Revue des Réformes Economiques et Intégration En Economie Mondiale

Vol 19 N°01, 2025
EISSN : 2600-6502

العلاقة التّوازنية بين مُتغيرات الإقتصاد الكُلي ومُؤشّر السّوق المالي

(بالتّطبيق على فرنسا والجزائر)

THE BALANCED RELATIONSHIP BETWEEN MACROECONOMIC VARIABLES AND THE FINANCIAL MARKET INDEX (APPLYING TO FRANCE AND ALGERIA)

ط/د. أحمد رجب[1]، د. خالد عزاوي [2]

[1] المدرسة العليا للتجارة بالقليعة (الجزائر)، A_rajab@esc-alger.dz

[2] المدرسة العليا للتجارة بالقليعة (الجزائر)، Kh_azzaoui@esc-alger.dz

تاريخ الاستلام : 2024/11/29 ؛ تاريخ المراجعة : 2024/12/10؛ تاريخ القبول : 2025/05/08

الملخص

يهدف هذا البحث إلى دراسة العلاقة بين متغيرات الاقتصاد الكلي ومؤشر السوق المالي في الجزائر وفرنسا خلال الفترة من 2010 إلى 2020. تم اختيار هذه الفترة بسبب تأثيرات الأزمة المالية العالمية 2008 وجائحة كورونا التي أثرت على اقتصادات الدول. يتناول البحث تحليل العلاقة بين السوق المالي والنمو الاقتصادي باستخدام اختبار التكامل المشترك ونموذج تصحيح الخطأ. كما يتم اختبار السببية بين هذه المتغيرات باستخدام طريقة غرانجر التقليدية. حيث تمثل سوق الأوراق المالية بمؤشر معدل رسملة السوق ومعدل قيمة التداول، بينما يُقاس النمو الاقتصادي عبر نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي. وقد أظهرت النتائج وجود علاقة توازنية وتأثير متبادل بين السوق المالي والنمو الاقتصادي في الجزائر وفرنسا ، يُمكن أن يعزز من القدرة على التنبؤ بالتغيرات الاقتصادية وصياغة سياسات مالية فعّالة تدعم استقرار الأسواق وتعزز من تنافسيتها ، وقد أوصت الدراسة بتعزيز استراتيجيات السوق المالي، وتطوير السياسات الاقتصادية لتحقيق التكامل بين السوق المالي والنمو الاقتصادي بشكل مستدام.

لكلمات المفتاحية . العلاقة التوازنية، الإقتصاد الكلي، مؤشر السوق المالي.

تصنيف JEL: C 39 , E 01, F 02

Abstract :

Ce recherche vise à étudier la relation entre les variables macroéconomiques et l'indicateur du marché financier en Algérie et en France pendant la période de 2010 à 2020. Cette période a été choisie en raison des effets de la crise financière mondiale de 2008 et de la pandémie de COVID-19, qui ont eu un impact sur les économies des pays. L'étude analyse la relation entre le marché financier et la croissance économique à l'aide du test de co-intégration et du modèle d'ajustement des erreurs. La causalité entre ces variables est également testée en utilisant la méthode de Granger. Le marché financier est représenté par l'indicateur du taux de capitalisation boursière et le taux de volume des échanges, tandis que la croissance économique est mesurée par le PIB par habitant. Les résultats ont montré une relation d'équilibre et un impact mutuel entre le marché financier et la croissance économique en Algérie et en France. Cela pourrait améliorer la capacité à prédire les changements économiques et à formuler des politiques financières efficaces soutenant la stabilité des marchés et renforçant leur compétitivité. L'étude recommande de renforcer les stratégies du marché financier et de développer des politiques économiques pour assurer une intégration durable entre le marché financier et la croissance économique.

Keywords: equilibrium relationship, macroeconomics, financial market index.

JEL classification : C 39 , E 01, F 02

[1] أحمد رجب A_rajab@esc-alger.dz

مقدمة :

يقوم المستثمرون العقلانيون عند القيام بعملية الإستثمار بشكل عام والأسواق المالية بشكل خاص بالعديد من الدراسات، تعتمد تلك الدراسات على تحليل كافة البيانات والمعلومات المتعلقة بعملية الاستثمار. حيث تقوم تلك الدراسات بتحليل البيانات التاريخية والحالية وتوقع البيانات المستقبلية من اجل التوصل الى افضل قرار استثماري، من اجل تحقيق اعلى عائد متوقع مقابل اقل مخاطرة ممكنة (راشدة عزيرو، ، 2022، صفحة 42)، وتتوزع تلك الدراسات ضمن مجالين:

التحليل الفني: حيث يقوم التحليل الفني بدراسة وتحليل البيانات التاريخية لسعر الاصل المراد الاستثمار فيه، حيث ان السعر يتبع الاتجاهات التاريخية، وان التاريخ ما هو الا انعكاس للحاضر والمستقبل، وذلك من اجل الوصول لافضل قرار استثماري.

أمّا التحليل الاساسي: فيعتمد على تحليل البيانات الحالية وتوقع البيانات المستقبلية، من خلال تحليل الوضعية الحالية للاقتصاد الكلي للبلد، من اجل تحديد اداء الاستثمار في هذا البلد، حيث يعتبر الاقتصاد الكلي بمثابة البيئة التي تعمل ضمنها جميع الشركات والمؤسسات، ومن اجل القيام بتحليل ظروف الاقتصاد الكلي لابد من تحليل المؤشرات الاقتصادية الكلية التي تعطي صورة واضحة عن الوضعية الحالية للاقتصاد، وتتنوع وتتعدد تلك المؤشرات بين السياسة النقدية والسياسة المالية، والميزانيات الحكومية، ومؤشرات الانتاج، ومبيعات التجزئة وثقة المستهلك، ومؤشرات سوق العمل، وغيرها من المؤشرات الاخرى.

يقترح أنصار فرضية السوق الفعّالة أن جميع المعلومات المتاحة للجمهور مدمجة بالفعل في أسعار الأسهم وبالتالي، لن تتمكن المؤشرات الإقتصادية من التأثير على عوائد الأسهم ، ولكن اثبتت الابحاث والدراسات الكثيرة رأيا مخالفا لتلك النظرية حيث بينت تلك الأبحاث والدراسات بوجود علاقات تبادل وارتباط بين متغيرات الاقتصاد الكلي لها تأثر متبادل مع مؤشرات الاسواق المالية وبالتالي على عوائد الاصول المتداولة في الأواق المالية.

وقد شهدت النظريات والادبيات الاقتصادية انقساماً في توصيف العلاقة بين مُتغيرات الإقتصاد الكلي والأسواق المالية، حيث اعتبر الفريق الأول أن الاسواق المالية هي التي تقود التغيرات المستقبلية في عجلة الاقتصاد، وذلك من خلال آداء المتعاملين في الأسواق المالية وتوقعاتهم وقراراتهم الإستثمارية من حيث اسعار الاسهم والارباح التي يتوقعون الحصول عليها، حيث أنّ سعر السهم يتحدد بعدة عوامل منها السّعر الإسمي والعوائد المستقبلية المتوقعة، كالأرباح والتوزيعات المتوقعة بالنسبة للاسهم والاصول الأخرى، وايضًا نسبة المخاطرة ومعدلات التضخم المتوقعة او نسب الفائدة المتحصلة بالنسبة للسندات (زين الدين حماشي،، 2022، صفحة 15).

أمّا الرأي الاخر فيعتمد على فكرة أن اداء المؤشرات الإقتصادية هي التي تؤثر وهي التي تقود اتجاه الاسواق المالية ومؤشراتها نحو الصعود او الهبوط، حيث ان القرارات الاستثمارية للمستثمرين تعتمد على توقعاتهم حول الوضع الحالي والمستقبلي للنشاط الاقتصادي الكلي، وذلك من خلال دراسة وتحليل المؤشرات الكلية الإقتصادية التي تعطي صورة واضحة عن حالة النشاط الاقتصادي، تلك التحليلات سوف تؤثر بشكل أساسي على قرارات المستثمرين في عملية الشراء أو الاستثمار في الاصول المالية، مما يوثر بشكل مباشر على حالة الانتعاش أو الانكماش في السّوق المالي (مداحي محمد،، 2018، صفحة 82).

وبناء على ماسبق تبرز إشكالية البحث في التساؤل التالي:

هل توجد علاقة توازنية بين مُتغيرات الإقتصاد الكلي ومُؤشر السوق المالي في الجزائر وفرنسا خلال الفترة (2010 – 2020)

ومن اجل تسهيل دراسة الاشكالية يمكننا طرح الاسئلة الفرعية التالية:

- ما هو مفهوم العلاقات التوازنية وما هي الإختبارات المعتمدة من اجل تحديده وقياسه؟
- ما هي طبيعة العلاقة بين متغيرات الاقتصاد الكلي ومؤشرات الاسواق المالية؟
- هل يمكن للتغيرات في سياسات ومحددات الاقتصاد الكلي أن يكون لها تأثيرعلى اداء الاسواق المالية او بالعكس؟

هدفت تلك الدراسة بشكل أساسي لاختبار العلاقة التوازنية ما بين المتغيرات الاقتصادية الكلية الاربعة ومؤشر السوق المالي، وهل لهذه المتغيرات دور نحو تعزيز أداء السوق المالي في دفع عملية النمو الاقتصادي في (الجزائر وفرنسا)، من خلال اختبار تلك العلاقة وبالتالي الخروج بتوصيات قد تفيد متخذ القرار على المستوى الخاص أو العام في تعزيز كفاءة متغيرات الاقتصاد الكلي ودورها في تعزيز كفاءة الاسواق المالية.

بناءا على إشكالية وأهداف الدراسة تمت صياغة فرضيات الدراسة على النحو التالي :

- الفرض الأول: توجد علاقة توازنية ذات دلالة إحصائية بين معدل التضخم ومؤشر السوق المالي في (فرنسا والجزائر).
- الفرض الثاني: توجد علاقة توازنية ذات دلالة إحصائية بين معدلات أسعار الفائدة ومؤشر السوق المالي في (فرنسا والجزائر).
- الفرض الثالث: توجد علاقة توازنية ذات دلالة إحصائية بين إجمالي الناتج المحلي ومؤشر السوق المالي في (فرنسا والجزائر).
- الفرض الرابع: توجد علاقة توازنية ذات دلالة إحصائية بين معدل البطالة ومؤشر السوق المالي في (فرنسا والجزائر).

أهمية الدراسة :

قامت العديد من الدراسات بتحليل العلاقة بين متغيرات الاقتصاد الكلي ومؤشر السوق المالي، وكانت النتائج المختلفة التي تم الحصول عليها من هذه الدراسات دافعًا لمزيد من البحث في هذا الميدان، تأتي أهمية تلك الدراسة من الدور الحيوي الذي تلعبه الأسواق المالية في تحريك عجلة الاقتصاد لأى دوله، وهي تعتبر مرآة عاكسة لمتغيرات الاقتصاد الكلي من حيث انخفاض أو زيادة معدلات النمو، لذلك جاءت تلك الدراسة من اجل بيان أهمية وجود علاقة توازنية بين الأسواق المالية ومتغيرات الاقتصاد الكلي التي من الممكن أن تؤثر على مؤشرات السوق المالي.

منهج البحث:

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

الدراسات السابقة :

حظيت العلاقة بين متغيرات الاقتصاد الكلي ومؤشرات الأسواق المالية باهتمام واسع في الأوساط البحثية، حيث أسهم هذا الاهتمام في إنتاج عدد كبير من الأدبيات والدراسات المتنوعة في هذا المجال. وقد اختلفت هذه الدراسات من حيث نوعية المتغيرات المستخدمة، سواء التابعة أو المستقلة، كما تنوعت في النماذج القياسية والمنهجيات التحليلية المعتمدة. ومن بين أبرز هذه الدراسات":

- دراسة العلوي وبن معتوق (2023) :استخدمت هذه الدراسة نموذج العوامل وتحليل الانحدار الذاتي الهيكلي (FAVAR) لفحص تأثير عدم اليقين في السياسات الاقتصادية على سوق الأسهم الفرنسي. وقد أظهرت النتائج أن انخفاض حالة عدم اليقين في السياسات يؤدي إلى تحسّن في أداء سوق الأسهم من خلال رفع أسعار الأسهم وخفض علاوة المخاطرة، مما يؤكد دور الاستقرار الاقتصادي في تعزيز الثقة السوقية.
- دراسة (Banque de France,2024) قدمت ورقة عمل بحثية تناولت استخدام البيانات القطاعية من سوق الأسهم الفرنسي للتنبؤ بالنشاط الاقتصادي العام من خلال نموذج العوامل. وأشارت النتائج إلى أن هذه المقاربة توفر قدرة تنبؤية دقيقة، خاصة في فترات التباطؤ الاقتصادي، مقارنة بالنماذج التقليدية التي تعتمد على المتغيرات الكلية الإجمالية.
- دراسة(النجارجميل. ، 2022) حيث قام الباحث باختبار فرضية أن لمتغيرات الاقتصاد الكلي تأثير على عوائد مؤشرات بورصة فلسطسن، وذلك باستخدام منهجية الانحدار الذاتي للإبطاء الزمني الموزع ARDL خلال الفترة 2008 – 2018 وقد اظهرت نتائج الدراسة ان هناك تكامل مشترك وتوازن طويل الاجل مع وجود اثر سلبي للتضخم ومعدلات الفائدة.

- دراسة (Erfan M. Bhuiyan; Murshed Chowdhury، 2022) استخدمت تلك الدراسة نماذج التكامل المشترك وتصحيح الخطأ المتجهي لفحص العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية الكلية ومؤشرات سوق الأوراق المالية، للولايات المتحدة وكندا. حيث بينت النتائج ان عرض النقد يؤثر بشكل ايجابي على مؤشرات الأسهم بينما يؤثر سعر الفائدة بشكل سلبي وذلك في الولايات المتحدة.

بالنسبة لكندا، لم تتمكن اختبارات التكامل المشترك من العثور على أي رابط واضح بين المتغيرات الاقتصادية الكلية ومؤشرات سوق الأوراق المالية (المركبة والقطاعية).

- دراسة (Ahmet Ozcan, 2012, pp. 184-189) قامت الدراسة باختبار المتغيرات الاقتصادية الكلية التي لها علاقة مهمة بمؤشر صناعة بورصة إسطنبول للأوراق المالية، بإستخدام اختبار التكامل المشترك لجوهانسن لتحديد تأثير المتغيرات الاقتصادية الكلية المختارة على مؤشر صناعة بورصة إسطنبول للأوراق المالية. حيث اظهرت نتيجة تكامل جوهانسن أن المتغيرات الاقتصادية الكلية تظهر علاقة توازن طويلة الأجل مع مؤشر صناعة بورصة إسطنبول.

1- الاطار النظري للدراسة :

1.1- الناتج المحلي الإجمالي (Gross Domestic Product (GDP

الناتج المحلي الإجمالي هو قيمة جميع السلع والخدمات المنتجة محليا خلال سنة معينة، وهو يعتبر من أهم مقاييس النشاط الاقتصادي الحقيقي Real Economic، إن العلاقة النظرية بين الناتج المحلي الإجمالي وسوق الأسهم تستمد من نموذج القيمة الحالية Present Value Model ، الذي يرى أن سعر السهم العادي داخل السوق المالي هو القيمة الحالية للتوزيعات المتوقعة مخصومة بمعدل يساوي العائد المطلوب المعدل بالمخاطرة، وبالتالي فإن الفرض النظري يتوقع أن يكون هناك علاقة طردية قوية بين الناتج المحلي الإجمالي وأسعار الأسهم، وذلك للأسباب التالية:

- أسعار الأسهم تعكس التوقعات المستقبلية للنشاط الاقتصادي.
- التغيرات في أسعار الأسهم هي تغيرات في ثروة المستثمرين.
- التغيرات المتوقعة في النشاط الاقتصادي تؤثر على المخاطرة المدركة بواسطة المستثمرين.

ولقد تم تأكيد الفرض السابق بواسطة كثير من الدراسات، ولكن في المقابل هناك دراسات تطبيقية خرجت بنتائج لا تتفق مع الفرض النظري السابق ذكره.

2.1- التضخم (Inflation)

التضخم هو الارتفاع المضطرد في الأسعار، وهو نتاج الخلل في العلاقة بين المعروض النقدي والإنتاج الحقيقي، ولعب التضخم دوراً هاماً في العلاقة بين متغيرات الاقتصاد الكلي وسوق الأسهم، ويمكن التمييز بين ثلاثة مجموعات من الفروض النظرية والدراسات التطبيقية الخاصة بالعلاقة بين التضخم وأسعار وعوائد الأسهم، وهي فرض الإستقلالية لفيشر، والفروض الخاصة بالسوق التام والفروض الخاصة بنقائص السوق (رانيا الشيخ طه،، 2021).

ويرى "إيرفنج فيشر" في كتابه عن نظرية سعر الفائدة عام 1930 قال أن المستوى العام لأسعار الفائدة يتبع المستوى العام للتضخم من خلال العلاقة التالية:

سعر الفائدة الحقيقي= سعر الفائدة الاسمي – معدل التضخم المتوقع

وفي السبعينيات وفي ظل معدلات تضخم عالية، أصبح علماء الاقتصاد والاستثمار مهتمين بالإجابة على تساؤل مؤداه هل الأسهم العادية – باعتبارها مطالبات على الإنتاج الحقيقي – يمكن أن تكون وسيلة جيدة للتحوط (التغطية) Hedging ضد التضخم سواء المتوقع أو غير المتوقع؟

3.1- أسعار الفائدة Interest rates

تلعب أسعار الفائدة دورا هاما في النشاط الاقتصادي ككل، سواء في السوق السلعي أو في السوق المالي، وتؤثر أسعار الفائدة على أسعار وعوائد الأسهم في أسواق المال من خلال ثلاث قنوات على الوجه التالي:

- سوق النقد Money Market من خلال سعر الفائدة على الأدوات المالية قصيرة الأجل مثل أذون الخزانة ومعدل الخصم.
- سوق رأس المال Capital Market من خلال أسعار الفائدة على القروض المصرفية طويلة الأجل، وأسعار الفائدة على السندات، سواء الصادرة من الشركات أو الحكومة.
- سوق السلع أو الإنتاج الحقيقي Real Economic Market حيث تؤثر أسعار الفائدة قصيرة وطويلة الأجل على الإنتاج والاستهلاك والتضخم.

4.1- البطالة :

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

إنخفاض معدل البطالة

(ارتفاع معدل التشغيل) ← **إرتفاع معدل النمو** ← **ارتفاع مؤشرات السوق المالي**

فتحديد نسب ارتفاع مؤشرات السوق المالي تعتمد على السياسية الاقتصادية المنتهجة.

2- مؤشرات السوق المالي :

تعرف الأسواق المالية بأنها المكان أوالوسيلة المنظمة التي يتم من خلالها الجمع بين الطلب على الأموال والعرض للأموال، وبعبارة أخري فإن السوق المالي هو التنظيم الذي يمكن أصحاب الأموال الفائضة أو الزائدة من الاتصال الدائم المباشر أو غير المباشر مع الأطراف التي لديها عجز في الأموال، حيث يمكنهم من إتمام التعاملات فيما بينهم بطريقة منظمة وفق شروط محددة، وأشار البعض إلى أنها أحد القطاعات المهمة لرأس المال المستثمر الذي يعمل على توفير السيولة للأموال المستمرة على شكل أوراق مالية أو (أسهم وسندات)، فهي تمثل الجهاز الذي يتم عن طريقه تمويل رأس المال وذلك من خلال تمويل الأوراق المالية بسهولة ويسر إلى نقود حاضرة وبالعكس (بلعيدي محمد، ، 2022).

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

دراسة العلاقة بين متغيرات الاقتصاد الكلي بمؤشر السوق المالي في (الجزائر وفرنسا)

1.2- منهجية الدراسة:

تهدف هذه الدراسة القياسية إلى تحليل العلاقة التوازنية بين متغيرات الاقتصاد الكلي ومؤشر السوق المالي في الجزائر وفرنسا خلال الفترة من 2010 إلى 2020. تم اختيار هذه الفترة نظرًا لأنها تعكس مرحلة ما بعد الأزمة المالية العالمية (2008) وما تبعها من تغيرات في السياسات الاقتصادية، بالإضافة إلى تأثيرات جائحة كورونا على الاقتصاديات العالمية. سيتم استخدام اختبار التكامل المشترك ونموذج تصحيح الخطأ لتحديد العلاقة بين هذه المتغيرات، بالإضافة إلى اختبار السببية باستخدام طريقة غرانجر التقليدية، مع تمثيل سوق الأوراق المالية من خلال مؤشر معدل رسملة السوق ومعدل قيمة التداول، والنمو الاقتصادي عبر نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي:

والجدول التالي يوضح تطور نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي ومؤشرات بورصة القيم المنقولة في الجزائر خلال الفترة (2010 – 2020)

الجدول (1) تطور الناتج المحلي الإجمالي ومؤشرات السوق المالي في "الجزائر" خلال الفترة (2010–2020) الوحدة (دولار أمريكي، %)

VM	SMC	Um	Inf	R	GDP	السنوات
33	5903	10	2.5	4	177.8	2010
175	5244	10	3.6	4	218.3	2011
125	3475	11	9	4	227.1	2012
85	2466	9.8	5.4	4	229.7	2013
2807	2115	10.6	6.1	4	238.9	2014
161	1646	11.2	4.5	4	187.5	2015
1886	1378	9.9	7.4	4	180.8	2016
187	792	11.7	4.1	3.5	189.9	2017
1886	655	11.7	3.6	3.75	194.6	2018
0707	1040	11.4	1.9	3.75	193.5	2019
2722	1055	12.6	2.4	3	164.9	2020

المصدر من اعداد الباحث اعتمادا على بيانات البنك الدولى المتاحة عبر الموقع الالكتروني: www.worldbank.org

الجدول(2) تطور الناتج المحلي الإجمالي ومؤشرات سوق المال في "فرنسا " خلال الفترة (2020-2010) الوحدة (دولار أمريكي، %)

VM	SMC	Um	Inf	R	GDP	السنوات
52	8923	9.4	1.5	1	2320	2010
258	8264	6.2	2.1	1.25	2370	2011
365	6495	9.7	2	1	2380	2012
145	5486	6.2	0.9	0.5	2390	2013
3524	5135	10.2	0.5	0.15	2410	2014
1456	4666	6	0	0.5	2440	2015
1562	4398	9.9	0.2	0	2470	2016
1452	982	5.9	1	0	2520	2017
1235	925	9.1	1.9	0	2570	2018
856	4060	5.6	1.1	0	2620	2019
2045	4075	7.1	0.5	0	2420	2020

المصدر من اعداد الباحث اعتمادا على،أسواق المال الفرنسية وبيانات البنك الدولى المتاحة عبر الموقع الالكتروني: www.worldbank.org.

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

تم بناء النماذج الاقتصادية لهذه الدراسة اعتمادا على النظريات الاقتصادية المثبتة، حيث أثبتت العديد من الدراسات التطبيقية وجود علاقة توازنية وبعضها سببية بين سوق الأوراق المالية ومؤشرات الاقتصاد الكلي، وفي هذا السياق، ستتم دراسة إمكانية وجود علاقة توازنية بين هذين المتغيرين الاقتصاديين، وكذلك تحديد اتجاه العلاقة بينهما على المدى القصير والطويل. إلا أن التحليل على المدى الطويل يضعنا أمام مشكلة عدم استقرار السلاسل الزمنية، ففي حال غياب صفة الاستقرار فإن الانحدار الذي تحصل عليه بين متغيرات السلسلة الزمنية غالبا ما يكون زائفا.

تعمل عملية المفاضلة على تصحيح السلاسل الزمنية وإعادة طابع الاستقرار لها، ولكن في هذه الحالة يحتمل أن يتم فقدان كافة المعلومات المتعلقة بسلوك هذه المتغيرات على المدى الطويل في مثل هذا الوضع، يتم استخدام اختبار التكامل المشترك الذي جاء به انجل و غرانجر عام 1987 ، إن هذا الاختبار يقدم دعما للنظرية الاقتصادية من خلال رصد العلاقات بين المتغيرات الاقتصادية في إطار إحصائي، فمن منظور اقتصادي بعض المتغيرات تتحرك بانتظام بمرور الوقت على الرغم من أنها تتسم بشكل منفرد بالتذبذب العشوائي، لذا فإن تحليل التكامل المشترك يعد إحدى الأدوات الهامة عند دراسة العلاقات بين المتغيرات الاقتصادية على المدى الطويل.

جدول رقم (3) الإحصاءات الوصفية لعوائد مؤشر سوق المال الجزائري ومجموعة متغيرات الاقتصاد الكلي

	VM	SMC	Um	Inf	R	GDP
MEAN	0.0144	32.6303-	015048.	0.00884	0.12848-	0.0116-
MEDIAN	0.0030	25.4000	014124.	0.00726	010000.	00775.
MAXIMUM	0.3248	69.4000	.279279	0.06545	020000.	60628.
MINIMUM	0.3485-	17742.1-	-4.17534	0.04141	8.95000-	2.3751-
STD.DEV.	0.1086	025.368	0.680254	0.1684	035575.	39162.
SKEWNESS	0.3754	8.62077-	0.162064	0.64026	7.95661-	2.8335-
KURTOSIS	4.7426	5.90160	8.74726	5.56935	8.38877	8.1748
JARQUE-BERA	11.851	8472.55	206.657	7.1277	4907.70	63.709
PROBABILITY	0.0026	0.000000	000000.	00001.	000000.	000000.
OBSERVATIONS	88.00	76.00	78.00	79.00	81.00	82.00

جدول رقم (4) الإحصاءات الوصفية لعوائد مؤشر سوق المال الفرنسي ومجموعة متغيرات الاقتصاد الكلي

	VM	SMC	Um	Inf	R	GDP

MEAN	6.144	55.6303-	002048.	0.00283	0.12848	0.0116
MEDIAN	4.0030	45.4000	0024124.	0.08724	010200.	00775.
MAXIMUM	0.3548	79.4030	.01279	0.05543	720200.	60628.
MINIMUM	2.7595-	1888.1-	-4.17534	0.03140	8.96000-	2.3751
STD.DEV.	3.5086	586.368	0.440254	0.1480	035575.	39162.
SKEWNESS	4.7754	10.62077-	0.022064	0.62022	8.95661-	2.8335
KURTOSIS	4.9426	6.90160	1.42726	0.51932	8.38877	8.1748
JARQUE-BERA	15.851	9562.55	102.657	0.0273	4907.70	63.709
PROBABILITY	2.0026	0.000000	000000.	00001.	000000.	000000.
OBSERVATIONS	105.00	178.00	23.00	42.00	75.00	104.00

يستعرض الجدول السابق الإحصاءات الوصفية لمتغيرات الدراسة، وعند الاطلاع على الجدول تبين أن متغيرات الدراسة جميعها مع عوائد مؤشر سوق الجزائر وفرنسا المالي ذات معنوية إحصائية، حسب اختبار (jarque Bera) مما يدل على أن البيانات لا تتبع التوزيع الطبيعي مما يعمل على تعزيز الالتواء (Skewness) والذي يقترب من الصفر، وللتغلب على تلك المشكلة يتم أخذ اللوغارتم الطبيعي (Natural Logarithm) لجميع متغيرات الدراسة، وحيث إن حجم العينة متوسط نسبياً فإن عدم توزيع البيانات بشكل طبيعي لن يؤثر على صحة النموذج .

اختبار استقرار السلاسل الزمنيه :

للتحقق من استقرار السلاسل الزمنيه تم استخدام اختبارات جذر الوحدة (Unit Root Tests)، اختبار ديكي فولر المعدل (Augmented) (ADF Dickey-Fuller)، واختبار فيلبس بيرون (Phillips-Peron)، ومن الجدول التالي الذي يبين نتائج الاختبار، حيث إن القيمة المطلقة للاختبار أكبر من القيمة الحرجة عند مستوى 1% وهذا يعني رفض الفرضية العدمية وقبول الفرضية البديلة أن السلاسل الزمنيه محل الدراسة جميعها مستقره (ساكنه).

جدول رقم (5) نتائج اختبار جذر الوحدة لعوائد مؤشر السوق المالي الجزائري ومتغيرات الاقتصاد الكلي

Variables	ADF Unit Root Test	PP Unit Root	Akaike Information Criterion (AIC)	Durbin- Watson Stat
SMC	-4.01258	-4.72841	-1.1256	1.68556
Um	-2.94908	-7.76448	-4.2568	1.89564
Inf	-3.93785	-18.9532	1.5698	2.65834
R	-4.99763	-7.93637	-3.564	1.98564
GDP	-1.73422	-6.95581	-1.56825	2.50426

جدول رقم (6) نتائج اختبار جذر الوحدة لعوائد مؤشر السوق المالي الفرنسي ومتغيرات الاقتصاد الكلي

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

ومن أجل اختبار الارتباط الذاتي Autocorrelation حيث تم استخدام اختبار (Durbin Watson)، حيث إن النتيجة المثلى تتراوح ما بين (1.5 – 2.5) ويبين الجدول رقم (3- 2) نتائج اختبار ديربون واتسون لكافة المتغيرات والتي تُشير إلى خلو متغيرات الدراسة من الارتباط الذاتي .

اختبار نموذج الدراسة بواسطة نموذج عدم ثبات التباين المشروط (GARCH) :

بناءً على نتائج الاختبارات السابقة والتي أثبتت استقرار جميع السلاسل الزمنيه وخلوها من الارتباط الذاتي، يمكن الاستمرار في اختبار العلاقة من خلال طريقة المربعات الصغرى (OLS) ومنهجية عدم ثبات التباين (GARCH)، كما نعمل على تحديد عدد الرتب لنموذج (GARCH) واعتمادًا على معيار

أكيكي (Akaike) Information Criterion من أجل تحديد النموذج الأمثل، أوضحت نتائج الجدول التالي أن أفضل رتبة يمكن من خلالها الوصول للنموذج الأمثل يكون من خلال النموذج GARCH (1,1) الذي حقق من خلاله أدنى قيمة لمعيار أكيكي وهو(6.56-).

جدول رقم (7) نتائج اختبار نموذج GARCH

نموذج الاختبار	GARCH(1,1)	GARCH(1,2)	GARCH(2,1)	GARCH(2,2)
Akaike Information Criterion (AIC)	-6.56	-6.58	-6.66	-6.75

الجدول رقم (8) نتائج اختبار العلاقة بين متغيرات الاقتصاد الكلي ومؤشر سوق رأس المال الجزائري على طريقة المربعات الصغرى OLS

Dependent Variable : ASER Method : Least Squares Date : 03\11\2024 Time : 19:26 Sample(adjusted) : 2010:2020 Included observations : 78 after adjusting endpoints				
Variable	Coefficient	Std.Error	t-Statistic	Prob
SMC	9.28E-07	2.03560	2.71589	0.0003
Um	0.045056	0.254006	0.265465	0.8564
Inf	-0.254842	0.020035	-4.56902	0.0020
R	-0.456845	0.040260	-2.35450	0.0056
GDP	5.24E-05	0.012350	0.001066	0.5980
R-squared	-0.918407	Mean dependent var	0.01441	
Adjusted R-squared	-1.023525	S.D. dependent var	0.0116	
S.E of regression	0.016501	Akaike info criterion	-5.3088	
Sum squared resid	0.019877	Schwarz criterion	-5.1577	
Log likelihood	212.0444	Durbin-Watson stat	0.53355	

تُشير نتائج الجدول السابق أن النموذج لا يفسر التذبذبات في مؤشرات سوق المال الجزائري وأن معاملات المتغيرات سالبه وذات مستوى دلالة إحصائيه عند مستوى 1% لكل من الرقم القياسي لاجمالى الناتج المحلي والتضخم ومتوسط أسعار الفوائد، وهي كذلك موجبه وذات مستوى دلالة إحصائيه عند مستوى 1% لمؤشرات السوق المالي، أما نتيجة اختبار (DW) تُعزز بوجود ارتباط ذاتي وتُعطي إشارات بوجود ارتباط خطي متعدد Multicollinearity .

جدول رقم (9) نتائج تأثير متغيرات الاقتصاد الكلي محل الدراسة على مؤشر سوق المال الفرنسي باستخدام تقديرات نموذج (11) ARCH (1) GARCH للفتره من 2010:2020

Dependent Variable : ASER Method : ML-ARCH Date : 03\11\2024 Time : 20:22 Sample : 2010:2020 Included observations: 79 Convergence not achieved after 500 iterations				
	Coefficient	STD. Error	z-Statistic	Prob

VM	-9265.373	5264.292	-1.76004	0.0784
SMC	-0.926367	0.50339	-1.83315	0.0668
Um	0.006184	0.187997	-0.03289	0.9738
Inf	3528869	97.67708	3.612791	0.0003
R	5.468563	3.262646	1.676113	0.0937
GDP	1271.459	234.7741	5.41567	0.0784
Variance Equation				
VM	1019825	350711.5	2.907873	0.0668
ARCH(1)	0.75805	0.511903	1.480847	0.9738
GARCH(1)	-0.25640	0.065018	-337267	0.0003
R-squared	0.805862	Mean dependent var		0.0937
Adjusted R-squared	0.78054	S.D dependent var		0.0036
S.E. of regression	1395.963	Akaike info criterion		0.1386
Sum squared resid	1.34008	Schwarz criterion		0.0007
Log likelihood	-659.807	F- statistic		2605.988
Durbin- Watson stat	0.805862	Prob (F- statistic)		2979.863

من خلال الجدول السابق تُشير نتائج ARCH (1) إلى عدم رفض الفرضية العدمية القائلة بأن الأخطاء العشوائية موزعه توزيعا طبيعيًا في النموذج محل التقدير, أما نتيجة النموذج GARCH (1,1) حيث كان المعامل للنموذج ذو إشارة سالبة ولكنه ذو مستوى دلالة إحصائيه عند مستوى1% مما يدل على نموذج GARCH (1,1) هو المناسب لتقدير نموذج الدراسة حيث عزز ذلك ارتفاع القوه التفسيرية لمعامل التحديد R2 حيث أصبح يساوي 0.80، كذلك يمكن اختبار استقرار النموذج GARCH (1,1) باستخدام الصيغة التالية : ($\alpha_1 + \beta_1 < 1$) حيث إشارة النتيجة إلى: 0,539 = (0.219)+0.758 وهو أقل من واحد صحيح مما تُشير هذه النتيجة بأنه هو النموذج ملائم للدراسة وهذا يؤدي إلى الاستنتاج بأن تنبؤات التباين المشروط للنموذج مستقره .

إن نتائج الدراسة التي بنيت على تقدير نموذج GARCH (11) تُشير إلى أن عرض النقد بمفهومه الواسعR له تأثير سلبي على مؤشر سوق فرنسا المالي وقيمة المعامل (5.468563) وهذه النتيجة متوافقه مع دراسة (Wongbangpo, P. and Sharma, S.C، 2022) ، ويمكن تفسير ذلك إلى أن زيادة معدل الفائدة له تأثير سلبي من حيث زيادة الحد الأدنى لمعدل عائدات السوق المالي من خلال أسعار الأسهم بالتالي انخفاض أسعار الأسهم. كما بينت النتائج وجود علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائيه عند مستوى 1% ما بين الرقم القياسي لأسعار المستهلك (التضخم) وعوائد مؤشر سوق المال الفرنسي ، حيث يكون التفسير لهذه النتيجة أن أصحاب الأسهم يلجأون للتخلص من آثار التضخم وتوجيه أموالهم نحو الأسواق المالية، والسبب في ذلك أن أسعار الأوراق المالية تعكس القيمة الحقيقية لرأس المال المستثمر في هذه الأوراق، والذي يتغير مع التغير الحاصل في معدلات التضخم، مما يؤدي إلى زيادة عمليات التداول في الأسواق المالية.

وكذلك بينت النتائج أن هناك علاقة إيجابية ذات مستوى دلالة إحصائيه عند مستوى 1% ما بين الناتج المحلى الاجمالى (GDP) ومؤشرات سوق المال الفرنسي ، حيث إن الدراسات في هذا الاتجاه قليله. وقد أثبتت الدراسة أن هناك علاقة سلبيه وذات مستوى دلاله إحصائيه ما بين الوسط المرجح لسعر الفائدة وعوائد مؤشر سوق المال الفرنسي، وهذا ما أثبتته دراسات كثيرة (Al-Sharkas, A.، 2004، الصفحات 97-114) وغيرهم , وقد بينت الدراسة وجود علاقة داله إحصائيا ما بين معدل البطالة وعوائد مؤشر سوق المال الفرنسي ، وهذه النتيجة مخالفه للعديد من الدراسات مثل دراسة. (Al-Sharkas, A.، 2004)

توصيات الدراسة :

- التوجه من فكرة زيادة الانفاق العام الى فكرة الاستغلال الامثل والاقتصادي، وخفض معدل البطالة مما ينعكس على جذب الاستثمار المباشر لتجنب ارتفاع المستوى العام (التضخم)، والذي يعمل على زيادة الاستثمار مما ينعكس على مؤشرات أسهم سوق المال .
- التوجه نحو زيادة حجم الانفاق في مجال الاستثمار لصالح البنى التحتية، لينعكس ذلك على قاعدة زيادة الشركات العاملة فى الاسواق المالية سواء كانت محلية ام اجنبية.
- تطبيق سياسة اقتصادية كمية تستهدف نمو الناتج المحلى الاجمالي، لتنعكس اثارها في خفض معدل البطالة عن طريق سياسة مالية ونقدية مستقرة تساعد على تدفق الاستثمارات.
- العمل الجاد والمستمر لتوفير بيئة عمل تحث على خفض معدل التضخم وتعمل على تصدير الناتج المحلى مما يعمل على زيادة مؤشرات اسهم أسوق المال.
- ضرورة إنشاء مراكز استشاريه متخصصه داخل الاسواق المالية تتيح الحصول على كافة المعلومات المتوفرة عن مؤشرات أسهم السوق المالي، وكذلك كافة إجراءات السياسة النقدية.
- تعميق الوعي لدى المستثمرين من خلال الخطط المستقبلية التى تتبعها الدولة لزيادة الناتج المحلي الاجمالي وخفض معدل الفائدة والبطالة والتضخم لتشجيع الاستثمار، حيث يؤدي إلى زيادة فعاليه وكفاءة أسواق المال الجزائرية .
- استخدام أساليب إحصائيه قياسيه أخرى من أجل اختبار العلاقة ما بين عوائد السوق المالي وكافة المتغيرات الاقتصادية الكلية الأخرى من أجل تعزيز نتائج الدراسات السابقة .

المراجع :

– راشدة عزيرو. (2022/2021). مطبوعة في مادة المؤسسة والأسواق المالية، لطلبة السنة الثالثة ليسانس ادارة ومالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة ابن خلدون، تيارت، الجزائر.

– زين الدين حماشي. (2022/2021). مطبوعة في الاقتصاد الكلي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة سطيف1، الجزائر.

– مداحي محمد. (2018/2017). محاضرات في الاسواق المالية، لطلبة الماستر في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة آكلي محند أولحاج، البويرة، الجزائر.

رانيا الشيخ طه. (2021). التضخم أسبابه، أثاره، وسبل معالجته، سلسلة كتيبات تعريفية، العدد 18، صندوق النقد العربي.

- بلعيدي محمد. (2021/2020). محاضرات في مقياس الأسواق المالية، تخصص اقتصاد نقدي وبنكي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قسنطينة 2 عبد الحميد مهري، الجزائر.

- النجار جميل. (2022). "قياس أثر متغيرات الاقتصاد الكلي على عوائد مؤشرات السوق المالي: دليل من فلسطين"، فلسطين: مجلة جامعة النجاح للابحاث (العلوم الإنسانية) المجلد 36(1) .

العلوي، د.، &بن معتوق، ع. (2023 .(كيف يمكن أن يؤثر عدم اليقين بشأن السياسة الاقتصادية على سوق الأسهم الفرنسي في بيئة غنية بالبيانات؟ المجلة الفرنسية للاقتصاد المالي .(AEFR) تم استرجاعه من

https://www.aefr.eu/en/article/4101-comment-l-incertitude-a-l-egard-de-la-politique-economique-peut-elle-affecter-le-marche-boursier-francais-dans-un-environnement-riche-en-donnees

- Erfan M. Bhuiyan; Murshed Chowdhury (2020). "Macroeconomic Variables and Stock Market Indices: Asymmetric Dynamics in The US And Canada", The Quarterly Review of Economics and Finance, vol77, PP 62-74, August 2022.

- Ahmet Ozcan (2012). "The Relationship Between Macroeconomic Variables and ISE Industry Index", nternational Journal of Economics and Financial Issues, Vol. 2, No. 2, pp.184-189.

- Wongbangpo, P. and Sharma, S.C. (2002) Stock Market and Macroeconomic Fundamental Dynamic Interactions: ASEAN-5 Countries. Journal of Asian Economics, 13, 27-51.

- Al-Sharkas, A. (2004). "The Dynamic Relationship between Macroeconomic Factors and the Jordanian Stock Market", International Journal of Applied Econometrics and Quantitative Studies, 1-1, 97-114.

–Banque de France. (**2024**). *Macroeconomic forecasting using filtered signals from the stock market cross-section (Working Paper No. 921).* Banque de France.