



الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة الجزائر 3
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

أطروحة دكتوراه تحت عنوان:

تداعيات سلوكيات المستثمر على القرار الاستثماري في سوق الأوراق المالية للدول العربية

الشعبة: علوم اقتصادية

التخصص: الاقتصاد الكمي

التطبيقي للتنمية

من اعداد الطالب:

➤ عثمان حماد

تحت اشراف الأستاذة الدكتورة:

➤ نجاة عيسى

لجنة المناقشة

الصفة	الجامعة	الوظيفة	أعضاء اللجنة
رئيسا	الجزائر 3	أستاذ التعليم العالي	أ.د فاطمة دحماني
مقررا	الجزائر 3	أستاذ التعليم العالي	أ.د نجاة عيسى
عضوا	الجزائر 3	أستاذ التعليم العالي	أ.د سارة لعراب
عضوا	الجزائر 3	أستاذ محاضر-أ-	د.بلال مرابط
عضوا	البلدية	أستاذ التعليم العالي	أ.د أسيا طويل
عضوا	بومرداس	أستاذ التعليم العالي	أ.د مجيد شعباني

بِسْمِ اللّٰهِ الرَّحْمٰنِ الرَّحِیْمِ

تشكرات

الحمد لله الواحد الأحد، الفرد الصمد، الذي لم يلد ولم يولد ولم يكن له كفواً أحد، خلق الخلق بقدرته، ورفع السماء بعصمته، وقدر الارض بعظمته، وكرم الانسان بفضله، فله الحمد كما ينبغي لجلال وجهه، وكما يليق بعظمة شأنه، واشهد ان محمدا عبده ورسوله ارسله الله بشيراً ونذيراً، داعياً الى الله بإذنه وسراجاً منيراً أما بعد:

✓ نتقدم بالشكر الجزيل الى من ساق أفكارنا وسهر على تثبيت خطانا على دروب المعرفة الى الاستاذة المشرفة الفاضلة والتقديرية البروفيسور " نجاته عيسى " التي كان لها الفضل الكبير في انجاز هذا العمل من خلال نصائحه توجيهاتها وارشاداتها التي كانت في المستوى.

✓ الى الذين كان لهم الفضل في مدنا يد العون لإنجاز عملنا المتواضع " ماسنيسا أمزيان " " ناصر شايب " " إبراهيم عصام حبوجي " محمد عبد القادر شويب "

✓ كما نتوجه بجزيل الشكر الى كل من علمنا من المهد الى حد الساعة.

✓ والى كل الأقارب والأحباب ومن يعرفني.

وقفهم الله جميعاً الى ما يحبه ويرضاه

عثمان حماد

إهداء

أتقدم لأهدي هذا العمل الى:

الذين اذا ذكروا الله يخشعون

الذين إذا دعوا الى الخير يستجيبون

الذين إذا ابتلوا في السراء والضراء يثبتون

الذين إذا اعطاهم الله ينفقون

الذين إذا انتهوا عن الشر ينتهون

✓ كل مسلم رضي بالله ربا وبالإسلام ديناً وبمحمد صلى الله عليه وسلم رسولا.

✓ الى كل فرد سلك طريق الحق، وحمل رسالة الصدق، الى كل أم ربت ابنائها على التقوى وانشأتهم على السنة وحببت إليهم الفضيلة.

✓ الى من كلله الله بالهبة والوقار، الى من أحمل اسمه بكل افتخار، الى من غرس في نفسي الثقة وعزة النفس، وشجعني على طلب العلم، الى الذي رباني واحسن تربيتي، الى الاب الكريم "بوعلام" اطال الله في عمره.

✓ الى من تشقى وتتعب وتحمل في سبل ارضاء الابناء والزوج، الى من قال فيها الرسول (ص) "الجنة تحت اقدامها" الى رمز العطاء الدائم الى ملاكي في الحياة أمي الحبيبة «جريدة» ادامها الله وأطال في عمرها ورزقها الفردوس الأعلى. امين يارب العالمين.

✓ الى اخي العزيز "عادل" وزوجته "سعاد" و"أبنائه".

✓ الى فلدي كبدي "عبد العليم جواد ومحمد".

✓ الى الأيقونة والنجمة المتألقة أستاذتي الغالية القديرة والمحترمة "شفيفة صديقي والعائلة الكريمة وبالخصوص الزوج القدير".

✓ الى من جمعنتي معهم اوقات طيبة وسعيدة الى حد الساعة "ناصر، إبراهيم، نبيل، يونس، محمد عبد القادر، رشيد، عبد القادر، علي، ابو بكر، جمال، طارق، عبد الكريم، حكيم، سليم، طاهر" واخواتي العزيزات "أمال، شفيقة، منيرة، نبيلة، سناء، لمياء، حورية، هندا، جريدة".

✓ الى كل اخ حبيب واخت فاضلة احببتهم في الله ادامهم الله لي وجمعني وياهم.

✓ الى زملائي وزميلاتي بكلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير.

✓ الى زملائي وزميلاتي بمؤسسة "سيال".

✓ الى من ساهم في انجاز هذا البحث من قريب او بعيد.

✓ الى كل هؤلاء اهدي هذا العمل.

من يدرس العلم لم تدرس مفاخره

العلم شبيه انت داخره

فأول العلم اقبال واخره

اقبل على العلم واستقبل مقاصده

عثمان حماد

الملخص:

تهدف هذه الدراسة إلى تحليل أثر سلوك المستثمر، الممثل بحجم التداول، على ترشيد القرار الاستثماري، والمعبر عنه بمؤشر الأسعار، في أسواق الأوراق المالية بالدول العربية. ولتحقيق ذلك، تم استخدام نموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية ضمن بيانات البانل (Panel ARDL) على بيانات تغطي 15 دولة في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا MENA، خلال الفترة الممتدة من 2000 إلى 2024. وقد أظهرت النتائج وجود علاقة إيجابية ذات دلالة إحصائية قوية بين حجم التداول ومؤشر الأسعار على المدى الطويل، مما يشير إلى أن زيادة نشاط السوق يرتبط بقرارات استثمارية أكثر استنارة وترشيدا. تبرز هذه النتائج أهمية تطوير البنية التحتية للأسواق المالية وتعزيز الشفافية وتوفير المعلومات، بما يساهم في تحسين سلوك المستثمرين ويدعم اتخاذ قرارات استثمارية رشيدة.

الكلمات المفتاحية: سلوكيات المستثمر، ترشيد القرار الاستثماري، سوق الأوراق المالية العربية، Panel ARDL، PMG

This study aims to examine the impact of investor behavior proxied by trading volume, on investment decision rationalization, represented by the price index, in Arab financial markets. To achieve this, a Panel ARDL model was applied to a dataset covering 15 countries in the MENA region over the period from 2000 to 2024. The findings reveal a statistically significant and positive long-run relationship between trading volume and the price index, indicating that higher market activity is associated with more informed and rational investment decisions. These results underscore the importance of improving market infrastructure, transparency, and access to information in Arab capital markets, as such factors enhance investor behavior and contribute to better investment outcomes.

Keywords:

Investor behavior, Investment decision rationalization, Arab stock markets, Panel ARDL, PMG



فهرس المحتويات

فهرس المحتويات

الصفحة

I.....	الشكر والتقدير
II.....	الاهداء
IV.....	الملخص
V.....	فهرس المحتويات
VIII.....	فهاريس الجداول، الأشكال والملاحق
أ.....	مقدمة
	الفصل الأول: الإطار النظري لسلوكيات المستثمر ودورها في اتخاذ القرار الاستثماري في سوق الأوراق المالية (44-1)
1.....	تمهيد
2.....	المبحث الأول: تحليل سلوكيات المستثمرين وعلاقتها بالقرار الاستثماري في سوق الأوراق المالية
	المطلب الأول: تأثير سلوك المستثمرين على تقييم الأصول والعوامل الرئيسية المحددة لاتجاهات المستثمرين في سوق الأوراق المالية
2.....	
4.....	المطلب الثاني: سيكولوجية المستثمر ودورها في اتخاذ القرار الاستثماري
6.....	المطلب الثالث: العوامل السلوكية المؤثرة على اتخاذ القرار الاستثماري
14.....	المبحث الثاني: القرارات الاستثمارية في سوق الأوراق المالية وعلاقتها بسلوكيات المستثمر
15.....	المطلب الأول: أساسيات حول الاستثمار في سوق الأوراق المالية
29.....	المطلب الثاني: القرار الاستثماري في سوق الأوراق المالية

المطلب الثالث: تحليل حساسية سلوكيات المستثمر وعلاقتها بالأسواق المالية للدول العربية وبعض من الدول المتقدمة خلال الفترة (2010-2024).....	42
خلاصة الفصل الأول.....	46
الفصل الثاني: أثر سلوكيات المستثمر على القرار الاستثماري في سوق الأوراق المالية للدول العربية -دراسة قياسية للفترة (2000-2024).....	47
تمهيد.....	48
المبحث الأول: واقع سوق الأوراق المالية والقرارات الاستثمارية في الدول العربية.....	49
المطلب الأول: نبذة تاريخية عن أسواق الأوراق المالية العربية.....	49
المطلب الثاني: تحليل العلاقة بين مؤشرات أسواق الأوراق المالية والقرار الاستثماري للدول العربية خلال الفترة (2000-2024).....	54
المبحث الثاني: الدراسة القياسية لأثر سلوكيات المستثمر على القرار الاستثماري في سوق الأوراق المالية للدول العربية للفترة (2000-2024).....	90
المطلب الأول: التحليل الوصفي لمؤشرات سلوكيات المستثمر والقرار الاستثماري في سوق الأوراق المالية العربية.....	90
المطلب الثاني: أثر حجم التداول على مؤشر الأسعار في سوق الأوراق المالية للدول العربية.....	92
خلاصة الفصل الثاني.....	96
خاتمة.....	98
قائمة المراجع.....	103



فهاريس الجداول
والأشكال والملاحق

أ. فهرس الجداول:

رقم الجدول	عنوان الجدول	الصفحة
01	ملخص الدراسات السابقة	و
02	العوامل الأساسية المؤثرة في الاستثمار	17
03	الوظائف الرئيسية لسوق الأوراق المالية	20
04	الصيغ الرئيسية لكفاءة أسواق الأوراق المالية	24
05	تصنيف العوامل المؤثرة على القرار الاستثماري في سوق الأوراق المالية	30
06	تصنيفات أنواع القرارات الاستثمارية	31
07	الأصناف الأساسية الثلاثة للمستثمر	34
08	تغيرات حجم التداول للدول العربية وبعض الدول المتقدمة خلال الفترة (2010-2024)	42
09	تغيرات القيمة السوقية للدول العربية وبعض الدول المتقدمة خلال الفترة (2010-2024)	43
10	تغيرات مؤشر السوق للدول العربية وبعض الدول المتقدمة خلال الفترة (2010-2024)	44
11	تطور وأداء مؤشرات القيمة السوقية، حجم التداول ومؤشر الأسعار في السوق المالي لأبو ظبي خلال الفترة (2000-2024)	54
12	تطور وأداء مؤشرات القيمة السوقية، حجم التداول ومؤشر الأسعار في سوق الأوراق المالية الجزائرية خلال الفترة (2000-2024)	56
13	تطور وأداء مؤشرات القيمة السوقية، حجم التداول ومؤشر الأسعار في سوق الأوراق المالية لعمان خلال الفترة (2000-2024)	58
14	تطور وأداء مؤشرات القيمة السوقية، حجم التداول ومؤشر الأسعار في سوق الأوراق المالية للبحرين خلال الفترة (2000-2024)	60
15	تطور وأداء مؤشرات القيمة السوقية، حجم التداول ومؤشر الأسعار في سوق الأوراق المالية لبيروت خلال الفترة (2000-2024)	63
16	تطور وأداء مؤشرات القيمة السوقية، حجم التداول ومؤشر الأسعار في سوق الأوراق المالية للدار البيضاء خلال الفترة (2000-2024)	65
17	تطور وأداء مؤشرات القيمة السوقية، حجم التداول ومؤشر الأسعار في سوق الأوراق المالية لدي خلال الفترة (2000-2024)	68

70	تطور وأداء مؤشرات القيمة السوقية، حجم التداول ومؤشر الأسعار في سوق الأوراق المالية المصرية خلال الفترة (2000-2024)	18
73	تطور وأداء مؤشرات القيمة السوقية، حجم التداول ومؤشر الأسعار في سوق الأوراق المالية الكويتية خلال الفترة (2000-2024)	19
75	تطور وأداء مؤشرات القيمة السوقية، حجم التداول ومؤشر الأسعار في سوق الأوراق المالية بمسقط خلال الفترة (2000-2024)	20
77	تطور وأداء مؤشرات القيمة السوقية، حجم التداول ومؤشر الأسعار في سوق الأوراق المالية لفلسطين خلال الفترة (2000-2024)	21
80	تطور وأداء مؤشرات القيمة السوقية، حجم التداول ومؤشر الأسعار في سوق الأوراق المالية بقطر خلال الفترة (2000-2024)	22
82	تطور وأداء مؤشرات القيمة السوقية، حجم التداول ومؤشر الأسعار في سوق الأوراق المالية السعودية خلال الفترة (2000-2024)	23
85	تطور وأداء مؤشرات القيمة السوقية، حجم التداول ومؤشر الأسعار في سوق الأوراق المالية السودانية خلال الفترة (2000-2024)	24
87	تطور وأداء مؤشرات القيمة السوقية، حجم التداول ومؤشر الأسعار في سوق الأوراق المالية التونسية خلال الفترة (2000-2024)	25
90	الإحصاءات الوصفية لمؤشرات سلوكيات المستثمر والقرار الاستثماري	26
91	مصنوفة الارتباط المتعلقة بمؤشرات سلوكيات المستثمر والقرار الاستثماري	27
91	اختبارات جذر الوحدة (استقرارية السلاسل الزمنية)	28
93	المفاضلة بين الطرق PMG - MG - DFE	29
93	نتائج تقدير النموذج PMG على المدى الطويل	30
94	نتائج تقدير النموذج PMG على المدى القصير	31

ب. فهرس الأشكال:

رقم الشكل	عنوان الشكل	الصفحة
01	العلاقة بين صيغ كفاءة سوق الأوراق المالية	26
02	التمثيل البياني لتغيرات حجم التداول للدول العربية وبعض الدول المتقدمة خلال الفترة (2010-2024)	42
03	التمثيل البياني لتغيرات القيمة السوقية للدول العربية وبعض الدول المتقدمة خلال الفترة (2010-2024)	44

45	التمثيل البياني لتغيرات مؤشر السوق للدول العربية وبعض الدول المتقدمة خلال الفترة (2010-2024)	04
56	تطور مؤشرات الأسعار، القيمة السوقية وحجم التداول للسوق المالية بأبوظبي خلال الفترة (2000-2024)	05
58	تطور مؤشرات الأسعار، القيمة السوقية وحجم التداول للسوق المالية الجزائرية خلال الفترة (2000-2024)	06
60	تطور مؤشرات الأسعار، القيمة السوقية وحجم التداول للسوق المالية العمانية خلال الفترة (2000-2024)	07
62	تطور مؤشرات الأسعار، القيمة السوقية وحجم التداول للسوق المالية للبحرين خلال الفترة (2000-2024)	08
65	تطور مؤشرات الأسعار، القيمة السوقية وحجم التداول للسوق المالية لبيروت خلال الفترة (2000-2024)	09
67	تطور مؤشرات الأسعار، القيمة السوقية وحجم التداول للسوق المالية بالدار البيضاء خلال الفترة (2000-2024)	10
70	تطور مؤشرات الأسعار، القيمة السوقية وحجم التداول للسوق المالية دبي خلال الفترة (2000-2024)	11
72	تطور مؤشرات الأسعار، القيمة السوقية وحجم التداول للسوق المالية المصرية خلال الفترة (2000-2024)	12
75	تطور مؤشرات الأسعار، القيمة السوقية وحجم التداول للسوق المالية بالكويت خلال الفترة (2000-2024)	13
77	تطور مؤشرات الأسعار، القيمة السوقية وحجم التداول للسوق المالية بمسقط خلال الفترة (2000-2024)	14
80	تطور مؤشرات الأسعار، القيمة السوقية وحجم التداول للسوق المالية بفلسطين خلال الفترة (2000-2024)	15
81	تطور مؤشرات الأسعار، القيمة السوقية وحجم التداول للسوق المالية بقطر خلال الفترة (2000-2024)	16
84	تطور مؤشرات الأسعار، القيمة السوقية وحجم التداول للسوق المالية بالمملكة العربية السعودية خلال الفترة (2000-2024)	17
87	تطور مؤشرات الأسعار، القيمة السوقية وحجم التداول للسوق المالية بالسودان خلال الفترة (2000-2024)	18
89	تطور مؤشرات الأسعار، القيمة السوقية وحجم التداول للسوق المالية بتونس خلال الفترة (2000-2024)	19

ج. فهرس الملحق:

الصفحة	عنوان الملحق	رقم الملحق
110	الإحصاء الوصفي ومصفوفة الارتباط	01
110	اختبار هوسمان بين mg و pmg	02
111	اختبار هوسمان بين pmg و dfe	03
111	تقدير النموذج باستعمال PMG	04
112	تقدير النموذج باستعمال PMG ، كل دولة على حدى	05

مقدمة

مقدمة:

تنبؤاً سوق الأوراق المالية مكانة مرموقة في سوق رأس المال فهي تعد احدى أهم الأسواق الفرعية و العمود الفقري لسوق رأس المال في ظل الاقتصاد الذي يعتمد على اليات السوق، و تأتي أهمية سوق الأوراق المالية لما لها من اثار مختلفة على الأداء الاقتصادي و الرفاهية الاقتصادية للمجتمع ككل، حيث تتطلب عملية التنمية الاقتصادية في أي دولة زيادة حجم التراكم الرأسمالي و زيادة الاستثمارات، ويتم تحقيق ذلك عن طريق وجود سوق للأوراق المالية تنسم بالكفاءة، حيث تقوم أسواق الأوراق المالية بتعبئة المدخرات و تمويل الاستثمارات و تخصص الموارد المالية في المجالات المختلفة، مما يؤدي الى دفع عجلة التنمية الاقتصادية و النهوض بمعدلات النمو الاقتصادي، لذا تعتبر بورصة الأوراق المالية مرآة الاقتصاد القومي لأنها تعكس الوضع الاقتصادي للدولة، وبذلك يمكن استخدام مؤشرات أسعار الأسهم للتنبؤ بالحالة الاقتصادية العامة قبل حدوثها.

تعتبر سوق الأوراق المالية ركنا من أركان القطاع المالي في أي اقتصاد حر، فهي تعد عنصرا مهما في تطوير وتنظيم أساليب التمويل المتوسط وطويل الأجل للمشاريع الاقتصادية، الاجتماعية والتنموية بالأحجام والكلف المطلوبة، كما تعتبر بطبيعتها المصدر الأساسي لتمويل الاستثمارات طويلة الأجل خاصة وأن تمويل الانطلاقة الصناعية قد تم من خلال إصدارات الأسهم والسندات في الاقتصاد المتقدم والمتزامن مع الاختلالات المالية التي عرفتها الاقتصاديات النامية وعجزها عن توفير موارد مالية لتمويل التنمية.

فالاقتصاديات النامية بشكل عام والاقتصاديات العربية بشكل خاص ميزها انخفاض الناتج المحلي وارتفاع مديونيتها الخارجية، الى جانب ذلك عدم تحقيقها للتوازنات الكبرى لاسيما توازن ميزانيتها العمومية، فهي اقتصاديات توجهت نحو انشاء قطاع عام عريض على حساب القطاع الخاص، ما ميزه ضعف أداءه وعدم توصله الى النتائج التي وجد من أجلها مما أثقل تلك الدول على الصعيدين الداخلي و الخارجي من حيث تحمل عبئ تمويل هذا القطاع، الأمر الذي دفع بكل البلدان العربية سعيا منها لمواجهة الآثار السلبية وتبني برامج اصلاح شاملة خاصة ما تعلق بالجانب التمويلي لاقتصاداتها بحثا منها عن تحقيق نتائج إيجابية و احداث تنمية اقتصادية.

جعلت الوضعية السابقة جل البلدان العربية تفكر في اعتماد الطريقة المعاصرة في التمويل باللا و ساطة المالية عن طريق انشاء أسواق الأوراق المالية والى موقع التطبيق، ولهذا أقامت سوقا خاصة لتداول الأوراق المالية بعد أن هيأت لها شروطا معينة حتى تظفر بنجاحها، وبالتالي هذه السوق تكون ناجحة وفعالة محليا ودوليا.

تتميز أسواق المال بكثرة التقلبات والتحركات في أوضاعها فلا تكاد تستقر فيها الأسعار على ارتفاع معين حت يتلوه انخفاض اخر، حيث مثلت هذه التقلبات يعتبر أحد أكثر القضايا نقاشا واهتماما في النظرية المالية نظرا لأهميتها البالغة على المستويين الكلي والجزئي، فعدم الاستقرار في أسواق رأس المال يضعف الثقة فيها ويؤثر على الاستثمار من خلال عدم التوظيف الجيد للمدخرات وكذلك ارتفاع تكلفة التمويل.

أضحى الاستثمار في الأوراق المالية مهما وضروريا لاسيما بعد اتساع دائرة النشاط الاقتصادي، حيث يعمل المستثمرون جاهدين لتعظيم أرباحهم من خلال زيادة تداولاتهم في الأسواق المالية، الأمر الذي يتطلب من تلك الأسواق توفير أصول مالية متنوعة تسمح للمستثمرين بتنوع محافظهم المالية، كما تسمح لهم بالحصول على السيولة في أي وقت لتحقيق الأهداف المرجوة من الاستثمار، الا أنه حتى وان وجد هؤلاء المستثمرين البيئة الاستثمارية المواتية، فانه يبقى عليهم ضمان اتخاذ القرار الاستثماري الكفؤ بعيدا عن

الأخطاء التي قد تكلفهم الكثير، ويتأثر جميع المستثمرين بجملة من السلوكيات التي قد تجعلهم يتخذون قرارات خاطئة، وأن الوعي بها يجعلنا بلا شك أكثر قدرة على التحكم بها و بالتالي اتخاذ قرارات أكثر عقلانية.

لقد توالى في الأونة الأخيرة الأزمات التي شهدتها الأسواق المالية وكذا الاستثمارات بها، مما أدى الى ظهور جدل كبير في الأوساط الأكاديمية والذي انطلق من التشكيك في نظرية كفاءة الأسواق كون الباحثين أثبتوا وجود عدد من التشوهات في السوق المالي، ومع ازدياد الشواهد بدأ البحث في المؤثرات المختلفة التي تحكم سلوكيات متخذي القرار الاستثماري وعملية اتخاذ القرارات الاستثمارية وهو الحقل الجديد الذي عرف بالتمويل السلوكي.

عرفت سوق الأوراق المالية العربية عدة أحداث وتغيرات كغيرها من الأسواق الدولية أثرت على القيم السوقية وأحجام التداول لأسهم الشركات الناشطة فيها، الأمر الذي دفع بالجهات الرقابية والتنظيمية القائمة على هذه الأسواق لاتخاذ عدة تدابير وإجراءات تهدف الى زيادة مستوى الإفصاح والشفافية للشركات الناشطة فيها، لتمكين المستثمرين من المعلومات الكافية التي تسمح لهم من اتخاذ القرارات الاستثمارية السليمة وتوفير المناخ الاستثماري الملائم، بهدف تعزيز ثقة المستثمر وزيادة كفاءة الأسواق.

للسلوكين الإنساني والاستثماري على وجه الخصوص دورا فعالا ومهما في عملية اتخاذ القرار الاستثماري، فهذا السلوك الذي يقوم به المستثمر والذي يعد جزءا من السلوك الإنساني هو نتيجة تفاعل مدخرات جمهور المستثمرين مع الاستثمارات في الأسواق المالية، والذي يرتبط بشكل أساسي بسلوكيات المتفاعلين سواء كانوا مدخرين أم مستثمرين، لذا فان توضيح الاتجاهات الحديثة التي تبحث في مجال شخصية المستثمر واتجاهاته وكيفية ادراكه للمخاطرة و القيم التي يحملها و كذا تأثير ثقافته و انعكاس ذلك في تعامله في الأسواق المالية، فضلا عن مستوى تعلمه ومؤهله التعليمي الذي أصبح اليوم يشكل أهمية بالغة في صياغة قراراته الاستثمارية، وبالتالي اذا فهمت هذه السلوكيات فان ذلك سيساعد في اتخاذ قرارات استثمارية مناسبة، صائبة و بعيدة عن تكرار الأخطاء كون دوافع القرار الاستثماري و نتائجه تحددها سلوكيات المستثمرين.

كما تستند نظريات التمويل على افتراض أن المستثمر رشيد ويسعى دائما الى تعظيم المنفعة واتخاذ قرار الاستثمار بناء على المخاطر والعوائد المالية المتوقعة فقط، وتتجاهل اختلاف سلوكيات، ميول الأفراد وتعدد الاحتياجات وعدم التجانس بين الأفراد في تلبية هذه الاحتياجات والأبعاد السلوكية نحو الخطر، بالإضافة الى أن أداء أسواق المال لا يعتمد فقط على مدى توافر المعلومات بل يعتمد على الكيفية التي يتم تفسير هذه المعلومات، حيث يمكن تفسير المعلومة الواحدة بشكل مختلف من قبل مجموعات مختلفة من المستثمرين، لذلك ظهرت الحاجة لدراسة العوامل السلوكية للمستثمرين التي تتكون من مجموعة العوامل النفسية، الاجتماعية وحتى العاطفية التي تؤثر على قرارات المستثمرين و من الممكن أن يترتب عنها وجود انحرافات في سلوك المستثمر.

يمثل المستثمر الفرد الفئة الأكثر عرضة للتأثر بهذه العوامل السلوكية عن المستثمر المؤسسي وذلك لاحتمالية عدم توافر لديهم المعلومات الكافية عن السوق أو عدم توافر لديهم القدرة على تحليل هذه المعلومات، ونظرا لعدم اعتمادهم على الأساليب العلمية المتخصصة التي يعتمد عليها المستثمر المؤسسي، فعلى النقيض من ذلك يتوافر لدى المستثمر المؤسسي كم هائل من الموارد وفرق محترفة لجمع وتحليل المعلومات ولذلك يكون لديهم قدرة أكبر على اتخاذ قرارات استثمارية جيدة لتحقيق معدلات مناسبة من الأرباح و نحاول الوصول الى تداعيات سلوكيات المستثمر على القرار الاستثماري في ظل التغيرات الاقتصادية والأزمات الراهنة على أداء

أسواق الأوراق المالية للدول العربية، وهذا بعد قياس أثر سلوكيات المستثمر على القرار الاستثماري لجل الدول العربية التي تمتلك سوق أوراق مالية.

أهمية الدراسة:

أصبح موضوع تأثير سلوكيات المستثمر على القرار الاستثماري على المستوى العالمي بشكل عام و العربي بشكل خاص في ظل التغيرات السياسية و الاقتصادية التي تشهدها الساحة الإقليمية و الدولية على حد سواء من أبرز مواضيع الساعة، التي تنصدر موضوع النقاش في العديد من الندوات، الملتقيات والدراسات وحتى التقارير الاقتصادية للكثير من الهيئات المحلية العربية و الدولية، ويعود هذا الاهتمام الى كون أن اتخاذ القرار الاستثماري الملائم والمناسب يعكس من خلاله أهم التغيرات التي تشهدها اقتصاديات الدول، وهذا الانعكاس يختلف مستواه و درجة وضوحه من سوق الى أخرى حسب درجة كفاءتها، ويمكن أن تتجسد أهمية موضوع تأثير سلوكيات المستثمر على القرار الاستثماري في سوق الأوراق المالية في الاعتبارات التالية:

- ✓ تساهم أسواق الأوراق المالية في تنمية الموارد الادخارية، وتحريكها نحو فرص الاستثمارات المتاحة وتوظيفها في إقامة مشاريع تنمية كبيرة وتقليص حاجة تلك الدول الى التمويل الخارجي،
- ✓ لفت أنظار الأفراد المستثمرين الى ضرورة الانتباه الى أثر السمات النفسية والسلوكية على خياراتهم الاستثمارية، مما يؤدي بالتالي الى دراسة تلك العوامل والمتغيرات المحددة أو المقيدة لسلوكهم،
- ✓ تطور مستوى كفاءة بعض أسواق الأوراق المالية العربية وتأثرها بتغيرات اتخاذ القرار الاستثماري على المستويات المحلية والدولية،
- ✓ ازدياد ترابط اقتصاديات الدول المتقدمة مع الدول العربية في ظل انفتاح أسواق الأوراق المالية على بعضها نتيجة ظاهرة العولمة، ومساهمة العوامل السلوكية في اتخاذ القرارات الاستثمارية الرشيدة والمناسبة من أجل تعظيم الأرباح،
- ✓ الاهتمام الواسع للقرار الاستثماري الرشيد وتفعيله من خلال تبني استراتيجية ملائمة للاستثمار، ومستوى مساهمته في تحسين الظروف الاقتصادية ورفع أداء مصادر التمويل لتسهيل عمل المستثمرين والمؤسسات، وهذا ما يتطلبه الاقتصاد الجزائري بصفة خاصة للخروج من نمط الاقتصاد الريعي الذي لطالما عانت منه،
- ✓ بات من الضروري بعد الأزمات الأخيرة خاصة أزمة كورونا، الحرب الأوكرانية-الروسية، والإسرائيلية-الفلسطينية الاهتمام البالغ باتخاذ القرار الاستثماري الملائم عن طريق تحلي المستثمر عن السلوكيات الشاذة بسبب تأثره بعدة عوامل عاطفية وغيرها، لاسيما وأن القرار الاستثماري ليس دائما خيارا عقلانيا يتخذه المستثمر وذلك بغية تحسين أداء أسواق الأوراق المالية العربية وتفعيل دوره بشكل بارز من أجل اثبات أهميتها في إيجاد حلول أثناء الأزمة وفي وقتها المناسب.

أهداف الدراسة:

تهدف هذه الدراسة الى تحليل وتبسيط الضوء على بعض العناصر الاتية:

- ✓ الفاء الضوء على دور العوامل السلوكية في اختيار القرار الاستثماري الرشيد،
- ✓ معرفة تأثير التحيزات السلوكية على خيار المستثمرين والسلوك الاستثماري لهم،

- ✓ ابراز أثر كفاءة وتفعيل أداء أسواق الأوراق المالية العربية، وتأثير السمات السلوكية على خياراتها الاستثمارية،
- ✓ تحليل العلاقة الترابطية بين تأثيرات العوامل السلوكية على القرارات الاستثمارية في سوق الأوراق المالية العربية،
- ✓ الوقوف على ضرورة تنمية الاقتصاد الجزائري لمسايرة التطورات الحديثة من خلال الاختيار الملائم للقرارات الاستثمارية
باتباع سلوكيات منطقية وعقلانية، ورفع التحدي نحو تغيير النمط الاقتصادي السائد،
- ✓ محاولة ترشيد القرار الاستثماري في الجزائر لمواكبة نهج الدول العربية في تطوير مصادر تمويل الاستثمارات، والخروج بحلول
مجدية لتنمية الاقتصاد الوطني،
- ✓ توصيف طبيعة المستثمرين لدول العربية من خلال التعرف على دوافعهم وميولهم ومدى تأثيرها على سلوك الاستثماري
نحو توظيف مدخراتهم في أسواق الأوراق المالية العربية،
- ✓ توضيح مستوى ترابط التغيرات الطارئة على العوامل السلوكية في أسواق الأوراق المالية العربية، وتحليل واقع تأثير الصدمات
الاقتصادية على قراراتها الاستثمارية،
- ✓ تبيان واقع تأثير السمات السلوكية على القرار الاستثماري في سوق أوراق المال العربي من خلال بعض المؤشرات وفق
نموذج قياسي للتوصل الى نتائج تحاكي الواقع الاقتصادي، وتصيغ رؤية مستقبلية مبنية على أسس علمية،
- ✓ محاولة التعرف على مدى تأثير الاقتصاديات العربية بالتحولات الاقتصادية الراهنة الواقعة على المستوى العربي والدولي
ومدى انعكاس هاته التحولات على القرار الاستثماري العربي وهذا وفقا لنموذج قياسي.

إشكالية الدراسة:

ضمن التطورات الاقتصادية التي طرأت على الساحة الدولية، أضحت تحليل ودراسة العديد من الدلالات الإحصائية للعوامل السلوكية
أمرا ضروريا لمعرفة درجة تأثير أسواق الأوراق المالية للدول العربية بحجم هذه التطورات ومدى استجابتها بالظفر بقرارات استثمارية
رشيدة في اقتصادياتها.

وفي ظل هذا السياق تتمحور الإشكالية الجوهرية لهذه الدراسة حول:

كيف تؤثر العوامل السلوكية على القرار الاستثماري في سوق الأوراق المالية للدول العربية؟

الأسئلة الفرعية:

ولتسهيل الإجابة عن الإشكالية الجوهرية للدراسة قمنا بمحورتها الى أسئلة فرعية كما يلي:

➤ ما هو مستوى تأثير فلسفة تحييزات العوامل السلوكية على نشاط أسواق الأوراق المالية؟

➤ هل تركت العوامل السلوكية تداعيات على القرار الاستثماري في أسواق المال العربية؟

➤ ما أثر متغيرات العوامل السلوكية على مستوى أداء أسواق الأوراق المالية للدول العربية؟

فرضيات الدراسة:

وكإجابة مؤقتة على الأسئلة الفرعية السابقة نقترح الفرضيات التالية:

- تسهم السمات السلوكية في اتخاذ القرار الاستثماري الملائم والرشيد؛ والتي تعمل على رفع من كفاءة أسواق الأوراق المالية العربية
- تعطى الدراسة تحليلية وتبين علاقة الارتباط ذات الدلالة الإحصائية بين سلوكيات المستثمرين واتخاذ القرار الاستثماري المناسب وتوضح أثرها عليه؛
- وجود أثر إيجابي لسلوكيات المستثمر على القرار الاستثماري على المدى الطويل في سوق الأوراق المالية للدول العربية، مما يساهم في تشجيع حركة الأسعار الأسهم في أسواق الأوراق المالية في ظل الصدمات الاقتصادية الناجمة عن تغيير المتغيرات الاقتصادية.

البعد الزمني والمكاني للدراسة:

تمتد الفترة الزمنية للدراسة من 2000 الى غاية 2024 لدراسة مستوى أثر سلوكيات المستثمر على القرار الاستثماري وقد تم اختيار هذه المدة عند تخصيص نموذج قياسي لدراسة تأثير العوامل السلوكية على اتخاذ القرار الاستثماري في سوق الأوراق المالية للدول العربية، بابتداء الفترة من 2000 الى غاية 2024 وذلك حسب تقارير اتحاد البورصات العربية وصندوق النقد العربي بغية توحيد مصدر البيانات المستخدمة في الدراسة، للتقليل من مشاكل استعمال البيانات الإحصائية في القياس، وكذا وجود بعض الأسواق حديثة النشأة والتي لا تتوفر احصائيات عنها فهذا النوع من النماذج يحتاج الى احصائيات طويلة المدى لإبراز معنوية القياس. واختيرت أسواق الأوراق المالية لـ 15 دولة عربية المندرجة ضمن مؤشر صندوق النقد العربي من بين الدول العربية 22 لتحديد مستوى تأثير القرارات الاستثمارية بالتغيرات الحاصلة في العوامل السلوكية والمتمثلة في مؤشري حجم التداول والأسعار، وخصص جزء من هذه الدراسة لإسقاط واقع أثر مؤشر الأسعار على حجم التداول والقيمة السوقية في الدول العربية، ولكون أن الاقتصاد الجزائري يتجه نحو تغيير الأساليب المعتمدة في التمويل ليوأكب عصرنة اقتصادية التمويل وتحقيق تغيير النمط الاقتصادي بما تفتضيه الضرورة الحتمية لتطوير الاقتصاد الوطني، وهذا ما يظهر جليا في علاقة أثر سلوكيات المستثمر على اتخاذ القرار الاستثماري في أسواق الأوراق المالية لبعض الدول العربية على رأسها دول الخليج التي تعد تجربتها في هذا الشأن نموذجا يقتدى به بالنسبة لباقي الدول العربية التي تعرف تأخرا في مستوى أداء الأوراق المالية كالجائر، خاصة و أن هذا الاقتصاد لا يعتمد في تمويل اقتصاده على الفوائض الربعية و انما على جهوده المبذولة في التنمية الإنتاجية في كل القطاعات الناشطة في الاقتصاد.

منهجية الدراسة: للإحاطة بإشكالية الدراسة وللإجابة على تساؤلاتها تطلب هذا الأمر تقسيم الدراسة الى فصلين، فصل استعين فيه بالمنهج الاستقرائي الذي يتلاءم وسرد المفاهيم النظرية للعوامل السلوكية ودورها الأساسي في اتخاذ القرار الاستثماري في سوق الأوراق المالية بالإضافة الى المبادئ الرئيسية للقرارات الاستثمارية ومقومات ارسائها، إضافة الى المنهج الاستنباطي بغية تشخيص الوضعية الراهنة لتطورات المؤشرات الاقتصادية للدول العربية ومدى حيثيات الصدمات الاقتصادية على الصعيدين العربي و الدولي، وتحليل علاقة تأثير التغيرات التي تطرأ في العوامل السلوكية على اتخاذ الاختيارات الاستثمارية في أسواق الأوراق المالية للدول العربية.

أدوات ومصادر الدراسة:

بناء على طبيعة الاشكال المطروح وبغية الوصول الى الأهداف المرجوة في هذا البحث، قمنا باستخدام الأدوات المتمثلة في التطبيق Microsoft Excel 2016، بالإضافة الى برنامجي Python و STATA، كما اعتمدنا في دراستنا هذه على مجموعة من المراجع وكانت كالتالي استعمال الكتب باللغتين العربية و الانجليزية، وكذا الأبحاث المنشورة والدراسات المحكمة في المجالات و أطروحات الدكتوراه التي كتبت في نفسا لموضوع.

الدراسات السابقة: بناء على المسح الشامل تم تلخيص فحوا بعض الدراسات التي تصب في نفس السياق في جدول بغيت الامام بنتائجها وتعزيز معالجة النقائص التي تسعى اليها هذه الدراسة

جدول رقم (01): ملخص الدراسات السابقة

عنوان الدراسة	أهداف الدراسة	نتائج الدراسة	نقد النتائج
ركيك، يسرى مفتاح و يونس بوجلبان، محددات سلوك المستثمرين الأفراد: أدلة من سوق الأسهم التونسية، 2013	رمت الدراسة الى دراسة وفهم سلوك المستثمر الفرد في سوق الأوراق المالية، وتحديد اتجاهاتهم وادراكهم فيما يتعلق بسوق الأسهم وكذا ابراز تأثير العوامل المختلفة على سلوك المستثمرين وفقا للفتة العمرية، التعليم والدخل.	توصلت هذه الدراسة الى أن: * المستثمرين اليوم على علم تام بشأن سوق الأسهم بحيث دمجوا بين أهداف الادخار والعوامل المؤثرة على الادخار ومصادر المعلومات اللازمة لاتخاذ القرار الاستثماري المناسب.	حسب النتائج المتوصل اليها، الكاتبين ركزا على الجانب الوصفي فقط و لم يتسن لهما التطرق و استعمال الاحصائيات لمعرفة العلاقة ومدى دلالة وتأثير هذه العوامل السلوكية على اتخاذ القرارات الاستثمارية الرشيدة في سوق الأوراق المالية التونسية.
دراسة (Babajide, Adetiloye, 2012)، التحيزات السلوكية للمستثمرين وسوق الأوراق	تبلور الهدف العام لهذه الدراسة حول معرفة العلاقة بين التحيزات السلوكية وتطوير أداء سوق الأوراق المالية في	وصلت الدراسة الى أن: * هناك أدلة قوية تشير الى أن التحيزات الشخصية موجودة في سوق الأوراق المالية	تعذر على الباحث اسقاط واقع أداء سوق الأوراق المالية النيجيرية ومي تأثيرها بالتحيزات السلوكية عن طريق

<p>استخدام الاحصائيات لتبيان وتوضيح العلاقة القائمة بين العوامل السلوكية و أداء السوق المالي النيجيري بغية اتخاذ القرارات السليمة.</p>	<p>النيجيرية ولكنها غير مهيمنة على السوق.</p> <p>* نتيجة التحليل أشارت الى وجود علاقة سلبية منخفضة بين التحيزات السلوكية وأداء سوق الأوراق المالية وخلصت الى أن المستثمرين هم أكثر عرضة لاتخاذ قرارات عقلانية.</p>	<p>نيجيريا بحيث انبثقت من هذا الهدف أهداف أساسية تمثلت في:</p> <p>* التأكد من مدى وجود التحيزات السلوكية في سوق الأوراق المالية.</p> <p>* تبيان نوع العلاقة التي توجد بين التحيزات السلوكية وتطوير سوق الأوراق المالية.</p>	<p>المالية - دراسة ميدانية من سوق الأوراق المالية النيجيرية</p> <p>Investor Behavioral Biases and the Security Market : An Empirical Study of the Nigerian Security Market.</p>
<p>حسب النتائج المتوصل اليها يظهر أن الكاتب ركز في دراسته على نظام حديث وحيد كبديل للأنظمة التقليدية و أهمل جانب التأثير الفعلي لمختلف الأنظمة الالكترونية الحديثة الأخرى على حجم التداول و عدد الصفقات المنفذة في السوق المالي السعودي باعتبارها تسعى الى تحقيق القرارات الاستثمارية الرشيدة.</p>	<p>* أدى استخدام نظام التداول الالكتروني تداول كبديل للنظام الالي أسيس الى تسهيل الرقابة على عمليات التداول وتسيير المعلومات بشكل فوري سواء للمستثمرين المحليين أو الخارجيين.</p> <p>*الرفع من كفاءة وسرعة التعامل بالأوراق المالية وتحقيق شفافية وأمان للمتعاملين والمستثمرين في السوق السعودية.</p> <p>* إعطاء مرونة كبيرة و معلومات مختلفة للوسطاء، سهلت عليهم معرفة العمليات المنفذة و غير المنفذة وكذا اجراء تحاليل لأوضاع</p>	<p>هدفت هذه الدراسة الى ابراز أثر النظام الآلي القديم أسيس بنظام التداول الالكتروني تداول في سوق الأسهم السعودية، وذلك من خلال اختبار مدى أهمية التغيرات التي طرأت على بعض مؤشرات السوق وعدد الصفقات المنفذة في السوق بمختلف قطاعاتها خلال الفترة سبتمبر 1999 الى ديسمبر 2003.</p>	<p>حسام مسعودي، أثر تطبيق نظام التداول الالكتروني على أداء السوق المالية السعودية دراسة قياسية لفترة سبتمبر 1999-ديسمبر 2003.</p>

	الشركات المتداولة و أسهمها بشكل أسرع.		
تعدر على الباحث التردد الكافي الى تعميق الوعي الاستثماري لدى المستثمر في المجتمع والتحسيس بأهميته الاقتصادية ومدى مساهمته في التنمية العامة من خلال خطط مبنية على أسس علمية و الذي يؤدي بالضرورة الى تطوير أداء سوق الخرطوم للأوراق المالية مع الإشارة الى بعض التحديات التي تعيق جذب الاستثمارات الأجنبية للسوق خاصة تلك التي تعرقل حركة أسهمها للتداول في السوق المالي للخرطوم، مما يؤدي الى عدم توفر السيولة اللازمة من أجل تفعيل أداء سوقها للأوراق المالية.	* أدت تقنية استخدام التداول الالكتروني في سوق الخرطوم للأوراق المالية الى زيادة الشفافية في السوق المالية، وزيادة دقة مصادقية وسرعة المعلومات الواردة في السوق بالإضافة الى زيادة نشاطها وتوسيع حجمها. * تحسن مؤشرات التداول في سوق الخرطوم للأوراق المالية بشكل ملحوظ بعد استخدام نظام التداول الالكتروني. * سهولة عملية الحصول على المعلومات واعطائها لمرونة أكبر مما يساهم في سرعة تحليل أوضاع الشركات التي يتم تداول أسهمها باستعمال نظام التداول الالكتروني.	هدفت هذه الدراسة الى: * تسليط الضوء على دور نظام التداول الالكتروني في تفعيل أداء الأسواق المالية العربية. * تعزيز النشاط الاقتصادي من خلال الدور المهم الذي تقوم به الأسواق المالية عن طريق توفير الموارد المالية لتمويل الاقتصاد وتطوير وإنعاش الاستثمار وكذا بناء اقتصاديات متينة. * تبيان بأن استخدام التداول الالكتروني يعد من بين المقومات التي يوفرها ادخال تكنولوجيا المعلومات والاتصالات، لما لها من دور كبير في تخفيض تكاليف الاستثمار بالأوراق المالية.	حسان الطاهر شريف، تقوروت محمد، أنساعد رضوان، دور نظام التداول الالكتروني في تفعيل أداء الأسواق المالية العربية (دراسة حالة سوق الخرطوم للأوراق المالية، خلال الفترة 2007-2016)
من خلال النتائج المتوصل اليها لم يتمكن الباحث من تفسير تأثير سلوكيات المستثمرين على القرار الاستثماري في سوق الأوراق المالية من خلال مؤشرات القيمة السوقية وحجم التداول على المدى القصير والطويل ومدى انعكاسها على المعلومات التي قد تؤدي بالمستثمرين الى عدم اتخاذ	* محاولة فهم تفسير النظرية المالية السلوكية للتحيزات السلوكية للمستثمرين أثناء اتخاذ القرار الاستثماري. * فشل النظرية المالية التقليدية عن تفسير التشوهات السعرية في الأسواق لكونها تعتمد في طرحها على أن المستثمرين في سوق الأوراق المالية يتصرفون بالعقلانية والرشادة.	رمت الدراسة الى: * دراسة أداء سوق الأوراق المالية في ظل التحيزات والمخاوف لدى المستثمرين ومعرفة الأسباب الحقيقية المؤدية الى التشوهات السعرية وانحراف القيم السوقية للأسهم خلال الفترة 2007-2020. * التطرق الى أهم الأحداث التي أثرت على كل من القيم السوقية للأسهم في سوق	جمال عديدو و مكوي مكاوي، تحليل أداء سوق الأوراق المالية في ظل التحيزات السلوكية للمستثمرين خلال الفترة 2007-2020)

<p>القرار الاستثماري الرشيد والسليم.</p>	<p>* عدم كفاءة الأسواق المالية تؤدي بالمستثمرين الى تفاديها. * عدم تماثل المعلومات في سوق الأوراق المالية يغير من سلوكيات المستثمرين الراغبين في الاستثمار.</p>	<p>الأوراق المالية وكذا حجم تداول الأسهم في هذه السوق ومدى انعكاسها على سلوكيات المستثمرين في السوق المالي.</p>	
<p>حسب النتائج المتوصل اليها لم تتعرض الكاتبتين الى الأثر السلبي للتداول الالكتروني والذي قد تنجم عنه العديد من المخاطر كصعوبة الاتصال وحدوث خلل في الانترنت، والثقة المفرطة في هذا النظام والتي قد تؤدي الى حدوث كوارث اقتصادية في سوق الأوراق المالية كانهخفاض القيم لسوقية وكذا التوقعات المفاجئة التي قد يتعرض لها هذا النظام خلال العمل اليومي في السوق.</p>	<p>توصلت النتائج الى: * استعراض مساهمة استخدام نظام التداول الالكتروني كبديل لنظام التداول التقليدي في سوق الأوراق المالية السعودية في ترقية أداء السوق وتنشيطها من خلال عدد الشركات المدرجة فيها ونتائجها السنوية. * تنامي القيمة السوقية في سوق الأوراق المالية السعودية وكذا ارتفاع مستويات حجم التداول فيها بشكل ملحوظ بعد تطبيق نظام التداول الالكتروني وذلك من خلال زيادة حركة تداول أسهمها وارتفاع قيمتها السوقية. * يساهم نظام التداول في زيادة استقطاب عدد كبير من الشركات المدرجة وحتى جمهور المستثمرين الذين وجدوا مرونة وسهولة في عملية التداول.</p>	<p>هدفت الدراسة الى: * اظهار وتحليل دور نظام التداول الالكتروني في تحسين أداء سوق الأوراق المالية السعودية خلال الفترة (2000-2021). * التعرف على مختلف الجوانب النظرية المرتبطة بالتداول الالكتروني، المزايا التي يقدمها والتحديات التي تواجه تطبيقه، كما اعتمدت على معيارين لقياس أداء السوق (معيار حجم السوق ومعيار سيولة السوق) في ظل الاعتماد على نظام التداول الالكتروني. * تبيان دور و أهمية التداول الالكتروني في الأسواق المالية ومحاولة إزالة الغموض الذي يكتنفه.</p>	<p>راجع نور الهدى اشراق، بوران سمية، دور نظام التداول الالكتروني في تفعيل أداء سوق الأوراق المالية (السوق المالية السعودية نموذجاً 2000-2021)</p>

هيكل الدراسة:

من أجل الامام بجوانب الموضوع والاجابة عن التساؤلات المختلفة ارتئينا تقسيم الموضوع الى فصلين أساسين فتضمن الفصل الأول الجانب النظري، فيما تضمن الفصل الثاني الجانب التطبيقي وفق الخطة التالية:

الفصل الأول: بعنوان الإطار النظري لسلوكيات المستثمر ودورها في اتخاذ القرار الاستثماري من خلال تحليل سلوكيات المستثمر وتبيان علاقتها بالقرار الاستثماري في سوق الأوراق المالية من خلال مبحثين رئيسيين أين تناولنا في المبحث الأول تحليل سلوكيات المستثمر وعلاقتها بالقرار الاستثماري في سوق الأوراق المالية وبعدها تطرقنا الى أساسيات عن القرارات الاستثمارية ودورها في سوق رؤوس الأموال.

الفصل الثاني: تحت عنوان أثر سلوك المستثمر على اتخاذ القرار الاستثماري في سوق الأوراق المالية- دراسة قياسية لعينة من الدول العربية خلال الفترة 2000-2024 وهذا بعد أن تعرضنا في الفصل الأول على الجانب النظري للدراسة وهذا من خلال توضيح الملامح الأساسية للعوامل السلوكية وعلاقتها بالقرار الاستثماري في سوق الأوراق المالية، والتطرق في هذا الفصل الى تحليل واقع سوق الأوراق المالية العربية والدور الفعال في اتخاذ القرارات الاستثمارية بالإضافة الى النموذج القياسي الذي شمل اسقاط واقع الدراسة على الدول العربية.



الفصل الأول

تمهيد:

تأثر المستثمرين في اتخاذهم لقراراتهم الاستثمارية بسلوكهم ومشاعرهم، أدى الى ظهور ما يسمى بعلم التمويل السلوكي الذي أضحى مجالاً واعداً وحديث العهد في مجالات التمويل الحديثة التي سجلت تقدماً ملحوظاً في العقود الأخيرة ويعد منهجاً يتم من خلاله تفسير سلوك المستثمرين في عملية صنع القرارات الذي يرتبط بتفكيرهم، دوافعهم واتجاهاتهم.

كما يحاول التمويل السلوكي شرح وتحسين معرفة الشخص بالقضايا المعرفية وردود الفعل العاطفية التي تؤثر على القرارات المالية، فهو العلم الذي يدمج بين العلوم الاجتماعية والعلوم النفسية والعلوم المالية لمساعدة المستثمرين على فهم أنفسهم وعلى اتخاذ قرارات استثمارية سليمة مما يساعد في إيجاد أسواق مالية أكثر كفاءة على الصعيدين المحلي والدولي.

تطرقنا من خلال هذا الفصل الى مبحثين أساسيين، الأول تعرضنا فيه الى تحليل سلوكيات المستثمرين وعلاقتها بالقرار الاستثماري من خلال معرفة مدى تأثير سلوك المستثمر على تقييم الأصول والعوامل الرئيسية المحددة لاتجاهات المستثمرين في سوق الأوراق المالية، بالإضافة الى تبيان سيكولوجية المستثمر ودورها في اتخاذ القرار الاستثماري، أما الثاني فقد استعرضنا فيه واقع القرار الاستثماري في سوق رؤوس الأموال بالتطرق الى أبرز العوامل المؤثرة في القرار الاستثماري وأهم مقوماته بالإضافة الى الأهمية التي يحظى بها القرار الاستثماري في سوق الأوراق المالية.

المبحث الأول: تحليل سلوكيات المستثمرين وعلاقتها بالقرار الاستثماري في سوق الأوراق المالية

يعتمد المستثمرون أثناء اندفاعهم نحو الاستثمار في سهم معين على التوقعات التي يشكولونها حول الاتجاه المستقبلي لحركات أسعار هذا السهم، و هذا ما قامت عليه المالية السلوكية في اطار النظريات الواقعية على عكس نظرية التوقعات العقلانية التي تتجسد في أن المستثمر العقلاني هو الذي يعتمد في تشكيل قراره الاستثماري على الحقائق الأساسية و المعلومات المتوفرة، في حين جاءت سيكولوجية المستثمرين في ميدان علم النفس المعرفي لتؤكد عن حدود قدرة المستثمر في تكيفه على النحو الأمثل و تعرضه الى جملة من التحيزات النفسية التي تؤثر على سلوكه و من تم على الأسعار و هذا ما سنوضحه من خلال هذا المبحث.

المطلب الأول: تأثير سلوك المستثمرين على تقييم الأصول والعوامل الرئيسية المحددة لاتجاهات المستثمرين في سوق الأوراق المالية.

ان قياس سلوكيات المستثمرين يكون جراء استخدامهم للنظريات العقلانية على أساس اتصافهم بالرشادة من جهة، ومن جهة أخرى قياس سلوكياتهم في تقييم الأسهم يكون استنادا للنظريات اللاعقلانية، فهناك العديد من العوامل الأساسية التي تساهم في تحديد اتجاهات المستثمر في السوق المالي.

أولاً: تأثير سلوك المستثمرين على تقييم الأصول

1- سلوك المستثمر العقلاني: تعد نظرية الاختيار العقلاني بمثابة النموذج التفسيري الذي استعمل من قبل علماء الاجتماع لتفسير السلوك البشري عن عملية اتخاذ القرار، فالمؤلف الذي أسس من طرف جون نيومان وأوسكار موغسترن واللذان قاما بنشره عام 1944 تحت عنوان " نظرية الألعاب والسلوك الاقتصادي " **Théorie des jeux et comportements économiques** انطلقا من أن نظرية المنفعة المتوقعة هي أساس نظرية الاختيار العقلاني بحيث وضحا عقلانية اللاعبين و أكدوا أن هناك على الأقل لاعب واحد عقلاني، و هو الذي يقوم دائما باختيار الاجراء الذي يعطي أفضل النتائج و بالتالي يعظم منفعته الخاصة، بالنظر الى ما يتوقع أن يقوم بخصمه (Behazard & Herschel, 1988)

وبعد ذلك تم مواصلة العمل على يد **Jon Elster**، بحيث تم تفسير الافتراضات الرئيسية لنظرية الاختيار العقلاني بالإضافة الى تحليل الخيار العقلاني ليشرح بعدها لماذا يتصرف الأفراد في اتجاه دون الاخر.

ومن خلال ما سبق فان الاختيار العقلاني هو " أن يقوم الشخص باختيار أفضل اجراء من الإجراءات المحتملة، أي أنه يختار لتعظيم فائدتها المتوقعة والمقيدة في نطاق الفرص المتاحة"

كل هذا عن طريق اختيار أفضل وسيلة لتحقيق أهدافه، من خلال افتراضه بأنه قادرا على المقارنة بين مجموعة متنوعة من الأهداف وكذا اجراء تقييم عام للوضع الذي يجد نفسه فيه، فالخيار يعد عقلانيا إذا كان الفرد يختار أحسن تفضيل لتعظيم منفعته. (Warren, 2012, p. 15)

فرغم الفرضية التي جاءت بها كفاءة السوق القائمة على رشادة المستثمر والتي تنص على أن قرارات المستثمرين تكون نتيجة الى الامتثال، فهي متجاهلة بذلك لأهمية سلوك المستثمرين في اتخاذ القرار ومنه جاء المالية السلوكية التي قامت على ركيزتين أساسيتين

هما علم النفس المعرفي ومحدودية التحكيم الا أنه مهما كانت قوة التنبؤ وفي أي ظرف من الظروف، الا أن تحكيم الفرد للقرار لن يكون كاملا.

2- سلوك المستثمر وفقا للاتجاه السلوكي: يركز هذا الجانب لقرارات المستثمرين على مجالات علم النفس المعرفي و المالية السلوكية التي يركز اهتمامها حول التضارب الحاصل في كيفية اتخاذ المستثمرين لقراراتهم الاستثمارية ضمن بيئة حقيقية و في اطار النظريات الواقعية، بدلا من السلوك العقلاني و الأمثل الذي اقترحتة النظريات المعيارية، أين أكد ذلك عن حدود قدرة المستثمر للتكيف على النحو الأمثل، و تعرضه الى جملة من التحيزات النفسية التي تؤثر على سلوكه و من تم على الأسعار، حيث تلعب العوامل النفسية دورا هاما في تحديد أسعار الأسهم هبوطا أو صعودا فضلا عن العوامل السياسية و الاقتصادية، و لهذا يتوضح أنه لا وجود للمستثمر العقلاني في السوق و انما يوجد للمستثمر الذي يتمكن من تعظيم منفعة المتوقعة، و الذي يميل الى أن يكون عقلاني لأنه لا وجود للعقلانية الكاملة في الأسواق المالية.

ثانيا: العوامل المحددة لاتجاهات المستثمرين في سوق رؤوس الأموال

يعد كل من المناخ الاستثماري، الوعي الاستثماري والسمات الشخصية للمستثمر من العوامل الأساسية المحددة لسلوك المستثمرين في السوق:

أ- المناخ الاستثماري: يشمل المناخ الاستثماري معظم المجالات ذات العلاقة المباشرة أو غير المباشرة بالاستثمار، اذ يؤدي استقراره الى ازدهار الاقتصاد وزيادة أحجام الأموال المستثمرة.

يغطي المناخ الاستثماري مجموعة القوانين والسياسات والمؤسسات السياسية والاقتصادية التي تؤثر على ثقة المستثمر وتشجعه بذلك على توجيه استثماراته من بلد الى اخر، فالمناخ الاستثماري لا يعتمد على الظروف الاقتصادية فقط، وانما أيضا على الظروف القانونية، الاجتماعية، السياسية والمؤسسية السائدة في ذلك البلد المعني.

ب- الوعي الاستثماري: بمفهومه المعرفي و الاقتصادي الوعي الاستثماري يعد عملية توجيه و توفير المعلومات اللازمة للمستثمرين و مساعدتهم بغية اتخاذ القرارات الاستثمارية بناء على بيانات علمية سليمة، فالوعي الاستثماري يعتبر أحد أهم العناصر المؤثرة على توجهات المستثمرين وكذا على حجم الأموال المستثمرة له لما له من أثر عميق في نجاح أي سوق مالي كونه أساس الثقافة الاستثمارية، فمستوى معرفة المستثمر بمفاهيم و مبادئ الاستثمار يعد أساس تحكمه في القرار الاستثماري، و من هنا يظهر الدور الفعال و الكبير للوعي الاستثماري في اتخاذ قرار استثماري رشيد يساهم في كفاءة و استقرار السوق من خلال التسعير العادل لأدوات الاستثمار المتداولة فيه.

ت- السمات الشخصية للمستثمر: للخصائص الذاتية للمستثمر دور فعال في تحديد اتجاهات المستثمرين للتعامل في الأسواق المالية ومن أبرزها نجد: (فيصل محمود، 2008، الصفحات 222-225)

1- الجنس: يختلف قرار الاستثمار بين الجنسين باختلاف الرغبات، الأهداف والطموحات، فالنساء يكون ميولهن نحو الادخار والاستهلاك بعكس الرجال أين يكون ميولهم نحو الادخار والاستثمار في الأوراق المالية ذات العائد المرتفع، وعليه غالبا ما تتجه أفكارهم في الأوراق المالية المضمونة العوائد والتي تتسم بدرجة عالية من الاستقرار.

2- السن: من المتوقع أن يغامر المستثمر الذي هو في سن الشباب على تحمل المخاطرة بغية تحقيق أكبر العوائد مقارنة بالذي هو في سن الشيخوخة أو الكهولة، لهذا نجد أن المستثمر المتقدم بالسن يتجه نحو الاستثمار في الأوراق المالية المضمونة العوائد، بينما المستثمر الذي يكون في مقتبل العمر يكون عكس ذلك بحيث يتجه الى الاستثمار في الأسهم العادية ومنه يصعب تحديد العمر الملائم للتعامل في سوق الأوراق المالية.

3- مستوى الدخل: من المتوقع أن يلجأ المستثمرون ذوي الدخل المنخفضة الى المغامرة بالاستثمار في الأصول الخطرة طمعا في تحسين أوضاعهم المعيشية، فاذا وقعت الخسارة فقد لا يخسروا الكثير، بينما إذا تحقق الربح فسوف يكون مجزي، في حين يميل المستثمرون ذوي الدخل المرتفعة الى عدم المغامرة بالاستثمار في الأصول الخطرة وذلك لامتلاكهم ما يكفي لتلبية احتياجاتهم.

4- المؤهل العلمي: للمستوى التعليمي للمستثمر أثر كبير على قراره الاستثماري، فقرارات ذوي المؤهلات العلمية تتسم بالإلمام بالمتغيرات والمعطيات الموضوعية للاستثمار ومنه قراراتهم يفترض أن تكون أكثر بعدا عن سوء التقدير.

5- الخبرة العلمية: للحصول على الممارسة العلمية المبنية على الأهمية على صحة وسلامة قرار الاستثمار، ومنه يكون تقدير من يمتلك الخبرة أكثر جدية من غيره، مع مراعاة التفاوت الموجود من مستثمر الى اخر من حيث المدة ونوعية الخبرة والتعامل في السوق، اذ يمكن الإلمام بقواعد البيع والشراء فقط من خلال التجربة والممارسة العلمية، لذلك تكون معاملات المحترفين في السوق أكثر من تعاملات المستجدين.

المطلب الثاني: سيكولوجية المستثمر ودورها في اتخاذ القرار الاستثماري

سنحاول من خلال هذا المطلب التعرف على سيكولوجية المستثمر في اتخاذ قراراته ومدى تأثير العوامل الخارجية على معنويات المستثمرين كون هذا المستثمر كائنا اجتماعيا لا يستطيع عزل نفسه عن المجتمع بالإضافة الى الانعكاسات التي سوف تطرأ على عوائد الأسهم في سوق الأوراق المالية.

أولا: سيكولوجية مزاج المستثمر في اتخاذ القرار:

ان التفاعل القوي بين المجالين العاطفي والمعرفي هو أصل عملية التداول، ففي بعض الأحيان يمكن أن يؤدي التعارض اللا واعي للعمليات العاطفية والمعرفية الى حدوث سلوك غير عقلائي والمتمثل في ظاهرة تعرف بـ «خداع الذات»، فالمشاعر تؤثر على خيارات وتصورات المستثمرين فيما يتعلق بقرارات الاستثمار المعقدة والمحفوفة بالمخاطر وعدم اليقين، فالنفور من الخسارة كلها سلوكيات قد تعكس تجنب المستثمر للمشاعر غير السارة في المستقبل (David , 2001, p. 1550)

بحيث تمكن بعض الباحثين من الوصول الى أن الحالات التي تكون أكثر تعقيدا أو غير مؤكدة تساهم بكثرة في تأثير العواطف على القرار، في حين يؤثر المزاج على توقعات المستثمرين المستقبلية وغالبا ما يوجد هناك سوء المزاج لدى المستثمرين عند اتخاذهم لقراراتهم الاستثمارية وهذا ما عرف بالتحيز الى سوء المزاج، فالمستثمرين اللذين هم في مزاج أكثر تشاؤما بشأن المستقبل من المستثمرين اللذين هم في مزاج جيد.

فقد ترجمت سيكولوجية المستثمر في أن المستثمرين الذين هم في مزاج جيد تعطي احتمال أبكر للمتغيرات الجيدة التي تحدث واحتمال منخفض للتغيرات السيئة، وبذلك المزاج الجيد سوف يزيد من احتمال الاستثمار في الأصول ذات المخاطر العالية والعكس أي أن المزاج السيء يقلل من الأصول الخطرة.

ونظرا لمدى تأثير المزاج على القرارات غير المؤكدة، فإن معدل النمو المتوقع لتقديرات قيمة الأسهم باستخدام نموذج خصم توزيعات الأرباح قد ينحاز ويؤثر على القيمة المقدرة للسهم، وقد يببالغ المستثمر غير المتحيز والذي هو في مزاج جيد في تقدير معدل النمو، فمن شأنه أن يؤدي به الاعتقاد بأن الأوراق المالية تكون مقيمة بأعلى مما يعتقد، فالمستثمرون الذين هم في مزاج جيد يعانون من قرارات متفائلة جدا، فيمكن لهذا التفاؤل أن يؤثر على قراراتهم الاستثمارية بطريقتين هما:

- ✓ أن يكون المستثمرين أقل صرامة عند تحليل قراراتهم الاستثمارية في الأسهم
- ✓ على المستثمرين المتفائلين تجاهل المعلومات السلبية عن الأسهم، كونهم في كثير من الأحيان يسعون الى ضبط سعر السهم، حتى ولو وجد في السوق ما يكفي من المستثمرين المتفائلين و المتشائمين، فالمستثمر المتفائل يسعى الى رفع سعر شراء السهم لأن ذلك المتشائم يفكر تفكير سلبي، كما يميل المستثمرون الى التفاؤل في تعيين أسعار أسهم المؤسسات التي تملك درجة عالية من عدم اليقين أو الغموض ليضمحل هذا الأخير، أما بالنسبة للمؤسسات ذات الأفق الواسعة و التي تمتلك درجة أقل من عدم اليقين عادة ما تكون أسعار أسهمها أكثر تعبيرا عن الأفق الفعلية للتفاؤل بتوقعات المستثمرين.

بين **لوانس تيان و ريك** أن للمشاعر و العواطف دور في اتخاذ القرار و غالبا ما تدفع السلوك في اتجاهات مختلفة، بحيث يشكل التأثير الفوري للعواطف على القرار تحديا حاسما للنظرية الاقتصادية، لذلك يتوقع أن تؤثر مشاعر و عواطف المستثمر على تسعير الأسهم، و وضع أيضا أن المشاعر تنشأ من عوامل لا علاقة لها بالقرار لكنها في النهاية تؤثر على القرار، و هناك دراسة أخرى سعت لتحقيق فيما اذا كانت مشاعر المستثمر تلعب دورا في عملية صنع القرار و ذلك بجمع البيانات عن السمات الفيزيولوجية المرتبطة بردود الأفعال العاطفية، و وجد أن انفعال المتعاملون قد يزيد حول الأحداث الاقتصادية الهامة منها زيادة تقلبات الأسعار، حيث أن القدرة على اتخاذ القرارات السريعة يعتمد على الحالة النفسية، في حين لم تؤكد الدراسة ما اذا كان الانفعال الزائد يرتبط بالأداء الإيجابي أو السلبي من قبل المتعاملين.

ثانيا: تأثير العوامل الخارجية على معنويات المستثمرين وانعكاسه على عوائد الأسهم.

يعد المستثمر كائنا اجتماعيا لا يستطيع أن يعزل نفسه عن المجتمع الذي يعيش فيه، أو يمنع أحاسيسه ومشاعره من التأثير بالعوامل والظروف التي تسود البيئة المحيطة به، فنجاح أي قرار استثماري يلزم المستثمر من أن يتفهم ظروفه النفسية والمالية ومدى استعدادة لاتخاذ قرارات تتحمل المخاطر، فشعور المستثمر بالاكتئاب يؤدي به الى اتخاذ قرارات استثمارية متحفظة، قرارات الرغبة بالمخاطرة وبالتالي انخفاض العوائد. (حسين، 2008، صفحة 89)

ولكن شعوره بالثقة بنفسه يؤدي الى اتخاذ قرارات أكثر خطورة وبالتالي ارتفاع العوائد، ولعل من أهم خصائص المستثمر المتزن تحصيل نفسه ضد الانفعالات النفسية التي قد تؤثر على نشاطه وأدائه.

وعند ظهور عامل خارجي يكون تأثير معنويات المستثمرين على أداء السوق و عوائد الأسهم أكبر، بحيث يؤثر في كافة و على أغلبية المستثمرين في ان واحد، و ذلك على خلاف وقوع أمر ما يؤثر في نفسية أو مزاجية مستثمر واحد مثل تعرضه للإفلاس، ترك

العمل و غيرها ، اذ ينعكس أثر ذلك على محفظته الاستثمارية فقط، أما في الحالة الأولى فنتيجة ذلك تظهر في قرارات غالبية المستثمرين مما يؤدي بهم الى اتخاذ قرارات استثمارية متشابهة، حيث ينعكس ذلك أثرها في أداء السوق و عوائد الأسهم، أو قد تؤدي الى ظهور حالة شاذة بالسوق المالي، فالعوامل الخارجية المؤثرة على معنويات معظم المستثمرين و سلوكهم في ان واحد متنوعة و عديدة ابرزها: الهوية الاجتماعية، المعتقدات الدينية، المتغيرات المناخية، الاشاعات أو الإعلان الكاذب، سماع خبر جيد أو سيء، العطل، رمضان، أثر شهر جانفي، دخول شركة جديدة الى سوق المال، نتائج مباريات كرة القدم المحلية أو الدولية، اعلان توزيع الأرباح، الأحداث السياسية، الحروب،.....الخ.

وبالتالي فان تأثير الشعور بالتفاوت أكبر من تأثير الشعور بالتساؤم، والذي بينته العديد من الدراسات من خلال الدور الحاسم لمعنويات المستثمر في تحديد سلوك الأسهم في سوق الأوراق المالية (Yang & Copelad, 2014, p. 76)

المطلب الثالث: العوامل السلوكية المؤثرة على اتخاذ القرار الاستثماري

تنقسم التحيزات السلوكية بشكل عام الى ثلاث مجاميع رئيسية وهي: العاطفية، الاجتماعية والمعرفية، وفيما يلي شرح تفصيلي لكل عامل بالإضافة الى أبعاده الفرعية:

❖ العوامل السلوكية العاطفية وتشمل:

1- الإفراط في الثقة (Over Confidence):

أشار علماء النفس بأن الثقة الزائدة في مفهومها البسيط هي ذلك الايمان الذي لا مبرر له في أحد البديهيات أو الأحكام والقدرات المعرفية للشخص والتي تحدث اما بسبب مبالغة الأفراد في تقدير موثوقية معارفهم ومهاراتهم (Hvide, 2002, pp. 15-28)، أو توقع خسارة بشكل أقل أو أكثر من الواقع، أو المبالغة في تقدير السيطرة على الأحداث.

ترتبط الثقة المفرطة بمدى اعتقاد الفرد امتلاكه القدرة المعرفية والدقة في التنبؤ أو توقع الأحداث أو المبالغة في تقدير الأحداث فمثلا قد يعتقد المستثمر بأنه أمثل من غيره في اختيار أفضل للأسهم أو الدخول الى السوق في أفضل الأوقات. (Chaudhary, 2013, p. 88)

كما قد تؤدي الثقة الزائدة الى قيام المستثمر في بناء سيناريوهات غير واقعية، خاصة حينما يعتمد على نمط من العائدات العشوائية أو المعلومات لغرض اتخاذ القرارات أو القيام بالاستثمارات اعتمادا على تلك الملاحظات غير الواقعية، ولذلك ينبغي على المستثمر أن يدرك التحديات المرتبطة بكل استثمار ومحاوله صقل تقنيات هذا الاستثمار باستمرار، ومن أبرز سلوكيات الثقة المفرطة وأثرها في أن يكون قرار الاستثمار خاطئ الاعتبار التالية: (Pompian, 2006, p. 76)

- ✓ المستثمرين ذوي الثقة الزائدة قد لا يعرفون، أو يفهمون، أو لا يلتفتون الى إحصاءات الأداء الاستثماري التاريخية، وهذا ما يمكن أن يجعله يقلل من مخاطر الهبوط المحتملة.
- ✓ المستثمرين ذوي الثقة المفرطة بالنفس يبالغون في قدرتهم على تقييم أداء شركة ما كاستثمار محتمل، وهنا قد يصبحون طرفا لأي بيانات سلبية.

- ✓ ان سلوك التداول المفرط الناتج عن الثقة المفرطة بالنفس لدى المستثمرين ذوي الثقة الزائدة بسبب الاعتقاد بأن لديهم معرفة خاصة لا يملكها البعض الآخر والذي يؤدي الى قلة العوائد مع مرور الوقت.
- ✓ المستثمرون ذوي الثقة الزائدة يتجهون نحو بناء محافظ متنوعة، قد تكون في أغلب الأحيان غير متوازية وبالتالي تحمل المزيد من المخاطر، كونهم لا يعرفون أنهم قبلوا بتحمل المخاطر أكثر مما لو كانوا متساهلين عادة.

2- النفور من الندم (Regret Aversion): تحدث هذه الحالة النفسية حينما يتم التركيز بشكل زائد على

مشاعر الندم وتظهر عندما يتم اتخاذ قرار خاطئ، بحيث تكون النتائج البديلة التي سبق تجاهلها هي الأفضل بكثير مقارنة بالقرار المتخذ، والسبب الأساسي لهذا النوع من الخطأ هو ميل الأفراد الى كره الاعتراف بأخطائهم، فلهذا النوع جانبان سلبيان على سلوك المستثمر، الأول لأنه يؤدي به الى التمسك بصفقة خاسرة لفترة طويلة جدا لعدم رغبته بالاعتراف بالخطأ أو تصحيحه في الوقت المناسب، بينما الثاني يحدث حينما يمر المستثمر بحالة من البطء والتعثر في اتخاذ القرار نتيجة الخوف من النفور بالندم فعلى سبيل المثال عندما تدل الإشارات على اتجاه هبوطي للأسعار في السوق، لا يدخل المستثمر اليها في الوقت المناسب.

اذ يعتبر تجنب الندم من المفسرات السلوكية لتجنب الغموض وعدم التأكد الذي ينشأ من محاولة المستثمر الاعتقاد بأن خياراته ليست مثلى نسبة لما توقعه في الماضي.

كما تشير الدراسات في علم النفس الى أن تأثيرات الندم في اتخاذ القرار في ظل عدم التأكد نتج لتجنب ضائقة ناتجة عن نوعين من الأخطاء: (Subash, 2012, p. 22)

- ✓ أخطاء السهو (Errors of Omission): تحدث نتيجة تفويت فرصة كانت متاحة.
- ✓ أخطاء العمولة (Errors of Commission): تحدث نتيجة العمل المضلل عندما يعود المستثمر عن القرار ويتأسف عن اتخاذه وبالتالي يعيش في حالة تجعله يشك في معتقداته.

أما أبرز آثار هذا النوع من التحيز على اتخاذ القرار الاستثماري الخاطئ تكمن في: (Pompian M. , 2006, p. 231)

- ✓ قد يتسبب في تردد المستثمر بالدخول الى الأسواق التي شهدت مؤخراً هبوطاً في الأسعار، خوفاً من أن يواصل السوق الاتجاه الهبوطي.
- ✓ وكون أن المستثمرين سبق وأن تكبدوا خسائر في الماضي وشعروا بالألم من تلك القرارات المحفوفة بالمخاطر، فقد يتسبب في أن تكون الخيارات الاستثمارية متحفظة جداً.
- ✓ قد يجعل المستثمر يسلك سلوك القطيع لأن السير مع الأغلبية قد يقلل من الشعور بالندم.
- ✓ قد يؤدي بالمستثمر الى التمسك بالاستثمار الخاسر، على غرار تحيز النفور من الخسارة مما يؤثر على ثروته مستقبلاً.
- ✓ قد يجعل المستثمر يفضل الاستثمار في أسهم شركة ما، كونها أكثر أمناً فيهمل بذلك العائد الأفضل والأفضل.

✓ كما أنه قد يساهم في تمسك المستثمر بالأسهم الراجحة لفترة طويلة، ويخشى من أن يبيعها سيفوت عليه فرصة كسب المزيد من المال، ومن ثم يتجاهل الهبوط المفاجئ للأسعار.

3- النفور من الخسارة (Loss Aversion): حسب المؤلفين (Barberies & Huang) ففكرة كره الخسارة

تستند الى الفكرة القائلة بأن العقوبة العقلية المرتبطة بخسارة معينة أكبر من عقلية المكافأة بمكسب من نفس الحجم، بمعنى أن أثر الخسارة على المستثمر أكبر من أثر الربح للمبلغ نفسه، كما بينت الدراسات في هذا المجال بأن الخسارة المقبلة بعد سلسلة من الخسارات تكون مؤلمة بشكل أكثر مقارنة بالخسارة التي تأتي بعد المكاسب الصغيرة، لذلك فإن المستثمر يكره الخسارة، كما قد يكون ممانع لإدراك الخسائر و حتى ربما تحمل المخاطر المتزايدة للهروب من مركز خاسر. (Singh, 2012, pp. 116-122)

ومن أهم آثاره وعواقبه في احتمال أن يكون قرار الاستثمار خاطئ نجد:

✓ النفور من الخسارة يمكن أن يتسبب في جعل المستثمر متسرعاً في بيع الأسهم الفائزة وفي وقت مبكر جداً، وذلك خوفاً من أن هذه الأرباح قد تتبخر وهذا كله قد يؤدي الى التداول المفرط.

✓ يسبب كره الخسارة إبقاء المستثمرين على الاستثمارات الخاسرة لفترات طويلة على أمل أن تتغير المواقف ويعوض بذلك ما خسره، الا أن هذا السلوك له عواقب سلبية على ثروته خصوصاً إذا استمرت الأسعار بالهبوط.

✓ يؤدي النفور بالخسارة الى تكوين المستثمر لمخاطر غير متوازنة، وهذا الاختلال في التوازن يحدث اما بسبب الإبقاء على الاستثمار الخاسر أو التسرع في بيع الاستثمار المربح، دون التفكير بإعادة التوازن السليم.

4- الرقابة الذاتية (Self-control): يعرف هذا المصطلح لدى علماء النفس بالتنظيم الذاتي، بحيث تشير الرقابة الذاتية

الى ميل سلوكي بشري يدفع الأشخاص للاستهلاك اليوم على حساب الادخار غداً، كونهم يفشلون في التعامل مع الأهداف الطويلة الأجل، فبدلاً من الادخار للتقاعد، يعملون على اشباع الرغبات الحالية، فهذا العامل ينشأ بسبب صراع داخل الأفراد نتيجة وهم يصور لهم، أي بإمكانهم التغلب على عدم قدرتهم على الانضباط الذاتي والعمل بشكل ملموس على تحقيق تلك الرغبات، حيث يسعى المستثمرون دائماً الى تجنب الخسائر و حماية استثماراتهم، فالافتقار لضبط النفس يكون نتيجة صراع بين الرغبات الأولية للفرد و بين عدم قدرته للعمل بشكل جدي لتحقيق الرغبات، لذا ينبغي على المستثمر أن يظهر دائماً نوعاً من التسامح، كما يجب أن يبحث باستمرار لتحسين الرقابة الذاتية على أنفسهم.

ومن أبرز آثار هذا العامل على الاستثمار ما يلي:

✓ الفشل في التخطيط قد يجعل المستثمر يعاني من وهم الرقابة الذاتية وبالتالي فإن هذا النوع من المستثمرين يكونون عرضة للفشل في التخطيط أكثر من غيرهم.

✓ قد يتسبب في جعل المستثمر أكثر تحفظاً في استثمار أمواله، ويدخره كي لا يتعرض الى مخاطر الإفلاس، لكن هذا الاجراء سوف يعرضه الى خطر أكبر كونه سيخسر أرباح الفرص الضائعة نتيجة ادخاره المال الزائد.

✓ قد يتسبب كذلك في جعل المستثمر يغفل عن المبادئ الأساسية مثل: مضاعفة الفوائد ومتوسط الكلفة وغيرها من السلوكيات المشابهة التي إذا التزم بها على المدى الطويل فإنها ستخلق له الثروة.

❖ العوامل السلوكية الاجتماعية وتشمل:

1- سلوك القطيع (Herding): يعرف أيضا بتحيز الدليل الاجتماعي (Social Proof Bias)، وهو ينطلق من الفرضية أن الجميع يفعل ذلك (Every body Else is Doing it)، فسلوك القطيع ظاهرة نفسية حيث بموجبها يفترض الأفراد بأن أفعال الآخرين لحالة معينة هو سلوك صحيح بالمطلق، فهذا الرأي هو البارز في المواقف الغامضة، عندما يكون عامة الناس غير قادرين على تحديد الوضع المناسب للسلوك، مما يجعلهم يفترضون أن الأفراد المحيطين بهم يمتلكون المزيد من المعرفة عن الوضع الحالي (Ganesan, 2013, p. 27) وبشكل عام فإن اتباع الأفراد لسلوك القطيع يعني بأن يتصرف الافراد بنفس الطريقة التي كانوا يتصرفون بها ما قبل التاريخ، أي عندما كانت معرفتهم محدودة ومعلوماتهم عن البيئة المحيطة قليلة، وعلى هذا الأساس تجمعوا في مجموعات لدعم بعضهم البعض من أجل الحصول على الأمان. (Caparrelli, Arcangelis, & Cassuto, 2004, pp. 222-230)

كما يعرف أيضا سلوك القطيع على أنه التقليد المتبادل الذي يؤدي الى التقارب في العمل، وبمعنى اخر هو ميل الأفراد الى نسخ تصرفات مجموعة كبيرة من الأشخاص بغض النظر عما إذا كانت خاطئة أم صحيحة، وهذا هو الخطأ الشائع في قرارات الاستثمار، حيث يميل المستثمر الى اتخاذ القرارات المتخذة من طرف الأغلبية بسبب اعتقاده بأنه من غير المحتمل أن تكون قرارات مجموعة كبيرة من الأفراد خاطئة.

ويؤثر سلوك القطيع على سوق رأس المال بشكل كبير حيث أن وجوه عند المستثمرين يؤدي الى عواقب سلبية على سوق رأس المال مثل: الفقعات الاقتصادية (economic bubbles)، هبوط الأسعار، زيادة تقلبات أسعار الأوراق المالية، تشويه العلاقات بين توازن الأسعار وفي الأخير يؤدي الى ما يعرف بالسوق غير الكفؤ. (Golarzi & Ziyachi, 2013, p. 196)

حيث أن سلوك القطيع قد يدفع اما الى زيادة تداول الأسهم في السوق مما يؤدي الى ارتفاع الأسعار، أو الى انخفاض التداول وبالتالي انخفاض الأسعار، وفي كلتا الحالتين تكون الأسعار مضللة وليست واقعية مما يؤدي بالمستثمر الى اتخاذ القرار الاستثماري الخاطئ.

❖ العوامل السلوكية المعرفية وتشمل:

1- الاستدلال (الارشاد) Heuristics: يعد الاستدلال من أبرز العوامل السلوكية المعرفية، اذ يعرف على أنه استخدام الخبرة والجهود العملية للإجابة على الأسئلة أو لتحسين الأداء، ويرجع ذلك الى أن المزيد من المعلومات تنتشر بشكل أسرع لصناع القرار ومن تم أصبحت الأمور أكثر تعقيدا في الأسواق المالية، فزيادة استعمال الارشاد غالبا ما يكون نهجا لا مفر منه، ولكن ليس دائما مفيدا بمعنى قد يساعد في تفسير سبب تصرف المستثمر أحيانا بطريقة غير عقلانية.

وقد وضع خبراء الاقتصاد السلوكي بأنه من أجل التنقل عبر عالم متزايد التعقيد، من الضروري استخدام الاستدلال الذي هو بمعنى الاختصارات العقلية في عملية اتخاذ القرار، ولسوء الحظ فالاستدلال لم يكن مفيدا في كثير من الأحيان في عالم المال، كونه يسفر عن قرارات استثمار خاطئة.

ويرى الخبير ريتز بشكل عام أن الارشاد كقواعد اجماع يمكن أن يجعل اتخاذ القرارات سهلة خاصة في البيئات المعقدة وغير المؤكدة وذلك من خلال الحد من تعقيد الاحتمالات والاعتماد على أبسط الأحكام في التنبؤ بالقيم، فهو مفيد للغاية عندما يكون الوقت محدودا، ولكن على الرغم من أن الارشاد يسهل عملية اتخاذ القرار، إلا أنه يمكن أن يؤدي في بعض الأحيان الى التحيز لاسيما حينما تتغير الأمور، فعلى أية حال فإنه يؤدي الى أفضل قرارات الاستثمار في حالات عدم التأكد. (Ritter, 2003, pp. 429-437)

ووفقا للاستراتيجيات المتاحة للوصول الى حل المشاكل المعقدة في ظل غموض ونقص المعلومات، فالاستدلال يؤدي الى ميل الأفراد لإصدار الأحكام بسرعة، ولهذا يميل المستثمرين الى الاعتماد على قواعد الاجماع بغية معالجة البيانات حتى يتمكنوا من اتخاذ قرارات، إلا أنه من الصعب تجاهل الأخطاء العاطفية والمعرفية في كل خطوة يتم اتخاذها من طرف المستثمر.

وملخصا للقول فالاستدلال قد يؤدي الى اتخاذ القرارات المطلوبة ولكنه قد يؤدي أيضا الى نتائج غير جيدة وقرارات تفتقر الى الموضوعية. (Marchand , 2012)

2- التناقض (التنافر) المعرفي **Cognitive Dissonance**: قدم هذا المفهوم من طرف عالم النفس فستنجر

عام 1956 عندما اقترح فكرة التي تقوم على أساس أن التنافر المعرفي عبارة عن حالات من الاثارة النفسية تحول دون احداث الانسجام والتوافق المطلوب بين الاتجاه والسلوك والقيم.

وعرفه أيضا على أنه " حالات التوتر التي يشعر بها الفرد حينما تتناقض المكونات الذهنية ببعضها البعض، ويكون الفرد على وعي تام بالتناقضات الحادثة بين سلوكه واتجاهه، كما يكون لديه الدافع لمعالجة هذه التناقضات أو الحد منها مما يؤدي الى قلة حدة التنافر". (Krahermer & Stone, 2010)

وغالبا ما يشعر متخذ القرار بالتناقض المعرفي في مرحلة متأخرة من مراحل اتخاذ القرار وهي مرحلة ما بعد القرار، كون الفرد يتخذ قراره دون تروي أو معرفة بالنتائج المترتبة عن ذلك، ويحدث التنافر المعرفي نتيجة تغذية عكسية سلبية تشير الى عدم نجاح أو فشل القرار، مما يصيب متخذ القرار حالة من عدم التوازن ويزداد شعور الفرد بهذا التورط كلما زاد حجم الاستثمار لدرجة يصعب معها التراجع عن هذا القرار.

كما أكد فيستنجر (Festinger) بأن الفرد يسعى جاهدا لعدم تغيير معتقداته وادراكه، ويظهر هذا النوع من الصراع عندما تظهر معلومات جديدة في وقت لاحق، ويرفض الشخص تلك المعلومات لرغبته بالإبقاء على فهمه الحالي، ولا يرغب بتعديل قراراته لذلك يوهم نفسه بأنه اتخذ القرار العقلاني، وأبرز السلوكيات التي قد يسببها التنافر المعرفي والتي تؤثر في قرار الاستثمار ما يلي:

✓ يقود المستثمر الى الافراط في شراء أسهم شركات معينة تسير مؤشراتها الى النمو باستمرار، ويتجاهل دراسة الفرص الضائعة.

✓ احتفاظ المستثمرين بالأوراق المالية الخاسرة بسبب تجنبهم الألم النفسي المرتبط بالاعتراف بأنهم اتخذوا قرارا سيئا.

✓ يمكن أن يسلك المستثمرون سلوك القطيع، حيث يتجنب الإقرار بالمعلومات التي يعرفها ويسلك طريقا مخالفا لما يراه، بسبب اعتقاده بأن الطوفان مصيره اذا خالف الجميع في القرار المتخذ.

3- تأثير التصرف (Disposition effect): يشير تأثير التصرف الى تمسك المستثمرين بالأسهم الخاسرة أكثر من تمسكهم بالأسهم الراجحة، بسبب نفورهم من الخسارة، فالمستثمر في هذه الحالة مستعد لتحمل المخاطر بغية تجنب الخسائر أكثر من استعداده على المخاطرة من أجل كسب العوائد (Prosad, Sujata, & Jhumur, 2013)

لهذا فان تأثير التصرف هو ذلك النمط الذي يتجنب فيه الأشخاص أو الأفراد إدراك الخسائر ويريدون إدراك الأرباح فقط.

4- الادراك المتأخر (Hindsight): أول من اختبر هذا العامل العالم (Fishhoff) عن طريق دراسة تجريبية عام 1975، ووضح بأن الأفراد يحدثون معتقداتهم بشكل تلقائي بالمعلومات الجديدة عند حصول الحدث، جاعلين المعلومات الأصلية صعبة الوصول أو المنال، ويمكن وصف الادراك المتأخر ببساطة على أنه تلك الإشارات التي تؤكد على المقولة " لقد علمت ذلك منذ البداية"، بمعنى أنه عند معرفة نتيجة أي مشكلة يميل الأشخاص للاعتقاد بأنهم يعرفون هذه النتيجة منذ البداية. (Simon, 2000)

كما يصف سهيلر (بالإنجليزية) الادراك المتأخر أو ما يسمى ب «بعد فوات الأوان» على أنه ميل الأفراد للاعتقاد بأنهم يعرفون الأحداث الفعلية القادمة قبل وقوعها، وقد تحدث هذه الأحداث أو يكون الموضوع مجرد جذب الانتباه، وفي ميدان العلاقة بين الادراك المتأخر و اتخاذ قرارات الاستثمار فان لوج رانزي و مونتي (بالإنجليزية) قد تحققا من ذلك و تشير دراستهما بهذا الخصوص الى وجود أدلة قوية على عواقب الادراك المتأخر في تكوين المحفظة الاستثمارية خصوصا حينما يقرر المستثمر تخصيص مجال استثماراته في موجود معين و يتعرض بعدها الى المخاطر. ويظهر أثر الادراك المتأخر في اتخاذ قرارات استثمارية خاطئة فيما يلي:

✓ قد يتعرض المستثمر لنوع من الخداع الذاتي وبشكل مماثل تماما لما يحدث في تحيز التنافر المعرفي، وبهذا لا يتعلم المستثمر من أخطائه.

✓ يميل المستثمر الذي يعاني من هذا التحيز الى إعادة كتابة ذكرياتهم لإدراك التطورات الإيجابية كما لو كانت متوقعة، وهذا يمكن أن يحملهم مخاطر مفرطة بسبب اعتقادهم بأن لديهم قوة تنبؤ متفوقة.

5- تحيز التوافر (Availability bias): هو الخراف مرتبط بالذاكرة فقد لا يستطيع الفرد استحضار جميع المعلومات اللازمة لتحديد احتمال حدث ما، فهو يركز على أول شيء يقوم بادراكه أو تخيله، و يحدث عندما تشير الأدلة التي تتبادر الى ذهننا الى أشياء تقبل بكل سهولة، فهذا التحيز هو ليس نتيجة لرد فعل مبالغ فيه من قبل المستثمرين لتناج السوق سواء كانت سلبية أو إيجابية، و يعني بتوافر التحيز بأنه التحيز المعرفي الذي يدفع الانسان الى أن يبالغ في تقدير احتمالات الأحداث التي ستحدث نتيجة مطابقة المعلومات المتوفرة لديه مع الأحداث التي لا تنسى أو الأحداث الحية، حيث أن المستثمرين يعطون دائما وزنا زائدا للمعلومات المتوفرة لديهم أكثر عند اتخاذ القرارات (Jahanzeb, Saqib, & Saif, 2012)، فمثلا قد يلجأ المستثمر الى الاستثمار في أسهم الشركات المحلية التي يكون على دراية بها أو لسهولة الحصول على المعلومات، و يتجاهل بذلك المبادئ الأساسية للاستثمار

الا وهي التنوع بغية الحصول على الأمثلة. -24 (Waweru, Munyoki, & Uliana, 2008, pp. 41)

وأهم السلوكيات التي تتسبب في اتخاذ القرار الاستثماري الخاطيء بسبب هذا التحيز نجد:

- **الاسترجاع (Retievability):** عبارة عن أفكار يمكن استردادها بسهولة وهي أكثر واقعية بنظر المستثمر، إذ يختار المستثمر استثماراته بناء على ما أتيج له من معلومات ولا يسعى للتحقق من دقة الأفكار والبيانات.
- **الصدى (Resonance):** وهي اختيار المستثمر الاستثمارات التي يتردد صداها مع شخصيته، ويتأثر بها كونها تنسجم مع سلوكيات اعتاد عليها أو تتلاءم مع سماته.
- **نطاق ضيق من الخبرة (Narrow range of Experience):** هنا يمتلك المستثمر إطار مرجعي مقيد (ضيق)، يتم صياغة الهدف منه من خلاله، حيث يختار الاستثمار الذي يتناسب مع تجاربه السابقة المحدودة مثلا منطقة يعرفها أو صناعة معتاد عليها.
- **التصنيف (Categorization):** يستند المستثمر على مخططات تصنيف معينة راسخة في ذاكرته ويستدعي المعلومات التي تتطابق مع الموقف الحالي الذي يروم اتخاذ القرار بشأنه، ويتجاهل تصنيفات أخرى قد تكون أهم، إلا أنه لا يمكن تذكرها بسهولة.

6- الصياغة أو التأطير (Framing): يستعمل هذا العامل كشكل لوصف مشكلة القرار واعتمادية الصياغة تعني

أن الشكل يعتبر مؤثرا بالسلوك. (Shefrin & Statman, 2000, p. 22)

كما أنها تشير الى اختيار كلمات معينة لعرض أو تقديم مجموعة حقائق والتي تؤثر في صنع خيارات المستثمرين، لذا فإن الصياغة توضح كيفية تأثير طريقة تقديم أو عرض المشكلة على صانع القرار عندما يتخذ قراره. ولقد أثبتت الدراسات في هذا الميدان بأن الأفراد و خلافا لنظرية المنفعة المتوقعة يضعون أوزانا مختلفة للمكاسب و الخسائر، كما وجدوا أيضا بأن الأشخاص ينظرون الى الربح أو الخسارة وفق لأطر ضيقة، فهم أكثر تألما من الخسائر المتحققة من فرحة ما يعادلها من المكاسب، أي أن المستثمر ينظر عادة لخسارة دولار واحد بكونه مؤلم مرتين أكثر من الفرحة بتلقي ربح دولار واحد، وبينما يعتقد الآخرون أن هذا العمل يساعد على تفسير أنماط من اللاعقلانية، و التناقض وعدم الكفاءة في الوصول الى القرارات خاصة حينما يواجهون حالات عدم التأكد. وأبرز آثار الصياغة على القرارات الاستثمارية ما يلي:

- يؤدي بالمستثمر لأن يكون متفائلا أو متشائما بشأن توزيع الأصول الاستثمارية.
- قد يستحوذ المستثمر على أسهم شركة مرجحة على المدى القصير، إلا أنها تعاني من تقلبات الأسعار على المدى البعيد وبالتالي يكون قرار الاستثمار أقل من المستوى الأمثل.
- تحمل المستثمر مخاطر اما بشكل أكثر تحفظا أو أكثر عدوانيا دون وجود مبرر واقعي لذلك.
- ينسجم هذا النوع من العوامل بشكل كبير مع عامل النفور من الخسارة، وبالتالي يذهب المستثمر الى نوع معين من الاستثمارات، ويكتفي بتحقيق عوائد قليلة كونه لا يرغب بتحمل مخاطر عالية.

7- غلطة المقامر (Gamblers Fallacy): يصف كل من كاهنمان و تيفارسكي 1971 جوهر غلطة المقامر

بأنه سوء فهم لقوانين الصدفة، وهذا له تأثير كبير على المستثمر و سلوكه في الأسواق المالية، ويحدث حينما يتوقع المستثمر بشكل خاطئ انتكاسات في أسعار الأسهم و يحدث العكس في الواقع، وبشكل أكثر تحديدا فغلطة المقامر تنشأ في سوق الأوراق المالية حينما يتوقع الأفراد نهايات عكسية و بشكل غير دقيق سواء كانت تلك النهايات تمثل عوائد سلبية أو إيجابية في السوق .

كما يعتقد المستثمر أن الأخطاء في الأحداث العشوائية قادرة على تصحيح ذاتها، وقد يعتقد بعض المستثمرين أنهم لا ينبغي عليهم تصفية الموقف بعد أن ارتفعت الأسهم في سلسلة من جلسات التداول اللاحقة لأنهم يعتقدون أن الموقف من المرجح أن يستمر في الصعود، وعلى العكس مستثمرين آخرين قد لا يبيعوا الأسهم التي انخفضت في جلسات متعددة لأنهم لا ينظروا إلى المزيد من الانخفاض مبررين بأن ارتفاع أو انخفاض قيمة الأسهم في جلسات تداول متتالية لا يعني بالضرورة استمرارها في الانخفاض أو الارتفاع خلال الدورات القادمة.

فهذا النهج غير المنطقي غالبا ما ينشأ في المقامرة أو اللعب بسبب التشابه بين العمليات العشوائية، لذا يتم تفسيرها بشكل خاطئ من طرف المستثمر على أساس العلاقة التنبؤية بينهما (Amin, Shoukat, & Khan, 2009, pp. 67-73)، وحينما يحدث ذلك سيكون الأشخاص أو الأفراد عرضة للانحياز للوضع الراهن ويميل إلى اختيار البديل الذي سيكون دون المستوى الأمثل . (Kempf & Ruenzi, 2006, pp. 204-213)

8- الحسابات الذهنية (Mental Accounting): عرفها Richard Thaler عام 1980 على أنها

مجموعة من العمليات المعرفية المستخدمة من طرف الأفراد لتقييم المعاملات المالية باستعمال حساباتهم الذهنية. كما تعبر عن ميل المستثمر إلى التفريق في معطيات اتخاذ القرار التي يجب الجمع بينها وكأنهم ينشؤون بذلك حسابات (أرصدة) عقلية خاصة بكل معطي في الوقت الذي يفترض أن يتم التعامل فيه مع جميع المعطيات في ان واحد، وهذا ما يؤثر على بناء محفظتهم الاستثمارية، ويعتمد بشكل أساسي على ثلاثة عوامل وهي: الثروة الحالية (Current wealth)، الدخل الحالي (Current income) والدخل المستقبلي (Future income).

فالحسابات الذهنية تعني أيضا بأنها تخصيص يقوم به الفرد للموجودات المالية في أصناف مختلفة داخل عقولهم بدلا من معاملتها كحفظة واحدة (Morris & Virginia, 2008) .

والفكرة الرئيسية للحسابات الذهنية هي أن صناعات القرار يميلون إلى فصل أنواع مختلفة من المراهات التي يواجهونها في حسابات منفصلة.

بحيث يتم فيها تطبيق قواعد القرار الاحتمالي نظريا على كل حساب متجاهلين التفاعل، لذا فإن الحسابات الذهنية تقدم طريقة لصناعة القرار باعتبارها نقطة مرجعية للحسابات التي تحدد الأرباح والخسائر المحتملة. (Rekik,

Yosra, & Younes, 2013, pp. 109-119)

فتأثير هذا النوع من التحيز على قرارات الاستثمار يكمن في أن يفسر الموضوع جزئياً كجهاز ضبط النفس، حيث أن المستثمرين قد يميلون إلى التعامل مع كل موجود في محفظة الاستثمار بشكل منفصل، وربما يتخلون عن فوائد تنوع المحفظة، وهذا يمكن أن يثبط من عزيمة المستثمر من بيع استثمار خاسر، لأنه يظهر به حساب خسارة ويفضلون الانتظار لحين تعديل الوضع مما يؤدي إلى التخلي عن فرص استثمارية بديلة، فبشكل عام يميل المستثمرون في حساباتهم الذهنية إلى التنوع في استثماراتهم

9- الرسو (الترسيخ) Anchoring: هو الكشف عن مجريات الأمور النفسية والتي يمكن أن تقال عند إعطاء المستثمر أهمية لا داعي لها للمراسي أو القيمة الأولية والتي تؤدي به إلى اتخاذ قرار الاستثمار على أساس غير عقلائي، فالمراسي يمكن أن تكون خارجية مثل رقم عشوائي أو معلومات عامة، ويمكن أن تكون بيانات داخلية مثل المراسي المولدة ذاتياً (Williams, 2010, pp. 1-19)، وأن مفهوم الترسيخ يمكن أن يفسر اتجاه المستثمر نحو رسو الأفكار الخاصة به إلى نقطة مرجعية لا صلة لها بالموضوع عند اتخاذ القرار الاستثماري، فالرسو ينشأ عند نطاق قيمة ثابتة أو مرتبط بالملاحظات الأخيرة، وسوف تشمل على سبيل المثال قضية الأسهم التي عانت مؤخراً من انخفاض كبير في الأسعار، فقد يكون تقييم المستثمر لقيمة السهم استناداً إلى سعره التجاري القديم. ويصف الترسيخ كيف يميل المستثمرون إلى التركيز على السلوك الأخير وإعطاء وزناً أقل للاتجاهات الطويلة الأمد، لذا فإن الرسو لا يجعل المستثمر يسير دائماً بالاتجاه العقلائي عند اتخاذ القرار، كون قراره لا يعتمد على الآراء والأفكار ذات الصلة بالواقع.

وكما أشرنا سابقاً فإنه قد يعتمد على أفكار نابذة من نقطة مرجعية تسمى المراسي وهي الأشياء الراسخة في أفكارهم والتي قد تكون حدثت مؤخراً، ويهملون بذلك التطورات الجديدة مثلاً قد لا يستمر الفرد في شركة خسرت مؤخراً، بينما تشير المعلومات الجديدة بأن أسهم الشركة ترتفع وبشكل إيجابي لذلك فإن قراره بعدم الاستثمار يكون خاطئاً. وأبرز سلوكيات الرسو وأثرها على الاستثمار تظهر فيما يلي:

- ✓ يميل المستثمرون ومحللي الأوراق المالية إلى التمسك بشكل وثيق جداً بالتقديرات الأصلية له النابعة عن أفكاره الشخصية ويهمل المعلومات الجديدة.
- ✓ المستثمرون يميلون إلى جعل توقعات السوق العامة مرتبطة بالمستويات الحالية، لهذا قد يفكر المستثمر بطريقة ضيقة ويهمل التذبذبات التاريخية.
- ✓ يمكن أن ينحاز المستثمرون إلى دول معينة باعتبارها تتمتع بقوة اقتصادية كبيرة، كما يعتقد أنها ستظل كذلك لعقود.
- ✓ يميل المستثمر إلى جعل توقعات النسبة المئوية لفئة من الأصول ترتفع أو تنخفض استناداً إلى المستوى الحالي للعوائد فقط.

المبحث الثاني: القرارات الاستثمارية في سوق الأوراق المالية وعلاقتها بسلوكيات المستثمر

يعد قرار الاستثمار من أهم وأصعب القرارات التي تتخذها المؤسسة بسبب طبيعته الاستثمارية، فهو ذو تأثير على بقائها واستمرارها

ويرتكز مفهوم هذا القرار اساسا على مبدأ الرشادة الاقتصادية الذي يقوم عليه علم الاقتصاد، حيث يجب أن يتحلى متخذ القرار الاستثماري في سوق الأوراق المالية بالقدرة على حسن التصرف في الموارد النادرة المتاحة، بحيث يصل إلى توظيف أكبر عائد ممكن، ولهذا يعتمد هذا النوع من القرارات على مجموعة من الأسس والمبادئ والمقومات والدارسات التي تعين للوصول للقرار الاستثماري السليم.

المطلب الأول: أساسيات حول الاستثمار في سوق الأوراق المالية

تغطي عملية الاستثمار من بين العديد من الفعاليات الاقتصادية بأهمية كبيرة، كون الاستثمار يمثل العنصر الحيوي والفعال لتحقيق التنمية الاقتصادية والاجتماعية، ويسعى المستثمر من خلال هذه العملية سواء كان فردا أو المؤسسة إلى تحقيق عائد مناسب يسمح بتعظيم ثروته، ولكي ينجح في ذلك يجب أن يكون على الأقل له دراية ببعض الأساسيات المتعلقة بالاستثمار.

1- مفهوم الاستثمار وأهميته:

هناك تعريف عديدة محددة لمفهوم الاستثمار وضعها الكتاب والباحثون وذلك لاختلاف وجهات النظر عبر المجالات التي توجه إليها الأموال المستثمرة بالإضافة إلى اختلاف الجهة التي تقوم بالاستثمار وفيما يلي أبرز المفاهيم الخاصة بالاستثمار:

حسب (النجار، 2017، صفحة 114) يتمثل مفهوم الاستثمار من وجهة نظر الأفراد في أنه "تضحية بقيمة حالية مؤكدة في سبيل الحصول على قيم غير مؤكدة في المستقبل".

كما يعرف أيضا على أنه " ذلك النشاط الإنساني الهادف الذي يعمل على مضاعفة الخيرات المادية والمعنوية، عن طريق توظيف الأموال في المشاريع الإنتاجية، التي تراعي أولويات المجتمع في إطار أخلاقيات الأمة". (وخضير، 2013)

أما الدعيمي فقد عرفه بأنه " هو الالتزام الحالي من المال أو الأصول الأخرى يتوقع منه جني الفوائد المستقبلية، على سبيل المثال يقوم الشخص بشراء أسهم متوقعا أن العائدات المستقبلية من هذه الأسهم تبرر الوقت الذي خصص فيه المال لها وتكون مرتبطة بمخاطر الاستثمار" (الدعيمي ، 2010، الصفحات 194-221).

كما يمكن تعريف الاستثمار من الجوانب التالية:

أ- الجانب الاقتصادي: الاستثمار هو زيادة أصول المؤسسة واحداث تراكم بها، اذ يعد تكوين لرأس المال الثابت وهذا ما يؤدي بالضرورة الى زيادة انتاجها على مدى فترات مختلفة.

ب- الجانب المحاسبي: الاستثمار هو إنفاق رأسمالي وتوظيف دائم للأموال، بمعنى انشاء أو شراء أصول يتحقق منها عائد في الأجل الطويل، موزعا على فترات زمنية متعددة.

ج- الجانب المالي: الاستثمار هو تحويل الأموال الى نشاط فعلي متنوع بتدفق أموال، فهو توظيف فوري لمبالغ مالية بغية خلق أو اكتساب أصول ثابتة ومن أجل الحصول على أرباح في فترات زمنية لاحقة.

ويرى من خلال ما تقدم أنه يمكن تعريف الاستثمار على أنه "توظيف للأموال من قبل الأفراد والوحدات الاقتصادية لفترة زمنية معينة، بهدف الحصول على عوائد مستقبلية تزيد عن الأموال المستثمرة مع تحمل المخاطر الناجمة عن هذا الاستثمار".

كما يمكن من خلالها استنتاج أبرز أهداف العملية الاستثمارية والتي نوردتها فيما يلي: (حسين و.، 2014، صفحة 69)

- 1- استمرارية الدخل وزيادته، بمعنى تكوين الثروة وتنميتها.
- 2- الرغبة في الربح وتحقيق العائد الملائم.
- 3- توسيع نشاط المؤسسة من خلال مواجهة احتمالات زيادة الطلب واتساع الأسواق.
- 4- تحقيق الاستقرار الاقتصادي والسياسي وكذا التنمية الاقتصادية والاجتماعية.
- 5- مواكبة التطور والتقدم التكنولوجي من أجل التحسين المستمر للقدرات الإنتاجية للمؤسسة، وبالتالي زيادة قدرة المؤسسة على مواجهة المنافسة.

* أهمية الاستثمار: تتمثل أهمية الاستثمار في الدور الفعال والنشط لهذا الأخير في التنمية الاقتصادية وتظهر من خلال الجوانب الآتية:

- خلق القيمة المضافة في الاقتصاد، بمعنى توفير المزيد من السلع والخدمات من خلال المشروعات الإنتاجية.
- الانتقال من مرحلة الاختراع الى مرحلة الابتكار وهذا ما يعرف بالاستثمار في الأصول المالية، اذ هناك ثلاثة أنواع من الابتكارات:
 - * اكتشاف مصدر جديد للمادة الأولية اللازمة لإنتاج سلعة معينة.
 - * انتاج سلع جديدة لم تكن موجودة في السوق من قبل.
 - * ادخال أسلوب فني جديد في انتاج سلعة معينة.
- الاستثمار على نطاق واسع في الصناعات الأساسية أو ما يعرف بالبنية التحتية للاقتصاد، عن طريق ادخال أساليب جديدة وحديثة في الإنتاج والتمكين من اجراء تحسينات فنية والتي تتركز عليها الصناعات الأخرى.
- لجوء الحكومات الى وضع سياسات فعالة لجلب الاستثمارات وتشجيعها لغرض خلق مناصب شغل جديدة والتقليل من مستويات البطالة.
- للاستثمار دور كبير في تمويل الخزينة العمومية، وذلك من خلال التحصيل الضريبي والرسوم المفروضة على المشروعات التي تحقق عوائد معتبرة.

2- محددات وخصائص الاستثمار:

للاستثمار عدة محددات وعوامل تؤثر على نوع وحجم الاستثمار، كمل له خصائص تميزه عن بقية أوجه النشاط الاقتصادي.

1-2 محددات الاستثمار:

هناك مجموعة من العوامل والظروف تؤثر في الاستثمار وهي تختلف باختلاف أنواعه وبيئته وأهمها

ما يلي:

جدول رقم (02): العوامل الأساسية المؤثرة في الاستثمار

<p>ان التطور التكنولوجي في أي نشاط اقتصادي معين أو في أي ميدان انتاجي معين، يعد من العوامل المهمة في خلق فرص استثمارية جديدة، حيث أن اتباع طرق إنتاجية متطورة أو إنتاج مادة جديدة تؤدي الى زيادة في الطرق الاستثمارية و بالتالي زيادة قدرة المستثمرين على توسيع حجم الاستثمار أو القيام باستثمارات جديدة (هاشم و السامرائي، 1997، صفحة 299)</p>	<p>✓ التقدم التكنولوجي</p>
<p>يقصد بها الإنتاجية الحدية لرأس المال، أو العائد المتوقع للحصول عليه من استثمار حجم معين من الأموال، اذ هناك علاقة طردية بين الأموال المستثمرة و الإنتاجية الحدية لرأس المال، أي أنه عند ارتفاع الإنتاجية الحدية يؤدي ذلك الى ارتفاع المداخيل و بالتالي التشجيع على الاستثمار و منه زيادة الأموال المستثمرة، أما عند انخفاض الإنتاجية الحدية يقتضي ذلك انخفاض المداخيل المتوقعة من ذلك الاستثمار و بالتالي انخفاض الأموال المستثمرة.</p>	<p>✓ الكفاية الحدية لرأس المال</p>
<p>يعتبر سعر الفائدة بمثابة تكلفة الأموال المقترضة لتمويل الاستثمار، فلهذه الأخيرة تأثير عكسي على حجم الاستثمارات فانخفاضها يؤدي الى زيادة الطلب على اقتراض الأموال بهدف الاستثمار والعكس صحيح. (بريش، 2007، صفحة 127)</p>	<p>✓ سعر الفائدة</p>
<p>يعد عامل التوقع بالطرف الاقتصادي من حيث درجة الانتعاش ودرجة الانكماش من العوامل المؤثرة على قرار الاستثمار وحجمه، فاذا كان التوقع بالانتعاش بمعنى التفاؤل من حيث زيادة حجم السوق واستقرار الوضع السياسي، فذلك يخفض من درجة المخاطرة ويشجع على زيادة حجم الاستثمار وكذا توسع نطاق مجالاته، أما في حالة التوقع بالانكماش أي التشاؤم من حيث ضيق السوق، كثرة تقلباته وعدم الاستقرار السياسي فان ذلك سيؤدي الى الرفع من درجة المخاطرة وهذا ما يؤثر سلبا على مقدار حجم الفرص الاستثمارية وبالتالي حجم الاستثمار.</p>	<p>✓ درجة المخاطرة و اتجاه التوقعات</p>
<p>ان للتعليمات المالية والقوانين أثر واضح في زيادة حجم أو توسيع الاستثمار، فمن الأمور القانونية نجد مسألة الضرائب التي تؤثر بشكل مباشر على الاستثمار وفي تحديد اتجاهاته، طبيعته وحجم العائد المتوقع من تلك الفرص الاستثمارية.</p>	<p>✓ التعليمات المالية و القوانين</p>

يعتمد الاستثمار على تضافر مجموعة من العوامل المادية و غير المادية لتحقيق الهدف منه، فكلما توافرت الإمكانيات و الموارد المادية من مواد أولية، آلات، تجهيزات و كذا الوسائل المساعدة في الإنتاج و الموارد البشرية و الأسواق اللازمة لتصريف المنتجات كلما كان ذلك مشجعاً على القيام بالاستثمارات.	✓ الإمكانيات و الموارد المتاحة
تتمثل في مدى توفر الاستقرار الاقتصادي، السياسي، مناخ الاستثمار و مدى الوعي الادخاري و الاستثماري لدى أفراد المجتمع بالإضافة الى توفر السوق المالية النشطة و الفعالة.	✓ عوامل أخرى

المصدر: من اعداد الباحث اعتماداً على (هاشم واخرون، 1997، 299) و (بريش، 2007، 127).

2-2 خصائص الاستثمار:

يتميز الاستثمار بجملة من الخصائص نوجز أبرزها في النقاط التالية: (منصوري، 2006، صفحة 23)

✚ **مدة حياة الاستثمار:** هي المدة المقدرة لبقاء الاستثمار في حالة عطاء جيد ذي تدفق نقدي موجب ويمكن الاستفادة في تحديد حياة الاستثمار على مدى المادية بمختلف الوسائل، أو التركيز على دورة حياة المنتج وبالتالي على مدى الحياة الاقتصادية للمشروع.

✚ **التدفقات النقدية:** تتمثل في المبالغ المالية المنتظر تحقيقها في المستقبل على مدى حياة الاستثمار، فهذه التدفقات لا تحسب الا بعد خصم كل المستحقات على الاستثمار مثل: الضرائب، الرسوم والمستحقات الأخرى.

✚ **تكاليف الاستثمار:** هي كل المبالغ التي يتم انفاقها للحصول على الاستثمار، وتشمل جميع المصاريف اللازمة لإنشاء مشروع استثماري وتنقسم الى نوعين:

1- التكاليف الاستثمارية: تتمثل في المصاريف اللازمة لإنشاء المشروع والتي تنفق منذ بداية المشروع و الى غاية تحقق هذا الأخير لتدفقات نقدية، و التي تشمل تكاليف الأصول الثابتة، بمعنى كل النفقات المتعلقة بشراء الأصول الثابتة من أراضي، معدات، مباني و آلات فهي تمثل الجزء الأكبر من تكاليف المشروع، بالإضافة الى تكاليف متعلقة بالدراسات التمهيديّة أي كل النفقات التي تدفق قبل انطلاق المشروع كمصاريف التصميمات، الرسوم الهندسية، و هذا الى جانب مجموعة أخرى من التكاليف كتكاليف التجارب و تكاليف اجراء الدورات التدريبية.

2- التكاليف التشغيلية: تدخل هذه التكاليف في المرحلة الثانية من الاستثمار، وذلك بعد اقامته ووضعه في حالة صالحة ومباشرة للعمل، فهي التكاليف اللازمة لاستغلال طاقات المشروع المتاحة في العملية الإنتاجية ومنها: النقل، مصاريف المستخدمين والأجور، التأمين ومصاريف المواد اللازمة للعملية الإنتاجية.

✚ **القيمة المتبقية للاستثمار:** نقوم بتقدير القيمة المتبقية للاستثمار عند نهاية مدة الحياة المتوقعة له، بحيث يمثل الجزء الذي لم يتم استهلاكه من التكاليف الأولية، اذ تعتبر هذه القيمة المتبقية بمثابة ايراد إضافي بالنسبة للمؤسسة وبالتالي يضاف الى تدفقات الدخل للسنة الأخيرة للاستغلال.

3- الاستثمار في الأوراق المالية:

تعد الأوراق المالية من أهم أدوات الاستثمار التي يلجأ إليها المستثمرون في وقتنا الحالي، نظرا لما تتمتع به من مزايا ومرونة لا توجد في الأدوات الأخرى للاستثمار.

3-1- سوق الأوراق المالية، مفهومها، خصائصها ووظائفها:

لقد تزايد الاهتمام خلال الأونة الأخيرة بأسواق الأوراق المالية، فبغض النظر عن درجة تقدمها وتطورها، اذ أصبحت اليوم تعكس الوجه الحقيقي لأي اقتصاد لما تتمتع به من أهمية للوظائف التي تقوم بها في اقتصاديات الدول.

3-1-1 مفهوم وخصائص سوق الأوراق المالية:

ذكرت العديد من التعاريف في شأن أسواق الأوراق المالية التي يمكن اختصار أهمها فيما يلي:

تعرف سوق الأوراق المالية بأنها " نظام يتم بموجبه الجمع بين البائع والمشتري لنوع معين من الأوراق المالية أو لأصل مالي معين، بحيث يمكن المستثمرين من القيام بعمليات البيع والشراء لعدد من الأسهم أو السندات داخل البورصة من قبل السماسرة أو المؤسسات العاملة في هذا المجال، كما يتم تداول الأسهم أو السندات بيعا وشراء خارج البورصة". (الحنفي، 2007، صفحة 39)

كما تعرف أيضا على أنها " السوق أو المكان الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية بأشكالها المختلفة كالأسهم والسندات، أو المشتقات المالية، تنظمه قوانين وأنظمة ولوائح تضمن إتمام المبادلات بيعا وشراء بسرعة وسهولة وأمان ". (شريط و بن وارث، 2017، الصفحات 368-373)

ويقصد بسوق الأوراق المالية أيضا " ذلك الإطار الذي يجمع بين بائعي ومشتري الأوراق المالية، بغض النظر عن الوسيلة التي يتحقق بها هذا الجمع أو المكان الذي يتم فيه، بشرط توفر قنوات اتصال فعالة فيما بين المتعاملين، بحيث تجعل الأثمان السائدة في السوق بالنسبة لأي ورقة مالية متماثلة في كل وحدة زمنية". (حردان، 2002، صفحة 11)

ومن خلال التعاريف السابقة يمكن تعريف سوق الأوراق المالية بأنها " السوق التي يتم فيه تداول الأوراق المالية من أسهم وسندات بيعا وشراء بين مجموعة من المتعاملين وفقا لقوانين وقواعد تنظمه".

تتسم سوق الأوراق المالية ببعض الخصائص التي تميزها عن بقية الأسواق الأخرى وأبرزها ما يلي: (الجمال، 2002، صفحة 56)

* الاستثمار في سوق الأوراق المالية يتطلب توفير المعلومات السوقية، واتخاذ القرارات الاستثمارية الرشيدة.

* الاستثمار في سوق الأسواق المالية قد يكون أكثر مخاطرة وأقل سيولة من الاستثمار في السوق النقدي، نظرا لكون أدوات الاستثمار فيه مثل: السندات طويلة الأجل تحمل مخاطر سوقية، سعرية وتنظيمية مختلفة وكذلك بالنسبة للسهم على الرغم من أنها ذات عائد أكبر نسبيا الا أن مخاطرها كبيرة أيضا.

* سوق الأوراق المالية ترتبط بالأوراق المالية طويلة الأجل، بحيث تكتسب أهمية خاصة في تمويل المشروعات الإنتاجية التي تحتاج الى أموال تسدد على أمد طويل.

* سوق الأوراق المالية تتميز بالمرونة وإمكانية استفادتها من تكنولوجيا الاتصالات وهذا ما يجعلها أسواق واسعة تتم فيها صفقات كبيرة وممتدة يتسع نطاقها ليشمل أجزاء عديدة من العالم في نفس الوقت.

* تعتبر أسواق الأوراق المالية الأكثر تنظيماً عن باقي الأسواق المالية الأخرى، نظراً لكون المتعاملين فيها عبارة عن وكلاء ومختصين، بالإضافة إلى وجود شروط وقبوض قانونية لتداول الأوراق المالية في هذه السوق.

* التداول في سوق الأوراق المالية يتم بتوفير المناخ الملائم، وكذا المنافسة التامة حتى يتم تحديد الأسعار العادلة على أساس العرض والطلب.

* يتطلب سوق الأوراق المالية وجود سوق ثانوية يتم فيها تداول الأدوات التي تم إصدارها من قبل بما يضمن توفير السيولة.

* التداول في سوق الأوراق المالية الثانوية الخاصة يكون من خلال وسطاء ذوي خبرة في الشؤون المالية.

يتضح من خلال الخصائص السابقة أن الاستثمار في الأوراق المالية يسمح للمستثمر من الاستفادة من مزايا متعددة يمكن إنجازها كما يلي: (مطر، 2005، الصفحات 81-82)

✓ تكاليف المتاجرة بالأوراق المالية تكون عادة منخفضة مقارنة مع تكاليف المتاجرة بأدوات الاستثمار الأخرى، فمعظم صفقات بيع وشراء الأوراق المالية تتم عبر الهاتف أو الأنترنت، فهي لا تحتاج إلى نفقات الصيانة أو التخزين كما هو الحال في الأصول الحقيقية، فيوفر ذلك على المستثمر الكثير من النفقات.

✓ تتمتع الأوراق المالية بخاصية التجانس، فأسهل شركة معينة أو سنداتها غالباً ما تكون متجانسة في قيمتها وشروطها، مما يسهل عملية تقييمها واحتساب معدل العائد المحقق في كل ورقة مالية.

✓ سوق الأوراق المالية على درجة عالية من الكفاءة والتنظيم، مما يوفر مرونة كبيرة في تداول الأوراق المالية فتزيد من درجة سيولة الأموال المستثمرة فيها.

✓ لا يحتاج الاستثمار في الأسواق المالية إلى خبرات متخصصة يتوجب توفرها في المستثمر، إذ يمكن لهذا الأخير ومهما كانت ثقافته وإمكانيته أن يجد أداة مناسبة للاستثمار، كما نجد في سوق الأوراق المالية متخصصين ووسطاء وسماسرة فهم على استعداد لتقديم مختلف الخدمات المتعلقة بهذه السوق.

3-1-2 وظائف سوق الأوراق المالية:

يمكن تلخيص أهم وظائف أسواق الأوراق المالية في الجدول التالي: (سليمان، 2020/2019، الصفحات 27-28)

جدول رقم (03): الوظائف الرئيسية لسوق الأوراق المالية

تتيح سوق الأوراق المالية للمستثمرين درجة عالية من السيولة التي تشجعهم على توظيف مدخراتهم في شراء الأوراق المالية سواء من السوق الأولية أو من السوق الثانوية، فهي تعد سوقاً مستمرة لتداول	✓ توفير السيولة
--	-----------------

<p>الأوراق المالية طالما يمكن تحويلها بسهولة و بسرعة الى نقدية دون تحمل خسائر معتبرة، فسيولة سوق الأوراق المالية تساهم في تدعيم الاستثمارات طويلة الأجل و توسيعها، كما يتميز الاستثمار فيها بمرونة وسهولة التعامل بيها و شراء بالإضافة الى استثمار أي مبلغ و في أي مدة سواء طالت أو قصرت.</p>	
<p>تلعب أسواق رؤوس الأموال دورا مهما في جذب الفائض من رؤوس الأموال غير الموظفة في الاقتصاد الوطني و تحويلها من مال عاطل الى رأس مال موظف و فعال في الدورة الاقتصادية، و ذلك من خلال عمليات الاستثمار في الأدوات المالية المتنوعة كالأسهم و السندات ، كما يتميز التمويل عن طريق سوق الأوراق المالية بطول أجاله و استمراريته و انخفاض تكلفته، و تساهم في تشجيع المستثمرين على توظيف مدخراتهم من ميزة السيولة و الرقابة على الأداء، الإفصاح و الأمان التي توفرها هذه الأسواق في عمليات التداول مما يعكس إيجابا على تخصيص الموارد المالية و انتعاش إنتاجية الشركات.</p>	<p>✓ تعبئة المدخرات و تمويل الاستثمارات</p>
<p>تستطيع الحكومات من خلال تنفيذ سياستها النقدية و المالية أن تحقق أهداف الاقتصاد الكلية و خصوصا حالة الاستقرار النقدي و المالي، من خلال ما يعرف بالسوق المالية التي تعد قناة رئيسية لتنفيذ السياسات الاقتصادية في اقتصاد حديث، فوجود مثل هذه الأسواق يساعد في استخدام الأدوات غير المباشرة في إدارة السياسة النقدية و على وجه الخصوص عمليات السوق المفتوحة، كما تلعب دورا حيويا في تحقيق الاستقرار المالي و تعميق عمل القطاع المصرفي و المالي عن طريق تنفيذ أفضل لهذه السياسات في ضوء ما يمثله منحى العائد على السندات الحكومية كمصدر للمعلومات حول توقعات السوق بشأن أسعار الفائدة في التأثير على مستويات الإقراض و الاقتراض، و كذا معدلات التضخم المستقبلية و بالتالي تحقيق الاستقرار الاقتصادي.</p>	<p>✓ المساهمة في تحقيق الاستقرار الاقتصادي</p>
<p>تعد أسواق الأوراق المالية مرآة عاكسة للوضع الاقتصادي، فهي أداة يمكن من خلالها قياس قوة الاقتصاد على المدى القصير والطويل، فحجم التعاملات وأسعار الأوراق المالية المتداولة في السوق هي مؤشر عن الحالة الاقتصادية المستقبلية، فقد تكون بمثابة انذار مبكر للقائمين على شؤون الاقتصاد في الدولة لاتخاذ</p>	<p>✓ مؤشر للحالة الاقتصادية</p>

الإجراءات التصحيحية عندما يلزم الأمر. (لطفي، 2008، صفحة 348)	
تخلق سوق الأوراق المالية فرصا عديدة لتخفيض المخاطر التي توفرها الأدوات الاستثمارية المتداولة فيها، حيث تعمل هذه السوق على تكوين محافظ استثمارية تضم أوراق مالية لقطاعات متعددة و شركات متنوعة، كما تساهم في توفير المعلومات حول القائمين على إدارة هذه الشركات، وكذا في التسعير العادل للأوراق المالية، فقوانين هذه السوق تلزم الشركات المدرجة بالإفصاح عن البيانات المتعلقة بأدائها و عن الأوراق المالية التي ترغب في إصدارها مما يوفر للمستثمرين المعلومات الدقيقة لاتخاذ قرار الاستثمار الرشيد.	✓ تخفيض مخاطر الاستثمار و توفير المعلومات حول الشركات

المصدر: من اعداد الباحث اعتمادا على (عبد الحكيم، 2019-2020، 27-28) و (أحمد محمد، 2008، 348).

3-1-3 مستويات قياس كفاءة سوق الأوراق المالية وأساليب تحليلها: (مصطفى، 2023/2022، الصفحات 4-5)

تعد المعلومات وأنظمة الإفصاح أحد أهم المقومات لتطوير وزيادة كفاءة أسواق الأوراق المالية وهذا وفقا لمفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية التي يتوقع أن يستجيب أسعار الأوراق المالية فيها على وجه السرعة لكل معلومات جديدة ترد الى المتعاملين، وبذلك على المستثمر أن يدرك الكيفية التي تمكنه من الاستفادة من هذه البيانات بغية اتخاذ القرار الاستثماري الرشيد.

أولا: مفهوم ومتطلبات كفاءة أسواق الأوراق المالية:

تعددت المفاهيم الخاصة بالسوق الكفاء للأوراق المالية لما تتمتع بها من استجابة لأسعار الأوراق المالية بطريقة سريعة للمعلومات الجديدة التي يحصل عليها المستثمرون ولكن معظمها يصب في معنى واحد وأبرزها ما يلي:

عرف محمد صلاح الحناوي السوق الكفاء على أنها " السوق التي تستجيب أسعار الأوراق المالية في ظلها للتغيرات في نتائج تحليل البيانات والمعلومات المتدفقة الى السوق، بحيث تحدث هذه الاستجابة بسرعة تؤدي الى تساوي القيمة السوقية للسهم مع قيمته الحقيقية، بمعنى لا تستطيع أي فئة من المستثمرين أن تحقق مكاسب غير عادية على حساب فئة أخرى كنتيجة لاكتشاف أسهم تقل أو تزيد أسعارها عن قيمتها الحقيقية، ففي ظل السوق الكفاء سوف يحقق جميع المستثمرين نفس معدل العائد لمستوى معين من المخاطرة" (الحناوي، 2002، صفحة 127)

وعرفها أيضا عباس كاظم الدعي بأنها " السوق التي تعكس أسعارها في أي وقت وبصورة كاملة في جميع المعلومات المتوفرة، طالما أن جميع المعلومات الجيدة متوفرة بشكل سريع، رخيص وواسع للمستثمرين، وأن هذه البيانات تضم ما هو مناسب ومعروض لتقديم الأوراق المالية".

كما يرى محمد أحمد عبد النبي أن المقصود بكفاءة سوق الأوراق المالية تكمن في "مدى توافر المعلومات اللازمة والمناسبة للتعرف الى مدى تعكس الأسعار السائدة في هذه السوق موقف المؤسسات المصدرة للأوراق المالية" (عبد لنبي، 2009، صفحة 41)

اذ يتبين لنا من خلال هذا المفهوم أن السوق الكفاء هي تلك التي تستجيب فيه أسعار الأوراق المالية لجميع المعلومات المتاحة بالسرعة المطلوبة وفي أي وقت وبأقل تكلفة ممكنة وذلك لجميع المستثمرين وبدون استثناء.

ونستخلص من المفاهيم السابقة، أن كفاءة سوق الأوراق المالية هي مدى الاستجابة السريعة لأسعار الأوراق المالية المتداولة للمعلومات المتاحة والواردة للمستثمرين، بحيث لا يوجد فاصل زمني بين تحصيل المعلومات والوصول الى النتائج بشأن قيمة الأوراق المالية، أما في حالة العكس بمعنى عدم استجابة الأسعار في السوق على وجه السرعة للمعلومات الجديدة فنقول في هذه الحالة بأن السوق غير كفاء وبالتالي تتميز السوق الكفاء بخاصيتين أساسيتين هما:

- توفير معلومات جديدة في الوقت المناسب بأدنى التكاليف

- توزيع أمثل للموارد المالية وتقييم عادل للمنتجات المالية

لكي تتحقق كفاءة سوق الأوراق المالية يتطلب سمتين أساسيتين هما: (شقيري، 2012، صفحة 102)

➤ **كفاءة التشغيل:** وتعرف أيضا بالكفاءة الداخلية، بمعنى إمكانية تحقيق التوازن بين العرض والطلب، دون أن يتحمل المتعاملين فيه تكلفة عالية للسمسة وكذا دون أن يتاح للتجار وصناع السوق تحقيق أرباح غير عادية.

➤ **كفاءة التسعير:** وتدعى بالكفاءة الخارجية، ويقصد بها أن المعلومات الجديدة تصل الى المتعاملين بسرعة دون فاصل زمني كبير وبدون تكلفة باهضة، مما يجعل الحصول على المعلومات متاحة للجميع.

تجدر الإشارة الى أن السمتين متكاملتين فيما بينهما وغير مستقلة عن بعضها، فلكي تحقق سوق الأوراق المالية كفاءة التسعير يجب أن يتحقق لها كفاءة التشغيل، بمعنى أن لكي ينعكس سعر الورقة المالية المعلومات الواردة يجب أن تكون التكاليف التي يدفعها المتعاملون للحصول على هذه البيانات و ابرام الصفقات عند حدها الأدنى، بالإضافة الى أن سوق الأوراق المالية لا يمكنها تحقيق توزيع أمثل للموارد المالية المتاحة الا اذا كانت الأصول المالية المتداولة فيها مقيمة تقيما عادلا، بمعنى أن سعر الأصل المالي يعكس قيمته الحقيقية ، وهذا كله لن يأت الا اذا كانت المعلومات متوفرة لجميع المتعاملين بصورة عادلة و بأقل تكلفة ممكنة و تكلفة ابرام الصفقات تكون عند حدها الأدنى.

ثانيا: أنواع وأشكال كفاءة سوق الأوراق المالية:

✓ **الكفاءة الكاملة والاقتصادية لسوق الأوراق المالية:**

في ظل الكفاءة الكاملة يفترض عدم وجود زمني بين تحليل المعلومات الواردة الى السوق وبين الوصول الى نتائج محددة بشأن سعر السهم، بمعنى وجود أثر سريع وفوري لأسعار الأوراق المالية في السوق، فالمعلومات تكون متاحة دون وجود فاصل زمني بين المستثمرين، حيث يستجيب لها السوق بسرعة لخلق سعر توازني للورقة المالية مما يجعل قيمتها السوقية مساوية لقيمتها العادلة أو القريبة منها جدا. (عمار، 2008-2009، 13)

وتقتضي السوق الكاملة توفر شروط أبرزها: (عبد العزيز، 2007، صفحة 240)

✚ وجود أعداد كبيرة من المستثمرين، اللذين يتصرفون بالرشد يتجهون الى تعظيم المنفعة عبر مختلف تعاملاتهم في بيع وشراء الأوراق المالية.

✚ المعلومات متاحة للجميع في نفس اللحظة وبدون تكاليف حتى تكون توقعات المستثمرين متماثلة.

✚ عدم وجود أي قبول للتعامل، بمعنى أنه لا توجد أي تكاليف على المعاملات أو الضرائب وغيرها من التكاليف، أي أن المستثمر يبيع ويشترى أي قيمة من السهم مهما صغر حجمها، وفي ظل هذه الشروط يصعب إيجاد سوق يتمتع بالكفاءة الكاملة نظرا لاختلاف الامكانيات المادية والأهداف الخاصة بالمعاملين وكذا اختلاف قدراتهم على تفسير المعلومات الواردة بسرعة، مما يؤدي الى وجود فروقات ما بين السعر السوقي للورقة المالية وقيمتها العادلة لفترة من الزمن وهذا ما يعرف بالكفاءة الاقتصادية.

ثالثا: الصيغ الرئيسية لكفاءة أسواق الأوراق المالية:

أضحت كفاءة أسواق الأوراق المالية مرتبطة أساسا بتوافر المعلومات المناسبة، فهي تعد عنصرا فعالا ورئيسيا في عملية تحديد القيمة الحقيقية للورقة المالية بمختلف مستوياتها، فقد قام الاقتصادي فاما مؤسس نظرية كفاءة السوق بتقديم ثلاثة صيغ رئيسية لكفاءة أسواق الأوراق المالية بحيث يرتبط كل منها بنظام معين من المعلومات وذلك حسب ما يبينه الجدول التالي:

الجدول رقم (04): الصيغ الرئيسية لكفاءة أسواق الأوراق المالية

داخلية خاصة	حالية عامة	تاريخية	المعلومات / مستوى الكفاءة
		✓	الكفاءة بالمستوى الضعيف
	✓	✓	الكفاءة بالمستوى شبه القوي
✓	✓	✓	الكفاءة بالمستوى القوي

المصدر: (شيب، 2009، صفحة 83)

أ – الصيغة الضعيفة لكفاءة أسواق الأوراق المالية:

تعرف هذه الصيغة أيضا بنظرية الحركة العشوائية التي ترى بأن المعلومات التاريخية لا تمكن من التنبؤ من التسعير مستقبلا، فلا بد أن يكون السعر مستقلا عن الماضي، بمعنى أن التغيرات السعرية مستقلة عن بعضها ولا يوجد هناك ترابط، ووفقا لهذه الصيغة أسعار الأسهم المتداولة في السوق لا تعكس الا أسعارها التاريخية أو الماضية فقط، أي لا يمكن التنبؤ بسعر السهم وبالتالي لا يمكن لأي مستثمر أن يقوم بتحقيق عائد استثنائي، وهذا ما يطلق عنه اسم الحركة العشوائية. (الداغر، 2005، صفحة 284) ولتقسيمها وفقا لهذه الصيغة لابد من التمييز بين طريقتين هما:

- **طريقة سلسلة الارتباط:** تعتمد هذه الطريقة على دراسة التغيرات السعرية لسعر الورقة المالية خلال فترة زمنية قصيرة الأجل، أي أنه في المدى الطويل يمكن أن يكشف عن وجود نمط معين لاتجاه الأسعار، اذ يرجع هذا الاختبار الى الاقتصادي فأما (بالفرنسية) في فترة الخمسينيات، حينما قام باختبار 30 سهما مكونا لمؤشر داوجونز، وذلك عند دراسة معامل الارتباط

لسلسلة من العوائد المتتالية لفترة من يوم الى أيام، أين تبين أن هناك نسبة ضئيلة من الأشهر يتغير سعرها بالارتباط مع التغيرات السابقة و تصبح النتيجة عندئذ بمثابة تأكيد واقعي للصبغة الضعيفة للكفاءة و نظرية الحركة العشوائية. (بن حسين، حديدن، و بن بوزيان، 2012، صفحة 239)

- **طريقة الأنماط الطارئة:** يعتمد هذا الاختبار على استخدام الأسلوب الاحصائي المعروف باختبار التغيير في اتجاه الأسعار والمهدف منه هو معرفة عدد المرات التي يحدث فيها التغيير في اتجاه الأسعار، وكذا المدة المستغرقة لهذا التغيير في كل مرة، أين يتم وضع إشارة لكل نوع من التغيير حسب ما يلي:

(+) تعني حركة سعرية بالزيادة.

(-) تعني حركة سعرية بالانخفاض.

(0) تعني عدم وجود أي حركة، بمعنى ثبات الأسعار أثناء فترة الدراسة.

وبالتالي تتحقق الصبغة الضعيفة فقط، عندما لا يتمكن أي مستثمر من تحقيق أرباح غير عادية نتيجة لوجود المعلومات التاريخية.

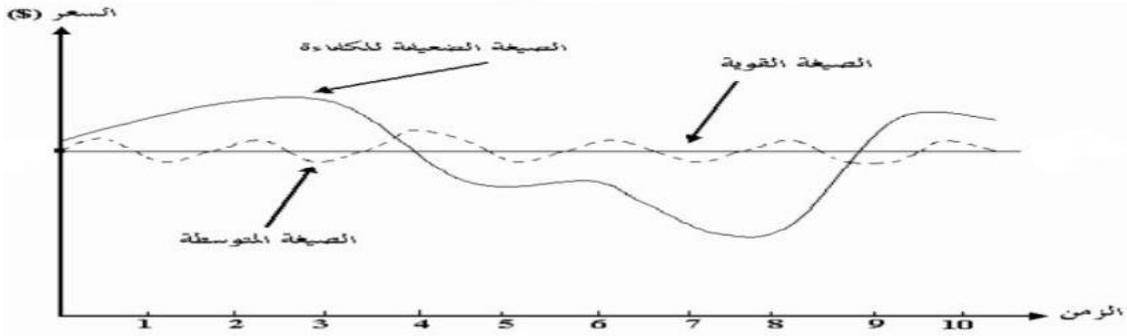
ب - **الصبغة الشبه قوية لكفاءة أسواق الأوراق المالية:** تقوم هذه الصبغة على إمكانية قيام المستثمرين بالتحليل الأساسي انطلاقاً من المعلومات المتاحة لهم، فهي تقتضي أن أسعار الأوراق المالية المتداولة في السوق لا تعكس فقط المعلومات التاريخية، و إنما أيضا البيانات المتاحة و المتوفرة لجميع المستثمرين أو التنبؤات التي تقوم على تلك المعلومات سواء كانت تتعلق بالاقتصاد الوطني أو القطاع الذي تنتمي اليه الشركة أو تلك المتعلقة بالشركة بحد ذاتها، إذ أنه لا يمكن لأي مستثمر تحقيق عوائد استثنائية لمدة طويلة الا في حالة حصولهم على بعض المعلومات الخاصة* غير المنشورة للشركة في ظل ما يعرف باحتكار المعلومات.

ت - **الصبغة القوية لكفاءة أسواق الأوراق المالية:**

وفقاً لهذه الصبغة سوق الأوراق المالية توفر للمتعاملين فيها جميع المعلومات المتاحة، بمعنى أن كل المعلومات في السوق تكون عامة مهما كان مصدرها من بيانات مالية منشورة، معلومات تاريخية و حالية عن أسعار الأسهم أو أية معلومات أخرى سواء كانت معلنة أو غير معلنة (خاصة)، بحيث لا تكون هناك فرصة لظهور ما يسمى باحتكار المعلومات من طرف فئة معينة تمكنها من تحقيق أرباح استثنائية أو غير عادية، أي أن القيمة المتوقعة للأرباح غير العادية ستكون في هذه الحالة صفراً، كون أن الأسعار السائدة في سوق الأوراق المالية المتداولة في هذه الحالة تكون معادلة تماماً لقيمتها.

ومن خلال ما سبق يتبين لنا وجود اختلاف ما بين صيغ أسواق الأوراق المالية، ففي الواقع العملي تعتبر الصبغة الضعيفة الأكثر قبولاً من طرف المستثمرين والمحليين في سوق الأوراق المالية، لعدم وجود إمكانية لتحقيق أرباح غير عادية بالاعتماد على تحليل حركة الأسعار، بينما القوية تعد شاملة كونها تحتوي على معلومات تاريخية خاصة وعامة، بحيث تكون متاحة لجميع المستثمرين وهي بمثابة امتداد للصبغة الشبه قوية كونها تتضمن فقط المعلومات التاريخية والعامة والشكل التالي يوضح العلاقة التي تربط الصيغ الثلاث:

الشكل رقم (01): العلاقة بين صيغ كفاءة سوق الأوراق المالية



المصدر: أرشيد فؤاد التميمي، الأسواق المالية إطار في التنظيم وتقييم الأدوات، الطبعة العربية دار البازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010، ص 49.

يتبين لنا من خلال الشكل رقم (01)، في ظل المستوى الضعيف يكون هناك فروقات واسعة بين السعر والقيمة السوقية، أما في ظل المستوى القوي لكفاءة سوق الأوراق المالية يلاحظ أن السعر السوقي للورقة المالية يتساوى مع قيمتها الحقيقية في أي لحظة وبدون وجود أي اختلافات كما يعكس الخط المستقيم، لكن في ظل المستوى الضعيف قوي فيلاحظ وجود فروقات صغيرة بين سعر الورقة المالية والقيمة السوقية.

رابعاً: مؤشرات قياس أداء أسواق الأوراق المالية:

تعد هذه المؤشرات أداة لقياس حركة السوق وتحليلها، ظهرت خلال القرن التاسع عشر للميلاد وكونها عبارة عن متوسطات وأرقام قياسية، فهي تفيد في التعرف السريع على حالة السوق وإعطاء صورة سريعة عن تطورها، ولقد عرفت هذه الأخيرة تطورات وازدادت أهميتها عبر العصور واستخدمت في أسواق الأوراق المالية كمقياس ووسيلة تعكس اتجاه السوق وسلوكها وكما تعمل على تحديد مستوى أدائها.

تعددت المفاهيم المتعلقة بهذه المؤشرات وذلك حسب المغزى من بنائها وطبيعتها، فقد عرفها محمد عبد الحميد محمد عطية على أنها " مقياس يقيس مستوى الأسعار في السوق، حيث يقوم على عينة من أسهم الشركات التي يتم تداول أسهمها في أسواق الأوراق المالية المنظمة أو غير المنظمة أو كلاهما، فعاباً ما يتم اختيار العينة بطريقة تتيح للمؤشر أن يعكس الحالة التي تكون عليها سوق الأوراق المالية والتي يستهدف المؤشر قياسه" (عطية، 2011، صفحة 373)

كما يرى دريد كامل ال شيب أن المؤشر هو عبارة عن " قيمة رقمية تقيس التغيرات الفعلية لأسعار الأوراق المالية المتداولة في أسواق الأوراق المالية، باستخدام معدلات رياضية تتلاءم وطبيعة كل سوق للأوراق المالية، بغية التعرف على حركة الأسعار وأداء واتجاهات السوق". (ال شيب، 2019، صفحة 90)

فالمؤشر هو قيمة عددية يقاس بها التغير في أسواق الأوراق المالية ويعبر عنه بنسبة مئوية للتغيير عند لحظة زمنية معينة مقارنة بقيمة ما خلال فترة الأساس أو نقطة البدء، إذ يقيس هذا الأخير تحركات الأسعار في السوق واتجاهاتها، فهو يعد من الوسائل الهامة التي يسترشد بها المستثمرون وصناع القرار، إذ تساعد عملية بناء هذه المؤشرات والمستثمر والمحلل على قدرته وفهمه على اتخاذ القرار الاستثماري المناسب والسليم انطلاقاً من هدفين رئيسيين مكونين للمؤشر هما:

- مراعاة القواعد الإحصائية وقابليته للتسعير

- وجود مغزى اقتصادي للمؤشر وهناك أمور يجب مراعاتها وأخذها بعين الاعتبار عند بناء المؤشر وأبرزها:
- أ- **الأوزان النسبية:** هي تلك الأوزان التي يتم استخدامها في بناء المؤشر وتعرف هاته الأخيرة على أنها " القيمة النسبية للسهم الواحد داخل العينة المكونة للمؤشر" (مداحي و ترقو، 2017، صفحة 101)
- اذ هناك ثلاثة أنواع يتم من خلالها تحديد الوزن النسبي للسهم داخل مجموعة الأسهم التي يقوم عليها المؤشر وهي كالتالي:
- 1- مدخل الوزن على أساس السعر:** يؤخذ على هذا المدخل أن الوزن النسبي الذي يقوم على سعر السهم وحده، أي أن نسبة سعر السهم الواحد للشركة إلى مجموعة أسعار الأسهم الفردية الأخرى التي يقوم عليها المؤشر، حيث أن سعر السهم قد لا يكون مؤشرا على أهمية الشركة أو حجمها. (الشكرجي، صلاح الدين، و تاج الدين، 2008، صفحة 79)
- 2- مدخل الأوزان النسبية:** وذلك بإعطاء قيمة نسبية متساوية لكل سهم داخل المؤشر. (خضر، 2004، صفحة 8)
- 3- مدخل الأوزان المتساوية حسب القيمة:** بمعنى إعطاء وزنا لسهم الشركة المتمثلة في المؤشر من خلال القيمة السوقية الكلية لعدد الأسهم العادية بحيث (القيمة = السعر * الكمية) وبهذا يتم تدارك العيب الموجود في مدخل الأسعار، اذ يعتبر السعر المحدد الوحيد للوزن النسبي ومنه فالقيمة قادرة على عكس الأهمية الاقتصادية للشركة صاحبة السهم المدرج في المؤشر.
- ب- **العينة المناسبة:** يعتبر اختبار العينة الملائمة للمجتمع الاحصائي (عينة أسهم لعدد من الشركات التي يتم تداول أسهمها في هذه السوق)، أمرا مهما لدقة وسلامة المؤشر، اذ تعرف العينة على أنها " مجموعة من الأوراق المالية المستعملة في حساب ذلك المؤشر"، ويجب أن تكون مناسبة من ثلاث جوانب:
- **المصدر:** بمعنى مصدر الحصول على أسعار الأوراق المالية التي أسس عليها المؤشر، يجب في هذه الحالة أن يكون المصدر هو السوق الأساسي الذي تتداول فيها الأوراق المالية. (قبلان، 2011، صفحة 95)
- **الحجم:** كلما كان عدد الأوراق المالية التي يشملها المؤشر كبيرا، كلما كان أكثر تمثيلا وصدقا لواقع السوق وهذا ما تشير اليه القاعدة العامة.
- **الاتساع:** يقصد به أن تشمل العينة وتغطي مختلف القطاعات المشاركة في السوق، أي في حالة المؤشرات العامة يجب أن تشمل العينة كل الشركات المكونة للاقتصاد القومي دون تمييز، بينما في حالة المؤشرات القطاعية فيقتصر ذلك على الشركات التي تمثل قطاعا معينا.
- ✚ **أساليب وطرق حساب مؤشرات أسواق الأوراق المالية:**
- لقد تعددت أساليب وطرق بناء مؤشرات السوق أو القطاعات المعنية داخل السوق، اذ نجد أبرزها فيما يلي:
- **المؤشرات البنينة على أساس السعر:** تعتمد هذه الطريقة على المبدأ الاتي: " بما أنه يوجد سهم لكل شركة مختارة لبناء المؤشر فان وزن كل سهم يتحدد ليا على أساس نسبة سعر السهم الى مجموع أسعار الأسهم الفردية التي يقوم عليها المؤشر" (محمد صالح، 1998، صفحة 265)
- وبعبارة أخرى فهو يعبر " عن متوسط مجموع أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية مقسومة على اجمالي الشركات المختارة والمثلة من طرف هذه السوق، مع الأخذ بعين الاعتبار أداء وتأثير أسهم هذه الشركات في السوق، اذ يعد هذا المؤشر من أكثر المؤشرات استخداما، ويتم حسابه على النحو التالي:

قيمة المؤشر = مجموع أسعار الأسهم المختارة / عدد الأسهم

المصدر: دريد كامل ال شيب، الأسواق المالية والنقدية، مرجع سبق ذكره، ص:94

➤ المؤشرات المبنية على أساس القيمة السوقية: حسب هذه الطريقة "يتم قياس المؤشر من خلال القيمة السوقية للأسهم اخذين بعين الاعتبار عدد الأسهم للشركة المختارة وسعر سهمها في السوق".

اذ يعد كل من مؤشر ستاند أندربور ومؤشر كولس من أشهر المقاييس التي تعتمد على هذا المؤشر، ويتم حسابه اعتمادا على

الطريقة التالية:

قيمة المؤشر بالقيمة السوقية = القيمة الافتتاحية * القيمة السوقية الحالية/ القيمة السوقية الأساس

المصدر: دريد كامل ال شيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، مرجع سبق ذكره، ص:221

➤ المؤشرات المبنية على أساس الوزن النسبي: تقوم هذه المؤشرات على أساس افتراض أنه ينبغي استثمار مبالغ متساوية في الأسهم التي يتكون منها المؤشر عند بداية تكوينه، ويحسب استنادا للقاعدة التالية:

المؤشر = (عدد الأسهم المشتراة * (سعر السهم/ مجموع مبالغ الاستثمار)) * 100

المصدر: دريد كامل ال شيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، مرجع سبق ذكره، ص:225

يتبين لنا مما سبق ذكره، وان تعددت أساليب بناء المؤشرات واختلقت حسب طبيعتها وطرق حسابها، كون المؤشر يعد بمثابة أداة يقيس من خلالها حالة السوق ومدى تأثيرها بكافة المتغيرات التي تعكس في حركة المؤشر نتيجة استجابة أسعار الأسهم المكونة له لتقلبات السوق، الا أن كل واحد من هذه المؤشرات يعتمد أساسا على أرقام قياسية والتي تستخدم لقياس حركة أسعار الأسهم وذلك حسب طبيعة المؤشر سواء كان خاصا أو عاما.

📌 أنواع مؤشرات قياس كفاءة أسواق الأوراق المالية:

هناك العديد من المؤشرات والمعتمد عليها لقياس كفاءة أسواق الأوراق المالية والتي تعكس درجة تقدم السوق، أداؤها وتطورها بحيث تستعمل هذه المؤشرات لقياس مدى تحقيق السوق لأهدافها ومن أبرزها ما يلي:

أ- **مؤشر سيولة السوق:** يقصد بها القدرة على شراء وبيع الأوراق المالية بسهولة وبالسرعة المطلوبة، اذ تعتبر سيولة السوق من الخصائص والسمات الرئيسية لكفاءة السوق، بحيث تشجع السيولة السوق على الاستثمار فيها وتقاس من خلال مؤشرين رئيسيين:

1- **مؤشر معدل دوران السهم:** يبين هذا المؤشر مستوى فعالية ونشاط السوق، فهو يعبر عن ارتفاع معدل نمو قيمة التداول

الى سرعة نمو السوق، كما يشير الى النسبة المئوية لتداول أسهم شركة معينة أو أسهم مجموعة من الشركات داخل قطاع

واحد في مدة زمنية معينة. (عرابة، 2006/2005، صفحة 115)

2- مؤشر حجم التداول: يدل هذا المؤشر على قيمة ما، يتم تداوله من أوراق مالية خلال مدة زمنية معينة وذلك دون حدوث تغير كبير في قيمتها السوقية، وبالتالي إمكانية الدخول والخروج من السوق يتم بسهولة مع انخفاض تكاليف المعاملات. (الدسوقي، 2000، صفحة 135)

ب- مؤشر درجة التركيز في السوق (تمركز السوق): يشير الى مدى تحكم عدد قليل من الشركات على السوق، فكلما كانت هذه النسبة كبيرة كلما أثرت بشكل سلبي على السوق، وتقاس درجة تمركز السوق بمدى مساهمة 10 شركات في الرأسمال السوقي. (بصري، 2016، صفحة 89)

ت- مؤشر حجم السوق: يعد اتساع وكبر حجم السوق مؤشرا على زيادة نشاط الاستثمار في الأوراق المالية وكذا تطوره الإيجابي، اذ يقاس مدى اتساع حجم السوق استنادا لمؤشرين رئيسيين:

1- مؤشر عدد الشركات المدرجة: يشير هذا المؤشر الى عدد الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية كما يعكس مدى اتساع السوق، بحيث يدل ارتفاع عدد الشركات المدرجة في السوق على اتساع حجم السوق وبالتالي كبر حجم الاستثمار، مما يعمل على تحقيق السوق للكفاءة الاقتصادية.

2- مؤشر القيمة السوقية (رسملة السوق): يقصد به مجموع قيم الأسهم المدرجة في السوق مضروبا في متوسط أسعارها في نهاية المدة، ويعتبر بمثابة مرآة تعكس مستوى نشاط السوق، كما يشير أيضا الى اجمالي قيمة الأوراق المالية المدرجة في السوق (الموساوي، 2011، صفحة 100)، فكلما ارتفعت قيمة هذا المؤشر دل ذلك على ارتفاع حجم السوق ويتم قياس معدل رسملة السوق من خلال قسمة القيمة السوقية لأسهم الشركات المقيدة بسوق الأوراق المالية على الناتج المحلي الإجمالي.

ث- مؤشر أداء السوق: يعتبر هذا المؤشر بمثابة مؤشرا احصائي يستعمل لقياس الأداء الكلي للسوق الذي يتم احتساب المؤشر له، ويتكون من معدل أسعار مجموعة من الأسهم يفترض أن تستعمل كمقياس للحركة العامة لسوق الأوراق المالية، ولهذا يمكن التمييز بين نوعين من المؤشرات:

✓ **مؤشرات قطاعية:** والتي تقيس سلوك السوق بالنسبة لقطاع معين كقطاع الخدمات وقطاع الصناعة..... الخ، وخير مثال على ذلك مؤشر داوجونز للصناعة.

✓ **مؤشرات عامة:** بمعنى تعكس الحالة الاقتصادية لدولة معينة وبالتالي فهي تعكس حالة السوق ككل، أي تقيس حالة السوق بمجملة قطاعاتها الاقتصادية.

المطلب الثاني: القرار الاستثماري في سوق الأوراق المالية

يستند مفهوم القرار الاستثماري الرشيد على مبدأ الرشادة الاقتصادية، حيث أن متخذ القرار الاستثماري يتسم بالقدرة على حسن التصرف في الموارد النادرة المتاحة، أي عملية البحث في كيفية استخدام الموارد الاقتصادية أفضل استخدام ممكن، فهذه الموارد تكون لها استعمالات عديدة بحيث يصل الى توظيف واستثمار تلك الموارد في النشاط أو المشروع الذي يعطي أكبر عائد ممكن على الاستثمار، اخذا بعين الاعتبار تكلفة الفرصة البديلة أو الضائعة والمضحى بها.

✚ مفهوم القرار الاستثماري:

القرار هو خيار واعى يتم بموجبه اختيار بديل من بين عدة بدائل، وهذا ما يتطلب اتخاذ عدة إجراءات، وقد يكون ذلك تحت ضغوط وظروف غير مؤكدة بالشكل الذي يعرض متخذ القرار للخطر بغية الوصول الى الهدف المطلوب، وتعد عملية اتخاذ القرار جزء من حل المشكلة تبدأ بتقييم البدائل لاختيار البديل الأمثل لحل المشكلة. (Femas, 2010)

ويتطلب تقييم البدائل فهم الخيارات التي تحتوي كل منها على مجموعة من النتائج وصولاً لاختيار البديل الأكثر قبولاً في تحقيق الأهداف، كما ينبغي على متخذ القرار أن يحدد أهدافه بدقة من أجل الاستفادة من اليات التقييم والتحليل التي توصله الى القرار السليم.

ولقد تعددت المفاهيم الخاصة بالقرار الاستثماري ونذكر أهمها فيما يلي:

يعرف المؤلف (Pasme) قرارات الاستثمار بأنها " ماهي الا محصلة تفاعل العديد من المتغيرات الاقتصادية، الاجتماعية والسياسية بحيث يقوم المستثمر بعملية تقييم الأهمية النسبية لهذه المتغيرات وتحديد الجدوى من الاستثمار، لذا قرار الاستثمار يأتي بعد دراسة مستفيضة للمتغيرات المحيطة به لتكوين رأيا مدروسا وسليما لاتخاذ القرار"، ويرى الكاتب محمد ابراهيم بأن القرار الاستثماري هو " عملية تخطيط للإنفاق الرأسمالي، وهو ذلك الانفاق الذي يتوقع أن يحقق عائدا خلال مدة زمنية".

كما يرى عتيق أن قرار الاستثمار " يعد من القرارات الأكثر أهمية وخطورة وذلك لأنه يترب عليه إنفاق مالي كبير ولا يمكن الرجوع عنه الا بخسارة كبيرة، كما أن لهذا القرار آثار كبيرة على المدى الطويل وينطوي عليه مخاطر فريدة من نوعها، بسبب عدم التأكد المرتبط بالتدفقات النقدية المستقبلية"، ويعرفه أيضا كل من (Esther et Oladip) على أنه " البيئة التي يتخذ في ضوءها القرار وعدم التأكد والمخاطرة، اذ هي من أهم العوامل التي تجعل المستثمر حذرا عند اتخاذ القرار الاستثماري".

كما ينطوي على اتخاذ القرار الاستثماري نوعين من التكاليف، الأولى تسمى بتكاليف التكيف (Adjustment Costs)، وهي تلك التكاليف المتعلقة بإعداد وتثبيت الاستثمار مثل: تكاليف التخطيط، تكاليف البناء وتكاليف التعلم ودراسة الجدوى. أما النوع الثاني من التكاليف فتتمثل في تكاليف الرجعة (Irrversibility Costs)، بمعنى صعوبة الرجوع عن قرار الاستثمار عن طريق بيع رأسمالها بسبب الموقع الثابت للاستثمار كالأراضي والمباني.

و حسب (Riaz, Ahmed Imran, & Rauf, 2012, p. 289) " التحدي الأكبر الذي يواجه قرار الاستثمار هو أن الأفراد تارة يتصرفون بطريقة عقلانية، وتارة أخرى بطريقة عاطفية، وهذا له دور كبير في تحديد أسلوب الاستثمار لدى المستثمر"، و بالتالي فقرار الاستثمار ليس دائما قرار عقلاني مبني على أساس المعرفة التامة بجميع المعطيات، انما هناك حدود معرفية للمستثمر بالإضافة الى تأثير عوامل عديدة على سلوكه عند اتخاذه القرار الاستثماري.

العوامل المؤثرة في القرار الاستثماري:

مكن تحديد العوامل المؤثرة في قرار الاستثمار لأسواق الأوراق المالية من تصنيفها الى عوامل داخلية وأخرى خارجية وفق الجدول رقم (4) وذلك بشكل مختصر:

جدول رقم (05): تصنيف العوامل المؤثرة على القرار الاستثماري في سوق الأوراق المالية

العوامل الداخلية	العوامل الخارجية
✓ الحكومات: تعد الحكومات بميثاقها المحلية و وزاراتها من المتدخلين الرئيسيين في سوق الأوراق المالية.	✓ الحاجات: تكون حسب قدرة المستثمر على ترتيب أولوياته وذلك حسب ما هو متوفر لديه من أموال.

<p>✓ التعلم: بمعنى كل ما يتعلق بالعمليات المعرفية و السلوكية و كذا العوامل الاستراتيجية و التي تسمح بتسهيل اتخاذ القرار الاستثماري.</p>	
<p>✓ الأخلاق: يتصرف الفرد بدءا من مجموعة من المثاليات و المبادئ التي تساعده على التمييز بين الخطأ و الصواب .</p>	<p>✓ بنوك الاستثمار: دورها يختلف عن البنوك التجارية حيث تصدر أوراق مالية و يكمن ذلك في تقديم الخدمات الاستثمارية للوحدات الاقتصادية.</p>
<p>✓ الدافعية: هي عملية اثار السلوك الموجه نحو الهدف و صيانتة و القدرة على التحكم فيه.</p>	<p>✓ المؤسسون و المستثمرون: يعتبر هؤلاء من بين أهم المتدخلين في سوق الأوراق المالية خاصة في الدول المتقدمة، لقدرتهم على احداث تفعيل عن طريق توفير أدوات مالية ذات كفاءة و كذا القدرة على توفير مصادر التمويل و المتمثلة في المؤسسات المالية و صناديق الاستثمار....</p>
<p>✓ الشخصية: تتميز بأنها ثابتة نسبيا، تتعلق بالخصائص التي تميز الانسان من الوراثة و البيئة لتي يعيش فيها..</p>	<p>✓ الوسطاء: يلعبون دورا فعالا في تنشيط أسواق الأوراق المالية، و ربط وحدات العجز مع الفائض للمستثمرين وبالتالي تسهيل اتخاذ القرار الاستثماري.</p>

المصدر: من اعداد الباحث اعتمادا على (عيسى، بلمهدي، و بوعزارة، 2022)

📌 أنواع القرار الاستثماري:

يمكن تصنيف أنواع القرار الاستثماري استنادا على العديد من المعايير، والتصنيف المتفق عليه هو على أساس الهدف أو وفقا للبعد الزمني، وفيما يلي شرح لكل نوع:

جدول رقم (06): تصنيفات أنواع القرارات الاستثمارية

التصنيف حسب البعد الزمني	التصنيف من حيث الهدف
<p>أ- القرارات الاستثمارية القصيرة الأجل: تنصب هذه المجموعة من القرارات حول الاستثمار في الموجودات المتداولة، و التي تمثل جزءا هاما من حركة الاستثمار الداخلي في المؤسسة، إذ أن الجزء الأكبر من مسؤوليات الوظيفة المالية سوف ينحصر في تحديد حجم الاستثمار في الموجودات المتداولة و عناصرها الرئيسية مثل المخزون السلعي و النقديات لارتباط هذا الجزء بحركة دورة الاستغلال، و بقدرة المؤسسة في تحقيق و تعظيم عوائدها و كذا تحديد و ضمان السيولة المطلوبة، لذلك فالقرار</p>	<p>أ- القرارات الاستثمارية التطويرية أو الابتكارية: والتي تعتمد على التغيرات التكنولوجية لتلبية أذواق المستهلكين أو لمواكبة التطور التكنولوجي، وزيادة القدرة على المنافسة كما تتعرض مثل هذه القرارات الى ارتفاع درجة الخطر نتيجة لتغير طبيعة المنتج نفسه.</p> <p>ب- القرارات الاستثمارية التوسعية: تهدف الى توسيع الطاقة الإنتاجية للمشروع نظرا لحصول المشروع على أسواق جديدة، ويكون القرار الاستثماري على أساس جدوى القيام بتوسيع</p>

<p>الجيد هو القرار الذي يضمن الحجم الاقتصادي الأفضل لحجم الاستثمار في الموجودات المتداولة.</p> <p>ب- القرارات الاستثمارية الطويلة الأجل: تهتم هذه القرارات بالإنفاق الاستثماري الطويل الأجل، والمتمثل بالاستثمار في الموجودات الثابتة، والمعروف عن هذا النوع أنه من أخطر القرارات المالية كونه مرتبط بنوع من الاستثمار يتصف بكبر المبالغ التي يتطلبها، كما يتطلب عوائد سنوية لفترات طويلة في المستقبل إضافة إلى أن هذا النوع من الاستثمار يرسم حدود العملية الإنتاجية في المؤسسة وليس من السهولة التخلص منه عند الانتهاء من العملية الاستثمارية.</p>	<p>الطاقة الإنتاجية من خلال المقارنة بين الدخل الناتج من الدخل الإضافي والتكاليف الإضافية طول حياة المشروع الاستثماري الإضافي، وتنخفض درجة الخطر فيها نسبيا إذا لم يحصل أي تغيير في طبيعة السلعة المنتجة.</p> <p>ت- القرارات الاستثمارية الاحلالية: هي قرارات تهدف إلى إحلال المعدات الجديدة بدل القديمة، نتيجة اهتلاك الآلات أو بسبب التقادم التكنولوجي، ويتخذ قرار الاحلال عند المقارنة بين التكاليف المستقبلية في حالة الاستمرار في استعمال الألة القديمة والتكاليف عند استخدام الألة الجديدة، وتنخفض درجة الخطر على مثل هذا النوع من الاستثمارات لعدم تغير طبيعة المنتج.</p>
---	---

المصدر: من اعداد الباحث استنادا على: (دريد كامل، 2007، 272) و (حمزة محمود، 2008، 47).

في حين يرى كل من (الحيالي، سلطان، و محمد سعيد، 2015، صفحة 21)، أن كل قرار استثماري يقوم به المستثمر يهدف من ورائه إلى تعظيم العوائد وتخفيض المخاطر، ولتحقيق ذلك فالقرارات الاستثمارية تستدعي أن تندرج في ثلاثة أنواع أساسية هي:

أ- قرار الشراء: يتخذه المستثمر عندما يشعر بأن قيمة الأداة الاستثمارية ممثلة بالقيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة منها، محسوبة في إطار العائد والمخاطرة تزيد عن سعرها السوقي، أي عندما يكون السعر السوقي أقل من قيمة الأداة الاستثمارية، مما يولد لديه حافزا لشراء تلك الأداة سعيا وراء تحقيق مكاسب رأسمالية من ارتفاع سعرها في السوق مستقبلا.

ب- قرار عدم التداول: عندما يتساوى سعر السوق مع القيمة الحالية للأداة، وهنا يصبح قرار السوق في حالة توازن، تفرض على كل من لديهم حوافز للبيع أيضا التوقف عن البيع فيكون القرار الاستثماري في هذه الحالة عدم التداول.

ت- قرار البيع: بعد حالة التوازن التي تمر في السوق أي عندما يتساوى السعر مع القيمة الحالية للأداة، تعمل ديناميكية السوق فتخلق رغبات إضافية فيها لشراء تلك الأداة من مستثمر جديد، وإذا كان المستثمر يرى بأن السعر مازال أقل من القيمة الحالية، يتطلب منه أن يعرض سعرا جديدا لتلك الأداة يزيد عن القيمة الحالية، وهكذا يرتفع السعر عن القيمة الحالية مولدا حافزا لدى غيره للبيع، فيكون قرار الاستثمار عندئذ هو قرار البيع.

✚ المبادئ التي يقوم عليها القرار الاستثماري:

يعتمد قرار الاستثمار في أسواق الأوراق المالية على مبادئ أساسية أهمها ما يلي: (حساونة، 2011، صفحة 77)

1- **مبدأ الاختيار:** يفترض أن المستثمر يبحث دائما عن فرص استثمارية من بين الفرص المتاحة بدلا من توظيفها في أول فرصة متاح له، ويعد هذا المبدأ أحد الأركان الأساسية للقرار الاستثماري، كما يعتمد على الفوائض النقدية لدى الأفراد والجماعات التي تتسم غالبا بالندرة.

2- مبدأ الملائمة: كل مستثمر يتميز بخصائص ذاتية تتمثل في العمر، الدخل والرغبات، فهي عناصر تكون نمط تفضيل لدى المستثمر.

3- مبدأ المقارنة: وذلك إذا كان المستثمر أمام مجموعة من البدائل المختلفة من حيث عوائدها، مميزاتها ومداهها الزمني، والتي تكون متفاوتة من حيث المخاطرة والعوائد.

4- مبدأ التنوع بهدف توزيع المخاطر: تختلف الأصول المالية من حيث العوائد التي تدرها ودرجة المخاطرة، وعليه فالقرار الاستثماري السليم ينبغي أن يقوم على التنوع في هذه الأصول، وذلك من أجل زيادة العوائد والحد من المخاطرة.

5- مبدأ الخبرة والتأهيل: من أجل الوصول الى قرار استثماري سليم فان ذلك يتطلب مستوى معين من الدراية والخبرة والتي قد لا تتوفر لجميع فئات المستثمرين، لذا لا بد للمستثمر المستجد والذي لا تتوفر لديه الحد الأدنى من الخبرة والمعرفة بأمور الاستثمار، أن يستعين في اتخاذ قراره الاستثماري بفئة المستشارين، والمحللين المختصين بمجال استثماره حتى ولو كلفه ذلك بعض المال، إذ أن المبالغ المدفوعة مهما بلغ حجمها ستبقى منخفضة وقليلة مقارنة بالفائدة المرجوة منها في ترشيد القرار الاستثماري.

فيما حدد كل من **Homff et Jager** مجموعة من المبادئ التي ينبغي أخذها بعين الاعتبار عند اتخاذ القرار الاستثماري وهي: **(Homff et Jager, 2004, 10)**

✓ تنوع النشاط الاستثماري بحيث لا ينفرد مجال واحد أو بديل واحد بكافة القرارات الاستثمارية المتوافرة وذلك لأن هذا التنوع يساعد على ضمان استمرار التدفقات الصافية.

✓ تحديد مواصفات الاستثمار مثل أوزان الفئات، فئات الأصول، مجالات التخصيص، إذ تعتمد هذه المواصفات لغرض الوصول الى الأمثلية في تشكيل المحفظة الاستثمارية.

✓ الاهتمام بالأبعاد الزمنية للنشاطات الاستثمارية، لاسيما بالنسبة لجدول الالتزامات المالية المترتبة على هذه النشاطات وبذلك يمكن رفع معدلات التأكد في ظروف الاستثمارات المعينة، ويمنع أيضا الانكشاف المالي وهو ما يزيد من درجة التصنيف الائتماني للمستثمر ويحمي سمعته من صدمات أو تقلبات مستقبلية.

✓ تعزيز الكفاءة التنافسية للمستثمر ولحملة نشاطاته الاستثمارية، وهذا ما يساعد على توسع هذه النشاطات وبلوغ منافذ جديدة في الأسواق المحلية والدولية.

أهمية القرار الاستثماري:

يقوم القرار الاستثماري على التداير والحساب في الغاية والوسيلة، كونه ذلك الخيار المدرك والواعي بين البدائل المتاحة في موقف معين، كما أنه يتخذ في ظل ثلاث ظروف أساسية هي (التأكد، عدم التأكد والمخاطرة)، فالقرارات الاستثمارية تستمد أهميتها عموماً لأسباب رئيسية أهمها: (Chiha, 2009, pp. 136-137)

1- نتائج الاستثمارات تترجم في المدى البعيد وتستمر لفترة طويلة، بحيث أن هذه الحقيقة تعني أن متخذ القرار يفقد الكثير من المرونة.

2- المبالغ المنفقة على هذه الاستثمارات عادة ما تكون ضخمة، وتمثل وزناً مهماً من الهيكل المالي.

3- صعوبة العدول عن المشروع أو تبديله بعد التنفيذ بسبب ضخامة الأموال المستثمرة مما يؤدي الى خسائر كبيرة في حالة نجاح المشروع.

4- يشكل الاستثمار خطرا من خلال أن مردوديته لا تظهر في الأجل القصير، وكذلك في كون العوائد الإيجابية غير أكيدة لأن الاستثمار يرتبط بعدم التأكد.

ويستوجب اتخاذ القرارات الاستثمارية عناية خاصة للاعتبارات التالية: (العلي، 2010)

✓ يتطلب اتخاذ قرارات الاستثمار اجراء دراسات معمقة ومشعبة تنطوي على دراسات جدوى اقتصادية وتحليل القيمة المتوقعة للتدفقات النقدية الداخلة والتدفقات النقدية الخارجة، وهذا يتطلب جهود بشرية، مادية وإدارية، وقد يتم اللجوء الى مكاتب استشارية متخصصة لإجراء مثل هذه الدراسات.

✓ يترتب على اتخاذ قرارات الاستثمار إنفاق مبالغ كبيرة والدخول في تعاقبات طويلة الأجل والتزامات مالية، لذلك يجب على المستثمر أن يضع الخطط اللازمة للحصول على مصادر التمويل اللازم والبحث عن مصادر تمويل بشروط ملائمة وبتكاليف اقتراض مناسبة.

✓ ان اتخاذ قرارات الاستثمار في الأصول الثابتة يقلل من المرونة في اتخاذ القرارات المستقبلية لأن نتائج القرارات الرأسمالية تمتد لأجل طويلة نسبيا.

✓ يؤدي التنبؤ الخاطئ بالاحتياجات من الأصول الثابتة الى نتائج خطيرة، حيث أن الاستثمار دون الحد المطلوب يعني عدم تجديد أو تطوير الأصول الثابتة وبالتالي عدم استيعاب التطورات التكنولوجية مما يقلل من القدرة التنافسية، كما قد يؤدي الى فقدان لبعض الحصص السوقية نتيجة انخفاض الطاقة الإنتاجية، وبالمقابل فان الاستثمار فوق الحد المطلوب يعني إضافة طاقة فائضة تنعكس بزيادة التكلفة الثابتة للوحدة الواحدة من المنتج.

✓ تؤدي قرارات الاستثمار الناجحة الى تحسين كل من توقيت شراء الأصول الثابتة وجودتها، فالتنبؤ بالاحتياجات من الأصول الثابتة مقدما يمكنه بالنتيجة من شراء أو توفير وتشغيل تلك الأصول في الوقت الذي يرتفع فيه الطلب على المبيعات والإنتاج بالجودة المطلوبة والكمية الملائمة والتكاليف المحددة.

✚ المقومات الأساسية لقرار الاستثمار:

يقوم القرار الاستثماري الناجح على مقومات رئيسية هي:

✓ **الاستراتيجية الملائمة للاستثمار:** تختلف استراتيجيات الاستثمار التي يتبناها المستثمرون باختلاف أولوياتهم الاستثمارية، فلكل مستثمر منحنى تفصيله الاستثماري والذي يميزه عن غيره وفق ميله اتجاه عناصر الربحية والسيولة والأمان، ويعبر عن ميل المستثمر لعنصر الربحية بمعدل العائد على الاستثمار المتوقع تحقيقه، بينما يعبر عن ميله تجاه السيولة والأمان بالمخاطرة التي يكون مستعدا لقبولها في نطاق العائد على الاستثمار المتوقع.

من المعروف أنه كلما زاد العائد تزيد المخاطرة وتبعاً لذلك يصنف المستثمر لثلاثة أصناف ويظهر ذلك من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم (07): الأصناف الأساسية الثلاثة للمستثمر

المستثمر المتحفظ	المستثمر المضارب	المستثمر المتوازن
------------------	------------------	-------------------

هو المستثمر الرشيد الذي يوجه اهتمامه لعنصري العائد والمخاطرة بقدر متوازن، وتكون حساسيته اتجاه المخاطرة في حدود معقولة تمكنه من اتخاذ قرارات استثمارية مدروسة بعناية، تراعي تنوع الاستثمارات بكيفية تعظم العائد وتدني درجة المخاطرة، ويندرج تحت هذا النمط الغالبية العظمى من المستثمرين.	هو عكس المستثمر المتحفظ أين يعطي الأولوية لعنصر الربحية، بحيث تكون حساسيته لعنصر المخاطرة متدنية و يكون على استعداد لدخول مجالات استثمارية خطيرة طمعا في الحصول على معدلات مرتفعة من العائد على الاستثمار، ويمكن وجود هذا الصنف في صغار السن و أصحاب المحافظ الاستثمارية الكبيرة.	يعطي هذا المستثمر الأولوية لعنصر الأمان، وبالتالي ينعكس نمط هذا المستثمر على قراراته الاستثمارية فيكون حساسا جدا اتجاه عنصر المخاطرة، وغالبا ما نجد هذا الصنف في كبار السن وذوي الدخل المحدود.
---	---	--

المصدر: من اعداد الباحث اعتمادا على (سليمان، 2019/2020، ص 27-28)

✓ **الأسس العلمية لاتخاذ القرار الاستثماري:** يفترض على متخذ القرار الاستثماري الرشيد أن يسلك في اتخاذ عذا القرار ما يعرف بالمدخل العلمي لاتخاذ القرار والذي يقوم عادة على خطوات محددة أبرزها مايلي: (كداوي، 2007، صفحة 12)

- تحديد الهدف الأساسي للاستثمار،
- تجميع المعلومات المناسبة لاتخاذ القرار،
- تحديد العوامل الملائمة ليتم من خلالها تحديد العوامل الأساسية أو المتحكمة في القرار،
- تقييم العوائد المتوقعة للبدائل الاستثمارية المتاحة،
- اختيار البديل الاستثماري المناسب للأهداف.

✓ **مراعاة العلاقة بين العائد والمخاطرة:** ترتبط القرارات الاستثمارية بعاملين رئيسيين هما العائد والمخاطرة، بحيث توجد علاقة طردية بينهما فكلما زاد العائد المتوقع من الاستثمار ارتفعت المخاطرة الناتجة عنه.

✚ تحليل الأوراق المالية لاتخاذ قرار الاستثمار

يعتمد المستثمر في تحليل وتقييم الأصول المالية من أجل اختيار الأوراق المالية المراد الاستثمار فيها على نوعين من التحاليل هما التحليل الأساسي والتحليل الفني، والذي يستطيع من خلالهما فحص العديد من البدائل الاستثمارية المتاحة والتي تساعده على اتخاذ القرارات المتعلقة بجيازة أو عدم جيازة تلك الأوراق المالية، وسنقوم من خلال هذا المطلب للتطرق الى هذين التحليلين.

أولا: التحليل الأساسي للأوراق المالية.

يهتم التحليل الأساسي بدراسة الظروف المحيطة بالمؤسسة سواء كانت هذه الظروف: ظروف اقتصادية عامة أو ظروف الصناعة التي تنتمي اليها المؤسسة أو ظروف خاصة بالشركة نفسها، وذلك بهدف الكشف عن معلومات قد تفيد في التنبؤ بما ستكون عليه الأرباح المتولدة عن أعمال المؤسسة والتي تعتبر محددًا للقيمة السوقية للسهم التي تصدره المؤسسة.

✓ **تحليل الظروف الاقتصادية العامة:**

يعد تحليل الظروف الاقتصادية العامة الخطوة الأولى في التحليل الأساسي، ويهتم هذا التحليل بدراسة متغيرات الاقتصاد الكلي للتنبؤ بالحالة الاقتصادية والوقوف على درجة تأثير ذلك على الاستثمار في سوق الأوراق المالية، وذلك من منطلق أن الظروف الاقتصادية الوطنية و حتى الدولية لها تأثيرات إيجابية أو سلبية على أداء الشركات، ويعتمد هذا التحليل على دراسة العديد من المتغيرات الاقتصادية التي يمكن أن تكون أساسا للتنبؤ بحركة الأسعار طالما يمكن اعتبار مؤشرات أسعار الأوراق المالية انعكاسا للظروف الاقتصادية المتوقع أن تسود مستقبلا، ومن أبرز تلك المتغيرات ما يلي:

- **السياسة المالية:** يقصد بالسياسة المالية وسائل تمويل الانفاق الحكومي، من أهم هذه الوسائل الضرائب، فإذا ما لجأت الحكومة الى تخفيض معدل الضريبة على الشركات فهذا سوف ينعكس إيجابا على صافي أرباحها مما سيترتب عليه ارتفاع أسعار الأسهم بصفة عامة، ولكن قد يؤثر سلبا على موازنة الدولة لأنه سيخفض من مواردها مما قد يضطر بالحكومة الى تمويل العجز عن طريق اصدار النقود وهو ما قد يتسبب بحدوث التضخم الذي سيؤدي الى انخفاض القيمة الحقيقية لتلك الأرباح، وهنا يأتي دور المحلل الأساسي الذي سيحاول التنبؤ بالتأثير النهائي المحتمل لقرار تخفيض الضريبة واذا ما كانت ستوجه الأسعار الى الأعلى أو الى الأدنى.
- **السياسة النقدية:** يقصد بالسياسة النقدية مدى سيطرة الحكومة على المعروض من النقود فان هذا يؤدي الى انخفاض أسعار الفائدة، الأمر الذي يشجع على الاستثمار في الأسهم وذلك على أساس أن الزيادة في المعروض من النقود يتبعها تحسن في مستوى أداء الاقتصاد واذا ما كان لزيادة المعروض من النقود تأثير إيجابي على أرباح الشركات، فان لها تأثير سلبي يتمثل في احتمال حدوث تضخم يؤدي بالنهاية الى زيادة الحد الأدنى للعائد الذي يطلبه المستثمر، وهنا تظهر أهمية التحليل الأساسي في الكشف عن التأثير الإيجابي السلبي لزيادة المعروض من النقود على الربحية أكثر من التأثير السلبي الإيجابي على معدل العائد على الاستثمار الناتج عن التضخم.
- **معدل التضخم:** من المفترض أن يكون للتقارير الشهرية عن معدل التضخم أثر على أسعار الأسهم، فالمعلومات عن ارتفاع غير متوقع في معدل التضخم من شأنها أن تترك أثرا سلبيا على أسعار الأسهم، وذلك لأن التقارير عن ارتفاع معدل التضخم تحمل في طياتها توقع المزيد من الزيادة في ذلك المعدل، وهو ما يعني ارتفاع في معدل العائد المطلوب وانخفاض في القيمة السوقية للأسهم.
- **حجم الإنتاج القومي:** يمكن أن يؤثر حجم الإنتاج القومي إيجابا أو سلبا على أسعار الأسهم، ويجب معرفة الاتجاه المحتمل للتأثير فالإعلان عن زيادة غير متوقعة في النشاط الاقتصادي يزيد من التفاؤل بشأن المستقبل مما يزيد من حركة التعامل على الأسهم ويؤدي ذلك الى ارتفاع أسعارها.
- **معدلات الفائدة:** تعتبر معدلات الفائدة احدى أهم المتغيرات المحددة لأسعار الأوراق المالية، فاتجاه معدلات الفائدة نحو الارتفاع سيدفع الكثير من المستثمرين الى بيع الأسهم والاتجاه نحو الاستثمار في سوق السندات للاستفادة من مزايا معدلات الفائدة المرتفعة، ويمكن أن يأخذ الأمر اتجاها عكسيا كلما انخفضت معدلات الفائدة، ومن جهة أخرى فالمستثمر في الأوراق المالية ذات العائد الثابت كالسندات عادة ما يحصل على فائدة ثابتة بحيث كلما ارتفع معدل الفائدة تكبد حملة السندات القائمة خسائر بافتراض أن السندات الجديدة ستصدر

بفائدة أعلى من الفائدة التي يحصل عليها المستثمرون من السندات القديمة، هذا الأمر سيؤدي الى انخفاض أسعار سنداتهم في البورصة و العكس صحيح في حالة انخفاض معدلات الفائدة.

- **الرواج والكساد الاقتصادي:** تؤثر الظروف التي يمر بها الاقتصاد تأثيراً متبايناً على القيمة السوقية للأسهم، ففي فترات الرواج الاقتصادي ونتيجة لتزايد الأرباح يرتفع معدل العائد على الأسهم مما يؤدي الى ارتفاع قيمتها السوقية، أما في حالة الكساد فسيحصل العكس، أما بالنسبة للسندات فيمكن النظر إليها على أنها في وضع أفضل من الأسهم في مثل هذه الظروف طالما أن إيراداتها ثابتة ومضمونة.
 - **أسعار الصرف:** تؤثر التقلبات في أسعار صرف العملات على القيم السوقية للأوراق المالية الصادرة من جهات كثيرة والمحرة بمختلف العملات، فقد يؤدي انخفاض قيمة الدولار الأمريكي وتوقع استمرار انخفاضه الى قيام حاملي الأوراق المالية المحرة بالدولار بطرح أوراقهم للبيع، بهدف تجنب ما قد يلحق بهم من خسائر نتيجة لانخفاض قيمة الدولار وهو ما يعرف بخسائر الصرف، وزيادة الأوراق المطروحة للبيع يؤدي الى انخفاضات متتالية في قيمتها التداولية، نظراً لاختلال التوازن بين الكميات المعروضة والمطلوبة منها.
 - **المتغيرات الدولية:** نظراً للترابط الاقتصادي بين الدول، أصبحت المعلومات المتاحة عن الأوضاع العالمية كتوترات محتمة بين الدول أو التغيرات السياسية والاجتماعية والاقتصادية في دولة ما تترك أثرها على اقتصاديات دول أخرى وعلى حركة التعامل في أسواقها المالية، فمثلاً تأثرت أسواق الأوراق المالية في العديد من الدول الرأسمالية بأزمات المواد الطاقوية وبالأحداث العالمية الأخرى كهجمات 11 سبتمبر في الولايات المتحدة الأمريكية، الأزمة المالية العالمية، أزمة جائحة كورونا كوفيد 19، الحرب الروسية الأوكرانية وغيرها من الأزمات الدولية.
- ومن خلال ما سبق يتضح تعدد العوامل الاقتصادية المؤثرة في سوق الأوراق المالية، وبالتالي يتوجب على المستثمر تحليل هذه العوامل ودراستها تحسباً لأي تغير قد يحدث وينعكس على أسعار الأوراق المالية.

✓ تحليل ظروف الصناعة:

وتمثل الخطوة الثانية في التحليل الأساسي، بحيث يمكن هذا التحليل المستثمر من اختيار القطاع الصناعي الذي يتوقع له الازدهار والنمو والربحية في ظل الظروف الاقتصادية العامة المنتظرة، كما أن تأثير هذه الأخيرة على مختلف القطاعات يكون بدرجات متفاوتة، وبالتالي وجب تحليل كل قطاع على حدة لمعرفة درجة تأثره بتلك الظروف، ويبدأ هذا التحليل بتحديد الأبعاد الأساسية للقطاع الى جانب تحليل ظروف القطاع اعتماداً على مجموعة الأدوات التحليلية:

- **الأبعاد الأساسية لتحليل ظروف القطاع:** يتركز هذا التحليل على تحديد السمات المميزة لكل صناعة، ويتم ذلك من خلال المتغيرات التالية:

- **حجم العرض والطلب على منتجات القطاع:** من المهم أن يتعرف المحلل على ما إذا كان الطلب على المنتجات الصناعة في تزايد أو تناقص أو ثابت، وكذلك معرفة ما إذا كانت الطاقة الإنتاجية للصناعة قادرة على تغطية أي زيادة محتملة في الطلب.
- **التحليل التاريخي للمبيعات والأرباح:** ان التحليل التاريخي للمبيعات والأرباح يساعد في التنبؤ بالمرحلة المستقبلية لدورة حياة الصناعة والوقوف على مدى قدرة استفادة الصناعة من فترات الازدهار

والرواج ومدى قدرتها كذلك على مواجهة فترات الكساد، ومن المقترح في هذا المجال أن يكون التحليل للمجالات التالية:

* التكاليف وخاصة تكاليف العمالة، وتكاليف المواد الخام، التكاليف الإدارية.

* إنتاجية العمل،

* معدل الزيادة في أسعار المنتجات،

* معدل دوران الأصول والذي يكشف عن القدرة على توليد المبيعات،

* نقطة التعادل وحجم الطلب والعرض.

● ظروف نمو المنافسة:

قد يتعرض أداء الشركات في القطاع الواحد من فترة إلى أخرى إلى هزات عنيفة لا تستطيع معه هذه الشركات من مواصلة نشاطها، ويمكن أن يرجع ذلك إلى دخول منافسين جدد ذوي كفاءة وقدرة على انتزاع جزء من الحصة السوقية للشركات القائمة، ويتوقع أن تصطدم الشركات في الدخول إلى قطاع أو صناعة ما بعدة حواجز منها:

* تميز منتجات الصناعة،

* مزايا مطلقة في التكاليف،

● طبيعة المنتج وتكنولوجيا الصناعة: على المحلل أن يحلل العلاقة بين حجم المنتج ونصيب المنتج من متوسط

دخل الفرد، ذلك لأنه غالبا ما تكون الصناعات التي تنمو بسرعة تستخدم حصة متزايدة من متوسط دخل الفرد مثل أجهزة الحاسوب وأجهزة الاتصالات التي يقوم الفرد باستبدالها بمجرد ظهور منتج جديد بتكنولوجيا عالية، كما أن طبيعة المنتج تحدد ما إذا كان المنتج يعتمد على العمالة أم على الآلات، فالصناعات التي تعتمد على الآلات يكون حجم مبيعات التعادل لها أعلى من الصناعات التي تعتمد على العمالة.

● تأثير التدخل الحكومي: يمكن أن تؤثر السياسات الاقتصادية الحكومية تأثيرا بالغ الأهمية على أنشطة القطاعات

في الاقتصاد الوطني، فإذا كان للتدخل الحكومي في شؤون الصناعة تأثير سلبي في بعض الأحيان كتحديد سقف مبيعات لتقلب أسعار السلع والخدمات، فإن هناك تدخل حكومي له آثار إيجابية كمنح المساعدات المالية، أو تقديم إعفاءات ضريبية أو فرض رسوم جمركية لتوفير الحماية للصناعات الوطنية.

● دورة حياة الصناعة:

يقصد بها تلك المرحلة الزمنية التي يمر بها المنتج أو الصناعة في السوق، وتعد هذه الدورة من الأساليب المستعملة في تحليل الماضي والتنبؤ بمستقبل الصناعة، ومن المتعارف عليه أن دورة حياة الصناعة تمر على الأقل بأربع مراحل هي: مرحلة الظهور، ثم مرحلة النمو السريع، ثم مرحلة النضج وأخيرا مرحلة الاستقرار أو التدهور، إن تحليل دورة حياة الصناعة من شأنه أن يوفر مسحا شاملا تتضح من خلاله الصناعات القوية والصناعات الهشة، ويمكن أيضا للمستثمر أو المحلل من تصنيف الصناعات وفقا للمرحلة التي تمر بها، مما يسمح له بإعداد استراتيجية استثمارية تأخذ بعين الاعتبار معياري العائد والمخاطرة ونوع الصناعة التي ينبغي الاستثمار فيها.

- **التنبؤ بالطلب على منتجات الصناعة:** يقوم المحلل بتحليل الطلب الفعلي لمنتجات الصناعة بهدف الوقوف على العوامل المؤثرة في ذلك الطلب (المتغيرات المستقلة) والتي تعد الأساس التي تعتمد عليه في التنبؤ بمبيعات الصناعة (المتغير التابع)، ومن الأساليب الشائعة في التنبؤ تحليل الانحدار المتعدد والذي يقضي أولاً إيجاد العلاقة التاريخية بين حجم مبيعات الصناعة (المتغير التابع) وبين العوامل المؤثرة فيه (المتغيرات المستقلة).
- **التنبؤ بمعدلات نمو الربحية:** ينبغي هنا توفر بيانات تاريخية عن ربحية الصناعة ثم صياغتها في رسم بياني أو معالجتها من خلال تحليل الانحدار بشكل ييسر عملية التنبؤ بما سيكون عليه معدل نمو الربحية في المستقبل (سعيد، 2019/2018، صفحة 95)

من خلال ما سبق يتضح مدى أهمية تحليل الصناعة بالنسبة للمستثمر، بحيث يمكن هذا التحليل من انتقاء الصناعات الواعدة لتكون مجالاً للبحث على أفضل الشركات في هذا النوع من الصناعة من خلال تحليل ظروف الشركة.

✓ تحليل ظروف الشركة:

بعد قيام المحلل بدراسة الظروف المحيطة بالصناعة أو عدة صناعات، يفترض أنه عند هذه النقطة بإمكانه اختيار المؤسسة أو عدة مؤسسات التي يستثمر فيها أمواله وذلك بعد تحليل ظروف المؤسسة من خلال تحليل وضعيتها المالية ومقارنتها بأوضاع باقي المؤسسات للوصول إلى القيمة الحقيقية لأوراقها المالية ومقارنتها مع قيمتها السوقية لاتخاذ القرار الاستثماري السليم.

يتم تحليل المؤسسة على مستويين هما

- **تحليل الوضع المالي التاريخي:** ويتم ذلك من خلال القيام بتحليل القوائم المالية التاريخية التي تشمل الميزانية وقائمة الدخل وقائمة التدفقات النقدية وقائمة التغير في رؤوس الأموال بالإضافة إلى تحليل الأوراق المالية للمؤسسة وهذا حتى تتمكن من معرفة نقاط القوة والضعف التي تميز نشاط المؤسسة.

- **تحليل القوائم المالية:** ويتم ذلك باستخدام عدة أدوات تحليلية من أهمها القوائم المالية المقارنة والنسب والمؤشرات المالية كما يلي:

* **تحليل القوائم المالية المقارنة:** يهدف هذا التحليل إلى الكشف عن التطورات التي تحدث في العناصر أو البنود الخاصة بالقوائم المالية خلال فترة زمنية معينة عادة ما تكون عاماً، فالميزانية العمومية المقارنة مثلاً تمثل القائمة التي تتضمن بنود ميزانيتين عموميتين في عامين ماليين متتاليين لنفس المؤسسة، أو مقارنة بنود ميزانية مؤسسة ما مع مؤسسة أخرى، أو متوسط القطاع أو الصناعة التي تنتمي إليها المؤسسة المدروسة، وينبغي على المستثمر الاهتمام بالمتغيرات الجوهرية التي طرأت على بنود القوائم المالية، لمعرفة إذا كانت تلك التغيرات تمثل اتجاهها أم أنها تغيرات طارئة.

* تحليل النسب المالية:

تعتبر النسب والمؤشرات المالية من بين أهم أدوات التحليل المالي للقوائم المالية، ويتضمن تحليل النسب المالية قياس ومقارنة النسب التي يتم اشتقاقها من المعلومات الواردة في القوائم المالية للمؤسسات لتحديد العلاقة بين البنود المكونة لهذه القوائم في لحظة زمنية معينة، وتفيد النسب المالية في استنباط الحقائق والمؤشرات عن الوضع المالي للمؤسسة ودرجة جاذبيتها الاستثمارية، ويمكن أن تستخدم النسب أيضاً على المستوى القطاعي لمقارنة المؤسسات التي تعمل

في نفس القطاع، وبالتالي الحكم على الشركات الجيدة وتلك المتعثرة، وتكمن أهمية النسب في تحليل أسباب وسلوك التغير الذي يحصل في مستوياتها عبر الزمن، ويفضل عند تحليل الوضع المالي للمؤسسة الاعتماد على عدة نسب لتكوين صورة واضحة عن مدى سلامة الوضع المالي، ومن بين أبرز وأهم النسب التي تستخدم لدراسة الوضع المالي نجد نسب السيولة، نسب الربحية، نسب النشاط، نسب الهيكل المالي والتغطية .

- تحليل السهم وربحيته:

بعد قيام المحلل بتحليل القوائم المالية، يسعى بعدها الى تحليل ربحية السهم والبحث عن التغيير في ربحية المؤسسة في السنوات السابقة، وكذا معدل نمو ربحية السهم، لأن النمو في تلك الربحية عادة ما يصاحبه زيادة فيما يحصل عليه حامل السهم من توزيعات، وعلى المستثمر أن يركز اهتمامه على النمو الدائم في ربحية السهم.

- تحليل المخاطر:

ويتم من خلال هذا التحليل معرفة حجم مخاطر النشاط والمخاطر المالية التي تتعرض لها المؤسسة وإمكانية التعرف على حجم المخاطر التي يتعرض لها حملة الأسهم في هذه المؤسسة.

✓ التنبؤ بالوضع المستقبلي للمؤسسة: بعد القيام بتحليل الوضع المالي التاريخي لظروف المؤسسة، يتمكن المحلل الأساسي من التنبؤ بالوضع المستقبلية لها وذلك من خلال الوقوف على النقاط التالية:

● **تحديد استراتيجية المؤسسة بخصوص المنافسة:** بعد تحديد هيكل المنافسة التي تحيط بالمؤسسة يقوم المحلل على ضوء ذلك بتحديد الاستراتيجية التي تتبعها المؤسسة، وفي هذا الصدد يوجد نوعين من الاستراتيجيات هما:

- **الاستراتيجية الدفاعية:** تهدف هذه الدراسة الى وضع المؤسسة في موقف يجعلها تستفيد من قدراتها وامكانياتها في إيجاد أفضل الطرق للابتعاد عن التأثيرات السلبية للقوى التنافسية.

- **الاستراتيجية الهجومية:** تقوم المؤسسة من خلالها باستغلال امكانياتها ونقاط القوة لديها للتأثير على القوى المنافسة لها.

● تحليل الفرص والتهديدات ونقاط القوة والضعف:

يقوم المحلل بتقييم استراتيجية المؤسسة لاستغلال نقاط القوة أو التخلص من نقاط الضعف، من خلال دراسة عناصر البيئة الداخلية للمؤسسة: الموارد المالية والبشرية المتاحة، قوة الإدارة...، ومن التهديدات والفرص بدراسة عناصر البيئة الخارجية للمؤسسة: المنافسون، التطور التكنولوجي، القيود الحكومية وغيرها.

● **التنبؤ بالمبيعات:** يمكن للمحلل استخدام عدة أساليب للتنبؤ بالمبيعات منها البيانات المتراكمة عن المبيعات السابقة، الاعتماد على خبرة مندوبي البيع، مرونة الطلب السعرية، كما يمكن استعمال أساليب إحصائية مثل الانحدار البسيط أو المتعدد.

● اعداد القوائم المالية التقديرية:

ويتم ذلك انطلاقا من القوائم المالية الماضية والحالية، وهذا اما عن طريق استخدام الانحدار البسيط أو المتعدد، أو التنبؤ بكل بند من البنود كنسبة من المبيعات المقدره، وهذا خاص بالبنود التي ترتبط بالمبيعات، أما البنود التي لا تتعلق بالمبيعات فتبقى على حالها.

- تحليل المركز المالي المستقبلي: بعد قيام المحلل بإعداد القوائم المالية التقديرية، يقوم بتحليل على ضوءها وهذا بغرض الوقوف على إمكانيات المؤسسة المستقبلية، وبالتالي إمكانيات أوراقها المالية وهذا باستعمال القوائم المالية المقارنة والنسب المالية.

ثانيا: التحليل الفني للأوراق المالية

يختلف التحليل الفني عن التحليل الأساسي، فهو لا يركز على مسألة تحديد القيمة الحقيقية للورقة المالية ومن تم فهو لا يهتم بتجميع أو تحليل أي بيانات أو معلومات متاحة، وذلك لأن اهتمامه ينصب أساسا على تتبع حركة الأسعار في الماضي، على أمل اكتشاف نمط لتلك الحركة يمكن من خلاله تحديد التوقيت السليم لاتخاذ القرار الاستثماري، فحركة الأسعار في الماضي تعد مؤشر يعتمد عليه في التنبؤ بحركة الأسعار في المستقبل، هذا يعني أن التحليل الفني يقوم على أساس أن السوق ليس كفاء، وأن أسعار الأوراق المالية لا تسيير باتجاهها وفقا لما يطلق عليه بالحركة العشوائية التي تعتبر المعيار اللازم لكفاءة السوق. ' (الزبيدي، 2001، صفحة 81).

يرتكز التحليل الفني على أساس رياضي وإحصائي صلب، فهو تحليل للأرقام على عدد محدود من المعلومات الخاصة بكل سوق والمعلنة للكافة أبرزها: أعلى وأدنى سعر، سعر الإنتاج وسعر الاقفال وحجم التداول، وهو بذلك يعين المتابع والمراقب لأي سوق مالية نشطة في بناء التوقعات لحركة الأسعار المستقبلية، ورسم السياسات الخاصة بالمضاربة والاستثمار دون أن يكون لديه بالضرورة أي خلفية معلوماتية أو معرفة بالأساسيات الخاصة بالسهم أو السلعة موضوع التداول، وذلك تأسيسا على أن الأسعار ذاتها لها حياة خاصة بما مستقلة بنفسها. ويمكن تلخيص أهم الأسس التي يعتمد عليها التحليل الفني كما يلي:

- ✓ سعر السهم بالسوق يتحدد في ضوء تفاعل قوى الطلب والعرض.
 - ✓ ان العرض والطلب تحكمه عوامل متعددة بعضها رشيد والآخر غير رشيد، من تلك العوامل ما يدخل في نطاق اهتمام التحليل الأساسي ومن بينها ما يتعد عن ذلك كمزاج المستثمرين والتخمينات وما شابه ذلك.
 - ✓ الأسعار تتحرك في اتجاهات ومسارات معينة، وهي تميل الى الاستمرار في نفس الاتجاه لفترات طويلة نسبيا، بالرغم من احتمال تقلبها بشكل طفيف من وقت لآخر.
 - ✓ يؤدي التغيير في علاقة العرض والطلب الى تغيير في اتجاه الأسعار، كما يمكن ملاحظة التغيرات مهما كانت الفترة الزمنية في حركة السوق دون الحاجة الى معرفة أسباب ذلك.
 - ✓ يعطي السوق وزنا لكل متغير من المتغيرات التي تحكم العرض والطلب.
- ومن أكثر أدوات التحليل الفني شيوعا، والتي تمكن المستثمر من تحديد السهم الذي يجب بيعه أو شراؤه، وكطلك التوقيت الزمني لذلك التصرف هو ما يعرف ب "الخراط"، وعلى ضوء ما تصوره هذه الخراط من حركة لأسعار الأسهم يمكن من خلالها التنبؤ بسعر السهم في المستقبل، فمن أبرز خراط التحليل الفني استخداما وشيوعا نجد خراط تحليل القوة النسبية للأوراق المالية وكذا خريطة قمة الرأس والأكتاف والذي على ضوءها يتصرف المستثمر الرشيد بقراره الاستثماري.

المطلب الثالث: تحليل حساسية سلوكيات المستثمر وعلاقتها بالأسواق المالية للدول العربية وبعض من الدول المتقدمة خلال الفترة (2010-2024)

سنحاول في هذا المطلب تحليل حساسية سلوكيات المستثمر وعلاقتها بالأسواق المالية للدول العربية وبعض من الدول المتقدمة وذلك من خلال اختبار ومعرفة طبيعة العلاقة القائمة بين المؤشرات حجم التداول، القيمة السوقية ومؤشر السوق لهذه الدول خلال الفترة (2010-2024) بالاعتماد على معطيات الجداول التالية:

جدول رقم (08): تغيرات حجم التداول للدول العربية وبعض الدول المتقدمة خلال الفترة (2010-2024)

السوق	-2010	-2011	-2012	-2013	-2014	-2015	-2016	-2017	-2018	-2019	-2020	-2021	-2022	-2023	-2024
الولايات المتحدة	-10%	19%	29%	10%	-5%	9%	18%	-5%	98%	-48%	35%	19,70%	8%	6%	
اليابان	729%	25%	30%	-10%	-1%	0%	32%	-22%	12%	-7%	10%	13,80%	5,90%	20,10%	
ألمانيا	-19%	16%	27%	-9%	0%	-1%	34%	-14%	14%	-24%	47%	6,90%	5,10%	4,10%	
فرنسا	-13%	5%	2%	24%	12%	1%	26%	-15%	31%	0%	-2%	4,10%	2,70%	3%	
الدول العربية	-11%	5%	16%	13%	-11%	4%	2%	6%	162%	2%	18%	10%	1%	18%	

المصدر: من اعداد الباحث اعتمادا على التقارير السنوية للأسواق المالية المدروسة.

الشكل رقم (02): التمثيل البياني لتغيرات حجم التداول للدول العربية وبعض الدول المتقدمة خلال الفترة (2010-2024)



المصدر: من اعداد الباحث اعتمادا على تطبيق Microsoft Excel 2016

من خلال تتبع مستوى التغيرات في حجم التداول من خلال الشكل رقم (02) أعلاه لكل سنتين بين الدول العربية وبعض من الدول المتقدمة حيث نلاحظ أن هناك انسجام في طبيعة التغير في حجم التداول واختلاف في معظم الفترات كما هناك تطابق في بعض الفترات، حيث شهد التغير في حجم التداول لكل من الدول العربية والدول المتقدمة انخفاض بين الفترتين 2010-2011 و 2011-2012، ان أكبر تغير في حجم التداول سجلته الدول العربية خلال الفترات 2012-2013، 2013-2014، 2018-2019 و 2022-2023، كما واكبت الدول المتطورة هذا التغير الإيجابي ولكن بقيم ضئيلة عكس الدول العربية ، وتأثرت الدول العربية

على غرار الدول المتقدمة بتداعيات أزمة جائحة كورونا حيث عرفت انخفاضاً كبيراً في حجم التداول خلال 2020، لكن بعدها شهد التغيير في حجم التداول تحسناً في كل الدول المتطورة بالإضافة إلى الدول العربية التي عرفت قفزة نوعية خلال الفترة 2022-2023، ولكن الملاحظ أن الانخفاض الذي شهدته أسواق الأوراق المالية العربية لم يرقق الأزمة في بديتها بل مع مرور فترة بعد تأثر أسواق الأوراق المالية المتقدمة حيز الدراسة و عليه يمكن القول أن سلوك المستثمرين في أسواق الأوراق المالية العربية ليس سريعة التحفيز مثل السلوك المستثمرين لدول المتقدمة حيز الدراسة، وهذا لطبيعة العوامل الخاصة بكل سوق و كذا سرعة وصول المعلومات و الانسياق التابع من طرف المتعاملين في هذه الأسواق لتداول الأدوات المالية المدرجة في السوق ، و الذي يتباين مع طبيعة المتعاملين في الأسواق العربية من حيث الوعي و طريقة التفاعل في هذه الأسواق، و يمكن تأكيد هذا من ملاحظة حجم التداول أثناء أزمة كورونا الذي انخفض في الدول المتقدمة و العربية بشكل متأخر عن نظيرتها من الدول المتقدمة.

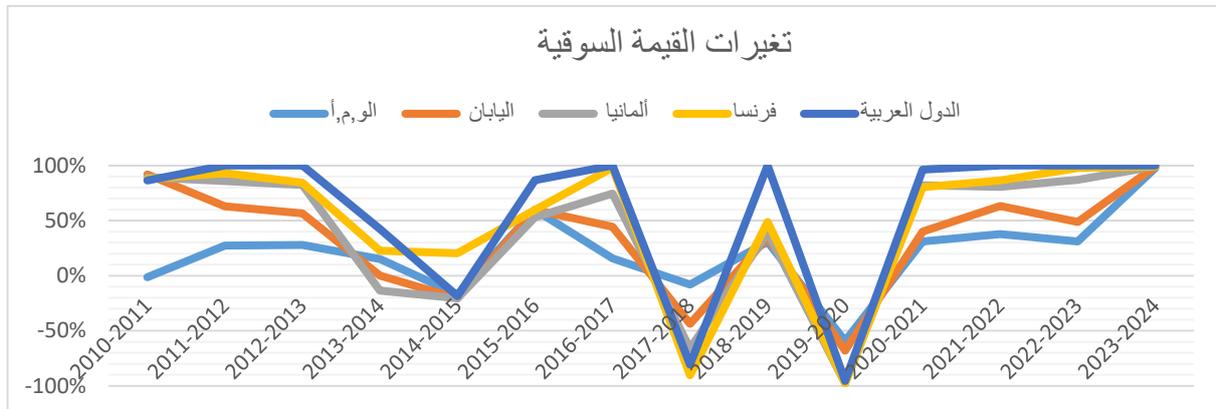
جدول رقم (09): تغيرات القيمة السوقية للدول العربية وبعض الدول المتقدمة خلال الفترة (2010-2024)

السوق	-2010 2011	-2011 2012	-2012 2013	-2013 2014	-2014 2015	-2015 2016	-2016 2017	-2017 2018	-2018 2019	-2019 2020	-2020 2021	-2021 2022	-2022 2023	-2023 2024
اليوم، أ	-10%	19%	29%	10%	-5%	9%	18%	-5%	98%	-48%	35%	28%	12,80%	23,50%
اليابان	729%	25%	30%	-10%	-1%	0%	32%	-22%	1 2%	-7%	10%	19%	7,20%	26,20%
ألمانيا	-19%	16%	27%	-9%	0%	-1%	34%	-14%	14%	-24%	47%	13%	5,80%	3,20%
فرنسا	-13%	5%	2%	24%	12%	1%	26%	-15%	31%	0%	-2%	4,20%	4,30%	2,90%
الدول العربية	-11%	5%	16%	13%	-11%	4%	2%	6%	162%	2%	18%	10%	1%	18%

المصدر: من اعداد الباحث اعتماداً على التقارير السنوية للأسواق المالية المدروسة.

يمثل الشكل (03) تطور تغير القيمة السوقية في الدول العربية وبعض الدول المتطورة، حيث يتبين أن هناك تناسق في بعض الفترات في مستوى التغيير واختلاف في طبيعة التغيير في بعض الفترات فنجد أن القيمة السوقية تنخفض وترتفع في الدول العربية وبالمقابل كذلك تنخفض وترتفع في الدول المتقدمة، فمن خلال الشكل البياني يتضح أن القيمة السوقية حققت ذروة خاصة في الدول العربية وفرنسا وحتى ألمانيا خلال الفترتين 2016-2017 و 2018-2019 وواكبت الدول الأخرى هذه الذروة بمستوى أقل، كما عرفت هذه الدول انخفاضاً شديداً حققته خلال جائحة كورونا خلال الفترة 2019-2020 مما أدى إلى انخفاض في حجم المبيعات في الدول المتطورة على غرار الدول العربية التي شهدت هي الأخرى هذا الانخفاض ، فسلوك المستثمرين في هذه الدول لاسيما العربية منها لم تشهد التحفيز السريع الذي يساهم في مرونة أسواقها المالية وكذا طبيعة تفاعل المستخدمين مثل الدول المتقدمة حيز الدراسة، والسبب كان واضحاً نتيجة توقف جل الشركات المدرجة في أسواق الدول المتطورة محل الدراسة والدول العربية، ولكن سرعان ما تداركت هذه الأسواق استعادة نشاطها مما أدى إلى ارتفاع القيمة السوقية أكبر من المستويات المعتادة سواء للدول العربية أو الدول المتقدمة خاصة خلال الفترة 2023-2024 .

الشكل رقم (03): التمثيل البياني لتغيرات القيمة السوقية للدول العربية وبعض الدول المتقدمة خلال الفترة (2010-2024)



المصدر: من اعداد الباحث اعتمادا على تطبيق Microsoft Excel 2016

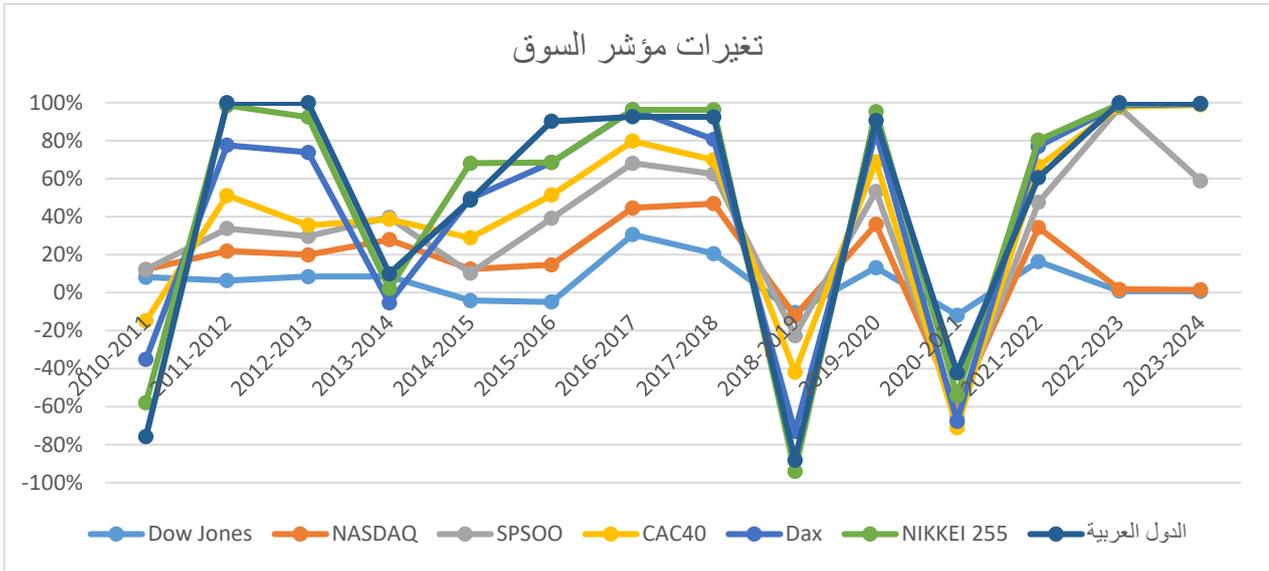
لتحديد مطابقة التغير في مؤشر السوق للدول العربية والدول المتطورة تمت الاستعانة بالتمثيل البياني في الشكل رقم (04)، حيث يتبين من الشكل أن هناك تماثل في طبيعة التغير الحادثة في التغير في مؤشر السوق خلال جل الفترات بمعنى ارتفاع في الدول العربية صاحبه ارتفاع في الدول المتقدمة وانخفاض في السنوات الأخرى، الا أن هذا التغير عرف تباينا سواء في الدول العربية أم الدول المتقدمة خلال بعض الفترات بحيث شهدت الدول العربية انخفاضا بينما عرفت معظم الدول المتطورة ارتفاعا طفيفا في الفترة 2013-2014، وكذلك شهدت فترة أزمة كورونا تأثرا واضحا لمؤشر السوق حيث انخفض بوتيرة سريعة جدا في جل الدول العربية وكذا الدول المتقدمة وذلك خلال الفترة 2020-2021، ولكن تم استدراك هذا الانخفاض في معظم الدول العربية والدول المتطورة محل الدراسة خلال الفترة 2021-2022 ليستمر بعدها هذا المؤشر في التطور أين بلغ ذروته خلال فترة 2022-2023.

جدول رقم (10): تغيرات مؤشر السوق للدول العربية وبعض الدول المتقدمة خلال الفترة (2010-2024)

السوق	2010-2011	2011-2012	2012-2013	2013-2014	2014-2015	2015-2016	2016-2017	2017-2018	2018-2019	2019-2020	2020-2021	2021-2022	2022-2023	2023-2024
Dow Jones	6%	7%	26%	8%	-2%	-2%	13%	25%	-6%	22%	-14%	25%	24,23%	23,21%
NASDAQ	3%	17%	35%	18%	8%	8%	6%	32%	-1%	38%	-57%	27%	26,33%	25,35%
SPSOO	0%	13%	30%	11%	10%	10%	10%	19%	-6%	29%	-6%	32%	28,24%	19,22%
CAC40	-20%	19%	18%	-1%	9%	9%	5%	9%	-11%	26%	-7%	29%	16,52	13,36%
Dax	-15%	29%	118%	-41%	7%	7%	7%	13%	-18%	26%	4%	16%	20,31%	18,75%
NIKKEI 255	-17%	23%	57%	7%	9%	9%	0%	19%	-12%	18%	16%	5%	16,25%	14,46%
الدول العربية	-13%	2%	23%	7%	-9%	-9%	-2%	-5%	3%	-8%	14%	-30%	23%	-8%

المصدر: من اعداد الباحث اعتمادا على التقارير السنوية للأسواق المالية المدروسة.

الشكل رقم (04): التمثيل البياني لتغيرات مؤشر السوق للدول العربية وبعض الدول المتقدمة خلال الفترة (2010-2024)



المصدر: من اعداد الباحث اعتمادا على تطبيق Microsoft Excel 2016

خلاصة الفصل:

خلال العقود القليلة الماضية أثبت التمويل السلوكي أهميته في فهم السلوك المرصود، حيث كان التشكيك في أسعار السوق شبيهاً بالهرطقة، اليوم يجب أن يدرك الباحثون أن الانحرافات المستمرة عن التنبؤات النظرية تفيدي في شرح العوامل السلوكية والمؤثرة عند اتخاذ الناس للقرارات الاستثمارية.

ان عملية اتخاذ القرارات الاستثمارية في الواقع العملي هي معقدة وتخضع للعديد من العوامل والمؤثرات، ففهم العوامل والتحييزات النفسية التي تؤثر على صنع القرار الاستثماري من شأنها مساعدة المستثمرين، المستشارين الماليين ومختلف الممارسين في تحسين قراراتهم الاستثمارية وتقبل النصائح والنظر في مختلف البدائل بموضوعية وحيادية.

فالتمويل السلوكي أضحي اليوم من المجالات الرائدة خاصة في البحوث الأكاديمية، فالتحييزات السلوكية (الثقة المفرطة، النفور من الخسارة، سلوك القطيع، النفور من الندم.....الخ) تثبت تأثيرها على عملية صنع القرار وعلى سلوك المستثمر، ان حدوث هذه التحييزات لعدد كبير من المستثمرين يمكن أن يؤثر على الأسعار وبالتالي نقص كفاءة السوق، وبالنسبة للمستثمر العقلاني ماهي الا فرصة لتحقيق أرباح خاصة والتفوق على السوق والذي يؤدي بالضرورة الى اتخاذ القرار الاستثماري الرشيد والسليم

الفصل الثاني

تمهيد:

تحتل سوق الأوراق المالية العربية باهتمام بالغ كغيرها من الأسواق المالية على حد سواء، لكن التغيرات والأحداث التي شهدتها أثرت على القيم السوقية وأحجام التداول لأسهم الشركات الناشطة فيها، الأمر الذي دفع بالجهات القائمة على هذه الأسواق بمحشد مختلف المدخرات الوطنية وتوجيهها في قنوات استثمارية تعمل على دعم الاقتصاد القومي وتزيد من معدلات الرفاه للأفراد وذلك من خلال الجمع بين البائعين والمشتريين لنوع معين من الأوراق المالية، وكذا زيادة مستوى الإفصاح والشفافية للشركات الناشطة فيها لتمكين المستثمرين من المعلومات الكافية التي تسمح لهم اتخاذ القرارات الاستثمارية السليمة.

ان للسلوك الإنساني عموما والسلوك الاستثماري خصوصا دورا فعالا ومهما في عملية اتخاذ القرار الاستثماري فتوفير المناخ الاستثماري الملائم يسهم في تعزيز ثقة المستثمر العقلاني في سوق الأوراق المالية لاسيما العربية منها، فمن خلال هذا الفصل سوف نتطرق الى دراسة أداء سوق الأوراق المالية لجل الدول العربية في ظل التحيزات والمخاوف لدى المستثمرين وفهم الأسباب الحقيقية المؤدية الى التشوهات السعرية وانحراف القيم السوقية وكذا أحجام التداول عن مستوياتها في سوق الأوراق المالية العربية خلال الفترة 2000-2024، ومعرفة أهم الأحداث التي أثرت على كل من القيمة السوقية وكذا حجم تداول الأسهم في هذه السوق وتقلبات مؤشرات الأسعار فيها، بالإضافة الى وصف انعكاس الأحداث والأزمات المتزامنة مع تلك الفترة وانعكاساتها على قرارات المستثمرين في السوق.

المبحث الأول: واقع سوق الأوراق المالية والقرارات الاستثمارية في الدول العربية

تكثسي أسواق الأوراق المالية العربية أهمية بالغة في مجال الاستثمار وتهدف لتحقيق عوائد مالية معتبرة ، ما يقتضي توفر قدرًا كافيًا من المعلومات حول الأوراق المالية المتداولة حتى تتصف هذه الأسواق بالكفاءة ، كون أن الأسعار تتأثر بالبيانات والمعلومات حول ظروف السوق والشركة المصدرة ، ويستعين المستثمرون بالمؤشرات كونها تعطي فكرة سريعة عن مستوى أسعار الأوراق المالية المتداولة في السوق بشكل مستمر ، نظرا لقدرتها على الحكم على أداء المديرين وأداة لتقدير مخاطر الاستثمار في هذه الأوراق، وعلى ضوء هذا سنحاول توضيح دور المؤشرات كأداة قياس لأداء أسواق الأوراق المالية العربية في تحديد مستوى الكفاءة وتحليل المعطيات.

المطلب الأول: نبذة تاريخية عن أسواق الأوراق المالية العربية

شهدت الدول العربية في السنوات الأخيرة انشاء العديد من أسواق أوراقها المالية وتطبيق برامج عديدة للإصلاح والتحديات لها، سعيا من السلطات القائمة على ادارتها من مواكبة أسواقها للتطورات التي تعرفها مختلف أسواق الأوراق المالية الدولية، بغية البحث عن سبل واليات لتعزيز كفاءة أسواق أوراقها المالية وتنشيط أدائها بالمستوى المطلوب.

أولاً: عوامل نشأة أسواق الأوراق المالية العربية

أدركت الدول العربية أنه من الضروري انشاء أسواق الأوراق المالية والعمل على تطويرها من أجل الارتقاء الى مكانة الأسواق المالية العالمية ذات السرعة والتكنولوجيا العالية في أداء خدماتها فمن أبرز العوامل التي شجعتها على ذلك ما يلي:

✓ اخفاق وفشل سياسات الاقتراض الخارجي والاستدانة في حل المشاكل المالية المرتبطة بتكوين رأس المال والنمو الاقتصادي، وهذا راجع الى ما عرفته النتيجة المالية خلال فترة الستينات والسبعينات والتي اعتمدت بشكل كبير على الضرائب لزيادة الواردات، وكذا تماشي سياسة الانفاق المشاريع والبنى التحتية مع الإمكانيات الاقتصادية أذاك مما جعلها تتبنى سياسات هادفة الى تشجيع الادخارات المحلية الخاصة عن طريق توجيهها نحو الأسواق المالية التي عملت على رعايتها وتنظيمها. (هبة و أحمد علي، 2015، الصفحات 72-73)

✓ ارتفاع أهمية التجارة الخارجية وحركة رؤوس الأموال والموارد البشرية وأسعار الصرف، وكذا تعاظم السيولة في الدول المصدرة للبتترول الخام نتيجة تزايد الانفتاح على الاقتصاد الدولي.

✓ دعم توجهات القطاع الخاص وتوكيد دوره من خلال قرارات الخصخصة وتعديل أو اصدار التشريعات المتعلقة بتحرير التبادل في كافة الأسواق وانشاء شركات المساهمة. (هوشيار، 2009، صفحة 299)

✓ تنامي القوة الشرائية والتوسع النقدي، والذي رافقه ازدياد الاهتمام بالعلاقات الاقتصادية والنقدية، مما أدى الى التفتت وانتباه العديد من المواطنين والمدخرين الى أسواق الأوراق المالية والأدوات المالية التي تستخدم فيها، نظرا للنجاحات التي حققتها بعض النماذج والتي ارتكزت على أسواق الأوراق المالية في تحقيق تنميتها كالبرازيل، الهند، سنغافورة والصين.

ثانياً: نشأة أسواق الأوراق المالية العربية

عرفت بداية السبعينات من القرن الماضي بتشكيل ما يعرف بأسواق الأوراق المالية للدول العربية الحديثة العهد بإنشاء البورصة المصرية وذلك من خلال جملة من التحولات الهيكلية التي شملت العديد من المجالات والتي تهدف في معظمها الى الاعتماد على السوق لسد

احتياجاتها التمويلية، فبالرغم من الجهود التي بذلتها هذه الدول العربية لتطوير أسواقها، إلا أنها لم تكنسب بعد سمات الأسواق المتطورة ولقد اختلفت ظروف تأسيس هاته الأسواق كما يلي:

سوق البحرين للأوراق المالية: تسعى سوق البحرين للأوراق المالية لأن تصبح سوقا مالية إقليمية، ذات أصول متعددة وتهدف الى طرح خدمات مبتكرة للمتعاملين، يعود تأسيسها بموجب القانون رقم 4 لعام 1987 والخاص بإنشاء وتنظيم سوقا للأوراق المالية حيث بدأ التداول الرسمي في السوق بتاريخ 17 جوان 1989، أين أصبحت سوق البحرين للأوراق المالية تتمتع بالشخصية الاعتبارية المستقلة بما يساعدها على تسيير أعمالها لتحقيق الهدف من تنظيمها على الوجه الأمثل وذلك في نطاق الأنظمة و القوانين ذات العلاقة بأعمال السوق بتطبيق نظام التداول الالكتروني و تنوعت بما الأدوات المتداولة لتشمل الأسهم الممتازة، السندات و الصكوك الإسلامية عام 1999. (عيسى، 2015-2016، صفحة 123)

سوق السعودية للأوراق المالية: تعد سوق الأوراق المالية السعودية من أهم أسواق الأوراق المالية العربية من حيث حجم التداول، عدد الشركات المدرجة، توزيع المنتجات المالية وكذا من حيث تطوير القوانين والتشريعات فيها فهي تعتبر سوقا للأسهم فقط، وقد صدر المرسوم المتعلق بتنظيم التداول في نوفمبر 1984، حيث تقوم البنوك المحلية بالتنسيق مع البنك السعودي بإدارة هذه السوق و القيام بعمليات التسوية ونقل الملكية، وقد بدأ العمل بنظام التداول الالكتروني المنظور "تداول" عام 1990، وفي 31 أبريل 2001 صدر القانون الهادف لتنظيم سوق السعودية و تفعيل نشاطها.

سوق الكويت للأوراق المالية: تعتبر سوق الأوراق المالية في الكويت من أقدم الأسواق في الخليج العربي، حيث عرفت السوق تطورا تدريجيا بداية بانتشار مكاتب السمسرة، إلا أن صدر في أوت عام 1971 قرار وزير التجارة و الصناعة (القرار رقم 10) بشأن تنظيم تداول الأوراق المالية الخاصة بالشركات المساهمة الكويتي، وفي فيفري 1972 تم افتتاح أول مقر للسوق بمدينة الكويت وبعده القرار الصادر عن وزير التجارة و الصناعة في نوفمبر 1976 الخاص بإعادة تنظيم تداول الأوراق المالية الخاصة بشركات المساهمة الكويتية، وفي أبريل من عام 1977 تم افتتاح سوق الأوراق المالية بالكويت و التي سميت بسوق الكويت للأوراق المالية وقد تم تطويرها وتجهيزها بمختلف الوسائل التقنية الحديثة. (أمال، 2023/2022، الصفحات 5-7)

سوق عمان للأوراق المالية (الأردن): دعت الضرورة الى انشاء سوق منظمة للتداول بموجب القانون رقم 23 الصادر عام 1997 (قانون الأوراق المالية)، و الذي قام بالتمييز بين ثلاثة مؤسسات أساسية تتمتع بالاستقلال المالي و الإداري للقيام بالتنظيم، التوجيه، الرقابة و توثيق التبادلات في الأوراق المالية وهي: هيئة الأوراق المالية، مركز إيداع الأوراق المالية و سوق الأوراق المالية (بورصة عمان) التي تأسست في 11 مارس 1999 كمؤسسة مستقلة، تنفرد بممارسة التعامل بالأوراق المالية كسوق نظامية و لا تهدف الى تحقيق الربح، وهي تضم الوسطاء الماليين كأعضاء، ثلاثة منهم يمثلون شركات الخدمات المالية كوسطاء ماليين و عضوان يمثلان البنوك و عضوين تعينهما هيئة الأوراق المالية من ذوي الخبرة القانونية و المالية، حيث تلتزم سوق الأوراق المالية بتوفير مبادئ العدالة و الكفاءة، الشفافية و السيولة، و توفير بيئة امنة لتداول الأوراق المالية لزيادة الثقة بالسوق و خدمة الاقتصاد الوطني.

سوق الامارات للأوراق المالية: شكلت سوق الأوراق المالية في الامارات عددا من شركات المساهمة في بداية الستينات حيث بدأ التعامل فيها من خلال سوق غير منظمة والتي أدت الى حدوث اختلالات كبيرة نتيجة غياب الية جديدة لتحديد الأسعار و انعدام الشفافية و الإفصاح و كذا انعدام الرقابة على مكاتب الوسطاء، و مع ظهور العديد من شركات المساهمة و زيادة الوعي الاستثماري و صدور القانون الاتحادي رقم 4 في جانفي 2000 و الخاص بمهيئة و سوق الامارات للأوراق المالية، بحيث تبع ذلك انطلاق سوق دبي المالي في 26 مارس 2000 و كذا صدور القانون رقم 3 لعام 2000 و الخاص بإنشاء سوق أبوظبي للأوراق المالية، ولأهمية السوقين عملت الهيئة على تحقيق الربط الالكتروني بين السوقين، عن طريق انشاء شاشة سوق الامارات للأوراق المالية، و اصدار مؤشر يومي يعبر عن التداولات التي تجرى على أسهم الشركات المدرجة بالسوقين معا، أطلق عليه اسم مؤشر الامارات للأوراق المالية. (الباز، 2015، صفحة 45)

سوق مسقط (عمان) للأوراق المالية: بموجب المرسوم السلطاني السامي رقم 88/53 بتاريخ 21 جوان 1988 تم انشاء سوق مسقط للأوراق المالية ككيان يهدف الى تنظيم سوق الأوراق المالية العمانية، بحيث يساهم في استكمال البنية التحتية للقطاع المالي في السلطنة رفقة بقية المؤسسات المالية الأخرى، ففي 20 ماي 1989 شهدت السوق أول عمليات التداول أين تولت هذه الأخيرة تنظيم و إدارة التعاملات بالأوراق المالية، الى أن صدر المرسوم السلطاني السامي رقم 98/80 و الذي نصت المادة 3 منه على الغاء المرسوم السلطاني رقم 88/53 المنشئ لسوق مسقط للأوراق المالية السابقة و تعويضها بجهازين هما الهيئة العامة لسوق المال و سوق مسقط للأوراق المالية و بعدها أصبحت كيانا قانونيا لوحدها تتمتع بالشخصية الاعتبارية. (الطب و شيخي، 2017، صفحة 136)

سوق الأوراق المالية بالجزائر: ظهرت فكرة انشاء سوق الأوراق المالية بالجزائر عام 1990 من خلال انشاء شركة القيم المنقولة، وذلك في إطار الإصلاحات الاقتصادية المالية المعلن عنها في الجزائر منذ عام 1988، فشرية القيم المنقولة عبارة عن شركة مساهمة رأسمالها مملوك من ثمانية صناديق مساهمة. (دغموم، 2016، صفحة 76) و بموجب المرسوم التشريعي رقم 10/93 المؤرخ في 23 ماي 1993، تم تأسيس سوق الأوراق المالية بالجزائر تتولى ادارتها شركة اصدار البورصة والتأمينات، وتشرف عليها لجنة البورصة والرقابة فهي الجهاز المكلف بمراجعة أداب المهنة بعمليات سوق الأوراق المالية، أما شركة إدارة سوق الأوراق المالية فقد أنشئت في عام 1999 وهو تاريخ أول عملية تسعير. (قندوز، 2008، صفحة 295)

وكذا الافتتاح الرسمي لها كان في 17 ديسمبر 1997، ومقرها بالعرفة الوطنية للتجارة بالجزائر العاصمة وانطلقت رسميا في 4 أوت 1999 بانضمام 4 أوراق مالية هي: سهم صيدال، سهم رياض بسطيف، سهم فندق الأوراسي وسند شركة سوناطراك.

سوق الأوراق المالية بتونس:

تعود التجارب الأولى لإنشاء بورصة تونس حينما تم انشاء مكتب التصفية والمقاصة الذي استمر نشاطه كمشيئة في المغرب من 1937-1945، حيث شهدت هذه الفترة أول اصدار رسمي للأوراق المالية (سند قرض ايجاري) في السوق المحلي من طرف شركة فرنسية عام 1939، و هذا ما يعد مؤشرا ولو مبدئيا لظهور سوق ثانوي، وفي عام 1945 تم انشاء

مكتب تسعير القيم المنقولة أوتيسيفيام (OTCVM) نتيجة لتحسن الأوضاع و بعدها صدر قانون انشاء سوقا للأوراق المالية التونسية في عام 1989، وفي نوفمبر 1994 تم اصدار القانون رقم 117 لعام 1994 المتعلق بإعادة تنظيم السوق المالية عن طريق فصل مهام الرقابة و تسيير السوق، أين تشكلت هيئة السوق للرقابة و شركة متخصصة لسير أعمال السوق بحيث يتم تكوينها من طرف الوسطاء، كما تأسست عام 1993 الشركة المهنية للمقاصة و الإيداع و التسوية. (شقيب و ازعار، 2016، الصفحات 53-54)

✚ سوق الأوراق المالية بالمغرب (بورصة الدار البيضاء):

تأسست سوق الأوراق المالية في المغرب عام 1929 والتي كانت تحمل أنداك اسم "مكتب مقاصة القيم المنقولة"، حيث كانت عمليات التداول تجري بين البنوك على أسهم الشركات المغربية، و نظرا للأهمية المتزايدة لسوق القيم المنقولة ووضع نظام لمراقبة عمليات الصرف، دفع بالسلطات عندئذ الى تحسين، تقنين، تنظيم و تسيير هذه السوق عن طريق إحلال مكتب تداول القيم المنقولة محل مكتب مقاصة القيم المنقولة عام 1948، وفي عام 1967 عرفت البلاد مبادرة إصلاحية تقوم على أساس تنظيم السوق في الوقت الذي كان فيه الاستثمار يلقي اهتماما متزايدا، فبعد صدور المرسوم الملكي المتعلق بإنشاء سوق الأوراق المالية للقيم المنقولة بهدف تدارك العجز، حينها أصبح السوق المغربي للأوراق المالية يخضع لتنظيم قانوني و تقني، الا أن بعد صدور قانون عام 1993 والذي أصبحت بموجبه سوق الأوراق المالية للدار البيضاء سوقا عموميا منظما يتم فيها تداول القيم المنقولة بالدار البيضاء، حيث شهد نشاطها فترات ازدهار و أخرى للتراجع. (مصطفىوي، 2023/2022، صفحة 15)

✚ سوق الأوراق المالية السورية: جاءت فكرة انشاء سوق دمشق للأوراق المالية بموجب المرسوم التشريعي رقم 55 لعام 2006 والذي نص على أن تتمتع السوق بالشخصية الاعتبارية والاستقلالية المالي والإداري، ترتبط بهيئة الأوراق والأسواق المالية السورية وتعمل تحت إشرافها، مقرها الرئيسي بمدينة دمشق وقد تم الافتتاح الرسمي للسوق في 10 مارس 2009، حيث يديرها مجلس إدارة مكون من تسعة أعضاء، يسمون بقرار من رئيس مجلس الوزراء بناء على اقتراح من مجلس مفوضي هيئة الأوراق والأسواق المالية، كما تقوم هذه الأخيرة بتعيين مدير تنفيذي للسوق و نائبا له بقرار من رئيس مجلس الوزراء، فهذه السوق تعتمد على نظام التداول الإلكتروني المتكون من 22 شركة مدرجة و موزعة على خمسة قطاعات الخدمات، البنوك، الزراعة، الصناعة و التأمين. (وليد حنا الرضى، 2015، الصفحات 112-113)

✚ سوق الخرطوم للأوراق المالية:

تعود فكرة انشاء سوق الأوراق المالية بالسودان الى عام 1962 و ذلك بعد اجراء العديد من الدراسات و الاتصالات، فهي بدأت من خلال وزارة المالية و بنك السودان بمشاركة مؤسسة التمويل العالمية التابعة للبنك العالمي، كان الهدف هو انشاء سوق للأوراق المالية في السودان عن طريق إجازة قانون من قبل مجلة الشعب عام 1982، لكن ذلك لم يتم إنجازه الى غاية عام 1992، أين تأسست هيئة الأسواق المالية، وقد أصبحت سوق الخرطوم للأوراق المالية كيانا قانونيا مستقلا نتيجة صدور قانون سوق الخرطوم للأوراق المالية عام 1994.

✚ سوق الأوراق المالية لفلسطين: تأسست سوق فلسطين للأوراق المالية أو ما يعرف ببورصة فلسطين عام 1995 كشركة مساهمة خاصة، وبمبادرة من الشركة الفلسطينية للتنمية و الاستثمار "باديكو" التي تمتلك نسبة 80 بالمئة من رأس مالها

وكانت أولى جلساتها للتداول في 18 فيفري 1997، شهدت هذه السوق تطورا هاما في مسيرتها و تحولتها الى شركة مساهمة عامة تماشيا مع قواعد الشفافية و الحوكمة الرشيدة و ذلك في مطلع فيفري من عام 2010، لتطلق بعد ذلك هويتها المؤسساتية الجديدة وتصبح حينها بورصة فلسطين بعلامتها التجارية خلال جويلية من عام 2010

✚ سوق الأوراق المالية بمصر:

تعتبر سوق الأوراق المالية في مصر من أقدم الأسواق المالية في الشرق الأوسط و الوطن العربي، حيث أنشئت أول سوق للأوراق المالية في الإسكندرية عام 1883، كما تأسست أكبر سوق للأوراق المالية بالقاهرة عام 1890 وكان تعامل كلا منهما في الأوراق المالية، وبسبب تغير الظروف الاقتصادية قامت الحكومة بإصدار أولى لوائح سوق الأوراق المالية عام 1909، ثم الاتفاق على وضع لائحة جديدة للسوق عام 1933 في حين تعدلت عام 1940، بعدها تم اصدار القانون رقم 329 لعام 1953 وقد اشترط فيه قصر التعامل في الأوراق المالية على السماسرة المقيدين بالسوق، وأن يكون السمسار الذي تتم عن طريقه الصفقة ضامنا لسلامة البيع، وفي عام 1971 تم اعلان الدولة على انتهاج سياسة الانفتاح الاقتصادي وسعيها في البحث عن الوسائل و الأساليب لتنشيط وتنمية سوق الأوراق المالية، فرغم الصعاب التي مرت بها الا أنها عرفت تطورا خاصة خلال السنوات الأخيرة. (السيسي، 2003)

✚ **سوق بيروت للأوراق المالية:** تعد سوق بيروت للأوراق المالية من أولى الأسواق التي ظهرت في الوطن العربي، تأسست في 3 جويلية 1920 و لم تهتم في بداية نشأتها الا بعمليات الذهب نظرا لقلّة الشركات المساهمة المقبولة في السوق و لم يتبلور دورها الحقيقي كسوق للأوراق المالية الا في عام 1954 حينما صدر قانون جديد لسوق الأوراق المالية، حيث ألحق به النظام الداخلي الذي عمل على تنظيم عملياتها، توقف نشاطها بعد اندلاع الحرب الأهلية عام 1975، أين أعيد افتتاح السوق عام 1995 وكما أعيد تأسيس السوق المالية بشكلها الرأسمالي و النقدي طبقا لأحدث الأسس العالمية المعروفة، اذ تم تعيين لجنة جديدة للبورصة و تم انشاء سوق دولار بيروت، سوق بيروت الثانوية، سوق ثانوية لسندات الخزينة، كما تم تأسيس شركة للقيام بوظائف المقاصة و التسوية للأوراق المالية، إضافة الى الجهود المبذولة حاليا لإدخال أدوات مالية جديدة الى السوق وانشاء مجلس أعلى للأسواق المالية. (أبو موسى، 2005، صفحة 33)

✚ **سوق قطر للأوراق المالية:** تم انشاء سوق الدوحة للأوراق المالية عام 1995، بموجب القانون رقم 14/1995 لتبدأ عملها رسميا في 26 ماي 1995، فالتعامل بأسهم شركات المساهمة في دولة قطر من قبل كان يتم من خلال عدد مكاتب الوساطة غير المتخصصة، الأمر الذي أدى الى تحديد أسعار البيع و الشراء بطريقة غير عادلة في ظل غياب المعلومات، أما في جوان 2003 قامت شركة قطر القابضة بتوقيع اتفاقية مع بورصة **NYS EURO NEXT** عن طريق شبكة بنية التداول التحتية المالية الأمانة وبتاريخ 3 أبريل 2005 قامت السوق بفتح الاستثمار في الأسهم المدرجة، وبهذا أصبحت البورصة سوقا رائدة في منظمة التعاون الخليجي وأداة هامة لتعزيز الثروة المستدامة في دولة قطر. (مزبود و بلحياني، 2017، صفحة 313)

المطلب الثاني: تحليل العلاقة بين مؤشرات أسواق الأوراق المالية والقرار الاستثماري للدول العربية خلال الفترة (2000-2024)

سنحاول في هذا المطلب اختبار وتحليل كفاءة أسواق الأوراق المالية العربية وذلك لكل دولة على حدى ومعرفة طبيعة العلاقة القائمة بين مؤشرات القيمة السوقية، حجم التداول ومؤشر الأسعار لهذه الدول خلال الفترة (2000-2024) بالاعتماد على معطيات الجداول التالية:

الجدول رقم (11): تطور وأداء مؤشرات القيمة السوقية، حجم التداول ومؤشر الأسعار في السوق المالي لأبوظبي خلال الفترة (2000-2024)

السنة year	القيمة السوقية Market Cap	التغير في القيمة السوقية Market Cap change	حجم التداول Volume	التغير في حجم التداول Volume change	مؤشر الأسعار IPC	التغير في مؤشر الأسعار IPC change
2000	19746,2		211,1		100	
2001	20041,3	1,49446476	354	67,6930365	102,3	2,3
2002	20375,76	1,66885382	355,4	0,39548023	107,2	4,78983382
2003	30362,51	49,0128957	363,08	2,16094541	136,53	27,3600746
2004	55490,4	82,759594	1003,87	176,487276	228,26	67,1866989
2005	132413	138,623257	4449,14	343,198821	353,44	54,8409708
2006	80745	-39,020338	28503,4	540,649654	211,4	-40,187868
2007	121128	50,0130039	19221,6	-32,563834	358,9	69,7729423
2008	6881	-94,319233	47746	148,397636	198,8	-44,608526
2009	80201	1065,5428	63114	32,1869895	225,5	13,4305835
2010	77081	-3,8902258	18766	-70,266502	299,3	32,7272727
2011	71329	-7,4622799	2517	-86,587445	251,96	-15,816906
2012	77647	8,85754742	1141	-54,668256	278,93	10,70408
2013	109645	41,2095767	1455	27,5197195	441,64	58,3336321
2014	113739,9	3,73468922	7726	430,996564	400,53	-9,3084866
2015	111903,2	-1,6148247	5713	-26,05488	389,19	-2,8312486
2016	120947,09	8,08188685	4263,2	-25,37721	408,73	5,02068398
2017	124529,18	2,96170003	3287	-22,898292	400,67	-1,9719619
2018	137591,25	10,4891641	2698	-17,919075	441,29	10,1380188
2019	144607	5,09897977	3738,7	38,573017	465,17	5,41140746
2020	202218	39,8397035	8577	129,411293	419,8	-9,7534235
2021	442871	119,006716	33220,9	287,325405	545,48	29,9380657
2022	725767	63,8777432	37793	13,7627217	149	-72,684608
2023	580335,75	-20,038284	68616,2	81,5579605	105,425	-29,244966
2024	783438,5	34,9974562	84163,1	22,6577689	135,825	28,8356652

المصدر: من اعداد الباحث اعتمادا على التقارير السنوية لاتحاد البورصات العربية، النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي والتقارير السنوية للأسواق المالية للفترة (2000-2024).

أولاً: تحليل تطور وأداء مؤشرات الأسعار، القيمة السوقية وحجم التداول لسوق أبو ظبي المالي

سجلت مؤشرات الأسعار الخاصة بسوق أبو ظبي للأوراق المالية حالة ارتفاع مستمرة خلال الخمس سنوات الأولى (2000-2005) أي بارتفاع يقارب 255.44 مليون دولار أمريكي، بعدها شهد هذا المؤشر انخفاضا بين عامي (2006 و 2012) ليصل الى ما يقارب 278.93 مليون دولار أمريكي، الا أنه عرف ارتفاعا ملحوظا ابتداء من 2013 والى غاية 2021 ليقترب حوالي 545.48 مليون دولار ثم عاود الانخفاض من جديد انطلاقا من 2022 ليلبغ ما يقارب 135.825 مليون دولار عام 2024.

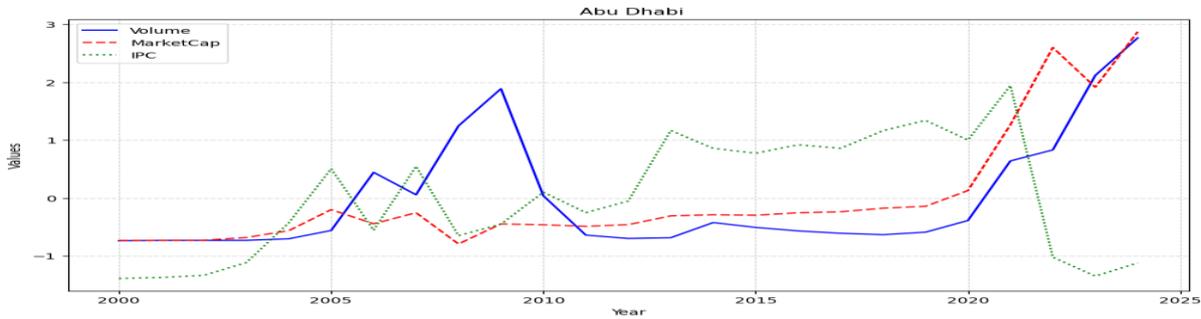
فيما يتعلق بالقيمة السوقية وتماشيا مع الارتفاع المسجل في مؤشرات الأسعار، فقد سجلت هي الأخرى ارتفاعا خلال الخمس سنوات الأولى (2000-2005) بما يقارب 35744.2 مليون دولار، في حين شهدت تذبذبا ما بين (2006 و 2020) لترتفع مرة أخرى عام 2021 أين وصلت قيمتها 442871 مليون دولار لتبلغ ذروتها نهاية 2024 بحوالي 783438.5 مليون دولار أمريكي.

على صعيد نشاط التداول فقد شهد ارتفاعا خلال الستة سنوات الأولى (2000-2006) نظرا لتراجع عدد الأسهم المتداولة في السوق وهذا ما صاحبه تحسنا في حجم التداول في هذه السوق، بعدها عرف هذا المؤشر تأرجحا بين الانخفاض والارتفاع وذلك بين (2007 و 2020) ليعرف في الأخير ارتفاعا محسوسا خلال فترة (2021-2024) أين بلغ 84163.1 مليون دولار أمريكي.

فهذه الارتفاعات التي عايشتها سوق الأوراق المالية لأبوظبي تعود بالدرجة الأولى الى أنها مدعومة بقوة النمو العالمي وتحسين أطر السياسات الاقتصادية وارتفاع السلع الأساسية و الأسعار العالمية للنفط خاصة في عام 2018 وذلك من خلال ارتفاع تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر و زيادة تحويلات العاملين بالخارج، كما استفادت بعض الدول العربية من ظهور المفعول الإيجابي للسياسات المالية و برامج الإصلاح الاقتصادي المتبعة، بالإضافة الى أن سوق الأوراق المالية لأبوظبي أعلنت عن اطلاق صندوق للمؤشرات المتداولة بالإمارات عام 2020 وكذا اطلاق صندوق محاكاة أحد المؤشرات المتوافقة مع الشريعة الإسلامية بالتعاون مع مؤسسة (S&P Dow Jones Indices) حيث يعتبر الصندوق أول صندوق مؤشرات متداولة يحاكي مؤشرا متوافقا مع الشريعة الإسلامية في أسواق المال الإماراتية، وفي نفس السياق أدرج سوق أبوظبي للأوراق المالية خلال نفس الفترة ما يعرف بصندوق الاستثمار المتداول الذي صمم لمحاكاة المؤشر الاسترشادي (S&P UAE Domestic Shariah Liquid Capped Index 20/35) حيث يتم توفير المؤشر من قبل ستاندرد أند بورز بهدف تتبع أداء الأسهم ذات السيولة المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية في دولة الامارات العربية المتحدة، بينما الانخفاضات التي عرفت هذه السوق على مستوى هاته المؤشرات فعواملها تعود الى تباطؤ الطلب العالمي في ظل التوترات التجارية بين الولايات المتحدة الأمريكية و الصين، و انخفاض كميات الإنتاج النفطي في عدد من الدول العربية المصدرة للنفط عام 2019، و الظرف الاستثنائي الذي عاشه العالم عام 2020 بانتشار فيروس كورونا المستجد و الذي صاحبه تأثيرات عميقة على اقتصاديات العالم واسعة النطاق على جانبي العرض و الطلب المحلي، ومن ثم انكماش

الناتج المحلي الإجمالي وكذا تراجع معدلات النمو من خلال العلاقة الطردية القائمة بين مختلف مؤشرات الأسواق المالية الثلاثة والموضحة في الشكل أدناه.

الشكل رقم (5): تطور مؤشرات الأسعار، القيمة السوقية وحجم التداول للسوق المالية بأبوظبي خلال الفترة (2000-2024)



المصدر: من اعداد الباحث اعتمادا على الجدول رقم (11) باستخدام برنامج Python

الجدول رقم (12): تطور وأداء مؤشرات القيمة السوقية، حجم التداول ومؤشر الأسعار في سوق الأوراق المالية الجزائرية خلال الفترة (2000-2024)

السنة year	القيمة السوقية Market Cap	التغير في القيمة السوقية Market Cap change	حجم التداول Volume	التغير في حجم التداول Volume change	مؤشر الأسعار IPC	التغير في مؤشر الأسعار IPC change
2000	100		0,047		98,7	
2001	112,3	12,3	0,047	0	101	2,33029382
2002	140,22	24,8619768	0,047	0	101,1	0,0990099
2003	143,64	2,43902439	0,047	0	100,36	-0,7319486
2004	140,27	-2,3461431	0,047	0	98,01	-2,3415703
2005	91	-35,125116	0,047	0	103,12	5,2137537
2006	96	5,49450549	0,3	538,297872	66,9	-35,124127
2007	97	1,04166667	207	68900	67,2	0,44843049
2008	92	-5,1546392	313	51,2077295	64,6	-3,8690476
2009	91	-1,0869565	473	51,1182109	63,8	-1,2383901
2010	106	16,4835165	161,48	-65,860465	74,36	16,5517241
2011	136	28,3018868	613	279,613574	94,76	27,4341044
2012	122	-10,294118	279,3	-54,437194	89,86	-5,1709582
2013	125	2,45901639	263,4	-5,6928034	90,16	0,33385266
2014	110,7	-11,44	214,5	-18,56492	80,8	-10,381544
2015	90,59	-18,166215	408,369	90,3818182	66,33	-17,908416
2016	88,01	-2,8479965	0,712	-99,825648	64,4	-2,909694
2017	84,59	-3,8859221	673	94422,4719	61,88	-3,9130435
2018	369,42	336,718288	1,8	-99,732541	59,65	-3,6037492
2019	371	0,42769747	2,1	16,6666667	65,5	9,80720872
2020	326	-12,12938	0,6	-71,428571	69,31	5,81679389

2021	329	0,9202454	65,123	10753,8333	73,21	5,62689367
2022	487,9	48,2978723	196,2	201,276047	101,9	39,1886354
2023	476,025	-2,4339004	3,18451	-98,376906	115,55	13,3954858
2024	3967,025	733,364844	408,369	12723,6055	114,225	-1,1466897

المصدر: من اعداد الباحث اعتمادا على التقارير السنوية لاتحاد البورصات العربية، النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي والتقارير السنوية للأسواق المالية للفترة (2000-2024).

ثانيا: تحليل تطور وأداء مؤشرات الأسعار، القيمة السوقية وحجم التداول للسوق المالي الجزائري

عرفت مؤشرات الأسعار بسوق الأوراق المالية الجزائرية ارتفاعا خلال الخمس سنوات الأولى (2000-2005) أين وصلت قيمتها الى ما يقارب 103.12 مليون دولار أمريكي في نهاية 2005، مقابل انخفاض بين عامي (2006 و 2009) ليصل الى حوالي 63.8 مليون دولار أمريكي، الا أنه عاود الارتفاع ابتداء من 2010 ليقترب حوالي 90.16 مليون دولار عام 2011، وبعدها شهدت هاته المؤشرات سلسلة من التذبذبات خلال فترة (2012 و 2021) حيث تراوحت قيمتها بين 89.86 و 73.21 مليون دولار أمريكي لتشهد في الأخير تطورا ملحوظا و الذي بلغ ارتفاعها عام 2024 الى حوالي 114.225 مليون دولار أمريكي.

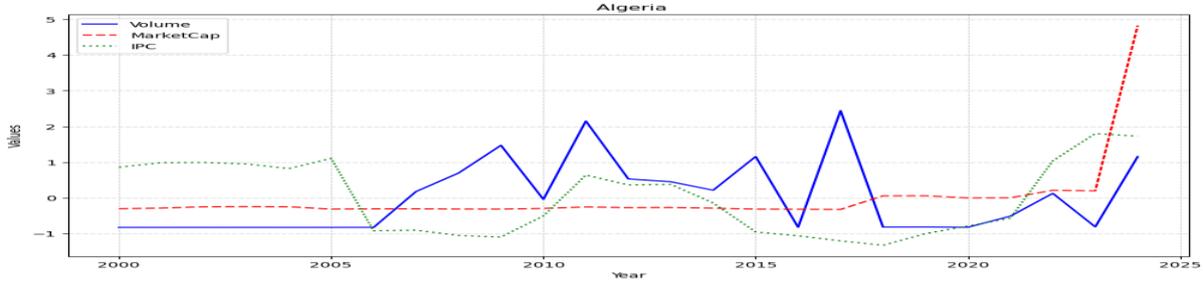
فيما يتعلق بالقيمة السوقية وتماشيا مع التحسن المسجل في مؤشرات الأسعار، فقد ارتفعت هذه القيمة لتصل الى نحو 140.27 مليون دولار أمريكي نهاية عام 2004، في حين شهدت تذبذبا ما بين (2005 و 2017) لترتفع مرة أخرى عام 2018 أين وصلت قيمتها نحو 369.42 مليون دولار أمريكي، لتبلغ ذروتها نهاية 2024 بحوالي 3967.025 مليون دولار أمريكي.

أما فيما يخص نشاط التداول فقد شهد استقرارا في مؤشرات التداول خلال فترة (2000-2005) حيث بلغ حجم التداول نحو 0.047 مليون دولار أمريكي، بعدها عرف هذا المؤشر تذبذبات بين الانخفاض والارتفاع وذلك بين (2006 و 2023) ليعرف في الأخير ارتفاعا محسوسا في عام 2024 أين بلغ نحو 733.364 مليون دولار أمريكي.

تعود الارتفاعات التي سجلتها سوق الأوراق المالية الجزائرية بالدرجة الأولى الى أنها مدعومة بقوة النمو العالمي وتحسين أطر السياسات الاقتصادية وارتفاع السلع الأساسية و الأسعار العالمية للنفط خاصة في عام 2018 وذلك من خلال ارتفاع تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر و زيادة تحويلات العاملين بالخارج، كما استفادت بعض الدول العربية من ظهور المفعول الإيجابي للسياسات المالية و برامج الإصلاح الاقتصادي المتبعة، بينما الانخفاضات و التذبذبات التي عرفت هذه السوق على مستوى هاته المؤشرات فعواملها تعود الى تباطؤ الطلب العالمي في ظل التوترات التجارية بين الولايات المتحدة الأمريكية و الصين، و انخفاض كميات الإنتاج النفطي في عدد من الدول العربية المصدرة للنفط عام 2019، و الظرف الاستثنائي الذي عاشه العالم عام 2020 بانتشار فيروس كورونا المستجد و الذي صاحبته تأثيرات عميقة على اقتصاديات العالم واسعة النطاق على جانبي العرض و الطلب المحلي، ومن ثم انكماش الناتج المحلي الإجمالي. و كذا تراجع معدلات النمو في جل الدول العربية بالإضافة الى التداول المحدود على أسهم شركتي بيوفارم و الأوراسي في السوق المالي الجزائري و العجز الكبير في الميزان التجاري الجزائري خاصة في 2020 حيث أظهرت الأرقام الأولية أن هذا العجز في هذه الفترة بلغ نحو 1.5 مليار دولار مما عرف تراجعاً ملموساً وبنحو 24.9 في المئة في الصادرات الاجمالية عن هذه

الفترة لتبلغ نحو 7.6 مليار دولار ، وفي المقابل تراجعت الواردات بشكل كبير وبنحو 61 بالمئة عن نفس الفترة لتبلغ نحو 12.9 مليار دولار وكل هذا كان ناجما عن ما خلفته تداعيات جائحة كورونا .

الشكل رقم (6): تطور مؤشرات الأسعار، القيمة السوقية وحجم التداول للسوق المالية الجزائرية خلال الفترة (2000-2024)



المصدر: من اعداد الباحث اعتمادا على الجدول رقم (12) باستخدام برنامج Python

وهذا من خلال العلاقة الطردية القائمة بين مؤشر الأسعار وحجم التداول والقيمة السوقية لسواق المالية الجزائرية خاصة عقب نهاية عام 2024 وهذا يوضحه الشكل أعلاه.

الجدول رقم (13): تطور وأداء مؤشرات القيمة السوقية، حجم التداول ومؤشر الأسعار في سوق الأوراق المالية لعمان خلال الفترة (2000-

2024)

السنة year	القيمة السوقية Market Cap	التغير في القيمة السوقية Market Cap change	حجم التداول Volume	التغير في حجم التداول Volume change	مؤشر الأسعار IPC	التغير في مؤشر الأسعار IPC change
2000	4943,16		405,91		94,35	
2001	6314,16	27,7352948	934,38	130,193885	117,93	24,9920509
2002	7087,03	12,2402663	1334,67	42,8401721	111,95	-5,0708047
2003	10962,98	54,690752	2607,14	95,339672	181,03	61,7061188
2004	18383,4	67,6861583	5327,17	104,330032	272,88	50,7374468
2005	37639	104,744498	23806,4	346,886433	554,5	103,202873
2006	29730	-21,012779	21616,3	-9,199627	366,7	-33,86835
2007	41233	38,6915573	1744	-91,932014	522,6	42,5143169
2008	35844	-13,069629	28677	1544,32339	406,9	-22,139303
2009	31889	-11,033925	13641	-52,432263	381,3	-6,2914721
2010	30904	-3,0888394	1452,1	-89,354886	392,76	3,00550747
2011	27210	-11,953145	708,5	-51,208594	345,33	-12,076077
2012	26971	-0,8783535	507,7	-28,341567	353,91	2,48457997
2013	25761	-4,4863001	745,5	46,8386843	369,6	4,43333051
2014	25493,6	-1,0380032	785,2	5,32528504	397	7,41341991
2015	25366,3	-0,499341	1425,7	81,5715741	392,19	-1,2115869
2016	24487,2	-3,4656217	998,5	-29,964228	331,04	-15,591932

2017	23938,12	-2,2423144	491	-50,826239	314,15	-5,1021025
2018	22724,02	-5,0718269	537,2	9,40936864	281,39	-10,428139
2019	21022	-7,48996	577,5	7,5018615	265,06	-5,8033335
2020	18193	-13,45733	469,4	-18,718615	221,3	-16,50947
2021	21840,3	20,0478206	544,4	15,9778441	251,8	13,7821961
2022	25392,3	16,2635129	423,3	-22,244673	265,2	5,32168388
2023	24688,1	-2,7732817	1775,3	319,395228	235,775	-11,0954
2024	23387	-5,2701504	1389,3	-21,742804	206,9	-12,246846

المصدر: من اعداد الباحث اعتمادا على التقارير السنوية لاتحاد البورصات العربية، النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي والتقارير السنوية للأسواق المالية للفترة (2000-2024).

ثالثا: تحليل تطور وأداء مؤشرات الأسعار، القيمة السوقية وحجم التداول لسوق عمان المالي

شهدت مؤشرات الأسعار لسوق عمان للأوراق المالية ارتفاعا خلال الخمس سنوات الأولى (2000-2005) ليصل هذا الارتفاع الى حوالي 554.5 مليون دولار أمريكي، ليعرف هذا المؤشر سلسلة من التذبذبات بين عامي (2006 و 2013) ليصل الى ما يقارب 397 مليون دولار أمريكي عام 2014، الا أنه عاود الانخفاض من جديد الى غاية 2024 ليصل نحو 206.9 مليون دولار أمريكي.

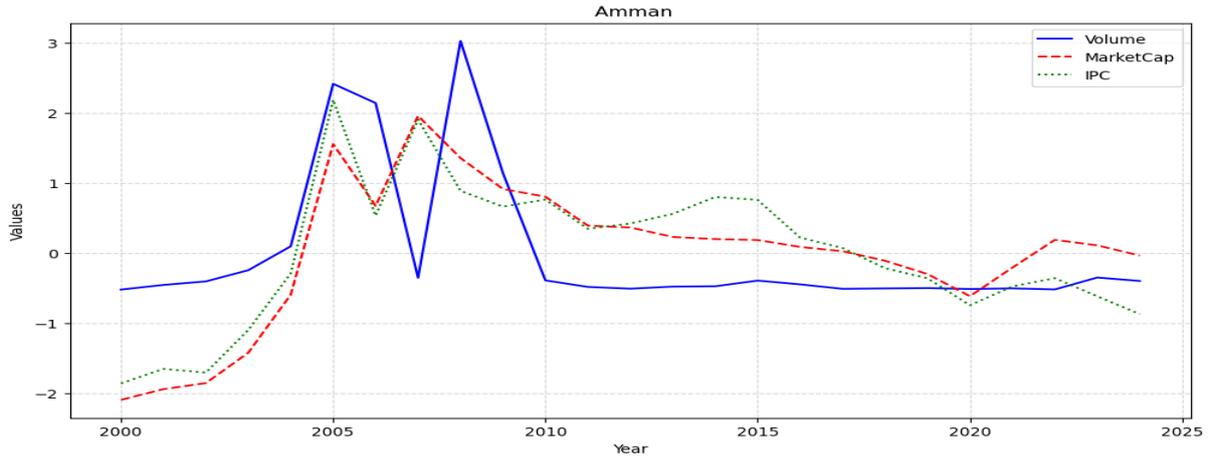
فيما يتعلق بالقيمة السوقية وتماشيا مع الارتفاع المسجل في مؤشرات الأسعار، فقد سجلت هي الأخرى ارتفاعا خلال الخمس سنوات الأولى (2000-2005) لتبلغ قيمتها 37639 مليون دولار عام 2005، في حين شهدت تذبذبات الى نهاية 2024 لتصل نحو 23387 مليون دولار أمريكي.

على صعيد نشاط التداول فقد شهد ارتفاعا خلال الستة سنوات الأولى (2000-2004) حيث بلغ حجم التداول 5327.17 مليون دولار أمريكي، بعدها عرف هذا المؤشر تأرجحا بين الانخفاض والارتفاع وذلك الى غاية عام 2024 أين بلغ حجم التداول نحو 1389.3 مليون دولار أمريكي.

فهذه الارتفاعات التي سجلتها سوق الأوراق المالية بعمان تعود بالدرجة الأولى الى أنها مدعومة بقوة النمو العالمي وتحسين أطر السياسات الاقتصادية وارتفاع السلع الأساسية و الأسعار العالمية للنفط خاصة في عام 2018 وذلك من خلال ارتفاع تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر وزيادة تحويلات العاملين بالخارج، كما استفادت بعض الدول العربية من ظهور المفعول الإيجابي للسياسات المالية و برامج الإصلاح الاقتصادي المتبعة، بينما الانخفاضات التي عرفت هذه السوق على مستوى هاته المؤشرات فعواملها تعود الى تباطؤ الطلب العالمي في ظل التوترات التجارية بين الولايات المتحدة الأمريكية و الصين، و انخفاض كميات الإنتاج النفطي في عدد من الدول العربية المصدرة للنفط عام 2019، و الظرف الاستثنائي الذي عاشه العالم عام 2020 بانتشار فيروس كورونا المستجد و الذي صاحبه تأثيرات عميقة على اقتصاديات العالم واسعة النطاق على جانبي العرض و الطلب المحلي، ومن ثم انكماش الناتج المحلي الإجمالي وكذا تراجع معدلات النمو في جل الدول العربية، و تراجع الأرباح الصافية للبنوك المدرجة في السوق المالية العمانية خاصة خلال عام 2020 وذلك بنسبة 61.6 في المئة لتصل نحو 167 مليون دينار و في نفس السياق تراجعت الأرباح الصافية لمجموعة البنك العربي عن نفس الفترة بنحو 66.4 في المئة لتبلغ نحو 107.8 مليون دينار أردني، وكذا تراجع النشاط

الاستثماري لغير الأردنيين أين سجل صافي تعاملات المستثمرين غير الأردنيين تدفقا سالبا حيث بلغت قيمة عمليات الشراء التي قام بها المستثمرون الأجانب نحو 10.7 مليون دينار، قابلها عمليات البيع بنحو 26.1 مليون دينار وبعدها تم تعليق سوق الأوراق المالية العمانية اعتبارا من يوم 17 مارس 2020 تحسبا لتداعيات جائحة كورونا المستجد فالعلاقة الطردية القائمة بين مختلف مؤشرات الأسواق المالية الثلاثة توضحها الشكل التالي :

الشكل رقم (7): تطور مؤشرات الأسعار، القيمة السوقية وحجم التداول للسوق المالية العمانية خلال الفترة (2000-2024)



المصدر: من اعداد الباحث اعتمادا على الجدول رقم (13) باستخدام برنامج Python

الجدول رقم (14): تطور وأداء مؤشرات القيمة السوقية، حجم التداول ومؤشر الأسعار في سوق الأوراق المالية للبحرين خلال الفترة (2000-

2024)

السنة year	القيمة السوقية Market Cap	التغير في القيمة السوقية Market Cap change	حجم التداول Volume	التغير في حجم التداول Volume change	مؤشر الأسعار IPC	التغير في مؤشر الأسعار IPC change
2000	6624,35		245,45		108,5	
2001	6601,27	-0,3484115	250,36	2,00040741	97,34	-10,285714
2002	7716,39	16,892507	206,28	-17,606646	111,27	14,3106637
2003	9701,77	25,729389	261,14	26,5949195	134,63	20,9939786
2004	13513,18	39,285718	463,05	77,3186796	160,09	18,9110897
2005	17364	28,4967713	2113	356,322211	183,11	14,3794116
2006	21122	21,6424787	1386,9	-34,363464	187,1	2,17901808
2007	27016	27,9045545	1069	-22,921624	209,4	11,91876
2008	19947	-26,165976	2088	95,3227315	134,6	-35,721108
2009	16263	-18,468943	473	-77,346743	111,5	-17,161961
2010	20060	23,3474759	60,6	-87,188161	110,76	-0,6636771
2011	16590	-17,298106	106,8	76,2376238	90,51	-18,282774
2012	15532	-6,3773357	27,4	-74,344569	85,34	-5,712076
2013	18469	18,9093484	125,8	359,124088	97,62	14,3895008

2014	22087,7	19,5933727	91,7	-27,106518	138,61	41,9893464
2015	19092,8	-13,55913	60,9	-33,587786	118,21	-14,717553
2016	19221,55	0,67433797	125,3	105,747126	159,62	35,0308773
2017	21602,58	12,3872945	130	3,75099761	171,38	7,36749781
2018	21746,76	0,66742028	196,9	51,4615385	168,65	-1,5929513
2019	26882	23,6138165	216,2	9,80192991	197,12	16,8811147
2020	24608	-8,459192	129,2	-40,240518	174,9	-11,272321
2021	28688	16,579974	114,5	-11,377709	201,72	15,3344768
2022	29778	3,79949805	75,6	-33,973799	64,4	-68,074559
2023	22829,5	-23,334341	557,4	637,301587	64,175	-0,3493789
2024	21004,95	-7,9920717	1041,3	86,8137783	62,525	-2,5710947

المصدر: من اعداد الباحث اعتمادا على التقارير السنوية لاتحاد البورصات العربية، النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي والتقارير السنوية للأسواق المالية للفترة (2000-2024).

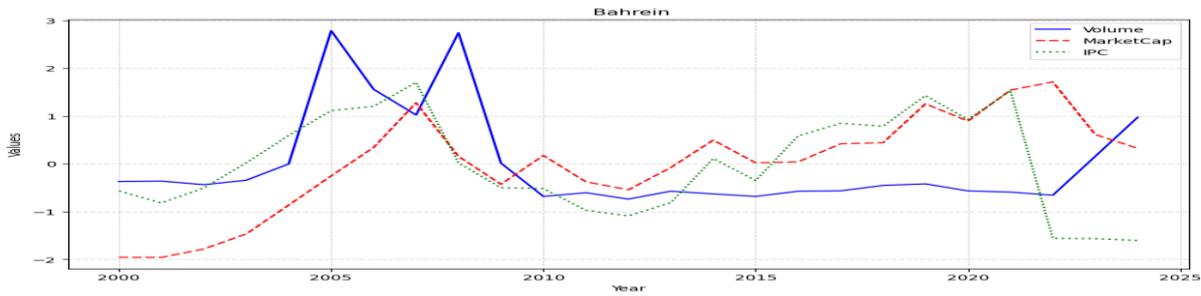
رابعا: تحليل تطور وأداء مؤشرات الأسعار، القيمة السوقية وحجم التداول للسوق المالية للبحرين

عرفت مؤشرات الأسعار الخاصة بسوق البحرين للأوراق المالية ارتفاعا خلال السبع سنوات الأولى (2000-2007) ليبلغ نحو 209.4 مليون دولار أمريكي، بعدها شهدت انخفاضا بين عامي (2008 و 2013) ليصل الى 97.62 مليون دولار أمريكي، الا أنها سجلت تذبذبا خلال الفترة (2014-2021) ليبلغ حوالي 201.72 مليون دولار أمريكي ثم عاود الانخفاض من جديد ليصل ما يقارب 62.525 مليون دولار عام 2024.

فيما يتعلق بالقيمة السوقية وتماشيا مع الارتفاع المسجل في مؤشرات الأسعار، فقد سجلت هي الأخرى ارتفاعا خلال السبع سنوات الأولى (2000-2007) لتبلغ نحو 27016 مليون دولار أمريكي، في حين شهدت تذبذبا الى غاية 2018 لتصل الى حوالي 21746.76 مليون دولار أمريكي، لتعود الى الارتفاع عام 2023 لتبلغ نحو 22829.5 مليون دولار أمريكي ثم انخفضت عام 2024 لتصل الى نحو 21004.95 مليون دولار أمريكي.

فيما يخص نشاط التداول فقد شهد ارتفاعا خلال الستة سنوات الأولى (2000-2006) أن بلغ ذروته بنحو 1386.9 مليون دولار أمريكي نظرا لتراجع عدد الأسهم المتداولة في السوق وهذا ما صاحبه تحسنا في حجم التداول في هذه السوق، بعدها عرف هذا المؤشر تذبذبا بين (2007 و 2023) ليصل نحو 557.4 مليون دولار أمريكي عام 2023، ليعرف في الأخير ارتفاعا محسوسا نهاية 2024 أين بلغ نحو 1041.3 مليون دولار أمريكي.

الشكل رقم (8): تطور مؤشرات الأسعار، القيمة السوقية وحجم التداول للسوق المالية للبحرين خلال الفترة (2000-2024)



المصدر: من اعداد الباحث اعتمادا على الجدول رقم (14) باستخدام برنامج Python

فهذه الارتفاعات التي سجلتها سوق البحرين للأوراق المالية تعود بالدرجة الأولى الى أنها مدعومة بقوة النمو العالمي وتحسين أطر السياسات الاقتصادية وارتفاع السلع الأساسية و الأسعار العالمية للنفط خاصة في عام 2018 وذلك من خلال ارتفاع تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر وزيادة تحويلات العاملين بالخارج، كما استفادت بعض الدول العربية من ظهور المفعول الإيجابي للسياسات المالية و برامج الإصلاح الاقتصادي المتبعة و كذا استحواذ قطاعات كل من البنوك التجارية و الخدمات و الاستثمار على الجزء الأكبر بنسب بلغت 33.3، 30.6 و 27 في المئة على التوالي على صعيد الشركات تركز التداول بشكل خاص على شركة "مجموعة جي اف اتش" العالمية بنسبة بلغت 25 في المئة، و عملت البحرين على تطبيق إجراءات جديدة بخصوص الشركات المدرجة و المتمثل في الإفصاح الفوري عند وصول خسائرها المتراكمة الى 20 في المئة أو أكثر من رأس مالها المصدر، كما أعلنت بورصة البحرين عن ادراج الإصدار رقم (21) لسندات التنمية الحكومية التي أصدرها مصرف البحرين المركزي بالنيابة عن حكومة مملكة البحرين، حيث تم تداولها تحت الرمز (GDEV21, BND) اعتبارا من يوم الثلاثاء الموافق ل 11 أغسطس 2020، و بلغ حجم الإصدار 150 مليون دينار بحريني بقيمة اسمية قدرها دينار بحريني واحد للسند ومدة الإصدار بلغت 5 أعوام اعتبارا بعائد ثابت يبلغ 4.5 في المئة سنويا، تجدر الإشارة الى أنه قد أصبح عدد إصدارات السندات و الصكوك المدرجة في البورصة 14 اصدار بلغت قيمتها الاجمالية نحو 7.11 مليار دولار أمريكي بالإضافة الى أنها سجلت صافي تعاملات المستثمر الأجنبي خلال 2020 صافي تدفق موجب بلغ نحو 1.6 مليون دينار مقابل تدفق سالب خلال 2019 بنحو 3 مليون دينار، وقد بلغت القيمة الاجمالية لمشتريات الأجانب في نفس الفترة حوالي 10 مليون دينار مشكلة نحو 20.1 في المئة من القيمة الاجمالية لعمليات الشراء، بينما وصلت قيمة مبيعاتهم الى نحو 8.3 مليون دينار مشكلة بذلك نحو 16.8 في المئة من القيمة الاجمالية لعمليات البيع خلال نفس الفترة، بينما الانخفاضات التي عرفت هذه السوق على مستوى هاته المؤشرات فعواملها تعود الى تباطؤ الطلب العالمي في ظل التوترات التجارية بين الولايات المتحدة الأمريكية و الصين، و انخفاض كميات الإنتاج النفطي في عدد من الدول العربية المصدرة للنفط عام 2019، و الظرف الاستثنائي الذي عاشه العالم عام 2020 بانتشار فيروس كورونا المستجد و الذي صاحبه تأثيرات عميقة على اقتصاديات العالم واسعة النطاق على جانبي العرض و الطلب المحلي، ومن ثم انكماش الناتج المحلي الإجمالي و كذا تراجع معدلات النمو في جل الدول العربية، وكذا فيما يتعلق باستثمار غير البحرين في البورصة فقد أظهرت البيانات انخفاض في أحجام تعاملات غير البحرين لتستحوذ على نحو 18.5 في المئة من اجمالي قيمة التداولات خلال عام 2020مقابل نحو 41.1 في المئة خلال 2019، و العلاقة القائمة بين مختلف مؤشرات الأسواق المالية الثلاثة والموضحة في الشكل أعلاه.

الجدول رقم (15): تطور وأداء مؤشرات القيمة السوقية، حجم التداول ومؤشر الأسعار في سوق الأوراق المالية لبيروت خلال الفترة (2000-2024)

السنة year	القيمة السوقية Market Cap	التغير في القيمة السوقية Market Cap change	حجم التداول Volume	التغير في حجم التداول Volume change	مؤشر الأسعار IPC	التغير في مؤشر الأسعار IPC change
2000	1582,5		117,97		49,14	
2001	1248,27	-21,120379	52,97	-55,098754	34,46	-29,87383
2002	1396,26	11,8556082	114,93	116,971871	36,37	5,54265815
2003	1503	7,64470801	130,99	13,9737231	36,57	0,54990377
2004	2330,74	55,0725216	197,97	51,1336743	53,21	45,5017774
2005	4917,18	110,970765	923,4	366,434308	108,69	104,266115
2006	8304	68,8772833	2031,9	120,045484	102,8	-5,4190818
2007	10894	31,1897881	994	-51,08027	135	31,3229572
2008	9609	-11,795484	1710	72,0321932	116,8	-13,481481
2009	12843	33,6559475	1038	-39,298246	218,4	86,9863014
2010	12676	-1,3003192	204,8	-80,26975	229,65	5,1510989
2011	10285	-18,862417	70	-65,820313	178,52	-22,264315
2012	10424	1,35148274	75,1	7,28571429	173,12	-3,0248712
2013	10545	1,16078281	162,3	116,111851	168,62	-2,599353
2014	11221,9	6,419156	144,2	-11,152187	167,71	-0,539675
2015	11087,6	-1,196767	124,9	-13,384189	168	0,17291754
2016	11902,68	7,3512753	340,2	172,377902	183,27	9,08928571
2017	11473,4	-3,6065827	238,5	-29,89418	169,27	-7,6390026
2018	9675,18	-15,672948	60,6	-74,591195	140,85	-16,789744
2019	7759	-19,80511	36,8	-39,273927	113,65	-19,311324
2020	6724	-13,339348	52,9	43,75	94,3	-17,025957
2021	10609	57,7781083	58,7	10,9640832	119,74	26,9777306
2022	14483	36,5161655	187,4	219,250426	473,9	295,774177
2023	16555,85	14,3122972	582,9	211,045891	620,875	31,013927
2024	19263,7	16,35585	544,4	-6,6049065	673,5	8,47594121

المصدر: من اعداد الباحث اعتمادا على التقارير السنوية لاتحاد البورصات العربية، النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي والتقارير السنوية للأسواق المالية للفترة (2000-2024).

خامسا: تحليل تطور وأداء مؤشرات الأسعار، القيمة السوقية وحجم التداول لسوق بيروت المالي

شهدت مؤشرات الأسعار الخاصة بسوق بيروت للأوراق المالية حالة ارتفاع مستمرة خلال العشرة سنوات الأولى (2000-2010) ليبلغ هذا الارتفاع علم 2010 نحو 229.65 مليون دولار أمريكي، بعدها سجل هذا المؤشر انخفاضات وتذبذبات بين عامي

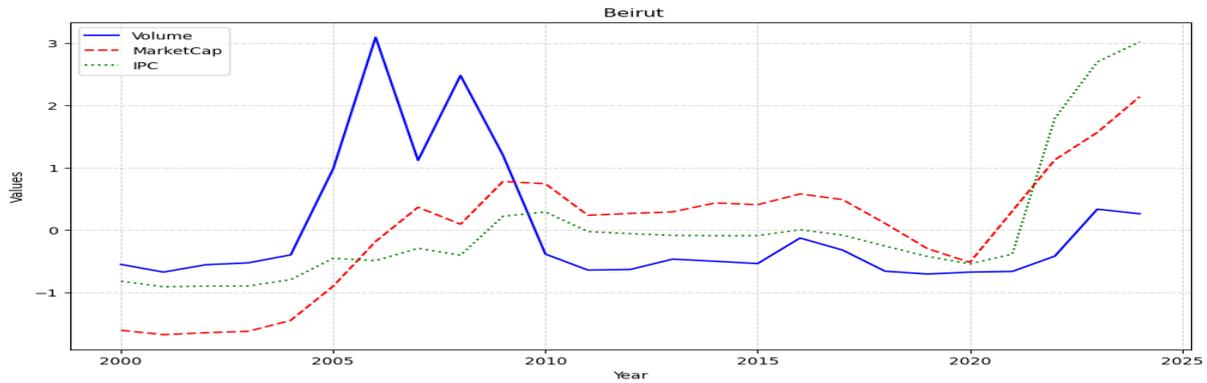
(2011 و 2021) ليصل الى ما يقارب 119.74 مليون دولار أمريكي عام 2021، الا أنه عرف ارتفاعا ملحوظا ابتداء من 2022 والى غاية 2021 ليقارب حوالي 473.9 مليون دولار أمريكي، ليبلغ ذروته بنحو 673.5 مليون دولار أمريكي عام 2024.

فيما يتعلق بالقيمة السوقية وتماشيا مع الارتفاع المسجل في مؤشرات الأسعار، فقد سجلت هي الأخرى ارتفاعا خلال العشرة سنوات الأولى (2000-2010) بنحو 12676 مليون دولار أمريكي، في حين شهدت تذبذبا ما بين (2011 و 2021) أين وصلت قيمتها 10609 مليون دولار أمريكي، لتعاود الارتفاع عام 2022 لتسجل نحو 14483 مليون دولار أمريكي وتصل الى نحو 19263.7 مليون دولار أمريكي عام 2024.

على صعيد نشاط التداول فقد شهد سجل تطورا خلال الستة سنوات الأولى (2000-2006) ليلغ عام 2006 نحو 2031.9 مليون دولار أمريكي نظرا لتراجع عدد الأسهم المتداولة في السوق وهذا ما صاحبه تحسنا في حجم التداول في هذه السوق، بعدها عرف هذا المؤشر انخفاضا وتذبذبا بين (2007 و 2022) ليصل نحو 187.4 مليون دولار عام 2022 ليعرف في الأخير ارتفاعا الى أن بلغ نحو 544.4 مليون دولار أمريكي نهاية 2024.

فهذه الارتفاعات التي سجلتها سوق بيروت للأوراق المالية تعود بالدرجة الأولى الى أنها مدعومة بقوة النمو العالمي وتحسين أطر السياسات الاقتصادية وارتفاع السلع الأساسية و الأسعار العالمية للنفط خاصة في عام 2018 وذلك من خلال ارتفاع تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر و زيادة تحويلات العاملين بالخارج، كما استفادت بعض الدول العربية من ظهور المفعول الإيجابي للسياسات المالية و برامج الإصلاح الاقتصادي المتبعة، كما قد حظيت شهادات الإبداع المصدرة غير المستحقة على مكائتها بقيمة 950 مليون دولار بين ثلاثة مصارف بيلوس بنك بنحو 300 مليون دولار، بنك لبنان و المهجر بقيمة 300 مليون دولار و بنك عودة بقيمة 350 مليون دولار وذلك خلال عام 2020، بينما الانخفاضات التي عرفتتها هذه السوق على مستوى هاته المؤشرات فعواملها تعود الى تباطؤ الطلب العالمي في ظل التوترات التجارية بين الولايات المتحدة الأمريكية و الصين، و انخفاض كميات الإنتاج النفطي في عدد من الدول العربية المصدرة للنفط عام 2019، و الظرف الاستثنائي الذي عاشه العالم عام 2020 بانتشار فيروس كورونا المستجد و الذي صاحبه تأثيرات عميقة على اقتصاديات العالم واسعة النطاق على جانبي العرض و الطلب المحلي، ومن ثم انكماش الناتج المحلي الإجمالي و كذا تراجع معدلات النمو في معظم الدول العربية، بالإضافة الى التدهور الذي شهده القطاع المصرفي و النقدي ببيروت نتيجة الانكماش الي سجلته السيولة المحلية (M3) عام 2020 أين بلغت نحو 195.195 مليار ليرة، كما أظهرت الميزانية المجمعة للمصارف التجارية تراجعاً في النشاط المصرفي خلال نفس الفترة نتيجة القروض و التسليفات المقدمة للقطاع الخاص والتي عرفت انكماشاً كبيراً بنحو 1.9 في المئة ليصل رصيدها الى 60.4 مليار ليرة خلال نفس الفترة، والشكل الموالي يبين العلاقة الطردية القائمة بين مختلف مؤشرات الأسواق المالية الثلاثة :

الشكل رقم (9): تطور مؤشرات الأسعار، القيمة السوقية وحجم التداول للسوق المالية لبيروت خلال الفترة (2000-2024)



المصدر: من اعداد الباحث اعتمادا على الجدول رقم (15) باستخدام برنامج Python

الجدول رقم (16): تطور وأداء مؤشرات القيمة السوقية، حجم التداول ومؤشر الأسعار في سوق الأوراق المالية للدار البيضاء خلال الفترة (2000-2024)

السنة year	القيمة السوقية Market Cap	التغير في القيمة السوقية Market Cap change	حجم التداول Volume	التغير في حجم التداول Volume change	مؤشر الأسعار IPC	التغير في مؤشر الأسعار IPC change
2000	10875,84		1210,9		155,75	
2001	9030,8	-16,964575	840,75	-30,568172	128,58	-17,444623
2002	8564,24	-5,1663197	1440,46	71,3303598	128,34	-0,1866542
2003	13050,18	52,3798959	2443,46	69,6305347	197,56	53,9348605
2004	25174,92	92,9086036	3757,02	53,7581953	220,65	11,6875886
2005	27274	8,33798082	7859,3	109,18973	238,6	8,13505552
2006	49415	81,1798783	9109,9	15,9123586	404,9	69,6982397
2007	75495	52,7774967	2200,9	-75,840569	571,9	41,2447518
2008	65748	-12,910789	1407,7	-36,039802	463	-19,041791
2009	74186	12,8338505	1622,6	15,2660368	446	-3,6717063
2010	69386	-6,4702235	4365,6	169,049673	583,01	30,7197309
2011	60092	-13,394633	2339,4	-46,412864	500,72	-14,114681
2012	52605	-12,459229	1936,3	-17,230914	400,1	-20,095063
2013	55329	5,178215	2672,5	38,0209678	393,49	-1,652087
2014	53369,1	-3,5422654	2058,4	-22,978485	411,21	4,50329106
2015	45956,6	-13,889123	2061,6	0,15546055	389,84	-5,1968581
2016	57607,57	25,3521148	2667,5	29,3897943	495,05	26,9879951
2017	67098,18	16,4745883	2852,3	6,92783505	564,72	14,0733259
2018	60461,7	-9,8907005	535,4	-81,229183	540,61	-4,2693724
2019	64204	6,18953817	756,9	41,3709376	567,4	4,95551322
2020	65715	2,35343592	372,6	-50,772889	538,6	-5,0757843

2021	74547	13,4398539	938	151,744498	606,03	12,519495
2022	54253,5	-27,222423	1551	65,3518124	557,4	-8,0243552
2023	57851,2	6,63127724	3342,6	115,512573	538,975	-3,3055257
2024	72040,975	24,5280565	7142	113,666008	605,55	12,3521499

المصدر: من اعداد الباحث اعتمادا على التقارير السنوية لاتحاد البورصات العربية، النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي والتقارير السنوية للأسواق المالية للفترة (2000-2024).

سادسا: تحليل تطور وأداء مؤشرات الأسعار، القيمة السوقية وحجم التداول للسوق المالية للدار البيضاء

سجلت مؤشرات الأسعار الخاصة بسوق الدار البيضاء للأوراق المالية تراجعاً خلال فترة (2000-2002) لتصل الى نحو 128.58 مليون دولار أمريكي عام 2002، بعدها شهد هذا المؤشر ارتفاعاً بين عامي (2003 و 2010) ليبلغ نحو 583.01 مليون دولار أمريكي، الا أنه عرف انخفاضات وتذبذبات خلال فترة (2008 و 2020) لتصل قيمته نحو 538.6 مليون دولار امريكي، ثم عاود الارتفاع من جديد الى غاية عام 2024 ليبلغ نحو 605.55 مليون دولار أمريكي.

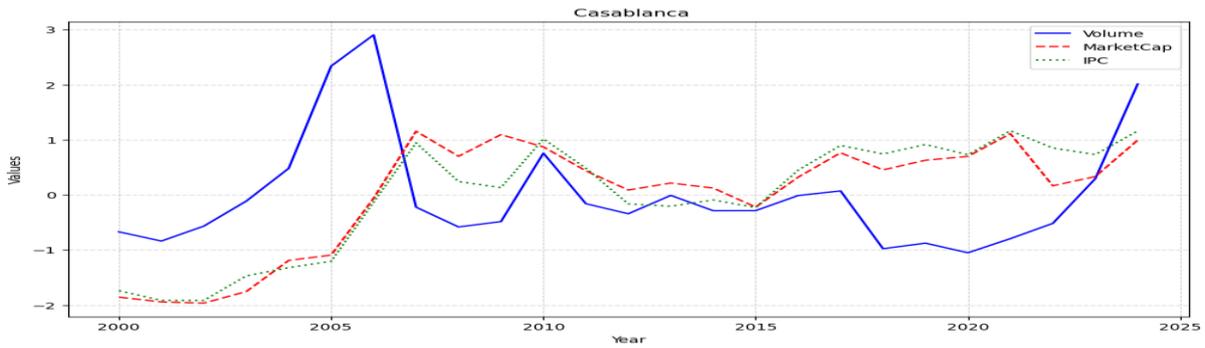
فيما يتعلق بالقيمة السوقية وانعكاساً للتراجع المسجل في مؤشرات الأسعار، فقد سجلت هي الأخرى انخفاضاً خلال فترة (2000-2002) لتصل الى نحو 8564.24 مليون دولار أمريكي، في حين شهدت ارتفاعاً ما بين (2003 و 2010) لتبلغ عام 2010 نحو 69386 مليون دولار أمريكي، ثم تلتها سلسلة من الانخفاضات والتذبذبات خلال فترة (2011 و 2020) لتصل نحو 65715 مليون دولار أمريكي عام 2020 لتعود الى الارتفاع من جديد انطلاقاً من 2021 والى غاية 2024 لتبلغ نحو 72040.975 مليون دولار أمريكي.

على صعيد نشاط التداول فقد شهد انخفاضاً خلال فترة (2000-2001) لتصل نحو 840.75 مليون دولار أمريكي، بعدها عرف هذا المؤشر ارتفاع وذلك بين (2002 و 2006) ليبلغ نحو 9109.9 مليون دولار أمريكي، وبعدها عرف انخفاضات وتذبذبات خلال فترة (2007 و 2020) ليسجل نحو 372.6 مليون دولار أمريكي، ليعرف في الأخير ارتفاعاً محسوساً خلال فترة (2021-2024) ليصل نحو 7142 مليون دولار أمريكي.

ان الارتفاعات التي عرفتها سوق الأوراق المالية للدار البيضاء تعود بالدرجة الأولى الى أنها مدعومة بقوة النمو العالمي وتحسين أطر السياسات الاقتصادية وارتفاع السلع الأساسية و الأسعار العالمية للنقط خاصة في عام 2018 وذلك من خلال ارتفاع تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر و زيادة تحويلات العاملين بالخارج، كما استفادت بعض الدول العربية من ظهور المفعول الإيجابي للسياسات المالية و برامج الإصلاح الاقتصادي المتبعة، ولقد سجلت السيولة المحلية المغربية (M2) نمواً بنحو 25.2 في المئة أين بلغت نحو 1431.2 مليار درهم و قامت بورصة الدار البيضاء بتحديث تركيبة مؤشرها (Casablanca ESG 10)، حيث تم هذا بعد المراجعة السنوية التي أجرتها الوكالة الدولية المستقلة للبحوث و خدمات البيئة و المجال الاجتماعي و الحكامة " فيجو ايريس " و بعد انعقاد اللجنة العلمية لمؤشرات بورصة الدار البيضاء، في هذا الصدد شمل تحديث مؤشر الشركات التالية: التجاري وفاء بنك وبنك افريقيا، البنك المغربي للتجارة و الصناعة، البنك الشعبي المركزي و شركة كوسومار و اتصالات المغرب، شركة لافارج هولسيم المغرب، و في نفس السياق قامت سوق الأوراق المالية للدار البيضاء بالمراجعة السنوية لمعامل قياس العائم و معامل قياس بلوغ الحد الأقصى للحدود السعرية، حيث تم تحديث البيانات المتعلقة بمؤشري " مازي " و "ماركس" على أساس البيانات المحصل عليها عند اقفال حصة

التداول والتي دخلت حيز التنفيذ أكتوبر 2020، ومن جانب آخر أعلنت البورصة المغربية التي تترأس اتحاد البورصات الافريقية أن الاتحاد أطلق عام 2021 مشروع "تواصل" لدعم التداول و الادراج في أكثر من بورصة افريقية وذلك بالربط بين بورصات أبيدجان و الدار البيضاء و القاهرة وجوهانسبرج و لاغوس، و موريشيوس و نيروبي، على صعيد إصدارات السندات قام "وفاء بنك" بإصدار سندات بقيمة 500 مليون درهم خلال جويلية 2020، وفيما يخص السيولة المحلية (M2) فقد عرفت نموا بنحو 25.2 في المئة في 2020 حيث سجلت نموا بنحو 1431.2 مليار درهم، بينما الانخفاضات التي عرفت هذه السوق على مستوى هاته المؤشرات فعواملها تعود الى تباطؤ الطلب العالمي في ظل التوترات التجارية بين الولايات المتحدة الأمريكية و الصين، و انخفاض كميات الإنتاج النفطي في عدد من الدول العربية المصدرة للنفط عام 2019، و الظرف الاستثنائي الذي عاشه العالم عام 2020 بانتشار فيروس كورونا المستجد و الذي صاحبه تأثيرات عميقة على اقتصاديات العالم واسعة النطاق على جانبي العرض و الطلب المحلي، ومن ثم انكماش الناتج المحلي الإجمالي و كذا تراجع معدلات النمو في جل الدول العربية، بالإضافة الى التراجع الذي شهده القطاع النقدي و المصرفي والذي أدى الى انخفاض قيمة القروض و التسليفات المقدمة للقطاع الخاص خلال 2020 لتبلغ نحو 1112.9 مليار درهم و كما انخفضت الودائع البنكية ذات الطابع النقدي خلال نفس الفترة لتصل الى نحو 961.5 مليار درهم،

الشكل رقم (10): تطور مؤشرات الأسعار، القيمة السوقية وحجم التداول للسوق المالية بالدار البيضاء خلال الفترة (2000-2024)



المصدر: من اعداد الباحث اعتمادا على الجدول رقم (16) باستخدام برنامج Python

وهذا ما يوضحه الشكل أعلاه.

الجدول رقم (17): تطور وأداء مؤشرات القيمة السوقية، حجم التداول ومؤشر الأسعار في سوق الأوراق المالية لذي خلال الفترة (2000-2024)

السنة year	القيمة السوقية Market Cap	التغير في القيمة السوقية Market Cap change	حجم التداول Volume	التغير في حجم التداول Volume change	مؤشر الأسعار IPC	التغير في مؤشر الأسعار IPC change
2000	8027		578,3		112,8	
2001	8124,41	1,21352934	683,4	18,1739582	120,2	6,56028369
2002	9469,52	16,5564022	687,8	0,64383963	120,92	0,59900166
2003	14284,23	50,8442878	1026,8	49,2875836	156,12	29,1101555
2004	35090,9	145,661824	1373,505	33,7655824	349,7	123,994363
2005	111993	219,151119	11030,43	703,086265	828,27	136,851587
2006	86895	-22,410329	94735,3	758,854097	378,9	-54,254048

2007	138179	59,0183555	10329,7	-89,09625	592,4	56,3473212
2008	63099	-54,335319	8309,6	-19,556231	207,4	-64,989872
2009	58095	-7,9303951	4723,9	-43,151295	405,1	95,3230473
2010	54692	-5,857647	3249	-31,222083	367,02	-9,4001481
2011	49033	-10,347034	1221	-62,419206	322,93	-12,012969
2012	49523	0,99932698	2216	81,4905815	363,4	12,5321277
2013	7086	-85,691497	14162	539,079422	710,3	95,4595487
2014	87831,7	1139,5103	1797	-87,311114	629,39	-11,390962
2015	83872,6	-4,5075981	5204	189,593767	510,94	-18,81981
2016	91927,56	9,60380386	11426	119,561875	567,93	11,1539515
2017	107288,81	16,7101683	7666	-32,907404	528,26	-6,9850158
2018	93469,91	-12,880094	3004	-60,813984	430,96	-18,41896
2019	101970	9,09393194	3581	19,207723	469,07	8,84304808
2020	92887	-8,9075218	4049,1	13,0717677	389,1	-17,048628
2021	112050	20,6304434	9152,9	126,047764	462,61	18,8923156
2022	158600	41,5439536	6101	-33,34353	305,6	-33,940036
2023	179290	13,0453972	27543,6	351,460416	1088,2	256,086387
2024	199008,2	10,9979363	26500,3	-3,7878128	352,075	-67,646113

المصدر: من اعداد الباحث اعتمادا على التقارير السنوية لاتحاد البورصات العربية، النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي والتقارير السنوية للأسواق المالية للفترة (2000-2024).

سابعاً: تحليل تطور وأداء مؤشرات الأسعار، القيمة السوقية وحجم التداول لسوق دبي المالي

سجلت مؤشرات الأسعار الخاصة بسوق دبي المالي ارتفاعاً مستمراً خلال الخمس سنوات الأولى (2000-2005) ليصل نحو 828.27 مليون دولار أمريكي نهاية 2005، ليشهد هذا المؤشر سلسلة من الانخفاضات والتذبذبات بين عامي (2006 و2022) حيث بلغ حوالي 305.6 مليون دولار أمريكي، الا أنه عرف ارتفاعاً محسوساً خلال 2023 أين وصل الى ذروته بنحو 1088.2 مليون دولار أمريكي ليعود الى الانخفاض من جديد خلال عام 2024 ليبلغ ما يقارب 352.075 مليون دولار أمريكي.

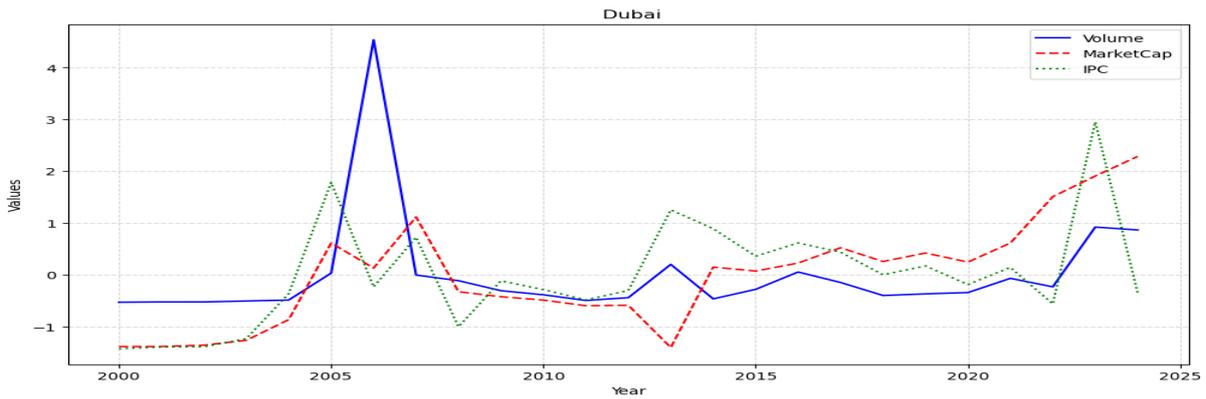
فيما يتعلق بالقيمة السوقية وتماشياً مع الارتفاع المسجل في مؤشرات الأسعار، فقد سجلت ارتفاعاً خلال الفترة (2000-2004) لتصل نحو 35090.9 مليون دولار أمريكي، في حين شهدت تذبذباً ما بين (2005 و2020) لتسجل نحو 92887 مليون دولار أمريكي، لترتفع مرة أخرى عام 2021 أين وصلت قيمتها 112050 مليون دولار أمريكي لتبلغ ذروتها نهاية 2024 بحوالي 199008.2 مليون دولار أمريكي.

على صعيد نشاط التداول، استمرت مؤشرات التداول بالتحسن خلال الخمسة أعوام الأولى (2000-2005) وهذا ما صاحبه تحسناً في حجم التداول في هذه السوق أين بلغ حجمه نحو 1130.3 مليون دولار أمريكي في عام 2005، بعدها عرف هذا

المؤشر سلسلة من الانخفاضات والتذبذبات وذلك بين (2006 و2022) ليصل الى نحو 6101 مليون دولار أمريكي ليشهد خلال السنتين المتبقيتين (2023-2024) ارتفاعا ملحوظا حيث بلغ نهاية 2024 نحو 26500.3 مليون دولار أمريكي.

ان هذه الارتفاعات التي شهدتها سوق الأوراق المالية بدبي تعود بالدرجة الأولى الى أنها مدعومة بقوة النمو العالمي وتحسين أطر السياسات الاقتصادية وارتفاع السلع الأساسية و الأسعار العالمية للنفط خاصة في عام 2018 وذلك من خلال ارتفاع تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر و زيادة تحويلات العاملين بالخارج، كما استفادت بعض الدول العربية من ظهور المفعول الإيجابي للسياسات المالية و برامج الإصلاح الاقتصادي المتبعة، ولقد أعلنت سوق دبي للأوراق المالية عن ارتفاع قيمة التوزيعات النقدية للشركات المدرجة خلال عام 2020 بنسبة 11 في المئة لتصل الى نحو 22.5 مليار درهم بالإضافة الى أنها استقطبت أكثر من 1723 مستثمرا في تلك الفترة، غالبيتهم من المستثمرين الأفراد الذين شكلت نسبتهم 87 في المئة من إجمالي المستثمرين من جهة، ومن جهة أخرى أعلنت شركة دبي للإيداع التابعة لسوق دبي المالي عن إنجاز عملية توزيع الأرباح النقدية حيث تم توزيع نحو 20.63 مليار درهم على 356.480 مستثمرا كما تم في سوق دبي المالي البدء بتداول أحد صناديق المؤشرات المتداولة و الذي يحاكي المؤشر الاستراتيجي (S&P UAE Domestic Shariah Liquide Capped Index 35/20) ويتضمن أكبر الشركات من حيث القيمة السوقية في الدولة فهذا المؤشر يقيس أداء مجموعة من الأسهم عالية السيولة لشركات تتخذ من الامارات مقرا لها، بينما الانخفاضات التي عرفتتها هذه السوق على مستوى هاته المؤشرات فعواملها تعود الى تباطؤ الطلب العالمي في ظل التوترات التجارية بين الولايات المتحدة الأمريكية و الصين، و انخفاض كميات الإنتاج النفطي في عدد من الدول العربية المصدرة للنفط عام 2019، و الظرف الاستثنائي الذي عاشه العالم عام 2020 بانتشار فيروس كورونا المستجد و الذي صاحبه تأثيرات عميقة على اقتصاديات العالم واسعة النطاق على جانبي العرض و الطلب المحلي، ومن ثم انكماش الناتج المحلي الإجمالي و كذا تراجع معدلات النمو في جل الدول العربية، من خلال العلاقة الطردية القائمة بين مختلف مؤشرات الأسواق المالية الثلاثة والموضحة في الشكل أدناه:

الشكل رقم (11): تطور مؤشرات الأسعار، القيمة السوقية وحجم التداول للسوق المالية بدبي خلال الفترة (2000-2024)



المصدر: من اعداد الباحث اعتمادا على الجدول رقم (17) باستخدام برنامج Python

الجدول رقم (18): تطور وأداء مؤشرات القيمة السوقية، حجم التداول ومؤشر الأسعار في سوق الأوراق المالية المصرية خلال الفترة (2000-

(2024

السنة year	القيمة السوقية Market Cap	التغير في القيمة السوقية Market Cap	حجم التداول Volume	التغير في حجم التداول	مؤشر الأسعار IPC	التغير في مؤشر الأسعار IPC change
---------------	------------------------------	--	-----------------------	-----------------------	---------------------	--------------------------------------

		change		Volume change		
2000	30791,26		1179,87		54,07	
2001	24308,57	-21,053669	5912,89	401,147584	35,78	-33,826521
2002	26338,69	8,35145794	6443,71	8,97733596	36,02	0,67076579
2003	27847,48	5,72841702	4349,12	-32,505963	43,42	20,5441421
2004	38076,84	36,7335213	6835,04	57,1591494	74,18	70,8429295
2005	79508	108,809344	2772,04	-59,44369	162,85	119,533567
2006	93496	17,5931982	7836,4	182,694333	265,9	63,2790912
2007	138828	48,4854967	6151,8	-21,497116	353,1	32,7942836
2008	63099	-54,548794	9582,7	55,7706687	173,5	-50,863778
2009	91092	44,3636191	7437,4	-22,387219	170	-2,0172911
2010	87109	-4,3725025	1248	-83,219942	215,96	27,0352941
2011	48679	-44,117141	4646	272,275641	82,86	-61,631784
2012	61621	26,586413	5632	21,222557	107,36	29,5679459
2013	61517	-0,1687736	5470	-2,8764205	121,6	13,2637854
2014	69907,6	13,6394818	8950	63,6197441	155,02	27,4835526
2015	54912,8	-21,449456	6805	-23,96648	122,73	-20,82957
2016	34462,85	-37,240771	6077	-10,698016	122,7	-0,0244439
2017	44433,05	28,9302829	4859	-20,042784	135,24	10,2200489
2018	41791,08	-5,9459569	3924	-19,242643	122,7	-9,2724046
2019	42358	1,35655743	4910	25,127421	133,66	8,93235534
2020	41195	-2,7456443	10273	109,226069	122,7	-8,1999102
2021	48715	18,2546426	16956,8	65,0618125	118,9	-3,0969845
2022	35161	-27,823052	8626	-49,129553	62,2	-47,687132
2023	42914,875	22,0524871	107860,2	1150,40807	63,325	1,80868167
2024	41974,325	-2,1916643	286652,5	165,762997	66	4,22424003

المصدر: من اعداد الباحث اعتمادا على التقارير السنوية لاتحاد البورصات العربية، النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي والتقارير السنوية للأسواق المالية للفترة (2000-2024).

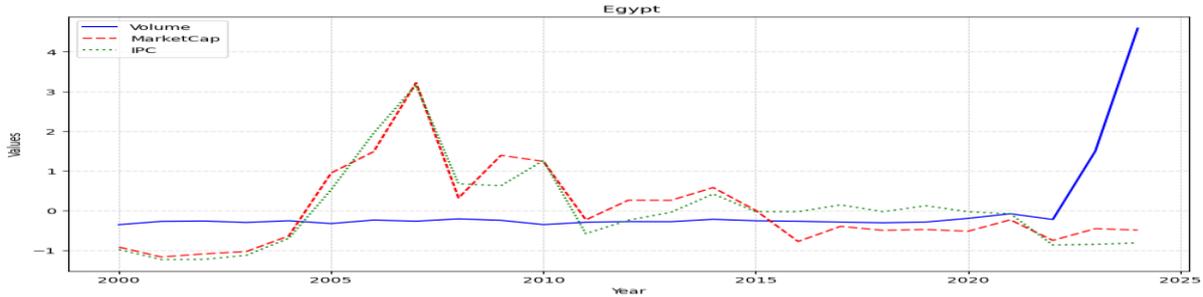
ثامنا: تحليل تطور وأداء مؤشرات الأسعار، القيمة السوقية وحجم التداول للسوق المالية المصرية

سجلت مؤشرات الأسعار الخاصة بسوق الأوراق المالية المصرية حالة ارتفاع مستمرة خلال السبعة سنوات الأولى (2000-2007) ليبلغ نحو 353.1 مليون دولار أمريكي عام 2007، بعدها شهد هذا المؤشر سلسلة من الانخفاضات والتذبذبات بين عامي (2008 و 2024) ليصل الى نحو 66 مليون دولار أمريكي عام 2024.

فيما يتعلق بالقيمة السوقية وانعكاسا للتحسن المسجل في مؤشرات الأسعار، فقد سجلت ارتفاعا خلال الفترة (2000-2007) ليسجل نحو 138828 مليون دولار أمريكي، في حين شهدت انخفاضات وتذبذبات ما بين (2008 و2024) لتصل نهاية 2024 الى نحو 41974.325 مليون دولار أمريكي.

على صعيد نشاط التداول فقد عرف هو الآخر سلسلة من الارتفاعات والانخفاضات خلال الفترة (2000-2022) ليصل الى نحو 8626 مليون دولار أمريكي، ليشهد ارتفاعا ملموسا خلال السنتين الأخيرتين (2023 و2024) ليبلغ ذروته نحو 286652.5 مليون دولار أمريكي عام 2024.

الشكل رقم (12): تطور مؤشرات الأسعار، القيمة السوقية وحجم التداول للسوق المالية المصرية خلال الفترة (2000-2024)



المصدر: من اعداد الباحث اعتمادا على الجدول رقم (18) باستخدام برنامج Python

فالارتفاعات التي شهدتها سوق الأوراق المالية المصرية تعود الى أنها مدعومة بقوة النمو العالمي وتحسين أطر السياسات الاقتصادية وارتفاع السلع الأساسية و الأسعار العالمية للنفط خاصة في عام 2018 وذلك من خلال ارتفاع تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر و زيادة تحويلات العاملين بالخارج، واستفادت بعض الدول العربية من ظهور المفعول الإيجابي للسياسات المالية و برامج الإصلاح الاقتصادي المتبعة، كما عرفت سوق الأوراق المالية المصرية قيام خمس شركات مدرجة بزيادة رؤوس أموالها و هي : بالتون المالية القابضة، العبوات الصحية، بنك قطر الوطني الأهلي، العز الدخيلة للصلب-الإسكندرية و مستشفى الزهراء الدولي، و أظهرت البيانات في هذه السوق المالية تركز تعاملات المستثمرين خلال 2020 على قطاعات كل من البنوك و العقارات و في نفس السياق استحوذت التعاملات على أسهم البنك التجاري الدولي على نحو 21.5 في المئة من إجمالي قيم التداولات على الأسهم خلال نفس الفترة، وكما سجلت التقارير الخاصة بعام 2020 تحسنا في قيم تعاملات المستثمرين من فئة المؤسسات مقابل تعاملات المستثمرين الأفراد، حيث أن قيم تعاملات المؤسسات شكلت نحو 57.4 في المئة من القيمة الاجمالية للتداولات خلال 2020، بينما الانخفاضات التي عرفت هذه السوق على مستوى هاته المؤشرات فعواملها تعود الى تباطؤ الطلب العالمي في ظل التوترات التجارية بين الولايات المتحدة الأمريكية و الصين، و انخفاض كميات الإنتاج النفطي في عدد من الدول العربية المصدرة للنفط عام 2019، و الظرف الاستثنائي الذي عاشه العالم عام 2020 بانتشار فيروس كورونا المستجد و الذي صاحبه تأثيرات عميقة على اقتصاديات العالم واسعة النطاق على جانبي العرض و الطلب المحلي، و من ثم انكماش الناتج المحلي الإجمالي و كذا تراجع معدلات النمو في جل الدول العربية، و في نفس الصدد أظهرت البورصة المصرية أن البيانات الخاصة بالاستثمار غير المصريين عرفت تراجعا من خلال صافي تعاملات المستثمرين الأجانب بما فيهم العرب الذي سجل تدفقا سالبا خلال عام 2020 ليصل نحو 6910.9 مليون جنيه مما أدى الى انخفاض قيمة تعاملات المستثمرين غير المصريين لتبلغ نسبة 28 في المئة من إجمالي قيمة التعاملات فمصر سعت الى

مواجهة تحديات كبيرة بما فيها الحاجة الملحة لضمان التخصيص الفعال و السريع للموارد بين القطاعات الاقتصادية لمواكبة التحول الهيكلي و الديناميكي الذي فرضه انتشار الفيروس، وهذا ما تظهر العلاقة الطردية القائمة بين مختلف مؤشرات الأسواق المالية المصرية خاصة بين مؤشري الأسعار و القيمة السوقية والموضحة في الشكل أعلاه.

الجدول رقم (19): تطور وأداء مؤشرات القيمة السوقية، حجم التداول ومؤشر الأسعار في سوق الأوراق المالية الكويتية خلال الفترة (2000-

2024)

السنة year	القيمة السوقية Market Cap	التغير في القيمة السوقية Market Cap change	حجم التداول Volume	التغير في حجم التداول Volume change	مؤشر الأسعار IPC	التغير في مؤشر الأسعار IPC change
2000	19847,98		4208,44		101,97	
2001	26661,7	34,3295388	1171,116	-72,172206	133,94	31,3523585
2002	35098,89	31,6453564	2122,349	81,2244901	157,92	17,9035389
2003	59528,01	69,6008335	5472,88	157,868993	258,93	63,962766
2004	73580,54	23,6065845	5181,78	-5,3189546	286,62	10,69401
2005	123893	68,3773998	9728,96	87,7532431	435,16	51,8247157
2006	105951	-14,481851	9960,02	2,37497122	350,9	-19,362993
2007	135362	27,7590584	1308,96	-86,857858	444,4	26,645768
2008	70181	-48,153101	133650	10110,396	265,3	-40,30153
2009	93824	33,6886052	1037,71	-99,223562	218,8	-17,527328
2010	113883	21,3793912	9536,8	819,023619	283,11	29,3921389
2011	86295	-24,224862	699	-92,670497	237,45	-16,128007
2012	79262	-8,1499508	3421,9	389,542203	335,26	41,1918299
2013	108352	36,7010673	5984,3	74,8823753	415,18	23,8382151
2014	100334,2	-7,3997711	5006,4	-16,341093	353,94	-14,750229
2015	87766,7	-12,525639	2600,9	-48,048498	316,59	-10,552636
2016	87288,49	-0,544865	2978,1	14,5026722	326,19	3,03231309
2017	92577,63	6,0593785	3292,1	10,5436352	374,36	14,7674668
2018	94399,18	1,96759195	4994	51,6964855	350,93	-6,2586815
2019	117718	24,7023544	7219	44,5534642	394,71	12,4754224
2020	106249	-9,7427751	13985,5	93,7318188	373,9	-5,2722252
2021	136809	28,7626236	13646,9	-2,421079	428,86	14,6991174
2022	159059,2	16,2636961	10190,7	-25,325898	126,3	-70,54983
2023	137013,375	-13,860138	33936,7	233,016378	111,4	-11,797308
2024	853717,075	523,090319	33436,293	-1,4745305	224,475	101,503591

المصدر: من اعداد الباحث اعتمادا على التقارير السنوية لاتحاد البورصات العربية، النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي والتقارير السنوية للأسواق المالية للفترة (2000-2024).

تاسعا: تحليل تطور وأداء مؤشرات الأسعار، القيمة السوقية وحجم التداول للسوق المالية الكويتية

شهدت مؤشرات الأسعار لسوق الكويت للأوراق المالية حالة ارتفاع مستمرة خلال الخمس سنوات الأولى (2000-2005) ليصل نحو 435.16 مليون دولار أمريكي عام 2005، بعدها سجل هذا المؤشر سلسلة من الانخفاضات والتذبذبات خلال الفترة (2006 و 2021) ليبلغ عام 2021 نحو 428.86 مليون دولار أمريكي، إلا أنه عرف انخفاضا من جديد بين عامي (2022 و 2023) ليصل حوالي 111.4 مليون دولار أمريكي عام 2023 ليرتفع بعد ذلك ليسجل نحو 224.475 مليون دولار أمريكي نهاية 2024.

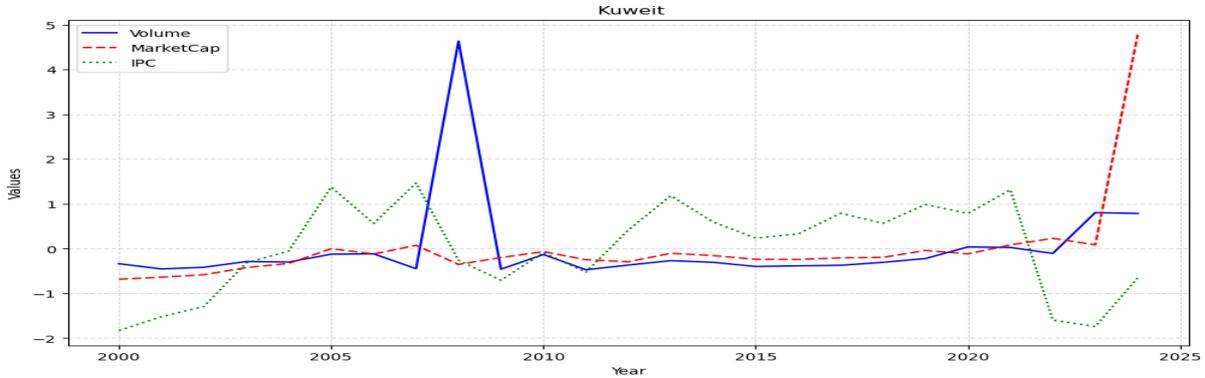
فيما يتعلق بالقيمة السوقية وتماشيا مع الارتفاع المسجل في مؤشرات الأسعار، فقد سجلت هي الأخرى ارتفاعا خلال الخمس سنوات الأولى (2000-2005) لتبلغ نحو 123893 مليون دولار أمريكي عام 2005، في حين شهدت تذبذبا ما بين (2006 و 2023) لتصل نحو 137013.375 مليون دولار أمريكي عام 2023، ثم عاودت الارتفاع من جديد لتبلغ نهاية 2024 نحو 853717.075 مليون دولار أمريكي.

فيما يخص نشاط التداول فقد شهد ارتفاعا خلال الستة سنوات الأولى (2000-2006) نظرا لتراجع عدد الأسهم المتداولة في السوق وهذا ما صاحبه تحسنا في حجم التداول في هذه السوق ليبلغ نحو 9960.02 مليون دولار أمريكي عام 2006، بعدها عرف هذا المؤشر سلسلة من الانخفاضات والتذبذبات خلال فترة (2007 و 2024) ليصل نحو 33436.293 مليون دولار أمريكي نهاية عام 2024.

فهذه الارتفاعات التي سجلتها سوق الأوراق المالية الكويتية تعود بالدرجة الأولى الى أنها مدعومة بقوة النمو العالمي وتحسين أطر السياسات الاقتصادية وارتفاع السلع الأساسية و الأسعار العالمية للنفط خاصة في عام 2018 وذلك من خلال ارتفاع تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر و زيادة تحويلات العاملين بالخارج، كما استفادت بعض الدول العربية من ظهور المفعول الإيجابي للسياسات المالية و برامج الإصلاح الاقتصادي المتبعة، بالإضافة الى أن تعاملات الصناديق الاستثمارية و المؤسسات بالكويت سجلت صافي تدفق موجب من خلال صافي بيع بنحو 74.2 و 3.5 مليون دينار على الترتيب خلال عام 2020، و في نفس السياق سجلت تعاملات المستثمرين من الأفراد، محافظ العملاء صافي تدفق موجب بنحو 39.4 و 38.3 مليون دينار على الترتيب، و لقد أظهرت التقارير أن تعاملات المستثمرين من فئتي الأفراد و المؤسسات لا تزال تسيطر على الجزء الأكبر من تداولات السوق، حيث شكلت تداولات هاتين الفئتين نحو 41.6 و 27.6 في المئة على التوالي من القيمة الاجمالية للتداول خلال عام 2020، بينما الانخفاضات التي عرفتتها هذه السوق على مستوى هاته المؤشرات فعواملها تعود الى تباطؤ الطلب العالمي في ظل التوترات التجارية بين الولايات المتحدة الأمريكية و الصين، و انخفاض كميات الإنتاج النفطي في عدد من الدول العربية المصدرة للنفط عام 2019، و الظرف الاستثنائي الذي عاشه العالم عام 2020 بانتشار فيروس كورونا المستجد و الذي صاحبه تأثيرات عميقة على اقتصاديات العالم واسعة النطاق على جانبي العرض و الطلب المحلي، و من ثم انكماش الناتج المحلي الإجمالي و كذا تراجع معدلات النمو في جل الدول العربية، و فيما يتعلق بتعاملات غير الكويتيين فقد سجلت صافي التعاملات للمستثمرين الأجانب خلال عام 2020 صافي تدفق سالب بنحو 23.2 مليون دينار، بحيث بلغت قيمة عمليات الشراء للمستثمر الأجنبي نحو 317.3 مليون دينار كويتي و في الصدد نفسه سجلت قيمة تعاملات المستثمرين الأجانب تراجعا خلال نفس الفترة، فقد انخفضت قيمة تعاملات غير الكويتيين

خلال 2020 لتصل نحو 35.6 في المئة من القيمة الاجمالية للتداول، فالعلاقة الطردية القائمة بين مختلف مؤشرات الأسواق المالية الثلاثة موضحة في الشكل التالي:

الشكل رقم (13): تطور مؤشرات الأسعار، القيمة السوقية وحجم التداول للسوق المالية بالكويت خلال الفترة (2000-2024)



المصدر: من اعداد الباحث اعتمادا على الجدول رقم (19) باستخدام برنامج Python

الجدول رقم (20): تطور وأداء مؤشرات القيمة السوقية، حجم التداول ومؤشر الأسعار في سوق الأوراق المالية بمسقط خلال الفترة (2000-2024)

السنة year	القيمة السوقية Market Cap	التغير في القيمة السوقية Market Cap change	حجم التداول Volume	التغير في حجم التداول Volume change	مؤشر الأسعار IPC	التغير في مؤشر الأسعار IPC change
2000	3518,13		551,42		88,76	
2001	2634,37	-25,120163	419,85	-23,860215	64,22	-27,647589
2002	5268,05	99,9738078	581,76	38,5637728	84,15	31,0339458
2003	7246,23	37,5505168	1334,3	129,355748	114,8	36,4230541
2004	9317,66	28,5863132	1985,19	48,7813835	138,71	20,8275261
2005	12062	29,453103	3320,4	67,2585496	186,37	34,359455
2006	13037	8,08323661	2214,4	-33,30924	117,9	-36,738746
2007	23086	77,0806167	5211	135,323338	177,9	50,8905852
2008	15139	-34,42346	8686	66,6858568	103,3	-41,933671
2009	23616	55,9944514	5905	-32,017039	185,9	79,9612778
2010	28309	19,8721206	947	-83,962743	305,25	64,2011834
2011	26210	-7,4146031	479	-49,419219	252	-17,444717
2012	30299	15,6009157	699,2	45,9707724	299,79	18,9642857
2013	36767	21,3472392	1556,1	122,554348	343,22	14,4868074
2014	37830,5	2,89253951	1445,1	-7,1332177	321,24	-6,4040557
2015	40984,2	8,33639524	1151	-20,351533	300,97	-6,309924
2016	44904,21	9,5646859	571,7	-50,330148	469,09	55,859388
2017	46625,45	3,83313725	819,2	43,2919363	427,27	-8,9151336

2018	47210,81	1,25545169	341,1	-58,361816	373,03	-12,694549
2019	48744	3,24754013	411,2	20,551158	342,5	-8,1843283
2020	52576	7,86148039	287,2	-30,155642	319,2	-6,8029197
2021	57380	9,13724893	437,4	52,2980501	345,01	8,0858396
2022	61058,6	6,41094458	519,9	18,861454	126,3	-63,392365
2023	61757	1,14381922	2942,1	465,897288	190,725	51,0095012
2024	63141,8	2,2423369	2839,5	-3,487305	208,3	9,21483812

المصدر: من اعداد الباحث اعتمادا على التقارير السنوية لاتحاد البورصات العربية، النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي والتقارير السنوية للأسواق المالية للفترة (2000-2024).

عاشرا: تحليل تطور وأداء مؤشرات الأسعار، القيمة السوقية وحجم التداول لسوق مسقط المالي

سجلت مؤشرات الأسعار الخاصة بسوق الأوراق المالية بمسقط ارتفاعا خلال الخمس سنوات الأولى (2000-2005) ليبلغ نحو 186.37 مليون دولار أمريكي عام 2005، بعدها شهد هذا المؤشر سلسلة من الانخفاضات والتذبذبات خلال الفترة (2006 و2016) ليصل الى ذروته بنحو 469.09 مليون دولار أمريكي عام 2016، الا أنه عرف من جديد انخفاض ملحوظا ليبلغ نحو 126.3 مليون دولار أمريكي وذلك بين عامي (2017 و2022)، ليسجل بعدها ارتفاعا خلال السنتين الأخيرتين (2023-2024) ليبلغ نحو 208.3 مليون دولار أمريكي عام 2024.

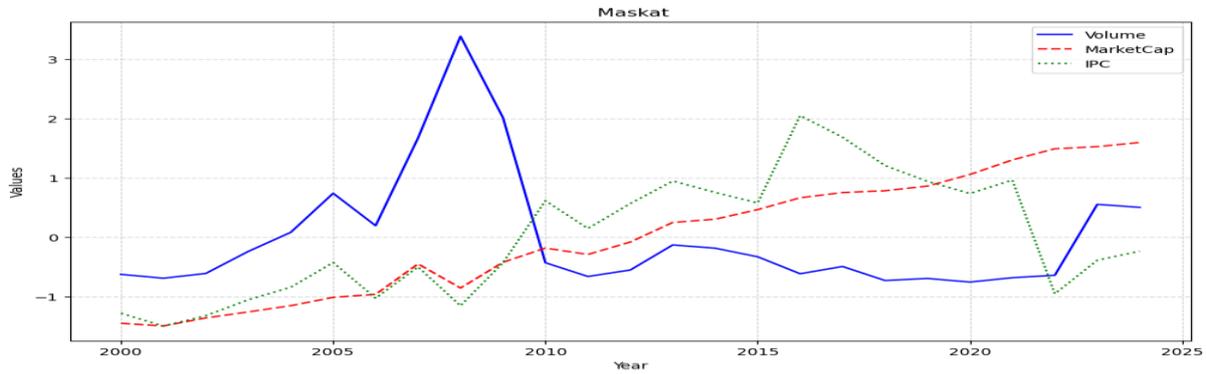
فيما يتعلق بالقيمة السوقية وتماشيا مع الارتفاع المسجل في مؤشرات الأسعار، فقد سجلت هي الأخرى ارتفاعا ملموسا خلال الفترة (2000-2024) لتبلغ ذروتها بنحو 63141.8 مليون دولار أمريكي.

على صعيد نشاط التداول فقد شهد ارتفاعا خلال الستة سنوات الأولى (2000-2008) نظرا لتراجع عدد الأسهم المتداولة في السوق وهذا ما صاحبه تحسنا في حجم التداول في هذه السوق ليبلغ نحو 8686 مليون دولار أمريكي عام 2008، بعدها عرف هذا المؤشر سلسلة من الانخفاضات والتذبذبات وذلك بين (2009 و2022) ليصل نحو 519.9 مليون دولار أمريكي ليعرف في الأخير ارتفاعا خلال فترة (2023-2024) ليبلغ نحو 2839.5 مليون دولار أمريكي نهاية عام 2024.

فهذه الارتفاعات التي عايشتها سوق مسقط للأوراق المالية تعود الى أنها مدعومة بقوة النمو العالمي وتحسين أطر السياسات الاقتصادية وارتفاع السلع الأساسية و الأسعار العالمية للنفط خاصة في عام 2018 وذلك من خلال ارتفاع تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر و زيادة تحويلات العاملين بالخارج، كما استفادت بعض الدول العربية من ظهور المفعول الإيجابي للسياسات المالية و برامج الإصلاح الاقتصادي المتبعة، بينما الانخفاضات التي عرفتتها هذه السوق على مستوى هاته المؤشرات فعواملها تعود الى تباطؤ الطلب العالمي في ظل التوترات التجارية بين الولايات المتحدة الأمريكية و الصين، و انخفاض كميات الإنتاج النفطي في عدد من الدول العربية المصدر للنفط عام 2019، و الظرف الاستثنائي الذي عاشه العالم عام 2020 بانتشار فيروس كورونا المستجد و الذي صاحبه تأثيرات عميقة على اقتصاديات العالم واسعة النطاق على جانبي العرض و الطلب المحلي، ومن ثم انكماش الناتج المحلي الإجمالي و كذا تراجع معدلات النمو في جل الدول العربية، بالإضافة الى أن الأرباح الصافية للشركة العمانية للاتصالات "عمانتيل" سجلت تراجعا بنحو 27.7 في المئة لتصل الى 24 مليون ريال عماني خلال 2020 و فيما يتعلق بالاستثمار غير

العمانيين فلقد أظهرت البيانات استمرار المستثمرين الأجانب من الخروج عن السوق المالي العماني في نفس الفترة، حيث سجلت تعاملاتهم صافي تدفق سالب بنحو 8.2 مليون ريال، حيث بلغت قيمة عمليات الشراء للمستثمر الأجنبي نحو 15.9 مليون ريال قابلها مبيعات بنحو 24.1 مليون ريال خلال ذات الفترة، أما فيما يخص الاستثمار المؤسسي فالبيانات تظهر استمرار المستثمرين من فئة المؤسسات و الشركان بالخروج من السوق المالي العماني خلال 2020 و لكن بويئة أضعف حيث سجلت صافي تعاملات المستثمر المؤسسي في سوق مسقط للأوراق المالية من عام 2020 صافي تدفق سالب بنحو 0.8 مليون ريال، وقد بلغت قيمة مشتريات المؤسسات خلال نفس الفترة نحو 43.1 مليون ريال و التي قابلتها مبيعات بنحو 42.3 مليون ريال عماني

الشكل رقم (14): تطور مؤشرات الأسعار، القيمة السوقية وحجم التداول للسوق المالية بمسقط خلال الفترة (2000-2024)



المصدر: من اعداد الباحث اعتمادا على الجدول رقم (20) باستخدام برنامج Python

من خلال العلاقة الطردية القائمة بين مختلف مؤشرات الأسواق المالية الثلاثة والموضحة في الشكل أعلاه.

الجدول رقم (21): تطور وأداء مؤشرات القيمة السوقية، حجم التداول ومؤشر الأسعار في سوق الأوراق المالية لفلسطين خلال الفترة (2000-2024)

السنة year	القيمة السوقية Market Cap	التغير في القيمة السوقية Market Cap change	حجم التداول Volume	التغير في حجم التداول Volume change	مؤشر الأسعار IPC	التغير في مؤشر الأسعار IPC change
2000	2576		1262		271,8	
2001	2576	0	1471	16,5610143	271,8	0
2002	2741	6,4052795	1687	14,6838885	289,3	6,43855776
2003	2814,4	2,6778548	1841	9,12863071	321,2	11,026616
2004	2871,1	2,014639	1747	-5,1059207	385,3	19,9564134
2005	3157,15	9,96308035	2103	20,3777905	385,65	0,09083831
2006	2731	-13,497933	167,3	-92,044698	215,6	-44,094386
2007	2474	-9,4104724	817	388,344292	189,5	-12,105751
2008	2124	-14,14713	1235	51,1627907	155,4	-17,994723
2009	2377	11,9114878	500	-59,51417	176,6	13,6422136
2010	2449	3,02902819	117,2	-76,56	156,87	-11,17214
2011	2782	13,5973867	94,4	-19,453925	155,92	-0,605597
2012	2836	1,9410496	71,7	-24,04661	152,22	-2,3730118

2013	3242	14,3159379	143,7	100,41841	178,96	17,5666798
2014	3190,6	-1,5854411	75,8	-47,251218	172,34	-3,6991506
2015	3334,3	4,50385507	117,2	54,6174142	181,04	5,04816061
2016	3387,13	1,58444051	90	-23,208191	186,92	3,24790102
2017	3891	14,876016	136,5	51,6666667	209,6	12,1335331
2018	3725	-4,2662555	69,4	-49,157509	195,62	-6,6698473
2019	4210	13,0201342	49,8	-28,242075	194,21	-0,7207852
2020	3447	-18,123515	44,3	-11,044177	172,1	-11,384584
2021	6212	80,2146794	172	288,261851	204,2	18,6519465
2022	4822,1	-22,374437	64,7	-62,383721	135	-33,888345
2023	4889,95	1,40706331	330,9	411,437403	132,775	-1,6481481
2024	4119,375	-15,758341	182,9	-44,726503	116,7	-12,106948

المصدر: من اعداد الباحث اعتمادا على التقارير السنوية لاتحاد البورصات العربية، النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي والتقارير السنوية للأسواق المالية للفترة (2000-2024).

احدى عشر: تحليل تطور وأداء مؤشرات الأسعار، القيمة السوقية وحجم التداول للسوق المالية الفلسطينية

عرفت مؤشرات الأسعار الخاصة بسوق فلسطين للأوراق المالية ارتفاعا خلال الخمس سنوات الأولى (2000-2005) بلغ نحو 385.65 مليون دولار أمريكي، بعدها شهد هذا المؤشر سلسلة من الانخفاضات والتذبذبات بين عامي (2006 و 2024) ليصل الى نحو 116.7 مليون دولار أمريكي عام 2024.

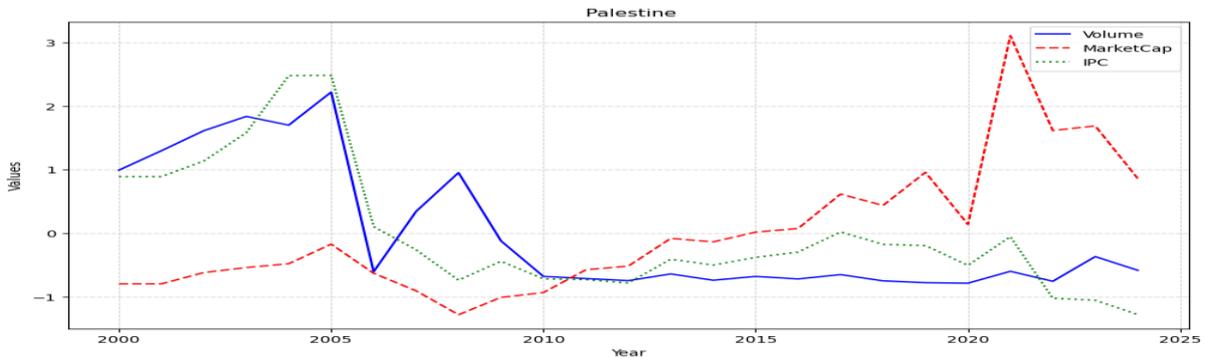
فيما يتعلق بالقيمة السوقية وتماشيا مع الارتفاع المسجل في مؤشرات الأسعار، فقد سجلت هي الأخرى ارتفاعا خلال الخمس سنوات الأولى (2000-2005) لتبلغ نحو 3157.15 مليون دولار أمريكي، في حين شهدت تذبذبا ما بين (2006 و 2020) لتصل الى نحو 3447 مليون دولار أمريكي، لترتفع من جديد مرة أخرى عام 2021 أين بلغت ذروتها بنحو 6212 مليون دولار أمريكي ثم عاودت الانخفاض خلال السنتين الأخيرتين (2023 و 2024) لتصل نهاية عام 2024 نحو 4119.375 مليون دولار أمريكي.

فيما يخص نشاط التداول فقد شهد ارتفاعا خلال الستة سنوات الأولى (2000-2005) نظرا لتراجع عدد الأسهم المتداولة في السوق وهذا ما صاحبه تحسنا في حجم التداول في هذه السوق ليبلغ 2103 مليون دولار أمريكي عام 2005، بعدها عرف هذا المؤشر سلسلة من الانخفاضات والتذبذبات وذلك بين (2006 و 2022) ليصل الى نحو 64.7 مليون دولار أمريكي، ليعرف ارتفاعا محسوسا عام 2023 أين بلغ نحو 330.9 مليون دولار أمريكي ليسجل في الأخير انخفاضاً عام 2024 ليصل نحو 182.9 مليون دولار أمريكي.

ان الارتفاعات التي عايرتها سوق الأوراق المالية الفلسطينية تعود الى أنها مدعومة بقوة النمو العالمي وتحسين أطر السياسات الاقتصادية وارتفاع السلع الأساسية و الأسعار العالمية للنفط خاصة في عام 2018 وذلك من خلال ارتفاع تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر و زيادة تحويلات العاملين بالخارج، واستفادت بعض الدول العربية من ظهور المفعول الإيجابي للسياسات المالية و برامج الإصلاح

الاقتصادي المتبعة، كما ركزت بورصة فلسطين خلال عام 2020 على ما يسمى بمؤشر التركز بحيث أظهرت البيانات تركز تعاملات المستثمرين على ثلاثة قطاعات رئيسية هي قطاع الاستثمار و قطاع البنوك و قطاع الخدمات بنسب 34.9، 29.1 و 27.9 في المئة على الترتيب، في نفس السياق شكلت القيمة السوقية للشركات المدرجة ضمن قطاع الخدمات و البنوك و الاستثمار نحو 31.2، 30.1 و 21.3 في المئة على الترتيب من القيمة السوقية الاجمالية للشركات المدرجة في البورصة الفلسطينية، و فيما يتعلق بالمؤشرات النقدية و المصرفية فلقد عرفت مؤشرات النشاط المصرفي الفلسطيني خلال 2020 تطورا خفيفا من خلال التحسن في القروض و التسهيلات الائتمانية المقدمة للقطاع الخاص المقيم و بنسبة 4.1 في المئة، لتصل قيمتها الى نحو 7.7 مليار دولار من نفس الفترة، كما ارتفعت قيمة وائع القطاع الخاص المقيم بنحو 0.8 في المئة ليبلغ رصيدها نحو 12.5 مليار دولار من ذات الفترة، في المقابل عرف صافي موجودات المصارف العاملة في الأراضي الفلسطينية استقرار خلال هذه الفترة، حيث استقرت صافي موجودات عند نحو 17.8 مليار دولار خلال عام 2020، بينما الانخفاضات التي عرفت هذه السوق على مستوى هاته المؤشرات فعملها تعود الى الحرب الصهيونية الإسرائيلية بالدرجة الأولى و تباطؤ الطلب العالمي في ظل التوترات التجارية بين الولايات المتحدة الأمريكية و الصين، و انخفاض كميات الإنتاج النفطي في عدد من الدول العربية المصدرة للنفط عام 2019، و الظرف الاستثنائي الذي عاشه العالم عام 2020 بانتشار فيروس كورونا المستجد و الذي صاحبه تأثيرات عميقة على اقتصاديات العالم واسعة النطاق على جانبي العرض و الطلب المحلي، ومن ثم انكماش الناتج المحلي الإجمالي و كذا تراجع معدلات النمو فالعلاقة الطردية القائمة بين مختلف مؤشرات الأسواق المالية الثلاثة مبينة في الشكل الموالي:

الشكل رقم (15): تطور مؤشرات الأسعار، القيمة السوقية وحجم التداول للسوق المالية بفلسطين خلال الفترة (2000-2024)



المصدر: من اعداد الباحث اعتمادا على الجدول رقم (21) باستخدام برنامج Python

الجدول رقم (22): تطور وأداء مؤشرات القيمة السوقية، حجم التداول ومؤشر الأسعار في سوق الأوراق المالية بقطر خلال الفترة (2000-2024)

السنة year	القيمة السوقية Market Cap	التغير في القيمة السوقية Market Cap change	حجم التداول Volume	التغير في حجم التداول Volume change	مؤشر الأسعار IPC	التغير في مؤشر الأسعار IPC change
2000	9821		1161		107,6	
2001	10236,3	4,22869362	1583	36,3479759	113,5	5,48327138
2002	10567,22	3,23280873	2251	42,1983575	135,29	19,1982379
2003	26702,11	152,688124	3220,16	43,0546424	209,36	54,7490576
2004	40434,79	51,4291942	6343,59	96,996112	307,29	46,7758884

2005	87143,34	115,515748	28252,3	345,367686	554,59	80,4777246
2006	60905	-30,109404	19221,6	-31,964477	368,2	-33,608612
2007	95495	56,7933667	29927	55,6946352	478,7	30,0108637
2008	76627	-19,758103	48220	61,1254052	372,4	-22,205975
2009	87930	14,7506753	25317	-47,496889	386,9	3,89366273
2010	123641	40,6129876	6003,7	-76,285895	630,84	63,0498837
2011	125598	1,58280829	5862,4	-2,3535486	604,85	-4,1199036
2012	126297	0,55653752	6551,4	11,7528657	567,58	-6,1618583
2013	152589	20,8175966	5692,3	-13,113228	669,31	17,9234645
2014	185814,4	21,7744398	1658	-70,872934	1113,9	66,4251244
2015	151892,2	-18,255959	4930,8	197,394451	988,08	-11,295448
2016	154738,85	1,8741252	4307,8	-12,634867	952,7	-3,5806817
2017	129623,71	-16,230662	3590,5	-16,651191	786,46	-17,449354
2018	161668,35	24,7212798	3332	-7,1995544	897,01	14,056659
2019	160029	-1,0140204	3815	14,4957983	907,32	1,14937403
2020	165371	3,33814496	8857,4	132,173001	843,2	-7,0669665
2021	183324	10,8561961	8126,2	-8,2552442	923,13	9,47936433
2022	183854	0,28910563	7633,4	-6,0643351	196,2	-78,746222
2023	165680,175	-9,8849223	34400,7	350,660256	197,7	0,76452599
2024	163800,75	-1,1343693	29442	-14,414532	203,9	3,13606474

المصدر: من اعداد الباحث اعتمادا على التقارير السنوية لاتحاد البورصات العربية، النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي والتقارير السنوية للأسواق المالية للفترة (2000-2024).

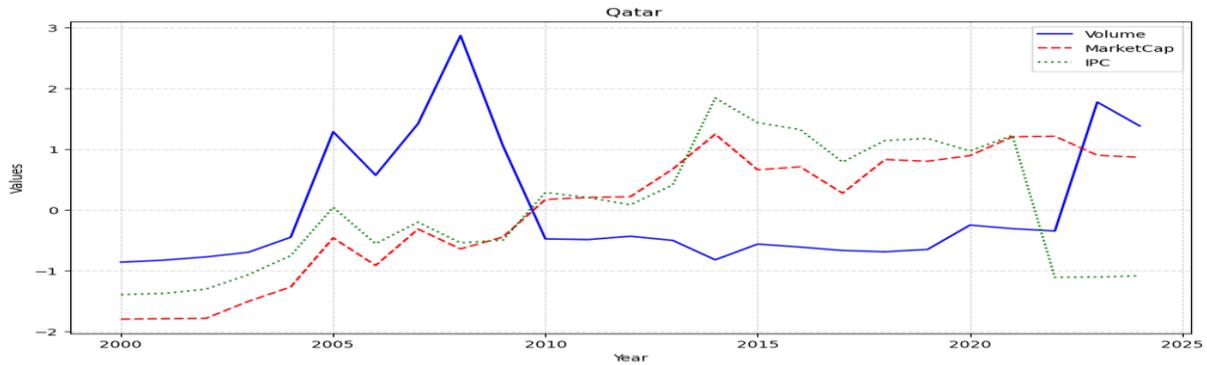
اثني عشر: تحليل تطور وأداء مؤشرات الأسعار، القيمة السوقية وحجم التداول للسوق المالية القطرية

سجلت مؤشرات الأسعار بسوق قطر للأوراق المالية حالة ارتفاع مستمرة خلال الخمس سنوات الأولى (2000-2005) حيث بلغ نحو 554.59 مليون دولار أمريكي عام 2005، بعدها شهد هذا المؤشر انخفاضات وتذبذبات بين عامي (2006 و 2009) ليصل نحو 386.9 مليون دولار أمريكي عام 2009، الا أنه عرف ارتفاعا ملموسا خلال فترة (2010 و 2014) ليبلغ ذروته عام 2014 بنحو 1113.9 مليون دولار أمريكي، ثم عاود الانخفاض من جديد انطلاقا من 2015 ليصل الى نحو 203.9 مليون دولار نهاية عام 2024.

فيما يتعلق بالقيمة السوقية وتماشيا مع الارتفاع المسجل في مؤشرات الأسعار، فقد سجلت هي الأخرى ارتفاعا خلال الخمس سنوات الأولى (2000-2005) لتبلغ نحو 87143.34 مليون دولار أمريكي، في حين شهدت انخفاضا وتذبذبا ما بين (2006 و 2008) لتصل نحو 76627 مليون دولار أمريكي عام 2008، ثم عرفت سلسلة من الارتفاعات المتتالية الى غاية عام 2024 لتبلغ نحو 163800.3 مليون دولار أمريكي.

على صعيد نشاط التداول فقد شهد ارتفاعا خلال الخمس سنوات الأولى (2000-2005) نظرا لتراجع عدد الأسهم المتداولة في السوق وهذا ما صاحبه تحسنا في حجم التداول في هذه السوق ليبلغ نحو 28252.3 مليون دولار أمريكي عام 2005، بعدها عرف هذا المؤشر انخفاضا عام 2006 ليصل الى نحو 19221.6 مليون دولار أمريكي، ليعرف في ارتفاعا محسوسا خلال فترة (2007-2008) أين بلغ ذروته نحو 48220 مليون دولار أمريكي عام 2008، ثم سجل سلسلة من الانخفاضات و التذبذبات خلال الفترة (2009 و 2022) ليصل نحو 7633.4 مليون دولار أمريكي، ليعاود الارتفاع من جديد خلال السنتين الأخيرتين (2023 و 2024) ليبلغ نحو 29442 مليون دولار أمريكي عام 2024.

الشكل رقم (16): تطور مؤشرات الأسعار، القيمة السوقية وحجم التداول للسوق المالية بقطر خلال الفترة (2000-2024)



المصدر: من اعداد الباحث اعتمادا على الجدول رقم (22) باستخدام برنامج Python

فالارتفاعات التي سجلتها سوق الأوراق المالية القطرية تعود الى أنها مدعومة بقوة النمو العالمي وتحسين أطر السياسات الاقتصادية وارتفاع السلع الأساسية و الأسعار العالمية للنفط خاصة في عام 2018 وذلك من خلال ارتفاع تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر و زيادة تحويلات العاملين بالخارج، و استفادت بعض الدول العربية من ظهور المفعول الإيجابي للسياسات المالية و برامج الإصلاح الاقتصادي المتبعة، كما ركزت تعاملات المستثمرين في ثلاثة قطاعات رئيسية هي: قطاع البنوك و الخدمات المالية، قطاع الصناعة و قطاع العقارات وذلك بنحو 33، 20.2 و 18.7 في المئة على الترتيب من القيمة الجمالية للتداولات، و كذا بالنسبة لتعاملات المستثمر المؤسسي فقد بلغت قيمة مشتريات المستثمر المؤسسي نحو 5.29 مليار ريال قابلها مبيعات بنحو 4.85 مليار ريال وعليه سجلت صافي تعاملات المؤسسات صافي تدفق موجب بنحو 435 مليون ريال خلال 2020، بينما الانخفاضات التي عرفتها هذه السوق على مستوى هاته المؤشرات فعواملها تعود الى تباطؤ الطلب العالمي في ظل التوترات التجارية بين الولايات المتحدة الأمريكية و الصين، و انخفاض كميات الإنتاج النفطي في عدد من الدول العربية المصدرة للنفط عام 2019، و الظرف الاستثنائي الذي عاشه العالم عام 2020 بانتشار فيروس كورونا المستجد و الذي صاحبه تأثيرات عميقة على اقتصاديات العالم واسعة النطاق على جانبي العرض و الطلب المحلي، و من ثم انكماش الناتج المحلي الإجمالي و كذا تراجع معدلات النمو في جل الدول العربية، على صعيد الاستثمار غير القطريين في البورصة فقد سجل صافي تعاملات المستثمر الأجنبي خلال 2020 صافي تدفق سالب أين بلغ قيمة صافي بيع من تعاملات الأجانب نحو 83.6 مليون ريال في حين بلغت قيمة عمليات الشراء للمستثمرين غير القطريين نحو 4.41 مليار ريال مقابل مبيعات بقيمة نحو 4.49 مليار ريال من نفس الفترة، من خلال العلاقة الطردية القائمة بين مختلف مؤشرات الأسواق المالية الثلاثة والموضحة في الشكل أعلاه.

الجدول رقم (23): تطور وأداء مؤشرات القيمة السوقية، حجم التداول ومؤشر الأسعار في سوق الأوراق المالية السعودية خلال الفترة (2000-2024)

(2024)

السنة year	القيمة السوقية Market Cap	التغير في القيمة السوقية Market Cap change	حجم التداول Volume	التغير في حجم التداول Volume change	مؤشر الأسعار IPC	التغير في مؤشر الأسعار IPC change
2000	68166,4		17313,45		128,44	
2001	73201,35	7,38626361	22223,44	28,3593969	129,68	0,96543133
2002	74851,38	2,25409777	30974,47	39,3774771	132,96	2,5293029
2003	157306,44	110,15837	159055,55	413,505316	201,98	51,910349
2004	306255,7	94,6873249	472990	197,374094	410,53	103,252797
2005	646121	110,974359	1103582,8	133,320535	878,4	113,967311
2006	326852	-49,41319	1402942	27,1261205	403,9	-54,01867
2007	518984	58,7825683	682287	-51,367412	555,6	37,5588017
2008	246337	-52,53476	523129	-23,327134	226,8	-59,179266
2009	31875	-87,060409	337041	-35,572106	291,5	28,5273369
2010	353400	1008,70588	45461	-86,51173	331,97	13,8833619
2011	338873	-4,1106395	85989	89,1489409	312,69	-5,8077537
2012	373365	10,1784444	9188	-89,314912	311,44	-0,3997569
2013	467341	25,1700079	78532	754,723552	391,05	25,561906
2014	482896,5	3,32851173	130679	66,4022309	383,33	-1,9741721
2015	420656,3	-12,888932	89715	-31,347041	327,36	-14,600997
2016	448304,69	6,57267941	79861	-10,983671	335,75	2,56292766
2017	451150,14	0,63471341	61155	-23,423198	336,02	0,08041698
2018	496287,01	10,0048445	4728	-92,268825	346,92	3,24385453
2019	2406948	384,991134	5566	17,7241963	369,42	6,48564511
2020	2426632	0,81779914	195516,2	3412,68775	377,4	2,16014293
2021	2668538	9,96879626	119926,8	-38,661451	439,18	16,3698993
2022	2724164	2,08451219	79323	-33,857153	525,6	19,6775809
2023	2923501,85	7,31739536	158756,863	100,139761	404,725	-22,997527
2024	2746067,4	-6,0692436	510525,4	221,576901	565,775	39,7924517

المصدر: من اعداد الباحث اعتمادا على التقارير السنوية لاتحاد البورصات العربية، النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي والتقارير السنوية للأسواق المالية للفترة (2000-2024).

ثلاثة عشر: تحليل تطور وأداء مؤشرات الأسعار، القيمة السوقية وحجم التداول للسوق المالية السعودية

عرفت مؤشرات الأسعار بسوق الأوراق المالية السعودية ارتفاعا خلال الخمس سنوات الأولى (2000-2005) لتبلغ ذروتها عام 2005 بنحو 878.4 مليون دولار أمريكي، بعدها شهد هذا المؤشر سلسلة من الانخفاضات والتذبذبات خلال فترة (2006 و2024) ليصل الى نحو 565.725 مليون دولار أمريكي عام 2024.

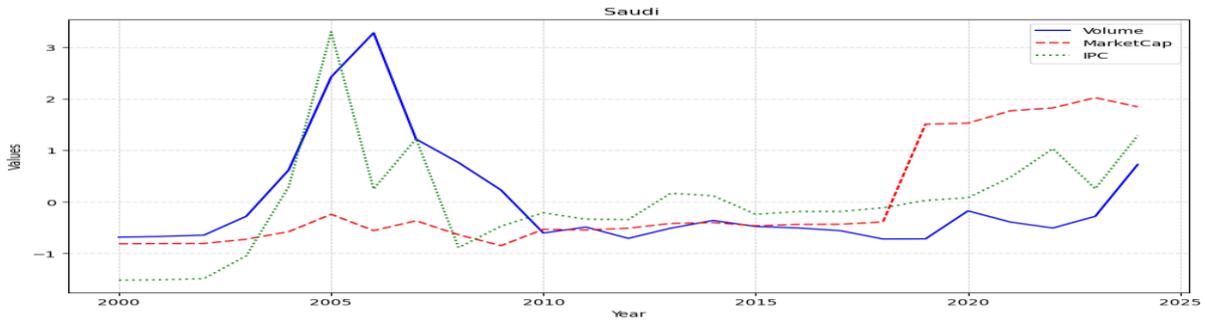
فيما يتعلق بالقيمة السوقية وانعكاسا للتحسن المحقق في مؤشرات الأسعار، فقد سجلت هذه القيمة ارتفاعا كبيرا خلال الخمس سنوات الأولى (2000-2005) لتبلغ عام 2005 نحو 646121 مليون دولار أمريكي، في حين شهدت انخفاضات وتذبذبات ما بين (2006 و 2012) لتصل الى نحو 373365 مليون دولار أمريكي عام 2012، ثم عرفت ارتفاعات مستمرة خلال فترة (2013 و 2024) لتسجل نحو 2746067.4 مليون دولار أمريكي نهاية عام 2024.

على صعيد نشاط التداول فقد شهد ارتفاعا خلال الستة سنوات الأولى (2000-2006) نظرا لتراجع عدد الأسهم المتداولة في السوق وهذا ما صاحبه تحسنا في حجم التداول في هذه السوق لتبلغ ذروته بنحو 1402942 مليون دولار أمريكي، بعدها عرف هذا المؤشر انخفاضات وتذبذبات وذلك بين (2007 و 2019) لتصل الى نحو 5566 مليون دولار أمريكي، ليسجل في الأخير ارتفاعات ملموسة ومتتالية خلال فترة (2020-2024) أين بلغ نحو 510525.4 مليون دولار أمريكي عام 2024.

ان الارتفاعات التي سجلتها سوق الأوراق المالية السعودية تعود الى أنها مدعومة بقوة النمو العالمي وتحسين أطر السياسات الاقتصادية وارتفاع السلع الأساسية و الأسعار العالمية للنفط خاصة في عام 2018 وذلك من خلال ارتفاع تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر و زيادة تحويلات العاملين بالخارج، واستفادت بعض الدول العربية من ظهور المفعول الإيجابي للسياسات المالية و برامج الإصلاح الاقتصادي المتبعة، وفيما يتعلق بأخبار الشركات المدرجة قامت شركة الزيت العربية السعودية "أرامكو السعودية" بالاستحواذ على حصة 70 في المئة من الشركة السعودية للصناعات الأساسية (سابك) من صندوق الاستثمارات العامة والصندوق السيادي للمملكة العربية السعودية و قد بلغت قيمة الصفقة نحو 69.1 مليار دولار أمريكي خلال عام 2020، و فيما يخص تركز تعاملات المستثمرين في نفس الفترة فقد ركزت هذه الأخيرة على أسهم قطاعي المواد الأساسية و البنوك بنحو 44.8 و 16 في المئة على التوالي، و على مستوى الشركات الفردي استحوذت التعاملات على أسهم شركات : سابك، مصرف الراجحي، مصرف الانماء و أرامكو السعودية على نحو 34، 6.1، 4.6 و 4.5 في المئة على التوالي من القيمة الاجمالية للتداولات خلال عام 2020، وأما بخصوص استثمار غير السعوديين في السوق المالية السعودية فالبيانات الخاصة بعام 2020 تظهر أن صافي تعاملات المستثمر الأجنبي قد سجلت صافي تدفق موجب أي أن قيمة تعاملات غير السعوديين بما فيهم الخليجين و العرب و الأجانب المقيمين خلال نفس الفترة نحو 8.8 مليار ريال وحتى الاستثمار المؤسسي هو الآخر سجل تدفق موجب من خلال صافي تعاملات المستثمر المؤسسي حيث بلغت قيمة عمليات الشراء نحو 330.7 مليار ريال، قابلها مبيعات بنحو 326.7 مليار ريال ليسجل بذلك صافي الاستثمار المؤسسي صافي تدفق موجب بنحو 4 مليار ريال خلال نفس الفترة، بينما الانخفاضات التي عرفتها هذه السوق على مستوى هاته المؤشرات فعواملها تعود الى تباطؤ الطلب العالمي في ظل التوترات التجارية بين الولايات المتحدة الأمريكية و الصين، و انخفاض كميات الإنتاج النفطي في عدد من الدول العربية المصدرة للنفط عام 2019، و الظرف الاستثنائي الذي عاشه العالم عام 2020 بانتشار فيروس كورونا المستجد و الذي صاحبه تأثيرات عميقة على اقتصاديات العالم واسعة النطاق على جانبي العرض و الطلب المحلي، ومن ثم انكماش الناتج المحلي الإجمالي و كذا تراجع معدلات النمو في جل الدول العربية، فيما يتعلق بنتائج الشركات المدرجة فقد شهدت الأرباح الصافية خلال عام 2020 لكل من بنك الرياض، البنك الأهلي التجاري تراجعاً بنحو 14.9 و 9.9 في المئة على الترتيب، وفي نفس السياق تراجعت الأرباح الصافية لشركة "أرامكو" بنحو 50.5 في المئة خلال نفس الفترة لتبلغ نحو 87.1 مليار ريال، كذلك سجلت شركة " سابك " خسائر بنحو 3.37 مليار ريال خلال عام 2020، كما انخفضت نسبة ملكية غير السعوديين في الشركات السعودية خلال جويلية 2020 لتصل نحو 2.35 في المئة موزعة بين 0.45 في

المئة مستثمر خليجي و 2.08 في المئة مستثمرين أجانب وعرب و هذا راجع بشكل كبير الى ادراج أسهم شركة أرامكو السعودية للتداول،

الشكل رقم (17): تطور مؤشرات الأسعار، القيمة السوقية وحجم التداول للسوق المالية بالمملكة العربية السعودية خلال الفترة (2000-2024)



المصدر: من اعداد الباحث اعتمادا على الجدول رقم (23) باستخدام برنامج Python

فالعلاقة الطردية القائمة بين مختلف مؤشرات الأسواق المالية الثلاثة موضحة في الشكل أعلاه.

الجدول رقم (24): تطور وأداء مؤشرات القيمة السوقية، حجم التداول ومؤشر الأسعار في سوق الأوراق المالية السودانية خلال الفترة (2000-2024)

السنة year	القيمة السوقية Market Cap	التغير في القيمة السوقية Market Cap change	حجم التداول Volume	التغير في حجم التداول Volume change	مؤشر الأسعار IPC	التغير في مؤشر الأسعار IPC change
2000	417,22		32,1		87,1	
2001	417,22	0	32,1	0	87,1	0
2002	524,22	25,6459422	47,5	47,9750779	92,3	5,97014925
2003	746,56	42,4134905	67,2	41,4736842	97,77	5,92632719
2004	2058,42	175,720639	130,25	93,8244048	148,23	51,6109236
2005	3242	57,4994413	504,5	287,332054	205,26	38,4739931
2006	4624	42,6280074	969,1	92,0911794	196,3	-4,3651954
2007	4931	6,63927336	893	-7,8526468	182,9	-6,8262863
2008	3804	-22,855405	543	-39,193729	172,4	-5,740842
2009	3033	-20,268139	100,6	-81,473297	142,5	-17,343387
2010	2446	-19,353775	239,3	137,872763	146,68	2,93333333
2011	2695	10,1798855	232,4	-2,8834099	150,11	2,33842378
2012	2192	-18,664193	110,55	-52,431153	125,13	-16,64113
2013	2244	2,37226277	193,42	74,9615559	130,35	4,17166147
2014	1876,6	-16,372549	268,58	38,8584428	119,25	-8,5155351
2015	1641	-12,55462	235,79	-12,208653	112,47	-5,6855346
2016	2424,06	47,7184644	144,44	-38,742101	174,6	55,2413977
2017	3077,34	26,949828	709,23	391,020493	209,73	20,1202749
2018	2482,83	-19,318957	52,12	-92,651185	116,31	-44,542984

2019	3114	25,4213941	48,4	-7,1373753	142,38	22,4142378
2020	1313	-57,835581	52,9	9,29752066	139,72	-1,8682399
2021	232,17	-82,317593	0,02	-99,962193	151,59	8,49556255
2022	114,84	-50,536245	3,4	16900	208,14	37,3045715
2023	167,45	45,8115639	318,32	9262,35294	215,135	3,36071875
2024	167,45	0	318,32	0	215,135	0

المصدر: من اعداد الباحث اعتمادا على التقارير السنوية لاتحاد البورصات العربية، النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي والتقارير السنوية للأسواق المالية للفترة (2000-2024).

أربعة عشر: تحليل تطور وأداء مؤشرات الأسعار، القيمة السوقية وحجم التداول للسوق المالية السودانية

سجلت مؤشرات الأسعار بسوق السودان للأوراق المالية حالة ارتفاع مستمرة خلال الخمس سنوات الأولى (2000-2005) ليبلغ نحو 205.26 مليون دولار أمريكي عام 2005، بعدها شهد هذا المؤشر سلسلة من الانخفاضات والتذبذبات بين عامي (2006 و 2021) ليصل عام 2021 الى نحو 151.59 مليون دولار أمريكي، ليعرف ارتفاعات ملموسة ومنتالية خلال الفترة (2022 و 2024) ليبلغ نحو 215.135 مليون دولار أمريكي عام 2024.

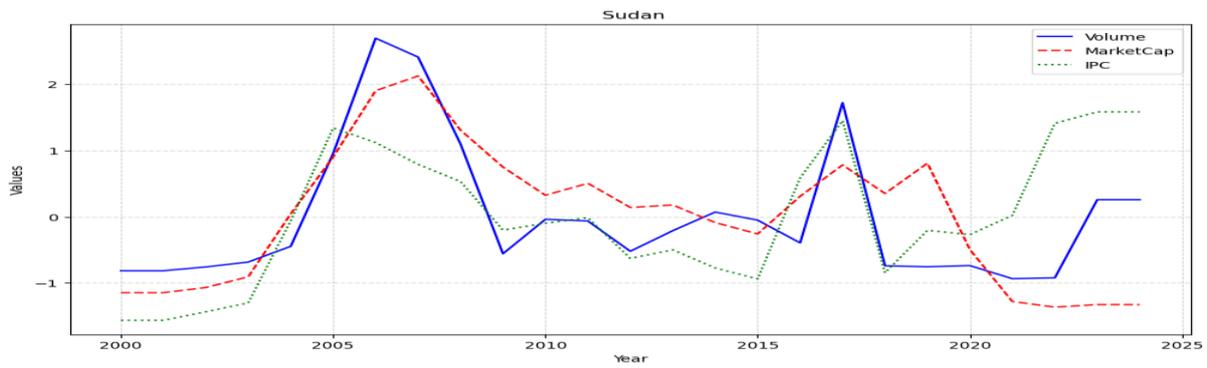
فيما يتعلق بالقيمة السوقية وتماشيا مع الارتفاع المسجل في مؤشرات الأسعار، فقد سجلت هي الأخرى ارتفاعا خلال السبع سنوات الأولى (2000-2007) لتبلغ ذروتها بنحو 4931 مليون دولار أمريكي عام 2007، في حين شهدت انخفاضات وتذبذبات ما بين (2008 و 2024) لتصل الى نحو 167.45 مليون دولار أمريكي نهاية 2024.

فيما يخص نشاط التداول فقد شهد ارتفاعا ملموسا خلال الستة سنوات الأولى (2000-2006) نظرا لتراجع عدد الأسهم المتداولة في السوق وهذا ما صاحبه تحسنا في حجم التداول في هذه السوق ليبلغ ذروته بنحو 969.1 مليون دولار أمريكي عام 2006، بعدها عرف هذا المؤشر سلسلة من الانخفاضات والتذبذبات وذلك بين (2007 و 2021) ليصل الى نحو 0.02 مليون دولار أمريكي عام 2021 ليعرف في الأخير ارتفاعا ملموسا خلال فترة (2022-2024) ليبلغ نحو 318.32 مليون دولار أمريكي عام 2024.

ان هذه الارتفاعات التي سجلتها سوق الأوراق المالية السودانية تعود الى أنها مدعومة بقوة النمو العالمي وتحسين أطر السياسات الاقتصادية وارتفاع السلع الأساسية و الأسعار العالمية للنفط خاصة في عام 2018 وذلك من خلال ارتفاع تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر و زيادة تحويلات العاملين بالخارج، كما استفادت بعض الدول العربية من ظهور المفعول الإيجابي للسياسات المالية و برامج الإصلاح الاقتصادي المتبعة، و فيما يتعلق بالتطورات المصرفية تظهر الأرقام تحسنا في النشاط المصرفي خلال عام 2020، حيث سجلت الأصول الاجمالية للمصارف السودانية ارتفاعا بنحو 6.1 في المئة خلال هذه الفترة لتصل الى نحو 688 مليار جنيهه نهاية جويلية 2020، كذلك عرف تمويل المصارف بالعملة المحلية ارتفاعا بنحو 1.1 في المئة عن ذات الفترة ليبلغ رصيده نحو 239.9 مليار جنيهه ، في حين سجلت الودائع المصرفية عن الفترة ذاتها نموا بنحو 4.8 في المئة لتصل الى نحو 443.8 مليار جنيهه نهاية جوان 2020، و في نفس السياق سجلت السيولة المحلية نموا كبيرا خلال هذه الفترة حيث بلغت نحو 839.2 مليار جنيهه، بينما الانخفاضات التي عرفت هذه السوق على مستوى هاته المؤشرات فعوامها تعود الى تباطؤ الطلب العالمي في ظل التوترات

التجارية بين الولايات المتحدة الأمريكية و الصين، و انخفاض كميات الإنتاج النفطي في عدد من الدول العربية المصدرة للنفط عام 2019، و الظرف الاستثنائي الذي عاشه العالم عام 2020 بانتشار فيروس كورونا المستجد و الذي صاحبه تأثيرات عميقة على اقتصاديات العالم واسعة النطاق على جانبي العرض و الطلب المحلي، و من ثم انكماش الناتج المحلي الإجمالي و كذا تراجع معدلات النمو في جل الدول العربية، بالإضافة الى نتائج أعمال الشركات المسجلة خلال عام 2020 حيث أظهرت النتائج المالية للشركة السودانية "سوداتل" تكبد الشركة صافي خسارة بنحو 6.2 مليون دولار خلال نفس الفترة و نظرا لتداعيات جائحة كورونا فقد تم تعليق التداول في البورصة السودانية طيلة هذه الفترة تقريبا من خلال العلاقة الطردية القائمة بين مختلف مؤشرات الأسواق المالية الثلاثة لاسيما بين مؤشري الأسعار و حجم التداول والموضحة في الشكل أدناه

الشكل رقم (18): تطور مؤشرات الأسعار، القيمة السوقية وحجم التداول للسوق المالية بالسودان خلال الفترة (2000-2024)



المصدر: من اعداد الباحث اعتمادا على الجدول رقم (24) باستخدام برنامج Python

الجدول رقم (25): تطور وأداء مؤشرات القيمة السوقية، حجم التداول ومؤشر الأسعار في سوق الأوراق المالية التونسية خلال الفترة (2000-2024)

السنة year	القيمة السوقية Market Cap	التغير في القيمة السوقية Market Cap change	حجم التداول Volume	التغير في حجم التداول Volume change	مؤشر الأسعار IPC	التغير في مؤشر الأسعار IPC change
2000	2809,12		686,78		38,45	
2001	2229,57	-20,631016	324,05	-52,81604	28,32	-26,345904
2002	2125,68	-4,6596429	246,47	-23,94075	26,57	-6,1793785
2003	2439,55	14,7656279	188,53	-23,507932	30,26	13,8878434
2004	2574,48	5,53093808	256,65	36,1321806	31,69	4,72571051
2005	2821	9,57552593	528,8	106,039353	31,93	0,7573367
2006	4222	49,66324	563,3	6,52420575	44,8	40,3069214
2007	5339	26,4566556	727	29,0608912	58,4	30,3571429
2008	6304	18,0745458	1689	132,324622	59,3	1,54109589
2009	9237	46,5260152	1360	-19,478982	85,7	44,5193929
2010	10612	14,8857854	2664,6	95,9264706	95,83	11,8203034
2011	9648	-9,0840558	1098,2	-58,785559	85,16	-11,1343

2012	8874	-8,0223881	1217,16	10,832271	79,08	-7,1395021
2013	8590	-3,2003606	876,6	-27,979888	71,19	-9,9772382
2014	9295	8,20721769	798,05	-8,9607575	81,68	14,7352156
2015	8736,3	-6,0107585	918,51	15,0942923	78,07	-4,4196866
2016	8762,09	0,29520506	799	-13,01129	79,59	1,94697067
2017	8854,26	1,05191798	840	5,13141427	91,74	15,2657369
2018	9830,79	11,0289284	841,8	0,21428571	96,94	5,66819272
2019	8377	-14,78813	475	-43,573295	90,22	-6,932123
2020	8387	0,11937448	492,7	3,72631579	93,5	3,63555753
2021	8038	-4,1612019	129,7	-73,675665	95,74	2,39572193
2022	8146,8	1,35357054	314	142,097147	175,9	83,72676
2023	7885,025	-3,2132248	565,8	80,1910828	174,575	-0,7532689
2024	8432,425	6,94227349	544,3	-3,7999293	175,975	0,80194759

المصدر: من اعداد الباحث اعتمادا على التقارير السنوية لاتحاد البورصات العربية، النشرات الفصلية لصندوق النقد العربي والتقارير السنوية للأسواق المالية للفترة (2000-2024).

خمس عشرة: تحليل تطور وأداء مؤشرات الأسعار، القيمة السوقية وحجم التداول للسوق المالية التونسية

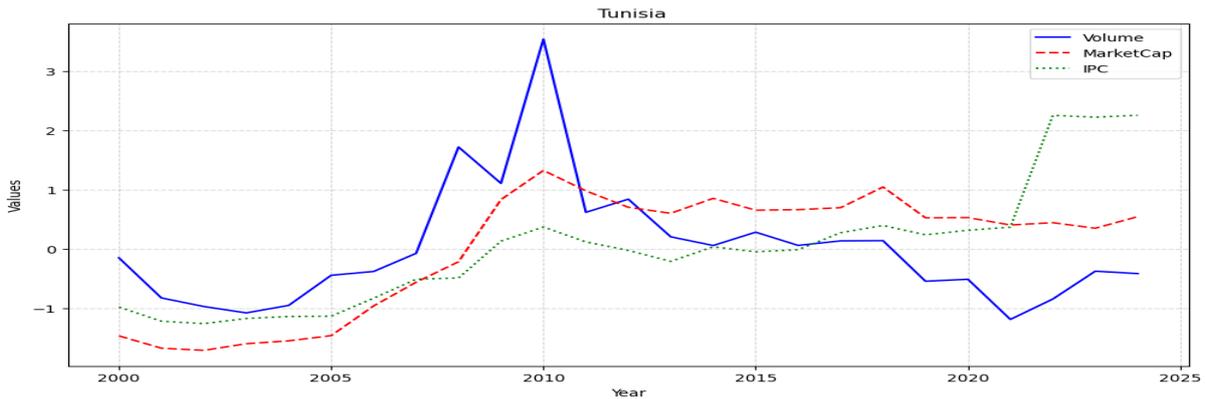
شهدت مؤشرات الأسعار الخاصة بسوق تونس للأوراق المالية انخفاضا خلال فترة (2000-2002) لتصل الى نحو 26.57 مليون دولار أمريكي عام 2002، بعدها شهد هذا المؤشر ارتفاعا ملموسا بين عامي (2003 و 2010) ليبلغ نحو 95.83 مليون دولار أمريكي عام 2010، ليعرف بعد ذلك سلسلة من الانخفاضات والتذبذبات خلال الفترة (2011 و 2020) لتصل الى نحو 93.5 مليون دولار أمريكي، ثم عاود الارتفاع من جديد من جديد بين عامي (2021 و 2024) ليبلغ 175.975 مليون دولار أمريكي عام 2024.

فيما يتعلق بالقيمة السوقية وتماشيا مع الانخفاض المسجل في مؤشرات الأسعار، فقد سجلت هي الأخرى انخفاضا خلال الفترة (2000-2002) لتصل الى نحو 2125.68 مليون دولار أمريكي عام 2002، بعدها شهدت ارتفاعا ملموسا بين عامي (2003 و 2010) لتبلغ ذروتها عام 2010 بنحو 10612 مليون دولار أمريكي، لتعرف بعد ذلك سلسلة من الانخفاضات والتذبذبات خلال الفترة (2011 و 2024) لتصل الى نحو 8432.425 مليون دولار أمريكي نهاية 2024.

على صعيد نشاط التداول فقد شهد انخفاضا خلال فترة (2000-2003) ليصل الى نحو 188.53 مليون دولار أمريكي عام 2003، بعدها شهد هذا المؤشر ارتفاعا ملموسا بين عامي (2004 و 2010) ليبلغ ذروته بنحو 2664.6 مليون دولار أمريكي عام 2010، ليعرف بعد ذلك سلسلة من الانخفاضات والتذبذبات خلال الفترة (2011 و 2021) ليصل الى نحو 129.7 مليون دولار أمريكي عام 2021، ثم عاود الارتفاع من جديد من جديد بين عامي (2022 و 2024) ليبلغ 544.3 مليون دولار أمريكي عام 2024.

فهذه الارتفاعات التي عايشتها سوق الأوراق المالية التونسية تعود بالدرجة الأولى الى أنها مدعومة بقوة النمو العالمي وتحسين أطر السياسات الاقتصادية وارتفاع السلع الأساسية و الأسعار العالمية للنفط خاصة في عام 2018 وذلك من خلال ارتفاع تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر وزيادة تحويلات العاملين بالخارج، كما استفادت بعض الدول العربية من ظهور المفعول الإيجابي للسياسات المالية و برامج الإصلاح الاقتصادي المتبعة، وفيما يتعلق بالمؤشرات القطاعية للبورصة التونسية أظهرت البيانات أن مؤشرات قطاعات موارد الاستهلاك و الصناعة عرفت ارتفاعا خلال 2020 بنسب بلغت 15.1 و 3.2 على التوالي، كما أعلنت سوق الأوراق المالية التونسية عن انتهائها من تجديد شهادة " الايزو " 27001: 2013 الخاصة بأمن أنظمة المعلومات التي حصلت عليها من قبل مؤسسة "أنفور" الفرنسية المعتمدة في معايير " الايزو " و ذلك تنويفا لمجهود البورصة لتعزيز الحوكمة و المصدقية لنظام إدارة أمن المعلومات الذي يعتمده، بهذا تكون بورصة تونس أول مؤسسة تنشط في الميدان المالي في تونس تتحصل على هذه الشهادة، أما فيما يخص مؤشرات التركيز أظهرت أن تعاملات المستثمرين خلال عام 2020 قد تركزت على قطاعين اثنين هما: قطاع المواد الاستهلاكية بنحو 48 في المئة و القطاع المالي بنحو 23.3 في المئة من القيمة الاجمالية للتداول، بينما الانخفاضات التي عرفتتها هذه السوق على مستوى هاته المؤشرات فعواملها تعود الى تباطؤ الطلب العالمي في ظل التوترات التجارية بين الولايات المتحدة الأمريكية و الصين، و انخفاض كميات الإنتاج النفطي في عدد من الدول العربية المصدرة للنفط عام 2019، و الظرف الاستثنائي الذي عاشه العالم عام 2020 بانتشار فيروس كورونا المستجد و الذي صاحبه تأثيرات عميقة على اقتصاديات العالم واسعة النطاق على جانبي العرض و الطلب المحلي، ومن ثم انكماش الناتج المحلي الإجمالي و كذا تراجع معدلات النمو في جل الدول العربية، و فيما يتعلق بالاستثمار الأجنبي في البورصة التونسية، فقد أظهرت البيانات أن صافي تعاملات المستثمر الأجنبي خلال عام 2020 قد سجل صافي تدفق سالب بنحو 9.4 مليار دينار، حيث بلغت قيمة مشتريات الأجانب نحو 46.2 مليون دينار قابلها مبيعات بنحو 55.6 مليون دينار، فالعلاقة الطردية القائمة بين مختلف مؤشرات الأسواق المالية الثلاثة مبينة في الشكل التالي:

الشكل رقم (19): تطور مؤشرات الأسعار، القيمة السوقية وحجم التداول للسوق المالية بتونس خلال الفترة (2000-2024)



المصدر: من اعداد الباحث اعتمادا على الجدول رقم (25) باستخدام برنامج Python

ولهذا سعت منطقة الدول العربية الى مواجهة تحديات كبيرة بما فيها الحاجة المألحة لضمان التخصيص الفعال و السريع للموارد بين القطاعات الاقتصادية لمواكبة التحول الهيكلي و الديناميكي الذي فرضه انتشار الفيروس، ما استلزم الإسراع بوتيرة التحول الرقمي، باعتماد تقنيات تكنولوجيا المعلومات و المنصات الرقمية التي شهدت اقبالا واسع النطاق ابان أزمة كورونا عن طريق تكثيف حملات

التلقيح لزيادة مستويات الجاهزية الصحية لمواجهة الوباء و تنفيذ العديد من برامج الإصلاح الاقتصادي وإصلاح بيئات الأعمال وتشجيع دور القطاع الخاص وزيادة مستويات المرونة الاقتصادية في مواجهة الصدمات.

المبحث الثاني: الدراسة القياسية لأثر سلوكيات المستثمر على القرار الاستثماري في سوق الأوراق المالية للدول العربية للفترة (2000-2024)

للتأكد من فعالية تأثير سلوكيات المستثمر على القرار الاستثماري ارتأينا قياسها في معظم الدول العربية التي تحتوي على سوق أوراق مالية وهذا باعتماد القياس لدراسة الأثر المترتب للمؤشرات المختارة لسلوك المستثمر والمتمثلة في حجم التداول و القيمة السوقية على القرار الاستثماري والمعبر عنه بمؤشر الأسعار في سوق الأوراق المالية العربية للفترة الممتدة من 2000-2024، حيث تم الاستعانة بنموذج قياس بانل أرديال ARDL لتحديد مستوى أثر العوامل السلوكية للمستثمر على أداء أسواق الأوراق المالية العربية، وضمن النطاق السابق تم اعتماد تقسيم هذا المبحث الى مطلبين

المطلب الأول: التحليل الوصفي لمؤشرات سلوكيات المستثمر والقرار الاستثماري في سوق الأوراق المالية العربية

لأجل قياس أثر سلوكيات المستثمر على القرار الاستثماري في سوق الأوراق المالية للدول العربية كان الأجدر أن نحدد بتطبيق نموذج القياس لتحقيق هدف الدراسة والمتمثل في قياس أثر مؤشرات أداء السوق المالي على القرار الاستثماري، ولهذا تم استخدام منهج (Panel ARDL Model) بالاعتماد على ما تم الحصول عليه من بيانات سنوية لهذين المتغيرين وعليه تم اتباع الخطوات الاتية في القياس:

أولاً: الإحصاءات الوصفية لمؤشرات سلوكيات المستثمر والقرار الاستثماري

جدول رقم (26): الإحصاءات الوصفية لمؤشرات سلوكيات المستثمر والقرار الاستثماري

المتغيرات	المتوسط	القيمة العليا	القيمة الدنيا	الانحراف المعياري
مؤشر الأسعار	256.3389	1113.9	26.57	193.6101
حجم التداول	22863.51	1402942	.02	111498.2
القيمة السوقية	105499	2923502	84.59	344983.6
النمو الاقتصادي	3.328664	26.17025	-21.3999	5.033309

المصدر: من اعداد الباحث اعتمادا على مخرجات STATA 17

تعكس القيم الإحصائية تباينات واضحة بين الدول في مؤشرات السوق، حيث يُظهر مؤشر الأسعار متوسطا قدره 256.33 مع انحراف معياري مرتفع، مما يشير إلى تقلبات ملحوظة في أسعار الأصول. كما يكشف حجم التداول (بمتوسط 22,863.51 وانحراف معياري كبير) عن تفاوت كبير في نشاط الأسواق بين الدول، وتؤكد القيمة السوقية هذا التفاوت بمتوسط 105,499 وانحراف معياري مرتفع جدا. تُظهر البيانات أن دول الخليج أكثر نشاطا من حيث حجم التداول والقيمة السوقية، ما يعكس تطور بنيتها المالية وزيادة جاذبيتها الاستثمارية، في مقابل أسواق أضعف في دول أخرى. هذه الفروقات تؤثر في سلوك المستثمرين وتتطلب استراتيجيات تتماشى مع خصوصية كل سوق.

ثانياً: مصفوفة الارتباط المتعلقة بمؤشرات سلوكيات المستثمر والقرار الاستثماري

جدول رقم (27): مصفوفة الارتباط المتعلقة بمؤشرات سلوكيات المستثمر والقرار الاستثماري

	مؤشر الأسعار	حجم التداول	القيمة السوقية	النمو الاقتصادي
مؤشر الأسعار	1.0000			
حجم التداول	0.1846*	1.0000		
القيمة السوقية	0.2368*	0.3055*	1.0000	
النمو الاقتصادي	0.0706	0.0242	-0.0285	1.0000

المصدر: من اعداد الباحث اعتمادا على مخرجات STATA 17

تُظهر نتائج معامل الارتباط وجود علاقات ذات دلالة إحصائية بين بعض متغيرات السوق. حيث توجد علاقة موجبة وضعيفة بين مؤشر الأسعار وحجم التداول (0.1846*)، مما يشير إلى أن ارتفاع الأسعار قد يرتبط جزئياً بزيادة في نشاط التداول. كما تظهر علاقة موجبة أيضاً بين مؤشر الأسعار والقيمة السوقية (0.2368*)، ما يعكس أن تحسن الأسعار يترافق غالباً مع نمو في حجم السوق. بالإضافة إلى ذلك، ترتبط القيمة السوقية بحجم التداول بشكل إيجابي (0.3055*)، مما يدل على أن الأسواق الأكبر حجماً تشهد عادة نشاطاً تداولياً أعلى. هذه العلاقات تعكس تكاملاً نسبياً بين مؤشرات السوق وتُظهر ديناميكية ترابطية في الأسواق الأكثر نشاطاً.

ثالثاً: دراسة استقراريه السلاسل الزمنية

تحديد النموذج المناسب يتطلب دراسة استقراريه السلاسل الزمنية ولهذا تم الاعتماد على اختبارين IPS و LLC

جدول رقم (28): اختبارات جذر الوحدة

الاختبار	اختبار ips				اختبار llc				المتغير	
	الاختبار		الاختبار		الاختبار		الاختبار			
	الاتجاه	الثابت	الاتجاه	الثابت	الاتجاه	الثابت	الاتجاه	الثابت		
مؤشر الأسعار	0.0000	0.0000	0.0098	0.0889	0.0000	0.0000	0.0000	0.2138	0.0741	0.3048
حجم التداول	0.0000	0.0000	0.0048	0.0355	0.0000	0.0000	0.0000	0.8305	0.3300	0.0000
القيمة السوقية	0.0000	0.0000	0.2719	0.9990	0.0189	0.0001	0.0000	0.5182	0.9975	0.4882
النمو الاقتصادي	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000

المصدر: من اعداد الباحث اعتمادا على مخرجات STATA 17

تحليل نتائج اختبار الاستقرار باستخدام اختبار IPS (Im, Pesaran and Shin) واختبار llc (Levin, Lin, Chu) يوضح استقرارية المتغيرات على مستويات مختلفة:

احتمالية P لمؤشر الأسعار عند المستوى يظهر بقيمة أكبر من 5% لاختبار llc، مما يعني أن السلسلة مستقرة عند الفرق الأول. احتمالية P لحجم التداول عند المستوى يظهر بقيمة أقل من 0.05 لكلا الاختبارين ips و llc، مما يعني أنه مستقر عند المستوى. احتمالية P للقيمة السوقية عند المستوى يظهر بقيمة أكبر من 0.05 لكلا الاختبارين ips و llc، مما يعني أنه غير مستقر عند المستوى، بينما عند الفرق الأول P أقل من 0.05 ما يشير الى ان القيمة السوقية مستقرة عند الفرق الأول. احتمالية P للنمو الاقتصادي عند المستوى يظهر بقيمة أقل من 0.05 لكلا الاختبارين ips و llc، مما يعني أنه مستقر عند المستوى.

المطلب الثاني: أثر حجم التداول على مؤشر الأسعار في سوق الأوراق المالية للدول العربية

بغرض قياس الأثر الحاصل لحجم التداول على مؤشر الأسعار في سوق الأوراق المالية للدول العربية خلال الفترة 2000-2024 ارتأينا الاستعانة بنموذج قياسي لتحديد طبيعة هذا الأثر والمتمثل في بانل ARDL باتباع خطوات القياس على النحو التالي:

أولاً: تحديد النموذج

بما أن دراسة استقرارية السلاسل الزمنية أظهرت أنه لا توجد سلاسل مستقرة عند الفرق الثاني، ومنه يمكن استخدام نموذج Panel ARDL (Auto-Regressive Distributed Lag)، وذلك لأن هذا النموذج يمكن أن يتعامل مع المتغيرات التي تكون بعضها مستقرة عند المستوى (I(0)) وبعضها الآخر عند الفرق الأول (I(1))، بشرط ألا يكون لدينا متغيرات مستقرة عند الفرق الثاني (Pesarane & Shin, 1999, pp. 371-413).

يمكن كتابة نموذج الدراسة كما يلي:

$$\Delta IPC_{i,t} = \sum_{j=1}^{p-1} \lambda_{ij} \Delta IPC_{i,t-j} + \sum_{j=0}^{q-1} \delta_{ij} \Delta_{i,t-j} + \varphi [Y_{t-1} - \beta_{it} X_{i,t}] + v_i + \varepsilon_{it}$$

حيث:

$[Y_{t-1} - \beta_{it} X_{i,t}]$ يمثل تصحيح الخطأ و φ معامل تصحيح الخطأ.

λ_{ij} و δ_{ij} تمثل معاملات العلاقة على المدى القصير

و X شعاع من المتغيرات المستقلة المتمثلة في حجم التداول، القيمة السوقية والنمو الاقتصادي على التوالي.

حسب (Pesaran et al., 1999) يمكن تقدير النموذج بعدة طرق، أشهرها MG يبحث يتم تقدير المعاملات لكل المقاطع على حدا، او DFE الذي يفترض تساوي كل الميول وأخيرا PMG الذي يفترض تساوي ميول المقاطع على المدى الطويل واختلافها على المدى القصير.

ثانياً: تقدير النموذج

تم استعمال Akaike info criterion لتحديد اطوال الابطاء وكانت النتيجة $ardl(1\ 0\ 1\ 0)$

بعد تقدير النموذج بطريقة MG ، PMG و DFE (نتائج التقدير لكل النماذج موضحة في الملاحق)

تم استعمال Hausman test للمفاضلة بين الطرق الثلاثة ونتيجة Hausman حسب الجدول ادناه كانت لصالح PMG

وذلك من خلال النتائج المتوصل اليها بحيث يمكن التأكد بالاطلاع على الملاحق (4و5)

جدول المفاضلة بين الطرق PMG – MG – DFE

جدول رقم(29): المفاضلة بين الطرق PMG – MG – DFE

الاختبار	قيمة P	النتيجة
هوسمان PMG vs MG	$0.13 > 0.050$	اختيار PMG
هوسمان PMG vs MG	$0.2010 > 0.05$	اختيار PMG

المصدر: من اعداد الباحث اعتمادا على مخرجات STATA 17

وبالتالي سيتم استعمال PMG لتقدير النموذج، ونتائج تقدير النموذج PMG موضحة في الجداول ادناه:

العلاقة على المدى الطويل

جدول رقم (30): نتائج تقدير النموذج PMG على المدى الطويل

المتغير	المعامل	قيمة P
القيمة السوقية	0.0000644	0000.0
حجم التداول	0.0002393	00.000
النمو الاقتصادي	4.2	0.113

المصدر: من اعداد الباحث اعتمادا على مخرجات STATA17

تشير النتائج إلى أن هناك تأثيراً موجبا وذا دلالة إحصائية للقيمة السوقية على مؤشر الأسعار على طويل الأجل، مما يعني أن زيادة القيمة السوقية بوحدة واحدة يساهم في تحسين مؤشر الأسعار ب قيمة 0.0000644 وحدة، كما ان حجم التداول له تأثير إيجابي وذو دلالة قوية على مؤشر الأسعار على المدى طويل الأجل، مما يشير إلى أن ارتفاع حجم التداول بوحدة واحدة يساهم في ارتفاع مؤشر الأسعار ب 0.00024 على المدى الطويل. أما النمو الاقتصادي فليس له تأثير معنوي احصائيا على مؤشر الأسعار.

العلاقة على المدى القصير

جدول رقم (31): نتائج تقدير النموذج PMG على المدى القصير

المتغير	المعامل	قيمة P
معامل تصحيح الخطأ	-.2982978	0.002
D(القيمة السوقية)	.0073033	0.000
D(القيمة السوقية(-1))	.0030857	0.442
D()	.007316	0.144
D(النمو الاقتصادي)	-2.276852	0.099

المصدر: من اعداد الباحث اعتمادا على مخرجات STATA17

في التحليل قصير الأجل، تشير النتائج إلى أن معامل تصحيح الخطأ ذو قيمة سالبة ومعنوية، مما يشير إلى وجود علاقة طويلة الأجل بين المتغيرات وأن العلاقة تعود نحو التوازن على المدى الطويل بسرعة حوالي 30 بالمئة في كل فترة. أما بالنسبة للعلاقة قصيرة الأجل، فإن تأثير القيمة السوقية على مؤشر الأسعار معنوي (قيمة P أصغر من 0.05)، مما يعني وجود تأثير قصير الأجل ذي دلالة إحصائية، حيث زيادة في التغير في القيمة السوقية بوحدة واحدة يساهم في زيادة مؤشر الأسعار في الفترة الحالية ب 0.0073 نقطة. في المقابل، النمو الاقتصادي وحجم التداول ليس لهما تأثير على مؤشر الأسعار على المدى القصير.

إلا أن النتائج المفصلة لكل الدول تشير إلى أن حجم التداول له تأثير إيجابي على مؤشر الأسعار على المدى القصير في كل من فلسطين والسودان، حيث ارتفاع حجم التداول بوحدة واحدة يساهم في تحسن مؤشر الأسعار ب 0.043 وحدة في فلسطين، و ب 0.062 وحدة في السودان. (انظر إلى ملحق تقدير النموذج باستعمال PMG، كل دولة على حدى رقم 5)

ثالثاً: التفسير الاقتصادي لنتائج الدراسة

بعد التمعن في نتائج الدراسة يمكن ربطها بالواقع الاقتصادي و هذا باعتبار ان سلوك المستثمرين في أسواق الأوراق المالية يتعلق بمدى وجود وعي استثماري حسب حجم وعمق الثقافة الاستثماري لدى المتعاملين في هذه الأسواق، و تدل النتائج عن وجود علاقة في المدى البعيد لجل الدول العربية خاصة التي تمتلك سوق منفتح على الاقتصاد العالمي و هذا ما يجعل أسواق الأوراق المالية العربية تحقق عوائد من خلال استغلال سلوك المستثمرين، و بتالي تزيد من كفاءتها و بالرغم من الفترات التي تم بالاقتراب الاقتصادية العربية في الازمات الا ان يمكن لهذه الأسواق من الاستفادة من الحلول المطبقة في ابان هذه الصدمات و تغيير من اتجاه تحفيز المستثمرين و سلوكهم مستقبلاً، و بينت النتائج المتحصل عليها باستخدام القياس ان تأثير على اتجاه مؤشرات السوق قد يكون ممكن بالنسبة لبعض أسواق الأوراق المالية لدول العربية وهذا يرجع لدرجة التعمق و الانفتاح المستثمرين مع الوعي المكتسب و الخبرة في هذه بعض الأسواق العربية خاصة دول الخليج و يتوضح من نتائج القياس الاحصائي و وجود علاقة طردية بين مؤشر الأسعار و التغير حجم التداول دليل على ان أي تغيير في سلوك المتعاملين في الأسواق يصبح تأثير مختلف الاتجاه على أداء البورصات و عليه على مستوى كفاءة أسواق الأوراق المالية، أي ان الامر يتوقف على مدى توفر سلوك عقلاني للمستثمرين و الذي يؤثر على كفاءة أسواق

الأوراق المالية، و أظهرت حصيلة القياس ان نمو الاقتصادي لدول العربية ليس لها دور في زيادة نشاط أسواق الأوراق المالية العربية بعكس الدول المتقدمة، و منه يمكن اعتبار ان مستوى التقدم الاقتصادي لدول العربية ليس له علاقة بأداء أسواق الأوراق المالية العربية، و منه ان تفسير لسلوك المستثمرين لا تأخذ نفس اتجاه مستوى التقدم و الأداء لشركات المدرجة في السوق و التي تساهم في النمو الاقتصادي بل تتعلق أكثر بتصرف و اتجاه سلوك المستثمرين في أسواق الأوراق المالية.

خلاصة الفصل الثاني:

تناولت هذه الدراسة قياس أثر سلوكيات المستثمر على القرار الاستثماري والدور الذي سيؤديه سلوك المستثمر في عملية اتخاذ القرارات الاستثمارية في سوق الأوراق المالية العربية، مع بيان الأسس المتبعة في سلوك المستثمرين، فالتقلبات المصاحبة للقرارات الاستثمارية التي تحدث في الأسواق المالية التي من شأنها أحداث صعوبات كبيرة ترافق المستثمرين، كما أن بناء القرارات الاستثمارية الرشيدة لا تتم الا وفق سياسات وأساليب محددة تؤدي الى خدمة أهداف المتعاملين في سوق الأموال المالية لاسيما العربية منها، تهدف الدراسة الى اختبار مدى قدرة استيعاب المستثمرين للتغيرات المادية والنفسية على المدى القصير و الطويل وتأثيرها على الأداء في سوق الأوراق المالية العربية من خلال تحليل تطور بعض المؤشرات الخاصة بالسوق المالية كالقيمة السوقية و أحجام التداول ومعرفة تطوراتها، وكذا السيطرة عليها لغرض اتخاذ قرارات استثمارية مناسبة وملائمة تعود بالنفع على قطاع المستثمرين في سوق الأوراق المالية، بالإضافة الى قياس مستوى الأرباح المتحققة نتيجة اتباع سلوك استثماري معين عن طريق تحليل تأثير سلوك المستثمرين في مؤشرات التداول والقيم السوقية وكذا على مستوى أسعارها وإيجاد الحلول والبدائل المناسبة في حالة انخفاض هذه المؤشرات وتسببها بخسائر في السوق المالية العربية والتي تسعى في النهاية الى اتخاذ قرارات استثمارية رشيدة في السوق المالية عموما و السوق المالية العربية خصوصا.

خاتمة

خاتمة:

يساهم النمط الاقتصادي الذي تتبعه الدولة في التأثير على مستوى كفاءة أسواقها المالية، وهذا ما تم استنتاجه من خلال هذه الدراسة حيث يؤثر سلوك المستثمرين بشكل كبير على كفاءة الأسواق المالية، فالمستثمرون بتصرفاتهم وقراراتهم، يساهمون في تحديد أسعار الأصول المالية وتشكل ديناميكيات السوق، يمكن لسلوك المستثمرين أن يعزز أو يحد من كفاءة السوق، وذلك بناءً على مدى عقلانية وواقعية تلك القرارات وكذا على تحليل دقيق للمعلومات المتاحة واتخاذ القرارات الاستثمارية المدروسة فان ذلك يساهم في تحقيق كفاءة السوق حيث ان هذا السلوك يساعد على تقليل من الانحيازات السعرية و يضمن انعكاس الأسعار بشكل صحيح للقيمة الحقيقية للأصول، و عليه فان هذا الدراسة التي استخدمنا فيها نموذج قياسي لتجديد طبيعة التأثير و معرفة مستوى العلاقة بين متغيرات الدراسة و طبيعتها، و منها توصلنا الى ان تأثير سلوك المستثمرين في أسواق الأوراق المالية لدول العربية حسب نتائج النموذج القياسي تُظهر البيانات أن دول الخليج أكثر نشاطاً من حيث حجم التداول والقيمة السوقية، ما يعكس تطور بنيتها المالية وزيادة جاذبيتها الاستثمارية، في مقابل أسواق أضعف في دول أخرى.

هذه الفروقات تؤثر في سلوك المستثمرين وتتطلب استراتيجيات تتماشى مع خصوصية كل سوق كما بينت النتائج ان هذه العلاقة لا تأثير لها في أسواق المال لبعض الدول العربية كون ان مؤشر حجم التداول له علاقة ضعيفة مع مؤشر القيمة السوقية حسب طبيعة كالسوق الجزائري، و عليه تعد الفرضية الأولى لدراسة غير صحيح بالنسبة لأسواق الأوراق المالية العربية بالرغم من ان الدلالة الإحصائية لنتائج الدراسة أظهرت و جود تأثير ضعيف في دول الخليج و الأردن و لكن هذا لا يثبت صحة الفرضية ان التأثير مجسد بشكل ملموس و انما تداعيات القرار الاستثماري على مؤشرات قياس كفاءة أسواق الأوراق المالية العربية الذي انطلقت الفرضية منها متجسدة بنسبة ضئيلة مما لا يمكن اعتباره مطلقاً و عليه فالفرضية غير محققة.

بالنسبة للفرضية الثانية لهذه الدراسة أوضحت نتائج القياس وجود علاقة بين سلوك المستثمرين و أداء أسواق الأوراق المالية لبعض الدول ضعيفة الفعالية اثناء الصدمات الاقتصادية حسب درجة انفتاحها على الاقتصاد العالمي، و عليه هذا التأثير لا يتحقق في كل الأسواق الأوراق المالية العربية حيث جاءت نتائج الإحصائية لتكشف وجود اثر ضعيف في المدى الطويل لمؤشر الأسواق وحجم التداول دليل على تفاعل نشاط هذه الأسواق بشكل ملحوظ ينطبق و التغيرات الحاصلة في الأسواق الدولية أوقات الازمات بفعل تحرك المستثمرين كنتيجة لمحاولة حماية استثماراتها من المخاطر المحتملة، و يختلف هذا التأثير من سوق الى اخر في الدول العربية حسب حجمها و مستوى نشاط أسواقها و كذا يأتي متأخر عن بديلة الصدمة، و هذا يخالف قاعدة تحقيق الكفاءة

لأسواق الأوراق المالية وهكذا الفرضية الثانية يمكن اعتبارها غير صحيحة كون التأثير يأتي متأخر أي يحتاج الى فترة لتساير الأسواق العربية تأثير الازمات مثل ما حدث في ازمة الرهن العقاري و كذا ازمة كورونا بسبب ضعف كفاءة هذه الأسواق لتداعيات سلوك المستثمرين في أسواق الأوراق المالية اثر إيجابي على حركة أسعار الأسهم في أسواق الأوراق المالية للدول العربية، حيث يمكن إيضاح ذلك في وقت الازمات، بينما عرفت اتجاه حركة الأسعار المدرجة في أسواق الأوراق المالية المتقدمة انخفاض لتوقف نشاط الشركات سجلت أسواق بعض الدول العربية مثل السعودية ارتفاع كبير في حجم التداول و مؤشر الأسعار و القيمة السوقية في وقت الازمة لان الشركات الخاصة بالتغذية خفضت أسعار البيع لمنتجاتها، مما زاد حجم المبيعات و نشاط الأسواق كنوع من الدعم للمواطنين من حيث القدرة الشرائية، و لكن بعد فترة ارتفعت أسعار المواد الأولية و هذا ما أدى الى ارتفاع أسعار المنتجات و تركت تداعيتها على نشاط الشركات مع انخفاض أسعار النفط في تلك الآونة، و كذلك التداعيات التي خلفتها الحرب الأوكرانية على أسعار المواد الأولية و التي تأثرت بها جميع الشركات التصنيع مما خلفت عواقب على أداء أسواق الأوراق المالية العالمية على غرار الدول العربية التي وجهت هي كذلك تأثيرات الازمات الاقتصادية و عليه التأثير الإيجابي لم يدوم للازمات و الفرضية غير محققة.

عانت اسواق الأوراق المالية العربية من الاستثمار في ظروف أكثر ملائمة ومع صعوبة توفر المعلومات بشكل يسمح من تحقيق الشفافية وتفعيل الحكومة لشركاتها لضمان الاستمرار، ولكن رغم ما شهدته الاقتصاديات العربية من إصلاحات غير أنها ما تزال أسواقها متدنية الكفاءة ومساهمتها ضئيلة في التنمية الاقتصادية لذا يجب على هذه الاقتصاديات العربية العمل على تنشيط اقتصاديتها لتصبح أكثر مرونة للتأقلم مع التغيرات الاقتصادية وهذا مع توفير حماية للمستثمرين لزيادة ثقتهم وتحفيزهم وزيادة الوعي الاستثماري.

أصبح موضوع تأثير سلوكيات المستثمر على القرار الاستثماري على المستوى العالمي بشكل عام والعربي بشكل خاص في ظل التغيرات السياسية والاقتصادية التي تعرفها الساحة الدولية والإقليمية على حد سواء من أبرز مواضيع الساعة التي تتصدر موضوع النقاش، فبالعديد من الندوات والملتقيات والدراسات والتقارير الاقتصادية للكثير من الهيئات الدولية والإقليمية، ويعود هذا الاهتمام الى كون أن اتخاذ القرار الاستثماري الرشيد والملائم يعكس من خلاله أهم المتغيرات التي تشهدها اقتصاديات الدول، وهذا الانعكاس يختلف وضوحه ومستواه من سوق الى أخرى وذلك حسب درجة كفاءتها ويمكن أن تتجسد أهمية موضوع تأثير سلوكيات المستثمر على القرار الاستثماري، وبالنظر الى سوق الأوراق المالية العربية التي شهدت أحداث خلال فترة الدراسة أثرت على أدائها من حيث حجم التداول والقيمة السوقية يمكن تفسيرها من منظور لمالية السلوكية على أنها مرتبطة بتحيزات المستثمرين من جراء حالة عدم

التأكد والمخاوف من تكبد خسائر نتيجة توقعاتهم بانحراف الأصول المالية عن مستوياتها، وقياس أثر هذه التحيزات السلوكية على القرار الاستثماري في هذه السوق وعلى هذا الأساس يمكن صياغة نتائج الدراسة كما يلي:

✓ هناك تأثير معنوي إيجابي ذو دلالة إحصائية للعوامل السلوكية على القرارات الاستثمارية على المدى الطويل في جل الدول العربية بدرجات مختلفة حسب مستوى انفتاح اقتصادياتها مثل دول الخليج التي تعتبر أكثر انفتاح خاصة السعودية والامارات العربية.

✓ يمكن التنبؤ بسلوك الأفراد وتوجيه هذا السلوك بالصورة المناسبة من خلال توفير المعلومات المناسبة في عملية اتخاذ القرارات الاستثمارية. خاصة أثناء الازمات الاقتصادية

✓ يعد فهم وإدراك الفرد للسلوك الإنساني يضاعف فرص النجاح أمامه في اختيار المعلومات الملائمة للمستخدمين وما ينقص في أسواق الأوراق المالية العربية كالجائز التي لا يزل سوق اوراقها المالية ا يخطو الخطوات الأولى نحو كسب مستوى من الكفاءة وانفتاح متعامليه مع هذا الأسلوب من التمويل.

✓ عدم توفر أساليب وتقنيات تسمح بمساعدة المستثمرين من الاطلاع والاستفادة من المعلومات الشركات المدرجة بشكل دوري وشفافية تامة يجعل من سلوك المستثمرين غير متوقعة، ويمكن ان تكون لها تأثير سلبي على حركة الأسعار في اسواق الأوراق المالية خاصة مع تكرار الصدمات الاقتصادية.

✓ هناك مجموعة من العوامل التي تؤثر في قرارات الاستثمار والتي يقوم باتخاذها المتعاملون في أسواق الأوراق المالية، بعض هذه العوامل داخلية خاصة بالمستثمر بنفسه والأخرى خارجية تقع خارج سيطرته.

✓ تتفاوت العوامل التي تؤثر على قرارات المستثمر في أسواق الأوراق المالية من مستثمر الى اخر.

✓ غياب كفاءة الأسواق المالية يؤدي بالمستثمرين الى تفاديها. مع نقص الوعي الاستثماري وتخوف من مخاطر الاستثمار في بيئة سريعة التغيير مع صعوبة التنبؤ.

✓ عدم تماثل المعلومات في سوق الأوراق المالية يغير من سلوكيات المستثمرين الراغبين في الاستثمار.

✓ التغيير في أداء سوق الأوراق المالية العربية مرتبط أساسا بتغير سلوك المستثمر نتيجة المخاوف من التشوهات السعرية بسبب الازمات.

✓ النقص الكبير الذي تعاني منه البورصات العربية محل الدراسة في مجال الإفصاح ونشر المعلومات حول أسواق الأوراق المالية وهذا ما أدى الى نفور المستثمرين من اللجوء الى هذا النوع من التوظيفات. والتخوف من عدم صدق المعلومات الخاصة بالاستثمار.

✓ انخفاض الطلب في جل بورصات محل الدراسة لقلّة ثقافة الادخار من جهة ولقصور مسيري البورصة على جذب المستثمرين لتوظيف أموالهم في سوق الأوراق المالية سبب ضعف كفاءة التشغيل والتسعير في هذه الأسواق.

✓ تعاني الأسواق الأوراق المالية للدول العربية من عدم تنوع في أدوات الاستثمار خاصة بما يتماشى والوزع الديني كأدوات المطبقة لشريعة الإسلامية مما يجعل إمكانية عدم استغلال سلوك هذا النوع من المستثمرين.

✓ بين القياس ان هناك نقص لتوافد المعلومات الوردة الى سوق الأوراق المالية في معظم الدول العربية مما يزيد من قلق المستثمرين اجاه اتخاذ قرار الاستثمار المناسب.

بينما تمثلت جل الاقتراحات الخاصة بالدراسة في النقاط الأساسية التالية:

- ✓ ضرورة العمل بمبدأ حوكمة الشركات لزيادة نسبة الشفافية والافصاح المالي لحسابات الشركات في سوق الأوراق المالية لجذب المستثمرين.
- ✓ ضرورة الاهتمام بالمعلومات التي تقدم الى المستثمرين بشكل دوري ومنظم وتوفيرها بالسرعة والدقة الممكنة، والعمل على توفير المعلومات الملائمة بالكم والنوع والوقت المناسب من أجل تسهيل اتخاذ القرار الاستثماري السليم.
- ✓ ضرورة قيام الوحدات الاقتصادية بمراعاة العوامل السلوكية للمستثمرين المستخدمين للمعلومات عند اعداد التقارير المالية، وذلك من خلال استطلاع آراءهم لتحديد احتياجاتهم بين فترة وأخرى، وكذا توفير المعلومات الملائمة التي تفي بهذه الاحتياجات.
- ✓ التنبؤ بسلوك الأفراد وتوجيه هذا السلوك بالصورة المناسبة من خلال توفير المعلومات الملائمة يسهم في عملية اتخاذ القرارات الاستثمارية الرشيدة.
- ✓ ان فهم وإدراك المستثمر للسلوك الإنساني يضاعف فرص النجاح أمامه في اختيار المعلومات المناسبة للمستخدمين.
- ✓ يعتبر التمويل السلوكي من المجالات الرائدة اليوم خاصة في البحوث الأكاديمية، الا أن المراجع في هذا المجال قليلة جدا باللغة العربية، ننصح الباحثين والأكاديميين بالاهتمام بهذا الموضوع ووضع برامج بيداغوجية على مستوى الجامعات الجزائرية خاصة والعربية عموماً..
- ✓ ضرورة اقتداء الجزائر بالتجارب العربية والعالمية في هذا المجال وتوفير شبكات اتصالات حديثة داخل السوق، بالإضافة الى قيام إدارة السوق الجزائرية للأوراق المالية بتوفير جميع المعلومات التي من الممكن أن تساعد المستثمرين في ترشيد قراراتهم.
- ✓ يجب على المستثمرين دراسة العوامل التي من الممكن أن تؤثر على قرارات الاستثمار وخاصة التي تقع خارج سيطرتهم.
- ✓ ضرورة قيام المستثمرين بالاستفادة من الخبرات السابقة والتجارب في اتخاذ قرارات الاستثمار الكفؤة.
- ✓ توفير المناخ الاستثماري المناسب الذي يرفع من أداء سوق الأوراق المالية.
- ✓ نشر ثقافة الاستثمار من طرف السلطات التنظيمية وزيادة الوعي الاستثماري لدى المتدخلون في البورصة.
- ✓ الرقابة المستمرة على المعلومات الوافدة من الشركات وإدارة السوق ضرورة لصحتها ومنها التحكم في كفاءة أسواق الأوراق المالية على المدى البعيد.
- ✓ التحكم المستمر في اليات استقبال المعلومات خاصة في أوقات الازمات مما يسمح بسيطرة على اتجاه الأسعار في أسواق الأوراق المالية لدول العربية من يسمح بتقليل من مخاطر الاستثمار.

أفاق الدراسة:

بعد تطرقنا الى الاقتراحات التي وضعناها في شكل نقاط، يمكن الاقتداء بها للرفع من كفاءة أسواق الأوراق المالية للدول العربية بما فيها الجزائر، سنحاول أن نضع بين أيادي الباحثين في الدراسات العليا بعض المواضيع لأطروحات الدكتوراه والمقالات العلمية كأفاق لهذه الدراسة ومن أبرزها ما يلي:

✚ تداعيات مناخ الاستثمار على الرفع من كفاءة الأسواق المالية.

✚ أثر الذكاء الاصطناعي على القرار الاستثماري في سوق الأوراق المالية.

- ✚ تأثير التحيزات السلوكية على بيئة الاستثمار في ظل التغيرات الاقتصادية الراهنة.
- ✚ كفاءة قرارات الاستثمار وتأثيرها على أداء الأسواق المالية لدول الخليج.
- ✚ تداعيات استخدام منصات الاعلام الرقمي على ترشيد القرار الاستثماري في سوق الأوراق المالية للدول العربية.



المراجع

- Amin, A., Shoukat, S., & Khan, Z. (2009, July-December). Amin, Amjad, Shoukat Sshrish & Khan Zahoor, Gambler's Fallacy and Behavioral Finance In The Financial Markets (A Case Study of Lahore Stock Exchange), Abasing University Journal of Social Sciences,2009, Volume 3, No 2 July-December, pp 67-73. 3(2).
- Behazard, T., & Herschel, I. (1988). The theory of Rational Bubbles in Stock Prices. *The économic Journal*, 98(392), 7.
- Caparrelli, F., Arcangelis, A., & Cassuto, A. (2004). Caparrelli, F.D, Arcangelis, A.M and Cassuto, A, Herding in the italian stock market : a case of behavioral finance, *Journal of Behavioral Finance*, 2004, 5(4), 222-230. 5(4).
- Chaudhary, A. (2013). *Chaudhary, Amar Kumar, Impact of behavioral Finance In Investment Decision and strategies, Afresh Approach 2013.*
- Chiha, K. (2009). *Chiha, Khemissi, Corporate Finance (strategic approach), Houma edition, Algiers, 2009.* Houma edition.
- David , H. (2001, August 2001). investor psychology and asset pricing. *the journal of finance*, 11(4).
- Femas. (2010). *Femas, independent study program, decision-Making problem solving, South, Eton Avenue, 2010.*
- Ganesan, B. (2013). *Ganesan, Balaji, Understanding Behavioral Biases in Finance & Investing,2013.*
- Golarzi, G., & Ziyachi, A. (2013, August). Golarzi, Gholamhossein, Ziyachi, Aliasghar, Study of the herding Behaviors of Investors in the Tehran stock Exchange (TSE) : a Trading Volume Approach *Interdisciplinary Journal of contemporary research in business*, August, 2013, Vol 5, No 4. 5(4).
- Hvide, H. (2002). Pragmatic beliefs and overconfidence,. *Journal of Economic Behavior & Organization*, 48 (1), 15-28.
- Jahanzeb, A., Saqib, M., & Saif, U.-R. (2012, Octobre). Jahanzeb, Agha, Saqib Muneer & Saif-ur-Rehman, Implication of Behavioral Finance in Investment decision-making process *Business and Management Review*, Octobre, 2012, Vol, 2(8) pp. 01-04. 8(1-4).
- Kempf, A., & Ruenzi, S. (2006). Kempf, A, & Ruenzi, S, Status quo bias and the number of alternatives : an empirical illustration from the mutual fund industry, *Journal of Behavioral Finance*, 2006, 7(4), 204-213. 7(4).
- Krahmer, D., & Stone, R. (2010). *Krahmer, Daniel & Stone, Rebecca, Anticipated Regret as an Explanation of Uncertainty Aversion, Universidad Bonn, Germany, 2010.* Germany.
- Marchand , M. (2012). *Marchand, Maartje, Behavioral biases in finacial decision making, Bachelor Thesis Finance, Tilburg University, 2012.*
- Morris, & Virginia, B. (2008). *Morris, Virginia B, "An Advisor 's Guid to Behavioral Finance", 2008.*
- Pesarane, M., & Shin, Y. (1999). *Pesaran, M. H., & Shin, Y. (1999). An Autoregressive Distributed-Lag Modelling Approach to Cointegration Analysis. In S. Strom (Ed.), Econometrics and Economic*

Theory in the 20th Century (pp. 371–413). Cambridge University Press.
<https://doi.org/10.1017/C>.

- Pompian, M. (2006). *Behavioral Finance and wealth management*, 76-Jhon Wiley, & Sons, 2006.
- Pompian, M. (2006). *Pompian, Michael M, Behavioral Finance and wealth management*, 231-Jhon Wiley, & Sons, 2006.
- Prosad, J., Sujata, K., & Jhumur, S. (2013). Prosad, Jaya M, Sujata Kappor, Jhumur Sengupta, Impact of Overconfidence and the Disposition Effect on Trading Volume : An Empirical Investigation of Indian Equity Market, *International Journal of Research in Management & Technology*, Vol,3 No,4, August 20. 3(4).
- Rekik, Yosra, M., & Younes, B. (2013, Jan-Feb). Rekik, Yosra Mefteh, Younes Boujelbene, Determinants of Individual Investor's Behaviors : Evidence from Tunisian Stock Market, *Journal of Business and Management*, Vol,8, Issue 2(Jan-Feb, 2013), pp 109-119. 8.
- Riaz, L., Ahmed Imran, H., & Rauf , I. (2012). Riaz, Lubna, Ahmed Imran Hunjra & Rauf –i-Azam, Impact of psychological Factors on Investment Decision Making Mediating by Risk Perception : A Conceptual Study *Middle-East Journal of Secientific Research*, 2012, 12 (6) : pp 789-795. 12(6).
- Ritter, J. (2003, September). Ritter, Jay Bihavioral Finance, In : *Pacific-Basin Finance Journal*, Vol,11,No4, September 2003, PP,429-437. 11(4).
- Shefrin, H., & Statman, M. (2000). Shefrin,Hersh & Statman, Meir, Behavioral, Portfolio Theory, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol,35,No 2,2000. 35(2).
- Simon, J. (2000). *Simon, Julian, Licoin, developing decision-Making Skills for business*, New York, E, Sharp, Inc, 2000.
- Singh, S. (2012, February). Singh, Sudhir, Investor Irrationality and Self-Defeating Behavior : Inghts from Behavioral Finance, *The Journal of Global Busness Management* Vol 8, No 1, February 2012, pp 116-122. 8(1).
- Subash, R. (2012). *Subash, Rahul, Role of Behavioral Finance in Portfolio Investment Decision : Evidence from India, charles university in pargue Faculty of social Sciences Institute of Economics Studies*, 2012.
- Warren, s. (2012). Warren samuels, *New Horizons in economic Thought : Appraisals of leading economicists*, Edward elgar publishing 1992, 2012, p15.
- Waweru, N., Munyoki, E., & Uliana, E. (2008). Waweru, N,M, Munyoki, E, & Uliana, E, The effects of Behavioral Factors in investment decision-making ; a survey of institutional at the Nairobi Stock Exchange, *International Journal of Business and Emerging Markets*, 2008, 1(1), pp 24-41. 1(24-41).
- Williams, B. (2010). *Williams Benjamin, Speculative Bubbles Dynamics and the Role of Anchoring*, *European Financial Management Association Conference, EFMA Aarhus, 2010*,pp 1-19.
- Yang, Y., & Copelad, L. (2014). *The effects of sentiment on market return and volatility and the crossosectional risk premium of sentiment-affected volatility*, *Working paper*.
- ابراهيم مزبود، و خديجة بلحيانى. (جوان, 2017). ابراهيم مزبود، خديجة بلحيانى، اختبار كفاءة سوق الأوراق المالية على المستوى الضعيف باستخدام طريقة الأنماط -RUN TEST حالة سوق الدوحة للأوراق المالية خلال الفترة 2000-2015، مجلة معارف، مجلة علمية دولية محكمة، جامعة البويرة، الجزائر، مقال في العدد 22، جوان 20.

- أحمد الباز. (2015). *أحمد الباز، الالتزام بالشفافية والافصاح في بورصة الأوراق المالية، دراسة مقارنة، الدار الجامعية الجديدة، الإسكندرية، مصر، 2015، ص 43. الاسكندرية، مصر: الدار الجامعية الجديدة.*
- أحمد محمد لطفي. (2008). *أحمد محمد لطفي، معاملات البورصة بين النظم الوضعية والأحكام الشرعية، دار الفكر الجامعي الإسكندرية، مصر، 2008، ص 348. الاسكندرية، مصر: دار الفكر الجامعي الإسكندرية.*
- الحناوي محمد صالح. (1998). *محمد صالح الحناوي، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 1998، ص 81. الاسكندرية، مصر: الدار الجامعية.*
- الزبن منصور. (2006). *منصوري الزبن، اليات تشجيع وترقية الاستثمار كأداة لتمويل التنمية الاقتصادية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر3، الجزائر، 2006، ص 23. الجزائر، الجزائر.*
- السعيد بريش. (2007). *السعيد بريش، الاقتصاد الكلي، نظريات، نماذج وتمارين محلولة، دار العلوم للنشر والتوزيع، عنابة، الجزائر 2007، ص127. عنابة: دار العلوم للنشر والتوزيع.*
- الشوادة فيصل محمود. (2008). *فيصل محمود الشوادة، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية- الأسس النظرية والعلمية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008، ص 222-. عمان، الأردن: دار وائل للنشر والتوزيع.*
- عمان، أسعد حميد العلي، الإدارة المالية والأسس العلمية والتصنيف، الطبعة الأولى، عمان، الأردن، 2010. (2010). العلي، أ الأردن.
- أمال فراح مصطفىاوي. (2023/2022). *أمال فراح مصطفىاوي، فعالية تكنولوجيا المعلومات على زيادة كفاءة أسواق الأوراق المالية في الدول العربية، دراسة حالة دول المغرب العربي، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه، تخصص تسويق العمليات المالية والمصرفية، جامعة الجزائر3، الجزائر 2023/2022، ص3-5. الجزائر.*
- أمال فراح مصطفىاوي. (2023/2022). *مال فراح مصطفىاوي، فعالية تكنولوجيا المعلومات على زيادة كفاءة أسواق الأوراق المالية في الدول العربية، دراسة حالة دول المغرب العربي، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه، تخصص تسويق العمليات المالية والمصرفية، جامعة الجزائر3، الجزائر 2023/2022، ص3-5. الجزائر.*
- أمين عبد العزيز. (2007). *أمين عبد العزيز، الأسواق المالية، دار قباء للطباعة والنشر والتوزيع، القاهرة، مصر، 2007، ص 240. القاهرة، مصر: دار قباء للطباعة والنشر والتوزيع.*
- ايهاب الدسوقي. (2000). *إيهاب الدسوقي، اقتصاد كفاءة البورصة، دار النهضة العربية، القاهرة، مصر، 2000، ص 135. القاهرة، مصر: دار النهضة العربية.*
- بشار ذنون محمد الشكرجي، ميادة صلاح الدين، و تاج الدين. (2008). *بشار ذنون محمد الشكرجي، ميادة صلاح الدين وتاج الدين، علاقة مؤشر الأسهم في الأسواق المالية الحالية الاقتصادية، دراسة تحليلية لسوق الرياض للأوراق المالية، مجلة تنمية الرافدين، دورية فصلية علمية محكمة، جامعة الموصل، العراق، مقال في العدد 89، 2008، ص 79.*
- بن عمر بن حسين، حسين حديدين، و محمد بن بوزيان. (2012). *بن عمر بن حسين، حسين حديدين، محمد بن بوزيان، كفاءة الأسواق المالية في الدول العربية، دراسة بورصة السعودية، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، مجلة دورية نصف سنوية، تصدر عن جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، مقال في العدد 2، 2012، ص 239.*
- جمال جويدان الجمل. (2002). *جمال جويدان الجمل، الأسواق المالية والنقدية، دار الطباعة والنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2002، ص 56. عمان، الأردن: دار الطباعة والنشر والتوزيع.*
- جميل النجار. (2017). *جميل النجار، العوامل السلوكية المحددة لقرارات المستثمرين الأفراد وأثرها في أداء المحفظة الاستثمارية، دراسة تحليلية من سوق فلسطين للأوراق المالية، مجلة الجامعة العربية الأمريكية للبحوث، المجلد 3، العدد 2، 2017.*
- حسان خضر. (2004). *حسان خضر، تحليل الأسواق المالية، جسر التنمية، سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الأقطار العربية، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، مقال في العدد 27، مارس 2004، ص8.*
- حسين قبان. (2011). *حسين قبان، مؤشرات أسواق الأوراق المالية، دراسة حالة مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، مقال في العدد 11، 2011، ص 95.*

- حسين وليد وخضير. (2013). حسين وليد وخضير، ابتهاج طالب وحافظ، عبد الناصر علك، قرارات الاستثمار والعوامل المؤثرة في ترشيدها في أسواق الأوراق المالية بالنسبة لصغار المستثمرين، مجلة دراسات مالية ومحاسبية، المجلد 8، العدد 22، 2013.
- حمزة محمود الزبيدي. (2001). / حمزة محمود الزبيدي، الاستثمار في الأوراق المالية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، 2001، ص 81. الأردن: مؤسسة وراق للنشر والتوزيع.
- حنان سعدي. (2019/2018). حنان سعدي، دور التحليل الأساسي في اتخاذ قرار الاستثمار في الأوراق المالية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، الجزائر، 2019/2018، ص 95. الجزائر، الجزائر.
- حيدر يونس الموسوي. (2011). / حيدر يونس الموسوي، المصارف الإسلامية أدائها المالي وأثرها في سوق الأوراق المالية، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2011، ص 100. عمان، الأردن: دار اليازوري.
- دريد كامل ال شيب. (2009). الاستثمار والتحليل الاستثماري، الطبعة العربية. عمان، الأردن: دار اليازوري العلمية.
- دريد كامل ال شيب. (2019). / دريد كامل ال شيب، الأسواق المالية والنقدية، الطبعة الثانية، دار الميسرة للنشر والطباعة والتوزيع، عمان، الأردن، 2019، ص 90. عمان، الأردن: دار الميسرة للنشر والتوزيع.
- دنيا وليد حنا الرضى. (2015). / دنيا وليد حنا الرضى، الأسواق المالية، تركيبها، كفاءتها، سيولتها والتجربة العربية، المنطقة العربية للتنمية الإدارية، جامعة الدول العربية، القاهرة، مصر، 2015، ص 112-113. القاهرة، مصر: المنطقة العربية-جامعة الدول العربية.
- رستمية أحمد أبو موسى. (2005). / رستمية أحمد أبو موسى، الأسواق المالية والنقدية، دار المعزز للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2005، ص 33. عمان: دار المعزز للنشر والتوزيع.
- زهير عرابة. (2006/2005). زهير عرابة، دور الهندسة المالية في تقييم أسعار المنتجات المالية لتحقيق كفاءة الأسواق المالية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه علوم، في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، تخصص مالية واقتصاد دولي، جامعة الجزائر 3، ا.
- صلاح الدين حسن السيسى. (2003). / صلاح الدين حسن السيسى، بورصات الأوراق المالية (الأهمية، الأهداف، السبل ومقومات النجاح)، عالم الكتاب للطباعة والنشر، القاهرة، مصر، 2003. القاهرة: عالم الكتاب للطباعة والنشر.
- صلاح الدين شريط، و حجيلة بن وارث. (2017). صلاح الدين شريط، حجيلة بن وارث، فعالية المناخ الاستثماري وأثره في سوق الأوراق المالية، دراسة حالة الجزائر، مجلة العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية، جامعة المسيلة، الجزائر، العدد 17، 2017، ص 368.
- طاهر حيدر حردان. (2002). / طاهر حيدر حردان، مبادئ الاستثمار، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2002، ص 11. عمان، الأردن: دار المستقبل للنشر والتوزيع.
- طلال كداوي. (2007). / طلال كداوي، تقييم القرارات الاستثمارية، دار اليازوري، عمان، الأردن، 2007، ص 12. عمان، الأردن: دار اليازوري.
- عباس كاظم الدعيمي. (2010). السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية. عمان، الأردن: دار صفاء للنشر والتوزيع.
- عبد الحكيم سليمان. (2020/2019). عبد الحكيم سليمان، دور جودة المعلومات المحاسبية في ترشيد قرار الاستثمار في ظل النظام المحاسبي والمالي الجديد، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في علوم التسيير، تخصص محاسبة، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة، ال. بسكرة، الجزائر.
- عبد الحليم، عبد ربه هبة، و بكرى أحمد علي. (2015). علم نفس البورصة وتطوير الأسواق المالية العربية. الاسكندرية، مصر: دار الوفاء لنيليا للطباعة.
- عبد الغفار الحنفي. (2007). / عبد الغفار الحنفي، استراتيجية الاستثمار في بورصة الأسواق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2007، ص 39. الاسكندرية، مصر: الدار الجامعية الاسكندرية.

- عبد الكريم قندوز. (2008). / عبد الكريم قندوز، الهندسة المالية الإسلامية، مؤسسة الرسالة ناشرون، دمشق، سوريا، 2008، ص 295. دمشق: مؤسسة الرسالة ناشرون.
- عدنان هاشم، و رحيب السامرائي. (1997). / عدنان هاشم، رحيب السامرائي، الإدارة المالية، الناشر للجامعة المفتوحة، الجماهيرية الليبية، 1997، ص 299. الجماهيرية الليبية: الناشر للجامعة المفتوحة.
- عصام حسين. (2008). أسواق الأوراق المالية-البورصة. عمان، الأردن.
- علي الطب، و محمد شيخي. (2017). / علي الطب، محمد شيخي، الاقتصاد القياسي المالي وتطبيقاته في الأسواق المالية، دار حامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2017- ص 136. عمان، الأردن: دار حامد للنشر والتوزيع.
- عيسى شقيب، و يحي ازار. (2016). عيسى شقيب، يحيى ازار، محاولة قياس كفاءة السوق المالية الجزائرية مقارنة بتونس أعقاب الأزمة المالية العالمية، المجلة الجزائرية للعلوم والسياسة الاقتصادية، مجلة دورية محكمة تصدر عن مخبر العولمة والسياسات الاقتصادية، جامعة الجزائر 3، الجزائر، مقال في العدد.
- نجا عيسى، أثر تغيرات المؤشرات الاقتصادية على أداء الأسواق المالية في الدول العربية، دراسة تجريبية. (2015-2016). عيسى، ن الأردن، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في علوم التسيير، تخصص مالية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية الجزائر. وعلوم التسيير، قسم علوم التسيير، جامعة الجزائر.
- فراح أمال. (2023/2022). أمال فراح مصطفى، فعالية تكنولوجيا المعلومات على زيادة كفاءة أسواق الأوراق المالية في الدول العربية، دراسة حالة دول المغرب العربي، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه، تخصص تسويق العمليات المالية والمصرفية، جامعة الجزائر 3، الجزائر 2023/2022، ص 3-5. الجزائر، الجزائر.
- محفوظ بصيري. (ديسمبر، 2016). محفوظ بصيري، المؤشرات الرئيسية لأداء سوق الأوراق المالية وأثرها في التنمية الاقتصادية، دراسة حالة بورصة الجزائر خلال الفترة (2001-2015)، مجلة معارف، مجلة محكمة علمية، جامعة البويرة، الجزائر، مقال في العدد 21، ديسمبر 2016، ص 89.
- محمد أحمد عبد لنبي. (2009). / محمد أحمد عبد النبي، الأسواق المالية، الأصل العلمي والتحليل السياسي، زمزم ناشرون وموزعون، عمان، الأردن، 2009، ص 41. عمان، الأردن: زمزم ناشرون وموزعون.
- محمد صلاح الحناوي. (2002). / محمد صلاح الحناوي، تحليل وتقييم الأوراق المالية، الدار الجامعية، القاهرة، مصر، 2002، ص 127. القاهرة، مصر: الدار الجامعية.
- محمد عبد المجيد محمد عطية. (2011). / محمد عبد المجيد محمد عطية، الاستثمار في البورصة، دار التعليم الجامعي الإسكندرية، مصر، 2011، ص 373. الاسكندرية، مصر: دار التعليم الجامعي.
- محمد قاسم حصاونة. (2011). / محمد قاسم حصاونة، أساسيات الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار الفكر، الأردن، 2011، ص 77. الأردن: دار الفكر.
- محمد مداحي، و محمد ترقو. (2017). محمد مداحي، محمد ترقو، العلاقة التبادلية بين مؤشرات السوق المالي (الإسلامي والتقليدي)، مجلة ميلاف للبحوث والدراسات، مجلة علمية محكمة نصف سنوية، تعنى بنشر الأبحاث والدراسات العلمية، المركز الجامعي عبد الحفيظ بوصوف (ميلة)، الجزائر، مقال في العدد 5، جوان 2017.
- محمد مطر. (2005). / محمد مطر، فايز تميم، إدارة المحفظة الاستثمارية، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2005، ص 81-82. عمان، الأردن: دار وائل للنشر.
- محمود محمد الداغر. (2005). / محمود محمد الداغر، الأسواق المالية (مؤسسات، أوراق، بورصات)، دار الشروق للنشر والتوزيع، الطبعة العربية الأولى، عمان، الأردن، 2005، ص 284. عمان، الأردن: دار الشروق للنشر والتوزيع.
- مروان الحياي، سندية والجعفر سلطان، و لينا محمد سعيد. (2015). لحيالي، مروان سلطان سندية والجعفر، لينا محمد سعيد، دور الحكمة في دعم قرار الاستثمار، دراسة تطبيقية على عينة من الشركات في سوق العراق للأوراق المالية، مجلة علمية محكمة ومصنفة، مجلة الاقتصاد والمالية، 2015، ص 21.
- معروف هوشيار. (2009). / هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009، ص 299. عمان، الأردن: دار صفاء للنشر والتوزيع.

نجاه عيسى، طارق بلمهدي، و أحلام بوعزارة. (جوان، 2022). نجاه عيسى، أحلام بوعزارة، طارق بلمهدي، تداعيات استخدام تكنولوجيا المعلومات والاتصال على القرار الاستثماري لأسواق الأوراق المالية العربية في ظل أزمة جائحة كورونا، مجلة الدراسات المالية والمحاسبية والإدارية، المجلد 9، العدد 1، جوان 2022.

نوري موسى شقيري. (2012). / نوري موسى شقيري ، إدارة الاستثمار، الطبعة الأولى، دار الميسرة للنشر والطباعة، عمان، الأردن، 2012، ص 102. عمان، الأردن: دار الميسرة للنشر والطباعة.

هشام دغموم. (2016). هشام دغموم، واقع ونمو تطور بورصة الجزائر خلال الفترة الممتدة (1999-2015)، مجلة علوم الاقتصاد والتسيير والتجارة، مجلة معهد العلوم الاقتصادية، مجلة علمية دولية محكمة ومتخصصة، تصدر عن كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر3، الحج. صفحة 76.

ولاء حسين. (2014). ولاء حسين زريقا، تقييم مستوى نضج استخبارات الأعمال ودوره في صناعة القرارات الاستثمارية، رسالة دكتوراه، جامعة تشرين، سوريا، 2014، ص69.



الملاحق

الملحق رقم (1): ملحق الإحصاء الوصفي ومصفوفة الارتباط

. sum IPC Volume MarketCap gdpgrowth

Variable	Obs	Mean	Std. dev.	Min	Max
IPC	375	256.3389	193.6101	26.57	1113.9
Volume	375	22863.51	111498.2	.02	1402942
MarketCap	375	105499	344983.6	84.59	2923502
gdpgrowth	375	3.328664	5.033309	-21.3999	26.17025

. pwcorr IPC Volume MarketCap gdpgrowth, star(0.05)

	IPC	Volume	Market~p	gdpgro~h
IPC	1.0000			
Volume	0.1846*	1.0000		
MarketCap	0.2368*	0.3055*	1.0000	
gdpgrowth	0.0706	0.0242	-0.0285	1.0000

الملحق رقم (2): ملحق اختبار هوسمان بين mg و pmg

. hausman mg pmg

	Coefficients			
	(b) mg	(B) pmg	(b-B) Difference	sqrt(diag(V_b-V_B)) Std. err.
Volume	-.0359656	.0002393	-.0362049	.0299607
MarketCap	.0249798	.0000644	.0249154	.0139799
gdpgrowth	-2.766823	4.206293	-6.973116	4.384609

b = Consistent under H0 and Ha; obtained from **xtpmg**.
B = Inconsistent under Ha, efficient under H0; obtained from **xtpmg**.

Test of H0: Difference in coefficients not systematic

$$\begin{aligned} \text{chi2}(3) &= (b-B)'[(V_b-V_B)^{-1}](b-B) \\ &= 5.58 \\ \text{Prob} > \text{chi2} &= 0.1338 \end{aligned}$$

ID_4	ECT	-.3289131	.1674233	-1.96	0.049	-.6570568	-.0007695
	Volume						
	D1.	.0088281	.012075	0.73	0.465	-.0148385	.0324946
	MarketCap						
	D1.	.0069068	.0020709	3.34	0.001	.0028478	.0109657
	LD.	-.0020253	.0023708	-0.85	0.393	-.0066719	.0026214
	gdpgrowth						
	D1.	-2.921587	2.488747	-1.17	0.240	-7.799442	1.956268
	_cons	34.68984	20.7525	1.67	0.095	-5.984319	75.36399
ID_5	ECT	.0106703	.0957374	0.11	0.911	-.1769716	.1983122
	Volume						
	D1.	-.012177	.0278562	-0.44	0.662	-.0667741	.0424201
	MarketCap						
	D1.	.025043	.0090719	2.76	0.006	.0072623	.0428237
	LD.	.0130835	.0074276	1.76	0.078	-.0014743	.0276413
	gdpgrowth						
	D1.	-.9779998	3.181943	-0.31	0.759	-7.214493	5.258494
	_cons	-1.999564	19.43688	-0.10	0.918	-40.09516	36.09603
ID_6	ECT	-.0525396	.0719245	-0.73	0.465	-.193509	.0884298
	Volume						
	D1.	.0041207	.0049628	0.83	0.406	-.0056061	.0138476
	MarketCap						
	D1.	.0050974	.0010163	5.02	0.000	.0031054	.0070893
	LD.	.0014304	.0009675	1.48	0.139	-.0004659	.0033268
	gdpgrowth						
	D1.	.6771551	2.095756	0.32	0.747	-3.430451	4.784762
	_cons	24.42261	32.93857	0.74	0.458	-40.13581	88.98103
ID_7	ECT	-1.053912	.1801913	-5.85	0.000	-1.407081	-.7007439
	Volume						
	D1.	.0015108	.001744	0.87	0.386	-.0019073	.004929
	MarketCap						
	D1.	.0024879	.0011828	2.10	0.035	.0001697	.0048061
	LD.	.0011774	.0013713	0.86	0.391	-.0015103	.0038651
	gdpgrowth						
	D1.	-19.67598	8.711069	-2.26	0.024	-36.74936	-2.602601
	_cons	427.9431	82.9938	5.16	0.000	265.2783	590.608

ID_8	ECT	-.128341	.084204	-1.52	0.127	-.2933778	.0366958
	Volume						
	D1.	-.0000879	.0001373	-0.64	0.522	-.000357	.0001812
	MarketCap						
	D1.	.0022903	.0002196	10.43	0.000	.0018599	.0027208
	LD.	.0006893	.0002495	2.76	0.006	.0002004	.0011783
	gdpgrowth						
	D1.	3.355572	3.831925	0.88	0.381	-4.154864	10.86601
	_cons	13.47449	10.74534	1.25	0.210	-7.585994	34.53498
ID_9	ECT	-.4475952	.1809029	-2.47	0.013	-.8021583	-.0930321
	Volume						
	D1.	.0002151	.0005089	0.42	0.672	-.0007823	.0012125
	MarketCap						
	D1.	-2.06e-07	.0001286	-0.00	0.999	-.0002523	.0002519
	LD.	-.0014227	.0008692	-1.64	0.102	-.0031263	.000281
	gdpgrowth						
	D1.	-.0539828	2.726531	-0.02	0.984	-5.397886	5.289921
	_cons	136.0385	55.34022	2.46	0.014	27.57365	244.5033
ID_10	ECT	-.2387888	.1094357	-2.18	0.029	-.4532788	-.0242987
	Volume						
	D1.	-.0056152	.0076954	-0.73	0.466	-.0206979	.0094676
	MarketCap						
	D1.	.0080698	.0043309	1.86	0.062	-.0004187	.0165583
	LD.	.0015331	.0041927	0.37	0.715	-.0066845	.0097507
	gdpgrowth						
	D1.	-6.048464	3.121649	-1.94	0.053	-12.16678	.0698555
	_cons	35.24251	32.73989	1.08	0.282	-28.9265	99.41151
ID_11	ECT	-.1086824	.0903856	-1.20	0.229	-.2858349	.0684701
	Volume						
	D1.	.0429809	.0131504	3.27	0.001	.0172066	.0687551
	MarketCap						
	D1.	.0169297	.0107813	1.57	0.116	-.0042013	.0380606
	LD.	-.003494	.0102862	-0.34	0.734	-.0236547	.0166666
	gdpgrowth						
	D1.	.7623355	.7766147	0.98	0.326	-.7598013	2.284472
	_cons	15.78806	18.41959	0.86	0.391	-20.31367	51.88979

ID_12							
	ECT	-.1485987	.1127499	-1.32	0.188	-.3695845	.0723871
	Volume						
	D1.	-.0002139	.0034338	-0.06	0.950	-.0006944	.0065163
	MarketCap						
	D1.	.0056014	.0017364	3.23	0.001	.0021981	.0090047
	LD.	.0009611	.0017694	0.54	0.587	-.0025068	.0044291
	gdpgrowth						
	D1.	-2.033925	5.652183	-0.36	0.719	-13.112	9.04415
	_cons	39.01971	73.63654	0.53	0.596	-105.3053	183.3447
ID_13							
	ECT	-1.292235	.1971482	-6.55	0.000	-1.678638	-.9058315
	Volume						
	D1.	.0000406	.0000953	0.43	0.670	-.0001462	.0002274
	MarketCap						
	D1.	.0000186	.0000533	0.35	0.728	-.000086	.0001231
	LD.	-.0000585	.0000568	-1.03	0.303	-.0001697	.0000528
	gdpgrowth						
	D1.	-4.341802	4.772805	-0.91	0.363	-13.69633	5.012723
	_cons	311.9842	56.18054	5.55	0.000	201.8724	422.096
ID_14							
	ECT	-.1512323	.0973077	-1.55	0.120	-.341952	.0394873
	Volume						
	D1.	.0624706	.0204424	3.06	0.002	.0224041	.102537
	MarketCap						
	D1.	.0126778	.0073166	1.73	0.083	-.0016625	.0270182
	LD.	-.0143723	.0063707	-2.26	0.024	-.0268585	-.001886
	gdpgrowth						
	D1.	-.2382176	.7777624	-0.31	0.759	-1.762604	1.286169
	_cons	27.77627	15.15347	1.83	0.067	-1.92399	57.47653
ID_15							
	ECT	.0151073	.0807941	0.19	0.852	-.1432461	.1734608
	Volume						
	D1.	.0031089	.0073257	0.42	0.671	-.0112491	.0174669
	MarketCap						
	D1.	.0077014	.0042863	1.80	0.072	-.0006996	.0161025
	LD.	-.0027181	.0038884	-0.70	0.485	-.0103392	.0049029
	gdpgrowth						
	D1.	-.0551866	.8190125	-0.07	0.946	-1.660422	1.550048
	_cons	3.886053	6.794455	0.57	0.567	-9.430834	17.20294