

## أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على أسواق الأسهم دراسة تطبيقية على أسواق الأسهم العربية The Impact of Macroeconomic Variables On Stock Markets

### Applied Study on Arab Stock Markets

الباحث/ ياسر إبراهيم علام عثمان (\*)

#### الملخص:

تهدف الدراسة إلى تحليل أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على أسواق الأسهم من خلال إطار نظري يستخدم في اختبار أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على أسواق الأسهم العربية: البحرين، ومصر، والأردن، والكويت، والمغرب، وعمان، وقطر، والسعودية، والإمارات، وذلك باستخدام تحليل التكامل المشترك لبحث علاقات التكامل الزمنية للسلاسل الزمنية للعلاقة طويلة الأجل بين المتغيرات الاقتصادية الكلية وأسواق الأسهم، وباستخدام نموذج متجه تصحيح الخطأ للعلاقة قصيرة الأجل، وتحليل الأثر والاستجابة لنموذج متجه تصحيح الخطأ لتوضيح الاستجابة الديناميكية للمتغيرات بما تؤكدته النظرية، وذلك باستخدام بيانات سلاسل زمنية شهرية عن كل المتغيرات لدول عينة الدراسة (٩ دول) وذلك خلال الفترة من عام ١٩٨٥ وحتى عام ٢٠١٢، بمتوسط عدد مشاهدات ما بين ٥٩ إلى ٢٦٥ مشاهدة لكل دولة. وتشير النتائج إلى تحقق فرضية الدراسة بوجود أثر للمتغيرات الاقتصادية الكلية على أسواق الأسهم العربية تحقق هذا الأثر في وجود علاقات توازنية طويلة الأجل، وأخري قصيرة الأجل بين المتغيرات الاقتصادية الكلية وأسواق الأسهم،

وكذا بوجود أثر للمتغيرات الاقتصادية الكلية على أسواق الأسهم لدول الجوار حيث أوضحت نتائج اختبارات التكامل المشترك وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين المتغيرات الاقتصادية الكلية وأسعار الأسهم.

### أولاً: المقدمة:

تعد أسواق الأسهم من الأسواق الأكثر حساسية للمتغيرات الحادثة في المتغيرات الاقتصادية وخاصة الكلية منها: معدل النمو الاقتصادي، وعرض النقود، وأسعار الفائدة، ومعدل التضخم، والاستهلاك، والاستثمار، وأسعار الصرف، ومعدل البطالة، بالإضافة إلى توقع التغير في أداء هذه المتغيرات. ويتنقل أثر تلك التغيرات إلى النشاط الاقتصادي ككل عبر قنوات انتقال الأثر إلى أسواق الأسهم في صورة تغيرات في أداء تلك الأسواق.

ومن المفترض أن أسواق الأسهم كغيرها من الأسواق تتأثر بعوامل داخلية، وتؤثر وتتأثر بعوامل خارجية ودولية، فالعوامل الداخلية تنشأ من داخل السوق نفسه فيما يتمثل في اللوائح والقوانين المنظمة للعمل بالسوق، أما العوامل الخارجية فهي العوامل الأخرى المؤثرة على أداء السوق، وتشكل في مجملها البيئة المحيطة بالسوق وهي البيئة الاقتصادية الكلية والتي قد يمتد نطاق أثر تلك البيئة إلى المحيط الدولي لتكون بيئة الأعمال الدولية المحيطة بالسوق. وبداية من عناصر البيئة الاقتصادية الكلية التي تؤثر على عمل وأداء أسواق الأسهم بحيث يعد أداء أسواق الأسهم بمثابة استجابة للتغير في تلك المتغيرات الاقتصادية الكلية، بالإضافة إلى أدوات السياسة المالية والنقدية التي تعمل على إحداث الأثر والاستجابة في تلك الأسواق خلال مراحل دورة الأعمال المختلفة؛ حيث يظهر بوضوح أثر تلك السياسات على

أداء الأسواق خلال فترات الكساد؛ حيث تعمل الدول على إنعاش الاقتصاد من خلال انتقال الأثر عبر أسواق الأسهم كي تحدث الأثر المرغوب على معدلات النمو الاقتصادي، والاستثمار، والبطالة.

يؤدي معرفة مقدار التغير الفعلي المحقق في تلك المتغيرات إلى معرفة انعكاس ذلك على أسواق الأسهم؛ وذلك نظراً لوجود علاقات ارتباط بين المتغيرات الاقتصادية الكلية وأسواق الأسهم، وهو الأثر الممكن قياسه في شكل تغيرات في أسواق الأسهم؛ أي: بمعنى تقدير الأثر الكمي للمتغيرات الاقتصادية الكلية في علاقتها بسوق الأسهم. أما بالنسبة لتوقع التغير في أحد المتغيرات الاقتصادية، فعلى الرغم من أهمية ودور التوقعات في التأثير على أداء أسواق الأسهم وكذا على أسعار الأسهم، إلا أنها قد تختلف من فرد لآخر أو بمعنى آخر نسبية وذلك وفقاً لدرجة المعرفة، أو الدراية الاقتصادية بانعكاسات تلك التوقعات على أداء أسواق الأسهم بالإضافة إلى عدم وجود قيمة ملموسة للتوقعات يمكن من خلالها الاعتماد عليها في قياس أثر التوقعات على أسواق الأسهم.

معرفة اتجاهات العلاقات الثنائية بين المتغيرات الاقتصادية وأسواق الأسهم من حيث كونها أحادية أو ثنائية الاتجاه، أو من ناحية الأجل الزمني لتلك العلاقات يعد من الوسائل والأدوات القياسية الهامة التي تمكن السلطات النقدية من استخدامه كقناة لنقل أثر أدواتها المختلفة؛ كي تؤثر على النشاط الاقتصادي الحقيقي بمختلف قطاعاته، ومن خلال دراسة تلك العلاقات نسعى لمعرفة كيفية انتقال الأثر من المتغيرات الاقتصادية إلى أسواق الأسهم، بالإضافة إلى محاولة معرفة مقدراً الأثر الكمي.

على الرغم من اختلاف نتائج بعض الدراسات التطبيقية فيما يتعلق بإيضاح أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على أسواق الأسهم العربية، إلا أنه قد تبرز أهمية الدراسة من خلال محاولة إيضاح المناخ الاقتصادي الذي تعمل من خلاله أسواق الأسهم نظراً لأن تلك الأسواق تعد من أكثر الأسواق حساسية لأي تغير في تلك المتغيرات الكلية. فأسواق الأسهم التي تقوم بمهام تشجيع ودفع عمليات التنمية في مختلف دول العالم من خلال حشد وتوجيه المدخرات نحو الاستثمار تعد مرآة تعكس من خلالها الوضع الحالي والمتوقع وكذا الأداء الاقتصادي فيما يتعلق بالمتغيرات الاقتصادية الكلية. وتأتي أهمية الدراسة من الناحية التطبيقية في اختبار أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية (مجتمعة) على أسواق الأسهم؛ بحيث يمكن تفسير التغيرات في أسواق الأسهم من خلال التغير في تلك المتغيرات الاقتصادية الكلية.

وتتضمن أسواق الأسهم الناشئة عدة أقاليم ذات خصائص تميزها عن الأقاليم الأخرى، وبالتالي فهي تضم: أسواق الأسهم العربية، الأفريقية، الأورومتوسطية، الآسيوية، دول اقتصاديات الانتقال، وأسواق أسهم دول أمريكا اللاتينية.

ونظراً لطبيعية وخصائص أي إقليم لذا تتأثر وتؤثر أسواق الأسهم على بعضها البعض لدول إقليم معين بحيث يضعف أو يقل هذا التأثير والتأثر على دول أخرى تنتمي لأقاليم أخرى، حيث تعمل عوامل الجاذبية والمتمثلة في الجوار الجغرافي: اللغة المشترك، الدين، الأنظمة الضريبية مما يجعل أسواق الأسهم أكثر عرضة للتأثير من قبل أسواق الأسهم الأخرى لدول الجوار والتي تنتمي لنفس الإقليم، بالإضافة إلى تأثرها بالأسواق العالمية من خلال درجة الارتباط معها.

وفقاً لما سبق تنحصر عينة الدراسة في أسواق أسهم الدول العربية لما لها من خصائص ديناميكية تميزها عن بقية أسواق الأسهم الناشئة.

### ثانياً: الإطار النظري:

يقوم نموذج القيمة الحالية **Present Value Model** بربط أسعار الأسهم بالتدفقات النقدية المتوقعة في المستقبل، ومعدل الخصم المستقبلي لهذه التدفقات. وعليه فإن المتغيرات الاقتصادية الكلية التي تؤثر على التدفقات النقدية المتوقعة، أو معدل الخصم الذي يجب أن يتم به خصم تلك التدفقات من المؤكد أن تؤثر على أسعار الأسهم. ومن مزايا استخدام نموذج القيمة الحالية أنه يركز على العلاقة بين سوق الأسهم والمتغيرات الاقتصادية الكلية، ومن دراسات هذا النموذج دراسة **Engle, Granger (1987)**<sup>(1)</sup> حول العلاقة التوازنية طويلة الأجل بين المتغيرات والتي يمكن اختبارها باستخدام التكامل المشترك. وبالتالي فإن العوامل الأساسية التي من شأنها أن تؤثر على عوائد الشركات وبالتالي على أسعار الأسهم، والتي تم دراستها من خلال نظرية تسعير المرجحة **The Arbitrage Pricing Theory** حيث يمكن ربط المتغيرات الاقتصادية الكلية بالعائد في أسواق الأسهم من خلال نظرية التسعير المرجح التي أشار إليها **(Ross)**، حيث يرتبط عائد الأصول بدرجة المخاطرة<sup>(2)</sup>.

ولقد ركزت دراسات نظرية التسعير المرجح على العائد الفردي للأسهم، والتي يمكن أن تستخدم وبصورة كلية لسوق الأسهم؛ حيث إن التغير الحادث في المتغيرات الاقتصادية الكلية لا بد وأن ينعكس بالتغير في عناصر المخاطرة والتي تؤثر على العائد المتوقع؛ حيث ربطت معظم الدراسات المبينة على نظرية التسعير المرجح

ما بين العائد في أسواق الأسهم والمتغيرات الاقتصادية الكلية من خلال نموذج العلاقة قصيرة الأجل بين المتغيرات الاقتصادية الكلية وأسعار الأسهم للفروق الأولى بفرض عدم سكون السلاسل الزمنية. ومن هذه النظرية يمكن استخلاص طريقة التحليل الأساسي **Fundamental Analysis** وهى الطريقة التي تبحث في العوامل المؤثرة على سوق الأسهم من خارج السوق مثل: المتغيرات العالمية ومتغيرات الاقتصاد الوطني وذلك تميز لها عن العوامل الداخلية من داخل السوق مثل: تدابير وإجراءات هيئة سوق المال، وقوى ومصالح خاصة، وعوامل أخرى مالية وسلوكية.

تناولت العديد من الدراسات النظرية العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية الكلية وأسواق الأسهم سواء في شكل علاقة سببية (أثر متغير اقتصادي كلي) أو في شكل علاقة دالية (أثر عدة متغيرات اقتصادية كلية). ويمكن إيجاز تلك الدراسات على النحو التالي:

تتوقف طبيعة العلاقة بين تطور القطاع المالي والنمو الاقتصادي على مراحل التنمية الاقتصادية. حيث تتحقق فرضية العرض القائد في المراحل الأولى للتنمية الاقتصادية، أما فرضية الطلب التالي فتتحقق في المراحل المتقدمة من مراحل التنمية الاقتصادية.

كما ثار جدل المدارس الفكرية فيما بينها حول الدور الذي تلعبه النقود والقطاع المالي في التأثير على الجانب الحقيقي للنشاط الاقتصادي، ويكمن هذا الاختلاف ليس في أهمية النقود والقطاع المالي بالنسبة للاقتصاد، ولكن فيما إذا كان التأثير على الجانب الحقيقي مباشراً أو غير مباشر وفي آلية الانتقال ذاتها.

ويمكن تلخيص العلاقة السببية بين التنمية الاقتصادية وتطور القطاع المالي عبر المدارس الفكرية المختلفة على النحو التالي: عند الكلاسيك فهي علاقة سببية ذات اتجاه واحد من المتغيرات الحقيقية إلى المتغيرات النقدية، أما النقديين فتختلف العلاقة في الأجل القصير عنه في الأجل الطويل، ففي الأجل القصير تحدث علاقة بينهم ناتجة عن اختلاف أسعار الأصول، أما في الأجل الطويل فلا توجد علاقة حيث يمتص الاقتصاد فائض السيولة الموجود في صورة زيادة في الناتج. في حين يرى الكينزيين أنها علاقة غير مباشرة من خلال تغيرات سعر الفائدة وآلية الانتقال هي الكفاية الحدية لرأس المال، أما الكينزيين المحدثين فآلية الانتقال هي أثر تكلفة رأس المال<sup>(٣)</sup>.

كما اتفقت المدارس الفكرية المختلفة (الكينزيين، النقديين) حول أثر الصدمات النقدية (زيادة أو انخفاضاً) المعروف النقدي على الأسواق المالية، ولكنها اختلفت في آلية انتقال هذا الأثر. الكينزيين: انتقال الأثر إلى الأسواق المالية ثم إلى الأسواق السلعية ومن ثم إلى النشاط الاقتصادي ككل من خلال التباين والاختلاف في عائد الأصول المختلفة التي تتضمنها الحافظة النقدية؛ حيث اتبعوا منهج التكيف في الحافظة الاستثمارية من خلال مقارنة العائد النسبي للأصول المختلفة. النقديين: انتقال الأثر إلى الأسواق المالية ثم إلى الأسواق السلعية، ومن ثم إلى النشاط الاقتصادي ككل من خلال التأثير على أسعار الأصول المالية (نموذج الحافظة النقدية **Monetary Portfolio**)، و(نموذج كمية النقود - السوق الكفاء **Simple Quantity- Efficient market**).

كما أوضحت الدراسات التي قامت ببحث العلاقة بين أسعار الفائدة وأسواق

الأسهم وجود عدة قنوات لانتقال تأثير أسعار الفائدة إلى أسواق الأسهم حيث تنقسم إلى قناة مباشرة من خلال السوق المالية وذلك عن طريق مقارنة العوائد الخاصة بالسوق النقدية من جهة، وعائد سوق الأسهم من جهة أخرى. قناة غير مباشرة من خلال السوق السلعية، فأثر أسعار الفائدة يؤثر على أسعار الأسهم، وينتقل هذا الأثر من خلال الاستهلاك الذي يؤدي إلى انخفاض مستوى الاستهلاك في مختلف القطاعات الاقتصادية وبالتالي انخفاض حجم المبيعات والأرباح مما يؤثر بالسلب على رغبة المستثمرين في شراء الأسهم وبالتالي انخفاض أسعارها في السوق ويعرف هذا الأثر بالعلاقة بين أسعار الفائدة وأسعار الأسهم من خلال السوق السلعية<sup>(٤)</sup>.

تناولت الدراسات أثر التضخم على أسواق الأسهم باعتبار أن الأسهم أحد مكونات الثروة والتي تتأثر بالتضخم ويمكن استخدامها كوسيلة لتحوط في مواجهة التضخم، حيث ترتفع أسعارها بزيادة معدلات التضخم. وهناك زيادة في أسعار الأسهم ولكنها ليست بنفس نسبة الارتفاع الحادث في أسعار السلع الأخرى. والعلاقة بين أسعار الأسهم ومعدلات التضخم علاقة موجبة خاصة في الأجلين المتوسط والطويل، أما في الأجل القصير، فقد يحدث أن ترتفع أسعار الأسهم بنسبة أقل من الارتفاع الحادث في معدلات التضخم، وهو ما يسمى الخداع النقدي Money Illusion<sup>(٥)</sup>.

تعد  $(q)$  وهي نسبة العائد الصافي على الأصول الحقيقية للعائد على الأصول المالية حلقة الوصل بين القطاع الحقيقي والقطاع المالي. ويمكن للسلطات النقدية التأثير على الأنشطة الحقيقية من خلال تأثيرها على معدل العائد على الأصول المالية،

زيادة المعروض النقدي يؤدي إلى انخفاض معدل العائد على السندات قصيرة الأجل ويزداد طلب الأفراد على الأوراق المالية لإعادة أحداث توازن للحافظة؛ نظراً لانخفاض العائد وزيادة (q). فالعلاقة بين الاستثمار وأسعار الأسهم تتضمن: علاقة مباشرة: من خلال مقارنة النسبة من إجمالي القيمة السوقية للشركات إلى تكلفة إحلال أسهم رأس مالها المادي بالأسعار الجارية، وزيادة هذه النسبة يعنى أن القيمة السوقية للشركات من المتوقع أن ترتفع بأكثر من التكلفة المادية الإضافية. وبالتالي كلما ارتفعت تلك النسبة، فإن زيادة الاستثمار (التوسعات) تؤدي إلى ارتفاع أسعار الأسهم. وعلاقة غير مباشرة: من خلال نموذج التكلفة الاستثمارية (النموذج النيوكلاسيكي) حيث ترتفع العائدات نتيجة الاستثمارات، وارتفاع الناتج المتوقع من شأنه أن يرفع أسعار الأسهم. كما تتضح العلاقة من خلال نموذج تقييم الأوراق المالية (Securities-Valuation Model) حيث يتم تحديد معدل الاستثمار من خلال مقارنة النسبة (q) وكلما كانت أكبر من الواحد يعنى ذلك أن معدل العائد أكبر من معدل الخصم (تكلفة رأس المال) وبناء عليه فإن الاستثمار مريح<sup>(٦)</sup>.

أوضحت الدراسات التي بحثت العلاقة بين مستوى الاستهلاك وأسعار الأسهم اتجاه تلك العلاقة بين المتغيرين، ودراسات أخرى بحثت العلاقة الزمنية بين تغيرات أسعار الأسهم ومستوى الاستهلاك. فالدراسات التي بحثت العلاقة بين مستوى الاستهلاك وأسعار الأسهم فهي تستند من الناحية النظرية على فرضية (Andro & Modigliani 1963)، ونموذج (MPS). فرضية Andro & Modigliani (1963) والخاصة بنموذج الدخل خلال فترة الحياة، حيث تربط ما بين التغيرات التي تحدث في الإنفاق الاستهلاكي والتغيرات التي تحدث في أسعار

الأسهم، وبالتالي فإن الزيادة في أسعار الأسهم ستؤدي إلى الزيادة في الثروة والتي بدورها تؤدي إلى زيادة في الإنفاق الاستهلاكي. وبذلك يتضح سببية واتجاه العلاقة بين أسعار الأسهم والإنفاق الاستهلاكي. الاتجاه الأول: من مستوى الاستهلاك إلى أسعار الأسهم، فزيادة مستوى الاستهلاك تؤدي إلى زيادة حجم المبيعات مما يدفع بالشركات إلى زيادة الإنتاج ومن ثم تحقيق أرباح مما ينعكس بدوره في زيادة أسعار الأسهم. والاتجاه الثاني: من أسعار الأسهم إلى مستوى الاستهلاك؛ حيث تعد الأسهم أحد أشكال الثروة وعليه فإن ارتفاع أسعارها يعني زيادة الثروة وهذا يعني زيادة المبالغ المخصص أنفاقها على السلع الاستهلاكية أي زيادة مستوى الاستهلاك. وفقاً لنموذج (MPS) فإن أثر الأرباح والخسائر الرأسالية على الاستهلاك ينتقل من خلال آلية الثروة، وتغيرات أسعار الفائدة تؤدي إلى سلسلة من التغيرات في أسعار الأسهم والثروة والاستهلاك، وعليه تتغير أسعار الأسهم لعدة أسباب؛ منها: التوقعات: ويكون لها أثر إيجابي على مستوى الاستهلاك الحالي وهو نفس الارتفاع في القيمة الناشئ عن انخفاض أسعار الفائدة والتي يكون لها أثر على الثروة وعلى الاستهلاك الحالي، أسعار الفائدة: تغيرات أسعار الفائدة تحث على الإحلال ما بين الاستهلاك الحالي والمستقبلي إلا أن الأثر الصافي لتغيرات سعر الفائدة على الاستهلاك الحالي غير مؤكد نظراً لأن ارتباط التغير في الاستهلاك بتغير أسعار الأسهم يتوقف على تغير التوقعات بالعائد وأسعار الفائدة.

أما الدراسات التي بحثت تلك العلاقة من الناحية الزمنية بحثت في وجود فترة أبطاء بين المتغيرين حتى يتضح أثر أحدهما على الآخر. فالاستهلاك يمثل الجانب الهام من النشاط الاقتصادي، وخصوصاً في أوقات الكساد والرواج.

ويلاحظ على المتغيرين أنهما مرتبطان زمنياً **Contemporaneous** بمعنى أن ارتفاع أحدهما يكون مرتبط بارتفاع مستوى الآخر (خلال فترة الرواج) وانخفاض أحدهم يرتبط بانخفاض مستوى الآخر (خلال فترة الكساد) ولا يعنى ذلك أن أياً من المتغيرين يكون بمفرده سبباً في حدوث الآخر نظراً لوجود العديد من المتغيرات الاقتصادية الكلية الأخرى.

أوضحت الدراسات التي قامت ببحث العلاقة بين أسعار الصرف وأسعار الأسهم أن التغيرات التي تحدث في اقتصاد ما من جراء تغيرات سعر الصرف من شأنها أن تؤثر على أسعار الأسهم بدرجات متفاوتة من قطاع لآخر ووفقاً للقطاعات التي تنتمي إليها الشركات مصدرة الأسهم، وقد يكون هذا التأثير مباشراً من خلال حساب (رأس المال) أو غير مباشر من خلال (الحساب الجاري)، وتتوقف درجة وشدة الأثر والأثر المتبادل على أنظمة الصرف المتبعة والتي تختلف من دول لأخرى. والعلاقة بين أسعار الصرف وأسعار الأسهم عكسية في الأجل القصير وطردية في الأجل الطويل، ومن ناحية الأجل الزمني للعلاقة بين المتغيرين يلاحظ أنها من العلاقات المتزامنة<sup>(٧)</sup>.

أوضحت الدراسات التي قامت ببحث العلاقة بين معدلات البطالة وأسعار الأسهم وجود علاقة متزامنة بين أسعار الأسهم ومعدلات البطالة، وأخري عكسية ومبطئة بين أسعار الأسهم ومعدلات البطالة. العلاقة المتزامنة بين أسعار الأسهم ومعدلات البطالة؛ حيث تم ربط التغيرات التي تحدث في أسعار الأسهم من خلال التغيرات التي تحدث في أسعار الصرف، حيث يؤدي ارتفاع أسعار الصرف إلى انخفاض أسعار الأسهم، ويؤدي انخفاض أسعار الأسهم إلى زيادة معدلات البطالة.

والعكس يؤدي انخفاض أسعار الصرف إلى ارتفاع أسعار الأسهم، ويؤدي ارتفاع أسعار الأسهم إلى انخفاض معدلات البطالة. ومنها نتوصل إلى أن العلاقة بين أسعار الصرف ومعدلات البطالة علاقة طردية، والعلاقة بين أسعار الصرف وأسعار الأسهم علاقة عكسية. العلاقة العكسية والمبطئة بين أسعار الأسهم ومعدلات البطالة. وتحدث كنتيجة لانخفاض الأرباح والعائد المتوقع؛ حيث يؤدي انخفاض أسعار الأسهم إلى زيادة معدلات البطالة، والعكس تؤدي زيادة أسعار الأسهم إلى انخفاض معدلات البطالة<sup>(٨)</sup>.

### ثالثاً: الدراسات التطبيقية:

تؤكد نتائج الدراسات التطبيقية على وجود أثر للمتغيرات الاقتصادية الكلية على أسواق الأسهم بالنسبة للأسواق الأسهم الناضجة في الدول المتقدمة، وذلك على النحو الذي أوضحته الدراسات النظرية السابقة من علاقات ثنائية ذات اتجاهين وأثر للمتغيرات الاقتصادية الكلية واستجابة من أسواق الأسهم، في حين تبينت نتائج الدراسات التطبيقية فيما يتعلق بأثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على أسواق الأسهم العربية، بل وغاب هذا الأثر في العديد من دول الأسواق العربية.

احتلت دراسة العلاقة بين النمو الاقتصادي وتطور القطاع المالي أهمية كبيرة لدول أسواق الأسهم الناشئة والعربية؛ نظراً لحاجة تلك الدول لتحقيق معدلات نمو مرتفعة وانقسمت تلك الدراسات ما بين مؤيد للدور القيادي والتابع للقطاع المالي، وقامت أغلب تلك الدراسات باستخدام نفس أساليب التحليل القياسي سببية (Granger) لاختبار وجود واتجاه العلاقة.

- دراسة (9) Mohtadil و Agarwal لاختبار العلاقة بين تطور سوق الأسهم والنمو الاقتصادي لعدد ٢١ دولة من أسواق الأسهم الناشئة خلال الفترة من عام ١٩٧٧ حتى عام ١٩٩٧. وباستخدام بيانات قطاعية عن تلك البلدان وبالاعتماد على مصدر واحد للبيانات لمحاولة تجنب عدم اتساق البيانات، وتشير نتائج الدراسة إلى وجود علاقة مباشرة، وأخرى غير مباشرة من خلال حفز الاستثمار الخاص.

- دراسة هالة حلمي (١٠) (١٩٩٩) استهدفت تحليل أثر النمو الاقتصادي والمتغيرات الاقتصادية الكلية على سوق الأوراق المالية، وذلك خلال الفترة من يناير ١٩٩٤ حتى يونيو ١٩٩٩، وقد قامت باستخدام مصفوفة الارتباط بين المتغيرات التابعة وهي الخاصة بأداء السوق في صورتها الأصلية مرة، والتغير فيها مرة أخرى والمتغيرات الكلية المفسرة وهي: سعر الفائدة، وسعر الصرف، ومعدل التضخم، وذلك في صورتها الأصلية مرة، والقيم المبثثة لها مرة أخرى وإجراء تحليل الانحدار لمتغيرات أداء السوق على المتغيرات الاقتصادية الكلية. وتشير نتائج الدراسة إلى الأثر العكسي للمتغيرات: سعر الصرف، وسعر الفائدة، ومعدل التضخم مع مؤشرات أداء السوق، بالإضافة إلى وجود علاقة ارتباط بين المتغيرات الخاصة بتعاملات الأجنبي في سوق المال المصري والمتغيرات الاقتصادية الكلية.

- دراسة Vuyyuri (11) (2005) لبحث العلاقة السببية بين تطور القطاع المالي والحقيقي بالتطبيق على الاقتصاد الهندي، باستخدام بيانات شهرية خلال الفترة من عام ١٩٩٢ وحتى ديسمبر ٢٠٠٢، وباستخدام متغيرات تعبر عن الجانب المالي مثل: سعر الفائدة، ومعدل التضخم، وسعر الصرف، وعائد الأسهم، بينما يعبر الناتج الصناعي عن الجانب الحقيقي، وباستخدام تحليل التكامل المشترك (Johansen).

وتشير النتائج بوجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين القطاع المالي والحقيقي، كما أوضحت سببية (Granger) العلاقة وحيدة الاتجاه من القطاع المالي الحقيقي للاقتصاد.

- دراسة Shahbaz et al. (2008)<sup>(12)</sup> لاختبار العلاقة السببية بين أسواق الأسهم والنمو الاقتصادي بالتطبيق على الاقتصاد الباكستاني وذلك باستخدام بيانات سلاسل زمنية عن الفترة من عام ١٩٧١ وحتى عام ٢٠٠٦، واختبار العلاقة السببية في الأجل القصير والطويل باستخدام سببية (Granger)، وتشير نتائج الدراسة بوجود علاقة قوية بين النمو الاقتصادي وسوق الأسهم، حيث تؤكد نتائج سببية (Granger) العلاقة في الأجل الطويل، كما توجد علاقة ثنائية الاتجاه بين سوق الأسهم والنمو الاقتصادي وأخرى وحيدة الاتجاه في الأجل القصير بمعنى من سوق الأسهم للنمو الاقتصادي.

- دراسة Deb و Mukherjee (2008)<sup>(13)</sup> لاختبار العلاقة السببية بين سوق الأسهم والنمو الاقتصادي بالتطبيق على الاقتصاد الهندي، حيث قامت الدراسة باختبار العلاقة السببية بين معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي (GDP) وثلاثة مؤشرات لسوق الأسهم. واتفقت نتائج الدراسة مع فرضية العرض القائل بمعنى وجود علاقة سببية قوية من سوق الأسهم للنمو الاقتصادي. كما أوضحت الدراسة العلاقة الثنائية بين معدل رأس مال السوق والنمو الاقتصادي.

- دراسة مجدة الرفاعي (٢٠٠٩)<sup>(١٤)</sup> بهدف تقييم أداء سوق الأوراق المالية ودورة التنموي في الاقتصاد المصري، باستخدام بيانات ربع سنوية عن الناتج المحلي الإجمالي، والاستثمار المحلي الإجمالي، وباستخدام تحليل الانحدار الخطى المتعدد

باستخدام طريقة (Stepwise)، بافتراض أن النمو في القطاع الحقيقي يكون تابع للنمو في القطاع المالي. وأوضحت نتائج الدراسة أن ٧١,٩٪ من نسبة التغير في الاستثمار المحلى الإجمالي ترجع إلى التغيرات التي تحدث في مؤشر داو جونز، واتجاه العلاقة من القطاع الحقيقي إلى القطاع المالي أكثر وضوحاً من اتجاه العلاقة من القطاع المالي إلى القطاع الحقيقي في الاقتصاد المصري.

- دراسة Oskooe<sup>(15)</sup> (2010) لاختبار العلاقة السببية بين أداء سوق الأسهم والنمو الاقتصادي بإجراء اختبارات السببية، ومن خلال نموذج متجه تصحيح الخطأ (VECM)، وتشير النتائج إلى وجود العلاقة السببية بين النمو الاقتصادي وتقلبات أسعار الأسهم في الأجل الطويل، فضلاً عن العلاقة الثنائية بين أسعار الأسهم والنمو الاقتصادي في الأجل القصير. وأن مستوى النشاط الاقتصادي الحقيقي هو العامل الرئيسي في حركة أسعار الأسهم في المدى الطويل، ويلعب سوق الأوراق المالية دوراً كمؤشر اقتصادي رائد للنمو الاقتصادي في المستقبل في إيران في المدى القصير.

الدراسات التطبيقية التي قامت ببحث العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية الكلية وبخاصة النقدية منها وأسواق الأسهم بحثت في قنوات انتقال الأثر من: عرض النقود، ومعدل التضخم، وسعر الفائدة إلى أسواق الأسهم باعتباره أحد قنوات انتقال أثر السياسة النقدية، في حين انخفض دور سعر الصرف كأحد أدوات السياسة النقدية في التأثير على أسواق الأسهم نظراً لكونه ثابت في الأجل القصير. وقامت أغلب الدراسات باستخدام نفس أساليب التحليل القياسية لقياس العلاقات بين السلاسل الزمنية للمتغيرات الاقتصادية الكلية وأسواق الأسهم، باستخدام تحليل

التكامل المشترك للعلاقة التوازنية طويلة الأجل، ونموذج متجه تصحيح الخطأ للعلاقة التوازنية قصيرة الأجل.

- دراسة السعيد لبداه (١٩٩٦) (١٦) لبحث العلاقة بين التغير في عرض النقود والمؤشر العام لسوق المال وذلك لبيان قدرة المؤشر العام لسوق المال المصري على التنبؤ بالحالة الاقتصادية بشكل عام، ودراسة العلاقة بين التغير في قيمة المؤشر واقتراح ذلك بالتغير الحادث في المعروض النقدي. وتشير نتائج الدراسة إلى وجود علاقة ارتباط قوية وموجبة بين المؤشر العام لسوق المال المصري والمعروض النقدي.

- دراسة (17) Naka et al., (1998) لبحث وتحليل العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية الكلية وسوق المال الهندي باستخدام نموذج متجه تصحيح الخطأ، حيث أوضحت الدراسة وجود ثلاثة علاقات توازنية طويلة الأجل بين هذه المتغيرات، ومن نتائج الدراسة أن المحدد الرئيسي لأداء سوق المال الهندي هو معدل التضخم.

- دراسة (18) Adrangi et al., (1999, 2000) لبحث العلاقة العكسية بين عائد الأسهم ومعدلات التضخم في البرازيل، وبيرو، وتشيلي، وذلك باستخدام اختبار التكامل المشترك (Johansen-juselius) للعلاقة التوازنية طويلة الأجل بين أسعار الأسهم والمستوى العام للأسعار. وتوضح نتائج الدراسة العلاقة العكسية بين عائد الأسهم والتضخم غير المتوقع، كما أن العلاقة التوازنية طويلة الأجل بين أسعار الأسهم والمستوى العام للأسعار ضعيفة، وتوضح قوة العلاقة طويلة الأجل بين أسعار الأسهم والمستوى العام للأسعار من جهة والأنشطة الاقتصادية الحقيقية من جهة أخرى، وتتفق نتائج الدراسة مع فرضية Fama في الأجل الطويل.

- دراسة **Ibrahim** <sup>(19)</sup> (2000) لاختبار العلاقة بين أسعار الأسهم وأسعار الصرف في ماليزيا خلال الفترة من يناير عام ١٩٧٩ حتى يوليو عام ١٩٩٦، باستخدام تحليل التكامل المشترك، سببية (Granger)، وباستخدام ثلاث معدلات لأسعار الصرف وهي: معدل الصرف الحقيقي الفعال، ومعدل الصرف الاسمي الفعال، ومعدل صرف عملة ماليزيا، وتشير نتائج الدراسة إلى عدم وجود علاقة في الأجل الطويل بين أيًا من المعدلات الثلاث وأسعار الأسهم، ولكن هناك علاقة بينهم في الأجل القصير بعد إدخال متغيرات مثل: عرض النقود  $M_1$ ، والاحتياطيات.
- دراسة **Spyrou** <sup>(20)</sup> (2001) لبحث العلاقة العكسية بين عائد الأسهم والتضخم وذلك بالتطبيق على السوق اليوناني خلال فترة التسعينات، وباستخدام بيانات شهرية عن المؤشر العام لسوق أثينا للأسهم، والرقم القياسي لأسعار المستهلكين خلال الفترة من يناير عام ١٩٩٢ حتى يوليو ٢٠٠٠. ومن نتائج الدراسة وجود علاقة سلبية ومعنوية حتى عام ١٩٩٥، وغير معنوية إحصائياً في الفترة من عام ١٩٩٥ وحتى عام ٢٠٠٠، وذلك نظراً لزيادة دور السلطات النقدية.
- دراسة **Omran** <sup>(21)</sup> (2003) لاختبار العلاقة بين أسعار الفائدة وسوق الأسهم المصري، وذلك باستخدام بيانات عن الفترة من عام ١٩٨١/٨٠ حتى عام ١٩٩٨/٩٧، واستخدام تحليل التكامل المشترك لبحث العلاقات بين المتغيرات في الأجل القصير والطويل، وتشير نتائج الدراسة إلى وجود علاقة معنوية إيجابية بين المتغيرات المعبرة عن السيولة وتلك المعبرة عن الأداء من ناحية، وبين أسعار الفائدة من ناحية أخرى في الأجل القصير والطويل؛ حيث يستجيب السوق للزيادة في

معدلات أسعار الفائدة وتتوقف تلك الاستجابة على التغيرات التي تحدث في أسعار الفائدة ومعدلات التضخم معاً.

- دراسة<sup>(22)</sup> Maghayereh(2003) لاختبار العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية الكلية وأسعار الأسهم في سوق المال الأردني، باستخدام تحليل التكامل المشترك (Johansen)، وباستخدام بيانات شهرية خلال الفترة من يناير ١٩٨٧ إلى نوفمبر ٢٠٠٠. وتشير النتائج إلى وجود أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية: الصادرات، والاحتياطيات الأجنبية، وأسعار الفائدة على أسعار الأسهم؛ حيث تعكس أسعار الأسهم كل المتغيرات الاقتصادية الكلية.

- دراسة<sup>(23)</sup> Al Sharkas (2004) لبحث وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين أسعار الأسهم والمتغيرات الاقتصادية الكلية وذلك بالتطبيق على سوق عمان للأسهم باستخدام نموذج متجه تصحيح الخطأ. وتشير نتائج الدراسة إلى وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين تلك المتغيرات الاقتصادية الكلية وأسعار الأسهم؛ حيث تعكس أسعار الأسهم المتغيرات الاقتصادية الكلية: عرض النقود، معدل التضخم، وأسعار الفائدة.

- دراسة هشام فرج (٢٠٠٤)<sup>(24)</sup> لاختبار أهم المتغيرات التي تؤثر على تحركات أسعار الأسهم وسلوك أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية المصري خلال الفترة من عام ١٩٩٢ حتى عام ٢٠٠١، وقامت الدراسة باختبار ثلاثة فروض باستخدام تحليل الانحدار المتعدد. وأوضحت نتائج الدراسة عدم تأثير قرارات الاستثمار الأجنبي غير المباشر وذلك بخلاف المتغيرات الاقتصادية الأخرى على تحركات أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية المصري.

- دراسة Abd Rahman و Chandran<sup>(25)</sup> (2004) لاختبار العلاقة السببية

بين معدل نمو عرض النقود وأسعار الأسهم باستخدام اختبار سببية (Granger) وذلك بالتطبيق على سوق الأسهم الماليزي، وباستخدام بيانات ربع سنوية خلال الفترة من يناير ١٩٩٠ حتى مارس ٢٠٠٣، وباستخدام مؤشر سوق كوالالمبور للأسهم (kLSE) ومتغير يعبر عن نمو عرض النقود ( $M_1$ ). وتؤكد نتائج الدراسة على وجود علاقة سببية وحيدة الاتجاه Unidirectional بين عرض النقود وأسعار الأسهم، وبإضافة متغيرات مبطئة واختبار العلاقة من أسعار الأسهم إلى عرض النقود فإن العلاقة تكون اضعف بالمقارنة بالعلاقة بين عرض النقود وأسعار الأسهم.

- دراسة Spyrou<sup>(26)</sup> (2004) لاختبار العكسية بين التضخم ومعدل نمو

الناتج في: الصين، والمكسيك، والبرازيل، والأرجنتين، وتايلاند، وكوريا الجنوبية، وماليزيا، والفلبين، وتركيا وذلك خلال عقد التسعينات، ومن نتائج الدراسة وجود تلك العلاقة لدول العينة كلها، ولكنها معنوية إحصائياً وموجبة لثلاثة دول، وموجبة ولكنها ليست ذات معنوية إحصائية لثلاثة دول أخرى، ومعنوية إحصائياً وسلبية لدولة واحدة، وترجع تلك النتائج لدور النقود والعلاقة الموجبة بين الرقم القياسي لأسعار المستهلكين والناتج.

- دراسة Liu و Shu<sup>(27)</sup> (2004) لبحث العلاقة السببية بين أسواق الأسهم

والاستهلاك في الصين باستخدام نموذج متجه تصحيح الخطأ (VECM). وأوضحت نتائج الدراسة وجود علاقة سببية ذات اتجاه واحد بين الاستهلاك وأسعار الأسهم، وهذا يعنى ارتباط تحركات أسعار الأسهم بالأنشطة الاقتصادية الحقيقية، وجود مثل

هذه العلاقة السببية وحيدة الاتجاه يعني أن أثر سوق الأسهم على الأنشطة الاقتصادية الحقيقية يتوقف على الأثر المتبادل من سوق الأسهم.

- دراسة **Wong et al.** (28) (2005) لبحث العلاقة السببية بين أسواق الأسهم والاستهلاك في الصين باستخدام نموذج متجه تصحيح الخطأ (VECM). وأوضحت نتائج الدراسة وجود علاقة سببية ذات اتجاه واحد بين الاستهلاك وأسعار الأسهم، وهذا يعني ارتباط تحركات أسعار الأسهم بالأنشطة الاقتصادية الحقيقية، وجود مثل هذه العلاقة السببية وحيدة الاتجاه يعني أن أثر سوق الأسهم على الأنشطة الاقتصادية الحقيقية يتوقف على الأثر المتبادل من سوق الأسهم.

- دراسة **Kocaman و Aga** (29) (2006) لبحث أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على أسعار الأسهم من خلال بحث العلاقة بين معدلات التضخم وعائد الأسهم بسوق اسطنبول للأسهم، باستخدام مؤشرات عن معدلات التضخم: الرقم القياسي لأسعار المستهلكين، والرقم القياسي لأسعار الناتج الصناعي، ومؤشر يعبر عن العائد. وتشير نتائج الدراسة إلى عدم معنوية تلك المتغيرات لتفسير تباين عائد الأسهم في سوق اسطنبول.

- دراسة **Ben Naceur et al.** (30) (2006) لبحث العلاقة بين تحركات أسعار الأصول المالية والإجراءات المتعلقة بالسياسة النقدية، وتعد هذه الدراسة الأولى التي تركز على محاولة الربط بين السياسة النقدية وأسعار سوق الأوراق المالية، وتهدف إلى تحليل التفاعل بين السياسة النقدية والأسواق المالية في: البحرين، ومصر، والأردن، والمغرب، وسلطنة عمان، والسعودية، والمغرب، وتونس، وتركيا، وذلك باستخدام متجه الانحدار الذاتي (VAR). وتشير النتائج إلى التأثير الكبير للسياسة

النقدية على عائدات سوق الأوراق المالية في البحرين، وسلطنة عمان، والأردن والسعودية، بينما لا تؤثر بشكل كبير على أسعار الأسهم في تونس، والمغرب، ومصر، كما تعد السياسة النقدية بمثابة رد فعل تجاه تحركات أسعار الأسهم في تلك الأسواق، بمعنى أن السياسة النقدية ليست متجانسة في جميع البلدان حيث يكون رد الفعل للسياسة النقدية تجاه العائد في سوق الأوراق قوي في السعودية والأردن، علي حين لا يكون هناك أي رد فعل في بقية البلدان.

- دراسة **Cifter و Ozun** (31) (2007) عن أثر تغيرات أسعار الفائدة على عائد الأسهم باستخدام سببية (**Granger**)، وباستخدام سلاسل زمنية مالية، حيث تم التوصل إلى نتيجة مفادها أن أثر سعر الفائدة عبارة عن سببية (**Granger**) لمؤشر اسطنبول ١٠٠، وتزايد أثر أسعار الفائدة على عائد الأسهم على المدى الزمني الطويل في سوق الأسهم بتركيا.

- دراسة **Tahir** (32) (2008) عن المخاطر التي يواجهها المستثمر في الأسواق الناشئة، حيث يمكن أن يواجه مخاطر الصرف بالإضافة للمخاطر السياسية، حيث تم استخدام تحليل التكامل المشترك لبحث علاقات التكامل المشترك بين المخاطر السياسية وتغيرات سعر الصرف في الهند، وماليزيا، وتايوان، وباستخدام بيانات شهرية خلال الفترة من ٣١ يناير ١٩٩٧ حتى ٦ يوليو ٢٠٠٨. ومن نتائج الدراسة وجود علاقة طويلة الأجل بين المخاطر السياسية وتقلبات سعر الصرف، حيث تزداد تقلبات سعر الصرف كلما زادت المخاطر السياسية المرتبطة بالوضع الراهن.

- دراسة هاني عثمان (٢٠٠٨) (33) لبحث طبيعة وماهية العوامل التي تحدد

الطلب الأجنبي علي الأوراق المالية في سوق الأوراق المالية المصري **Foreign**

**demand for Securities (FDS)**، وذلك باستخدام بيانات عن قيمة مشتريات المستثمرين الأجانب، وذلك خلال الفترة من يناير ١٩٩٨ حتى يونيو ٢٠٠٧، باستخدام تحليل التكامل المشترك، ونموذج تصحيح الخطأ. وأوضحت نتائج التقدير باستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية وجود مجموعة من العوامل الدولية (عوامل الدفع)، وعوامل أخرى محلية (عوامل الجذب) التي تؤثر على (FDS) كما تفسر. تغيراته طويلة الأجل، كما أوضحت الدراسة محددات (FDS) وفقاً لأهميتها النسبية من خلال حساب مرونتها.

- دراسة **Peltonen et al.** (34) (2009) وتناولت أثر الثروة بأشكالها (عقارية، ونقدية، وأسهم) على الاستهلاك في اقتصاديات ١٤ دولة من دول الاقتصاديات الناشئة، وباستخدام مزيج من بيانات السلاسل الزمنية والبيانات المقطعية (Panel Data) عن تلك الدول، وبيانات ربع سنوية خلال الفترة من يناير ١٩٩٠ حتى فبراير ٢٠٠٨. وتشير نتائج الدراسة إلى قوة ومعنوية أثر الثروة إحصائياً، ويتضمن أثر الثروة: أثر الثروة (العقارية) على الاستهلاك ضئيل في الدول الآسيوية الناشئة، بينما يتزايد ذلك الأثر في السنوات الأخيرة. بينما أثر الثروة (الأسهم) على الاستهلاك ضئيل في دول أمريكا الجنوبية. حيث يستجيب الاستهلاك للتغيرات السلبية أكثر من الاستجابة للتغيرات الإيجابية في الثروة (عقارية، وأسهم).

- دراسة **Demirhan و Aydemir** (35) (2009) لبحث العلاقة السببية بين أسعار الأسهم وأسعار الصرف باستخدام بيانات عن تركيا خلال الفترة من فبراير عام ٢٠٠١ وحتى يناير عام ٢٠٠٨، ولقد تم اختيار تلك الفترة حيث كان نظام الصرف المتبع هو تعويم العملة، وباستخدام مؤشرات عن أسعار الأسهم في

قطاعات: الخدمات، والمالي، والصناعي، والتكنولوجيا. وتشير نتائج الدراسة إلى وجود علاقة سببية أحادية الاتجاه **Unidirectional** من أسعار الصرف إلى كل مؤشرات أسعار الأسهم بينما توجد سببية إيجابية من مؤشر أسهم التكنولوجيا إلى أسعار الصرف.

اتفقت نتائج العديد من الدراسات التطبيقية على وجود أثر للمتغيرات الاقتصادية الكلية على أسواق الأسهم بالنسبة للأسواق الأسهم الناضجة في الدول المتقدمة، في حين تباينت نتائج الدراسات التطبيقية فيما يتعلق بأثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على أسواق الأسهم الناشئة والعربية بل وغاب هذا الأثر في العديد من دول الأسواق الناشئة، وغياب الأثر لا يعنى انعدام وجوده، حيث كان للتباين والاختلاف فيما بين دول الأسواق الناشئة أثره على خصائص السلاسل الزمنية الخاصة بالمتغيرات الاقتصادية الكلية، كما تتباين تلك الدول فيما بينها في نواح كثيرة مثل: معدلات النمو الاقتصادي، ومستويات الدخل، ودرجة نمو وحجم أسواق الأسهم واندماجها وتكاملها مع الأسواق الأخرى. وفقاً لما تقدم اختلفت الأساليب القياسية لتلك الدراسات من دراسة لأخرى وفقاً لخصائص السلاسل الزمنية الخاصة بدول أسواق الأسهم الناشئة.

لذا تسعى الدراسة لمعرفة مدى تأثير المتغيرات الاقتصادية الكلية على أسواق الأسهم العربية، وعلاقتها السببية والدالية بأسواق الأسهم، وإلى أي مدى يمكن تفسير التغيرات التي تحدث في أسواق الأسهم من خلال التغير في المتغيرات الاقتصادية الكلية.

كما تهدف الدراسة إلى تحليل أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على أسواق الأسهم من خلال أطار نظري يستخدم في اختبار فرضية الدراسة، ومحاولة التعرف على أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على أسواق الأسهم وإيضاح ذلك الأثر في شكل نموذج قياسي يساعد في قياس أثر التغير في المتغيرات الاقتصادية الكلية كمتغيرات مستقلة على أسواق الأسهم كمتغير تابع، وقياس معدل التغير في المتغيرات الاقتصادية الكلية الذي يؤدي إلى حدوث تغير في أسواق الأسهم، وشكل واتجاه هذه العلاقة في الأجلين القصير والطويل بين المتغيرات الاقتصادية الكلية وأسواق الأسهم وقنوات انتقال الأثر (آلية الانتقال) كبدائل وخيارات لصانع السياسة.

### **فرضية الدراسة (١):**

تفترض الدراسة وجود أثر للمتغيرات الاقتصادية الكلية على أسواق الأسهم الاورمتوسطية سواء في شكل علاقة سببية أو دالية.

### **فرضية الدراسة (٢):**

ترتبط وتتكامل مع نتائج الفرضية الأولى إلى أي مدى يمكن للمتغيرات الاقتصادية الكلية التأثير على أسواق الأسهم لدول الجور.

### **منهجية الدراسة:**

يقوم البحث بالاعتماد على المنهج القياسي الحديث في البحث العلمي في تحليل أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على أسواق الأسهم لاختبار فرضية الدراسة. فمن المعروف أن استخدام طريقة المربعات الصغرى العادية (OLS) يؤدي إلى نتائج متحيزة إذا كانت السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة غير ساكنة؛ لذلك سوف يتم

اختبار سكون السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة بتطبيق اختبارات السكون: اختبار (Dickey-Fuller) واختبار (Phillip-Perron) وذلك للتأكد من أن السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة ذات درجة تكامل متماثلة، بعد ذلك يتم استخدام اختبار (Johansen) لتحقق من وجود التكامل المشترك للسلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة؛ لبحث علاقات التكامل الزمنية للسلاسل الزمنية للعلاقة طويلة الأجل بين المتغيرات الاقتصادية الكلية وأسواق الأسهم، ونموذج متجه تصحيح الخطأ (ECM) باستخدام (Johansen-juselius) للعلاقة قصيرة الأجل بين المتغيرات الاقتصادية الكلية وأسواق الأسهم، تحليل الأثر والاستجابة Impulse Response Analysis للتتائج الخاصة بنموذج تصحيح الخطأ.

#### حدود (نطاق الدراسة):

##### - حدود زمنية

وتتضمن المدة الزمنية التي تغطيها الدراسة الفترة من عام ١٩٨٥ وحتى عام

٢٠١٢.

##### - حدود مكانية

وتتضمن الدول التي تدخل ضمن نطاق العينة دول أسواق الأسهم العربية،

وتتضمن العينة ٩ دول من بين ما يطلق عليه بالأسواق الناشئة Emerging Markets

وتتضمن: البحرين، ومصر، والأردن، والكويت، والمغرب، وعمان، وقطر، والسعودية، والإمارات.

#### البيانات وقواعد البيانات:

تم استخدام بيانات سلاسل زمنية تاريخية عن المتغيرات الاقتصادية الكلية

وبيانات قطاعية عن تلك المتغيرات تتضمن (٩ دول) وذلك خلال الفترة من عام

١٩٨٥ وحتى عام ٢٠١٢، تم الحصول عليها من قاعدة بيانات صندوق النقد الدولي IFS، ومؤشرات البنك الدولي للإنشاء والتعمير WDI وذلك فيما يتعلق بالمتغيرات الكلية، كما تم الاعتماد على هيئة التمويل الدولية فيما يتعلق بالبيانات المتعلقة بأسواق الأسهم.

#### رابعاً: المعادلة المقدرة:

يمكن إيضاح أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على أسواق الأسهم من خلال التعبير عنها بالعلاقة الدالية التي تربط التغيرات التي تحدث في مؤشر أسعار الأسهم بمعدلات النمو في المتغيرات الاقتصادية الكلية على النحو التالي:

$$SPI = F (GDP + MSG + INR + INF + EXR + UMR). \quad (1)$$

حيث تشير إلى ما يلي:

(SPI): مؤشر أسعار الأسهم.

(GDP): الناتج المحلي الإجمالي.

(MSG): عرض النقود.

(INR): أسعار الفائدة.

(INF): معدل التضخم.

(EXR): سعر الصرف.

(UMR): معدل البطالة.

كما يمكن التعبير عن تلك العلاقة في صورة المعادلة التالية:

$$\text{Log SPI} = \beta_0 + \beta_1 \text{Log GDP} + \beta_2 \text{Log MSG} + \beta_3 \text{Log INR} + \beta_4 \text{Log INF} + \beta_5 \text{Log EXR} + \beta_6 \text{Log UMR} + \varepsilon_t$$

Or

$$SPI = \beta_0 + \beta_1 GDP + \beta_2 MSG + \beta_3 INR + \beta_4 INF + \beta_5 EXR + \beta_6 UMR + \varepsilon_t.$$

علمًا بأن جميع المتغيرات يتم التعبير عنها في صورة لوغاريتم **Log**.  
وقد جرت العادة في البحوث التي تعتمد على تحليل التكامل المشترك أخذ المتغيرات بشكل لوغاريتمي بغرض تقليص تباين السلاسل الزمنية من جهة، وتخفيض أثر القيم الشاذة للمتغيرات من جهة أخرى، فتنطبق تحليل التكامل المشترك دون أخذ لوغاريتمات هذه السلاسل الزمنية يؤدي إلى نتائج مضللة نتيجة لعدم ثبات تباين السلاسل الزمنية، لذا فإن جميع السلاسل الزمنية للمتغيرات تم التعبير عنها في صورة لوغاريتم **Log**.

### منهاجية التقدير

لتحقيق هدف الدراسة والمتمثل في معرفة أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على أسواق الأسهم وذلك من خلال أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على أسعار الأسهم عن طريق تقدير نموذجين قياسيين في ظل مفهوم التكامل المشترك (Co integration) ونموذج تصحيح الخطأ (ECM) وفقاً لطريقه (Engle-Granger) ذات المرحلتين، حيث يتم استخدام نموذج تصحيح الخطأ نظراً لتوقع وجود نوعين من العلاقات بين المتغيرات الاقتصادية الكلية أو التفسيرية والمتغير التابع (SPI) المعبر عن سوق الأسهم وهما: علاقة توازنية طويلة الأجل، وأخرى قصيرة الأجل.

وفي الغالب ما يتم استخدام هذا النموذج في حالة وجود متغيرات لها بيانات غير ساكنة (Non-Stationary) في مستواها، لكن يوجد بينها تكامل مشترك في الأجل الطويل، ومن ثم فإن هذه المتغيرات تتحرك معا عبر الزمن، وأن الفروق (Differences) في بياناتها تكون ساكنة. ولقد أوضح (Engle-Granger) أنه في حال وجود تكامل مشترك بين متغيرات ساكنة أو ساكنة في الفروق فإن العلاقة بينها

ينبغي تمثيلها بنموذج تصحيح الخطأ. وبناء على ذلك فإنه يتعين فحص سكون السلاسل الزمنية لمتغيرات المعادلة رقم (1)، وفحص مدى وجود التكامل المشترك بين المتغير التابع والمتغيرات المستقلة (العلاقة التوازنية طويلة الأجل)، ثم تقدير نموذج تصحيح الخطأ (العلاقة قصيرة الأجل بين المتغيرات)، وعليه سوف يتم إجراء اختبارين: أولها: اختبار سكون المتغيرات، وثانيها: اختبار التكامل المشترك بين المتغيرات.

#### خامساً: النتائج

##### اختبارات جذور الوحدة

تبين نتائج اختبارات جذر الوحدة: اختبار (ADF)، واختبار (PP) سكون جميع متغيرات الدراسة في الفروق الأولى، وكل متغير على حدة يعتبر متكاملًا من الدرجة الأولى I(1) لان تلك الفروق الأولى كلا منها على حدة متكامل من الرتبة الصفرية I(0)، وبالتالي فإن السلاسل الزمنية للمتغيرات موضع الدراسة متكاملة من الدرجة I(1) مما يعني إمكانية تكاملها تكاملًا مشتركًا.

##### اختبار التكامل المشترك

يتضح من الجدول رقم (1) نتائج اختبار التكامل المشترك باستخدام طريقة (Johansen)، ولكل دولة من دول عينة الدراسة إمكانية رفض فرض العدم القائل بعدم وجود تكامل مشترك بين متغيرات الدراسة، إذا يتضح من خلال إحصائية الأثر (Trace Statistics) إمكانية رفض فرض العدم وقبول الفرض البديل القائل بوجود تكامل مشترك عند  $r = (1,2,3,4)$ ، ووفقاً لنتائج الاختبار فهناك ما بين (1 إلى 4) متجهات للتكامل المشترك عند مستوي معنوية (5%). كما تبين نتائج تقدير

إحصائية القيمة الكامنة العظمي (Maximum Eigenvalue) إمكانية رفض فرض  
 العدم القائل بعدم وجود تكامل مشترك عند  $(r+1)=(1,2,3)$ ، ووفقاً لنتائج الاختبار  
 فهناك ما بين (١ إلى ٤) متجهات للتكامل المشترك عند مستوي معنوية (5%).

يتضح من الجدول رقم (١) إمكانية رفض فرض العدم القائل بعدم وجود  
 تكامل مشترك بين متغيرات الدراسة، إذا يتضح من خلال إحصائية الأثر ( Trace  
 Statistics) وجود تكامل مشترك عند  $r=(1,2,3,4,5,6)$ ، ووفقاً لنتائج الاختبار  
 فهناك (٦) متجهات للتكامل المشترك عند مستوي معنوية (5%). كما تبين نتائج تقدير  
 إحصائية القيمة الكامنة العظمي (Maximum Eigenvalue) رفض فرض العدم  
 القائل بعدم وجود تكامل مشترك عند  $r=(1,2,3,4)$ ، ووفقاً لنتائج الاختبار فهناك  
 (٤) متجهات للتكامل المشترك عند مستوي معنوية (5%).

جدول رقم (١)

اختبار التكامل المشترك (لمتغيرات المعادلة) باستخدام طريقة (Johansen)

المتغيرات هي: (LGDP)، (LUMR)، (LINF)، (LMSG)، (LINR)، (LEXR)، (LSPI)			
فرض العدم Null	الفرض البديل Alternative	الإحصائية Statistics	مستوى المعنوية Significance Level
			5%
<b>Trace Statistic</b>			
$r = 0$	$r > 0^*$	200.5501	124.24
$r \leq 1$	$r > 1^*$	148.1683	94.15
$r \leq 2$	$r > 2^*$	100.2973	68.52
$r \leq 3$	$r > 3^*$	67.96323	47.21

المتغيرات هي: (LGDP)، (LUMR)، (LINF)، (LMSG)، (LINR)، (LEXR)، (LSPI)			
فرض العدم Null	الفرض البديل Alternative	الإحصائية Statistics	مستوى المعنوية Significance Level
			5%
<b>Trace Statistic</b>			
$r \leq 4$	$r > 4^*$	37.09697	29.68
$r \leq 5$	$r > 5^*$	16.96270	15.41
$r \leq 6^*$	$r > 6$	0.098728	3.76
<b>Maximum Eigenvalue</b>			
$r = 0$	$r = 1^*$	52.38181	45.28
$r = 1$	$r = 2^*$	47.87095	39.37
$r = 2^*$	$r = 3$	32.33408	33.46
$r = 3$	$r = 4^*$	30.86626	27.07
$r = 4^*$	$r = 5$	20.13427	20.97
$r = 5$	$r = 6$	16.86398	14.07
$r = 6$	$r = 7$	0.098728	3.76

تم إجراء الاختبارات باستخدام برنامج (Eviews 7.1).

(r): عدد متجهات التكامل المشترك.

(\*): تشير إلى رفض فرض العدم القائل بعدم وجود أي متجه للتكامل المشترك،

وتشير إحصائية الأثر (Trace Statistics) وإحصائية القيمة الكامنة

العظمي (Maximum Eigenvalue) إلى قبول الفرض البديل بوجود متجه تكامل

مشترك واحد عند مستوى المعنوية (5%).

المصدر: إعداد الباحث بالتطبيق على البيانات الخاصة بمصر.

## العلاقة التوازنية طويلة الأجل بين المتغيرات الاقتصادية الكلية وأسعار الأسهم

في ضوء النتائج الخاصة بتقدير المعادلة رقم (١) حيث أوضحت نتائج تقدير تلك المعادلة لكل دولة من دول عينة الدراسة ما يلي:

- العلاقة بين سعر الصرف وأسعار الأسهم عكسية ومعنوية إحصائياً.
  - العلاقة بين أسعار الفائدة وأسعار الأسهم طردية ومعنوية إحصائياً.
  - العلاقة بين عرض النقود وأسعار الأسهم طردية ومعنوية إحصائياً.
  - العلاقة بين معدل البطالة وأسعار الأسهم عكسية ومعنوية إحصائياً.
  - العلاقة بين معدل التضخم وأسعار الأسهم طردية ومعنوية إحصائياً.
  - العلاقة بين الناتج المحلي الإجمالي وأسعار الأسهم طردية ومعنوية إحصائياً.
- وذلك بفترة أبداً (Lag Length) بين المتغيرات تراوحت ما بين (٥، ٨)، حيث (٥) لدول الخليج العربي، (٨) لباقى دول عينة الدراسة.

تشير نتائج التقدير إلى وجود علاقة طردية ومعنوية في الأجل الطويل بين (عرض النقود، الناتج المحلي الإجمالي) وأسعار الأسهم، وعلاقة أخرى عكسية ومعنوية بين (معدل البطالة، معدل التضخم) وأسعار الأسهم.

بما يفيد بتحقق فرضية الدراسة الأولى، أما عن كيفية اختبار فرضية الدراسة الثانية فيمكن من خلال إخضاع المعادلة السابقة لنوع من التباديل بحيث يمثل مؤشر أسعار الأسهم لدولة ما وباقي المتغيرات الاقتصادية الكلية لدولة أخرى من دول الجوار، ثم ترتيب النتائج المتحصل عليها لمعرفة أيًا من دول الجوار لها التأثير الأكبر على سوق الأسهم من خلال تأثير المتغيرات الاقتصادية الكلية لدولة الجوار.

كما تشير نتائج تقدير نموذج تصحيح الخطأ الخاص بالعلاقة قصيرة الأجل بين المتغيرات الاقتصادية الكلية وأسعار الأسهم، ومنها نتوصل إلى مرونة الأجل القصير أو معاملات التصحيح الخاصة بالمتغيرات الاقتصادية الكلية.

- العلاقة بين سعر الصرف وأسعار الأسهم عكسية.

- العلاقة بين أسعار الفائدة وأسعار الأسهم عكسية.

- العلاقة بين عرض النقود وأسعار الأسهم طردية.

- العلاقة بين معدل البطالة وأسعار الأسهم عكسية.

- العلاقة بين معدل التضخم وأسعار الأسهم طردية.

- العلاقة بين الناتج المحلي الإجمالي وأسعار الأسهم طردية.

وبالإضافة لذلك فإن نسبة (٦٣,٧، ٢٢,٥، ١٩,٤، ٨٠,٩، ٢٨,٢، ٨٠,٧، ٨٠,٩، ٩٠,٩، ٩٨,٥، ١,٨١)٪ من عدم التوازن في (البحرين، ومصر، والأردن، والكويت، والمغرب، وعمان، وقطر، والسعودية، والأمارات) علي التوالي يتم تصحيحها من خلال التغيرات التي تحدث في مؤشر أسعار الأسهم (SPI).

- نتائج تقدير نموذج تصحيح الخطأ الخاص بالعلاقة قصيرة الأجل بين المتغيرات الاقتصادية الكلية وأسعار الأسهم، ومنها نتوصل إلى مرونة الأجل القصير أو معاملات التصحيح الخاصة بالمتغيرات الاقتصادية الكلية.

0.006512 0.001790 -0.003776 0.000687 -0.002062 -0.003300

LGDP LINF LUMR LMSG LINR LEXR

ومنها يتضح أن نسبة (٣,٠، ٣,٠، ١,٠، ٢,٠، ٦,٠)٪ من التغيرات التي تحدث في مؤشر أسعار الأسهم (LSPI) يتم تصحيحها من خلال التغيرات التي

تحدث في : سعر الصرف، معدل البطالة، معدل التضخم، سعر الفائدة، الناتج المحلي الإجمالي، بالإضافة لذلك فإن نسبة (٢٢,٥٪) من عدم التوازن يتم تصحيحها من خلال التغيرات التي تحدث في مؤشر أسعار الأسهم (LSPI).

وفقاً لنتائج تحليل الأثر والاستجابة (Impulse Response) لنموذج تصحيح الخطأ (ECM)، حيث تشير النتائج إلى أن العلاقة طردية في الأجل القصير بين (أسعار الفائدة، عرض النقود، معدل التضخم، الناتج المحلي الإجمالي) وأسعار الأسهم، وعكسية في الأجل القصير بين (سعر الصرف، معدل البطالة) وأسعار الأسهم.

وبالرجوع إلى الجدول رقم (٢) يمكن القول بأن حد الخطأ يتبع التوزيع الطبيعي وكتيجة لذلك فإن توزيع المعاينة لمعالم الانحدار يتبع التوزيع الطبيعي بحيث يمكن القيام باختبارات لمعنوية هذه المعالم حيث أن تباين حد الخطأ ثابت في كل فتره، والقيمة المتوقعة لحد الخطأ أي وسطه يساوي صفر، والقيم التي يأخذها في أي فتره غير مرتبطة أو غير متعلقة بقيمة في فتره أخرى أو من مشاهدة لآخري<sup>(٣٦)</sup>.

أما بالنسبة لاختبارات فحص البواقي المقدرة بنموذج تصحيح الخطأ

- يوضح نتائج اختبار (Jarque-Bera) تحقق فرض التوزيع الطبيعي للبواقي.
- توضح نتائج اختبار (Serial Correlation LM Test) عدم وجود الارتباط التسلسلي.
- توضح نتائج اختبار (Autocorrelation Test) عدم وجود مشكلة الارتباط الذاتي بين البواقي.
- ثبات التباين كما توضح نتائج اختبار (Heteroskedasticity Test).

جدول رقم (٢)

اختبارات فحص البواقي المقدرة بنموذج متجه تصحيح الخطأ (VECM)

الاختبار	الهدف من الاختبار	القيمة المقدرة	الاحتمال (P.Value)
Normality Test Jarque-Bera	التأكد من شرط التوزيع الطبيعي	0.7035	0.7034
Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test	التأكد من عدم وجود الارتباط التسلسلي	134.7558	0.0000
Arch Test	التأكد من شرط ثبات التباين	55.35069	0.0000
White Heteroskedasticity Test	التأكد من شرط ثبات التباين	11.09885	0.000000
Ramsey Reset Test	التأكد من خلو النموذج من مشكلة عدم التحديد	21.28265	0.000007

تم إجراء الاختبارات باستخدام برنامج (Eviews 7.1).

المصدر: إعداد الباحث بالتطبيق على البيانات الخاصة بمصر.

## سادساً: دلالات السياسة

وفقاً للنتائج الدراسة وبالرجوع إلى النتائج الخاصة بكل دولة علي حدي، نجد تحقق فرضية الدراسة بوجود أثر للمتغيرات الاقتصادية الكلية على أسواق الأسهم العربية سواء في شكل علاقة سببية أو دالية، وعلاقات قصيرة وأخري طويلة الأجل بين المتغيرات الاقتصادية الكلية (سعر الصرف، أسعار الفائدة، عرض النقود، معدل البطالة، معدل التضخم، الناتج المحلي الإجمالي) من جهة وأسواق الأسهم من جهة أخري، أو بمعنى آخر ووفقاً لنتائج نموذج تصحيح الخطأ (VECM) الخاصة بكل دولة والتي توضح العلاقات في الأجل القصير، ووفقاً لنتائج تحليل الأثر والاستجابة (Impulse Response Analysis) والتي أظهرت ارتفاع النسبة التفسيرية لتصحيح الخطأ لمؤشر أسعار الأسهم (SPI) عن ٧٠٪ لتفسير التغيرات التي تحدث في أسعار الأسهم في دول العينة، وهذه الدول هي: الكويت، وعمان، وقطر، والسعودية، والإمارات.

أي أن هناك أثر من جانب المتغيرات الاقتصادية الكلية واستجابة (قصيرة، طويلة) الأجل من جانب أسواق الأسهم والمتمثلة بالتغير في أسعار الأسهم. فيما عدا بعض الدول والتي تتغير فيها أسعار الأسهم كنتيجة لأسباب داخلية أي من داخل السوق بمعنى لأسباب أخري بخلاف أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية.

كما أوضحت نتائج الدراسة وجود علاقة عكسية بين معدلات البطالة وأسعار الأسهم في الأجل القصير والطويل، باستثناء بعض الدول حيث أوضحت النتائج الخاصة بها وجود علاقة طردية بين معدلات البطالة وأسعار الأسهم في الأجل القصير والطويل. ويمكن تفسير ذلك بزيادة دور الدولة في النشاط الاقتصادي

وهيكل الوظائف الحكومية والتي لا تتأثر بارتفاع أو انخفاض أسعار الأسهم. وذلك على العكس من القطاع الخاص والذي يرتبط بارتفاع أو انخفاض أسعار الأسهم بعلاقة عكسية مع معدلات البطالة على مستوى النشاط الاقتصادي ككل وذلك وفقاً لما يمكن استيعابه من وظائف إلى إجمالي حجم القوي العاملة على مستوى النشاط الاقتصادي.

العلاقة الطردية بين معدلات الصرف وأسعار الأسهم والتي من المفترض أن تكون عكسية في الأجل القصير ترجع لسببين أما لاستخدام أنظمة سعر الصرف المختلفة غير الحرة، أو أن تكون الشركات المقيدة في السوق ليست ذات توجه تصديري وينصب نشاطها الأساسي على السوق المحلي.

العلاقة بين الناتج المحلي الإجمالي وأسعار الأسهم علاقة عكسية سواء في الأجل القصير أو الطويل، والمفترض أن تكون تلك العلاقة طردية في الأجل القصير والأجل الطويل وذلك وفقاً لنتائج الدراسات السابقة. ويرجع ذلك إلى عدم تأثير الناتج المحلي الإجمالي بمساهمة سوق الأسهم في الناتج والذي يرتبط بعلاقة طردية مع أسعار الأسهم، وعليه فإن ارتباط الناتج المحلي الإجمالي بأسعار الأسهم بعلاقة طردية يعود إلى ما يمكن أن يمثله ناتج السوق من الناتج المحلي الإجمالي أو بتعبير آخر تعاضم دور ومساهمة السوق في الناتج المحلي الإجمالي، ومن ناحية أخرى فإن انخفاض دور ومساهمة السوق في الناتج المحلي الإجمالي قد يرجع أما لحدثة نشأة السوق أو انخفاض معدل رسملة السوق أو لزيادة دور الدولة في النشاط الاقتصادي أو للعوامل السابقة معاً.



يمكن تفسير ٣,٠٪ من التغيرات التي تحدث في مؤشر أسعار الأسهم (SPI) بالتغيرات التي تحدث في أسعار الصرف (EXR) في مصر، وتفسير ٣٪ من التغيرات التي تحدث في مؤشر أسعار الأسهم (SPI) بالتغيرات التي تحدث في أسعار الصرف (EXR) في الأردن.

و(١,٠,١,٠,٩,١,٠,٦,١,٠)٪ من التغيرات التي تحدث في معدل التضخم (INF) في (مصر، والمغرب، وعمان، وقطر، والسعودية) علي التوالي يتم تصحيحها من خلال التغيرات التي تحدث في مؤشر أسعار الأسهم (SPI)، وبعبارة أخرى يمكن تفسير ١,٠٪ من التغيرات التي تحدث في مؤشر أسعار الأسهم (SPI) بالتغيرات التي تحدث في معدل التضخم (INF) في مصر، وتفسير ١,٠٪ من التغيرات التي تحدث في مؤشر أسعار الأسهم (SPI) بالتغيرات التي تحدث في معدل التضخم (INF) في المغرب.

ووفقاً لما تقدم من علاقات سواء (سببية أو دالية) بين المتغيرات الاقتصادية الكلية وأسواق الأسهم الناشئة، وآلية انتقال الأثر أو قنوات انتقال أثر السياسة من التغير الحادث في المتغيرات الاقتصادية الكلية إلى أسواق الأسهم الناشئة ينبغي على الإدارة الاقتصادية (سياسة مالية أو نقدية) وقبل أحداث تغيير في المتغيرات الاقتصادية مراعاة الأثر الذي سوف ينتقل إلى أسواق الأسهم الناشئة خلال الأجل القصير في شكل علاقة طردية أو عكسية مع الأخذ في الاعتبار مرونة السوق للتغير أو قدرته على التكيف كنتيجة للتغير الحادث في المتغيرات الاقتصادية الكلية وذلك وفقاً لمرونات الأجل القصير الخاصة بكل دولة من دول العينة.

وأمام الإدارة الاقتصادية العديد من البدائل أو خيارات السياسة الاقتصادية من خلال عدداً من المرونات والتي تربط التغير الحادث في المتغيرات الاقتصادية الكلية بالمتغيرات الحادثة في أسواق الأسهم العربية.

وعلى الإدارة الاقتصادية مراعاة أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية لدول الجوار على أسواق الأسهم في النطاق الإقليمي.

ومن خلال البيانات الخاصة بكل دولة من دول العينة يتضح لنا أن تلك المرونات تختلف من دولة لأخرى من دول العينة ومن متغير اقتصادي كلى لآخر وهذا يعنى اختلاف شدة الأثر في الأجل القصير من دولة لأخرى من دول العينة، واختلاف الأثر من متغير لآخر. لذلك تتباين فعالية السياسات النقدية والمالية في تأثيرها على أسواق الأسهم من دولة لأخرى من دول العينة.

## قائمة المراجع

### أولاً: المراجع باللغة العربية:

- ٤- حيدر، فاخر عبد الستار، «التحليل الاقتصادي لتغيرات أسعار الأسهم: منهج الاقتصاد الكلي»، دار المريخ، الرياض، ٢٠٠٢.
- ١٠- حلمي السعيد، هالة، «دراسة تحليلية لأثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على سوق الأوراق المالية»، مصر المعاصرة (القاهرة: الجمعية المصرية للاقتصاد السياسي والإحصاء والتشريع، العدد ٤٥٥-٤٥٦ يوليو / أكتوبر ١٩٩٩).
- ١٤- محمد عبده على السيد الرفاعي، مجدة، «تقييم أداء سوق الأوراق المالية ودورة النمو في الاقتصاد المصري»، رسالة دكتوراه، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية، جامعة القاهرة، ٢٠٠٨/٢٠٠٩.
- ١٦- محمد لبده، السعيد، «قدرة مؤشر سوق المال المصري على التنبؤ بالحالة الاقتصادية»، المجلة العلمية للاقتصاد والتجارة، جامعة عين شمس، العدد الثاني، ١٩٩٦.
- ٢٤- محمد فرج عبد الشافي، هشام، «أثر قرارات الاستثمار الأجنبي غير المباشر على تحركات أسعار الأسهم في الأسواق المالية الناشئة: دراسة تطبيقية على سوق الأوراق المالية المصري»، رسالة دكتوراه غير منشورة، قسم إدارة الأعمال، كلية التجارة وإدارة الأعمال، جامعة حلوان، ٢٠٠٤.
- ٣٣- محمد عثمان، هاني، «محددات الطلب الأجنبي على الأوراق المالية في البورصة المصرية.. دراسة قياسية عن الفترة من يناير ١٩٩٨ حتى يونيو ٢٠٠٧»، رسالة ماجستير، كلية التجارة، جامعة الإسكندرية، ٢٠٠٨.

ثانيا: المراجع باللغة الانجليزية:

1- Engle, R. F. and Granger, C. W .J., "Co integration and Error Correction: Representation, Estimation and Testing", *Econometrica*, Vol. 55, 1987, pp.251-276.

2-See:

- Altay, Erdinç, "The Effect of Macroeconomic Factors on Asset Returns: A Comparative Analysis of the German and the Turkish Stock Markets in an APT Framework", Martin Luther University, May 2003.

- Hamao, Y., "An Empirical Investigation of Arbitrage Pricing Theory", *Japan and the World Economy*, Vol.1, 1988, pp.45-61.

- Iqbal, Javed and Haider, Aziz, "Arbitrage Pricing Theory: Evidence From an Emerging Stock Market", MPRA, Munich Paper Personal Archive, Paper No.8699, 10. May 2008.

- Türsoy, Turgut; Nil Günsel and husam Rjoub, "Macroeconomic Factors, The APT and The Istanbul Stock Market", *International Research Journal of Finance and Economics*, Issue 22, 2008.

3- See

- King, Robert G. and Ross Levine, "Finance and Growth: Schumpeter Might be Right", *the quarterly Journal of Economic*, August 1993, pp.717-736.

- Patrick, Hugh T., "Financial Development and Economic Growth in Underdeveloped Countries", *Economic Development and Cultural Change*, Vol. 14, No. 2, Jan., 1966, pp. 174-189.

- Thiel, Michael, "Finance and Economic Growth: a Review of Theory and the Available Evidence", *European Communities*, No. 158, July 2001.

4- See:

- Nelson, Charles R., "Inflation and Rates of Return on Common Stocks", *The Journal of Finance*, May 1976, p.471.

- Cagan, Philip and Robert E. Lipsey, "The Financial Effects of Inflation", NBER. National Brue for Economic Research, Working Paper No.c 3876, 1978, pp.67-72.

- Feldstein, Martin, "Inflation and the Stock Market", NBER. National Brue for Economic Research, W/P No.276, 1978.

- 
- Geske, Robert and Richard Roll, "The Fiscal and Monetary Linkages between Stock Returns and Inflation", *Journal of Finance*, Vol.38, No.1(Mar., 1983), pp.1-33.
  - Wahlroos, Bjorn and Tom Berglund, "Stock Return, Inflationary Expectations and Real Activity", *Journal of Banking and finance*, No.10, Oct., 1986, pp.377-89.
  - 5- Bosworth, Barry; Saul Hymans and Franko Modigliani, "The Stock Market and The Economy", *Brooking Papers on Economic Activity*, Vol. No.2(1975), pp.257-300.
  - 6-See:
    - Houthakker, Hendrik S. and Peter J. Williamson, "The Economics of Financial Markets", New York: Oxford University Press, 1996.
    - Ibrahim, Mansor H., "Cointegration and Granger Causality Tests of Stock Prices and Exchange Rate Interactions in Malaysia", *ASEAN Economic Bulletin*, Vol.17, No.1, April 2000, pp.36-47.
  - 7-See:
    - Persons, Warren M. and Edwin Frickey, "Money Rates and Security Prices", *the Review of Economics and Statistics*, Vol. 8, No. 1, Jan., 1926, pp. 29-46.
    - Fair, Ray C.; Matthew D. Shapiro and Kathryn M. Dominguez, "Forecasting the Depression: Harvard Versus Yale", NBER working Paper. No. 2095, Dec., 1986.
    - Auerbach, Alan J., "The Index of Leading Indicators: Measurement without Theory", NBER Working paper, No.761, Sep., 1981.
  - 8- Mohtadi, Hamid and Agarwal, Sumit, " Stock Market Development and Economic Growth: Evidence from Developing Countries", Department of Economics, University of Wisconsin-Milwaukee.
  - 9- Vuuyuri, Srivyal, " Relationship between Real and Financial Variables in India: A Cointegration Analysis", April 12, 2005, Available At: [Http://ssrn.com/abstract=711541](http://ssrn.com/abstract=711541).
  - 10- Shahbaz, Muhammad; Nadeen Ahmed and Liqueat Ali, "Stock Market Development and Economic Growth: Ardl Causality in Pakistan ", *International Research Journal of Finance and Economics*, Issue 14, 2008, pp.182-195.
  - 11- Deb, Soumya Guha and Mukherjee, Jaydeep, " Does Stock Market Development Cause Economic Growth? A time Series Analysis for Indian Economy", *International Research Journal of Finance and Economics*, Issue 21, 2008, pp.142-149.

- 12- Oskooe, Seyyed Ali Paytakhti," Emerging Stock Market Performance and Economic Growth", American Journal of Applied Sciences, 7(2), 2010, pp.265-269.
- 13- Naka, A.; T. Mukherjee and D. Tufte, "Macroeconomic Variables and the Performance of the Indian Stock Market", Department of Economics and Finance, University of New Orleans, Working Paper, 1998.
- 14- See:
  - Adrangi, Bhram; Arjun Chatrath and Todd M. Shank," Inflation, Output and Stock prices, Evidence Latin America", Managerial and Decision Economics, 20, 1999, pp.63-74.
  - Adrangi, Bahram; Arjun Chatrath and Antonio Z. Sanvicente," Inflation, Output and Stock prices, Evidence from Brazil", September 2000.
- 15- Ibrahim, Monsor H., "Co interation and Granger Casualty Tests of Stock Price and Exchange Rate Interactions in Malaysia", ASEAN Economic Bulletin, Vol.17, No.1, April 2000, pp.36-47.
- 16- Spyrou, S. I., "Stock Return and Inflation: Evidence from Emerging Market ", Applied Economics Letters, 8, 2001, pp.447-450.
- 17- Omran, Mohammed, "Time Series Analysis of The Impact of Real interest Rates On Stock Market Activity and Liquidity in Egypt: Co-integration and Error Correction Model", International Journal Of Business , 8(3), 2003.
- 18- Maghayereh, Aktham, "Causal Relations among Stock Prices and Macroeconomic Variables in the Small, Open Economy of Jordon", JKAU: Econ. &Adm., Vol.17, No. 2, 2003, pp.3-12.
- 19- Al Sharkas, Adel, "The Dynamic Relationship between Macroeconomic Factors and The Jordanian Stock Market", International Journal of Applied Econometrics and Quantitative Studies, Vol.1-1, 2004.
- 20- Chandran, V.G.R and Norazman Shah Abd Rahman,"Causality between Money Supply and Stock Prices: A Preliminary investigation on Malaysian Stock Market ", Jurnal Akademik Vol.4 January-June 2004, pp.137-144.
- 21- Spyrou, S. I.," Are stocks a good hedge against inflation?: Evidence from emerging markets", Applied Economics, Vol.36, 2004,pp. 41-48.

- 22- Liu, Xiahui and Shu, Chang, "Consumption and Stock Markets in Greater China ", Applied Economics Letters, Vol.11, 2004, pp. 365–368.
- 23- Wong, Wing-Keung; Habibullah khan and Jun Du, "Money, Interest Rate, and Stock Prices: New Evidence from Singapore and The United States", Department of Economic, National University of Singapore, Working Paper No.0601, 2005.
- 24- Aga, Mehmet and Kocaman, Berna, "An Empirical Investigation of The Relationship Between Inflation , P/E Ratio and Stock Price Behaviors Using a New Series Calles Index-20 for Istanbul Stock Exchange", International Research Journal of Finance and Economics ,Issue 6(2006),pp.133-165.
- 25- Ben Naceur, Samy; Adel Boughrar and Samir Ghazouari, "On the Linkage between Monetary Policy and MENA Stock Market", The 13 annual Conference Of Economic Research Forum (ERF), Kuwait, 16-18 December, 2006.
- 26- Cifter, Atilla and Ozun, Alper, "Estimating The Effects of Interest Rates On Share Price Using Multi- Scale Causality Test in Emerging Markets: Evidence from Turkey", MPRA, Munich Paper Personal Archive, Paper No.2485, November 2007.
- 27- Tahir, Suleman Muhammad "Risk Involved in International Debt investment in Emerging Market: (A case Study of India, Malaysia and Taiwan)", School of Technology and Society, University of skövde, Master degree in finance, 2008.
- 28- Peltonen, Tuomas A.; Ricardo M. Sousa and Isabel S. Vansteenkiste," Wealth Effects In Emerging Market Economies", European Central Bank, Working Paper Series, No. 1000 / January 2009.
- 29- Aydemir, Ogyzhan and Demirhan, Erdal, "The Relation between Stock Prices and Exchange Rates: Evidence from Turkey", International Research Journal of Finance and Economics, Issue 23(2009), pp.207-215.
- 30- Renfro, Charles G., "The Practice of Economic Theory: An Examination of the Characteristics of Econometric Computation", Springer-Verlag Berlin Heidelberg, 2009. pp.157-167.