https://jsrhs.rcc.edu.ly/
ISSN: 3078-4611
Vol.3 No.2 (2026), 28- 46
Article history:
Received:01/08/2026
Accepted:30/09/2026
Published:05/10/2026

مجلة البحوث المستدامة في العلوم الإنسانية

JSRHS

العلاقة الديناميكية بين متغيرات الاقتصاد الكلي ومؤشرات أسواق الأسهم الناشئة: أدلة تطبيقية من الأردن ومصر باستخدام نموذج ECM وARDL

علي أبوبكر نور الدين محمد فتحي سالم اغا
قسم التمويل والمصارف/ كلية التجارة جامعة سبها
https://orcid.org/0009-0008-8059-9338
https://orcid.org/0009-0003-4877-4515
ali.nouraldeen@sebhau.edu.ly mohammedagha1224@gmail.com

The Dynamic Relationship between Macroeconomic Variables and Emerging Stock Market Indicators: Empirical Evidence from Jordan and Egypt Using the ARDL Model

Abstract:
This study examines the dynamic relationship between macroeconomic variables and stock market indices in Egypt and Jordan. Using a descriptive-analytical approach, the study employs quarterly time-series data covering the period from 2006 to 2023. The empirical analysis is conducted using the Autoregressive Distributed Lag (ARDL) cointegration approach and the Error Correction Model (ECM) to investigate both the long-run equilibrium relationship and short-run dynamics. The stock market index is specified as the dependent variable, while gross domestic product (GDP), money supply, interest rate, and inflation rate are included as explanatory variables.
The empirical findings indicate the existence of a long-run equilibrium relationship between macroeconomic variables and stock market indices in both countries. In Jordan, GDP exerts a statistically significant negative effect on the stock market index, whereas money supply has a statistically significant positive effect. By contrast, the effects of the interest rate and inflation rate are statistically insignificant. In Egypt, the interest rate is the only macroeconomic variable that has a statistically significant impact on the stock market index in both the long run and the short run. The results also reveal heterogeneous dynamic responses across the explanatory variables, with some effects materializing after time lags. Furthermore, the ECM estimates confirm the presence of a stable adjustment mechanism, indicating that approximately 36% of short-run disequilibria are corrected in each period in Jordan and about 40% in Egypt. Finally, diagnostic and stability tests confirm that the estimated ARDL models are statistically robust and well specified, supporting the reliability of the empirical findings.
Keywords: Macroeconomic Variables; Stock Market Indices; ARDL Model; Error Correction Model; Cointegration; Emerging Markets.

الملخص:
هدفت هذه الدراسة إلى تحليل العلاقة الديناميكية بين متغيرات الاقتصاد الكلي ومؤشرات أسواق الأسهم في كلٍ من مصر والأردن. اعتمدت الدراسة على المنهج الوصفي التحليلي باستخدام بيانات سلاسل زمنية ربع سنوية للفترة (2006–2023)، وتطبيق نموذج الانحدار الذاتي للإبطاء الموزع (ARDL)، إضافة إلى نموذج تصحيح الخطأ (ECM) لاختبار العلاقة الديناميكية في الاجلين الطويل والقصير. تكونت متغيرات الدراسة من متغير واحد تابع (مؤشر سوق الأسهم)، وأربعة متغيرات مستقلة وهي: الناتج المحلي الإجمالي، عرض النقود، سعر الفائدة، ومعدل التضخم. أظهرت النتائج وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين المتغيرات في كلا السوقين. في الأردن، كشفت النتائج عن

وجود تأثير سلبي معنوي للناتج المحلي الإجمالي وتأثير إيجابي معنوي لعرض النقود، في حين لم يكن لسعر الفائدة والتضخم أثر معنوي. أما في مصر، أوضحت نتائج الدراسة بأن سعر الفائدة هو المتغير الوحيد ذو التأثير المعنوي في الأجلين الطويل والقصير، أظهرت النتائج ايضاً وجود تأثيرات ديناميكية متفاوتة للمتغيرات، مع وجود استجابة متأخرة لبعضها. كما أكدت نتائج نموذج تصحيح الخطأ وجود آلية لتصحيح الاختلالات، حيث يتم تصحيح نحو 36% من الانحرافات في الأردن و40% في مصر خلال كل فترة. وأثبتت الاختبارات التشخيصية سلامة النموذج واستقراره، مما يعزز موثوقية النتائج.

الكلمات المفتاحية: الاقتصاد الكلي، أسواق الأسهم، نموذج ARDL، التكامل المشترك، الأسواق الناشئة.

1. المقدمة:

تصنف المتغيرات المؤثرة على القيمة الحقيقية للسهم، وفقاً لنظرية التمويل، إلى ثلاثة أنواع رئيسية: متغيرات مرتبطة بالاقتصاد الكلي، ومتغيرات مرتبطة بالقطاع الذي تنتمي إليه الشركة المصدرة للسهم، ومتغيرات خاصة بالشركة نفسها. وتفترض نظرية كفاءة أسواق رأس المال أن السوق يكون كفؤاً عندما تعكس الأسعار السائدة جميع المعلومات المتاحة. كما توكد نظرية المحفظة الاستثمارية ونماذج تسعير الأصول الرأسمالية، نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM) ونموذج تسعير المراجحة (APT)، إلى أن المتغيرات المرتبطة بالاقتصاد الكلي وحالة السوق العامة تمثل أحد المحددات الرئيسة في تقييم الأسهم واتخاذ القرارات الاستثمارية، لكونها المصدر الأساسي للمخاطر النظامية التي لا يمكن التحوط منها عبر تنويع المحفظة الاستثمارية.

تكتسب متغيرات الاقتصاد الكلي، مثل الناتج المحلي الإجمالي، وعرض النقود، وسعر الفائدة، وسعر الصرف، والتضخم، والبطالة، والاستثمار، أهمية كبيرة في تحليل أداء الأسواق المالية. ولا تقتصر هذه الأهمية على كونها مصادر للمخاطر العامة (المخاطر النظامية)، بل تمتد إلى دورها في تفسير تطور الأسواق المالية. وقد ركزت العديد من الدراسات التطبيقية على أثر هذه المتغيرات في تطور الأسواق المالية.(Ben Naceur et al., 2007)

ومع استمرار الجدل بين الباحثين حول ما إذا كانت المخاطر العامة فقط يمكنها تفسير التباين في أسعار أو عوائد الأسهم (Fama & French, 2004)، برز اتجاه بحثي يهتم بدراسة طبيعة العلاقة بين متغيرات الاقتصاد الكلي وأسعار الأسهم في الأجلين الطويل والقصير. وفي هذا السياق، تثار عدة تساؤلات: ما طبيعة هذه العلاقة؟ وهل توجد علاقة توازنية طويلة الأجل بين المتغيرات؟ وهل يتم تصحيح أي انحراف عن هذا التوازن في الأجل القصير؟

يعد نموذج الانحدار الذاتي للإبطاء الموزع (ARDL) ، الذي طوره Pesaran et al., (1999) & Pesaran et al., (2001) ، من أهم النماذج القياسية المستخدمة لتحليل العلاقة الديناميكية بين متغيرات الاقتصاد الكلي وأسعار الأسهم في الأجلين الطويل والقصير. ويتميز هذا النموذج بقدرته على التعامل مع سلاسل زمنية ذات درجات تكامل مختلفة بين I(0) و I(1)، كما يوفر نتائج دقيقة عند تطبيقه على عينات صغيرة أو متوسطة الحجم. إضافة إلى ذلك، يدمج النموذج بين ديناميكيات الأجلين الطويل والقصير في إطار واحد، ويتيح قياس سرعة التكيف نحو التوازن بعد حدوث الصدمات، مع تقليل تحيز التقدير الناتج عن التداخل بين المتغيرات من خلال تضمين الإبطاءات الزمنية المناسبة (Pesaran et al., 2001).

تستمد هذه الدراسة أهميتها من تطبيق نموذج (ARDL) على أسواق ناشئة، هي بورصة عمّان للأوراق المالية والبورصة المصرية، والتي تتميز بخصائص تختلف عن الأسواق المتقدمة، مثل ارتفاع وتقلب العوائد، وصغر حجم السوق، وضعف الاندماج مع الأسواق العالمية (Harvey, 1995). كما تتسم هذه الأسواق بدرجة أقل من الكفاءة، مما يجعل عوائدها أكثر قابلية للتنبؤ، فضلاً عن تأثرها الكبير بالصدمات الخارجية الناتجة عن التغيرات التنظيمية، وتقلبات أسعار الصرف، والأوضاع السياسي (Bekaert et al., 1998) . إضافة

إلى ذلك، تتميز أسواق الأسهم العربية بحداثة التأسيس نسبياً، وانخفاض السيولة نتيجة محدودية حجم وقيمة التداول (Chiad & Sahraoui, 2021). وانطلاقاً من ذلك، تهدف هذه الدراسة إلى تحليل العلاقة بين متغيرات الاقتصاد الكلي ومؤشرات أسواق الأسهم في كل من الأردن ومصر باستخدام نموذجARDL ، وذلك لفهم طبيعة هذه العلاقة في الأجلين الطويل والقصير.

2. مشكلة الدراسة.

تُعد العلاقة بين متغيرات الاقتصاد الكلي وأسواق الأسهم من القضايا الرئيسة في الأدبيات الاقتصادية والمالية، لما لهذه المتغيرات من دور في تفسير تحركات أسعار الأسهم وتقييم الأصول المالية. ورغم تعدد الدراسات التي تناولت هذه العلاقة، فإن نتائجها جاءت متباينة؛ إذ أظهرت بعض الدراسات وجود علاقة توازنية طويلة الأجل وتأثيرات معنوية لمتغيرات الاقتصاد الكلي في مؤشرات أسواق الأسهم، في حين توصلت دراسات أخرى إلى نتائج مختلفة تبعاً لاختلاف خصائص الأسواق، والفترات الزمنية، والمنهجيات القياسية المستخدمة.

وتزداد أهمية هذه الإشكالية في الأسواق الناشئة، ومنها السوقان الأردني والمصري، اللذان يتسمان بخصائص مؤسسية واقتصادية تختلف عن الأسواق المتقدمة، الأمر الذي قد يؤدي إلى اختلاف طبيعة استجابة مؤشرات أسواق الأسهم للتغيرات في المتغيرات الاقتصادية الكلية. كما أن محدودية الدراسات المقارنة التي تناولت البلدين باستخدام نموذج الانحدار الذاتي للإبطاء الموزع (ARDL) لتحليل العلاقة في الأجلين الطويل والقصير، تبرز الحاجة إلى إجراء دراسة تسهم في توضيح هذه العلاقة واختبار وجود توازن طويل الأجل وآلية تصحيح الاختلالات قصيرة الأجل.

وانطلاقاً من ذلك، تتمثل مشكلة الدراسة في تحديد طبيعة واتجاه العلاقة الديناميكية بين متغيرات الاقتصاد الكلي ومؤشرات أسواق الأسهم في كل من الأردن ومصر، واختبار ما إذا كانت هذه العلاقة تختلف بين البلدين في الأجلين الطويل والقصير.

بناء على ما تم عرضه تتمثل مشكلة الدراسة في محاولة الإجابة عن التساؤل الرئيس الآتي:

ما طبيعة واتجاه العلاقة في الأجلين الطويل والقصير بين متغيرات الاقتصاد الكلي (الناتج المحلي الإجمالي، عرض النقود، سعر الفائدة، والتضخم) ومؤشرات أسواق الأسهم في كل من الأردن ومصر؟

وينبثق عن هذا التساؤل مجموعة من التساؤلات الفرعية وهي:

- هل توجد علاقة توازنية طويلة الأجل بين متغيرات الاقتصاد الكلي ومؤشرات أسواق الأسهم في الأردن ومصر؟
- ما طبيعة التأثير قصير الأجل لمتغيرات الاقتصاد الكلي في مؤشرات أسواق الأسهم؟
- ما سرعة تصحيح الاختلالات قصيرة الأجل للعودة إلى التوازن طويل الأجل؟

3. اهداف الدراسة:

تهدف هذه الدراسة إلى تحليل طبيعة العلاقة بين متغيرات الاقتصاد الكلي ومؤشرات أسواق الأسهم في كل من الأردن ومصر باستخدام نموذج الانحدار الذاتي للإبطاء الموزع (ARDL)، وذلك من خلال تحقيق الأهداف الآتية:

- تحليل العلاقة بين متغيرات الاقتصاد الكلي ومؤشرات أسواق الأسهم في كل من الأردن ومصر.
- اختبار وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين متغيرات الاقتصاد الكلي ومؤشرات أسواق الأسهم في كل الأردن ومصر.
- تحليل التأثيرات قصيرة الأجل لمتغيرات الاقتصاد الكلي في مؤشرات أسواق الأسهم في السوقين الأردني والمصري.
- تقدير سرعة تصحيح الاختلالات قصيرة الأجل بين متغيرات الاقتصاد الكلي ومؤشرات أسواق الأسهم والعودة إلى حالة التوازن في الأجل الطويل.

4. فرضيات الدراسة:

في ضوء مشكلة الدراسة وتساؤلاتها، تقوم هذه الدراسة باختبار الفرضيات الآتية:

H1– توجد علاقة توازنية طويلة الأجل ذات دلالة إحصائية بين متغيرات الاقتصاد الكلي ومؤشرات أسواق الأسهم في كل من الأردن ومصر.

H2 – تؤثر متغيرات الاقتصاد الكلي تأثيراً ذا دلالة إحصائية في مؤشرات أسواق الأسهم في الأجل القصير في كل من الأردن ومصر.

H3 – توجد آلية لتصحيح الاختلالات قصيرة الأجل بين متغيرات الاقتصاد الكلي ومؤشرات أسواق الأسهم، بما يؤدي إلى عودة العلاقة إلى حالة التوازن في الأجل الطويل.

5. أهمية الدراسة:

- إثراء الأدبيات السابقة، حيث تركز هذه الدراسة على اختبار العلاقة بين متغيرات الاقتصاد الكلي ومؤشرات الأسهم في أسواق ناشئة، تتميز بخصوصية عالية من حيث شدة التقلبات وضعف الكفاءة.
- تسلط الدراسة الضوء على مجموعة مختارة من المتغيرات الكلية (النمو، السيولة، تكلفة التمويل، والاستقرار الاقتصادي) بوصفها المحركات الأساسية لتقلبات مؤشرات أسواق الأسهم.
- توفر الدراسة دليلاً عملياً يساعد صانعي السياسات النقدية والمالية على التنبؤ بردود فعل السوق تجاه القرارات الاقتصادية. كما تمنح المستثمرين أداة علمية لتقدير المخاطر وبناء استراتيجيات استثمارية تتناسب مع طبيعة وحركة الأسواق الناشئة.

6. الدراسات السابقة:

تناولت العديد من الدراسات السابقة تحليل العلاقة بين متغيرات الاقتصاد الكلي وأداء أسواق الأسهم باستخدام نماذج الاقتصاد القياسي، وبخاصة نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة (ARDL). وقد اختلفت هذه الدراسات من حيث طبيعة الأسواق المالية محل الدراسة، وعدد المتغيرات الاقتصادية المستخدمة، والفترة الزمنية، إضافة إلى نوع البيانات المستخدمة سواء كانت سنوية أو ربع سنوية أو شهرية. ومن أبرز هذه الدراسات ما يأتي:

– **دراسة (Ergun & Özlen, 2012)** التي هدفت إلى تحليل أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية المحلية على عوائد الأسهم في تركيا، من خلال دراسة عوائد أسهم 45 شركة موزعة على 11 قطاعاً مدرجة في بورصة إسطنبول، وذلك باستخدام بيانات شهرية خلال الفترة الممتدة من فبراير 2005 إلى مايو 2012. وقد اعتمدت الدراسة على مجموعة من المتغيرات الاقتصادية الكلية تمثلت في معدل التضخم، سعر الصرف، معدل الفائدة، معدل البطالة، وعجز الحساب الجاري، في حين تم قياس المتغير التابع من خلال عوائد الأسهم للشركات المدرجة. ولتحليل العلاقة بين المتغيرات استخدمت الدراسة اختبارات جذر الوحدة للتحقق من استقرارية السلاسل الزمنية، كما تم توظيف نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة (ARDL) لدراسة العلاقة بين المتغيرات في الأجلين القصير والطويل. وقد أظهرت نتائج الدراسة أن سعر الصرف ومعدل الفائدة يمثلان من أهم العوامل المؤثرة بشكل معنوي في تحركات عوائد الأسهم في مختلف القطاعات، حيث تبين أن التغيرات في هذين المتغيرين تؤثر بشكل واضح في أداء سوق الأسهم بغض النظر عن طبيعة القطاع الاقتصادي، مما يشير إلى الدور المهم للمتغيرات الاقتصادية الكلية في تفسير سلوك عوائد الأسهم في في بورصة إسطنبول.

– **دراسة (Khan & Khan, 2018)** سعت إلى اختبار أثر مجموعة من متغيرات الاقتصاد الكلي على تحركات أسعار الأسهم في بورصة كراتشي. اعتمدت الدراسة على بيانات السلاسل الزمنية الشهرية خلال الفترة الزمنية الممتدة من مايو 2000 وحتى أغسطس 2016. وتمثلت المتغيرات المستقلة في كلاً من عرض النقود بمفهومه الواسع، وسعر الصرف، ومعدل الفائدة، ومعدل التضخم، ومؤشر الإنتاج الصناعي، وحجم الصادرات. ومن الناحية المنهجية، تم استخدام نموذج الإبطاء الزمني الموزع الذاتي لاختبار الحدود لفحص علاقات التكامل المشترك في الأجلين الطويل والقصير. وقد خلصت النتائج إلى وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين المتغيرات، حيث أظهر عرض النقود أثراً إيجابياً معنوياً على أسعار الأسهم، في حين أظهرت نتائج الدراسة وجود أثر سلبي معنوي لكل من سعر الصرف وسعر الفائدة، بينما لم تظهر بقية المتغيرات المتمثلة في التضخم والإنتاج الصناعي والصادرات أي أثر ذي دلالة إحصائية في الأجل الطويل. أما في الأجل القصير، فقد كشفت الدراسة عن عدم معنوية معظم المتغيرات باستثناء سعر الصرف الذي ارتبط بعلاقة عكسية مع أسعار الأسهم.

– **دراسة (McMillan & Humpe, 2020)** تمحورت حول تحليل العلاقة طويلة الأجل بين المتغيرات الاقتصادية الكلية وأداء أسواق الأسهم في دول مجموعة السبع (G7)، وذلك بالاعتماد على بيانات سلاسل زمنية شهرية خلال الفترة الممتدة من ديسمبر 1977 إلى أغسطس 2018. وقد استخدمت الدراسة أسعار الأسهم كمتغير تابع، بينما تمثلت المتغيرات الاقتصادية الكلية المستقلة في الإنتاج الصناعي، مؤشر أسعار المستهلك (التضخم)، ومعدل الفائدة الحقيقي طويل الأجل (عائد السندات الحكومية لأجل عشر سنوات). ولتحليل العلاقة بين هذه المتغيرات اعتمدت الدراسة على نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة بيانات البانل (Panel ARDL) باستخدام مقدر المتوسط التجميعي (PMG)، كما تم استخدام اختبارات التكامل المشترك لبيدروني (Pedroni) للتحقق من وجود علاقة توازنية طويلة الأجل. وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين أسعار الأسهم والمتغيرات الاقتصادية الكلية، حيث أظهرت النتائج وجود علاقة إيجابية بين أسعار الأسهم وكل من الإنتاج الصناعي والتضخم على المدى الطويل، في حين تبين وجود علاقة سلبية بين أسعار الأسهم ومعدلات الفائدة الحقيقية، كما أوضحت النتائج في الأجل القصير أن ارتفاع التضخم يؤدي إلى انخفاض أسعار الأسهم نتيجة توقع ارتفاع أسعار الفائدة وتباطؤ النمو الاقتصادي.

– **دراسة (Mathusha, 2021)** ركزت على تحليل أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على أسعار الأسهم في سريلانكا، وذلك بالاعتماد على بيانات شهرية خلال الفترة الممتدة من يناير 2001 إلى ديسمبر 2020. وقد استخدمت الدراسة مؤشر جميع أسعار الأسهم (ASPI) كمؤشر لقياس أسعار الأسهم في بورصة كولومبو، في حين تمثلت المتغيرات الاقتصادية الكلية في مؤشر أسعار المستهلك (CPI)، سعر الصرف (ER)، عرض النقود (MS)، ومعدل العائد على اذونات الخزانة (TBR). ولتحليل العلاقة بين هذه المتغيرات تم استخدام اختبارات جذر الوحدة (ADF و PP) للتحقق من استقرارية السلاسل الزمنية، كما تم تطبيق نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة (ARDL) واختبار الحدود (Bounds Test) لدراسة العلاقة في الأجلين القصير والطويل، بالإضافة إلى نموذج تصحيح الخطأ (ECM) لقياس سرعة التكيف نحو التوازن في الأجل الطويل. وأظهرت نتائج الدراسة وجود علاقة تكامل مشترك طويلة الأجل بين المتغيرات الاقتصادية الكلية وأسعار الأسهم، كما اشارت نتائج الدراسة بأن مؤشر أسعار المستهلك (التضخم) يؤثر إيجابياً وبشكل معنوي على أسعار الأسهم في الأجل الطويل، في حين أن معدل العائد على أذونات الخزانة يؤثر سلبياً وبشكل معنوي على أسعار الأسهم في الأجلين القصير والطويل، بينما لم يظهر سعر الصرف وعرض النقود تأثيراً معنوياً على أسعار الأسهم في الأجل الطويل.

– **دراسة (باسلم و بليله، 2024)** هدفت إلى قياس أثر مجموعة من المتغيرات الاقتصادية الكلية على القيمة السوقية لسوق الأسهم السعودي، وقد غطت الدراسة الفترة الزمنية الممتدة من عام 2000 إلى عام 2021، وتضمنت الدراسة متغيراً تابعاً تمثل في القيمة السوقية لسوق الأسهم، بينما شملت المتغيرات المستقلة كلاً من أسعار النفط، ومعدل النمو الاقتصادي، والائتمان المصرفي الممنوح للقطاع الخاص، وعرض النقود بمفهومه الواسع، بالإضافة إلى معدل الفائدة. ومن الناحية المنهجية، استخدمت الدراسة أسلوب التحليل القياسي القائم على نموذج الإبطاء الزمني الموزع الذاتي لاختبار الحدود، وذلك لفحص علاقات التكامل المشترك في الأجلين الطويل والقصير. وقد خلصت النتائج إلى وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين المتغيرات محل الدراسة، حيث تبين وجود أثر إيجابي ذي دلالة إحصائية لكل من أسعار النفط، وعرض النقود، ومعدل النمو الاقتصادي، والائتمان المصرفي على أداء سوق الأسهم، في حين أظهرت النتائج وجود أثر سلبي معنوي لمعدل الفائدة على القيمة السوقية للأسهم، كما كشفت قيمة معامل تصحيح الخطأ عن قدرة السوق على العودة نحو حالتها التوازنية في الأجل الطويل بسرعة عقب حدوث الاختلالات الاقتصادية.

– **دراسة (Kolawole, 2025)** اختبرت أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على أداء سوق الأسهم في نيجيريا، وذلك بالاعتماد على بيانات سلاسل زمنية سنوية خلال الفترة 1986–2023. وقد تضمنت الدراسة مجموعة من المتغيرات الاقتصادية الكلية هي سعر الصرف، سعر الفائدة، معدل التضخم، الناتج المحلي الإجمالي، الاستثمار الأجنبي المباشر، معدل البطالة، والإنفاق الحكومي، في حين تم قياس أداء سوق الأسهم باستخدام مؤشر جميع الأسهم (ASI). ولتحليل العلاقة بين المتغيرات اعتمدت الدراسة على اختبار ديكي–فولر الموسع (ADF) للتحقق من استقرارية السلاسل الزمنية، كما تم تطبيق نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة (ARDL) واختبار الحدود (Bounds Test) لدراسة العلاقة في الأجلين القصير والطويل. وقد توصلت الدراسة إلى وجود علاقة تكامل مشترك طويلة الأجل بين المتغيرات الاقتصادية الكلية وأداء سوق الأسهم، كما أظهرت النتائج وجود تأثير معنوي لكل من سعر الصرف وسعر الفائدة ومعدل التضخم على أداء السوق، بينما تبين أن الناتج المحلي الإجمالي يؤثر إيجابياً وبشكل معنوي على أداء سوق الأسهم، مما يشير إلى أن المتغيرات الاقتصادية الكلية تمثل عاملاً مهماً في تفسير تطور وأداء سوق الأسهم في نيجيريا.

– **دراسة (Khudoykulov et al, 2025)** هدفت إلى قياس أثر متغيرات الاقتصاد الكلي على مؤشرات أسعار أسهم قطاع الصناعات الكيماوية، من خلال إجراء تحليل مقارن بين الولايات المتحدة الأمريكية وألمانيا. اعتمدت الدراسة على بيانات السلاسل الزمنية لمؤشرات القطاع الصناعات الكيماوية، وشملت المتغيرات المستقلة كلاً من معدل التضخم، وأسعار الفائدة، وأسعار الصرف، وعرض النقود، بالإضافة إلى متغير يمثل الأزمات الاقتصادية. ومن الناحية المنهجية، استخدمت الدراسة نموذج الإبطاء الزمني الموزع الذاتي لاختبار الحدود، وذلك لتحليل علاقات التكامل المشترك في الأجلين القصير والطويل. وخلصت النتائج إلى وجود علاقات توازنية طويلة الأجل، حيث اشارت نتائج الدراسة بأن التضخم ومدى تأثر السوق الأمريكي بالتقلبات الاقتصادية في السوق الألماني هما المحركان الأساسيان للأسعار في الولايات المتحدة، بينما أظهر السوق الألماني حساسية أكبر تجاه معدلات التضخم وأسعار الفائدة والصرف. كما كشفت النتائج أن السوق الأمريكي له تأثيرا قوي على سوق الاسهم الألماني، وأظهر قدرة أسرع على العودة إلى حالته التوازنية، بالإضافة إلى مرونة أكبر في مواجهة الأزمات الاقتصادية مقارنة بالسوق الأسهم الألماني.

دراسة (Hussein et al, 2026) تم اختبار أثر بعض المتغيرات الاقتصادية الكلية على مؤشر أسعار الأسهم في البورصة المصرية، وذلك بالاعتماد على بيانات سلاسل زمنية ربع سنوية للفترة 2015–2022. اعتمدت الدراسة مؤشر EGX30 كمتغير تابع، بينما تمثلت المتغيرات المستقلة في سعر الصرف، والناتج المحلي الإجمالي، ومعدل التضخم. واستخدمت الدراسة نموذج ARDL لتحليل العلاقة بين

المتغيرات بعد إجراء اختبارات الاستقرارية والتكامل المشترك. وأظهرت النتائج وجود تأثير معنوي موجب لسعر الصرف على مؤشر الأسهم في الأجل الطويل، في حين كان للتضخم تأثير سلبي في الأجل القصير، بينما ظهر تأثير محدود للناتج المحلي الإجمالي على مؤشر أسعار الأسهم.

تشير مراجعة الدراسات السابقة إلى أهمية متغيرات الاقتصاد الكلي في تفسير تحركات أسواق الأسهم، حيث اعتمدت معظم الدراسات على نماذج الاقتصاد القياسي لتحليل العلاقة بين هذه المتغيرات، وبخاصة نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة (ARDL). كما اعتمدت أغلب الدراسات على اختبارات الاستقرارية مثل اختبار ديكي–فولر الموسع واختبار فيليبس–بيرون، إضافة إلى اختبار الحدود للتحقق من وجود علاقات تكامل مشترك بين المتغيرات في الأجل الطويل. وتشترك هذه الدراسات أيضاً في استخدام عدد من المتغيرات الاقتصادية الكلية الأساسية، مثل معدل التضخم، وسعر الصرف، ومعدل الفائدة، والناتج المحلي الإجمالي، وعرض النقود، باعتبارها من أهم العوامل المؤثرة في أداء الأسواق المالية.

في المقابل، تباينت الدراسات في طبيعة الأسواق المالية محل الدراسة، والفترة الزمنية، ونوع البيانات المستخدمة، إضافة إلى اختلاف عدد المتغيرات الاقتصادية المستخدمة. كما اختلفت نتائج الدراسات فيما يتعلق باتجاه وقوة تأثير بعض المتغيرات الاقتصادية الكلية على أسواق الأسهم. فبينما أشارت بعض الدراسات إلى وجود تأثير إيجابي لبعض المتغيرات مثل عرض النقود أو النمو الاقتصادي، بينت دراسات أخرى وجود تأثير سلبي لبعض المتغيرات مثل معدلات الفائدة أو التضخم. ويرتبط هذا التباين باختلاف الخصائص الاقتصادية والهيكلية للأسواق المالية في الدول محل الدراسة، إضافة إلى اختلاف الفترات الزمنية والظروف الاقتصادية.

7. المنهجية:

تتضمن منهجية الدراسة المنهج العلمي المتبع، وعينة الدراسة، ومتغيرات الدراسة، والفترة الزمنية، ومصادر البيانات، إضافة إلى الأسلوب القياسي المستخدم في تحليل العلاقة بين متغيرات الاقتصاد الكلي ومؤشر سوق الأوراق المالية.

1.7 المنهج العلمي المتبع:

تعتمد هذه الدراسة على المنهج الوصفي التحليلي، وذلك لملاءمته لطبيعة موضوع البحث وأهدافه، إذ تهدف الدراسة إلى تحليل العلاقة بين مجموعة من متغيرات الاقتصاد الكلي ومؤشر سوق الأوراق المالية باستخدام بيانات سلاسل زمنية، الأمر الذي يتطلب وصف تطور هذه المتغيرات عبر الزمن وتحليلها تحليلاً كمياً، كما يسمح هذا المنهج بدراسة العلاقات الاقتصادية القائمة وتفسيرها في ضوء الأدبيات الاقتصادية والنماذج القياسية. مع إجراء تحليل مقارن لنتائج التطبيق بين سوقي الأوراق المالية في الأردن ومصر لإبراز أوجه التشابه والاختلاف في طبيعة العلاقة بين المتغيرات في البلدين.

2.7 عينة الدراسة:

تم اختيار كل من بورصة عمّان للأوراق المالية والبورصة المصرية من بين 15 بورصة عربية مدرجة ضمن مؤشر صندوق النقد العربي المركب بنهاية الربع الرابع من عام 2023 (صندوق النقد العربي، 2023). ويعود اختيار هاتين البورصتين إلى توافر البيانات اللازمة لإجراء الدراسة، والمتمثلة في البيانات الربع سنوية خلال الفترة الممتدة من الربع الأول لعام 2006 إلى الربع الرابع لعام 2023 بصورة منتظمة. في المقابل، تم استبعاد بقية البورصات العربية الأخرى بسبب عدم توافر بيانات ربع سنوية منتظمة تغطي كامل فترة الدراسة.

وبحسب بيانات صندوق النقد العربي، تعد البورصة المصرية من الأسواق المالية العربية متوسطة الحجم؛ إذ تبلغ قيمتها السوقية نحو 55.7 مليار دولار أمريكي، وتضم نحو 224 شركة مدرجة، كما سجلت قيمة تداول تقارب 86.8 مليار دولار وحجم تداول يقارب 79.8

مليار سهم. في المقابل، تُصنَّف بورصة عمان للأوراق المالية ضمن الأسواق العربية الأصغر نسبياً؛ إذ تضم نحو 173 شركة مدرجة، وتبلغ قيمتها السوقية نحو 23.9 مليار دولار أمريكي، كما سجلت قيمة تداول تقارب 371.1 مليون دولار وحجم تداول نحو 276.8 مليون سهم خلال الفترة نفسها، وتشير هذه المؤشرات إلى وجود فروق واضحة بين السوقين من حيث حجم السوق ومستويات السيولة مقارنة ببعض الأسواق المالية العربية (صندوق النقد العربي، 2023).

3.7 متغيرات الدراسة وفرضياتها:

تتكون متغيرات الدراسة من متغير تابع يتمثل في مؤشر سوق الأوراق المالية، وأربع متغيرات مستقلة تمثل أهم متغيرات الاقتصاد الكلي التي يفترض أن يكون لها تأثير على أداء الأسواق المالية .وتتمثل هذه المتغيرات في الناتج المحلي الإجمالي، وعرض النقود، وسعر الفائدة، ومعدل التضخم.

وقد تم اختيار هذه المتغيرات استناداً إلى الأدبيات النظرية والتطبيقية في مجالي التمويل والاقتصاد الكلي التي تشير إلى وجود علاقة بين المتغيرات الاقتصادية الكلية وأداء أسواق الأوراق المالية، كما جاء اختيار هذه المتغيرات في ضوء توفر البيانات الخاصة بها بصورة منتظمة خلال فترة الدراسة، بما يسمح بإجراء التحليل القياسي بدرجة مناسبة من الدقة والموثوقية.

وتؤثر هذه المتغيرات على الأسواق المالية من خلال تأثيرها في مستوى النشاط الاقتصادي، والسيولة المتاحة في الاقتصاد، وتكلفة التمويل، وتوقعات المستثمرين، وهو ما ينعكس في النهاية على حركة أسعار الأسهم ومؤشر سوق الأوراق المالية. وفيما يأتي عرض لمتغيرات الدراسة مع توضيح الأساس النظري للعلاقة المتوقعة بينها وبين مؤشر سوق الأوراق المالية.

1.3.7 مؤشر سوق الأوراق المالية MI (المتغير التابع):

يمثل مؤشر سوق الأوراق المالية مقياساً إحصائياً يعكس الأداء العام لسوق الأسهم من خلال تتبع التغيرات في أسعار الأسهم المدرجة في السوق. ويعد هذا المؤشر أداة مهمة لقياس اتجاهات السوق وتقييم مستوى النشاط الاستثماري، كما يعكس مؤشر السوق توقعات المستثمرين بشأن الأوضاع الاقتصادية والمالية المستقبلية، لذلك يُنظر إليه في كثير من الأحيان بوصفه مؤشراً يعكس الحالة العامة للاقتصاد. وتتأثر حركة مؤشر السوق بعدد من العوامل الاقتصادية والمالية، مثل النمو الاقتصادي، ومستويات السيولة، وأسعار الفائدة، ومعدلات التضخم. ويُستخدم مؤشر سوق الأوراق المالية في هذه الدراسة بوصفه المتغير التابع الذي يتم من خلاله قياس أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية في أداء الأسواق المالية.

2.3.7 المتغيرات الاقتصادية الكلية (المتغيرات المستقلة):

وتتضمن كلاً من:

- الناتج المحلي الإجمالي GDP:

يمثل الناتج المحلي الإجمالي القيمة الإجمالية للسلع والخدمات النهائية المنتجة داخل الاقتصاد خلال فترة زمنية محددة، ويعد من أهم المؤشرات المستخدمة لقياس مستوى النشاط الاقتصادي، ويرتبط أداء سوق الأوراق المالية بدرجة كبيرة بمستوى النشاط الاقتصادي، إذ يؤدي تحسن النمو الاقتصادي عادة إلى زيادة أرباح الشركات وارتفاع مستويات الاستثمار، الأمر الذي يعزز ثقة المستثمرين في الأسواق المالية ويزيد الطلب على الأسهم، كما أن ارتفاع معدلات النمو الاقتصادي ينعكس إيجاباً على توقعات المستثمرين بشأن الأداء المستقبلي للشركات المدرجة في السوق، مما قد يؤدي إلى ارتفاع أسعار الأسهم وتحسن أداء مؤشر السوق. وعليه، يمكن صياغة الفرضية المتعلقة بهذا المتغير على النحو الآتي:

ترتبط التغيرات في الناتج المحلي الإجمالي بعلاقة إيجابية مع مؤشر سوق الأوراق المالية.

- عرض النقود MS:

يشير عرض النقود إلى حجم السيولة المتاحة في الاقتصاد، ويعد من أهم المتغيرات التي تعكس توجهات السياسة النقدية، ويؤثر عرض النقود في الأسواق المالية من خلال تأثيره في مستوى السيولة المتاحة للاستثمار، فزيادة عرض النقود تؤدي عادة إلى ارتفاع مستويات السيولة في الاقتصاد، مما قد يشجع المستثمرين على توجيه جزء من أموالهم نحو الاستثمار في الأصول المالية، ومنها الأسهم، كما أن زيادة السيولة قد تسهم في تنشيط النشاط الاقتصادي وتعزيز الطلب على الأصول المالية. وعليه، يمكن صياغة الفرضية المتعلقة بهذا المتغير على النحو الآتي:

ترتبط التغيرات في عرض النقود بعلاقة إيجابية مع مؤشر سوق الأوراق المالية.

- سعر الفائدة IR:

يُعد سعر الفائدة من أهم أدوات السياسة النقدية، ويؤثر بصورة مباشرة في قرارات الادخار والاستثمار. ويؤدي تغير سعر الفائدة إلى إعادة توزيع الاستثمارات بين مختلف الأصول المالية. فعندما ترتفع أسعار الفائدة تزداد جاذبية الأدوات المالية منخفضة المخاطر مثل الودائع المصرفية والسندات، مما قد يدفع المستثمرين إلى تقليل استثماراتهم في سوق الأسهم. في المقابل، قد يؤدي انخفاض أسعار الفائدة إلى زيادة الاستثمار في الأسهم نتيجة انخفاض تكلفة الاقتراض وارتفاع العائد المتوقع من الاستثمار في السوق المالي. وعليه، يمكن صياغة الفرضية المتعلقة بهذا المتغير على النحو الآتي:

ترتبط التغيرات في سعر الفائدة بعلاقة سلبية مع مؤشر سوق الأوراق المالية.

- معدل التضخم INF:

يمثل معدل التضخم التغير في المستوى العام للأسعار في الاقتصاد خلال فترة زمنية معينة، ويعد من المؤشرات المهمة التي تعكس درجة الاستقرار الاقتصادي، ويؤثر التضخم في الأسواق المالية من خلال تأثيره في القوة الشرائية وتكاليف الإنتاج والعوائد الحقيقية للاستثمار، فارتفاع معدلات التضخم قد يؤدي إلى زيادة حالة عدم اليقين في الاقتصاد، كما قد يؤدي إلى تراجع القوة الشرائية وارتفاع تكاليف الإنتاج، وهو ما قد ينعكس سلباً على أرباح الشركات وأداء سوق الأسهم. وعليه، يمكن صياغة الفرضية المتعلقة بهذا المتغير على النحو الآتي:

ترتبط التغيرات في معدل التضخم بعلاقة سلبية مع مؤشر سوق الأوراق المالية.

4.7 الفترة الزمنية التي تغطيها الدراسة ومصادر الحصول على البيانات:

تغطي الدراسة الفترة الزمنية الممتدة من الربع الأول لعام 2006 إلى الربع الرابع لعام 2023 لكلٍّ من الأردن ومصر، وقد تم الحصول على بيانات متغيرات الدراسة من الموقع الرسمي للبنك المركزي الأردني (البنك المركزي الأردني، 2026)، وكذلك من الموقع الرسمي للبنك المركزي المصري (البنك المركزي المصري، 2026).

5.7 خطوات التحليل باستخدام نموذج ARDL:

تعتمد الدراسة على نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الموزعة (ARDL) لتحليل العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية الكلية ومؤشر سوق الأوراق المالية. ويُعد نموذج ARDL من النماذج القياسية المناسبة لتحليل بيانات السلاسل الزمنية، حيث يسمح بدراسة العلاقات قصيرة الأجل، وطويلة الأجل بين المتغيرات في الوقت نفسه. كما يتميز بقدرته على التعامل مع المتغيرات التي تكون مستقرة عند المستوى I(0) أو عند الفرق الأول I(1)، كما يعتمد النموذج على اختبار الحدود (Bounds Test) للكشف عن وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين

المتغيرات، وفي حال ثبوت التكامل المشترك، يتم تقدير نموذج تصحيح الخطأ المرتبط بنموذج ARDL لتحليل العلاقة قصيرة الأجل وسرعة عودة المتغيرات إلى التوازن بعد حدوث الصدمات الاقتصادية.

تأخذ الصيغة اللوغاريتمية العامة لنموذج (ARDL) الشكل الرياضي التالي:

$$\ln(MI_t) = \alpha + \Sigma(i=1\rightarrow p)\ \beta_i \ln(MI_{t-i}) + \Sigma(j=0\rightarrow q1)\ \gamma_j \ln(GDP_{t-j}) + \Sigma(k=0\rightarrow q2)\ \delta_k \ln(MS_{t-k}) + \Sigma(l=0\rightarrow q3)\ \varphi_l IR_{t-l} + \Sigma(m=0\rightarrow q4)\ \theta_m INF_{t-m} + \varepsilon_t$$

حيث:

MI_t: مؤشر سوق الأوراق المالية في الزمن t

ln : اللوغاريتم الطبيعي

GDP: الناتج المحلي الإجمالي

MS: عرض النقود

IR: سعر الفائدة

INF: معدل التضخم

α: الثابت

$\beta, \gamma, \delta, \varphi, \theta$: معاملات الانحدار

p, q1, q2, q3, q4: عدد فترات الإبطاء

ε_t: حد الخطأ العشوائي

لتحقيق أهداف الدراسة سيتم تطبيق نموذج ARDL وفق الخطوات الآتية:

- اختبار استقرارية السلاسل الزمنية:

تتمثل الخطوة الأولى في إجراء التحليل باستخدام نموذج ARDL في التحقق من استقراريه السلاسل الزمنية للمتغيرات محل الدراسة، ويتم ذلك من خلال تطبيق اختبارات جذور الوحدة، مثل اختبار ديكي–فولر الموسع(ADF) واختبار فيليبس–بيرون (PP)، بهدف تحديد درجة تكامل المتغيرات ومعرفة ما إذا كانت مستقرة عند المستوى أو بعد أخذ الفرق الأول. وتعد هذه الخطوة ضرورية قبل تطبيق نموذج ARDL، وذلك للتأكد من أن المتغيرات لا تتكامل من الدرجة الثانية I(2) ، حيث يشترط استخدام هذا النموذج أن تكون المتغيرات مستقرة عند المستوى I(0) أو عند الفرق الأول I(1).

- اختبار التكامل المشترك باستخدام اختبار الحدود:

بعد التأكد من استقرارية السلاسل الزمنية، تأتي الخطوة الثانية المتمثلة في اختبار وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين المتغيرات، وذلك من خلال تطبيق اختبار الحدود (Bounds Test) في إطار نموذج ARDL ويهدف هذا الاختبار إلى التحقق من وجود تكامل مشترك بين المتغيرات محل الدراسة، ويتم ذلك من خلال مقارنة قيمة إحصائية F المحسوبة بالقيم الحرجة للاختبار .فإذا كانت القيمة المحسوبة أكبر من الحد الأعلى للقيم الحرجة، فإن ذلك يدل على وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين المتغيرات.

تأخذ معادلة اختبار الحدود (Bounds Test) الصيغة الرياضية التالية:

$$\Delta\ln(MI_t) = \alpha + \lambda1 \ln(MI_{t-1}) + \lambda2 \ln(GDP_{t-1}) + \lambda3 \ln(MS_{t-1}) + \lambda4 IR_{t-1} + \lambda5 INF_{t-1} + \Sigma\ \beta\ \Delta\ln(MI) + \Sigma\ \gamma\ \Delta\ln(GDP) + \Sigma\ \delta\ \Delta\ln(MS) + \Sigma\ \varphi\ \Delta IR + \Sigma\ \theta\ \Delta INF + \varepsilon_t$$

حيث:

Δ: الفرق الأول

λ: معاملات الأجل الطويل

- تقدير العلاقة طويلة الأجل

في حال وجود تكامل مشترك بين المتغيرات، يتم تقدير معادلة العلاقة طويلة الأجل لمعرفة أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على مؤشر سوق الأوراق المالية في الأجل الطويل.

ويتم التعبير عن العلاقة في الأجل الطويل باستخدام المعادلة التالية:

$$MI_t = \alpha + \beta1\ GDP_t + \beta2\ MS_t + \beta3\ IR_t + \beta4\ INF_t + \varepsilon_t$$

- تقدير نموذج تصحيح الخطأ:

بعد تقدير العلاقة طويلة الأجل يتم تقدير نموذج تصحيح الخطأ Error Correction Model (ECM) لتحليل العلاقة في الأجل القصير بين المتغيرات. ويتضمن هذا النموذج معامل تصحيح الخطأ الذي يوضح سرعة عودة المتغيرات إلى حالة التوازن بعد حدوث أي صدمة اقتصادية ويفترض أن يكون معامل تصحيح الخطأ سالباً ومعنوياً إحصائياً حتى يدل على وجود عملية تصحيح نحو التوازن.

ويأخذ نموذج تصحيح الخطأ (ECM) الصيغة الرياضية التالية:

$$\Delta \ln(MI_t) = \alpha + \Sigma\ \beta\ \Delta \ln(MI_\{t-i\}) + \Sigma\ \gamma\ \Delta \ln(GDP_\{t-j\}) + \Sigma\ \delta\ \Delta \ln(MS_\{t-k\}) + \Sigma\ \varphi\ \Delta IR_\{t-l\} + \Sigma\ \theta\ \Delta INF_\{t-m\} + \psi\ ECM_\{t-1\} + \varepsilon_t$$

حيث:

$ECM_\{t-1\}$: حد تصحيح الخطأ

ψ: معامل تصحيح الخطأ (يجب أن يكون سالب ومعنوي)

6.7 اختبارات تشخيص صلاحية النموذج:

بعد تقدير النموذج يتم إجراء مجموعة من الاختبارات التشخيصية للتأكد من سلامة النموذج القياسي ودقة النتائج، ومن أهم هذه الاختبارات:

- اختبار الارتباط الذاتي: يستخدم هذا الاختبار للكشف عن وجود ارتباط بين القيم المتبقية للنموذج. ويُعد عدم وجود ارتباط ذاتي مؤشراً على ملاءمة النموذج.
- اختبار تجانس التباين: يهدف هذا الاختبار إلى التحقق من ثبات تباين الأخطاء العشوائية للنموذج، حيث يُفترض أن يكون تباين الأخطاء ثابتاً عبر الزمن.
- اختبار استقرار النموذج: يستخدم اختبار CUSUM وCUSUMSQ للتحقق من استقرار معاملات النموذج عبر فترة الدراسة، والتأكد من عدم وجود تغيرات هيكلية تؤثر في نتائج التقدير.

8. الدراسة التطبيقية:

يتضمن هذا الجزء من الدراسة نتائج الدراسة التطبيقية لاختبار العلاقة بين متغيرات الاقتصاد الكلي ومؤشر السوق لكل من بورصة عمان للأوراق المالية والبورصة المصرية. حيث يتم عرض نتائج اختبار استقراريه السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة، تم اختبار العلاقة في الاجل الطويل بين متغيرات الاقتصاد الكلي ومؤشر سوق الأوراق المالية، ومن تم تأتي الخطوة التالية وهي اختبار العلاقة في الاجل القصير، واخيراً الاختبارات التشخيصية للتأكد من سلامة النموذج القياسي ودقة النتائج.

1.8 نتائج اختبار استقراريه السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة:

يهدف اختبار استقراريه السلاسل الزمنية باستخدام اختباري ADF وPP إلى التحقق من درجة تكامل المتغيرات وتحديد ما إذا كانت مستقرة عند المستوى أو بعد الفرق. كما يساعد هذا الاختبار في تجنب مشكلة الانحدار الزائف التي قد تؤدي إلى نتائج مضللة. إضافةً إلى ذلك، يعد تحديد درجة الاستقراريه شرطاً أساسياً لاختيار نموذج ARDL الذي يتطلب أن تكون المتغيرات مندمجة من الدرجة صفر أو واحد. وبالتالي، يساهم هذا الإجراء في ضمان دقة وموثوقية نتائج اختبار العلاقات طويلة وقصيرة الأجل بين المتغيرات. يوضح الجدول رقم (1) نتائج اختبار استقراريه متغيرات الدراسة باستخدام اختباري ADF وPP.

الجدول (1) نتائج اختبار الاستقرارية (ADF) و (PP) لمتغيرات الدراسة في الأردن ومصر								
الأردن								

PP (C+T) | t-stat | p-val	PP (C) | t-stat | p-val	ADF (C+T) | t-stat | p-val	ADF (C) | t-stat | p-val	I(d)	Var
-2.7543	-2.3935	-2.6322	-2.3993	I(0)	MI
-7.8470 ***	-7.8374 ***	-6.1914 ***	-7.3040 ***	I(1)	MI
-6.1771***	-1.1326	-2.5989	-1.9064	I(0)	GDP
-13.1922***	-13.1005***	-3.5068**	-3.1784 **	I(1)	GDP
-2.0393	-1.3544	-1.9916	-1.3401	I(0)	MS
-8.6588***	-8.6424***	-8.6700***	-8.6539***	I(1)	MS
-2.5363	-2.1064	-3.7647**	-2.4224	I(0)	IR
-5.3184***	-5.3596 ***	-5.3617***	-5.4024 ***	I(1)	IR
-2.4306	-1.9667	-2.7677	-1.4432	I(0)	INF
-4.8995***	-4.9315***	-5.3911***	-5.3437***	I(1)	INF
مصر					
PP (C+T) | t-stat | p-val	PP (C) | t-stat | p-val	ADF (C+T) | t-stat | p-val	ADF (C) | t-stat | p-val	I(d)	Var
-1.2407	0.1492	-0.7899	0.5728	I(0)	MI
-5.9118***	-5.7998***	-5.9181***	-5.8012***	I(1)	MI
-0.8953	1.4621	-0.8953	1.4221	I(0)	GDP
-4.2961**	-4.1056***	-4.3149**	-4.1056***	I(1)	GDP
4.2508	11.7073	4.9267	13.2568	I(0)	MS
-5.7250***	-2.5846	-3.3397*	-1.4734	I(1)	MS
-1.7846	-1.4985	-3.4049*	-2.9988**	I(0)	IR
-3.4919**	-3.3519**	-3.4908**	-3.3510**	I(1)	IR
-4.3483***	-4.3370***	-4.2717***	-4.2535***	I(0)	INF
-13.3412***	-12.0318***	-8.2338***	-8.2005***	I(1)	INF
MIمؤشر السوق ،GDP الناتج المحلي الاجمالي، MS عرض النقود، IR سعر الفائدة، INF التضخم					
تشير *، **، *** إلى مستويات الدلالة 10%، 5%، 1% على التوالي					

تشير نتائج اختباري ADF وPP الموضحة في الجدول رقم (1) إلى أن معظم متغيرات الدراسة في كل من الأردن ومصر غير مستقرة عند المستوى، حيث لم تكن القيم الإحصائية معنوية في أغلب الحالات. في المقابل، أصبحت جميع المتغيرات مستقرة بعد أخذ الفرق الأول، وهو ما تؤكده القيم الإحصائية المعنوية عند مستويات دلالة مختلفة. ويُلاحظ أن متغير التضخم في مصر يُعد مستقراً عند المستوى، مما يعني أنه متكامل من الدرجة صفر I(0)، بينما بقية المتغيرات تتكامل من الدرجة الأولى I(1). كما تظهر النتائج وجود تباين بسيط بين اختباري ADF وPP في بعض الحالات، إلا أن الاتجاه العام متسق بينهما. وبناءً على ذلك، يمكن القول إن المتغيرات تتوزع بين I(0) و I(1)، وهو ما يحقق شرط استخدام نموذج ARDL، وبالتالي، فإن هذه النتائج تدعم إمكانية اختبار العلاقة طويلة وقصيرة الأجل بين المتغيرات باستخدام هذا النموذج.

2.8 نتائج اختبار العلاقة في الاجل الطويل:

يوضح الجدول رقم (2) نتائج اختبار الحدود (Bounds Test) لكل من الأردن ومصر لتحقق فيما إذا كانت هناك علاقة تكامل مشترك (علاقة توازنية طويلة الاجل).

جدول (2) نتائج اختبار الحدود (Bounds Test) للتكامل المشترك			
السوق المالي	F–statistic	Crit. I(0) 5%	Crit. I(1) 5%
الأردن	5.410	2.72	3.71

مصر	5.238	2.72	3.71

تشير نتائج اختبار الحدود في الجدول رقم (2) إلى أن قيمة F المحسوبة لكل من الأردن (5.410) ومصر (5.238) تفوق القيم الحرجة العليا عند مستوى معنوية 5%، مما يؤدي إلى رفض فرضية العدم القائلة بعدم وجود علاقة توازنية طويلة الأجل، وبذلك يمكن التأكيد على وجود تكامل مشترك بين مؤشر السوق والمتغيرات الاقتصادية الكلية في كلا السوقين، وهو ما يبرر استخدام نموذج ARDL وتحليل العلاقة طويلة الأجل.

يوضح الجدول رقم (3) طبيعة العلاقة في الاجل الطويل بين مؤشر السوق والمتغيرات الاقتصادية الكلية لكل من الأردن ومصر.

جدول رقم (3) نتائج طبيعة العلاقة بين مؤشر السوق والمتغيرات الاقتصادية الكلية في

الأردن			
Prob	t-stat	Coef	Var
0.0023***	-3.189	-3.948	GDP
0.0017***	3.300	0.625	MS
0.8370	0.207	7753.242	IR
0.3786	0.887	105.382	INF
مصر			
Prob	t-stat	Coef	Var
0.3287	-0.985	-7.600	GDP
	0.987	0.0025	MS
0.0000***	5.077	95473.52	IR
0.9604	0.050	1131.94	INF
*** معنوي عند مستوي 1%			

فيما يخص الأردن، تشير النتائج في جدول رقم (3) إلى وجود علاقة عكسية ومعنوية بين الناتج المحلي الإجمالي ومؤشر السوق، وهو ما يمكن تفسيره بأن توسع النشاط الاقتصادي قد يؤدي إلى انتقال الاستثمارات من سوق الأسهم إلى القطاعات الإنتاجية الحقيقية .في المقابل، يظهر عرض النقود علاقة طردية ومعنوية، مما يعكس دور السيولة في تحفيز الطلب على الأصول المالية ورفع مستويات الأسعار في السوق المالي. أما سعر الفائدة والتضخم، فلم يظهرا تأثيراً معنوياً، وهو ما قد يشير إلى ضعف انتقال أثر السياسة النقدية عبر هذه القنوات في الأجل الطويل.

في مصر تظهر النتائج في جدول رقم (3) أن سعر الفائدة هو المتغير الوحيد ذو التأثير المعنوي والإيجابي على مؤشر السوق، وهو ما قد يعكس طبيعة هيكل السوق المالي المصري واعتماده على تدفقات رؤوس الأموال المرتبطة بالعوائد .في المقابل، لم يكن لكل من الناتج المحلي الإجمالي وعرض النقود والتضخم تأثير معنوي، مما يشير إلى أن العوامل النقدية التقليدية قد لا تكون المحرك الرئيسي لسوق الأسهم في الأجل الطويل.

تكشف المقارنة عن اختلافات جوهرية في طبيعة العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية الكلية ومؤشر السوق بين البلدين. ففي الأردن، تلعب السيولة (عرض النقود) دوراً اساسياً، بينما في مصر يظهر سعر الفائدة كعامل اساسي. كما أن الناتج المحلي الإجمالي له تأثير معنوي فقط في الأردن، مما يعكس اختلاف درجة ترابط الأسواق المالية مع الاقتصاد الحقيقي بين البلدين.

3.8 نتائج اختبار العلاقة في الاجل القصير:

يوضح الجدول رقم (4) نتائج اختبار العلاقة في الاجل القصير بين المتغيرات الاقتصادية الكلية ومؤشر السوق لكل من الأردن ومصر باستخدام نموذج تصحيح الخطأ (ECM).

جدول رقم (4) نتائج اختبار العلاقة في الاجل القصير بين المتغيرات الاقتصادية الكلية ومؤشر السوق

الأردن				
Prob	t-stat	Std. Err.	Coef	Var
0.3514	-0.9396	0.3200	-0.3007	D(GDP)
0.0000	5.2367	0.1598	0.8369	D(GDP(-1))
0.0759	1.8086	0.3520	0.6367	D(GDP(-2))
0.3366	0.9693	0.1500	0.1453	D(MS)
0.1865	-1.3374	0.1394	-0.1865	D(MS(-1))
0.0021	-3.2313	0.1457	-0.4709	D(MS(-2))
0.0000	4.6376	56.6603	262.7663	D(INF)
0.0000	-5.9464	0.0621	-0.3694	ECM(-1)
مصر				
Prob	t-stat	Std. Err.	Coef	Var
0.0209	2.3774	0.0959	0.2280	D(MI(-1))
0.5676	-0.5751	1.1539	-0.6636	D(GDP)
0.0003	3.8365	1.2868	4.9368	D(GDP(-1))
0.0000	5.2500	0.0016	0.0083	D(MS2)
0.2436	-1.1785	22602.95	-26638.23	D(IR)
0.0000	-5.8512	0.0694	-0.4059	ECM(-1)

تشير نتائج نموذج تصحيح الخطأ للأجل القصير في الأردن إلى وجود تأثيرات ديناميكية متفاوتة للمتغيرات الاقتصادية الكلية على مؤشر الأسهم. ففيما يتعلق بالناتج المحلي الإجمالي، يتضح أن الأثر الفوري غير معنوي إحصائياً، في حين يظهر الأثر المتأخر (فترة واحدة) موجباً ومعنوياً، مما يعكس وجود استجابة متأخرة للأسواق المالية تجاه النشاط الاقتصادي. كما أن عرض النقود لا يظهر تأثيراً فورياً معنوياً، بينما يظهر تأثيراً سالباً ومعنوياً عند الإبطاء الثاني، وهو ما قد يعكس ضغوطاً تضخمية أو اختلالات نقدية قصيرة الأجل. أما التضخم، فيظهر تأثيراً موجباً ومعنوياً، مما يشير إلى انتقال أثر تغير المستوي العام للأسعار إلى سوق الأسهم في الأجل القصير.

أما بالنسبة لمصر، تُظهر النتائج وجود استمرارية ذاتية قوية في حركة مؤشر الأسهم، حيث تؤثر القيم السابقة للمؤشر بشكل طردي ومعنوي على قيمته الحالية. كما أن الناتج المحلي الإجمالي يظهر أثراً معنوياً فقط عند الإبطاء، مما يعكس أيضاً بطء انتقال أثر النشاط الاقتصادي. ويبرز عرض النقود كعامل مؤثر إيجابياً وبدرجة معنوية عالية، مما يعكس دور السياسة النقدية في تحفيز سوق الأسهم. في المقابل، لا يظهر سعر الفائدة أثراً معنوياً في الأجل القصير.

وتؤكد معاملات تصحيح الخطأ في كلا البلدين (سالبة ومعنوية) وجود آلية تصحيح نحو التوازن في الأجل الطويل، حيث يتم تصحيح نحو 36% من الاختلالات في الأردن و40% في مصر خلال كل فترة، مما يعكس سرعة نسبية في العودة إلى التوازن في الاجل الطويل.

4.8 نتائج اختبارات تشخيص صلاحية النموذج:

يهدف عرض نتائج الاختبارات التشخيصية إلى التحقق من مدى صلاحية نموذج (ARDL) ومدى توافقه مع الفرضيات القياسية. ويتم ذلك من خلال تطبيق مجموعة من الاختبارات التشخيصية، من بينها اختبار الارتباط الذاتي، واختبار عدم تجانس التباين، واختبار استقرار النموذج. وبناءً على نتائج هذه الاختبارات، يمكن تقييم كفاءة النموذج ومدى دقة النتائج التي تم التوصل اليها.

- نتائج اختبارات الارتباط الذاتي وعدم تجانس التباين:

يتضمن الجدول رقم (5) الموضح أدناه نتائج الاختبارات التشخيصية لضمان جودة النموذج القياسي، والتي تشمل اختباري الارتباط الذاتي وعدم تجانس التباين، تهدف هذه الاختبارات إلى التحقق من خلو البواقي من المشاكل الإحصائية التي قد تؤثر على كفاءة المعالم المقدرة.

جدول رقم (5) نتائج اختبارات الارتباط الذاتي وعدم تجانس التباين

الأردن			
Prob	Value	Statistic	Test
0.7514	0.287393	F-statistic	الارتباط الذاتي(F)
0.6953	0.726714	Obs*R^2	الارتباط الذاتي(Obs*R^2)
0.0855	1.725955	F-statistic	عدم تجانس التباين(F)
0.0979	18.62943	Obs*R^2	عدم تجانس التباين (Obs*R^2)
مصر			
Prob	Value	Statistic	Test
0.9245	0.078607	F-statistic	الارتباط الذاتي(F)
0.9073	0.194495	Obs*R^2	الارتباط الذاتي(Obs*R^2)
0.0916	1.751975	F-statistic	عدم تجانس التباين(F)
0.1006	15.96610	Obs*R^2	عدم تجانس التباين (Obs*R^2)

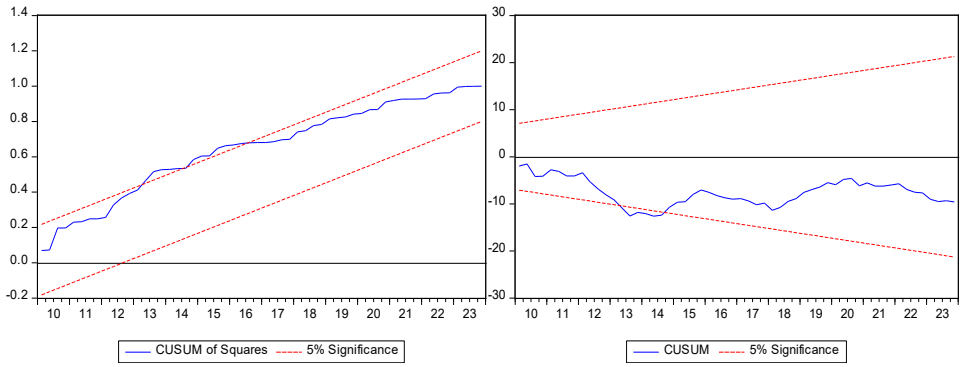
تكشف نتائج اختبار الارتباط الذاتي (Breusch–Godfrey) لكل من الأردن ومصر الموضحة في الجدول رقم (5) عدم وجود ارتباط ذاتي بين بواقي النموذج، حيث إن قيم الاحتمالية المرتبطة بإحصائي (F) و(Obs*R^2) تفوق مستوى المعنوية 5% بل وحتى 10%، مما يعني قبول فرضية العدم التي تنص على عدم وجود ارتباط ذاتي. ويعكس ذلك سلامة أحد أهم افتراضات نموذج ARDL، مما يعزز موثوقية التقديرات المتحصل عليها.

أما بالنسبة لاختبار عدم تجانس التباين (Breusch–Pagan–Godfrey)، فتُظهر النتائج أن قيم الاحتمالية المرتبطة بالإحصاءات تفوق مستوى 5% في كل من الأردن ومصر، كما أنها مقبولة عند مستوى 10%، وهو ما يشير إلى عدم وجود مشكلة عدم تجانس التباين، أي أن البواقي تتسم بثبات التباين. ويُعد ذلك مؤشراً مهماً على كفاءة النموذج من الناحية الإحصائية.

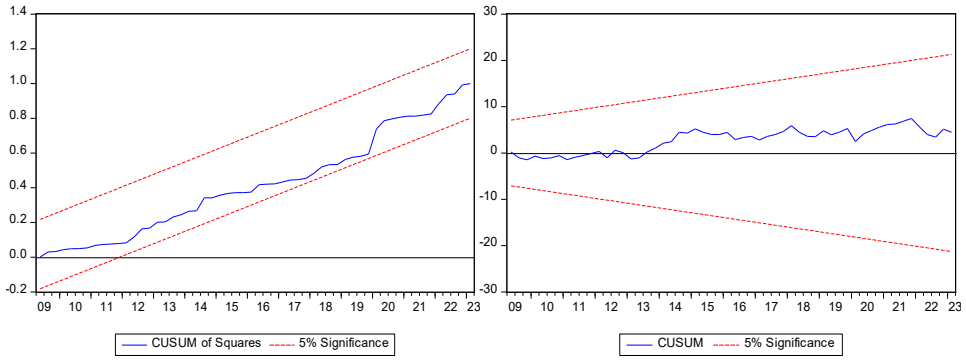
وبناءً على ما سبق، يمكن الاستنتاج أن نموذج ARDL المقدر لكل من الأردن ومصر يستوفي الشروط الأساسية المتعلقة بخلو البواقي من الارتباط الذاتي وتجانس التباين، مما يدل على جودة التقدير وملاءمة النموذج للتحليل القياسي، ويدعم إمكانية الاعتماد على النتائج في التفسير الاقتصادي عند مستويات معنوية مختلفة (5% و10%).

- نتائج اختبار استقرار النموذج:

تشير المخططات ادناه الي نتائج اختبار استقراريه النموذج المقدر باستخدام اختباري CUSUM وCUSUMSQ.



شكل رقم (1) يوضح اختباري CUSUM وCUSUMSQ الأردن



شكل رقم (2) يوضح اختباري CUSUM وCUSUMSQ مصر

تشير نتائج اختباري الاستقرار (CUSUM) و(CUSUMSQ) المبينة في المخططين (1) و(2) لحالة الأردن إلى أن القيم التراكمية تقع ضمن الحدود الحرجة عند مستوى معنوية 5% طوال فترة الدراسة، مما يدل على استقرار معاملات نموذج (ARDL) وعدم وجود تغيرات هيكلية مؤثرة. ويعكس ذلك ملاءمة النموذج للبيانات وقدرته على تقديم تقديرات قياسية دقيقة يمكن الاعتماد عليها.

أما بالنسبة لمصر، فتوضح المخططات (3) و(4) أن المسار التراكمي يبقى ضمن الحدود الحرجة عند مستوى معنوية 5%، وهو ما يشير إلى استقرار معاملات النموذج على المدى الطويل. وبناءً على ذلك، يمكن التأكيد على تمتع النموذج بدرجة عالية من الثبات، مما يعزز من مصداقية النتائج وإمكانية الاعتماد عليها في تفسير العلاقات الاقتصادية.

9. النتائج:

استناداً إلى نتائج الدراسة التطبيقية التي اعتمدت على نموذج الانحدار الذاتي للإبطاء الموزع (ARDL) لتحليل العلاقة بين متغيرات الاقتصاد الكلي ومؤشرات أسواق الأسهم في كلٍ من الأردن ومصر، تم التوصل إلى مجموعة من النتائج التي تعكس طبيعة هذه العلاقة في الأجلين القصير والطويل.

1. أظهرت نتائج اختبارات الاستقرارية أن متغيرات الدراسة تتكامل عند المستويين I(0) وI((1)، مما يؤكد ملاءمة استخدام نموذج ARDLوتحقيق شرط تجنب الانحدار الزائف .
2. أثبت اختبار الحدود (Bounds Test) وجود علاقة توازنية طويلة الأجل ذات دلالة إحصائية بين متغيرات الاقتصاد الكلي ومؤشر سوق الأسهم في كلٍ من الأردن ومصر.
3. أظهرت نتائج تحليل العلاقة في الأجل الطويل للأردن وجود تأثير سلبي ومعنوي للناتج المحلي الإجمالي على مؤشر سوق، وتأثير إيجابي ومعنوي لعرض النقود، في حين لا يوجد أي تأثير معنوي لكل من سعر الفائدة ومعدل التضخم.

4. بينت نتائج اختبار العلاقة في الأجل الطويل لمصر أن سعر الفائدة هو المتغير الوحيد الذي حقق تأثيراً إيجابياً ومعنوياً، بينما لم تظهر بقية المتغيرات المستقلة (الناتج المحلي الإجمالي، عرض النقود، والتضخم) أي أثر ذو دلالة إحصائية في الأجل الطويل.
5. أظهرت نتائج تحليل العلاقة في الأجل القصير للأردن تأثر مؤشر السوق بمتغيرات الاقتصاد الكلي عند فترات إبطاء زمنية متفاوتة، مع ثبوت وجود تأثير معنوي إحصائياً لمعدل التضخم على أداء السوق.
6. بينت نتائج اختبار العلاقة في الأجل القصير لمصر وجود استمرارية ذاتية قوية لمؤشر السوق، بالإضافة إلى تأثير إيجابي ومعنوي إحصائياً لعرض النقود، وتأثير ذو دلالة إحصائية متأخرة للناتج المحلي الإجمالي.
7. أكدت نتائج نموذج تصحيح الخطأ وجود آلية تصحيح نحو التوازن طويل الأجل، حيث يتم تصحيح نحو 36% من الاختلالات في الأردن و40% في مصر خلال كل فترة .
8. أثبتت الاختبارات التشخيصية سلامة النموذج القياسي (عدم وجود ارتباط ذاتي، ثبات التباين، واستقرار المعلمات)، مما يعزز موثوقية النتائج وقابليتها للتفسير الاقتصادي.

10. التوصيات:

وفي ضوء نتائج الدراسة يمكن صياغة عدد من التوصيات العملية التي تسهم في تعزيز كفاءة الأسواق المالية ودعم فعالية السياسات الاقتصادية.

1- ضرورة تعزيز فعالية السياسة النقدية وربطها بأداء الأسواق المالية، مع مراعاة اختلاف طبيعة تأثير المتغيرات الاقتصادية بين الدول .
2- فيما يتعلق بالأردن، يُوصى بالعمل على إدارة السيولة بما يتناسب مع مستوى النشاط الاقتصادي للحد من تقلبات سوق الأسهم.
3- في مصر، ينبغي إعطاء أهمية أكبر لسعر الفائدة عند صياغة السياسات النقدية، لما له من تأثير جوهري على أداء السوق المالي .
4- يُوصى بالعمل على تعزيز كفاءة الأسواق المالية من خلال تحسين الإفصاح وتوفير المعلومات للمستثمرين بسرعة ووضوح للحد من التقلبات.
5- ضرورة توجه المحللين الماليين نحو تطوير نماذج التقييم المالي من خلال دمج متغيرات الاقتصاد الكلي ضمن إطار تحليل السلاسل الزمنية؛ وذلك بتبني أساليب كمية متقدمة قادرة على استيعاب الفجوات الزمنية والتأثيرات الديناميكية للمؤشرات الكلية، بما يضمن بناء تقديرات مالية أكثر دقة وواقعية في التنبؤ باتجاهات الأسواق المالية.
6- تشجيع إجراء المزيد من الدراسات المستقبلية التي تتضمن متغيرات إضافية ونماذج قياسية مختلفة، وتوسيع نطاق التحليل ليشمل أسواقاً ناشئة أخرى.

11. الخاتمة:

هدفت هذه الدراسة إلى تحليل العلاقة الديناميكية بين متغيرات الاقتصاد الكلي ومؤشرات أسواق الأسهم في كل من الأردن ومصر خلال الفترة (2006–2023)، وذلك باستخدام نموذج الانحدار الذاتي للإبطاء الموزع (ARDL) ونموذج تصحيح الخطأ(ECM) ، بهدف الكشف عن طبيعة العلاقة في الأجلين الطويل والقصير واختبار وجود علاقة توازنية بين المتغيرات. أظهرت النتائج وجود علاقة تكامل مشترك طويلة الأجل بين متغيرات الاقتصاد الكلي ومؤشرات أسواق الأسهم في كلا البلدين، إلا أن طبيعة هذه العلاقة اختلفت بين السوقين. ففي

الأردن، تبين أن الناتج المحلي الإجمالي يؤثر سلباً وبشكل معنوي في مؤشر سوق الأسهم، في حين كان لعرض النقود أثر إيجابي ومعنوي، بينما لم يثبت وجود أثر معنوي لكل من سعر الفائدة ومعدل التضخم في الأجل الطويل. أما في مصر، فقد كان سعر الفائدة المتغير الوحيد الذي أظهر تأثيرًا معنوياً في مؤشر السوق، مما يعكس اختلاف استجابة الأسواق المالية للمتغيرات الاقتصادية الكلية تبعاً لخصائص كل سوق.

كما أظهرت نتائج الأجل القصير وجود تأثيرات ديناميكية متفاوتة، حيث ظهرت بعض الآثار بعد فترات إبطاء زمنية، وهو ما يؤكد أن انتقال أثر المتغيرات الاقتصادية إلى أسواق الأسهم لا يتم بصورة فورية. وتؤكد هذه النتائج أن العلاقة بين متغيرات الاقتصاد الكلي وأسواق الأسهم في الأسواق الناشئة ليست نمطية، وإنما تتأثر بالخصائص الاقتصادية والمؤسسية لكل دولة، وهو ما يستدعي مراعاة هذه الخصوصية عند تصميم السياسات النقدية والمالية، وكذلك عند بناء استراتيجيات الاستثمار وإدارة المحافظ المالية. كما تسهم الدراسة في إثراء الأدبيات المتعلقة بالأسواق الناشئة من خلال تقديم تحليل قياسي مقارن بين سوقين عربيين باستخدام نموذجARDL ، وتفتح المجال أمام دراسات مستقبلية تتناول متغيرات اقتصادية ومالية إضافية، مثل أسعار الصرف وأسعار النفط والاستثمار الأجنبي المباشر، أو توسيع نطاق المقارنة ليشمل أسواقاً عربية وناشئة أخرى.

المراجع:

Bekaert, G., Erb, C. B., Harvey, C. R., & Viskanta, T. E. (1998). Distributional characteristics of emerging market returns and asset allocation. *The Journal of Portfolio Management, 24*(2), 102–116.

Ben Naceur, S., Ghazouani, S., & Omran, M. (2007). The determinants of stock market development in the Middle-Eastern and North African region. *Managerial Finance, 33*(7), 477–489.

Chiad, F., & Sahraou, H. H. (2021). What drives stock market development in Arab countries? *Asian Journal of Economics, Finance and Management, 3*(1), 36–44.

Ergun, U., & Özlen, Ş. (2012). Macroeconomic factors and stock returns. *International Journal of Academic Research in Business and Social Sciences, 2*(9), 315–336.

Fama, E. F., & French, K. R. (2004). The capital asset pricing model: Theory and evidence. *Journal of Economic Perspectives, 18*(3), 25–46.

Harvey, C. R. (1995). Predictable risk and returns in emerging markets. *The Review of Financial Studies, 8*(3), 773–816.

Khan, J., & Khan, I. (2018). The impact of macroeconomic variables on stock prices: A case study of Karachi Stock Exchange. *Journal of Economics and Sustainable Development, 9*(13), 15–24.

Khudoykulov, K., Rasulov, A., Golitsis, P., & Gkasis, P. (2025). Macroeconomic drivers of chemical industry stock prices: A comparative analysis of US and German markets. *Cogent Economics & Finance, 13*(1), 1–21.

Kolawole, K. D. (2025). Macroeconomic variables and stock market performance in Nigeria. *Gusau Journal of Accounting and Finance, 2*(2), 284–292.

Mathusha, S. (2021). The impact of macroeconomic variables on stock price: An ARDL approach to Sri Lanka. *Peradeniya Management Review, 25*(1), 94–108.

McMillan, D. G., & Humpe, A. (2020). Macroeconomic variables and long-term stock market performance: A panel ARDL cointegration approach for G7 countries. *Cogent Economics & Finance, 8*(1), 1–7.

Pesaran Mohammad Hashem & Yongcheol Shin. (1999). An autoregressive distributed lag modelling approach to cointegration analysis. In R. F. Engle & H. White (Eds.), *Econometric Society Monographs* (pp. 371–413). Cambridge University Press.

Pesaran, M. H., Shin, Y., & Smith, R. J. (2001). Bounds testing approaches the analysis of level relationships. *Journal of Applied Econometrics, 16*(3), 289–326.

Hussein, M. H., Abbas, O. A., & Saleh, F. (2026). Impact of macroeconomic variables on Egypt's stock price index EGX30. In *Digital Transformation in Achieving Sustainable Development of Management, Economic, and Applied Sciences* (pp. 420–432). Springer, Cham.

باسلم، أحمد سعيد وبليله، باسل ياسر (2024). قياس أثر المتغيرات الاقتصادية على سوق الأسهم في المملكة العربية السعودية: دراسة تحليلية خلال الفترة (2000–2021). *مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية والقانونية, 9*. 89–109.

البنك المركزي الأردني. (2026). دائرة الابحاث قاعدة البيانات الاحصائية. تم الاسترداد من https://statisticaldb.cbj.gov.jo/?node=ajJFMGN4WkUycE4yZFAvS1ZYOXRUUT09

البنك المركزي المصري. (2026). السلاسل الزمنية. تم الاسترداد من https://www.cbe.org.eg/ar/economic-research/time-series

صندوق النقد العربي. (2023). أداء أسواق الأوراق المالية العربية: النشرة الفصلية، الربع الرابع. أبو ظبي: صندوق النقد العربي .