



أثر العمق المالى والنمو الاقتصادى على علاوة مخاطر الأسهم : دراسة تطبيقية لمجموعة مختارة من الدول النامية والمتقدمة

إعداد

د. إيمان خيرى السيد إبراهيم

مدرس الاقتصاد

كلية التجارة - جامعة الزقازيق

emankk1987@gmail.com

د. السيد شحنة أبوالعزم منصور

مدرس الاقتصاد

كلية التجارة - جامعة الزقازيق

elsayedaboelazm88@gmail.com

مجلة البحوث التجارية - كلية التجارة جامعة الزقازيق

المجلد السابع والأربعون - العدد الرابع أكتوبر 2025

رابط المجلة: <https://zcom.journals.ekb.eq/>

أثر العمق المالى والنمو الاقتصادى على علاوة مخاطر الأسهم :دراسة تطبيقية لمجموعة مختارة من الدول النامية والمتقدمة

الملخص

تهدف الدراسة إلى إستكشاف العلاقة بين العمق المالى والنمو الاقتصادى وعلاوة مخاطر الأسهم فى 20 دولة نامية ومتقدمة خلال الفترة (2001 – 2023) ، وتوضيح ما إذا كان زيادة مستوى العمق المالى ومعدلات النمو الاقتصادى تُخفض من علاوة مخاطر الأسهم فى الدول محل الدراسة ، وقد تم إختيار هذه الدول لعدة أسباب منها :i) مدى توافر البيانات فى تلك الدول خاصة بيانات العمق المالى وعلاوة مخاطر الأسهم ومعرفة مدى واقع الأسواق الناشئة والى تتأثر بالتقلبات الاقتصادية والسياسية ،ii) وإختلاف وتباين مستويات العمق المالى والنمو الاقتصادى بين الدول النامية والمتقدمة ، مما يساعد فى إستكشاف العلاقة بين تطور مستويات العمق المالى والنمو الاقتصادى وكذلك مخاطر الإستثمار ،iii) وأخيراً التنوع الجغرافى والاقتصادى فى عينة الدراسة ، وإختيار فرضيات الدراسة فى بيانات مختلفة مما يتيح عمل مقارنة منهجية بين الدول النامية والمتقدمة ، ولتحقيق هذا الهدف تم إستخدام نموذج الآثار الثابتة (Fixed Effects Model (FEM ، ويتضح وجود تأثير سلبى وذا دلالة إحصائية قوية للعمق المالى والنمو الاقتصادى على علاوة مخاطر الأسهم ،وتوصى الدراسة بضرورة صياغة إستراتيجيات مناسبة للتخفيف من الآثار السلبية الناجمة عن ضعف القطاع المالى ، والسعى وراء الابتكار المالى وإستكشاف كيفية مساهمة تعميق القطاع المالى فى تخصيص الموارد بكفاءة ، وتركيز الجهود والبرامج التنموية الحكومية المختلفة على تعزيز النمو الاقتصادى وضمان إنخفاض التضخم وإستقرار أسعار الصرف والحد من تقلبات أسعار النفط فكل منهما له دور جوهري لمعالجة مشكلة إرتفاع علاوة مخاطر الأسهم.

الكلمات الدالة: العمق المالى ، النمو الاقتصادى ، علاوة مخاطر الأسهم ،الدول النامية ، الدول المتقدمة.

1. المقدمة

تمثل حجم ومصادر علاوة المخاطر جدل كبير في مجال الاقتصاد المالي، حيث يعتمد نمو أسواق الأسهم مؤخراً على حجم المخاطرة التي يتوقع ويرغب المستثمرون في تحملها، وتُعرف علاوة مخاطر الأسهم (Equity Risk Premium (ERP) بالعائد الإضافي الذي يوفره الإستثمار في سوق الأسهم مقارنةً بسعر خالٍ من المخاطر في سوق السندات مثلاً، حيث يُعوّض هذا العائد الإضافي المستثمرين عن تحملهم مخاطر أعلى نسبياً في الاستثمار في الأسهم، ويختلف حجم العلاوة ويعتمد على مستوى المخاطر في محفظة إستثمارية معينة كما يتغير بمرور الوقت مع تقلبات مخاطر السوق، ونجد أن تقلبات أسواق الأسهم تتأثر بشكل كبير بالتغيرات التي تحدث في المتغيرات الاقتصادية الكلية على المدى البعيد مثل العمق المالي والنمو الاقتصادي والتضخم وسعر الصرف وأسعار النفط ... إلخ، وتُعد علاوة مخاطر الأسهم - العائد المتوقع على الأسهم الذي يتجاوز معدل العائد الخالي من المخاطر - آلية في تسعير الأصول ومؤشر للنشاط الاقتصادي ومحدد لتكلفة رأس المال للشركات وقرارات الإدخار للأفراد وخطط الموازنة الحكومية وتعمل كمؤشر رئيس لتطور الاقتصاد وتفسير محتمل للحد من البطالة ومقياس للاستقرار المالي (Duarte and Rose, 2015).

وتعتبر دراسة Fama (1981) النواة الأساسية لدراسة العلاقة بين أسواق الأسهم والمتغيرات الاقتصادية الكلية، ثم دراسة Chen, Rose and Roll (1986) والتي أدخلت الإنتاج الصناعي وتوسعت به مع تغيرات علاوة المخاطر والتضخم في تأثيرهم على عوائد الأسهم في سوق الأسهم الأمريكية، ثم افترض (Shanken (1990), Fama and French (1992) أن المتغيرات الاقتصادية الكلية ترتبط ارتباطاً وثيقاً بالتغيرات في علاوة المخاطر في الأسواق المالية.

ويُقصد بالعمق المالي (Financial Depth (FD) قدرة الفرد أو المؤسسة على الوصول إلى الخدمات المالية بسهولة من خلال مؤسسات مالية (وسطاء ماليين) متطورة وكفاء وقادرة على تقديم الخدمات المالية بتكلفة منخفضة وعائدات مستدامة وتنوع في الأدوات المالية المختلفة وسهولة الوصول إلى التمويل وزيادة حجم رأس المال السوقي (Garba, 2014)، ويساهم القطاع المالي المتطور ممثل في المؤسسات المالية أو الوسطاء الماليين في تحفيز النمو الاقتصادي من خلال توجيه المدخرات إلى إستثمارات مُنتجة ومُربحة، كما يُعزز الابتكار التكنولوجي وإتاحة المعلومات وتقليل تكلفتها مما يؤدي

إلى تخصيص أفضل لرأس المال وتقليل تكلفة حوكمة الشركات وبالتالي تخفيض علاوة مخاطر الأسهم في الأسواق المالية (Guru et al. (2019).

وتمت مناقشة العلاقة بين التطور المالي والعمق المالي من ناحية والنمو الاقتصادي من ناحية أخرى لأول مرة من قبل (Bagehot. (1873) and Schumpeter. (1911) ، ثم توسعت بعد ذلك الدراسات الأخرى والتي أجراها Goldsmith. (1969), McKinnon. (1973) and Shaw. (1973) ، مما يجعل العلاقة بين العمق المالي والنمو الاقتصادي وكذلك علاوة مخاطر الأسهم ضرورية لتوضيح نظرة بعيدة المدى عن الإصلاحات التي يجب توافرها لتطوير القطاع المالي وخاصة في الدول النامية لاسيما عندما لا يتم تطوير المؤسسات المالية بشكل كافٍ ، كما أن مستوى التنمية والتطور في الأسواق المالية يوضح سبب نمو الدول بمعدلات مختلفة (Akbas. (2015).

وعلى الرغم من التطور الكمي والكيفي للقطاع المصرفي والمالي في الدول المتقدمة والنامية وخاصة في مصر ، فعلى سبيل المثال نجد أنه على مدار العقد الماضي حققت الأسواق النامية تقدماً ملحوظاً في مجال التنمية المالية ووفقاً (World Bank. (2024) شهدت الأنظمة المالية العالمية نمواً ثابتاً ، حيث إرتفع عرض النقود بمعناه الواسع (GDP %) عالمياً من 106% عام 2010 إلى 138% عام 2023 في المتوسط مما يوضح زيادة السيولة النقدية مقارنةً بالنواتج الاقتصادي . وبالمثل إرتفع الإلتئمان المحلي المقدم للقطاع الخاص عالمياً ليصل إلى 147% (GDP %) عام 2023 مقارنةً بـ 118% عام 2010 ، وتعكس هذه المؤشرات العمق المالي المتزايد للأنظمة المالية في جميع أنحاء العالم حيث تلعب المؤسسات المالية والأسواق دوراً متزايد الأهمية في دعم النمو الاقتصادي والأسواق المالية . بينما نجد أنه في الأسواق النامية تعكس هذه الاتجاهات هذا التقدم العالمي ، فمثلاً بين عامي 2010 و 2021 إرتفع عرض النقد بمعناه الواسع من 107.92% إلى 143.50% (GDP %) ، بينما توسع الإلتئمان المحلي المقدم للقطاع الخاص من 119.85% إلى 144.14% (GDP %) ، وتعكس هذه التطورات تحسناً في قدرة الأنظمة المالية على تعبئة الموارد وتسهيل الاستثمارات ودعم الأنشطة الاقتصادية . ومع ذلك تكشف هذه المؤشرات إختلافات وتفاوتات كبيرة ومختلفة للعمق المالي بين الدول حيث تتقدم بعض الدول بدرجة أسرع من غيرها ، وبالتالي وعلى الرغم من التطور السابق ذكره فإن اقتصادات الدول عموماً والنامية منها وبالأخص مصر لاتزال تُعاني من مشكلات كبيرة بالقطاع

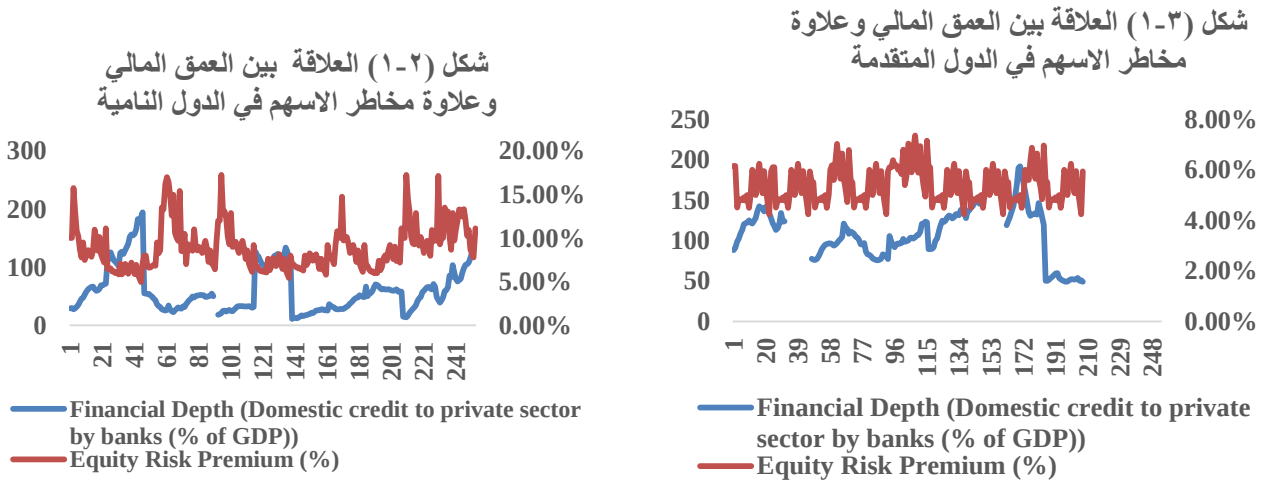
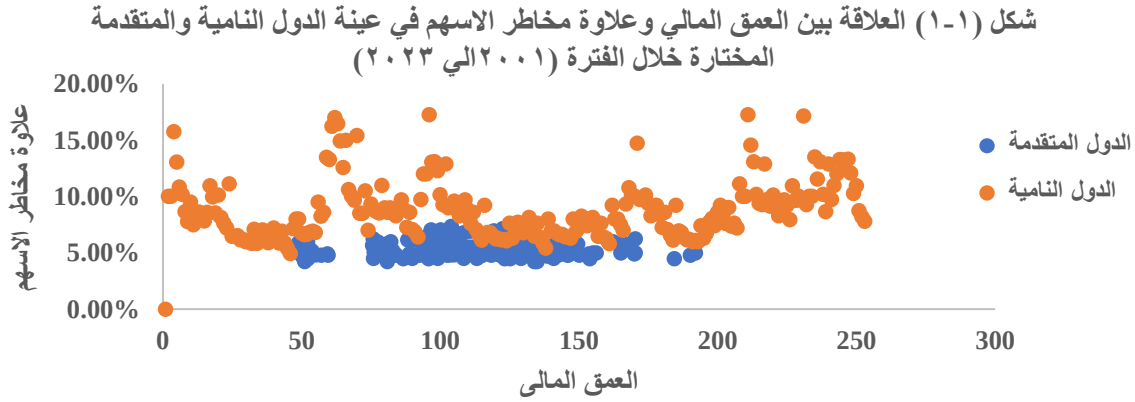
المالى والمصرفى ومنها : إستمرار وجود فجوة الموارد المحلية وبالتالي ضعف القدرة على تحفيز وتعزيز النمو الاقتصادى وتحقيق معدلات التنمية المرجوة ،كما أن ضعف قدرة الأسواق المالية على التطوير وتوفير المعلومات بشكل كبير مما يؤدى إلى قلة السيولة مما يزيد الخطر على المستثمرين (زيادة مخاطر علاوة الأسهم). وبالتالي نجد أن مشكلة الدراسة تتمثل فى التساؤل التالى :هل زيادة مستوى العمق المالى ومعدلات النمو الاقتصادى تُخفض من علاوة مخاطر الأسهم فى الدول محل الدراسة؟ .

يمكن القول بأن الدول التى بها درجة كبيرة من العمق المالى يزداد بها فرص الاستثمار وتتحسن كفاءة السوق وتزداد ثقة المستثمرين ومعدلات تكوين رأس المال وتتنوع المخاطر بسهولة كبيرة ،ومع ذلك فمن الممكن أن يكون ذلك الإستنتاج صحيحاً بالنسبة للدول المتقدمة وغير صحيحاً بالنسبة للدول النامية ومنها مصر ،بالإضافة إلى قلة الدراسات التجريبية عن كيفية تأثير العمق المالى على علاوة مخاطر الأسهم بإستثناء دراسة (Ogbulu et al. (2014) and Wong et al. (2024) ، ونتيجة لذلك فإن الهدف من هذه الدراسة هو معالجة هذه الفجوة الكبيرة من خلال دراسة وإستكشاف العلاقة المحتملة بين العمق المالى والنمو الاقتصادى وعلاوة مخاطر الأسهم فى بعض الدول النامية والمتقدمة ومقارنتها بمصر.

وتلعب علاوة مخاطر الأسهم دوراً رئيسياً فى مختلف التطبيقات المالية ، حيث تؤثر على قرارات المستثمرين ومديرى المحافظ المالية ومحلى الأسهم وبالتالي يُعد فهم العوامل التى تُحرك هذه العلاوة أمراً ضرورياً لإستراتيجيات إستثمارية مدروسة (Krismiaji, et al. (2024) . وتُعد الدراسات المتعلقة بعلاوة مخاطر الأسهم فى الدول النامية محدودة وكذلك دراسات تأثير العمق المالى والنمو الاقتصادى ،وبالتالى تنبع أهمية هذه الدراسة من توضيح تأثير العمق المالى والنمو الاقتصادى على علاوة مخاطر الأسهم.

وبتتبع تطور كل من مؤشرات العمق المالى والنمو الاقتصادى وعلاوة مخاطر الاسهم خلال فترة الدراسة فى عينة الدول النامية والدول المتقدمة المختارة من خلال الشكلىين رقم (1) ، (2):

شكل رقم (1) العلاقة بين العمق المالي وعلاوة مخاطر الاسهم في الدول النامية والمتقدمة خلال فترة الدراسة

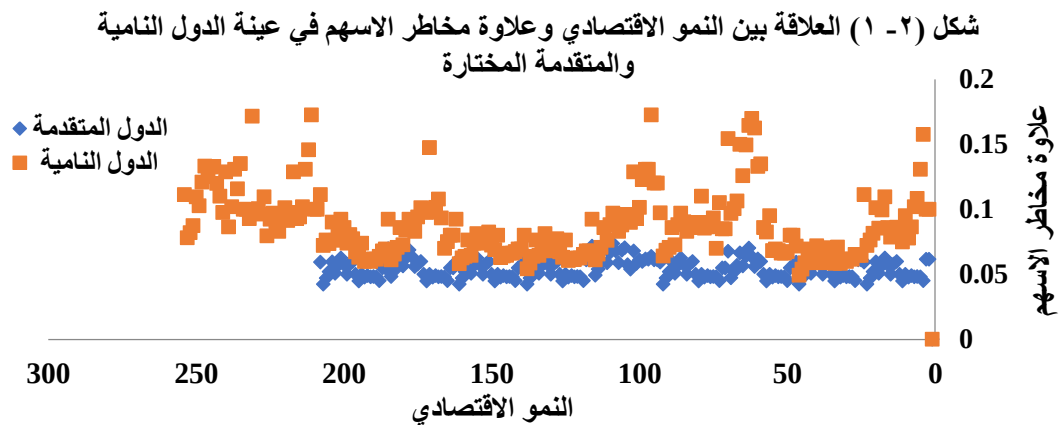


المصدر: من قبل المؤلفين بالإعتماد على قواعد البيانات العالمية، سنوات مختلفة.

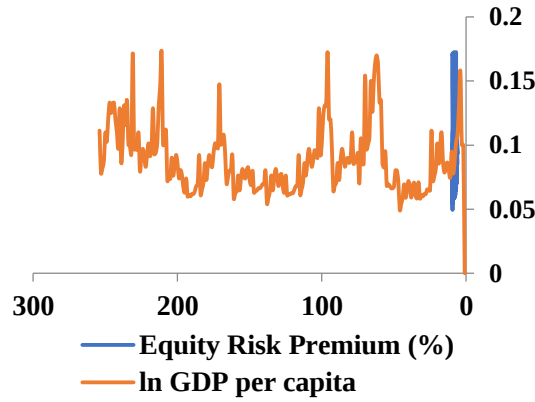
يضم الشكل رقم (1) عدة أشكال توضح العلاقة بين تطور العمق المالي وعلاوة مخاطر الاسهم في عينة الدول النامية والمتقدمة المختارة خلال الفترة (2001 - 2023) ، وبالنظر للشكل رقم (1-1) والذي يوضح العلاقة بين العمق المالي ممثلاً في الإئتمان المحلي الممنوح للقطاع الخاص كنسبة من الناتج المحلي الإجمالي ، وعلاوة مخاطر الأسهم في عينة من الدول النامية والمتقدمة ، ونلاحظ أن الدول المتقدمة تتميز بمستويات مرتفعة من العمق المالي ويقابلها مستويات منخفضة نسبياً من علاوة المخاطر ، مما يعكس كفاءة أكبر للأسواق المالية وقدرتها على الحد من المخاطر الاستثمارية

فى الدول المتقدمة .وعلى النقيض ، تُظهر الدول النامية مستويات مختلفة من العمق المالى ، وغالباً ما تقترن المستويات المنخفضة منه بارتفاع واضح فى علاوة مخاطر الأسهم ، مما يدل على وجود علاقة عكسية بين المتغيرين . وعليه يمكن القول بأن تطوير النظام المالى يمكن أن يسهم فى خفض علاوة مخاطر الأسهم خاصة فى الاقتصادات النامية . بينما الشكلين (1-2) و(1-3) على التوالى وكل منهما يوضحان العلاقة بين المتغيرين فى الدول النامية والدول المتقدمة كلا على حده ، وحيث يبين الشكل (1-2) وجود تذبذب واضح فى مؤشر العمق المالى مقارنة بإستقرار نسبى فى علاوة مخاطر الأسهم ،كما تُظهر بعض الفترات إتجاهاً عكسياً بين المتغيرين حيث يرتبط إنخفاض العمق المالى بارتفاع علاوة المخاطر مما يعكس زيادة إدراك المستثمرين للمخاطر فى ظل ضعف التمويل المصرفى . ويتبين من الشكل (1-3) أن العمق المالى يحافظ على مستويات مرتفعة نسبياً خلال معظم الفترة ، مما يعكس التطور المؤسسى والهيكلى للقطاع المصرفى فى الدول المتقدمة ، مع ملاحظة حدوث إنخفاض حاد خلال فترة الازمة المالية العالمية . وفى المقابل ، تُظهر علاوة مخاطر الأسهم استقراراً نسبياً فى نطاق ضيق يتراوح بين 3% و6% ، ما يعكس قدرة الأسواق المالية المتقدمة على الحد من التقلبات فى تقييم المخاطر.

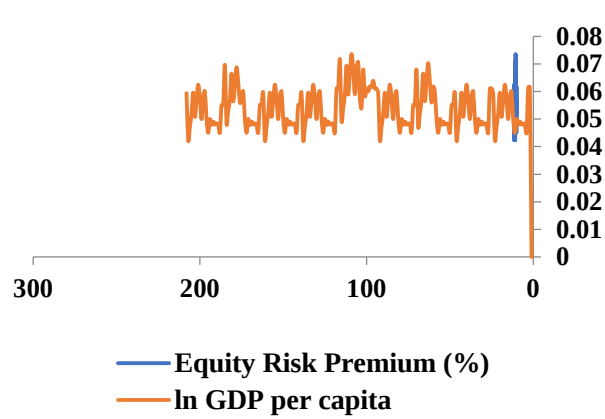
شكل (2) العلاقة بين النمو الاقتصادي وعلاوة مخاطر الاسهم فى عينة الدول النامية والمتقدمة خلال الفترة (2001 الي 2023)



شكل (2-3) العلاقة بين النمو الاقتصادي وعلاوة مخاطر الاسهم في الدول النامية



شكل (2-2) العلاقة بين النمو الاقتصادي وعلاوة مخاطر الاسهم في الدول المتقدمة



المصدر: من قبل المؤلفين بالإعتماد على قواعد البيانات العالمية، سنوات مختلفة.

ويضم الشكل رقم (2) عدة أشكال توضح العلاقة بين تطور النمو الاقتصادي وعلاوة مخاطر الاسهم في الدول النامية والمتقدمة المختارة خلال فترة الدراسة ، وبالنظر إلى الشكل رقم (2-1) والذي يوضح العلاقة بين النمو الاقتصادي ممثلاً بمتوسط نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي ، وعلاوة مخاطر الأسهم في كل من الدول المتقدمة والنامية ، ويلاحظ أن الدول المتقدمة تتميز بنطاق ضيق للتقلبات في مؤشر النمو الاقتصادي وعلاوة المخاطر حيث تتحرك الأخيرة غالباً بين 3% و 6% مما يعكس استقراراً نسبياً للأسواق المالية وقدرتها على إمتصاص الصدمات الاقتصادية. أما في الدول النامية ، فيتسم مؤشر النمو الاقتصادي بمدى أوسع من التفاوتات وذلك مع مستويات أعلى لعلاوة المخاطر قد تتجاوز 10% في بعض الفترات ، مما يعكس إرتفاع درجة عدم اليقين والمخاطر في الدول النامية . وهذا ما وجدناه في كل من الشكلين (2-2) ، (2-3) على التوالي حيث تشير المقارنة بين الشكلين إلى أن العلاقة العكسية بين مؤشر النمو الاقتصادي وعلاوة المخاطر تبدو أكثر وضوحاً في الدول النامية حيث يؤدي تباطؤ مؤشر النمو إلى إرتفاع ملحوظ في علاوة المخاطر بينما تكون هذه العلاقة أضعف وأقل حدة في الدول المتقدمة.

وفي هذا السياق تَنظَم بقية الورقة من خلال عرض الدراسات السابقة والفروض الخاصة بالورقة البحثية ، ثم يليها المنهجية المستخدمة، بما فيها شرحاً للنموذج والمتغيرات والبيانات المستخدمة ومصادرها والاختبارات الإقتيائية ، ثم عرض لتحليل النتائج وتفسيرها ، وأخيراً تختتم الورقة البحثية بالاستنتاجات وإنعكاساتها على السياسات الاقتصادية.

2. الأدبيات السابقة

تطورت وسائل الدفع والوساطة المالية ودورها الفعال في توفير التمويل اللازم لدفع وتحفيز النمو الاقتصادي خلال أواخر القرن التاسع عشر كما أوضح Bagehot. (1873) ، ومن بعده Schumpeter. (1911) والذي توصل لدور الوساطة المالية في التنمية الاقتصادية من خلال تعبئة المدخرات وتقييم المشروعات وإدارة المخاطر وتيسير المعاملات ودور ذلك في الإبتكار التكنولوجي ، ثم أشار Keynes. (1930) إلى دور البنوك في توظيف الطاقات الإنتاجية وإتاحة كل التيسيرات اللازمة للتوظيف الكامل للطاقات الإنتاجية في المجتمع ، وتأكيد ذلك على العلاقة بين التنمية المالية والنمو الاقتصادي حيث إن التنمية المالية تتبع النمو وأن المشروعات تفقد وترشد التدفقات التمويلية.

وبالنظر إلى الدراسات التي أظهرت العلاقة بين المتغيرات الكلية (التضخم والنمو الاقتصادي) وعلاوة مخاطر الأسهم نجد أن : دراسة Arnott and Beinstein. (2002) والتي أشارت إلى أن العوامل الاقتصادية الكلية مثل التضخم ومعدلات النمو كان لها تأثير كبير على قيمة علاوة المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة 1802-2002 ، وبالمثل أوضح كل من Chen et al. (2011) Neely et al. (1986) أن معدل التضخم له علاقة قوية بالتغيرات في علاوة مخاطر الأسهم ، بالإضافة إلى ذلك إستخدم Lettan et al. (2006) مصطلح "المخاطرة الاقتصادية الكلية" وهي تقلب يحدث في الاقتصاد الكلي في دراستهم حول علاوة مخاطر الأسهم ووجدوا أن التغيرات في الناتج المحلي الإجمالي هي العامل الأكثر هيمنة على لاقتصاد المؤثر على علاوة المخاطر في سوق الأسهم ، ووفقاً Kizys and Spencer. (2007) يُمكن للسندات الحكومية طويلة الأجل أن تُفسر تصورات المستثمرين للتضخم بشكل أوضح بكثير من أسعار الفائدة قصيرة الأجل وأن للتضخم تأثيراً أكبر على الإستثمار في الفترة طويلة الأجل عنه في الفترة قصيرة الأجل ، بينما أظهرت دراسة

(2009) Humpe and Macmillan. - والتي طُبقت على سوق الأسهم الأمريكية واليابانية - وجود علاقة إيجابية بين عوائد الأسهم والإنتاج الصناعي، وعلاقة سلبية مع التضخم وأسعار الفائدة، ومع ذلك وُجد أن الأسهم اليابانية مرتبطة سلباً بالمعروض النقدي بينما لم تُظهر الأسهم الأمريكية أي علاقة ذات دلالة إحصائية.

ويؤكد (1979) Modigliani and Cohn على أن انخفاض قيم الأسهم أواخر سبعينيات القرن الماضي راجع إلى عدم إتساق المستثمرين في إدارة التضخم فيما يتعلق باستثماراتهم، وأوضح (1983) Benninga and Protopapadakis بأن التضخم لا يحدد علاوة مخاطر الأسهم فقط بل يحدد درجة عدم اليقين المحيط به مما يؤدي إلى زيادة علاوة عدم اليقين التضخمية في المعدل الخالي من المخاطر،، بينما أكد (2003) Brandt and Wang على أن أقساط مخاطر الأسهم إلى ترتفع بارتفاع التضخم عن المتوقع وتنخفض مع انخفاضه ويمكن أن يلعب السلوك البشري واللاعقلانية دوراً حاسماً في تحديد أقساط مخاطر الأسهم، وألقى كل من Ramaprasad et al. (2011) and Karthik et al. (2011) الضوء على التأثير الكبير للتضخم على علاوة مخاطر الأسهم، حيث يعتمد المستثمرون على علاوة مخاطر أسهم أعلى (علاوة مخاطر التضخم) لمواجهة مستويات التضخم المرتفعة مستقبلاً وزيادة عدم اليقين، بالإضافة إلى ذلك توصل Damodaran. (2022) وجود علاقة إيجابية بين أقساط مخاطر الأسهم والتضخم أي أن انخفاض أقساط مخاطر الأسهم إلى ارتفاع أسعار الأسهم، بينما يؤدي ارتفاع التضخم إلى إحداث آثار سلبية على الأسهم.

وقد أكد (2003) Stock and Watson, (2022) Damodaran. and Møller et al. وبإستخدامهم نموذج تسعير الأصول القائم على الاستهلاك (CCAPM) والذي يشير إلى أن التغيرات في نمو الناتج المحلي الإجمالي والنشاط الاقتصادي يمكن أن تؤثر على أنماط إستهلاك المستثمرين مما يؤثر بدوره على قراراتهم الاستثمارية وتفضيلاتهم للمخاطر وبالتالي على علاوة مخاطر الأسهم.

وإستناداً إلى نظرية الوساطة المالية (1997) Allen and Santomero. يُمكن للعمق المالي أن يؤثر على علاوة مخاطر الأسهم من خلال تعزيز الوصول إلى المعلومات بالكم وفي الوقت المناسبين وخفض تكاليف المعاملات وتحسين فرص تنويع المخاطر وتعزيز سيولة السوق وتوفير

أدوات ممتازة لإدارة المخاطر وتعزيز حماية المستثمرين ، وهذه العوامل مجتمعة تُسهم بشكل كفاء فى النظام المالى ومرونته مما قد يؤدى إلى إنخفاض علاوة مخاطر الأسهم ،وعلى الرغم من الأسس النظرية الموجودة إلا أنه لا تزال الدراسات التجريبية حول تأثير العمق المالى على علاوة مخاطر الأسهم محدودة ، بإستثناء دراسة Ogbulu et al. (2014) والتي طُبقت على نيجيريا حيث تدعم وجود علاقة سلبية بين العمق المالى وعلاوة مخاطر الأسهم ،وكذلك دراسة Wong et al. (2024) فى ماليزيا خلال الفترة (2009-2023) والتي أظهرت أن النمو الاقتصادى والعمق المالى لهما تأثير سلبى على علاوة مخاطر الأسهم فى ماليزيا على المدى الطويل.

وبالنظر إلى الدراسات التى بحثت العلاقة بين أسعار الصرف وعلاوة مخاطر الأسهم نجد أن : استلهمت فرضية الدراسة من ثلاثة نماذج رئيسية لتسعير الأصول الدولية: نموذج Solnik. (1974) والذى نقحه Sercu. (1980) ،ونموذج Grauer et al. (1976) ،ونموذج Adler and Dumas. (1983) ويفترض نموذج تسعير الأصول الدولية أن تحركات أسعار الصرف يمكن أن تؤثر على علاوة المخاطر التى يطلبها المستثمرون فى الأصول الأجنبية ، ويمكن أن تؤثر التغيرات فى أسعار الصرف على العوائد المتوقعة والمخاطر المرتبطة بالإستثمارات الأجنبية مما يؤثر على علاوة مخاطر الأسهم وعلى سبيل المثال، إذا إنخفضت قيمة عملة دولة ما مقارنةً بعملة المستثمر المحلية فقد يحتاج المستثمرون إلى علاوة مخاطر أعلى للتعويض عن زيادة مخاطر سعر الصرف مما يؤدي إلى زيادة معدل العائد على الاستثمار ،بينما دراسة Vassalou. (2000) والتى إستخدمت أقساط مخاطر سعر الصرف فى عينة مقطعية لـ 10 دول متقدمة بإستخدام نماذج تسعير الأصول الدولية والتى توضح عوائد الأسهم وتأثير علاوة مخاطر سعر الصرف عليها ، وتوصلت إلى أن علاوة مخاطر سعر الصرف لعبت دوراً حاسماً فى تفسير الإختلافات فى متوسط العوائد داخل الدول مما يؤكد على أهمية حماية المستثمرين من مخاطر سعر الصرف ، كما أوضح Ogbulu. (2009) طبيعة العلاقة الديناميكية بين تغيرات سعر الصرف الأجنبى وأسعار الأسهم فى سوق الأسهم النيجيرية بإستخدام تقنيات التكامل المشترك ونموذج تصحيح الخطأ وإختبار السببية لـ Granger خلال الفترة (1985-2008) توصلت الدراسة إلى وجود علاقة طويلة الأجل إيجابية وذات دلالة إحصائية بين أسعار الصرف الأجنبى وأسعار الأسهم فى نيجيريا كما أن العلاقة بينهم إحادية الإتجاه تبدأ من أسعار

الصرف الأجنبي إلى أسعار الأسهم. علاوة على ذلك قام كل من Karolyi and Wu. (2021) بتوسيع نطاق تحليلهما ليشمل الأسواق الناشئة عند التحقق من صحة نماذج تسعير الأصول الدولية، حيث توصلوا إلى ضرورة إدراج مخاطر العملات في تسعير أسواق الأسهم الدولية وخاصةً مخاطر التجارة المحمولة، بينما أكد Bonga-Bonga and Mpoha. (2025) أنه بخلاف الدراسات السابقة التي توصلت إلى أن مخاطر أسعار الصرف لا تُسعر بالضرورة في سوق الأسهم بسبب التحوط، تُخلص هذه الدراسة إلى أن مخاطر أسعار الصرف تُسعر بالفعل في كل من أسواق الأسهم الأفريقية والمتقدمة بدرجات متفاوتة، حيث يتطلب سوق الأسهم الأفريقي علاوة أعلى مقارنةً بسوق الأسهم الدول المتقدمة.

ويُعتبر Hamilton. (1983) من أوائل من تكلم عن مفهوم صدمة أسعار النفط، والذي يعبر عن أن إرتفاع أسعار النفط يمكن أن يزيد من تكاليف الإنتاج للشركات مما يؤدي إلى إنخفاض هوامش الربح لديها وإنخفاض أرباحها وربما إنخفاض أسعار الأسهم، وترفع هذه التكاليف المتزايدة للإنتاج من مستوى المخاطرة الإجمالي للإستثمار في هذه الشركات مما يؤدي إلى إرتفاع علاوة مخاطر الأسهم، ومتسقاً مع ذلك كشف Broadstock et al. (2012) أن أسعار النفط في طوكيو وكوريا وتايوان تؤثر إيجاباً على عوائد سوق الأسهم على مستوى الشركات نظراً لتأثيرها على علاوة مخاطر السوق ولاحظوا أن سوق الأسهم الصينية تُظهر مرونة أكبر في مواجهة صدمات أسعار النفط مقارنةً بالأسواق الأخرى، بينما سلطت دراسات مختلفة الضوء على الدور المهم لأسعار النفط الخام في التنبؤ بعلاوات مخاطر الأسهم وتأثيرها على الأسواق المالية. على سبيل المثال، أظهرت دراسة كل من Cain et al. (2017), Symitsi et al. (2018), Dai, et al. (2021), Lubis and Halim. (2023), Candemir and Karahan. (2022)، علاقة تنبؤية بين علاوة مخاطر الأسهم وأسعار النفط الخام، كما أن أسعار النفط الخام تعتبر من المحددات الدولية في نموذج أقساط المخاطر المتغيرة، كما أن سعر النفط الخام يمكن أن يتنبأ بفعالية بأقساط الأسهم ويعزز دقة التنبؤات بناءً على المتغيرات الاقتصادية الكلية والمالية، كما ووجدوا أن التوزيع غير المتجانس لأسعار النفط يتنبأ بأقساط الأسهم خلال فترات الركود في الولايات المتحدة مع وجود علاقة سلبية بين أسعار

النفط الخام وظروف السوق كما تؤثر على المتغيرات الاقتصادية الكلية والمالية مما يؤثر على عوائد الأسهم.

تظهر الدراسات السابقة أن للعمق المالي دوراً هاماً في تحديد علاوة مخاطر الأسهم ولكن طبيعة هذا الدور تختلف باختلاف مستوى التنمية الاقتصادية وجودة المؤسسات. ففي الدول المتقدمة، تعمل زيادة العمق المالي على تحسين كفاءة الأسواق وتخفيض علاوة المخاطر. بينما في الدول النامية، فإن الأثر يعتمد على البيئة المؤسسية وقد يكون العمق المالي غير مصحوب بإنخفاض في علاوة المخاطر بل قد يزيدها إذا لم تدعمه إصلاحات هيكلية ومؤسسية، وهناك عدد من الفجوات لا يزال قائماً ولم تدرسها هذه الأدبيات ومن أهمها: (i) وجود عدد محدود من الدراسات التي تناولت العلاقة بين العمق المالي والنمو الاقتصادي وعلاوة مخاطر الأسهم، (ii) قلة الدراسات التي تناولت الدول النامية والدول المتقدمة في إطار تحليلي واحد، (iii) يتم التعامل مع العمق المالي غالباً كمؤشر كلي واحد دون التمييز بين مكوناته المصرفية ومكونات أسواق رأس المال على الرغم من احتمال اختلاف تأثير كل منهما على علاوة المخاطر، (iv) هناك قصور في دمج المتغيرات الاقتصادية الأخرى مثل معدل التضخم وسعر الصرف، (v) مازال الاعتماد على نماذج قياسية تقليدية مما يبرز الحاجة إلى توظيف أساليب اقتصادية متقدمة.

وبناءً على ذلك تسعى الدراسة إلى سد هذه الفجوات من خلال استخدام منهجية نموذج الآثار الثابتة (Fixed Effects Model (FEM على عينة الدول النامية والمتقدمة المختارة، وذلك لتقديم فهم أعمق للعلاقة بين العمق المالي والنمو الاقتصادي وعلاوة مخاطر الأسهم وتوضيح دور الدراسة في دعم السياسات الاقتصادية في هذه الدول.

وبناءً على الأدبيات المذكورة أعلاه، يمكن صياغة الافتراضات التالية:

H_1 : توجد علاقة سلبية بين العمق المالي والنمو الاقتصادي وعلاوة مخاطر الأسهم في دول العينة.

H_2 : توجد علاقة إيجابية بين التضخم وسعر وعلاوة مخاطر الأسهم في دول العينة.

H_3 : توجد علاقة عكسية بين أسعار النفط وعلاوة مخاطر الأسهم في دول العينة.

3. النموذج المستخدم

لإستكشاف العلاقة بين العمق المالى والنمو الاقتصادى وعلاوة مخاطر الأسهم ،نستخدم مجموعة بيانات تشمل 20 دولة نامية ومتقدمة وهى كالتالى (أستراليا ،البرازيل ،كندا ،فرنسا ،ألمانيا ،الهند، الصين ، مصر ، أندونيسيا ،اليابان ، ماليزيا ، الفلبين ،المكسيك ، جنوب أفريقيا ، السويد ،سويسرا ، تركيا ، المملكة المتحدة ، الولايات المتحدة الأمريكية ، فيتنام) وذلك خلال الفترة (2001 – 2023).

ولإختبار فرضياتنا وإستكشاف العلاقة بين العمق المالى والنمو الاقتصادى وعلاوة مخاطر الأسهم ،نقوم بتقدير النموذج الموضح أدناه:

$$ERP_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 FD_{i,t} + \alpha_2 Growth_{i,t} + \alpha_3 Inf_{i,t} + \alpha_4 EXR_{i,t} + \alpha_5 Oil_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (1)$$

حيث i و t تشير إلى الدولة والفترة الزمنية على التوالى، $ERP_{i,t}$ هى علاوة مخاطر الأسهم (متغير تابع)، $FD_{i,t}$ هو العمق المالى كمؤشر مركب $Growth_{i,t}$ (GDP per capita) معبراً عن النمو الاقتصادى (متغيرات مستقلة)، $Inf_{i,t}$ ، $EXC_{i,t}$ ، $Oil_{i,t}$ هى المتغيرات التفسيرية المتبقية والضابطة، و $\varepsilon_{i,t}$ هو مصطلح الخطأ.

ولأن الأدبيات السابقة وجدت أن العلاقة بين العمق المالى وعلاوة مخاطر الأسهم ذات أهمية كبيرة ودورها فى تحفيز النمو الاقتصادى وتوجيه المدخرات لإستثمارات مربحة تقلل من المخاطر ، كما يعمل على زيادة الابتكارات وإتاحة المعلومات مما يؤدي إلى تخصيص أفضل لرأس المال وبالتالي تخفيض علاوة مخاطر الأسهم فى الأسواق المالية ، وعليه فقد سعت الدراسة لمعرفة دور العمق المالى على تخفيض أو زيادة علاوة مخاطر الأسهم فى دول العينة من خلال ثلاث مؤشرات فرعية للعمق المالى ، وعليه تم تطوير نموذج إضافى يأخذ فى الإعتبار هذا التأثير كما هو موضح أدناه:

$$ERP_{i,t} = \alpha_0 + \alpha_1 DCPS_{i,t} + \alpha_1 MCAP_{i,t} + \alpha_1 STV_{i,t} + \alpha_2 Growth_{i,t} + \alpha_3 Inf_{i,t} + \alpha_4 EXR_{i,t} + \alpha_5 Oil_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \quad (2)$$

4. البيانات

لبناء وتشغيل نموذج الدراسة فسيتم الاعتماد على بيانات طويلة غير متوازنة (Unbalanced Panel Data) لعينة مكونة من 20 دولة من الدول النامية والمتقدمة وذلك خلال الفترة (-2023 2001) بإجمالي 460 مشاهدة. ومن هذه العينة والفترة تم الاعتماد على طيف واسع من المتغيرات والتي تم الحصول عليها من العديد من قواعد البيانات الدولية، فبالنسبة لعلاوة مخاطر الاسهم فتم التعبير عنها بمؤشر علاوة مخاطر الاسهم والصادر من منصة GuruFocus لتحليل البيانات المالية (www.gurufocus.com) ويتم حسابه بالفرق بين العائد المتوقع من الاستثمار في سوق الأسهم والعائد على أصل خالٍ من المخاطر مثل السندات الحكومية قصيرة الأجل، وتُعد مؤشراً على مدى إستعداد المستثمرين لتحمل المخاطر، وتتأثر بعدد من العوامل الاقتصادية والمالية بما في ذلك أسعار الفائدة ومستويات التضخم وحالة كل من النمو الاقتصادي وعدم اليقين في الأسواق.

أما بالنسبة للمتغيرين المستقلين فتم استخدام ثلاثة مؤشرات للعمق المالي وهم: نسبة إجمالي الائتمان المقدم للقطاع الخاص إلى الناتج المحلي الإجمالي والصادر من صندوق النقد الدولي (الإحصاءات المالية الدولية)، والقيمة السوقية للشركات المحلية المدرجة (% من الناتج المحلي الإجمالي) والصادرة من قاعدة بيانات الاتحاد العالمي للبورصات، وأخيراً إجمالي قيمة الأسهم المتداولة (% من الناتج المحلي الإجمالي) والصادرة من قاعدة بيانات الاتحاد العالمي للبورصات، ويعتبر مفهوم العمق المالي متعدد الأبعاد ليعكس مدى تطور وإتساع القطاع المالي في الاقتصاد، ويتم قياسه من خلال مجموعة من المؤشرات كما ذكرنا، ويرجع ذلك إلى أن العمق المالي لا يقتصر على حجم الأصول أو الائتمان متاح بل يشمل أيضاً هيكل النظام المالي، ونشاط الأسواق، ومدى وصول الأفراد والمؤسسات إلى الخدمات المالية إضافةً إلى ذلك، فإن كل مؤشر من مؤشرات العمق المالي يعكس جانباً محدداً مما يجعل الاعتماد على مؤشر واحد غير كافٍ لتقديم صورة شاملة ودقيقة. أما بالنسبة للمتغير المستقل الآخر وهو النمو الاقتصادي، فقد تم استخدام متوسط نصيب الفرد من الناتج المحلي الإجمالي (GDP per capita) كمؤشر له لعدة إعتبارات ومنها أن ذلك المؤشر يعتبر أكثر دقة لقياس التغيرات في مستوى الرفاهية الاقتصادية للفرد، حيث يعكس قدرة الاقتصاد على توليد دخل لكل فرد من السكان كما يساعد على إستبعاد أثر التغيرات في حجم السكان وعند إحتساب نصيب

الفرد بالقيمة الحقيقية، فإن المؤشر يوفر صورة أوضح للنمو الاقتصادي الفعلي من حيث القوة الشرائية.

وبالنسبة للمتغيرات الضابطة، فتم استخدام عدد من المؤشرات الاقتصادية، مثل مؤشر أسعار المستهلكين (التضخم)، وسعر الصرف الصادرين من قاعدة بيانات التنمية العالمية للبنك الدولي، وسعر النفط الخام الصادر من إدارة معلومات الطاقة الأمريكية (<https://www.eia.gov>) (EIA). ويوضح الجدول التالي رقم (1) وصف موجز للمتغيرات المستخدمة في التحليل كما يلي :

Table 1. Description of the study variables

Variables (symbols)	Description	Source
ERP	Equity Risk Premium(%) , The difference between the expected return on equities and the yield on risk-free government bonds, representing the additional compensation investors demand for taking on equity market risk	gurufocus
DCPS	Domestic credit to private sector (% of GDP) , Measures the financial resources provided to the private sector by financial institutions as a percentage of GDP, reflecting the ability of the financial system to support productive and investment activities.	IMF
MCAP	Market capitalization of listed domestic companies (% of GDP) , Represents the total market value of listed domestic companies' shares relative to GDP, serving as an indicator of the size and development of the stock market.	WFE
STV	Stocks traded, total value (% of GDP) , Indicates the total value of shares traded during a specific period as a percentage of GDP, reflecting the level of market liquidity and trading activity	WFE
GDPC	GDP per capita (current US\$) Measures the gross domestic product divided by the midyear population, expressed in current US dollars without adjusting for inflation. It reflects the average nominal economic output per person and is often used for cross-country comparisons in nominal terms	WB
INF	Inflation rate (consumer prices, annual) Measures the annual percentage change in the cost to the average consumer of acquiring a basket of goods and services, expressed through the consumer price index (CPI)	WB
EXR	Official exchange rate , The official exchange rate determined by national authorities or the central bank, expressed as local currency units per US dollar, period average.	WB
OIL	Crude oil price (Brent, US\$ per barrel) , The spot price of Brent crude oil in US dollars per barrel, commonly used as a global benchmark for oil pricing.	EIA

بينما يبين الجدولين (2)، (3) التوصيف الإحصائي لمتغيرات الدراسة ومصفوفة الارتباط بينهم على الترتيب.

Table 2. Descriptive summary statistics, 2001-2023 (n = 20)

	Obs.	Mean	Median	Std. Dev.	Min	Max
Dependent Variable:						
ERP	460	0.0729	0.0645	0.0256	0.042	0.173
Independent Variables:						
FD	371	-7.18e-02	-0.148	1.3542	-2.13	4.536
DCPS	435	81.135	76.609	43.541	11.04	194.7
MCAP	397	89.737	75.408	62.715	8.149	322.7
STV	396	64.896	47.516	59.002	2.354	355.5
GDPC	460	24715	10912	23751	419.2	99565
Control Variables:						
INF	460	4.4541	2.9061	6.373	-1.353	72.309
EXR	460	1561.8	5.6287	4899.7	0.4998	23787
OIL	460	67.800	65.160	27.054	24.460	111.63

تشير الإحصاءات الوصفية بالجدول رقم (2) إلى وجود تباين ملحوظ في خصائص المتغيرات، وهو ما يعكس الطبيعة غير المتجانسة لمجموعة الدول المختارة، فقد بلغ متوسط علاوة مخاطر الاسهم حوالي 0.0729، وهي نسبة منخفضة نسبياً ولكنها تخفي تبايناً كبيراً بين الدول (إنحراف معياري منخفض 0.0256)، فبعض الدول كانت علاوة مخاطر الاسهم عندها بلغت أقصى قيمة وهي 0.173 في أندونيسيا عام 2003، بينما عانت دول أخرى من قيمة لعلاوة مخاطر الاسهم وصل أداها 0.0424 في أستراليا عام 2022، وفيما يتعلق بمتغير العمق المالي كمؤشر مركب فقد تقلب هذا المؤشر ما بين (-2.13 ، 4.536) بمتوسط عام يبلغ -7.18e-02 نقطة، مما يعكس تغيرات كبيرة في المشهد الاقتصادي العالمي خلال الفترة وهذا ما أكدته المؤشرات الثلاثة للعمق المالي كلاً على حده. بينما أظهر مؤشر النمو الاقتصادي متوسطاً معتدلاً نسبياً بلغ 24715، إلا أنه إتسم بتقلبات حادة بين (419.2، 99565) مما يشير إلى تعرض بعض الدول لصدمات اقتصادية حادة كالأزمات المالية أو الحروب، بينما شهدت دول أخرى فترات نمو مرتفع ووجد أن الإنحراف المعياري الكبير يُشير إلى تفاوت واسع بالأوضاع الداخلية بين الدول.

أما بالنسبة للمتغيرات الضابطة ، فقد كشفت البيانات عن متوسط مرتفع نسبياً في معدل التضخم وسعر الصرف بلغ 4.4541 نقطة و1561.8 نقطة على التوالي مما يعكس تحديات في إستقرار الأسعار مع وجود بيئة عالمية مليئة بالتقلبات وهو ما قد يثير مخاوف المستثمرين ، كذلك توجد مشكلات مزمنة في إستقرار الأسعار في بعض الدول وهو عنصر سلبي من وجهة نظر المستثمرين إذ تراوح معدل التضخم بين (- 1.353، 72.309) ، كما بلغ متوسط أسعار النفط 67.800 وهو ما يشير إلى أن مؤشر أسعار النفط يختلف تأثيره بناءً على إن كانت الدول مستوردة أم مصدرة ، فإذا كانت الدولة مستوردة فإن إرتفاع أسعار النفط سيؤدي إلى زيادة تكاليف الإنتاج والنقل وارتفاع معدلات التضخم مما يضعف القدرة الشرائية ويؤثر سلباً على ربحية الشركات .وعلى النقيض، قد يسهم إنخفاض أسعار النفط في خفض التكاليف وتحفيز النشاط الاقتصادي ، أما في الدول المصدرة للنفط ، فإن إرتفاع أسعاره غالباً ما يؤدي إلى تحسن الإيرادات الحكومية وزيادة الإنفاق والإستثمار مما قد يعزز الثقة بالأسواق ،بينما يتسبب إنخفاض الأسعار في ضغوط مالية وهشاشة نسبية في الأوضاع الاقتصادية والمؤسسية في دول العينة مع إنحرافات طفيفة نسبياً بين دول العينة المختارة.

Table 3. Correlation matrix between study variables, 2001-2023 ($n = 20$)

		(Y)	(X ₁)	(X ₁₋₁)	(X ₁₋₂)	(X ₁₋₃)	(X ₂)	(Z ₁)	(Z ₂)	(Z ₃)
ERP	(Y)	1								
FD	(X ₁)	-0.6079	1							
DCPS	(X ₁₋₁)	-0.548	0.7527	1						
MCAP	(X ₁₋₂)	-0.4126	0.7905	0.3859	1					
STV	(X ₁₋₃)	-0.4669	0.7983	0.3993	0.4568	1				
GDPC	(X ₂)	-0.6225	0.6209	0.5386	0.3815	0.5369	1			
INF	(Z ₁)	0.4431	-0.3652	-0.3792	-0.2781	-0.2036	-0.3467	1		
EXR	(Z ₂)	0.3514	-0.2441	-0.7456	-0.2446	-0.2467	-0.2619	0.0605	1	
OIL	(Z ₃)	-0.0504	0.0178	0.0461	-0.0195	0.0167	0.1198	0.0502	0.039	1

Note: All correlation coefficients are statistically significant at the 1% level.

وتكشف مصفوفة الارتباط بالجدول رقم (3) إلى وجود ارتباط عكسى قوى (ودال إحصائياً عند 1% بين مؤشر علاوة مخاطر الأسهم ومؤشر العمق المالى ومؤشراته الفرعية يبلغ (60% و54% و41% و46% علي التوالي). وفى المقابل، كان هناك ارتباط عكسى قوى ودال عند 1% بين علاوة مخاطر الأسهم والنمو الاقتصادى والذى بلغ 62% مما يدل على أن كل من العمق المالى والنمو الاقتصادى محددات أساسية وجوهرية لعلاوة مخاطر الاسهم حيث أن ارتفاع مؤشرات العمق المالى يسهم فى تعزيز كفاءة تخصيص الموارد وخفض تكاليف المعاملات وتقليل درجة عدم اليقين مما يؤدي إلى تقليل علاوة مخاطر الأسهم نتيجة انخفاض المخاطر المدركة من قبل المستثمرين، أيضاً معدلات النمو المرتفعة غالباً ما تعزز ثقة المستثمرين وتزيد من تدفقات الإستثمار فى سوق الأسهم مما يحد من علاوة المخاطر.

وبالنسبة للمتغيرات الضابطة ، فنجد أن أكثر المتغيرات الضابطة ارتباطاً بعلاوة مخاطر الأسهم هو معدل التضخم (44.3%) وهو ما يتماشى مع النظريات الاقتصادية التى ترى فى التضخم المرتفع عامل مخاطرة يقلل من القدرة على جذب الإستثمار، وأيضاً يؤدي إلى تآكل العائد الحقيقى وزيادة عدم اليقين بشأن السياسات النقدية ويزيد من علاوة مخاطر الأسهم، يليه أسعار النفط بعلاقة عكسية (50%) وتؤثر بشكل ملحوظ على علاوة مخاطر الأسهم، حيث أن فى الدول التى تعتمد على صادرات النفط قد يؤدي ارتفاع الأسعار إلى تحسين الميزان التجارى وزيادة الإيرادات الحكومية ما يعزز الثقة الاستثمارية ويخفض علاوة المخاطر. بينما فى الدول المستوردة، قد يؤدي ارتفاع أسعار النفط إلى زيادة تكاليف الإنتاج ويزيد الضغوط التضخمية الأمر الذى يرفع علاوة المخاطر، ثم سعر الصرف (35%) مما يعكس أن تقلبات سعر الصرف قد تؤثر على القدرة التنافسية للشركات وتزيد من المخاطر المرتبطة بالتدفقات النقدية المستقبلية خاصة فى الاقتصادات المنفتحة تجارياً.

5. المنهجية:

إعتمدت الدراسة فى تحليل السلاسل الزمنية واستقصاء الأثر الديناميكي طويل الأجل للعمق المالى والنمو الاقتصادى على علاوة مخاطر الأسهم فى عدد من الدول المختارة باستخدام نموذج الآثار الثابتة (Fixed Effects Model (FEM))، وقبل تقدير إنحدارات الدراسة ينبغى أولاً التأكد من أن جميع

متغيرات الدراسة ساكنة عند المستوى ،وللتحقق من ذلك تم إجراء إختبار جذر الوحدة للسكون بإستخدام إختبارين للتحقق من قوة النتائج، كما هو موضح فى الجدول (4) التالى:

Table 4. Unit root test results for study variables

	<i>Levin, Lin & Chu (t-stat.)</i>			<i>PP – Fisher (χ^2-stat.)</i>			Results
	<i>Intercept</i>	<i>Intercept & Trend</i>	<i>None</i>	<i>Intercept</i>	<i>Intercept & Trend</i>	<i>None</i>	
ERP	-6.3785 ^a			119.244 ^a			I(0)
FD	-5.5467 ^a			86.6950 ^a			I(0)
DCPS	-10.408 ^a			177.756 ^a			I(1)
MCAP	-7.7795 ^a			126.325 ^a			I(0)
STV	-3.6697 ^a			81.0264 ^a			I(0)
GDPG	-13.559 ^a			225.071 ^a			I(1)
INF	-6.1727 ^a			92.5544 ^a			I(0)
EXR	-8.2074 ^a			128.619 ^a			I(1)
OIL	-3.37904 ^a			55.2113 ^b			I(0)

Note: a, b, c indicate statistical significance at 1%, 5%, and 10% levels, respectively.

ويتضح من نتائج السكون بالجدول (4) أن متغيرات الدراسة (علاوة مخاطر الأسهم ،والعمق المالى كمؤشر مركب ، والقيمة السوقية للشركات المحلية المدرجة (% من الناتج المحلى الإجمالى) ، وإجمالى قيمة الأسهم المتداولة (% من الناتج المحلى الإجمالى) كمؤشرين فرعيين للعمق المالى ، ومعدل التضخم ، وسعر النفط الخام كانت ساكنة عند المستوى (Level)، أي متكامل من الدرجة I(0) ، بينما متغير نسبة إجمالى الإئتمان الممنوح للقطاع الخاص إلى الناتج المحلى الإجمالى كمؤشر فرعى للعمق المالى ، ومتغير النمو الاقتصادى ، ومتغير سعر الصرف كانت متكاملة من الدرجة I(1).

6. النتائج والمناقشة

بعد التحقق من سكون السلاسل الزمنية والتأكد من أن معظم متغيرات النموذج متكاملة I(0) ، بالإضافة إلى التحقق من جودة النماذج المستخدمة فى التحليل وخلوها من مشاكل القياس المختلفة وذلك بعد أن تمت معالجة مشاكل القياس وهى عدم ثبات التباينات والإرتباط التسلسلى بين البواقي من خلال

أمر القوة Robust بإستخدام منهجية Driscoll-Kraay standard errors ، وذلك للإطمئنان إلى النتائج المتحصلة ،تم تقدير نماذج الدراسة فى الجدولين 5 ، 6 .

Table 5. Financial Depth, GDP growth and Equity Risk Premium

Dependent Variable: Equity Risk Premium		
	<i>Model (1)</i>	<i>Model (2)</i>
<i>const</i>	0.072344 [32.03] ***	0.08647 [29.85] ***
<i>FD</i>	- 0.005088 [-6.586] ***	
<i>DCPS</i>		-0.000126 [-4.719] ***
<i>MCAP</i>		-3.0478e-05 [-5.269] ***
<i>STV</i>		-3.0389e-05 [-2.612] **
<i>GDPC</i>	-3.654e-07 [-10.82] ***	-3.4883e-07 [-8.403] ***
<i>INF</i>	0.00117 [3.288] ***	0.001104 [3.147] ***
<i>EXR</i>	9.7116e-07 [4.260]***	1.0717e-06 [4.459] ***
<i>OIL</i>	-0.000169 [-7.303]***	-0.000161 [-6.789]***
<i>Effects Specification</i>		
<i>Fisher test</i>	1.07e+17	8.57e+16
<i>P- value (f -statistic)</i>	[3.9e-158]***	[2.8e-157]***
<i>R- squared</i>	0.63437	0.64289
<i>Adjusted R- squared</i>	0.60788	0.61478

Note: ***, **, * indicate significance at 1%, 5% and 10% respectively.

Table 6. Financial Depth, GDP growth and Equity Risk Premium.

Dependent Variable: *Equity Risk Premium*

	<i>Model (3)</i>	<i>Model (4)</i>
<i>const</i>	0.074182 [42.79] ***	0.0810272 [41.08] ***
<i>FD</i>	- 0.003807 [-2.972] ***	- 0.006996 [-5.145] ***
<i>GDPC</i>	-3.73005e-07 [-11.95] ***	-1.43903e-06 [-5.945] ***
<i>INF</i>	0.001054 [3.674] ***	0.0009416 [3.147] ***
<i>EXR</i>	1.17488e-06 [4.779] ***	6.1691e-07 [3.210] ***
<i>OIL</i>	-0.0002038 [-6.398] ***	-0.000161 [-6.789] ***
<i>D_EGY</i>	0.0303985 [-2.406] **	
<i>FD_EGY</i>	-0.04586105 [-2.900] ***	
<i>GDPC_EGY</i>	-3.73005e-07 [0.01328]	
<i>D_DC</i>		0.0565748 [-5.393] ***
<i>FD_DC</i>		-0.00025354 [6.932] ***
<i>GDPC_DC</i>		-1.4575e-07 [6.565] ***
<i>Effects Specification</i>		
<i>Fisher test</i>	2.08e+15	6.37e+10
<i>P- value (f -statistic)</i>	[5.9e-142] ***	[2.8e-48] ***
<i>R- squared</i>	0.695738	0.688958
<i>Adjusted R- squared</i>	0.670827	0.663493

Note: ***, **, * indicate significance at 1%, 5% and 10% respectively.

يتضح من نتائج الجدولين السابقين وجود علاقة سلبية ذات معنوية قوية بين العمق المالي كمؤشر مركب وكذلك النمو الاقتصادي المُعبر عنه بمتوسط نصيب الفرد من الناتج وعلاوة مخاطر الأسهم وذلك تماشياً مع النظرية الاقتصادية والدراسات السابقة، حيث أشارت جميع المعاملات المقدرة إلى

دلالة إحصائية قوية مما يدل على أن تعميق القطاع المالي لعب دوراً رئيساً في تحديد علاوة مخاطر الأسهم في العينة المختارة ،ولا تعد هذا النتيجة مفاجأة إذ يمكن تفسير ذلك بأن تعميق القطاع المالي يؤثر في علاوة مخاطر الأسهم من خلال تعزيز الوصول إلى المعلومات ، وخفض تكاليف المعاملات ، وتحسين فرص تنويع المخاطر، وزيادة سيولة السوق ،وتوفير أدوات متطورة لإدارة المخاطر، وتعزيز حماية المستثمرين ، حيث تُسهم هذه العوامل مجتمعة في رفع كفاءة ومثانة النظام المالي ، الأمر الذي قد يؤدي إلى انخفاض علاوة مخاطر الأسهم في عينة الدراسة ، وهو ما يدعم نظرية الوساطة المالية 1997, Allen and Santomero ونتائج دراسة (Ogbulu et al, 2014) في نيجيريا. وهو ما أظهره (1) Model ،وقد أكدت باقي النماذج ذلك حيث أظهر (2) Model بأخذ المؤشرات الفرعية للعمق المالي وجد أن هناك علاقة سلبية ذات معنوية قوية بين كل مؤشر فرعي للعمق المالي وعلاوة مخاطر الأسهم مما يوضح قوة الأثر بين المتغيرين وبين المتغير التابع ،بينما معامل النمو الاقتصادي فقد جاء سالباً في النموذجين (1،2) ودالاً إحصائياً عند مستوى 1%، وهو ما يشير ذلك إلى أن علاوة مخاطر الاسهم تتذبذب وفقاً لمراحل الدورة الاقتصادية؛ ففي مرحلة التوسع، عندما ينمو الاقتصاد ترتفع أرباح الشركات مما يدفع أسعار الأسهم للصعود ويؤدي إلى خفض علاوة مخاطر الاسهم. وعلى العكس ، في مرحلة الذروة يزداد حذر المستثمرين مما يؤدي إلى إرتفاع علاوة مخاطر الاسهم لتعويض تزايد حالة عدم اليقين. ومع انتقال الدورة إلى مرحلة الانكماش ،يرتفع علاوة مخاطر الاسهم أكثر مع سعي المستثمرين لتحقيق عوائد أكبر لتقليل المخاطر الاقتصادية المتصاعدة. وفي مرحلة القاع، عادةً ما يؤدي تجدد التفاؤل لدى المستثمرين إلى انخفاض علاوة مخاطر الاسهم في العينة المختارة وجاء ذلك تماشياً وفقاً لدراسة كل من (Moench and Stein, 2021) ودراسة Duarte and Rosa, (2015) وبالنظر إلى معامل التحديد وفقاً (1) Model ، يتضح أن العمق المالي والنمو الاقتصادي يُفسروا 60.78% من تباين علاوة مخاطر الأسهم ، وهي نسبة مرتفعة جداً تعكس مدى التأثير العميق والمباشر لهذين المتغيرين على قرارات المستثمرين ، فالعمق المالي والنمو الاقتصادي ليسوا مجرد عوامل هامشية بل هم أحد المحددات الأساسية لعلاوة مخاطر الاسهم في عينة الدراسة.

أما عن أثر العمق المالى والنمو الاقتصادى على علاوة مخاطر الأسهم فى مصر فقد أظهر Model (3) أن الأثر الاقتصادى فى مصر لا يختلف عن كامل عينة الدراسة ، وأن FD ، $GDPC$ تؤثر سلبياً وذات معنوية على علاوة مخاطر الأسهم فى مصر ، ونجد أن ثابت الانحدار بالنسبة لمصر D_EGY ذا معنوية وبالتالي فإن مصر تختلف عن دول العينة ككل ، وبالتالي سوف يتم حساب مقدار الاختلاف بين مصر ودول العينة من خلال $(0.0303985 = 0.0741822 + (-0.0437837))$ ، وبالمثل نجد أن هناك إختلاف بين مصر ودول العينة بالنسبة لمتغير معادلة الانحدار نتيجة معنويته القوية FD_EGY ، ويتم حسابه كما يلى $(-0.04586105 = -0.00380745 + (-0.0420536))$ وهذا يعنى أن تأثير العمق المالى على علاوة مخاطر الأسهم فى مصر يصل تقريباً لضعف تأثير العمق المالى على علاوة المخاطر فى باقى دول العينة ويرجع ذلك إلى تطورات السوق المصرى والتوسع فى الائتمان المحلى المقدم للقطاع الخاص ، وتعكس هذه التطورات تحسناً فى قدرة النظام المالى المصرى على تعبئة الموارد وتسهيل الاستثمارات ودعم الأنشطة الاقتصادية وتخفيف مخاطر الأسهم ، بينما نجد أن متغير معادلة الانحدار الآخر $GDPC_EGY$ غير معنوى ويعنى ذلك أنها لا تختلف عن باقى دول العينة ويكون مساوياً $-3.73005e-07$. وبالنظر لمعامل التحديد وفقاً للنموذج ، يتضح أن العمق المالى والنمو الاقتصادى يُفسروا 67.08% من تباين علاوة مخاطر الاسهم وهي نسبة مرتفعة جداً تعكس مدى التأثير العميق والمباشر لهذين المتغيرين على قرارات المستثمرين فى مصر ، فالعمق المالى والنمو الاقتصادى من أهم المحددات الأساسية لعلاوة مخاطر الاسهم فى مصر .

وبالنظر إلى Model (4) الذى يقارن أثر العمق المالى والنمو الاقتصادى على علاوة مخاطر الأسهم بين الدول النامية والمتقدمة كما يجاب على التساؤل الخاص بأن هل هناك إختلافات هيكلية بين الدول النامية والمتقدمة أم لا؟ ، حيث أظهر أن ثابت الانحدار بالنسبة للدول المتقدمة D_DC ذا معنوية قوية وبالتالي فإن هناك إختلافات بين الدول النامية والمتقدمة ، وبالتالي سوف يتم حساب مقدار الاختلاف بالنسبة للدول المتقدمة عن الدول النامية من خلال $(0.0565748 = 0.0810272 + (-0.0244524))$ ، وبالمثل نجد أن هناك إختلاف بين الدول النامية والمتقدمة بالنسبة لمتغير معادلة الانحدار والخاص بالعمق المالى نتيجة معنويته القوية FD_DC ، ويتم حسابه كما يلى $(-0.00025354 = 0.00699616 + 0.00724970)$ ، وبالمثل نجد أن متغير معادلة الانحدار

الأخر $GDPC_DC$ ذا معنوية قوية ويعنى ذلك أن هناك إختلاف بين الدول المتقدمة والنامية فى تأثير النمو الاقتصادى على علاوة مخاطر الأسهم (الدول النامية أكبر فى التأثير بنسبة قليلة من الدول المتقدمة) ويكون مساوياً $-1.4575e-07$. ومن معامل التحديد وفقاً للنموذج ، يتضح أن العمق المالى والنمو الاقتصادى يُفسروا 66.34% من تباين علاوة مخاطر الأسهم فى الدول النامية مقارنة بالدول المتقدمة.

وبالنسبة للمتغيرات الضابطة والمستقة الأخرى فتشير النتائج إلى وجود علاقة إيجابية وذات معنوية قوية بين معدل التضخم معبراً عنه بمعدل التغير فى أسعار المستهلك وعلاوة مخاطر الأسهم فى (1) Model ، حيث أن زيادة معدلات التضخم ستؤثر سلباً على أسعار الأسهم مما تزيد من مخاطر علاوة الأسهم ، وبالمثل أظهر النموذج الأول أن هناك علاقة إيجابية وذات معنوية قوية بين تغيرات سعر الصرف وعلاوة مخاطر الأسهم وقد أكدت باقى النماذج ذلك ، حيث جاء معامل سعر الصرق موجباً ودال إحصائياً ، وتتفق تلك النتيجة مع كل من Solnik, 1974 ، Sercu, 1980.

كما جاء معامل التضخم موجباً ودالاً إحصائياً مما يكشف عن أن التضخم له تأثير كبير وملحوظ على علاوة مخاطر الأسهم فى العينة المختارة ، فإرتفاع التضخم فى العينة يقترن بإرتفاع علاوة مخاطر الأسهم ما يشير إلى أن المستثمرين يسعون للحصول على علاوة مخاطر أسهم أعلى والمعروفة بـ علاوة مخاطر التضخم ، لمواجهة مستويات التضخم المرتفعة وحالة عدم اليقين المتزايدة ، وتتفق هذه النتيجة مع النتائج التجريبية التى توصلت إليها دراسة كل من Ramaprasad et al, 2011 ، Karthik et al, 2011.

وبالنسبة لمتغير سعر النفط الخام أظهرت النماذج وجود علاقة سلبية وذات معنوية ، حيث تعتمد هذه العلاقة على حالة الدولة: هل هى مصدرة أم مستوردة للنفط؟ ، ففي الدول المصدرة للنفط تظهر العلاقة بين أسعار النفط وعلاوة مخاطر الأسهم إتجاهاً عكسياً حيث يؤدي إرتفاع أسعار النفط إلى تعزيز الإيرادات الحكومية وزيادة الفوائض المالية والتجارية ، مما ينعكس إيجابياً على الإستقرار الاقتصادى كما يقلل من درجة عدم اليقين فى الأسواق أيضاً يسهم تحسن أرباح الشركات المرتبطة بقطاع الطاقة وإرتفاع الإحتياطيات الأجنبية فى تقوية العملة المحلية وتقليل مخاطر سعر الصرف ، مما ينعكس على إنخفاض علاوة المخاطر المطلوبة من المستثمرين . وبذلك ، يصبح إرتفاع أسعار النفط

محفزاً لخفض علاوة مخاطر الأسهم فى هذه الدول ، على عكس الدول المستوردة للنفط التى غالباً ما تواجه علاقة طردية نتيجة الضغوط التضخمية وتباطؤ النمو الناتج عن زيادة تكاليف الطاقة وتتفق هذه النتيجة مع دراسة كل من Hamilton,1983 ، Broadstock.et al, 2014 .

7. الإستنتاجات وانعكاساتها على السياسات الاقتصادية

سعت الدراسة إلى تحليل العلاقة بين العمق المالى والنمو الاقتصادى وعلاوة مخاطر الأسهم فى مجموعة من الدول النامية والمتقدمة خلال الفترة 2001-2023، باستخدام نموذج الآثار الثابتة وقد بيّنت النتائج التجريبية وجود علاقة عكسية ومعنوية بين كل من العمق المالى والنمو الاقتصادى وبين علاوة مخاطر الاسهم ، مما يدل على أن العمق المالى والنموالاقتصادى يشكلان عاملين جوهريين فى خفض علاوة مخاطر الأسهم مما يعكس إسهام النظام المالى المتطور فى تعزيز كفاءة تخصيص الموارد وتقليل عدم اليقين لدى المستثمرين ،أيضا يعكس النمو الاقتصادى المرتفع تحسن الأداء الإنتاجى وزيادة فرص الاستثمار،مما يقلل من المخاطر النظامية . وتظهر هذه التأثيرات بوضوح أكبر على المدى الطويل خاصة فى الدول الناشئة والنامية التى يتوقف أثرها على جودة المؤسسات وكفاءة الأسواق ، مما يستدعى تبنى سياسات مستدامة تعزز النمو وتعمق القطاع المالى لضمان بيئة استثمارية مستقرة وجاذبة.

كما اظهرت النتائج عن وجود علاقة طردية معنوية بين كل من معدل التضخم وسعر الصرف وبين علاوة مخاطر الاسهم مما يدل على أن التضخم المرتفع يرتبط بزيادة عدم اليقين فى السياسة الاقتصادية وتقليص القوة الشرائية مما يدفع المستثمرين إلى المطالبة بعوائد أعلى لتعويض تآكل قيمة استثماراتهم .أيضا وجد أن تقلبات سعر الصرف وخاصة فى حالات إنخفاض قيمة العملة المحلية تزيد من مخاطر الاستثمار وتدفع إلى رفع علاوة المخاطر ،بينما أسفرت النتائج عن وجود علاقة عكسية بين أسعار النفط وعلاوة مخاطر الاسهم ، حيث تمثل أسعار النفط عاملاً خارجياً مؤثراً بشكل خاص فى الدول المستوردة أو المصدرة للنفط ،فى الدول التى تعتمد على صادرات النفط قد يؤدي إرتفاع الأسعار إلى تحسين الميزان التجاري وزيادة الإيرادات الحكومية ما يعزز الثقة الاستثمارية ويخفض علاوة المخاطر. بينما فى الدول المستوردة قد يؤدي إلى إرتفاع أسعار النفط من تكاليف الإنتاج ويزيد الضغوط التضخمية الأمر الذى يرفع علاوة المخاطر ولذلك إذا حدثت صدمات فى أسعار النفط فقد

تؤدي إلى ضغوط تضخمية أو تقلبات في الإيرادات ما يزيد من المخاطر الكلية وينعكس في إرتفاع علاوة مخاطر الأسهم.

وتُعد نتائج هذه الدراسة مساهمة مهمة في فهم العلاقة بين العمق المالي والنمو الاقتصادي والمتغيرات الاقتصادية الأخرى وبين علاوة مخاطر الأسهم في الدول النامية والمتقدمة ، فقد أظهرت أن العمق المالي - عندما يكون مصحوباً بإستقرار الاقتصاد الكلي من خلال الحفاظ على معدلات نمو مرتفعة ومعدلات تضخم منخفضة وسعر صرف متوازن وعجز مالي مقبول إضافة إلى وجود إطار تشريعي ورقابي قوى يحد من المخاطر - يمكن أن يسهم في خفض علاوة مخاطر الأسهم . كما أبرزت الدراسة دور إستقرار معدلات التضخم والحفاظ على سعر صرف متوازن وإدارة تأثيرات تقلبات أسعار النفط والتي تعد من السياسات الجوهرية للحد من إرتفاع علاوة المخاطر ودعم إستقرار الأسواق المالية.

وتتعرض هذه النتائج على عدد من السياسات ذات الصلة أهمها: *i* صياغة إستراتيجيات مناسبة للتخفيف من الآثار السلبية الناجمة عن ضعف القطاع المالي *ii* الإستمرار في تعزيز تعميق القطاع المالي في الأسواق المالية الناضجة ، *iii* ضمان تحقيق نمو اقتصادي مستدام ، *iv* السعي وراء الابتكار المالي وإستكشاف كيفية مساهمة تعميق القطاع المالي في تخصيص الموارد بكفاءة ، *v* تركيز الجهود والبرامج التنموية الحكومية المختلفة على تعزيز النمو الاقتصادي وضمان إنخفاض التضخم وإستقرار أسعار الصرف والحد من تقلبات أسعار النفط فكل منهما له دور جوهري لمعالجة مشكلة إرتفاع علاوة مخاطر الأسهم.

المراجع

1. **Adler, M., Dumas, B. (1983).** International portfolio choice and corporation finance: A synthesis, *Journal of Finance*, 38, 925–984.
2. **Arnott, R. and Bernstein,P.(2002).** What Risk Premium is Normal? ، Available
atpsc.ky.gov/.../Arnott%20and%20Bernstein%20%20What%20Risk%20Premium%20is%20Normal%20FAJ%202002.pdf.
3. **Akbas Y. E., (2015).** Financial Development and Economic Growth in Emerging Market: Bootstrap Panel Causality Analysis, *Theoretical and Applied Economics* Volume XXII, No. 3(604), Autumn, pp. 171-186.
4. **Allen, F., Santomero, A. M. (1997).** A theory of financial intermediation, *Journal of Banking & Finance*, 21(11-12), 1461-1485.
5. **Benninga, S., Protopapadakis, A. (1983).** Real and nominal interest rates under uncertainty: The Fisher problem and the term structure, *Journal of Political Economy*, 91, 856–67.
6. **Brandt, M.W., Wang, K.Q. (2003).** Time-varying risk aversion and unexpected inflation, *Journal of Monetary Economics*, 50, 1457-1498.
7. **Broadstock, D.C., Cao, H., Zhang, D. (2012).** Oil shocks and their impact on energy related stocks in China, *Energy Economics*, 34, 1888-1895.
8. **Bonga-Bonga, L. and Mpoha, S. (2025).** Assessing the extent of exchange rate risk pricing in equity markets: emerging versus developed economies, *African Journal of Economic and Management Studies*, Vol. 16 No. 1, pp. 148-159.

9. **Chen, N.F., Roll, R. and Ross, S. (1986).** Economic Forces and the Stock Market, *Journal of Business*, No.59, pp.383-403.
10. **Damodaran, A. (2022).** Equity risk premiums (ERP): determinants, estimation, and implications – The 2022 edition.
11. **Duarte, F& Rosa, C. (2015).** The Equity Risk Premium: A Review of Models, *FRBNY Economic Policy Review*.
12. **Garba, B. (2014).** Financial Sector Development and Economic Growth in Nigeria, an Empirical Investigation. *International Journal of Finance and Accounting*.
13. **Guru. B. K. et al. (2019).** Financial development and economic growth: panel evidence from BRICS, *Journal of Economics Finance and Administrative Science* 24 (10).
14. **Grauer, F., Litzenberger, R., Stehle, R. (1976).** Sharing rules and equilibrium in an international capital market under uncertainty, *Journal of Financial Economics*, 3, 233–256.
15. **Hamilton J.D. (1983).** Oil and the Macroeconomy since World War II, *Journal of Political Economy*, 91, 228-48.
16. **Krismiaji, Supardi and Yustrianthe, R.H. (2024).** Value relevance, auditor report, and auditor size – Indonesia evidence, *Review of Integrative Business & Economics Research*, 13(3), 114-127.
17. **Karthik, R., Kannam, N. (2011).** Impact of Foreign Direct Investment on stock market development: A study with reference to India, *International Journal of Management*, 2(2), 75-92.

18. **Karolyi, G.A., Wu, Y. (2021).** Is currency risk priced in global equity markets?, *Review of Finance*, 25(3), 863-902.
19. **Kizys, R. and Spencer, P. (2007).** Assessing the Relation between Equity Risk Premium and Macroeconomic Volatilities in the UK, Available at http://www.qass.org.uk/2008/vol2_1/paper3.pdf.
20. **Lettan, M, Ludvigson S.C. and Wachter J.W., (2006).** The Declining Equity Premium: What Role Does Macroeconomic Risk Play?, Available at citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.168.4149.
21. **Modigliani, F, & Richard, J. (1979).** Inflation, rational valuation and the market, *Financial Analysts Journal*, 37 (3), 24-44.
22. **Møller, S. V., Schütte, E.C.M. (2024).** Risk aversion and asset market participation: Evidence from micro-level register data Unpublished paper.
23. **Moench, E., Tobias, S. (2021).** Equity Premium Predictability Over the Business Cycle, *Deutsche Bundesbank Discussion Paper No. 25/2021*.
24. **Neely, C., Rapach, D., Tu, J. and Zhou, G. (2011).** Forecasting Equity Risk Premium", Available at http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1568267.
25. **Ogbulu, O. et al . (2014).** Equity Risk Premium, Macro-Economic Variables and Co-Integration: Evidence from Nigeria. *International Journal of Empirical Finance*. Vol. 2, No. 2, 83-95.
26. **Ogbulu, O.M. (2009).** Stock Prices and Exchange Rate Movements: The Case of Nigeria, *Journal of Finance and Economic Research*, Dept of Banking and Finance, Abia State University, Uturu, Vol.2, No. 1, pp. 1-17.

27. **Ramaprasad, B., Malliaris, A.G. (2011)**, Dividends, momentum and macroeconomic variables as determinants of the U.S. equity premium across economic regimes, *Review of Behavioral Finance*, Department of Economics and Finance, Loyola University of Chicago.
28. **Stock, J. H., Watson, M. W. (2003)**. Forecasting output and inflation: The role of asset prices, *Journal of Economic Literature*, 41(3), 788-829.
29. **Solnik, B. (1974)**. The international pricing of risk: an empirical investigation of the world capital market structure, *Journal of Finance* 29(2), 365–377.
30. **Sercu, P. (1980)**. A generalization of the international asset pricing model, *Revue de l'Association Francaise de Finance* 1, 91–135.
31. **Vassalou,M. (2000)**. Exchange rate and foreign inflation risk premiums in global equity returns, *Journal of International Money and Finance*, 19, 433-470.
32. **Wong,. M. et al . (2024)**. The Impact of Financial Deepening and Macroeconomic Factors on Equity Risk Premiums in Malaysia, *Review of Integrative Business and Economics Research*, Vol. 14, Issue 2.
33. **World Bank. (2024)**. World Development Indicators (WDI) Database, Global Financial Development (GFD) Database. The World Bank.

Abstract

The study aims to explore the relationship between financial depth, economic growth, and equity risk premium in 20 developing and developed countries during the period (2001-2023), and to clarify whether increasing the level of financial depth and economic growth rates reduce the equity risk premium in the countries under study. These countries were chosen for several reasons, including: i) the availability of data in these countries, especially financial depth data and equity risk premium, and knowledge of the reality of emerging markets that are affected by economic and political fluctuations; ii) the difference and variation in levels of financial depth and economic growth between developing and developed countries, which helps in exploring the relationship between the development of levels of financial depth and economic growth as well as investment risks; iii) and finally, the geographical and economic diversity in the study sample, and testing the study hypotheses in different environments, which allows for a systematic comparison between developing and developed countries. To achieve this goal, the Fixed Effects Model (FEM) was used, and it is clear that there is a negative and statistically significant effect of financial depth and economic growth on the equity risk premium. The study emphasizes the need to formulate appropriate strategies to mitigate the negative effects resulting from the weakness of the financial sector, pursue financial innovation, and explore how deepening the financial sector can contribute to the efficient allocation of resources. It also emphasizes focusing various government development efforts and programs on enhancing economic growth, ensuring low inflation, stable exchange rates, and limiting oil price fluctuations, as each of these has a fundamental role to play in addressing the problem of high equity risk premiums.

Keywords: Financial depth, economic growth, equity risk premium, developing countries, developed countries.