة بين معدل الفائدة في الاقتصاد المصري وأداء سوق التداول المصري خلال فترة البحث. وعليه فإن التغيرات في معدل الفائدة في الاقتصاد المصري تفسر التغيرات التي تحدث لسوق المال المصري. ومن ثم قبول الفرض، أي أنه توجد علاقة دالة إحصائية بين معدل الفائدة ومؤشر سوق المال المصري.

الفرض الثاني: يوجد اثر ذو دلالة إحصائية لمعدل التضخم في أداء سوق المال المصري

توصلت نتائج التحليل الى وجود اثر سلبي لمعدل التضخم في الاقتصاد المصري على أداء سوق المال المصري حيث بلغت قيمة المعلمة (-26.165) ذات بمستوى معنوية (0.0703) مما يدل على وجود علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين التضخم ومؤشر سوق التداول المصري عند مستوى دلالة ١٠%. ومن ثم يتم قبول الفرض بأنه توجد علاقة دالة إحصائياً بين معدل التضخم ومؤشر سوق المال المصري.

الفرض الثالث: يوجد اثر ذو دلالة إحصائية لمعدل النمو الاقتصادي في أداء سوق المال المصري

توصلت نتائج التحليل الى وجود تأثير إيجابي لمعدل النمو على مؤشر سوق المال المصري، حيث بلغ معامل التأثير (25.25) بمستوى معنوية (0.0724) مما يدل على وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين معدل نمو الاقتصاد المصري ومؤشر سوق التداول المصري، مما يدل على وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين معدل نمو الاقتصاد ومؤشر سوق التداول المصري عند مستوى دلالة ١٠%. وبالتالي يتم قبول الفرض بأنه توجد علاقة دالة إحصائياً بين معدل النمو الاقتصادي ومؤشر سوق المال المصري.

الفرض الرابع: يوجد اثر ذو دلالة إحصائية للنتاج القومي الاجمالي في أداء سوق المال المصري

من خلال نتائج التحليل توصل الباحث الى ان الناتج القومي الإجمالي لم يكن لها أي تأثير حقيقي على سوق المال المصري خلال فترة الدراسة، مما يدل على عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين التغيرات في الناتج القومي والتغيرات في مؤشر سوق

المال. ومن ثم قبول الفرض بأنه توجد علاقة دالة إحصائياً بين الناتج القومي الإجمالي ومؤشر سوق المال المصري.

خلاصة النتائج والتوصيات والمقترحات

١-٥ خلاصة النتائج

من أجل الدراسة والتحليل المتعمق لسوق المال المصري وتحليل وقياس أثر بعض المتغيرات الاقتصادية متمثلة في متغير (معدل التضخم، معدل الفائدة، معدل النمو الاقتصادي، الناتج القومي الإجمالي)، على أداء سوق المال مقياساً بمؤشر سوق المال المصري خلال فترة الدراسة (2011 - 2020م)، حيث بدأت الدراسة بالتحليل الوصفي لمتغيرات الدراسة، ثم اختبارات الكشف عن إستقرار المتغيرات بإستخدام إختبار فليبس بيرون، وخلصت الى أن إستقرار متغيرات نموذج سوق التداول المصري فإن متغير (مؤشر سوق التداول المصري) مستقرة عند الفرق الأول، في حين أن متغيري (معدل الفائدة، الناتج القومي الإجمالي) مستقرة عند الفرق الثاني، بينما متغيري (معدل التضخم، معدل النمو) في الاقتصاد المصري لم تستقر حتى عند الفرق الثاني سواء كانت الدالة متضمنة قاطع أو متضمنة قاطع وإتجاه عام أو بدون قاطع وبدون إتجاه عام. كما تم دراسة إختبارات الارتباط الخطي (التعدد الخطي) وهي إختبارات ضرورية في حالة الإنحدار الخطي المتعدد، وقد دلت القيم المحورية لمعامل تضخم التباين (VIF) وقيم مصفوفة الارتباطات (CM) على وجود ارتباط قوي بين معدلات التضخم ومعدلات النمو في الاقتصاد المصري. وكانت قيمة معامل التحديد المعدل (R^2 Adjusted R^2) لنموذج سوق التداول المصري المقدر يفسر (57%) من التغيرات التي تحدث لسوق المال المصري مقياساً بمؤشر تداول السوق.

وخلصت الدراسة الى أن معدل الفائدة ومعدل التضخم لهم تأثير سلبي على مؤشر سوق التداول المصري، وأن معدل النمو الاقتصادي والناتج القومي الإجمالي لهما تأثير إيجابي على مؤشر سوق التداول المصري.

٢-٥ التوصيات

- تعددت الصدمات أصابت النشاط الاقتصادي عالمياً (جائحة كوفيد-١٩، حرب أوكرانيا) والتي أدت الى إنكماش الناتج الاقتصادي في غالبية الدول، وتباينت السياسات حسب المقدرة المالية لكل دولة، وحسب المشكلات التي تواجه الدول وبعد دراسة المتغيرات التي تؤثر على أداء أسواق المال يوصى البحث بالآتي:
- ضرورة ربط أدوات السياسات الاقتصادية بتحليل الأسواق والآثار المتوقعة عليها.
 - ضرورة تقليل الأثر السالب لكل من معدل الفائدة ومعدل التضخم على مؤشر المال المصري.
 - ضرورة تعزيز الأثر الموجب لكل من معدل النمو الاقتصادي والناتج القومي الإجمالي على مؤشر سوق التداول المصري.

٣-٥ المقترحات

- يوصى البحث بمقترحات لدراسات مستقبلية، وهي:
- أثر تغيرات أسعار الفائدة على أداء أسواق المال في الدول الناشئة.

المراجع:

- أحمد حسن، ١٩٩٩م، *الأوراق النقدية في الاقتصاد الإسلامي*، دمشق، سوريا، دار الفكر، الطبعة الأولى.
- أسامة يزيد بن محمد، ١٩٩٩م، *مقدمة في التحليل الاقتصادي الكلي*، جامعة الملك سعود، الرياض، السعودية.
- الأشقر، أحمد، ٢٠٠٢م، *الاقتصاد الكلي*، الدار العلمية الدولية للنشر و التوزيع - عمان، الأردن - الطبعة الأولى.
- بوتلجة، مريم، بريكة، السعيد، ٢٠٢٢م، أثر بعض المتغيرات الاقتصادية على عوائد أسهم بورصة عمان خلال الفترة ٢٠٠٠-٢٠١٦، مجلة العلوم الإنسانية، المجلد ٣٣ عدد ٣.
- البورصة المصرية، قواعد مؤشر البورصة المصرية <https://www.egx.com>
- جامعة الملك سعود، ٢٠٠٩م، العلاقة بين النمو الاقتصادي ومعدل العائد على الأسهم في المملكة العربية السعودية،
- الجراح، عبدالله، ٢٠١١م، *مصادر التضخم في المملكة العربية السعودية* دراسة قياسية باستخدام مدخل اختبارات"، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد ٢٧، العدد الأول.
- حسام علي داوود، ٢٠١٦م، *مبادئ الاقتصاد الكلي*، دار المسيرة، عمان، الأردن.
- الحيالي، وليد ناجي، ٢٠٠٢م، *مشاكل محاسبية معاصرة*، عمان، الأردن، الحامد للنشر والتوزيع.
- الخليفة حسن، الصديق برعي، نور الجليل عبد المنعم، عبدالرحمن عبدالرحمن، نورين مجدي، الحاج بشرى خير، طلحة الوليد، ٢٠٠٩م، *توثيق سياسة سعر الصرف في السودان (١٩٥٦ - ٢٠٠٧)*، بنك السودان المركزي، الخرطوم، السودان.
- دبلة، عبدالعالي، ٢٠٠٤م، *الدولة رؤية سوسيولوجية*، القاهرة، مصر، دار الفجر للنشر والتوزيع، ط١،
- ديما وليد حنا، *الأسواق المالية*، ٢٠١٥، القاهرة، مصر، دار النشر المنظمة العربية للتنمية الإدارية.
- رانتسكي ماريان، ٢٠٠٣م، *الأسطورة الخضراء النمو الاقتصادي وجودة البيئة*، مركز الإمارات للدراسات والبحوث الاستراتيجية، العدد ٥٠، ط١، أبو ظبي، الإمارات.
- زياد رمضان، ٢٠٠٨م، *أسواق المالية*، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، دار أسامة للنشر.
- سمير عبدالحميد رمضان، ١٩٩٦م، *أسواق الأوراق المالية*، القاهرة، مصر، دار الجامعة للنشر
- السوق المالية السعودية، منهجية مؤشرات تداول، هيئة السوق المالية، الإستثمارات المالية وأسواق الأسهم، المملكة العربية السعودية.
- السيد، عبد القادر، ٢٠١١م، *الاقتصاد الدولي النظرية والسياسات*، عمان، الأردن، دار الفكر.

- صالح، سراي، ٢٠١٧م، دراسة أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على أداء الأسواق المالية -دراسة عينة من أسواق رأس المال العربية المغرب، الأردن، مصر
طلحة، الوليد، ٢٠٢٢م، سياسات تحرير سعر الصرف في الدول العربية: بين النظرية والتطبيق، أبو ظبي، الإمارات العربية المتحدة، صندوق النقد العربي.
عادل، علاء، والميع هويدا، ٢٠١٧م، العلاقات الاقتصادية الدولية (النظريات والسياسات)، مكتبة الرشد، الرياض، السعودية.
- عبد الله، علي، وبلحمري، خيرة، ٢٠١٥م، تأثير المتغيرات الاقتصادية الكلية على أداء السوق المالي الاردني، مجلة الاقتصاد و التنمية البشرية، Volume 6, Numéro 1, Pages
- عبدالعظيم، محمد، ١٩٩٠م، التضخم العالمي: الظاهرة والتفسير الاقتصادي لها، مجلة مصر المعاصرة، مجلد ٨١، العدد ٤٢١-٤٢٢، القاهرة، مصر.
- عبدالله للطيف، واحمد سعد ١٩٩٨م، بورصة الأوراق المالية، عمان، الأردن، دار وائل للنشر عطية، عبدالقادر، 2004م، الحديث في الاقتصاد القياسي بين النظرية والتطبيق، الدار الجامعية، رقم الإيداع 13783/، الترقيم الدولي ISBN: 9773281361، الإسكندرية، مصر.
- عميش، دحماني، ٢٠٢٢م، اثر التضخم على أداء السوق المالي لدول مجلس التعاون الخليجي - دراسة قياسية باستخدام ARDL Panel خلال الفترة ١٩٩٦م-٢٠١٩م، مجلة معهد العلوم الاقتصادية، المجلد ٢٥، العدد ١.
- الغانم، عبدالله، ٢٠٠٤م، التنمية من منظور إسلامي، مركز الدراسات الاستراتيجية والمستقبلية، جامعة الكويت، العدد الثاني، الكويت.
- كبداني سيد أحمد، ٢٠١٣م، أثر النمو الاقتصادي على عدالة توزيع الدخل في الجزائر مقارنة بالدول العربية، دراسة تحليلية وقياسية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة أبي بكر بلقايد- تلمسان، الجزائر.
- المتولي، أحمد، و عبد الحافظ أحمد، ٢٠٢١م، أثر التحليل الاقتصادي في التأثير على سوق الأوراق المالية المصرية، المركز الديمقراطي العربي، القاهرة، مصر.
- المعهد العربي للتخطيط بالكويت، ٢٠٠٣م، سياسات أسعار الصرف، سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الأقطار العربية العدد الثالث والعشرون، الكويت.
- المغنى، هناء، ٢٠٢١م، أثر تحرير سعر الصرف على عوائد ومخاطر الأسهم بالبورصة المصرية، المجلة العربية للإدارة، كلية التجارة - جامعة الإسكندرية - قسم إدارة الأعمال، المجلد ٤١.

مقاوسي، صليحة وجمعوني، هند، ٢٠١٠م، نحو مقاربات نظرية حديثة لدراسة التنمية الاقتصادية، ملتقى وطني حول الاقتصاد الجزائري: قراءات حديثة في التنمية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الحاج لخضر - باتنة، الجزائر.
هاريسون، فريدك، تشارلز، ١٩٦٦م، التعليم والقوى البشرية والنمو الاقتصادي، ترجمة إبراهيم حافظ، القاهرة، مكتبة دار النهضة المصرية، القاهرة - مصر.

هيئة السوق المالية، الإستثمارات المالية وأسواق الأسهم
<https://www.saudiexchange.sa>

يوسف محمود جربوج، نظرية المحاسبة، ٢٠٠٠م، عمان، الأردن، مؤسسة الوراق للنشر.

المراجع الأجنبية

- Abd El-Hamid, M. T., El-Ansary, O., & Haleim, S. A. (2017). The impact of interest rate on stock market return and volatility: evidence from Egyptian stock market. *International Journal of Financial Research*, 8(2), 74-82.
- Abdalla, S. Z., & Winker, P. (2018). Modelling stock market volatility using univariate GARCH models: evidence from Sudan and Egypt. *International Journal of Finance & Economics*, 23(2), 147-160.
- Abdalla, S. Z., & Winker, P. (2020). The impact of monetary policy on the Egyptian stock market. *Applied Economics Letters*, 27(3), 212-216.
- Al-Majali, A. A., & Al-Assaf, G. I. (2014). Long-run and short-run relationship between stock market index and main macroeconomic variables performance in Jordan. *European Scientific Journal*, 10(10), 156-171.
- Avramov, D., & Chordia, T. (2006). Asset pricing models and financial market anomalies. *The Review of Financial Studies*, 19(3), 1001-1040.

- Bernanke, B. S., & Kuttner, K. N. (2005). What explains the stock market's reaction to Federal Reserve policy? *The Journal of finance*, 60(3), 1221-1257.
- Brasoveanu, L. O. V., Dragota, V., Catarama, D., & Semenescu, A. (2008). Correlations between capital market development and economic growth: the case of Romania. *Journal of Applied Quantitative Methods*, 3(1), 64-75.
- Caporale, G. M., Howells, P. G., & Soliman, A. M. (2004). Stock market development and economic growth: the causal linkage. *Journal of economic development*, 29(1), 33-50.
- Christiansen, C. (2007). Volatility-spillover effects in European bond markets. *European Financial Management*, 13(5), 923-948.
- Ehrmann, M., & Fratzscher, M. (2004). Taking stock: Monetary policy transmission to equity markets. *Journal of Money, Credit and Banking*, 36(4), 719-737.
- El-Geziry, K., Hatemi-J, A., & Mabrouk, A. B. (2019). The dynamic relationship between economic growth and stock market performance in Egypt. *African Journal of Economic and Management Studies*, 10(4), 543-555.
- Flannery, M. J., & Protopapadakis, A. A. (2002). Macroeconomic factors do influence aggregate stock returns. *The review of financial studies*, 15(3), 751-782.
- Gilchrist, S., Sim, J. W., & Zakrajšek, E. (2014). Uncertainty, financial frictions, and investment dynamics. *National Bureau of Economic Research*, No. w20038.
- Hassan, M. K., Sanchez, B., & Yu, J. S. (2011). Financial development and economic growth: New evidence from panel data. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 51(1), 88-104.

- Hassan, M. K., Sanchez, B., & Yu, J. S. (2015). Financial development and economic growth: New evidence from panel data. *The Quarterly Review of Economics and Finance*, 51(1), 88-104.
- Humpe, A., & Macmillan, P. (2009). Can macroeconomic variables explain long-term stock market movements? A comparison of the US and Japan. *Applied Financial Economics*, 19(2), 111-119.
- King, R. G., & Levine, R. (1993). Finance, entrepreneurship and growth. *Journal of Monetary economics*, 32(3), 513-542.
- Levine, R., & Zervos, S. (1998). Stock markets, banks, and economic growth. *The American economic review*, 88(3), 537-558.
- Loess, J. D., & Syverson, C. (2017). Firm Dynamics and the Changing Cyclicity of Economic Fluctuations. Working Paper, University of Chicago.
- Mishkin, F. S. (2019). *The economics of money, banking, and financial markets* (12th ed.). Boston, MA: Pearson.
- Mohamed, M. E., Abdelsalam, O., & Elshandidy, T. (2021). Macroeconomic determinants of stock market performance in Egypt. *Quarterly Review of Economics and Finance*, 80, 360-369.
- Nisa, M. U., & Younis, T. (2014). The relationship between macroeconomic variables and stock returns: A case study of Karachi Stock Exchange. *Pakistan Journal of Commerce and Social Sciences (PJCSS)*, 8(2), 323-355.
- Ratanapakorn, O., & Sharma, S. C. (2007). Dynamic analysis between the US stock returns and the macroeconomic variables. *Applied Financial Economics*, 17(5), 369-377.

- Soliman, M. M., Abdeldayem, M. M., & Aboud, A. A. (2018). The impact of inflation on stock market returns in Egypt. *International Journal of Business and Management*, 13(1), 178-187.
- Suliman Zakaria Suliman Abdalla, " The Impact of Inflation on Stock Market Returns and Conditional Volatility: Empirical Evidence from Saudi Stock Market "، January 2012, Available at : <https://www.researchgate.net>
- Vermeulen, R., & Hoeberichts, M. (2007). The impact of stock market wealth on consumption. *De Nederlandsche Bank Working Paper*, (136).