



جامعة غرداية
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم العلوم الاقتصادية

مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي
ميدان العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية
الشعبة: علوم اقتصادية
تخصص: اقتصاد وتسيير مؤسسات

بغنوان:

أثر الصدمات الجيوسياسية على أداء الأسهم في البورصة

دراسة بورصة السعودية خلال الفترة الممتدة ما بين 2015 الى 2025.

من إعداد الطالبة: صغيرات فريال

نوقشت وأجيزت علنا بتاريخ: 2026/06/02

أمام لجنة المناقشة المكونة من السادة:

الاسم واللقب	الرتبة	الجامعة	الصفة
د. أولاد الهدار فاتح بلقاسم	أستاذ محاضر-أ-	غرداية	رئيسا
د. نعاس صلاح الدين	أستاذ محاضر-أ-	غرداية	مشرفا ومقررا
د. حميدات عمر	أستاذ محاضر-أ-	غرداية	ممتحنا

السنة الجامعية: 2025 - 2026



جامعة غرداية
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم العلوم الاقتصادية



مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي
ميدان العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية
الشعبة: علوم اقتصادية
تخصص: اقتصاد وتسيير مؤسسات

بغنوان:

أثر الصدمات الجيوسياسية على أداء الأسهم في البورصة

دراسة بورصة السعودية خلال الفترة الممتدة ما بين 2015 الى 2025.

من إعداد الطالبة: صغيرات فريال

نوقشت وأجيزت علنا بتاريخ: 2026/06/02

أمام لجنة المناقشة المكونة من السادة:

الاسم واللقب	الرتبة	الجامعة	الصفة
د. أولاد الهدار فاتح بلقاسم	أستاذ محاضر-أ-	غرداية	رئيسا
د. نعاس صلاح الدين	أستاذ محاضر-أ-	غرداية	مشرفا ومقررا
د. حميدات عمر	أستاذ محاضر-أ-	غرداية	ممتحنا

السنة الجامعية: 2025 - 2026

الإهداء

ما سلكنا البدايات إلا بتيسيره وما بلغنا النهايات إلا
بتوفيقه وما حققنا الغاية إلا بفضلته فالحمد لله الذي
وفقني في خطوتي

إلى الذي احمل اسمه بكل فخر واعتزاز من حصد الأشواك وزرع وردا في طريقي أبي الغالي
محمد لمين ذلك الرجل العظيم الذي علمني أن الأحلام لا تتحقق إلا بالصبر والإصرار
إلى ملاذي ونبع الحنان صاحبة الدعاء الصادق رفيقة الروح في الحياة أُمي الغالية خديجة
إلى من امنوا بي دائما ودفعوني للأفضل أخواتي ياسمين امينة و اسيل ضلعي الثابت وسندي في
الحياة أهدىكم عملي هذا بكل اجتهاد
أهدي هذه المذكرة إلى كل من ساهم في هذا النجاح

2026





الشكر

الحمد لله الذي بنعمته تتم الصالحات، نتقدم بجزيل الشكر وعظيم الامتنان إلى

كل من ساهم من قريب أو بعيد في إنجاز هذه المذكرة.

ونخص بالشكر الأستاذ المشرف الدكتور صلاح الدين نعاس على توجيهاته القيّمة، ونصائحه

طوال فترة إعداد هذا العمل، فجزاه الله عنا خير الجزاء.

ولا يفوتنا أن نشكر كل الأساتذة والزملاء وكل من مدّ لنا يد العون والدعم لإتمام

هذا العمل المتواضع.

وفي الأخير، نسأل الله التوفيق والسداد للجميع

و شكر خاص لزملائي خريجي جامعة غرداية دفعة 2025-2026

أخيرًا، شكرًا لعائلي وإخوتي على دعمهم الكبير لي.

2026



ملخص

تهدف هذه الدراسة إلى قياس وتحليل أثر الصدمات الجيوسياسية على أداء الأسهم في السوق المالي السعودي خلال الفترة (2015-2025)، وذلك من خلال دراسة العلاقة في الأجلين القصير والطويل بين مجموعة من مؤشرات المخاطر الجيوسياسية، والمتمثلة في مؤشر المخاطر الجيوسياسية (GPR)، ومؤشر المخاطر الجيوسياسية الفعلية (GPRA)، ومؤشر المخاطر الجيوسياسية المعتمدة على الذكاء الاصطناعي (GPR-AI)، ومؤشر عدم اليقين الاقتصادي (EPU)، وبين أداء السوق المالية السعودية التابع المقاس بمؤشر العام للسوق (TASI)، طبقت الدراسة سببية جرانجر ونموذج Augmented ARDL على بيانات شهرية.

وقد أظهرت النتائج وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين المتغيرات، بالإضافة إلى وجود تأثير معنوي للصدمات الجيوسياسية على أداء السوق المالية السعودية، حيث تبين أن المؤشرات GPR و GPR-AI تؤثر سلباً على مؤشر السوق، بينما يظهر تأثير بعض المتغيرات بشكل أكبر في الأجل القصير مقارنة بالأجل الطويل.

الكلمات المفتاحية : مخاطر جيوسياسية، عوائد، مؤشر السوق، نموذج Augmented ARDL .

Abstract

This article aims to analyze and measure the impact of geopolitical shocks on the performance of stocks in the Saudi financial market during the period (2015-2025), and this came during the study of the relationship between a set of geopolitical risk indicators, represented by the geopolitical risk index (GPR), the actual geopolitical risk index (GPRA), the geopolitical risk index based on artificial intelligence (GPR-AI), The Economic Uncertainty Index (EPU), and the performance of the Saudi financial market as measured by the market (Tasi), along with no-cost parking for Saudi financial (Tadawul). Gr (ardl) test (border Test) ((name) gr Granger.. G GPR-GPR-Amnesty International.. The results also confirmed that the Saudi financial market has a relative ability to adapt to shocks, through the rapid return of balance after imbalances, which reflects the market's flexibility in the face of geopolitical and economic changes. In light of these findings, the study recommends the need to integrate geopolitical indicators into models for analyzing and predicting the performance of financial markets, while expanding the scope of future studies to include other markets and sectors to enhance scientific understanding of this complex relationship

Keywords: geopolitical shocks-financial market performance-indicators .

قائمة المحتويات

الصفحة	المحتويات
I	الإهداء
II	الشكر
III	الملخص باللغة العربية
IV	الملخص باللغة الإنجليزية
V	قائمة المحتويات
VI	قائمة الجداول
VII	قائمة الأشكال البيانية
VIII	قائمة الملاحق
IX	قائمة الاختصارات والرموز
أ	مقدمة
	الفصل الأول: الأدبيات النظرية والتطبيقية للصدمات الجيوسياسية وقيمة الأسهم في البورصة
02	تمهيد
03	المبحث الأول: الإطار النظري للصدمات الجيوسياسية وقيمة الاسهم
16	المبحث الثاني: الدراسات السابقة
23	خلاصة الفصل
	الفصل الثاني: قياس اثر الصدمات الجيوسياسية على قيمة الأسهم في البورصة
25	تمهيد
26	المبحث الأول: الطريقة والأدوات المستخدمة في الدراسة
38	المبحث الثاني: تقديم نتائج الدراسة ومناقشتها
48	خلاصة الفصل
50	خاتمة
52	قائمة المصادر والمراجع
55	فهرس المحتويات

قائمة الجداول

رقم الجدول	عنوان الجدول	الصفحة
جدول رقم 01	الدراسات السابقة	21
جدول رقم 02	معلومات عن مؤشر بورصة السعودية	30
جدول رقم 03	تطور نشاط التداول في سوق الأسهم السعودي خلال الفترة 2015-2025	31
جدول رقم 04	الخصائص الإحصائية الوصفية للمتغيرات المدروسة	38
جدول 05	نتائج اختبار استقرارية بيانات الدراسة	39
جدول رقم 06	دراسة السببية بين المؤشرات وعوائد مؤشر السوق	40
جدول رقم 07	نتائج اختبار التكامل المشترك Overall F-Bounds Test	41
جدول رقم 08	نتائج اختبار التكامل المشترك (t-Bounds Test)	41
جدول رقم 09	نتائج اختبار التكامل المشترك Exogenous F-Bounds Test	41
جدول رقم 10	نتائج تقدير نموذج تصحيح الخطأ (ECM)	42
جدول رقم 11	نتائج تقدير العلاقة طويلة الأجل لنموذج ARDL (1,0,0,0,2,0)	43
جدول رقم 12	اختبار الارتباط الذاتي لبواقي التقدير	44

قائمة الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
30	هيكل مجلس إدارة بورصة السعودية	شكل رقم 01
33	تطور نشاط التداول خلال الفترة 2015-2025	شكل رقم 02
33	تطور عدد الصفقات المنفذة في السوق خلال الفترة 2015-2025	شكل رقم 03
35	متغيرات الدراسة	شكل رقم 04
40	تطور المتغيرات المدروسة خلال فترة الدراسة (الجزء الأول)	شكل رقم 05
40	تطور المتغيرات المدروسة خلال فترة الدراسة (الجزء الثاني)	شكل رقم 06
45	اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي	شكل رقم 07
46	اختبار Ramsey Reset	شكل رقم 08
46	اختبار	شكل رقم 09

قائمة الاختصارات والرموز

الاختصار	الاسم باللغة الإنجليزية	الاسم باللغة العربية
TASI	Tadawul All Share Index	مؤشر السوق المالية السعودية (تاسي)
GPRA	Geopolitical Risk Actual Index	مؤشر المخاطر الجيوسياسية الفعلية
GPRT	Geopolitical Risk Threat Index	مؤشر التهديدات الجيوسياسية
AI-GPR	Artificial Intelligence Geopolitical Risk Index	مؤشر المخاطر الجيوسياسية المعتمد على الذكاء الاصطناعي
EPU	Economic Policy Uncertainty Index	مؤشر عدم اليقين في السياسة الاقتصادية
ARDL	Autoregressive Distributed Lag Model	نموذج الانحدار الذاتي للإبطاء الموزع
ADF	Augmented Dickey-Fuller Test	اختبار ديكي-فولر الموسع (اختبار استقرارية السلاسل الزمنية)
Granger Causality	Granger Causality Test	اختبار سببية غرانجر

مقدمة

أ. توطئة:

تُعَدُّ الأسواق المالية-خاصة أسواق الأسهم- من أكثر الأنظمة الاقتصادية حساسية تجاه التغيرات الخارجية، حيث تتأثر بشكل مباشر وسريع بالأحداث الاقتصادية والسياسية والاجتماعية على حد سواء، وفي هذا السياق، تبرز الصدمات الجيوسياسية باعتبارها أحد أهم العوامل غير الاقتصادية التي يمكن أن تُحدث تقلبات حادة في أداء البورصات، نظرًا لما تحمله من حالة عدم يقين تؤثر على قرارات المستثمرين وتوقعاتهم المستقبلية.

ويقصد بالصدمات الجيوسياسية تلك الأحداث أو التوترات المرتبطة بالعلاقات بين الدول، مثل الحروب، النزاعات المسلحة، العقوبات الاقتصادية، التوترات الدبلوماسية، أو الأزمات الإقليمية والدولية. هذه الأحداث غالبًا ما تؤدي إلى زيادة حالة عدم الاستقرار في الأسواق، مما ينعكس في شكل تراجع في مؤشرات الأسهم، ارتفاع مستويات التقلب، وزيادة في عمليات البيع العشوائي بدافع الخوف أو التحوط من المخاطر.

ومن هذا المنطلق، يسعى هذا الموضوع إلى تحليل طبيعة العلاقة بين الصدمات الجيوسياسية وأداء الأسهم في البورصة، من خلال إبراز القنوات التي تنتقل عبرها آثار هذه الصدمات إلى الأسواق المالية، ودراسة انعكاساتها على الأسعار، العوائد، وحجم التداول، بما يسمح بتقديم فهم أعمق لديناميكية الأسواق في ظل الظروف العالمية المضطربة.

وعليه، يكمن الهدف الرئيسي لهذه الدراسة في محاولتنا للتعرف على مدى تأثير الصدمات الجيوسياسية على أداء الأسهم في بورصة السعودية للفترة الممتدة من سنة إلى سنة .

ب. إشكالية الدراسة:

مما سبق يمكن طرح السؤال المحوري التالي:

كيف تؤثر الصدمات الجيوسياسية على أداء الأسهم في بورصة السعودية خلال الفترة الممتدة من 2015 إلى 2025؟

في إطار معالجة الإشكالية الرئيسية المتعلقة بأثر الصدمات الجيوسياسية على أداء الأسهم في السوق المالية السعودية (Tadawul) خلال الفترة (2015-2025)، يمكن صياغة الأسئلة الفرعية التالية:

◀ هل توجد علاقة سببية بين الصدمات الجيوسياسية وأداء السوق المالية السعودية وفق اختبار سببية غرانجر؟
 ◀ ما طبيعة العلاقة بين مؤشر المخاطر الجيوسياسية الفعلية (GPRA) وأداء مؤشر السوق المالية السعودية (TASI)؟

◀ ما مدى تأثير التهديدات الجيوسياسية المحتملة (GPRT) على تقلبات عوائد الأسهم في السوق السعودية؟

◀ إلى أي مدى يؤثر مؤشر المخاطر الجيوسياسية المعتمد على الذكاء الاصطناعي (AI-GPR) على أداء السوق المالية السعودية؟

◀ ما حجم تأثير عدم اليقين في السياسة الاقتصادية (EPU) على أداء مؤشر TASI ؟

◀ هل يختلف تأثير المتغيرات المستقلة على المدى القصير مقارنة بالمدى الطويل وفق نموذج ARDL؟

ت. فرضيات الدراسة:

بغرض الإجابة على التساؤلات سابقة الذكر، قمنا بصياغة الفرضيات التالية:

◀ الفرضية الرئيسية:

توجد علاقة عكسية ذات دلالة إحصائية بين الصدمات الجيوسياسية وأداء الأسهم في السوق المالية السعودية خلال الفترة (2015-2025)

◀ الفرضيات الفرعية:

1-الفرضية الفرعية الأولى:

توجد علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين مؤشر المخاطر الجيوسياسية الفعلية (GPRA) وأداء الأسهم في السوق المالية السعودية.

2-الفرضية الفرعية الثانية:

توجد علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين مؤشر المخاطر الجيوسياسية العامة (GPR) وأداء الأسهم في السوق المالية السعودية، حيث يؤثر سلباً على مؤشر السوق.

3-الفرضية الفرعية الثالثة:

توجد علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين مؤشر المخاطر الجيوسياسية المعتمد على الذكاء الاصطناعي (AI-GPR) وأداء الأسهم في السوق المالية السعودية.

4-الفرضية الفرعية الرابعة:

توجد علاقة سلبية ذات دلالة إحصائية بين مؤشر عدم اليقين الاقتصادي (EPU) وأداء الأسهم في السوق المالية السعودية.

ث. أهداف الدراسة:

يتمثل الهدف الرئيسي لهذه الدراسة في معرفة مدى تأثير الصدمات الجيوسياسية على أداء الأسهم في البورصة، وفيما يلي مجموعة من الأهداف التي تسعى الدراسة لتحقيقها:

- التعرف على مفهوم الصدمات الجيوسياسية وأنواعها وأسبابها؛
- تحليل العلاقة بين الأحداث الجيوسياسية وتقلبات أسعار الأسهم في الأسواق المالية؛
- قياس مدى تأثير أداء البورصات بالصدمات السياسية والأمنية والاقتصادية الدولية؛
- تقديم تفسير لكيفية انعكاس المخاطر الجيوسياسية على العائد والمخاطرة في المحافظ الاستثمارية؛
- استخلاص نتائج تساعد المستثمرين وصناع القرار على تحسين استراتيجيات إدارة المخاطر.

ج. مبررات اختيار الموضوع:

- من أهم الدوافع التي أدت بنا إلى اختيار هذا الموضوع ما يلي:
- الرغبة الشخصية لتناول هذا الموضوع؛
- الاهتمام الكبير الذي حظي به موضوع الدراسة من قبل الباحثين والاقتصاديين؛
- تزايد أهمية العوامل الجيوسياسية في التأثير على الأسواق المالية مقارنة بالعوامل الاقتصادية التقليدية؛
- الحاجة إلى فهم أعمق لكيفية تفاعل الأسواق المالية مع الأحداث غير الاقتصادية مثل الحروب والتوترات السياسية والعقوبات الاقتصادية؛
- ارتباط الموضوع بشكل مباشر بمخاطر الاستثمار وإدارة المحافظ المالية، مما يجعله مهما للمستثمرين والمؤسسات المالية؛
- ندرة الدراسات العربية التي تجمع بين التحليل الجيوسياسي والأداء المالي للأسواق مقارنة بالدراسات الأجنبية.

ح. أهمية الدراسة:

تكتسي هذه الدراسة أهمية كبيرة كونها تتناول أحد أبرز العوامل غير الاقتصادية التي تؤثر بشكل مباشر على أداء الأسواق المالية، والمتمثلة في الصدمات الجيوسياسية التي أصبحت أكثر تكراراً وتعقيداً في السنوات الأخيرة. ففهم تأثير هذه الصدمات على أسعار الأسهم وتقلبات البورصة يساعد المستثمرين على اتخاذ قرارات استثمارية أكثر وعياً، كما يمكن المؤسسات المالية من تطوير استراتيجيات فعالة لإدارة المخاطر، بالإضافة إلى ذلك، تساهم الدراسة في توضيح العلاقة بين الاستقرار السياسي والأداء الاقتصادي للأسواق، مما يوفر رؤية أعمق لصناع السياسات حول كيفية تعزيز استقرار الأسواق المالية في ظل الأزمات الدولية.

خ. حدود الدراسة:

- الحدود الزمنية: تغطي هذه الدراسة الفترة الممتدة من سنة 2015 إلى سنة 2025؛
- الحدود المكانية: اعتمدنا في هذه الدراسة على مؤشرات سوق الأسهم السعودي.

د. المنهج والأدوات المستخدمة في الدراسة:

قصد الإجابة على الإشكالية المطروحة، وتحقيق الأهداف المُسطرة، اعتمدت هذه الدراسة على المنهج الوصفي، وذلك لوصف الظاهرة محل الدراسة من خلال رصد تطور المتغيرات الاقتصادية والمالية، ثم تحليل العلاقات القائمة بينها وتفسيرها تفسيراً علمياً دقيقاً.

كما تم الاعتماد على المنهج دراسة الحالة، من خلال توظيف أساليب تحليل السلاسل الزمنية واستخدام النماذج الإحصائية لقياس أثر الصدمات الجيوسياسية وعدم اليقين الاقتصادي على أداء السوق المالية السعودية. ويسمح هذا المنهج باختبار الفرضيات وقياس درجة وقوة العلاقة بين المتغيرات بشكل موضوعي يعتمد على البيانات الرقمية.

ذ. صعوبات البحث:

من أصعب ما واجهناه في هذه الدراسة ما يلي:

- صعوبة الحصول على البيانات المالية المتعلقة بالمؤسسات عينة الدراسة للفترة 2015-2025

ر. هيكل البحث:

قمنا بتقسيم الدراسة إلى فصلين، الأول للجانب النظري والفصل الثاني للجانب التطبيقي، مسبوقين بمقدمة تليهما خاتمة عامة متبوعة بمجموعة من الاقتراحات المهمة، ويمكن تقديم هيكل البحث كما يلي:

الفصل الأول والذي جاء تحت عنوان **الأدبيات النظرية والتطبيقية للصدمات الجيوسياسية وقيمة الأسهم في البورصة**، حيث تم تقسيمه إلى مبحثين، الأول تم فيه التطرق للإطار النظري للصدمات الجيوسياسية وذلك بإعطاء لمحة فيما يتعلق بكل منهما وهذا بتقديم بعض المفاهيم الأساسية ومختلف المؤشرات لقياسها وطرق تقييم الأسهم العادية وطرق انتقال المخاطر الجيوسياسية بقيمة الأسهم في البورصة في حين خصصنا المبحث الثاني لعرض الدراسات السابقة العربية منها والأجنبية خاصة التي تناولت موضوع دراستنا بشكل مباشر.

أما فيما يخص **الفصل الثاني** والمعنون بقياس أثر الصدمات الجيوسياسية على قيمة الأسهم في البورصة فقد خصص لدراسة الحالة، حيث تم تقسيمه إلى مبحثين هو الآخر، الأول تم فيه عرض مجتمع وعينة الدراسة، ومن ثم عرض الأساليب والأدوات الإحصائية المعتمدة في تحليل البيانات التي تم جمعها، بينما تم اختبار الفرضيات وعرض ومناقشة النتائج المتوصل إليها في المبحث الثاني.

**الفصل الأول: الأدبيات النظرية
والتطبيقية للخدمات الجيوسياسية وقيمة
الأسمم في البرصة**

تمهيد

يعتبر موضوع الصدمات الجيوسياسية وقيم الأسهم في البورصة من الموضوعات الحديثة التي حظيت باهتمام متزايد في الأدبيات الاقتصادية والمالية، نظرا لارتباطه الوثيق بدرجة عدم اليقين في الأسواق المالية العالمية، وتُظهر الدراسات النظرية والتطبيقية أن التوترات الجيوسياسية يمكن أن تؤثر بشكل مباشر على سلوك المستثمرين، تقلبات الأسواق، تقييم الأصول المالية بما في ذلك أسعار الأسهم في البورصات.

لذلك يسعى هذا الفصل إلى عرض الإطار النظري الذي يفسر طبيعة الصدمات الجيوسياسية وآليات انتقال آثارها إلى الأسواق المالية، مع التركيز على قنوات التأثير المختلفة على قيم الأسهم، كما يتناول الفصل الأدبيات التطبيقية التي درست العلاقة بين هذه الصدمات وأداء أسواق الأسهم، من خلال نتائج دراسات سابقة اعتمدت على نماذج قياسية ومؤشرات كمية لقياس المخاطر الجيوسياسية.

كما يهدف هذا الفصل إلى إبراز أهم النتائج المتوصل إليها في هذا المجال، وتوضيح أوجه الاتفاق والاختلاف بين الدراسات، بما يسمح بتحديد الفجوة البحثية التي تسعى هذه الدراسة إلى معالجتها.

المبحث الأول: الإطار النظري للصدمات الجيوسياسية وقيمة الأسهم

تعد الصدمات الجيوسياسية من أبرز مظاهر عدم الاستقرار في البيئة الدولية المعاصرة، حيث ترتبط بالتغيرات المفاجئة في العلاقات السياسية والاقتصادية بين الدول، وتتجم عنها مجموعة من المخاطر أبرزها اضطراب الأسواق المالية يتم الاعتماد على عدة مؤشرات لقياس حدتها والتنبؤ بأضرارها ومخلفاتها لذلك تكتسب دراسة هذه الصدمات أهمية متزايدة في تحليل البيئة الاقتصادية الدولية.

المطلب الأول: مفاهيم أساسية حول الصدمات الجيوسياسية

تعددت الدراسات التي تناولت موضوع الصدمات الجيوسياسية، الأمر الذي جعلها واسعة ومتعددة المفاهيم وذلك لاختلاف المعايير وأوجه دراستها.

الفرع الأول: مفهوم المخاطر الجيوسياسية

عرفت دراسة كلمة جيوسياسي Geopolitics بأنها: علم السياسة الطبيعية بمعنى دراسة تأثير العوامل الجغرافية والاقتصادية والبشرية والبيئية لمنطقة ما على السياسة والعلاقات الدولية، أما مصطلح المخاطر الجيوسياسية فعرفها (Caldara, D و Iacoviello, M، 2022) بأنها التهديد وحدث وتفاقم الأحداث السلبية المرتبطة بالحروب والإرهاب والصراعات بين الدول والجهات الفاعلة السياسية والتي تعطل السير السلمي للعلاقات الدولية، وتعد هذه المخاطر متعددة الأبعاد لأنها تتداخل مع النظام المالي العالمي وتؤثر بشكل مباشر على قرارات الاستثمار والتمويل والتشغيل. (BOARD, 2023)

وعرفت دراسة (Demir, 2019، صفحة 170) المخاطر الجيوسياسية بأنها تلك المخاطر المرتبطة بالحروب والأعمال الإرهابية والتوترات بين الدول التي تؤثر على المسار الطبيعي والسلمي للعلاقات الدولية، ويمكن أن يكون لهذا الخطر تأثير على بيئة الأعمال وإعادة تخصيص الموارد لأنه يخلق مشكلات في سياسة الشركة. (سنة 2025، محمد السعودي، صفحة 1085)

كما أوضحت دراسة (Hossain & MASUM, 2024) أن المخاطر الجيوسياسية تشير إلى عدم اليقين والاضطرابات المحتملة في العلاقات الدولية والسياسة والأمن العالمي التي يمكن أن تؤثر على استقرار الأسواق المالية والاستقرار الاقتصادي، وتنشأ هذه المخاطر من عوامل مختلفة بما في ذلك الصراعات المسلحة والنزاعات التجارية والتوترات الدبلوماسية وعدم الاستقرار السياسي والإرهاب وتصرفات الدول القومية.

كما أشارت دراسة (ALSAGAR N & ALMAZOR SF, 2020) أن الخطر الجيوسياسي اعتبر مؤخرًا معيارًا بديلًا للمخاطر السياسية بسبب المساحة الواسعة التي يؤثر عليها، فهو يختلف كثيرًا عن مقاييس أخرى لعدم الاستقرار السياسي ومخاطر الاقتصاد الكلي، لذلك يعتبر الخطر الجيوسياسي أوسع لأنه يشمل جميع الأحداث المحلية والدولية بدلا من التركيز فقط على السياسة المحلية خاصة عندما تؤثر السياسة على العلاقات بين الدول.

مما سبق، تنشأ المخاطر الجيوسياسية من مصادر متعددة، ويتميز كل مصدر بآثار خاصة تنعكس على الاستقرار السياسي والاقتصادي العالمي. ومن أبرز هذه المصادر ما يلي:

1. **النزاعات الإقليمية:** إذ إن الخلافات حول الحدود البرية أو البحرية والسيادة الوطنية قد تؤدي إلى تصاعد التوترات بين الدول، كما هو الحال في نزاع بحر الصين الجنوبي الذي يشمل الصين وفيتنام والفلبين وعددا من الدول المجاورة. (Caldara, D و Iacoviello, M، 2022)

2. **الحروب التجارية والحماية:** يمكن للرسوم الجمركية والحصص الجمركية وغيرها من التدابير الحماية أن تحدث اضطرابا كبيرا في تدفقات التجارة، مما يؤثر على تكلفة السلع وتوافرها، وتعد الحرب التجارية المستمرة بين الولايات المتحدة والصين مثالا بارزا على كيف يمكن لهذه السياسات أن تسبب حالة من عدم اليقين والتقلب في الأسواق العالمية.

3. **الاشتباكات الأيديولوجية:** فالاختلافات في التوجهات السياسية مثل الصراع بين الديمقراطية والاستبداد غالبا ما تقضي إلى احتكاكات جيوسياسية، وهو ما تجسد تاريخيا في الحرب الباردة بين الولايات المتحدة والاتحاد السوفيتي.

4. **العقوبات والحظر:** يمكن للعقوبات المفروضة على دول أو كيانات محددة أن تحد من الوصول إلى أسواق وموردين أساسيين، وقد كان للعقوبات المفروضة على روسيا عقب غزوها لأوكرانيا تأثير متسلسل على أسواق الطاقة والسلع العالمية.

5. **عدم الاستقرار السياسي والصراعات:** يمكن للاضطرابات السياسية والصراعات المسلحة والإرهاب أن تعطل سلاسل التوريد بشدة، من خلال التأثير على طرق النقل وعمليات التصنيع وبيئة الأعمال بشكل عام. ويعد الصراع الأخير في إسرائيل وغزة تذكيرا صارخا بمدى سرعة تصاعد الأحداث الجيوسياسية وتعطيلها للتجارة الإقليمية والعالمية.

6. **الأوبئة والأزمات الصحية:** كشف وباء كوفيد - 19 - عن هشاشة سلاسل التوريد العالمية في مواجهة الأزمات الصحية المفاجئة، حيث تسبب إغلاق الحدود وفرض إجراءات الحجر الصحي ونقص الأيدي العاملة في حدوث اضطرابات واسعة النطاق، وأبرز الحاجة إلى وجود خطط طوارئ فعالة لمواجهة مثل هذه التحديات.

الفرع الثاني: أنواع المخاطر الجيوسياسية

تتضمن المخاطر الجيوسياسية مجالا واسعا من الاضطرابات السياسية والاقتصادية التي تنشأ من الخلافات، التغيرات السياسية، والعلاقات الدبلوماسية بين البلدان. وبالتالي تتضمن المخاطر الجيوسياسية ما يلي: (محمد ناصر و عبد الحليم، 2025، صفحة 16)

1- **المخاطر السياسية:** تتعلق بالمستجدات السياسية داخل الدولة أو على مستوى العلاقات بين الدول. تشمل هذه المخاطر الانقلابات العسكرية، وتغيير الأنظمة السياسية، والتغيرات في السياسات الحكومية. يمكن لهذه

التغيرات أن تؤدي إلى انخفاض الثقة في الأسواق المالية أو تغيير اتجاهات الاستثمار. كما يمكن أن تؤدي المخاطر السياسية إلى فرض قيود على التجارة أو فرض عقوبات اقتصادية من قبل الدول الأخرى.

2-المخاطر الاقتصادية: تتعلق بالتغيرات في السياسات الاقتصادية مثل التضخم، أسعار الفائدة، تقلبات العملات، والعقوبات الاقتصادية. هذه المخاطر تؤثر في تدفق رأس المال، وتزيد من عدم الاستقرار الاقتصادي في بعض البلدان، مما يزيد من صعوبة تحديد العوائد المالية للشركات.

3-المخاطر القانونية والتنظيمية: تتعلق بالتغيرات المفاجئة في القوانين واللوائح الحكومية التي قد تؤثر على طريقة عمل الشركات. التغييرات في القوانين البيئية أو قوانين العمل أو ضريبة الشركات قد تشكل عائقاً أمام الشركات وتؤدي إلى زيادة التكاليف أو تقييد الأنشطة التجارية.

4-المخاطر العسكرية: تشمل الأزمات العسكرية التي تحدث بين الدول أو النزاعات العسكرية المحلية التي تؤثر على الاستقرار الداخلي. الحروب أو التهديدات العسكرية قد تؤدي إلى تعطيل الأعمال التجارية وتدمير البنية التحتية، وهو ما يؤثر في أداء الشركات بشكل مباشر.

الفرع الثالث: مؤشرات قياس المخاطر الجيوسياسية

قدمت للمخاطر الجيوسياسية عدة مقاييس أهمها:

1. مؤشر GPR Index

قدمت دراسة Caldara & Iacoviello 2022 مؤشر القياس المخاطر الجيوسياسية وهو GPR Index حيث يستند على عمليات البحث الآلي للنصوص الإلكترونية في عدد من الصحف العالمية الناطقة بالإنجليزية عن الأحداث الجيوسياسية المعاكسة مثل الهجمات الإرهابية أو التهديدات المتعلقة بالأحداث السلبية المستقبلية. (Demerjian و McVay، 2012)

وتتمثل هذه الصحف العالمية في ست صحف من الولايات المتحدة، وثلاث من المملكة المتحدة وواحدة من كندا، ويعتمد هذا المؤشر على تحديد قاموس للكلمات التي يرتبط ظهورها في المقالات الصحفية بتغطية الأحداث والتهديدات الجيوسياسية، ويتم تتبع المقالة التي تحتوي على كلمات مثل "الحرب" و"العسكرية" و"الجغرافيا السياسية" و"النووية" و"التوتر" و"الإرهاب" وكلمات ذات طبيعة مماثلة بالإضافة إلى عوامل الخطر المحتملة ليتم وضعها في الفهرس، ويعود اختيار تلك الصحف إلى معرفة الأحداث التي لها أبعاد وتداعيات عالمية ويحسب المؤشر كل شهر عدد المقالات التي تناقش المخاطر الجيوسياسية المتزايدة، وقسمتها على إجمالي عدد المقالات المنشورة، حيث تمت الاستعانة بحوالي 25 مليون مقال في الصحف العالمية لبناء ذلك

المؤشر. (سلامة هناء و علي عبد الله ، 2025)

2. مؤشرات الاستقرار السياسي

يعكس الاستقرار السياسي قدرة النظام على الحفاظ على تماسكه الداخلي وتنظيم علاقاته مع المجتمع، وتتعدد مؤشرات الاستقرار وفق طبيعة الدولة وتجاربيها، ومن أبرزها:

- **المؤسساتية (المأسسة السياسية):** تعتبر قوة واستقلالية المؤسسات السياسية أساسًا للاستقرار، وتشمل قدرة النظام على اتخاذ القرارات وفق قوانين واضحة بعيدًا عن الشخصية. كلما كانت المؤسسات متينة وفعالة، كان النظام أكثر استقرارًا.

- **غياب الثورة والعنف السياسي:** عدم حدوث احتجاجات عنيفة أو ثورات يدل على رضا المجتمع عن النظام واستقراره.

- **قوة النظام السياسي وحماية المجتمع وسيادة الدولة:** كلما استطاع النظام منع الانهيارات والتقلبات المفاجئة وضمان حماية المواطنين، دلّ ذلك على استقراره.

- **الاستقرار البرلماني وفعالية الحكومة:** تمثيل البرلمان بشكل فعال واستمرار دوره، وقدرة الحكومة على اتخاذ وتنفيذ القرارات بسرعة وكفاءة تعكس الاستقرار.

- **نجاح السياسات الاقتصادية للنظام:** سياسات الدولة التي تحسن مستوى المعيشة وتضمن التنمية تساهم في تعزيز الاستقرار. (مصطفى سالم و سال البعيري ، 2025 ، الصفحات 6-7)

3. مؤشر مخاطر الدول (Country Risk Index)

يحاول تحليل مخاطر الدولة Country Risk Analysis CRA تحديد احتمالية أن تؤدي هذه المخاطر إلى تقليل العائد المتوقع على الاستثمارات خارج حدود الدولة، لذا فإن تحليل مخاطر الدولة يشير إلى جمع وتحديد وتحليل البيانات المرتبطة بالاستقرار وعدم الاستقرار السياسي والاقتصادي على مستوى الدول ترجع الأهمية المتزايدة لتحليل مخاطر الدولة من قبل كل من المؤسسات العامة والخاصة إلى تزايد المخاطر الناتجة عن عولمة التجارة العالمية وانفتاح أسواق رأس المال مما يؤدي إلى أزمات مالية ذات آثار عدوى سريعة وتهديد الاستقرار المالي الدولي، علاوة على ذلك، يعد تزايد كل من الأزمات المالية في الدول النامية، والتكاليف المرتبطة بها على المؤسسات العامة والكيانات الخاصة، عوامل رئيسية للمخاطر يجب أخذها في الاعتبار ويعد تحليل مخاطر الدولة موضوعاً بحثياً على مدى عدة عقود، حيث التركيز على التنبؤ بتأثير المخاطر على ربحية الأعمال والأصول المالية عند الاستثمار في دولة ما. كذلك مع تدرج وتحسن أساليب التحليل واتساع نطاق البحث بشكل عام، يواصل العديد من الباحثين والممارسين التركيز على المفاهيم المحدودة للمخاطر، ومقاييسها. (نصر علي ، حسن احمد، و وآخرون ، 2025 ، صفحة 187)

تصنف مخاطر الدولة إلى ثلاث مكونات رئيسية، وهي المخاطر السياسية والمالية والاقتصادية، وبالنظر إلى الطبيعة الموحدة لهذه المكونات ضمن مؤشر مخاطر الدولة، فهناك تأثير لهذه المكونات على بعضها

البعض. لذا تنشأ أهمية تصنيف مخاطر الدول من تأثيرها المباشر على أسعار الأصول لذا قد تكون مخاطر الدولة ناتجة عن عدد من العوامل أو الأحداث الخاصة بالدولة.

4. الحرية الاقتصادية

تعتبر الحرية الاقتصادية (Economic freedom) مصطلحاً مختلفاً في تحديده وهو يستعمل في الأبحاث الاقتصادية والمناظرات السياسية، ولا يوجد تعريف واحد متفق عليه، انبثق وجوده من فكر ليبرالي متحرر يعرفه البعض على بأنه: " حرية إنتاج وتجارة واستهلاك السلع والخدمات المختلفة دون استعمال القوة والاحتيال والسرقة"، حيث تشمل الحرية الاقتصادية كل من سيادة القانون حماية حقوق الملكية الخاصة للأصول، توفير مجالات الحرية الاختيار الاقتصادي للأفراد، تعزيز روح المبادرة والإبداع، انفتاح الأسواق". (نصر علي ، حسن احمد، و وآخرون ، 2025 ، صفحة 188)

المطلب الثاني: مفاهيم أساسية حول قيمة وتقييم الأسهم

يعد التقييم من أهم أدوات التحليل المالي التي تهدف إلى تحديد القيمة الحقيقية للأصول والمشروعات. وتعتبر قيمة الأسهم انعكاساً للأداء المالي للمؤسسة وتوقعاتها المستقبلية في السوق. لذلك يكتسي التقييم أهمية كبيرة في توجيه قرارات الاستثمار وتحقيق كفاءة الأسواق المالية.

الفرع الأول: ماهية القيمة والتقييم

1- مفهوم القيمة

يعتبر موضوع القيمة من أهم المواضيع التي لقيت اهتمام الدارسين في مختلف العلوم لاسيما علم الفلسفة، علم الاجتماع، حيث في مجال علم الاقتصاد احتل نطاقاً واسعاً نظراً لكونه يجمع بين العديد من المفاهيم الأساسية، كما يسمح للإلمام به فهم الكثير من مواضيع النظرية المالية. (بوعبد الله و قويني ، 2023 ، صفحة 56)

القيمة هي عبارة عن مبلغ يدفع مقابل أصل، أو الحق في الحصول على عوائد مستقبلية من جراء استخدام ذلك الأصل، والقيمة تختلف عن السعر الذي يمثل المبلغ المدفوع للحصول على أصل ما، بمعنى أن القيمة موجودة في جوهر الشيء وبحدوث عملية التبادل يتم ترجمتها إلى سعر. (رابحي رانية و بومزيد ، 2018 ، صفحة 370)

يؤكد الفكر الاقتصادي عند معالجته لموضوع القيمة على ضرورة التمييز بين نوعين من القيمة وهما: قيمة المبادلة Value Exchange والقيمة الاستعمالية Value in Use ، فقيمة المبادلة تستخدم كوسيلة للتعبير عن مبادلة السلع والخدمات ببعضها البعض، بحيث تحدد قيمة الكمية بين السلع محل المبادلة، في حين تستخدم القيمة الاستعمالية كوسيلة للتعبير عن مدى نفعية السلعة أو الخدمة عندما يتم استخدامها من

قبل المستهلكين، وبذلك تتحدد قيمة الشيء بمقدار المنافع الشخصية التي يتم إشباعها من استخدامه. (عبد الغاني ، 2019، صفحة 43)

أدى الفكر المحاسبي دورا في تفسير مفهوم القيمة وقياسها، وذلك من خلال استخدام الأرقام في التعبير عن الجانب الاقتصادي للأنشطة التي تمارسها الوحدات الاقتصادية المختلفة، بهدف تحديد مركزها المالي وذلك من خلال تسجيل العمليات المالية والتجارية في الدفاتر والسجلات واستخراج نتائج الأعمال، وتصوير المراكز المالية للشركات في فترات محددة من الزمن، وهذا في ظل الاختيار السليم للأسس التي يتم الاعتماد عليها عند استخراج نتائج الأعمال وتحديد مصادر حصول الشركة على الأموال المستثمرة وبحالات استثمارها المختلفة. (بوعبد الله و قويني ، 2023)

2- مفهوم التقييم

التقييم بصفة عامة هو عبارة عن الجهد المبذول لأجل قياس النتائج لسهم أو تحديد قيمة سلع، أما تقييم المؤسسة فهو عبارة عن تحديد قيمة الأموال الخاصة، أو تحديد قيمة الثروة المستثمرة من طرف المساهمين. (بكري، 2010، صفحة 13)

الفرع الثاني: تقييم الأسهم العادية

يمثل مفهوم التقييم هنا تقدير القيمة الحقيقية للسهم العادي، وهي تلك القيمة التي تبرزها حقائق اقتصادية ومالية تتمثل بقيمة الأصول المؤسسة، والأرباح و توزيعات الأرباح المتوقعة، ومعدلات النمو تلك الأرباح ومقارنتها بسعر السهم السائد في السوق المالية، لتحديد ما إذا كان السهم مسعر تسعيرا مضخما أو مخفضا، واتخاذ القرارات الاستثمارية المناسبة للاحتفاظ أو الشراء أو لبيع الأسهم وتوجد العديد من النماذج التي تعتمد على أسلوب القيمة الحالية في تقييم الأسهم العادية أهمها:

1-مدخل خصم مقسوم الارباح Dividend Discount Model

يعد نموذج خصم مقسوم الارباح DDM الذي قدمه وليمز عام 1938، من أكثر النماذج تمثيلا للقيمة الحقيقية للسهم العادي. وبموجب النموذج فإن قيمة السهم تكون مساوية إلى القيمة المخصومة لمقسوم الأرباح بمعدل عائد مطلوب من قبل المستثمر وعلى وفق الآتي:

$$P_0 = \frac{D_1}{(1+K)^1} + \frac{D_2}{(1+K)^2} + \dots + \frac{D_{\infty}}{(1+K)^{\infty}}$$

حيث ان:

- P_0 : القيمة الحقيقية للسهم العادي
- D : مقسوم الأرباح للسهم الواحد
- K : معدل العائد المطلوب من قبل المستثمر وفقا لنموذج CAPM

هذا النموذج العام لتقييم الأسهم باستخدام التوزيعات يصلح للتطبيق أي نمط كان للتوزيعات، فتوزيعات السهم قد تبقى ثابتة من سنة لأخرى، كما أنها قد تتزايد أو تتناقص من فترة لأخرى، وسوف نتناول الحالات المختلفة لنمط التوزيعات فيما يلي:

1-1 نموذج النمو الصفري Zero- Growth DDM

يتوقع المستثمرون في هذا النموذج أن تبقى قيمة التوزيعات ثابتة من سنة لأخرى، ومعنى ذلك أنه لا يوجد نمو في التوزيعات، وهنا تجدر الإشارة إلى أنه يجب التمييز بين الاستثمار في السهم لفترة المحدودة أو لفترة غير محدودة، اعتماداً على خاصية أن السهم ليس له تاريخ استحقاق، ففي حالة الاستثمار لفترة زمنية محدودة، فإن قيمة السهم تتحدد وفقاً للمعادلة التالية: (محمد و وآخرون، 2007، صفحة 60)

$$P_0 = \frac{D}{K}$$

1-2 نموذج النمو الثابت Constant Perpetual Growth

نظراً لعدم منطقية افتراض ثبات مقسوم الأرباح إلى ما لا نهاية وفقاً للنموذج الصفري قدم جوردن نموذجاً عام 1963 عصفور في اليد Bird in the hand الاحتساب القيمة الحقيقية للسهم وفقاً لمعدلات نمو ثابتة ومستديمة لمقسوم الأرباح اعتماداً على الافتراضات الآتية: (لعجالي، 2010، صفحة 83)

- ✓ المستثمر يتجنب المخاطرة من خلال تفضيله للمقسوم الحالي .
- ✓ عدم التأكد بالمقسوم المتوقع يزداد كلما طال أمد التنبؤ .
- ✓ مقسوم الأرباح ينمو بمعدل ثابت (G) ونسبة أقل من معدل الخصم.

$$P_0 = \frac{D_0(1+g)}{k-g}$$

1-3 نموذج النمو غير الثابت The Multiple-Growth Model

صُمم هذا النموذج من طرف سولدوفسكي ومورفي، ويستخدم في تقييم أسهم المؤسسات التي تمتاز فيها توزيعات الأرباح بعدم الاستقرار، ويمكن صياغته على النحو التالي: (خضير محمد، 2016، صفحة 18)

$$V_0 = \sum_{t=1}^n \frac{D_0(1+gs)^1}{(1+K)^1} + \left(\frac{D_m+1}{K-g_n} \right) \left(\frac{1}{(1+k)^m} \right)$$

حيث: g_s : معدل النمو المتغير في التوزيعات؛

g_n : معدل النمو الثابت في التوزيعات؛

m : فترة النمو غير العادي؛

D_m+1 : التوزيعات للسهم العادي في الفترة $m+1$.

2- مدخل الربحية:

يقوم هذا المدخل على أساس تقييم الأسهم من خلال الأرباح المتوقعة تحقيقها منطرف المؤسسة، ومن أهم النماذج المستخدمة ما يلي:(سلماني ، 2023 ، صفحة 255)

2-1- نموذج ربحية السهم بمعدل ثابت:

في ظل هذا النموذج فإن ربحية السهم تنمو بمعدل نمو ثابت، ومنه يمكن تحديد سعر السهم باستخدام المعادلة الموالية:

$$p_0 = \frac{D_1 - DB}{K_e - G}$$

حيث أن:

DA تمثل أرباح السهم RAD

DB:أرباح السهم المنجزة والتي يعاد استثمارها (AI)

2-2- نموذج مضاعف الربحية:

يمكن استخدام نموذج مضاعف الربحية لتقييم الأسهم، حيث يتم حساب نسبة سعر السهم إلى ربحيته، وذلك بقسمة السعر السوقي للسهم على ربحيته، كما توضحه المعادلة الموالية:

$$PER = \frac{P_m}{D_a}$$

حيث أن:

Pm:السعر السوقي للسهم

Dm:ربحية السهم

Per:نسبة مضاعف الربحية

وتتحدد نسبة سعر السهم إلى ربح السهم من خلال ثلاثة عوامل هي: معدل العائد المطلوب على الاستثمار، نسبة الأرباح المحتجزة المتوقعة ومعدل العائد المطلوب على السهم المتوقع. (سلماني ، 2023 ، صفحة 256)

3-نموذج تقييم الأرباح Earnings Valuation Model:

نموذج تقييم الأرباح هو نموذج آخر لتقييم الأسهم العادية وذلك على أساس ربحيتها، حيث تحتسب أرباح السهم الواحد من خلال قسمة الأرباح المتحققة على عدد الأسهم المصدرة، فإن تقييم السهم على أساس هذا النموذج يعني الموافقة مع الفكرة التي قدمها المعارضون وهي إن الأرباح المتحققة من حق أصحاب الأسهم، فلا بد أن يكون تقييم السهم على أساس ربحيته المستقبلية وليس توزيعاته، ومن خلال المعادلة التالية نعرض فكرة موديكلياني وميلير للتعبير عن نموذج تقييم السهم العادي بالاستناد إلى الأرباح: (لعجالي ، 2010، صفحة 84)

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{E_t - It}{(1+k)^t}$$

حيث إن :

E_t : ربحية السهم المتوقعة في نهاية الفترة t من الاستثمارات الجديدة

I_t : الأرباح المحتفظ بها (المحتجزة) في الفترة t لاستثمارات الوحدة المستقبلية

4-نموذج التدفق النقدي Cash Flow Model:

يقوم هذا النموذج على أساس إن الثروة المتأتية من أصل تتجسد في التدفقات النقدية المتأنية من هذا الأصل. ويظهر نموذج تقييم السهم العادي على أساس التدفقات النقدية من خلال المعادلة التالية:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{C_t}{(1+k)^t}$$

حيث إن :

C_t : الفرق بين التدفقات النقدية الداخلة والتدفقات النقدية الخارجة. (صالح رضا، 2009، صفحة 78)

5- مدخل التدفقات النقدية:

يقوم هذا النموذج على مبدأ أساسي مفاده أن القيمة الحقيقية لكل سهم هي القيمة الحالية لكل التدفقات النقدية المستقبلية التي يحققها هذا السهم، فعند حساب إيرادات كل سهم هناك مجموعة من المصاريف التي لا تمثل سوى تسجيلاً محاسبياً مثل الاهتلاكات والمؤونات وشهرة المحل... الخ.

وعليه، فإنه وفق هذا النموذج يتم إضافة هذه المصاريف - غير النقدية- إلى إيرادات لكل سهم، ومن ثم حساب قيمة التدفقات النقدية الناشئة عن نشاط الشركة لكل سهم.

وعلى هذا الأساس، يظهر نموذج تقييم السهم باستخدام التدفقات النقدية كما هو موضح بالمعادلة الموالية :

$$P_0 = \frac{CF_t - I_e}{K - G}$$

Cft: التدفقات النقدية المتولدة عن الأصل

le: الاستثمار الكلي المتوقع في السهم

G-Ke: تمثّلان معدل العائد المطلوب ومعدل النمو على التوالي'

المطلب الثالث: قنوات انتقال المخاطر الجيوسياسية إلى قيمة الأسهم

تشير تحليلات JPMorgan Chase لأداء أسواق الأسهم بعد الأحداث الجيوسياسية إلى وجود تأثيرات متفاوتة على العوائد السوقية تبعاً لطبيعة الحدث ومدى استمراريته. إذ يتم عادة تقييم أداء الأسواق خلال فترات تمتد إلى ثلاثة وستة وأثني عشر شهراً بعد وقوع الحدث الجيوسياسي، مع مقارنتها بالفترات المستقرة الخالية من الأزمات. (Morgan, 2023, p. 12)

وتظهر النتائج أن الأسواق المالية غالباً ما تسجل عوائد أقل من المتوسط خلال الأشهر الأولى التي تعقب الحدث، نتيجة ارتفاع مستويات القلق وعدم اليقين لدى المستثمرين. غير أن هذه التأثيرات تميل إلى التراجع تدريجياً مع مرور الوقت، لتعود العوائد إلى مستويات قريبة من الفترات الطبيعية، وهو ما يعكس قدرة الأسواق على التكيف واستيعاب الصدمات على المدى المتوسط والطويل.

ومع ذلك، توجد بعض الأحداث الجيوسياسية التي تركت آثاراً طويلة الأمد على أسواق الأسهم، ومن أبرزها أزمة النفط الناتجة عن 1973 oil crisis عقب Yom Kippur War سنة 1973. فقد قامت الدول العربية المصدرة للنفط بقيادة OPEC بفرض حظر نفطي على الدول الداعمة لإسرائيل، وعلى رأسها الولايات المتحدة الأمريكية، مما أدى إلى ارتفاع حاد في أسعار النفط وحدوث حالة من الركود التضخمي تمثلت في ارتفاع الأسعار وتراجع الإنتاجية الاقتصادية في الوقت نفسه. وقد تسبب ذلك في انخفاض كبير ومستدام في عوائد الأسهم نتيجة تراجع كفاءة الاقتصاد الأمريكي واعتماده الكبير آنذاك على واردات النفط من الشرق الأوسط.

في المقابل كان تأثير Russian invasion of Ukraine سنة 2022 أقل حدة على الأسواق المالية العالمية، رغم الصدمة التي عرفتتها أسواق الطاقة. ويرجع ذلك إلى امتلاك الولايات المتحدة قدرات إنتاجية مرنة، خاصة بفضل تقنيات استخراج النفط الصخري، مما سمح بزيادة الإمدادات النفطية بسرعة وتقليل آثار الأزمة على الاقتصاد والأسواق المالية. ويعكس هذا الاختلاف بين الأزميتين أهمية مرونة الاقتصاد وتنوع مصادر الطاقة في الحد من التأثيرات السلبية للأحداث الجيوسياسية على الأسواق.

ومن خلال هذه المعطيات يمكن استخراج أهم قنوات انتقال المخاطر الجيوسياسية إلى أسواق الأسهم، والمتمثلة فيما يلي (outlook, 2022, p. 43):

- قناة أسعار الطاقة والمواد الأولية: حيث تؤدي الأزمات الجيوسياسية إلى اضطراب إمدادات النفط والغاز وارتفاع أسعارها، مما يرفع تكاليف الإنتاج ويؤثر سلبًا على أرباح الشركات وأسعار الأسهم .
 - قناة عدم اليقين والاستقرار السياسي: إذ تؤدي التوترات والحروب إلى زيادة حالة القلق لدى المستثمرين، وهو ما يدفعهم إلى تقليل استثماراتهم في الأسهم والاتجاه نحو الأصول الآمنة .
 - قناة التضخم والركود الاقتصادي: فارتفاع أسعار الطاقة والسلع بسبب الأزمات الجيوسياسية يؤدي إلى زيادة معدلات التضخم وتباطؤ النمو الاقتصادي، مما ينعكس سلبًا على أداء الأسواق المالية .
 - قناة التجارة وسلاسل الإمداد: حيث تؤدي النزاعات والعقوبات الاقتصادية إلى تعطيل التجارة الدولية وسلاسل التوريد، مما يضر بإنتاجية الشركات ويؤثر على قيمتها السوقية .
 - قناة السياسة النقدية وأسعار الفائدة: إذ تدفع الأزمات الاقتصادية الناتجة عن المخاطر الجيوسياسية البنوك المركزية إلى تغيير سياساتها النقدية، مثل رفع أسعار الفائدة لمواجهة التضخم، وهو ما يضغط على أسواق الأسهم (arincen, 2026) .
 - قناة ثقة المستثمرين: تؤثر الأحداث الجيوسياسية بشكل مباشر على معنويات المستثمرين وتوقعاتهم المستقبلية، مما يزيد من تقلبات الأسواق ويؤدي إلى انخفاض الطلب على الأسهم.
 - قناة سعر الخصم: غالبًا ما يحفز عدم الاستقرار الجيوسياسي استجابات السياسة النقدية، مما يؤثر على أسعار الفائدة، وبالتالي على أسعار الخصم المستخدمة في نماذج تقييم الأسهم.
 - قناة التدفق النقدي: يمكن أن يؤدي عدم الاستقرار السياسي إلى تعطيل العمليات التجارية، وسلاسل التوريد، وثقة المستهلك، مما يقلل في النهاية من التدفقات النقدية والأرباح المستقبلية المتوقعة.
 - قناة علاوة المخاطر: تزيد التوترات الجيوسياسية المتزايدة من علاوة مخاطر الأسهم التي يطلبها المستثمرون مقابل حيازة الأسهم، مما يؤدي إلى خفض التقييمات الحالية (EBC, 2026) .
 - قناة السيولة: خلال فترات المخاطر الجيوسياسية المرتفعة، غالبًا ما تتدهور سيولة السوق حيث يبحث المستثمرون عن أصول الملاذ الآمن، مما يؤدي إلى تضخيم تحركات الأسعار.
 - قناة المعنويات: بعيداً عن تقييم المخاطر العقلاني، يمكن للأحداث الجيوسياسية أن تثير تحولات في معنويات المستثمرين، مما يؤدي إلى سلوك القطيع وردود فعل مبالغ فيها محتملة في السوق.
- إذ تؤدي هذه الأحداث في كثير من الأحيان إلى تغييرات سريعة وحادة في معنويات المستثمرين واتجاهات الأسواق، بما ينعكس في شكل تقلبات مرتفعة في أسعار الأصول المالية وزيادة ملحوظة في مستويات المخاطر، كما تسهم في الكشف عن نقاط الضعف الهيكلية داخل المؤسسات المالية والأسواق، خاصة تلك المرتبطة بإدارة المخاطر والسيولة.

إن الإطار النظري الذي يربط بين المخاطر الجيوسياسية وأداء سوق الأسهم يرتكز أساساً على عدة نماذج (مقاربات) متكاملة ومنها:

1- فرضية كفاءة السوق: (Efficient Market Hypothesis – EMH)

وفقاً للعمل الرائد لـ فاما (Fama, 1970)، فإن الأسواق المالية الكفؤة تستوعب بسرعة جميع المعلومات المتاحة وتعكسها في أسعار الأصول المالية. وبناءً على ذلك، فإن الأحداث الجيوسياسية، باعتبارها معلومات ذات أهمية كبيرة للمستثمرين، يفترض أن تنعكس مباشرة في أسعار الأسهم. غير أن الصيغة شبه القوية لفرضية كفاءة السوق تقر بأن وجود عدم تماثل المعلومات ومحدودية قدرة المستثمرين على معالجتها قد يؤدي إلى تأخر استجابة السوق للتطورات الجيوسياسية المعقدة.

2- نظرية عدم اليقين والنفور من المخاطر:

استناداً إلى التمييز الذي قدمه نايت (Knight, 1921) بين مفهومي المخاطر وعدم اليقين، طوّر كل من بلوم (Bloom, 2009) وباستور وفيرونيسي (Pastor & Veronesi, 2012) نماذج نظرية تفسر تأثير حالة عدم اليقين على تسعير الأصول المالية. فعندما ترتفع درجة عدم اليقين الجيوسياسي، يميل المستثمرون إلى المطالبة بعلاوات مخاطر أكبر لتعويضهم عن المخاطر المتوقعة، مما يؤدي إلى انخفاض أسعار الأسهم وارتفاع مستوى التقلبات في الأسواق المالية.

3- منظور التمويل السلوكي:

يُعد التمويل السلوكي من أهم الاتجاهات الحديثة التي تفسر سلوك المستثمرين بعيداً عن فرضية العقلانية المطلقة. ووفقاً لنظرية الاحتمالات التي قدمها كانيمان وتفيرسكي (Kahneman & Tversky, 1979)، فإن المستثمرين يُظهرون حساسية أكبر تجاه الخسائر مقارنة بالأرباح. وعليه، فإن فترات التوترات الجيوسياسية غالباً ما تؤدي إلى زيادة النفور من الخسارة، مما يدفع المستثمرين إلى المبالغة في ردود أفعالهم تجاه الأخبار السلبية مقارنة بالأخبار الإيجابية، وهو ما ينعكس في صورة تقلبات حادة وانخفاضات ملحوظة في أسعار الأسهم.

4- نموذج تسعير الأصول الرأسمالية الدولي (International Capital Asset Pricing Model – ICAPM):

يُعد نموذج تسعير الأصول الرأسمالية الدولي (ICAPM)، الذي قدمه سولنيك (Solnik, 1974)، امتداداً للنموذج التقليدي لتسعير الأصول الرأسمالية (CAPM)، حيث يأخذ في الاعتبار العوامل الدولية المؤثرة في عوائد الأصول المالية. ووفقاً لهذا النموذج، تُعتبر المخاطر الجيوسياسية من المخاطر المنتظمة (Systematic Risks) التي لا يمكن التخلص منها من خلال التنويع داخل سوق واحدة، الأمر الذي يدفع المستثمرين إلى المطالبة بعلاوة مخاطر إضافية مقابل تحمل هذه المخاطر عند تكوين محافظهم الاستثمارية الدولية.

5- الوصول العالمي إلى أسواق الأسهم:

سلّطت الدراسات الحديثة الضوء على التفاعل بين المخاطر الجيوسياسية، وعدم اليقين في الأسواق، وانفتاح أسواق الأسهم (Yilmazkuday، 2024). ويرتكز الأساس النظري على فرضية أن الأسواق الأكثر انفتاحًا، والتي تتميز بتدفقات رؤوس الأموال عبر الحدود وتنوع قاعدة المستثمرين، قد تكون أكثر حساسية للأحداث الجيوسياسية. وتنشأ هذه الحساسية لأن الأسواق المفتوحة تكون أكثر ارتباطًا بالنظام المالي العالمي؛ وبالتالي فإن الصدمات الجيوسياسية السلبية في منطقة ما يمكن أن تنتقل التقلبات عبر الحدود، مما يؤثر على معنويات المستثمرين وفي النهاية على العوائد (Baker وآخرون، 2016).

وعلى العكس، تشير بعض النظريات إلى أن دمج مصادر معلومات متنوعة في الاقتصادات المفتوحة قد يعمل كآلية امتصاص (حاجز)، مما يسمح باستيعاب أسرع للمخاطر والتكيف معها مقارنة بالأسواق الأكثر انغلاقًا (Pástor & Veronesi، 2013). ويخلق هذا التأثير المزوج بيئة معقدة حيث قد تُقابل فوائد التنوع العالمي بزيادة التقلبات خلال فترات عدم الاستقرار الجيوسياسي.

5- نظرية تجزئة سوق الأسهم: (Stock Market Segmentation)

تشير الأدبيات الحديثة إلى أن الأحداث والمخاطر الجيوسياسية لا تؤثر على جميع قطاعات سوق الأسهم بالدرجة نفسها، بل تحدث آثارًا غير متماثلة بين القطاعات الاقتصادية المختلفة. فبينما تُظهر بعض الصناعات درجة عالية من الهشاشة والتأثر بالتوترات الجيوسياسية، تتمتع صناعات أخرى بقدرة أكبر على الصمود والتكيف مع هذه الظروف (Caldara & Iacoviello، 2022)؛ (Yilmazkuday، 2023).

ويرجع هذا التباين القطاعي إلى اختلاف مستويات الانفتاح على التجارة الدولية، ودرجة الاعتماد على سلاسل الإمداد العالمية، ومدى الحساسية لتقلبات أسعار السلع الأساسية. فعلى سبيل المثال، غالبًا ما تستفيد قطاعات الطاقة والدفاع من تصاعد التوترات الجيوسياسية نتيجة زيادة الطلب على منتجاتها وخدماتها، في حين تتأثر قطاعات التكنولوجيا والسلع الكمالية سلبًا بسبب ارتفاع مستويات عدم اليقين وتراجع ثقة المستثمرين وانخفاض الطلب العالمي. (Brounen & Derwall، 2010).

وتنتقل آثار المخاطر الجيوسياسية إلى القطاعات الاقتصادية عبر قنوات مباشرة وغير مباشرة؛ فالقنوات المباشرة تشمل تعطّل الإنتاج والعمليات التشغيلية في مناطق النزاع، واضطراب سلاسل التوريد والتوزيع، بينما تتمثل القنوات غير المباشرة في تغيير معنويات المستثمرين، وارتفاع علاوات المخاطر، وزيادة مستويات التقلب في الأسواق المالية.

ويقدم هذا المنظور القطاعي تفسيرًا أكثر دقة لسلوك الأسواق المالية خلال فترات الاضطرابات الجيوسياسية، حيث يتحدى الفرضية التقليدية التي تفترض استجابة موحدة لجميع القطاعات تجاه الصدمات الخارجية. كما أن التطور المستمر لسلاسل القيمة العالمية، والزيادة المتنامية في أهمية الأصول غير الملموسة ضمن تقييمات الشركات، قد أسهما في إعادة تشكيل أنماط التعرض للمخاطر والضعف القطاعي، الأمر الذي يستدعي تطوير

أطر نظرية ديناميكية تأخذ بعين الاعتبار هذه التحولات الهيكلية عند دراسة العلاقة بين المخاطر الجيوسياسية وأداء أسواق الأسهم. (Carney, 2016)

المبحث الثاني: الدراسات السابقة

تناولت العديد من الدراسات الأجنبية مع شح في الدراسات العربية موضوع الصدمات الجيوسياسية في الآونة الأخيرة، مع وجود اختلاف في النتائج، يرجع هذا إلى الاختلاف في العينة، النموذج المستخدم، والمنهجية المحتملة، نحاول في هذا المبحث عرض ومناقشة عينة من أهم الدراسات التي تطرقت للموضوع، والتي نقسمها إلى دراسات عربية ودراسات أجنبية .

المطلب الأول: الدراسات السابقة باللغة العربية

◀ الدراسة الثانية: دراسة نصر، (2020) " دراسة مخاطر الدولة وأثرها على العوائد المستقبلية والاستثمار الأجنبي غير المباشر في مصر .

سعت هذه الدراسة إلى قياس تأثير مؤشرات مخاطر البلد السياسية، الاقتصادية والمالية على معدل العائد الحقيقي والاستثمار الأجنبي في الأسهم المتداولة في البورصة المصرية، استخدمت الدراسة نموذج الانحدار الذاتي للإبطاء الموزع (ARDL) ، بالاعتماد على البيانات السنوية للفترة من 1999 إلى 2018 أثبتت النتائج أن مؤشرات مخاطر البلد الثلاث لها تأثير معنوي على كل من معدل العائد الحقيقي وصافي تدفقات الاستثمار الأجنبي في الأسهم المتداولة في البورصة المصرية على المدى الطويل والقصير، كما توصلت الدراسة إلى أن تأثير مؤشر المخاطر السياسية له تأثير إيجابي ومعنوي على معدل العائد الحقيقي وصافي تدفقات الاستثمار الأجنبي غير المباشر في مصر في الأجلين الطويل والقصير، بينما يتباين تأثير المخاطر الاقتصادية والمخاطر المالية في الأجل الطويل والقصير .

◀ الدراسة الثالثة: دراسة سناء ماهر محمدي مسعودي (2025) "الأثر التفاعلي للمخاطر الجيوسياسية وغموض التقارير المالية على كفاءة الاستثمار في ظل الدور المعدل للاحتفاظ بالنقدية: دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية .

بعنوان لأثر التفاعلي للمخاطر الجيوسياسية وغموض التقارير المالية على كفاءة الاستثمار في ظل الدور المعدل للاحتفاظ بالنقدية: هدفت الدراسة إلى تحليل الأثر التفاعلي للمخاطر الجيوسياسية وغموض التقارير المالية على كفاءة الاستثمار في ظل الدور المعدل للاحتفاظ بالنقدية، وذلك بالتطبيق على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية. حيث اعتمدت على مدخل تحليل المحتوى في فحص التقارير السنوية لعينة مكونة من (40) شركة مقيدة في البورصة المصرية خلال الفترة من 2020-2024.

وأشارت نتائج هذا البحث إلى وجود أثر سلبي ذو دلالة إحصائية للمخاطر الجيوسياسية على كفاءة الاستثمار، كما يوجد أثر سلبي ذو دلالة إحصائية لغموض التقارير المالية على كفاءة الاستثمار، كما يوجد

أثر سلبي ذو دلالة إحصائية للتفاعل بين المخاطر الجيوسياسية وغموض التقارير المالية على كفاءة الاستثمار، بينما يوجد أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية للاحتفاظ بالنقدية كمتغير معدل على العلاقة بين المخاطر الجيوسياسية وكفاءة الاستثمار، ويوجد أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية للاحتفاظ بالنقدية كمتغير معدل على العلاقة بين غموض التقارير المالية وكفاءة الاستثمار، كما يوجد أثر إيجابي ذو دلالة إحصائية للاحتفاظ بالنقدية كمتغير معدل على التفاعل بين المخاطر الجيوسياسية وغموض التقارير المالية على كفاءة الاستثمار.

◀ الدراسة الرابعة : دراسة عمرو محمد خميس محمد (2025)، بعنوان أثر المخاطر الجيوسياسية

وعدم التأكد في السياسة الاقتصادية على استثمارات الشركات: الدور المعدل لغموض وتعدد التقارير

المالية، دليل من الشركات المقيدة بالبورصة المصرية.

استهدف البحث دراسة واختبار أثر مستوى المخاطر الجيوسياسية وعدم التأكد في السياسة الاقتصادية على استثمارات الشركات المقيدة في البورصة المصرية، واعتمد الباحث علي أسلوب تحليل المحتوي لعينة من 516 مشاهدة سنوية لعدد 69 شركة من مختلف القطاعات خلال الفترة (2018-2023)، خلص البحث إلى وجود تأثير سلبي معنوي لكل من مستوى المخاطر الجيوسياسية وعدم التأكد في السياسة الاقتصادية على استثمارات الشركات المقيدة بالبورصة المصرية بما يدعم نظرية الخيارات الحقيقية، ففي فترات عدم التأكد المرتفع تميل الشركات إلى تأجيل أو خفض إنفاقها الرأسمالي، بدلا من اتخاذ قرار مكلف كقرار الاستثمار له عواقب غير مؤكدة ، خاصة وأن معظم استثماراتها الرأسمالية تتمتع بدرجة عالية من عدم إمكانية الرجعة فيها Irreversibility.

المطلب الثاني: الدراسات السابقة باللغة الأجنبية

1. Futian Weng, Cai Yang, Hongwei Zhang, Jianping Zhu.(2026) The role of geopolitical risk on the ESG stock market: evidence from functional data analysis .Empirical quantitative study (based on functional data analysis and forecasting models)

تهدف هذه الدراسة إلى تحليل أثر المخاطر الجيوسياسية على سوق الأسهم ESG من خلال استخدام أساليب تحليل البيانات الوظيفية ونماذج التنبؤ المتقدمة. اعتمدت الدراسة على تفكيك المخاطر الجيوسياسية إلى عدة أبعاد مختلفة بدل معاملتها كمؤشر واحد، وذلك من أجل دراسة تأثير كل عنصر بشكل منفصل على عوائد الأسهم وتقلباتها.

توصلت النتائج إلى أن المخاطر الجيوسياسية تمتلك قدرة تفسيرية أكبر على عوائد الأسهم مقارنة بتقلبات السوق، مع اختلاف قوة التأثير حسب طبيعة السوق ESG المدروس. كما بينت الدراسة أن بعض العناصر مثل الأعمال الإرهابية والتحديات العسكرية تُعد الأكثر تأثيراً على حركة الأسعار. وأكدت النتائج أيضاً أن تأثير المخاطر الجيوسياسية يتغير بمرور الزمن ويتسم بطابع ديناميكي، ويمكن تصنيف أنماطه إلى مجموعات

سلوكية مختلفة. في المجمل، أبرزت الدراسة أهمية إدراج المخاطر الجيوسياسية ضمن نماذج التنبؤ بالأسواق المالية، خاصة في أسواق الأسهم ذات البعد ESG.

2. Ahlem Lamine, Sirine Zribi . Do geopolitical risks affect stock market returns and volatilities: an analysis based on the TVP-VAR model.(2024) .Empirical quantitative study using the Time-Varying Parameter Vector Autoregression (TVP-VAR) model.

تهدف هذه الدراسة إلى تحليل تأثير الصدمات الناتجة عن المخاطر الجيوسياسية على عوائد وتقلبات أسواق الأسهم في مجموعة من الدول تشمل دول مجموعة السبع (G7) ودول البريكس (BRICS) ودول الخليج، وذلك باستخدام نموذج الانحدار الذاتي المتجه ذو المعاملات المتغيرة زمنياً (TVP-VAR). أظهرت النتائج وجود اختلافات واضحة في تأثير المخاطر الجيوسياسية بين الدول وعبر الأطر الزمنية المختلفة (قصير، متوسط وطويل الأجل). حيث بينت الدراسة أن تأثير المخاطر الجيوسياسية على عوائد الأسهم يميل إلى التراجع مع مرور الوقت، في حين أن تأثيرها على تقلبات الأسواق يزداد قوة واستمرارية، مما يعكس استمرار حالة عدم اليقين في الأسواق المالية خلال فترات التوتر الجيوسياسي. كما خلصت الدراسة إلى أن هذه النتائج تقدم دلالات مهمة للمستثمرين وصناع القرار في مجال إدارة المحافظ الاستثمارية خلال فترات عدم الاستقرار الجيوسياسي.

3. Mehmet Balcilar, Matteo Bonato, Riza Demirer, Rangan Gupta Geopolitical risks and stock market dynamics of the BRICS.(2024) Empirical quantitative study using nonparametric causality-in-quantiles approach (published in Economic Systems, Elsevier)

تهدف هذه الدراسة إلى تحليل تأثير المخاطر الجيوسياسية على ديناميكيات عوائد وتقلبات أسواق الأسهم في دول مجموعة البريكس (BRICS)، وذلك باستخدام أسلوب إحصائي غير معلمي يعتمد على اختبار السببية في الكوانتيلات (Causality-in-Quantiles). أظهرت النتائج أن تأثير المخاطر الجيوسياسية يختلف من سوق إلى آخر داخل دول البريكس، مما يدل على عدم تجانس أثر هذه المخاطر بين الأسواق المالية. كما بينت الدراسة أن المخاطر الجيوسياسية تؤثر بشكل أكبر على تقلبات الأسواق مقارنة بعوائدها، خاصة عند مستويات العوائد المنخفضة، مما يشير إلى دورها في زيادة التقلبات السلبية في الأسواق المالية. ووجدت النتائج كذلك أن روسيا تُعد الأكثر تعرضاً للمخاطر الجيوسياسية من حيث التأثير على العوائد والتقلبات، في حين تُظهر الهند قدرة أكبر على مقاومة هذه الصدمات. وخلصت الدراسة إلى أهمية تعزيز مرونة القطاع المالي وتنويع الاستثمارات للحد من آثار الصدمات الجيوسياسية على الأسواق المالية.

3. Ndubuisi O. Chukwu, Ambrose Nnaemeka Omeje.(2026) Global economic policy uncertainty, geopolitical risk and stock returns in Nigeria

Type of study: Empirical quantitative study using a two-stage Markov Switching model. 2025 (published online: 21 November 2025; journal issue: 2026)

تهدف هذه الدراسة إلى تحليل تأثير كل من عدم اليقين في السياسات الاقتصادية العالمية (GEPU) والمخاطر الجيوسياسية (GPR) على عوائد سوق الأسهم في نيجيريا خلال الفترة الممتدة من 2006 إلى 2020، وذلك باستخدام نموذج ماركوف ذي مرحلتين (Two-Stage Markov Switching Model). أظهرت النتائج أن تأثير عدم اليقين في السياسات الاقتصادية العالمية يختلف باختلاف نظام تقلبات السوق، حيث يؤثر سلبًا على العوائد في بيئة منخفضة التقلب، بينما يكون تأثيره إيجابيًا في بيئة مرتفعة التقلب، مما يشير إلى أن أثره أكثر وضوحًا في ظروف عدم الاستقرار. في المقابل، بينت النتائج أن المخاطر الجيوسياسية لا تؤثر بشكل معنوي على عوائد الأسهم في نيجيريا سواء في فترات التقلب المنخفض أو المرتفع، مما يعكس ضعف تأثير هذا العامل مقارنة بغيره. كما خلصت الدراسة إلى أن تأثير كل من GEPU و GPR يختلف حسب حالة السوق، وبالتالي فإن استخدامهما للتنبؤ بعوائد السوق النيجيري قد لا يكون دقيقًا أو ذا فاعلية عالية.

4. Md Khaled Hossain Rafia, Syed Riaz Mahmood Ali.(2025) Disaggregated geopolitical risks and global stock return. Empirical quantitative study using econometric modeling (including GARCH framework and factor construction for geopolitical risk exposure).2025 (Global Finance Journal, Elsevier)

تهدف هذه الدراسة إلى تحليل تأثير المخاطر الجيوسياسية المفككة على عوائد الأسهم العالمية، من خلال تطوير إطار جديد لقياس درجة التعرض للمخاطر الجيوسياسية (GRE)، وذلك باستخدام بيانات تشمل 40 دولة خلال الفترة 1995-2022. قامت الدراسة ببناء ثلاثة عوامل رئيسية: عامل المخاطر الجيوسياسية العام (GPRF)، وعامل الأحداث الجيوسياسية (GPAF)، وعامل التهديدات الجيوسياسية (GPTF)، بهدف التمييز بين أنواع مختلفة من المخاطر الجيوسياسية وتأثيرها على الأسواق المالية.

أظهرت النتائج أن التهديدات الجيوسياسية (GPTs) تمتلك تأثيرًا أقوى وأكثر اتساعًا من الأحداث الجيوسياسية الفعلية، حيث سجلت نسبة أعلى من الدول التي أظهرت تأثيرًا معنويًا. كما بينت الدراسة أن القدرة التنبؤية لهذه المخاطر تكون أقوى على المدى القصير، خاصة في التوقعات الشهرية. وأكدت النتائج كذلك استمرار تأثير هذه العوامل حتى بعد التحكم في عوامل المخاطر السوقية التقليدية، مع وجود قدرة تنبؤية خارج العينة (Out-of-sample) ذات قيمة اقتصادية إيجابية في العديد من الدول. وخلصت الدراسة إلى أن دمج تقييمات المخاطر الجيوسياسية يمكن أن يحسن قرارات إدارة المحافظ الاستثمارية

5. Ezer Ayadi, Noura Ben Mbarek.(2025) The Dynamic Effects of Economic Uncertainties and Geopolitical Risks on Saudi Stock Market Returns: Evidence from Local Projections. Empirical quantitative study using Local Projections (LP) methodology Journal of Risk and Financial Management, MDPI)

تهدف هذه الدراسة إلى تحليل تأثير قنوات مختلفة من عدم اليقين الاقتصادي والمخاطر الجيوسياسية على عوائد سوق الأسهم في المملكة العربية السعودية، مع التركيز على مؤشر السوق الرئيسي (TASI) وتشمل متغيرات الدراسة المخاطر الجيوسياسية الخاصة بالسعودية، وعدم اليقين في أسعار النفط العالمية، وعدم اليقين في سياسات المناخ، إضافة إلى عدم اليقين في السياسة النقدية الأمريكية، وذلك باستخدام بيانات شهرية للفترة الممتدة من نوفمبر 1998 إلى يونيو 2024، وباعتماد على منهجية التوقعات المحلية (Local Projections).

أظهرت النتائج وجود تغيرات ملحوظة في استجابة السوق للصدمات المختلفة عبر فترتين زمنيتين مختلفتين. ففي الفترة الأولى، كان تأثير المخاطر الجيوسياسية إيجابياً وقوياً على عوائد السوق، بينما انعكس هذا التأثير في الفترة الثانية ليصبح سلبياً، مما يدل على تغير العلاقة بين المخاطر والعائد عبر الزمن. كما بينت الدراسة أن عدم اليقين في أسعار النفط له تأثير سلبي مستمر على العوائد في الفترتين، في حين أصبحت مخاطر سياسات المناخ أكثر تأثيراً مع مرور الوقت. بالإضافة إلى ذلك، أظهرت النتائج وجود تأثيرات غير خطية وغير متماثلة لبعض أنواع عدم اليقين، خاصة عدم اليقين في السياسة النقدية، مما يعكس تعقيد ديناميكية السوق السعودي وتأثره بعدة مصادر للمخاطر.

المطلب الثالث: ما يميز هذه الدراسة عن الدراسات السابقة

الدراسة	العينة / مجال الدراسة	المنهج والأدوات	أهم نتائج الدراسة	أوجه الاختلاف عن الدراسة الحالية	الفجوة البحثية
نصر 2020	البورصة المصرية	نموذج ARDL	تأثير معنوي لمخاطر الدولة على العوائد والاستثمار الأجنبي، مع اختلاف حسب نوع المخاطر	تركز على مخاطر الدولة والاستثمار الأجنبي	ضعف تحليل أثر المخاطر الجيوسياسية على أداء الأسهم مباشرة
سناء ماهر محمدي مسعود (2025)	40 شركة مقيدة بالبورصة المصرية	تحليل محتوى + نماذج إحصائية	المخاطر الجيوسياسية تؤثر سلباً على كفاءة الاستثمار مع دور معدل للاحتفاظ بالنقدية	تركز على كفاءة الاستثمار والعوائد السوقية	غياب ربط مباشر بين المخاطر الجيوسياسية وأداء الأسهم

عمرو محمد خميس محمد(2025)	69 شركة مدرجة بالبورصة المصرية (516 مشاهدة)	نماذج قياسية وتحليل محتوى	المخاطر الجيوسياسية وعدم اليقين الاقتصادي يؤثّران سلبيًا على قرارات الاستثمار	تركز على قرارات الاستثمار داخل الشركات	نقص في تحليل أثر المخاطر على أداء السوق المالي ككل
Lamine & Zribi (2024)	G7 + BRICS +دول الخليج	TVP-VAR	تأثير المخاطر الجيوسياسية يختلف بين الدول ويؤثر أكثر على التقلبات	دراسة متعددة الأسواق	عدم التركيز على سوق مالي واحد
Balcilar et al. (2024)	دول BRICS	Causality-in- Quantiles	تأثير غير متجانس للمخاطر الجيوسياسية، أقوى على التقلبات	تحليل دولي مقارن	نقص الدراسات على الأسواق العربية
Chukwu & Omeje (2025)	نيجيريا (2006- 2020)	Markov Switching Model	تأثير غير معنوي للمخاطر الجيوسياسية على العوائد	إدخال GEPU مع GPR	اختلاف السياق وضعف تأثير GPR
Rafia & Ali (2025)	40 دولة (1995-2022)	GARCH + مؤشرات مركبة	التحديات الجيوسياسية أقوى من الأحداث وتأثيرها قصير المدى	تحليل عالمي شامل	عدم دراسة سوق بورصة محلية بشكل مباشر
Ayadi & Ben Mbarek (2025)	السوق السعودي (TASI)	Local Projections	تغير تأثير المخاطر الجيوسياسية عبر الزمن (إيجابي ثم سلبي)	تحليل أنواع متعددة من عدم اليقين	عدم التركيز على GPR فقط
Weng et al. (2026)	أسواق ESG العالمية	Functional Data Analysis	تأثير ديناميكي للمخاطر الجيوسياسية على العوائد والتقلبات	أسواق ESG فقط	نقص الدراسات على الأسواق التقليدية للأسهم

الجدول 01: الدراسات السابقة

من خلال طرح الدراسات السابقة والجدول المقارن بينها، نجد ان :

- 1- أغلب الدراسات تتفق على أن المخاطر الجيوسياسية تؤثر سلبًا على العوائد والأداء المالي .
- 2- الدراسات العربية ركزت أكثر على مخاطر الدولة والاستثمار الأجنبي والأسواق المحلية .
- 3- الدراسات الأجنبية ركزت على الشركات متعددة الجنسيات والقطاعات العالمية .
- 4- هناك اختلاف في القطاعات المدروسة (نفط، سيارات، تكنولوجيا، تصنيع، أسهم)
- 5- تختلف أيضًا في المنهجيات (ARDL، انحدار، تحليل محتوى، ANOVA) .
- 6- الدراسات الحديثة (2021-2025) أصبحت تركز على التفاعل بين المخاطر والتقارير المالية وكفاءة الاستثمار.

وبناء على ذلك فإن ما تناولته الدراسات السابقة في مجال المخاطر والصدّات الجيوسياسية، يتضح أن أغلبها ركز على قياس أثر هذه الصدمات على الأداء المالي للشركات، أو تدفقات الاستثمار الأجنبي، أو الاستقرار

الاقتصادي الكلي، مع اعتماد واسع على نماذج الانحدار والتحليل القياسي في دراسة العلاقات السببية بين المتغيرات. كما أن العديد من الدراسات اهتمت بقطاعات محددة أو اقتصادات بعينها، دون التعمق الكافي في دراسة التأثير المباشر للصدمات الجيوسياسية على قيمة الأسهم في البورصات باعتبارها مؤشرا حساسا يعكس تفاعل الأسواق المالية مع الأحداث العالمية.

وعليه، تتمثل الفجوة البحثية في محدودية الدراسات التي تناولت العلاقة المباشرة بين الصدمات الجيوسياسية وتغيرات أسعار الأسهم باستخدام منهج تحليل البيانات والمؤشرات المالية، حيث لا تزال الحاجة قائمة لدراسات أكثر تركيزا على كيفية انعكاس هذه الصدمات على حركة أسعار الأسهم من خلال مؤشرات السوق وتقلباتها. كما أن جانباً مهماً لم يحظ بالاهتمام الكافي يتمثل في تحليل استجابة الأسواق المالية في فترات الصدمات المتكررة، ومدى اختلاف تأثير هذه الصدمات حسب شدتها وطبيعتها.

ومن هذا المنطلق، تأتي هذه الدراسة لسد هذا الفراغ البحثي من خلال تحليل أثر الصدمات الجيوسياسية على قيمة الأسهم في البورصة بالاعتماد على تحليل البيانات والمؤشرات المالية، بما يسمح بفهم أعمق لديناميكية الأسواق في ظل بيئة تتسم بارتفاع مستوى عدم اليقين وتقلب الأحداث الجيوسياسية.

خلاصة

اتضح في هذا الفصل أن الصدمات الجيوسياسية أصبحت من أبرز العوامل المؤثرة في استقرار الاقتصاد العالمي والأسواق المالية، لما لها من انعكاسات مباشرة وغير مباشرة على أداء المؤسسات وقيم الأصول المالية، خاصة الأسهم في البورصات. كما أبرزت مختلف نتائج الدراسات السابقة أن هذه الصدمات تساهم في زيادة حالة عدم اليقين، وتقلب معنويات المستثمرين، وإحداث اضطرابات في قرارات الاستثمار والتسعير داخل الأسواق المالية.

ورجوعا الى الدراسات السابقة يبرز انه هناك اتفاق عام على وجود أثر سلبي في الغالب للمخاطر والصدمات الجيوسياسية على الأداء المالي وقيم الأصول، رغم اختلاف السياقات والقطاعات محل الدراسة. كما تبين وجود فجوة بحثية تتمثل في محدودية الدراسات التي تناولت بشكل مباشر أثر هذه الصدمات على قيمة الأسهم في البورصة باستخدام تحليل البيانات والمؤشرات المالية.

وبناء على ذلك يشكل هذا الفصل قاعدة نظرية مهمة للدراسة التطبيقية، من خلال توضيح الإطار المفاهيمي للصدمات الجيوسياسية وآليات تأثيرها بالإضافة إلى إبراز أهم ما توصلت إليه الأدبيات السابقة، بما يمهّد للانتقال إلى الجانب التطبيقي من الدراسة.

**الفصل الثاني: قياس أثر الصدمات
الجيوسياسية على قيمة الأسهم في بورصة
السعودية**

تمهيد :

تم التطرق في الفصل السابق للأدبيات النظرية المتعلقة بكل من الصدمات الجيوسياسية وتقييم الأسهم وكذا الأدبيات التطبيقية التي تناولت بشكل مباشر موضوع الدراسة، نحاول في هذا الفصل دراسة تأثير الصدمات الجيوسياسية للمؤسسات الاقتصادية المدرجة ببورصة السعودية ومن أجل تحقيق هدف الدراسة.

نهدف من خلال هذا الفصل تقديم لمحة عن بورصة السعودية ، المؤشر الخاص بها، وعرض ملخص لأداء البورصة خلال فترة الدراسة في المبحث الأول، بينما سنتناول في المبحث الثاني اختبار وجود تأثير الصدمات الجيوسياسية على أداء الأسهم في بورصة السعودية .

المبحث الأول: الطريقة والأدوات المستخدمة في الدراسة

سنقوم في هذا المبحث بتقديم مجتمع وعينة الدراسة، وكذا متغيراتها مع إبراز الأدوات الإحصائية التي تم الاعتماد عليها لقياسها وتحديد العلاقة بين كل منها وعليه سيتم في هذا المبحث التطرق إلى الطريقة المعتمدة في الدراسة، من خلال عرض منهج البحث المستخدم، وتحديد مجتمع وعينة الدراسة، إضافة إلى تقديم مختلف المتغيرات المعتمدة، بالإضافة إلى توضيح مصادر البيانات والأساليب الإحصائية والقياسية المستخدمة في تحليل النتائج والوصول إلى استنتاجات دقيقة تدعم أهداف الدراسة.

المطلب الأول: الطريقة التي اعتمدت عليها الدراسة

قسمنا هذا المطلب إلى ثلاثة فروع، يضم الأول مجتمع الدراسة وهذا لإعطاء نبذة عن بورصة السعودية، أما الفرع الثاني فتطرقنا فيه لعينة الدراسة المعتمدة، في حين خصصنا الفرع الثالث والأخير لتحديد متغيرات الدراسة وإبراز طرق قياسها.

الفرع الأول: تقديم مجتمع الدراسة

يقصد بمجتمع الدراسة جميع المؤسسات المدرجة في بورصة السعودية بمختلف أنواعها وقطاعاتها، وعليه سنقوم بتقديم نبذة حول بورصة السعودية باعتبارها تضم المؤسسات المقرر إجراء دراسة عليها.

يتمثل مجتمع الدراسة في السوق المالية السعودية (Saudi Exchange (Tadawul باعتبارها من أهم الأسواق المالية في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا، وأكثرها تطوراً من حيث حجم التداول والقيمة السوقية وعدد الشركات المدرجة. وتضم البورصة السعودية عدة قطاعات اقتصادية متنوعة، مثل قطاع البنوك والطاقة والصناعة والاتصالات والخدمات، مما يجعلها بيئة مناسبة لدراسة تأثير الصدمات الجيوسياسية والاقتصادية على أداء الأسواق المالية.

وقد شهدت السوق المالية السعودية خلال الفترة الممتدة من سنة 2015 إلى سنة 2025 العديد من المتغيرات والأحداث الاقتصادية والسياسية العالمية، كالتقلبات النفطية، والأزمات الجيوسياسية، وجائحة كورونا، والتوترات الدولية، وهو ما يجعلها مجالا ملائماً لتحليل أثر مؤشرات المخاطر الجيوسياسية وعدم اليقين الاقتصادي على قيمة الأسهم.

تعد تداول السعودية السوق المالية الرسمية في المملكة العربية السعودية، وهي من أكبر الأسواق المالية في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا من حيث القيمة السوقية وحجم التداول. وقد لعبت دوراً مهماً في تطوير الاقتصاد السعودي ودعم الاستثمار وتمويل الشركات الوطنية.

1. نبذة حول بورصة السعودية: (مجموعة التداول السعودي ، 2026)

بدأت فكرة السوق المالية السعودية بشكل غير رسمي خلال خمسينيات القرن الماضي، حيث كانت عمليات بيع وشراء الأسهم تتم بطريقة تقليدية ومحدودة بين الأفراد والبنوك، خاصة بعد تأسيس عدد من الشركات الكبرى والبنوك السعودية. ومع التوسع الاقتصادي الذي شهدته المملكة، خصوصاً بعد الطفرة النفطية، ازدادت الحاجة إلى تنظيم عمليات التداول ووضع إطار قانوني ورقابي للسوق المالية. مر تأسيس بورصة السعودية بعدة مراحلها يمكن ابراز معالمها كالتالي:

في سنة 1984 تم تكليف مؤسسة النقد العربي السعودي (سابقاً) بالإشراف على السوق المالية وتنظيم عمليات التداول، إلى غاية إنشاء هيئة مستقلة لتنظيم السوق.

وفي عام 2003 صدر نظام السوق المالية بمرسوم ملكي، وتم إنشاء هيئة السوق المالية لتتولى تنظيم وتطوير السوق المالية والإشراف عليها.

أما في سنة 2007 فقد تم تأسيس شركة تداول السعودية رسمي كشركة مساهمة تتولى تشغيل وإدارة السوق المالية السعودية إلكترونياً وفق المعايير العالمية الحديثة.

لقد واجهت السوق المالية (Tadawul) تحديات غير مسبقة أمام جائحة Covid-19 (عام 2020م، حيث أدخلت منطقة الخليج العربي GCC) وبقيّة العالم في أزمة اقتصادية واجتماعية خطيرة، وعلى الرغم من الركود الاقتصادي والقيود المفروضة على مجالات العمل والتنقل، تمكنت السوق المالية من تحقيق أداء يستحق الثناء بالإضافة إلى تسجيل متوسط قيمة التداول اليومية ارتفاعاً بنحو 150% مقارنة بعام 2019م؛ حيث كما جاء في التقرير السنوي لمجموعة تداول السعودية أنها احتلت المرتبة الأولى من بين الأسواق المالية الناشئة الرائدة.

- مهام والتزامات البورصة

تجتهد بورصة السعودية لتفعيل منصة فعالة ونزيهة للتداول المالي، منصة تتمتع بشفافية عالية وتكون قادرة على تقديم الخدمات المالية الاستثمارية بكفاءة لكافة الأصول الاستثمارية باختلاف أنواعها، مع التركيز على مصلحة العملاء من خلال الارتقاء بجميع الخدمات التي تقدمها، مع الالتزام بما يلي:

- أن تضمن وجود سوق أوراق مالية يتسم بالعدالة والشفافية والكفاءة؛
- أن تضمن وجود إدارة واعية للمخاطر المتعلقة بأعمالها وعملياتها؛
- أن تقدم المصلحة العامة المعللة في حال تعارضها مع مصلحة البورصة أو أعضائها أو مساهميها أو إدارتها؛
- أن تلتزم بتقديم وتشغيل خدماتها وفق القواعد واللوائح التي تقررها الهيئة؛

- أن تلتزم بتنظيم عملياتها ومعايير ممارستها وسلوك أعضائها طبقاً للقواعد والسياسات والإجراءات الخاصة بالبورصة؛
- أن تلتزم بتنظيم عمليات ومعايير ممارسات المؤسسات المدرجة لديها وموظفيها طبقاً للوائح المنظمة لذلك؛
- أن تلتزم بتقديم خدماتها وفق أحدث التقنيات والتطبيقات والأنظمة الآلية بما يتوافق والمعايير الدولية المعتمدة من الهيئة أو تلك التي تقرها؛
- أن تحافظ على سرية كل المعلومات الموجودة في حوزتها فيما يتعلق بأعضائها وعملائها ومصدرها باستثناء ما يوجب عليها القانون أو اللائحة أو هذه القواعد نشرها أو الإفصاح عنها، ولا يجوز لها أن تفصح عن هذه المعلومات إلا للهيئة أو بأمر منها أو بأمر من القاضي؛
- الالتزام بالتعليمات التي تصدرها الهيئة.

❖ أهداف البورصة

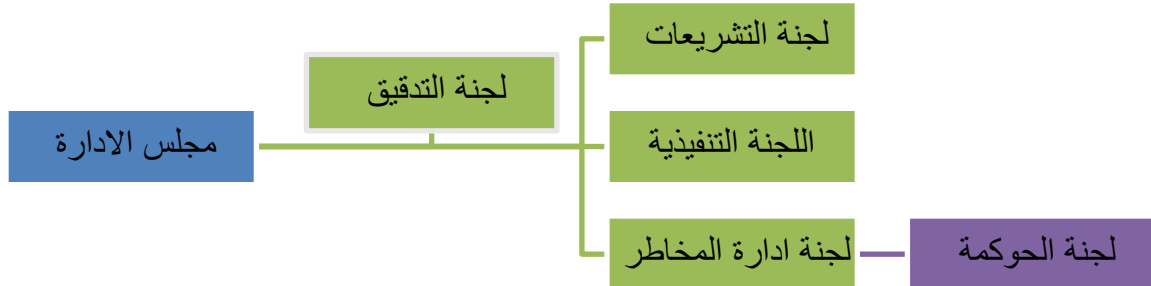
- تعمل البورصة وفق أحكام القانون واللائحة، وتهدف :
- العمل على حماية التعامل في الأوراق المالية في نطاق صلاحياتها؛
 - تنمية الروابط بين الأسواق والمنظمات المحلية الإقليمية والعالمية لمواكبة أفضل المعايير المطبقة في أسواق المال؛
 - المساهمة مع الجهات المختصة في تطوير السوق المالي على نحو يخدم أهداف التنمية الاقتصادية؛
 - تطوير النظم وأساليب التعامل في الأوراق المالية والاستعانة بالأساليب الحديثة المعمول بها في الأسواق المالية المتقدمة؛
 - العمل على تشجيع الادخار وتنمية الوعي الاستثماري وحماية المدخرين وتهيئة السبل أمام توظيف الأموال في الأوراق المالية بما يعود بالنفع على الاقتصاد.

❖ هيكل مجلس إدارة بورصة السعودية

يتكون مجلس الإدارة من ثمانية أعضاء تنتخبهم الجمعية العامة لبورصة السعودية لمدة ثلاث سنوات، إذ يتألف المجلس من خمسة أعضاء غير تنفيذيين، وثلاثة أعضاء مستقلين.

يمتاز هيكل مجلس إدارة بورصة السعودية وبصورة جماعية بهيكل رصين يتناسب مع طبيعة ونشاط البورصة، إذ يتسم تشكيل المجلس بالتنوع في الخبرات والمؤهلات لأعضاء مجلس الإدارة ومعرفتهم في قطاع أسواق المال، متضمناً ذلك الإلمام بالجوانب القانونية، الحوكمة، الرقابة الداخلية وإدارة المخاطر، الإدارة المالية والتخطيط الاستراتيجي. من خلال الشكل أدناه نرى بأن مجلس إدارة البورصة ينبثق من خمس لجان وهم: اللجنة التنفيذية، لجنة الترشيحات والمكافآت، لجنة المخاطر، لجنة التدقيق ولجنة الحوكمة (boursa_ipo.pdf).

الشكل رقم (01): هيكل مجلس إدارة بورصة السعودية



المصدر: <https://www.tadawulgroup.sa>

2. مؤشر بورصة السعودية TASI

يعد مؤشر تداول هو مؤشر أسهم رئيسي يتتبع أداء جميع الشركات المدرجة في السوق المالية السعودية (تداول). تم تجميعه لأول مرة في عام 1985 بقيمة أساسية تبلغ 1000. ومع وجود أفضل الشركات السعودية ضمن مكوناته، مثل بنك الرياض ومصرف الراجحي، يوفر مؤشر تاسي رؤية رائعة لسوق الأسهم السعودية - سريع النمو وملء بالإمكانيات. ويُعرف أيضًا باسم مؤشر تاسي تداول، وهو المؤشر العام الذي يقيس أداء جميع الشركات المدرجة في السوق السعودية.

يوفر هذا المؤشر صورة شاملة عن الاتجاه العام للسوق ويستخدم كمقياس لقياس النمو أو التراجع في القطاعات المختلفة. ويُطلق على هذا المؤشر أيضًا اسم مؤشر تداول السعودية، وهو من أهم الأدوات التي يعتمد عليها المستثمرون لاتخاذ قرارات استثمارية مبنية على تحركات السوق.

كما يستخدم مؤشر تداول السعودي كمؤشر مرجعي لتقييم أداء المحافظ والصناديق الاستثمارية داخل المملكة، مما يجعله أداة حيوية في عالم الاستثمار المحلي. ويتابع المؤشر بشكل يومي من قبل الأفراد والمؤسسات لرصد الفرص والتغيرات في السوق المالية السعودية. (السعودية، 2026)

الجدول رقم (2): معلومات عن مؤشر بورصة السعودية

العنصر	المعلومات
اسم البورصة	تداول السعودية
الاسم الرسمي	السوق المالية السعودية (تداول السعودية)
سنة النشأة	بدأت التداولات بشكل غير رسمي في الخمسينيات
سنة التأسيس الرسمي	2007
مقر البورصة	الرياض
العملة المعتمدة	الريال السعودي (SAR)
أهم الأدوات المالية	الأسهم، الصكوك، السندات، الصناديق الاستثمارية، المشتقات

المصدر: موقع سوق الأسهم السعودي

2. ملخص أداء بورصة السعودية خلال فترة (2015-2025)

• تطور مؤشر البورصة خلال فترة الدراسة

شهد مؤشر السوق المالية السعودية (TASI) Tadawul All Share Index تطوراً ملحوظاً خلال الفترة الممتدة من 2015 إلى 2025، حيث تأثر بعدة عوامل اقتصادية وجيوسياسية، أبرزها تقلبات أسعار النفط، جائحة كوفيد-19، والإصلاحات الاقتصادية المرتبطة برؤية السعودية 2030. فقد سجل المؤشر سنة 2015 تراجعاً حاداً بحوالي 16.9% نتيجة انخفاض أسعار النفط وتباطؤ الاقتصاد العالمي، لينخفض إلى مستويات تقارب 6686 نقطة، ثم عرف تحسناً تدريجياً خلال السنوات اللاحقة، إذ ارتفع سنة 2018 بنسبة 8.3%، وسنة 2019 بنسبة 7.2% مدعوماً بإدراج شركة أرامكو السعودية في السوق المالية. وفي سنة 2020، ورغم تداعيات جائحة كورونا التي دفعت المؤشر إلى الهبوط نحو 5965 نقطة خلال مارس، إلا أنه أنهى السنة على ارتفاع طفيف بلغ 3.58%.

أما سنة 2021 فقد شكلت أفضل أداء خلال الفترة المدروسة، حيث قفز المؤشر بحوالي 29.8% متجاوزاً 11280 نقطة بفضل تعافي الاقتصاد وارتفاع أسعار النفط. وفي سنة 2022 بلغ المؤشر أعلى مستوى له منذ 2006 عندما اقترب من 13950 نقطة، قبل أن يتراجع بنهاية السنة بنسبة 6.5% نتيجة تشديد السياسات النقدية العالمية. كما عاد المؤشر للارتفاع سنة 2023 بنسبة تجاوزت 10%، ليستقر في 2024 حول 12060 نقطة تقريباً، بينما شهد سنة 2025 تراجعاً جديداً بحوالي 8% إلى 12% حسب اختلاف التقديرات، متأثراً بتذبذب أسعار النفط وحالة عدم اليقين في الأسواق العالمية. وبصفة عامة، يعكس تطور مؤشر السوق السعودية قدرة السوق على التكيف مع الصدمات الاقتصادية والمالية، مع استمرارها كأكبر سوق مالية في المنطقة العربية من حيث القيمة السوقية والسيولة.

• ملخص التداول خلال فترة الدراسة

يوضح الجدول أن سوق الأسهم مرَّ بعدة مراحل خلال الفترة 2015-2025، حيث شهدت التداولات في البداية حالة من التراجع بين 2015 و2019 مع انخفاض الكميات المتداولة من نحو 94.8 مليار سهم إلى 47.3 مليار سهم، وتراجع قيم التداول من 1.66 تريليون ريال إلى 880 مليار ريال، مما يعكس ضعف السيولة وحذر المستثمرين خلال تلك الفترة. لكن في عام 2020 حدث تحول كبير مع دخول سيولة ضخمة إلى السوق، فقفزت الكمية المتداولة إلى 125 مليار سهم وارتفعت قيمة التداول إلى أكثر من 2 تريليون ريال، نتيجة زيادة نشاط المستثمرين الأفراد وارتفاع المضاربات بعد جائحة كورونا.

استمر النشاط القوي في 2021 مع وصول مؤشر تاسي إلى أكثر من 11 ألف نقطة، ثم بدأت السوق تدخل مرحلة تصحيح واستقرار نسبي بين 2022 و2025، حيث انخفضت السيولة تدريجياً لكن بقي عدد الصفقات مرتفعاً، ما يدل على اتساع قاعدة المتداولين وزيادة النشاط اليومي. كما ارتفعت القيمة السوقية بشكل كبير بعد 2019 نتيجة إدراج شركات كبرى وتوسع السوق، لتصل إلى ذروتها في 2023 عند أكثر من 11 تريليون ريال، قبل أن تتراجع نسبياً في 2025. وبشكل عام، يعكس الجدول تطور السوق السعودي من مرحلة الانكماش إلى مرحلة النمو والسيولة المرتفعة ثم إلى سوق أكثر نضجاً واستقراراً.

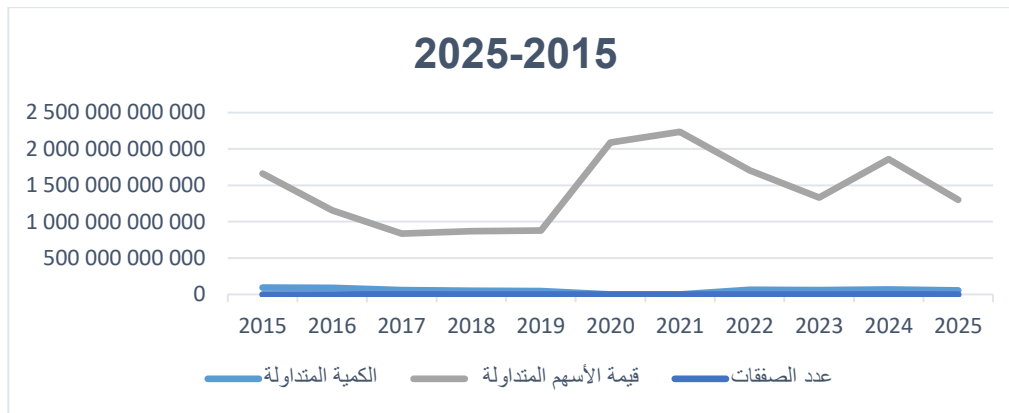
الجدول رقم 03 : تطور نشاط التداول في سوق الأسهم السعودي خلال الفترة 2015-2025

عدد الصفقات	قيمة الأسهم المتداولة	الكمية المتداولة	السنوات
30,444,203	1,660,622,053,130.00	94,783,650,964	2015
27,273,685	1,156,987,084,201.30	90,896,866,984	2016
21,895,281	836,275,133,812.28	59,229,164,429	2017
25,011,885	870,869,683,508.02	52,720,878,878	2018
28,395,793	880,139,074,790.58	47,373,852,219	2019
76,686,329	2,087,799,574,493.41	124,999,185,20	2020
91,866,406	2,235,900,240,676.72	108,116,599,06	2021
87,899,022	1,708,040,217,924.39	66,104,559,838	2022
94,015,162	1,333,121,934,538.42	58,555,678,011	2023
128,574,209	1,862,332,533,610.00	69,151,315,221	2024
119,026,230	1,299,233,107,449.99	57,114,687,434	2025

المصدر: (السعودية، 2026)

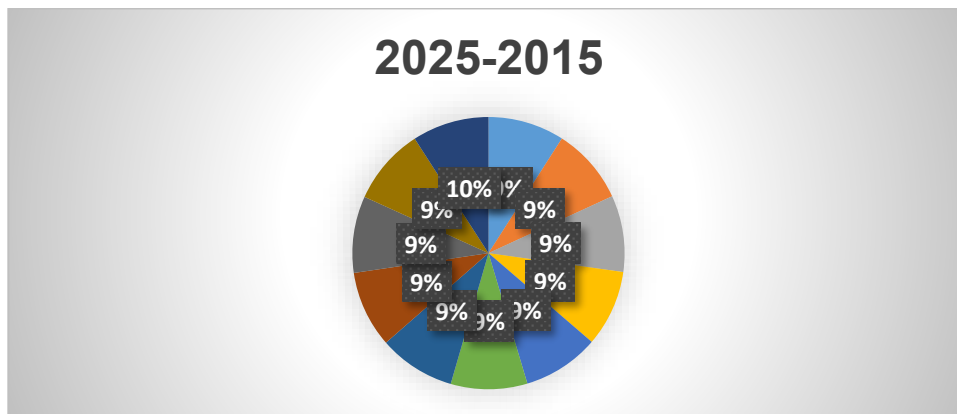
والشككين أدناه يوضحان تطور كل من نشاط التداول وعدد الصفقات المنفذة في السوق خلال فترة الدراسة:

الشكل رقم (02): تطور نشاط التداول خلال الفترة 2015-2025



المصدر: من إعداد الطالبة .

الشكل رقم (03):تطور عدد الصفقات المنفذة في السوق خلال الفترة 2015-2025



المصدر: من إعداد الطالبة.

الفرع الثاني: تقديم عينة الدراسة

تتمثل عينة الدراسة في المؤسسات المدرجة في بورصة السعودية من خلال مؤشر السوق العام TASI وهذا ما سيتم التطرق إليه في هذا الجزء .

1-عينة الدراسة

تمثل عينة الدراسة في البيانات الزمنية المتعلقة بمؤشر العام للسوق المالية السعودية Saudi Exchange (Tadawul) خلال الفترة الممتدة من سنة 2015 إلى سنة 2025، حيث تم الاعتماد على القيم الشهرية لمؤشر السوق المالية السعودية (TASI) باعتباره المتغير التابع المعبر عن أداء الأسهم، إضافة إلى مؤشرات الصدمات والمخاطر الجيوسياسية العالمية كمؤشر (GPRA) والمتغيرات الاقتصادية والمالية المساعدة. وتم اختيار هذه

العينة لكونها تعكس مختلف الأحداث والتوترات الجيوسياسية التي شهدتها العالم والمنطقة خلال فترة الدراسة، ومدى انعكاسها على أداء السوق المالية السعودية .

2-حدود الدراسة

تشمل الدراسة الفترة الممتدة من سنة 2015 إلى سنة 2025، وذلك بهدف تحليل أثر الصدمات الجيوسياسية على أداء الأسهم في السوق المالية السعودية خلال هذه المرحلة التي عرفت العديد من الأحداث والتوترات الجيوسياسية العالمية والإقليمية.

3-مصادر البيانات

لدراسة ومعرفة تأثير الصدمات الجيوسياسية على قيمة أداء الأسهم في بورصة السعودية ، اعتمدنا على بيانات شهرية لمؤشر سوق الأسهم السعودي وتم الحصول عليه من موقع الرسمي للسوق، وبيانات شهرية للمتغيرات المخاطر الجيوسياسية المستمدة من الموقع matteoiacoviello.com.

الفرع الثالث: متغيرات الدراسة

تتمثل متغيرات في مجموعة من المتغيرات الاقتصادية والمالية التي تهدف إلى قياس أثر الصدمات الجيوسياسية على قيمة الأسهم في السوق المالية السعودية (Saudi Exchange (Tadawul خلال الفترة الممتدة من 2015 إلى 2025، حيث تم تقسيم المتغيرات إلى متغير تابع ومتغيرات مستقلة كما يلي:

- المتغير التابع: قيمة الأسهم المعبر عنه بمؤشر العام للسوق المالية السعودية (TASI)
- المتغيرات المستقلة: والمتمثلة في:

1. مؤشر المخاطر الجيوسياسية المرتبطة بالأحداث الفعلية (GPRA)

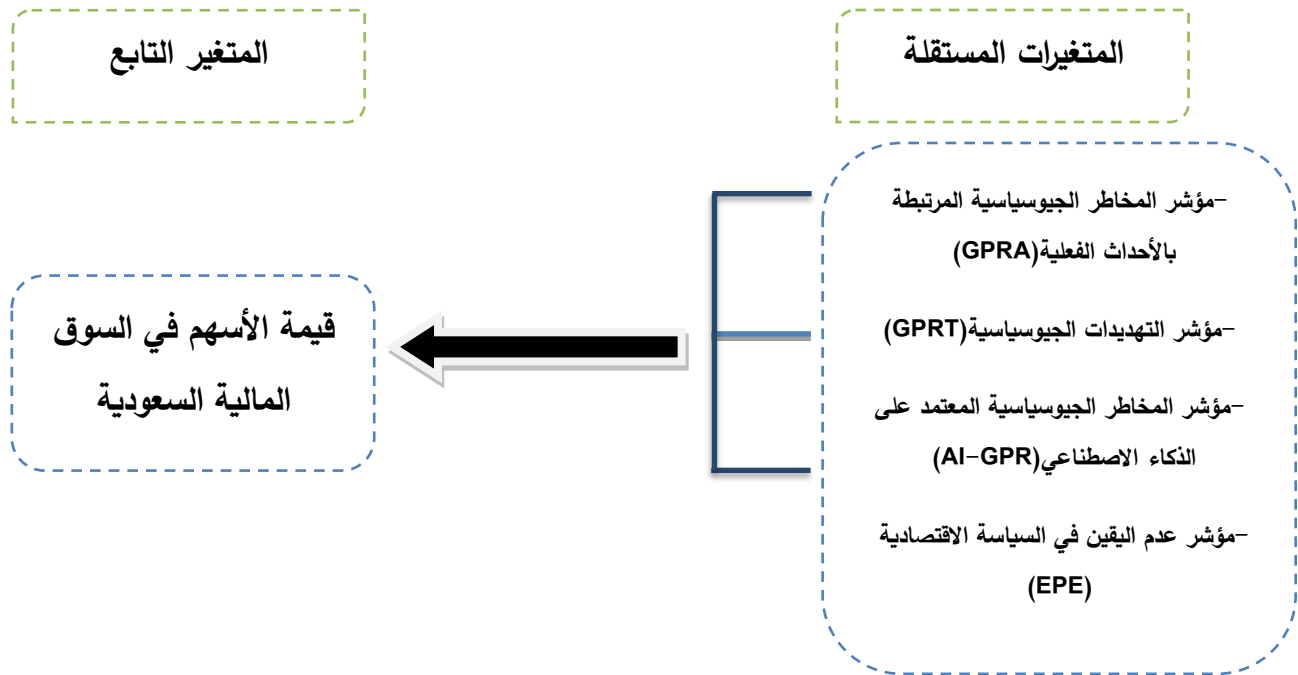
2. مؤشر التهديدات الجيوسياسية (GPRT)

3. مؤشر المخاطر الجيوسياسية المعتمد على الذكاء الاصطناعي (AI-GPR)

4. مؤشر عدم اليقين في السياسة الاقتصادية (EPE)

ومن خلال هذه المتغيرات تسعى الدراسة إلى تحليل طبيعة العلاقة بين الصدمات الجيوسياسية وقيمة الأسهم في السوق المالية السعودية، وقياس مدى تأثير السوق بالتقلبات السياسية والاقتصادية العالمية.

الشكل رقم (04) : متغيرات الدراسة



المصدر: من إعداد الطالبة

أولاً: المتغير التابع

1. قيمة الأسهم في السوق المالية السعودية (TASI)

يمثل المتغير التابع في الدراسة مؤشر السوق المالية السعودية TASI، والذي يعكس الأداء العام للأسهم المدرجة في البورصة السعودية، ويُستخدم كمؤشر لقياس تطور قيمة الأسهم والتغيرات التي تشهدها السوق المالية. يتم قياس هذا المتغير من خلال:

- القيم الدورية لمؤشر TASI
- أو عوائد المؤشر المحسوبة اعتمادًا على التغيرات النسبية في الأسعار. ويعد هذا المؤشر من أهم المؤشرات المعبرة عن وضع السوق المالية السعودية وأداء المستثمرين داخلها.

ثانياً: المتغيرات المستقلة

1. مؤشر المخاطر الجيوسياسية المرتبطة بالأحداث الفعلية (GPRA) GeopoliticalRiskAct Index

هو مؤشر يقيس مستوى المخاطر الناتجة عن الأحداث الجيوسياسية الفعلية مثل الحروب والنزاعات العسكرية، يتم الاعتماد على القيم الرقمية المنشورة للمؤشر، والتي تعكس درجة حدة الأحداث الجيوسياسية الواقعة فعلياً خلال فترة الدراسة.

2. مؤشر التهديدات الجيوسياسية (GPRT) GeopoliticalRiskThreat Index

يقيس هذا المؤشر مستوى التهديدات والتوترات الجيوسياسية المحتملة قبل تحولها إلى أحداث فعلية، مثل التصريحات السياسية العدائية، التهديدات العسكرية، التوترات الدبلوماسية يتم قياسه من خلال القيم الدورية للمؤشر التي تعكس مستوى التهديدات السياسية الدولية خلال فترة الدراسة.

3. مؤشر المخاطر الجيوسياسية المعتمد على الذكاء الاصطناعي (AI-GPR) AI-GeopoliticalRisk Index

يعد مؤشراً حديثاً يعتمد على تقنيات الذكاء الاصطناعي وتحليل الأخبار والمقالات العالمية لتحديد مستوى المخاطر الجيوسياسية، وذلك من خلال فهم المعنى الدلالي للأحداث وليس فقط الكلمات المفتاحية. يتم الاعتماد على القيم الرقمية اليومية أو الشهرية للمؤشر المنشورة من الجهات البحثية المختصة، والتي تعكس درجة المخاطر الجيوسياسية المستخلصة بواسطة تقنيات الذكاء الاصطناعي.

4. مؤشر عدم اليقين في السياسة الاقتصادية (EPU) Economic Policy Uncertainty Index

يقيس هذا المؤشر مستوى الغموض وعدم اليقين المرتبط بالسياسات الاقتصادية والمالية، مثل: تغير السياسات الحكومية، التضخم، أسعار الفائدة، الأزمات الاقتصادية. يتم قياسه من خلال القيم المنشورة للمؤشر التي تعكس درجة عدم اليقين الاقتصادي خلال فترة الدراسة.

ومن خلال هذه المتغيرات تسعى الدراسة إلى تحليل طبيعة العلاقة بين الصدمات الجيوسياسية وقيمة الأسهم في السوق المالية السعودية، وقياس مدى تأثر السوق بالتقلبات السياسية والاقتصادية العالمية.

المطلب الثاني: الأسلوب والأدوات الإحصائية المستخدمة في الدراسة

من أجل تحقيق أهداف الدراسة وتحليل أثر الصدمات الجيوسياسية على قيمة الأسهم في السوق المالية السعودية (Saudi Exchange (Tadawul خلال الفترة الممتدة من 2015 إلى 2025، تم الاعتماد على مجموعة من الأساليب والأدوات الإحصائية والقياسية المناسبة لطبيعة البيانات الزمنية المستخدمة في الدراسة. وقد تم استخدام المنهج القياسي باعتباره الأنسب لدراسة العلاقات بين المتغيرات الاقتصادية والمالية، حيث يسمح بقياس أثر المتغيرات المستقلة والمتمثلة في مؤشرات المخاطر الجيوسياسية وعدم اليقين الاقتصادي على المتغير التابع المتمثل في مؤشر السوق المالية السعودية TASI.

الفرع الأول: الأسلوب الإحصائي المستخدم

تم الاعتماد على أسلوب تحليل السلاسل الزمنية، وذلك لكون بيانات الدراسة عبارة عن بيانات زمنية تغطي الفترة من 2015 إلى 2025، حيث يهدف هذا الأسلوب إلى دراسة تطور المتغيرات عبر الزمن وتحليل طبيعة العلاقة بينها. كما تم توظيف التحليل الوصفي من خلال:

✓ التحليل الإحصائي الوصفي : من أجل عرض خصائص العينة العامة لمتغيرات الدراسة سيتم استخدام مجموعة مقاييس إحصائية وصفية مثل : الوسط الحسابي، الانحراف المعياري، معامل الاختلاف، وأكبر قيمة، وأدنى قيمة.

✓ اختبارات الاستقرار:

✓ اختبار سببية غرانجر (Granger Causality)

✓ اختبار الارتباط الذاتي بين الأخطاء :

✓ اختبار ثبات التباين الخطأ :

✓ اختبار مدى توزيع البواقي طبيعياً:

✓ اختبار استقرارية النموذج

الفرع الثاني: البرامج الإحصائية المستخدمة

تم الاعتماد على بعض البرامج الإحصائية والقياسية المتخصصة في معالجة البيانات وتحليلها، ومن أهمها:

- EViews
- Microsoft Excel

حيث استخدم برنامج Excel في تنظيم البيانات وإعداد الجداول، بينما استخدم برنامج EViews في إجراء الاختبارات القياسية وتحليل النتائج واستخراج النماذج الإحصائية المناسبة.

ومن خلال هذه الأدوات والأساليب الإحصائية، تسعى الدراسة إلى الوصول إلى نتائج دقيقة حول طبيعة تأثير الصدمات الجيوسياسية وعدم اليقين الاقتصادي على أداء السوق المالية السعودية خلال فترة الدراسة.

الفرع الثالث: النموذج المستخدم في الدراسة

اعتمدت الدراسة على نموذج الانحدار الذاتي لفترات الإبطاء الموزعة المطور *Augmented ARDL* واختبارات الإحصائية المناسبة لقياس أثر الصدمات الجيوسياسية على قيمة الأسهم في السوق المالية السعودية (Tasi) خلال الفترة الممتدة من 2015 إلى 2025.

يتميز بقدرته على تقدير المعلمات في الأجل الطويل والأجل القصير أنياً، حيث يقوم بفصل تأثيرات الأجل الطويل عن الأجل القصير، مما يجعله هذا الأمر من أبسط أساليب التكامل المشترك وأسهلها. كما يعتبر هذا النموذج امتداداً لنموذج *ARDL* الذي قدمه *Pesaran et al. (2001)* حيث أضاف هذا النموذج احصاءة *F* لاختبار الحدود *Bounds test* التي تستخدم لاختبار ابطاءات المتغيرات المستقلة في المستوى، واختبار *t* للمتغير التابع

المتأخر (Sam, McNow, & Goh, 2019) ، وبالتالي فإن النموذج الذي استخدمناه لفحص التكامل المشترك بين المتغيرات، وكذلك لتقدير العلاقة الطويلة والقصيرة المدى لإطار عملنا هو كما يلي:

$$\Delta LSent_t = y_1 + a_1 sent_{t-1} + a_2 OVX_{t-1} + a_3 GPR_{t-1} + a_4 GEPU_CURRENT_{t-1} + \sum_{i=1}^p \beta_{1i} \Delta sent_{t-1} \\ + \sum_{i=1}^p \beta_{2i} \Delta OVX_{t-1} + \sum_{i=1}^p \beta_{3i} \Delta GPR_{t-1} + \sum_{i=1}^p \beta_{4i} \Delta GEPU_CURRENT_{t-1} + \sigma_i D_t + \mu_t$$

حيث Δ الفروق الأولى، y ثابت المعادلة، a_j معاملات طويلة الأجل، β_{ji} معاملات قصيرة الأجل، μ_t الخطأ العشوائي، D_t التغيرات الهيكلية المحتملة في النموذج.

المبحث الثاني : تقديم نتائج الدراسة وعرضها

المطلب الأول: عرض الاختبارات الإحصائية للبيانات

الفرع الأول: الإحصاءات الوصفية للبيانات

تشير نتائج الخصائص الوصفية أن توزيع عوائد مؤشر سوق الأسهم السعودي كان ملتوياً موجباً خلال فترة الدراسة، مما يعني عدم وجود تماثل في توزيع مؤشر والتوائه نحو اليمين، كما يمتاز شكل المؤشر بتفلطح أعلى من التوزيع الطبيعي مما يدل على أن التوزيع السلسلة له أطراف سميكة، وجاءت نتائج اختبار جارك بيرا مدعمة لنتائج الالتواء والتفلطح بعدم وجود توزيع طبيعي للسلسلة.

جدول 04 : الخصائص الإحصائية الوصفية للمتغيرات المدروسة خلال فترة الدراسة

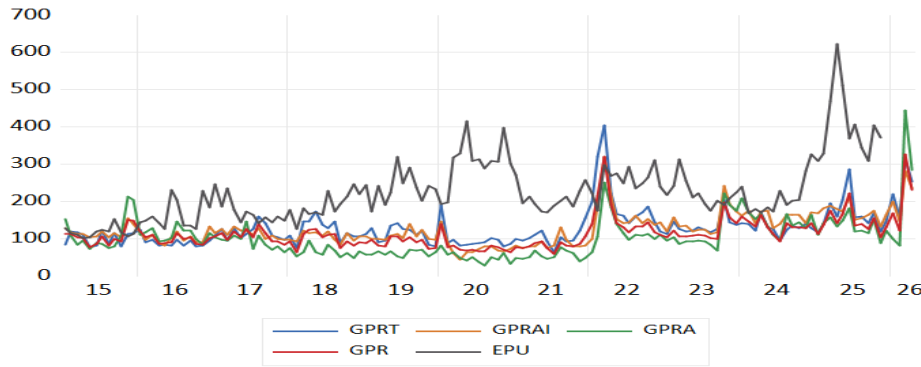
	EPU	GPR	GPRA	GPRAI	GPRT	TASI
Mean	224.9406	110.7285	97.04751	122.3643	125.0664	0.001788
Median	207.9721	104.5452	92.75944	115.5900	118.2252	0.006432
Maximum	623.3520	318.9549	250.9559	318.9300	403.7136	0.152142
Minimum	100.9781	58.42077	28.45463	42.36000	64.03632	-0.190190
Std. Dev.	85.64788	35.67532	44.22535	39.56731	45.70546	0.054341
Skewness	1.446756	2.118472	1.005146	1.315458	2.806130	-0.496314
Kurtosis	6.433394	11.38796	3.798656	6.830637	15.20216	4.013176
Jarque-Bera	110.0433	482.0229	25.54021	117.8754	984.6303	10.98128
Probability	0.000000	0.000000	0.000003	0.000000	0.000000	0.004125
Sum	29467.21	14505.43	12713.22	16029.72	16383.69	0.234186
Sum Sq. Dev.	953622.8	165454.7	254264.6	203524.3	271568.6	0.383888
Observations	131	131	131	131	131	131

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على بيانات الدراسة.

كما يلاحظ أيضاً أن توزيع باقي متغيرات الدراسة اتخذت شكلاً متطاولاً، مما يفسر وجود مشكلة سماكة الذيل، حيث فاق معامل *Kurtosis* قيمة الثلاثة التي تقابل التوزيع الطبيعي، وهو ما يعني انحراف السلاسل الزمنية عن التوزيع الطبيعي بتجمع التوزيع أكثر حول المتوسط.

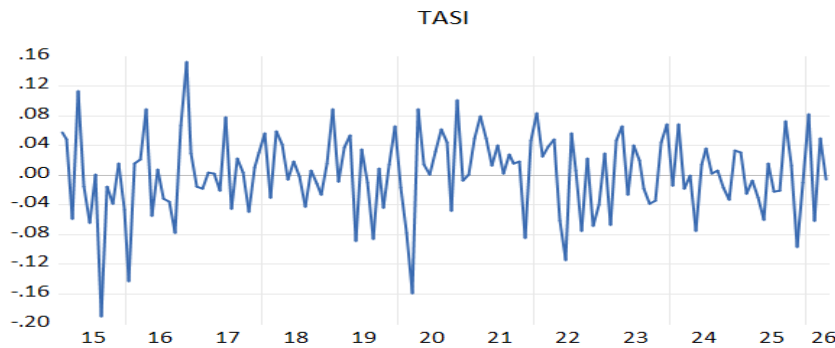
ويعكس ارتفاع الانحراف المعياري لمؤشرات المتغيرات المستقلة لوجود مخاطر مرتفعة وتقلبات كبيرة وحالات عدم اليقين في الاقتصادات العالم خلال فترة الدراسة (انتشار كوفيد 19، حرب روسيا اوكرانيا، أزمة النفط 2014، الربيع العربي، التوترات التجارية)، والشكل التالي يوضح تطور المتغيرات خلال الفترة 2010-2023:

الشكل رقم 05 تطور المتغيرات المدروسة خلال فترة الدراسة



المصدر: من اعداد الطالبة بالاعتماد على بيانات الدراسة.

الشكل رقم 06 تطور المتغيرات المدروسة خلال فترة الدراسة



المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على بيانات الدراسة.

الفرع الثاني: اختبار استقرارية السلاسل الزمنية

اتضح نتائج اختبار دكي فولر المطور ADF وفيلبس بيرون PP واختبار KPSS أن السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة مستقرة عند المستوى $Leve/s$ ولا تحتوي على جذر وحدوي عدا متغير $GPR-AI$ الذي استقر عند الفرق الأول، والجدول التالي يوضح ذلك:

الجدول رقم 05. نتائج اختبار استقرارية بيانات الدراسة

المتغير	اختبار ADF مع الثابت والاتجاه		اختبار PP مع الثابت والاتجاه		اختبار KPSS مع الثابت والاتجاه	
	إحصائية t	القيم الحرجة عند 5%	إحصائية t	القيم الحرجة عند 5%	إحصائية t	القيم الحرجة عند 5%
عند المستوى						
TASI	-11.8862	-3.4434	-11.9358	-3.4434	0.080	0.1460
GPR	-5.9448	-3.4434	-5.8822	-3.4434	0.2078	0.1460
GPRA	-5.5988	-3.4434	-5.4572	-3.4434	0.3470	0.1460
GPRT	-5.8079	-3.4434	-5.8079	-3.4434	0.0645	0.1460

0.1460	0.0865	-3.4434	-4.4709	-3.4434	-4.4987	EPU
0.1460	0.3341	-3.4434	-1.1925	-3.4434	-2.3611	GPR-AI
عند الفرق الأول						
0.1460	0.1197	-3.4260	-82.2410	-3.4263	-11.7842	GPR-AI

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على بيانات الدراسة.

الفرع الثالث: اختبار *Granger* للسببية

قصد معرفة ما إذا كانت هناك علاقة سببية في الاتجاهين أو سببية في اتجاه واحد بين متغيرات الدراسة وعوائد مؤشر السوق في الأجل القصير، نعرض نتائج اختبار السببية *Granger* في الجدول التالي:

الجدول رقم 06 دراسة السببية بين المؤشرات وعوائد مؤشر السوق

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
GPR does not Granger Cause TASI	134	3.45204	0.0321
TASI does not Granger Cause GPR		1.61626	0.2026
GPRT does not Granger Cause TASI		2.71073	0.1017
TASI does not Granger Cause GPRT		1.57574	0.2108
GPRA does not Granger Cause TASI		3.24319	0.0422
TASI does not Granger Cause GPRA		1.52000	0.2226
GPR-AI does not Granger Cause TASI		3.53141	0.0302
TASI does not Granger Cause GPR-AI		0.50736	0.6033
EPU does not Granger Cause TASI		1.93591	0.0553
TASI does not Granger Cause EPU		1.38197	0.2549

المصدر: بناءاً على مخرجات *EViews 12*.

توضح نتائج السببية أن مؤشر GPR ومؤشر GPRA ومؤشر EPU يسببان في عوائد مؤشر سوق الاسهم السعودي وهو ما أشارت إليه المعنوية الإحصائية .

الفرع الرابع: اختبار الحدود للتكامل المشترك

من أجل إجراء الاختبار المشترك بين متغيرات الدراسة تم الاعتماد على اختبار *Bounds Test* والذي يتم تقسيمه وفق نموذج *Augmented ARDL* إلى ثلاثة اختبارات، هي كما يلي:

- اختبار *Overall F-Bounds Test*: يعرف اختبار *Overall F-Bounds Test* على أنه اختبار لمعنوية المتغيرات عند المستوى المبطل، وتظهر النتائج الموضحة في الجدول التالي أن قيمة *F-statistic* التي قدرت بـ 23.30717 أكبر من قيمة الحد الأعلى عند جميع مستويات المعنوية 1%، 2.5%، 5%، 10% ومن ثم

نقبل الفرضية البديلة H_1 التي تنص على وجود تكامل مشترك بين المتغيرات المستقلة وعوائد مؤشر سوق الأسهم السعودي TASI.

الجدول رقم 07 : نتائج اختبار التكامل المشترك *Overall F-Bounds Test*

Overall F-Bounds Test		Null Hypothesis: No levels relationship		
Test Statistic	Value	Signif.	I(0)	I(1)
			Asymptotic: n=1000	
F-statistic	23.30717	10%	2.26	3.35
K	5	5%	2.62	3.79
		2.5%	2.96	4.18
		1%	3.41	4.68
Actual Sample Size	129		Finite Sample: n=80	
		10%	2.355	3.5
		5%	2.787	4.015
		1%	3.725	5.163

المصدر: بناءاً على مخرجات *EViews 12*.

- اختبار *t-Bounds Test*: يختبر *t-Bounds Test* معنوية المتغير التابع عند المستوى المبطن، والجدول التالي يوضح نتائجه:

الجدول رقم 8. نتائج اختبار التكامل المشترك (*t-Bounds Test*)

t-Bounds Test		Null Hypothesis: No levels relationship		
Test Statistic	Value	Signif.	I(0)	I(1)
t-statistic	-1.49227	10%	-2.57	-3.46
		5%	-2.86	-4.19
		2.5%	-3.13	-4.46
		1%	-3.43	-4.79

المصدر: بناءاً على مخرجات *EViews 12*.

أفرزت النتائج أن متغير عائد مؤشر السوق معنوي عند المستوى المبطن، حيث أن قيمة F الإحصائية 1.1815- أكبر من القيمة الحرجة عند جميع مستويات المعنوية 1%، 2.5%، 5%، 10% وعليه توجد علاقة تكامل مشترك في الأجل الطويل منطقية.

- اختبار *Exogenous F-Bounds Test*: يعرف اختبار *t-Bounds Test* على أنه اختبار معنوية المتغيرات المستقلة عند المستوى المبطن، وتشير نتائجه الموضحة في الجدول أدناه إلى أن مؤشر المتغيرات المستقلة معنوية عند المستوى المبطن، حيث بلغت قيمة F -statistic 12.5050 وهي أكبر من قيمة الحد الأعلى عند مستوى المعنوية 1%، 2.5%، 5%، 10% وعليه نقبل الفرضية البديلة H_1 التي تنص على وجود علاقة تكامل مشترك عادية في الأجل الطويل.

الجدول رقم 9. نتائج اختبار التكامل المشترك *Exogenous F-Bounds Test*

t-Bounds Test		Null Hypothesis: No exo. levels relationship		
Test Statistic	Value	Signif.	I(0)	I(1)
			Asymptotic: n=1000	
F-statistic	11.5123	10%	1.86	3.39
K	3	5%	2.24	3.90
		2.5%	2.59	4.41
		1%	3.05	5.02
Actual Sample Size	129		Finite Sample: n=80	
		10%	1.92	3.45
		5%	2.34	4.05
		2.5%	2.75	4.60
		1%	3.28	5.33

المصدر: بناءاً على مخرجات *EViews 12*.

نستشف من خلال الاختبارات السابقة؛ أن هناك علاقة تكامل مشترك منطقية وعادية بين عائد مؤشر السوق السعودي والمتغيرات المستقلة في الأجل الطويل.

الفرع الخامس: تقدير نموذج تصحيح الخطأ (*ECM*) وديناميكيات الأجل القصير

بعد التأكد من وجود علاقة تكامل مشترك بين المتغيرات الدراسة، سنقوم في هذا الجزء بتقدير نموذج تصحيح الخطأ والحصول على المقدرات القصيرة الأجل. والنتائج موضحة في الجدول التالي:

الجدول رقم 10 . نتائج تقدير نموذج تصحيح الخطأ (*ECM*)

ARDL Error Correction Regression
Dependent Variable: D(TASI)
Selected Model: ARDL(1, 0, 0, 0, 2, 0)
Case 2: Restricted Constant and No Trend
Date: 05/19/26 Time: 22:00
Sample: 2015M01 2026M04
Included observations: 129

ECM Regression				
Case 2: Restricted Constant and No Trend				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(GPRAI)	1.91E-05	0.000163	0.117243	0.9069
D(GPRAI(-1))	0.000456	0.000167	2.730858	0.0073
CointEq(-1)*	-1.037597	0.085610	-12.12011	0.0000
R-squared	0.538908	Mean dependent var	-0.001114	
Adjusted R-squared	0.531589	S.D. dependent var	0.077123	
S.E. of regression	0.052783	Akaike info criterion	-3.022257	
Sum squared resid	0.351048	Schwarz criterion	-2.955750	
Log likelihood	197.9356	Hannan-Quinn criter.	-2.995234	
Durbin-Watson stat	1.983043			

* p-value incompatible with t-Bounds distribution.

المصدر: بناءاً على مخرجات *EViews 12*.

نلاحظ من خلال الجدول أعلاه أن معلمة تصحيح الخطأ سالبة ولها معنوية إحصائية عند مستوى معنوية 5%، فهي تشير إلى أن أي اختلال في العلاقة التوازنية بين المتغيرات المستقلة وعوائد مؤشر السوق سيتم تصحيحها شهرياً بمقدار 103%، كما تشير النتائج أيضاً إلى أن GPRAI تؤثر بشكل طردي على مؤشر سوق الأسهم السعودي TASI في الأجل القصير.

الفرع السادس: تقدير نموذج $ARDL$ في الأجل الطويل

بعد تقدير نموذج تصحيح الخطأ ECM للأجل القصير، تم تقدير العلاقة طويلة الأجل بين المتغيرات المستقلة ومعنويات المستثمرين خلال الفترة الممتدة ما بين 2010 إلى 2023 في الجدول التالي:

جدول 11. نتائج تقدير العلاقة طويلة الأجل لنموذج $ARDL(1,0,0,0,2,0)$

Levels Equation				
Case 2: Restricted Constant and No Trend				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
GPR	-0.001628	0.002153	-10.4985	0.0000
GPRA	0.000800	0.000863	0.927458	0.3556
GPRT	0.000849	0.001116	0.760148	0.4487
GPRAI	-0.000457	0.000327	-2.4348	0.0164
EPU	4.76E-05	6.05E-05	0.7861	0.4333
C	0.04247	0.02947	1.4408	0.1522
EC = TASI - (-0.0016*GPR - 0.0008*GPRA - 0.0008*GPRT - 0.000457GPRAI + 0.0000*EPU + 0.0424)				

المصدر: بناء على مخرجات $EVIEWS 12.0$.

تشير نتائج الجدول أعلاه إلى أن هناك تأثير سلبي لمؤشر مخاطر الجيوسياسية GPR ومؤشر GPR -AI على عوائد سوق الأسهم السعودي في الأجل الطويل، حيث أن القيمة الاحتمالية للمؤشرين اصغر من مستوى المعنوية 5%، مما يعني هذا أن تغير بوحدة واحدة في مؤشرين سيؤدي إلى تغير سلبي في مؤشر سوق الأسهم السعودي بمقدار 0.001 و 0.0004 على التوالي.

الفرع السابع: اختبار جودة النموذج

قصد فحص مدى إمكانية الاعتماد على نتائج تحليل النموذج المقدر قمنا بإجراء مجموعة من الاختبارات لتشخيص القوة الإحصائية للنموذج، وهي كما يلي:

1- اختبار ARCH لعدم تجانس تباين البواقي

Heteroskedasticity Test: ARCH

F-statistic	0.708243	Prob. F(1,126)	0.4016
Obs*R-squared	0.715464	Prob. Chi-Square(1)	0.3976

المصدر: بناء على مخرجات $EVIEWS 12$.

يوضح اختبار عدم تجانس التباين $ARCH$ إلى ثبات تباين الأخطاء.

2- اختبار الارتباط الذاتي لبواقي التقدير

نلاحظ من خلال النتائج أن القيمة الإحصائية لاختبار الارتباط الذاتي بين الأخطاء $LMtest$ أكبر من مستوى المعنوية 5%، ومنه نقبل الفرضية الصفرية H_0 والتي تنص على عدم وجود الارتباط الذاتي التسلسلي:

الجدول رقم 12 : اختبار الارتباط الذاتي لبواقي التقدير

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:
Null hypothesis: No serial correlation at up to 2 lags

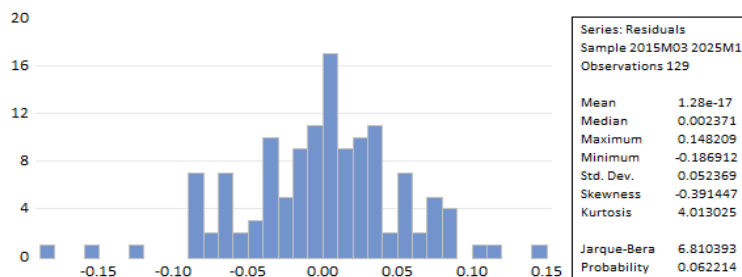
F-statistic	0.483738	Prob. F(2,118)	0.6177
Obs*R-squared	1.049063	Prob. Chi-Square(2)	0.5918

المصدر: بناء على مخرجات *EViews 12*.

3- اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي

كذلك هو الحال في اختبار التوزيع الطبيعي حيث أن القيمة الإحصائية لجبارك بيرا غير معنوية عند مستوى المعنوية 5%، وعليه نقبل الفرضية الصفرية H_0 والتي تنص على أن سلسلة البواقي أخذت شكل التوزيع الطبيعي

الشكل رقم 07 : اختبار التوزيع الطبيعي للبواقي



المصدر: بناء على مخرجات *EViews 12*.

4- اختبار مشكل عدم ملائمة الشكل التالي:

يشير اختبار *RamseyReset* إلى عدم وجود مشكل عدم ملائمة الشكل الدالي، وعليه يمكن القول أن النموذج المقدر خال من المشاكل القياسية وصالح لتفسير العلاقة بين متغيرات الدراسة.

الشكل رقم 08 : اختبار RamseyReset

Ramsey RESET Test
Equation: EQ01
Omitted Variables: Squares of fitted values
Specification: TASI TASI(-1) GPR GPRA GPRT GPRAI(-1) GPRAI(-2)
EPU C

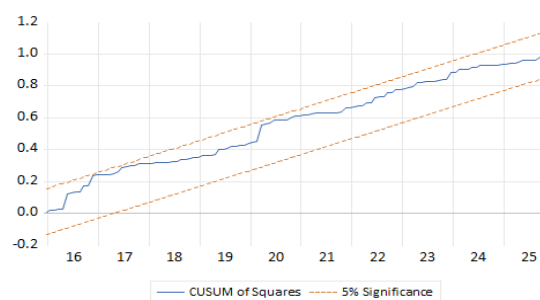
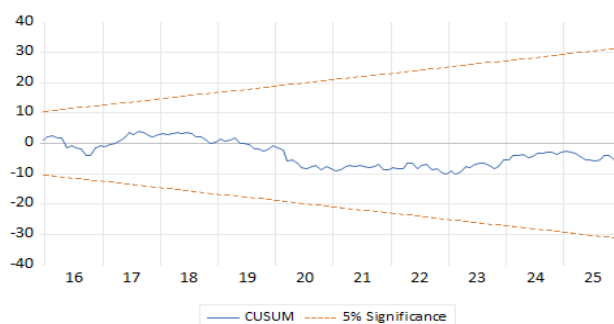
	Value	df	Probability
t-statistic	0.402353	119	0.6881
F-statistic	0.161888	(1, 119)	0.6881
Likelihood ratio	0.175372	1	0.6754

F-test summary:

المصدر: بناءا على مخرجات EViews 12.

وبخصوص الاستقرار الهيكلي للنتائج، يتضح من خلال الشكل أدناه أن إحصائية $CUSUMSQ$ تقع داخل الحدود الحرجة عند مستوى معنوية إحصائية 5%، بينما نرى أن المنحنى الإحصائي لمجموع التراكمي لمربعات البواقي المعاودة $CUSUMQ$ يقطع أحد خطي الحدود الحرجة عند مستوى معنوية 5%، لكنه سرعان ما يعود ليستقر داخل الحدود الحرجة، وهذا ما يشير إلى استقرار النموذج وانسجامه بين نتائج تصحيح الخطأ في الأجل القصير والطويل.

الشكل رقم 09 اختبار استقرارية نموذج المقدّر



المصدر: بناءا على مخرجات EViews 12.

المطلب الثاني: تحليل ومناقشة نتائج الدراسة

استناداً إلى النتائج المتوصل إليها لمعرفة مدى تأثير الصدمات الجيوسياسية على قيمة الأسهم في البورصة خلال فترة الدراسة (2015-2025)، خصصنا هذا المطلب لمناقشة وتحليل هذه النتائج.

أظهرت نتائج الدراسة القياسية المتعلقة بأثر الصدمات الجيوسياسية على أداء الأسهم في السوق المالية السعودية خلال الفترة (2015-2025) مجموعة من المؤشرات المهمة التي تعكس طبيعة العلاقة بين المخاطر الجيوسياسية وتحركات السوق المالية، سواء في الأجل القصير أو الطويل.

في البداية، بينت نتائج الإحصائيات الوصفية أن متغيرات الدراسة لا تتبع التوزيع الطبيعي، وهو ما أكدته قيم الالتواء والتقلطح المرتفعة واختبار Jarque-Bera. ويعكس ذلك الطبيعة غير المستقرة للأسواق المالية خلال فترة الدراسة، خاصة في ظل تعدد الأزمات الاقتصادية والسياسية العالمية مثل أزمة النفط، جائحة كوفيد-19، الحرب الروسية الأوكرانية، والتوترات التجارية الدولية. كما يدل ارتفاع الانحراف المعياري على وجود تقلبات حادة ومستويات مرتفعة من المخاطر وعدم اليقين، الأمر الذي يفسر حساسية السوق المالية السعودية تجاه الأحداث الجيوسياسية العالمية.

أما فيما يخص اختبارات استقرارية السلاسل الزمنية، فقد أثبتت نتائج اختبارات ADF و KPSS أن أغلب المتغيرات مستقرة عند المستوى، في حين استقر متغير GPR-AI عند الفرق الأول. وتؤكد هذه النتائج ملاءمة استخدام نموذج ARDL باعتباره من النماذج القياسية القادرة على التعامل مع المتغيرات المتكاملة من الدرجة الصفرية (0) والدرجة الأولى (1)، وهو ما يعزز دقة النتائج المتحصل عليها وموثوقيتها.

وفيما يتعلق باختبار السببية Granger، فقد أظهرت النتائج وجود علاقة سببية أحادية الاتجاه من مؤشرات المخاطر الجيوسياسية GPR و GPRA و EPU نحو مؤشر السوق المالية السعودية TASI، مما يعني أن التغيرات في مستويات المخاطر الجيوسياسية تسبق التغيرات في أداء السوق المالية السعودية. وتفسر هذه النتيجة بكون المستثمرين يتأثرون بشكل مباشر بالأحداث السياسية والأمنية العالمية، حيث تؤدي زيادة المخاطر الجيوسياسية إلى ارتفاع حالة القلق وعدم اليقين، وبالتالي تراجع شهية المستثمرين نحو الاستثمار في الأسهم.

كما أوضحت نتائج اختبار التكامل المشترك Bounds Test وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين المتغيرات المستقلة ومؤشر السوق المالية السعودية، حيث تجاوزت قيمة F المحسوبة الحدود العليا الحرجة عند مختلف مستويات المعنوية. ويشير ذلك إلى أن تأثير الصدمات الجيوسياسية ليس تأثيراً مؤقتاً فقط، بل يمتد ليؤثر على السوق المالية في المدى الطويل، وهو ما يعكس الترابط القوي بين الاستقرار السياسي والأداء المالي للأسواق.

أما نتائج نموذج تصحيح الخطأ ECM فقد أظهرت أن معامل تصحيح الخطأ كان سالباً ومعنوياً إحصائياً، وهو ما يدل على وجود آلية تصحيح ذاتي للتوازن في السوق المالية السعودية. كما تشير قيمة معامل التصحيح إلى أن السوق يستعيد توازنه بسرعة نسبية بعد حدوث الصدمات، حيث يتم تصحيح أكثر من 100% من الاختلالات خلال فترة قصيرة، مما يعكس قدرة السوق المالية السعودية على التكيف مع المتغيرات الاقتصادية والجيوسياسية.

وفيما يتعلق بالعلاقة طويلة الأجل، أظهرت نتائج نموذج ARDL أن مؤشر المخاطر الجيوسياسية العامة GPR يؤثر سلباً ومعنوياً على أداء السوق المالية السعودية، حيث يؤدي ارتفاع المخاطر الجيوسياسية إلى انخفاض عوائد الأسهم. ويمكن تفسير هذه النتيجة بأن زيادة التوترات السياسية والأمنية تدفع المستثمرين إلى تجنب الأصول الخطرة والتوجه نحو الاستثمارات الآمنة، مما يؤدي إلى تراجع الطلب على الأسهم وانخفاض قيمتها السوقية.

كما بينت النتائج وجود تأثير سلبي ومعنوي لمؤشر GPR-AI على مؤشر السوق المالية السعودية في الأجل الطويل، وهو ما يشير إلى أن المخاطر المرتبطة بالتحويلات التكنولوجية والذكاء الاصطناعي قد تولد مخاوف مستقبلية تتعلق بالأمن السيبراني، والتحويلات الاقتصادية، والتغيرات في بيئة الاستثمار، مما يؤثر على قرارات المستثمرين ونقتهم في الأسواق المالية.

في المقابل، لم تظهر مؤشرات GPRA و GPRT و EPU تأثيرات معنوية قوية في الأجل الطويل، رغم وجود بعض العلاقات السببية في الأجل القصير. ويمكن تفسير ذلك بأن السوق المالية السعودية تمتلك درجة معينة من المرونة والقدرة على امتصاص الصدمات المؤقتة، خاصة في ظل الإصلاحات الاقتصادية التي شهدتها المملكة العربية السعودية ضمن رؤية 2030، إضافة إلى قوة القطاع النفطي والدعم الحكومي للأسواق المالية.

كما أكدت اختبارات تشخيص النموذج جودة النموذج القياسي المستخدم، حيث أظهرت النتائج عدم وجود مشاكل قياسية مثل الارتباط الذاتي أو عدم تجانس التباين، إضافة إلى تحقق شرط التوزيع الطبيعي للبواقي وعدم وجود أخطاء في الشكل الدالي للنموذج. كما بين اختبارا CUSUM و CUSUMSQ استقرار النموذج خلال فترة الدراسة، وهو ما يعزز مصداقية النتائج المتوصل إليها.

وبصفة عامة، تؤكد نتائج الدراسة أن السوق المالية السعودية (Saudi Exchange (Tadawul تتأثر بشكل ملحوظ بالتغيرات الجيوسياسية العالمية، وأن المخاطر السياسية والأمنية أصبحت من العوامل الأساسية المحددة لاتجاهات الأسواق المالية، الأمر الذي يستوجب على المستثمرين وصناع القرار المالي متابعة التطورات الجيوسياسية باستمرار عند اتخاذ القرارات الاستثمارية والاقتصادية.

خلاصة الفصل:

تناول هذا الفصل دراسة تطور وأداء السوق المالية السعودية (Saudi Exchange (Tadawul خلال الفترة (2015-2025)، مع التركيز على تحليل سلوك مؤشر السوق (TASI) في ظل التغيرات الاقتصادية والجيوسياسية التي شهدتها هذه المرحلة.

وقد أظهرت المعطيات أن السوق مرّ بعدة مراحل من التذبذب، حيث تأثر بشكل واضح بالأحداث العالمية الكبرى مثل انخفاض أسعار النفط، جائحة كوفيد-19، الحرب الروسية الأوكرانية، إضافة إلى التوترات الجيوسياسية في المنطقة. وقد انعكس ذلك في شكل تقلبات ملحوظة في أداء المؤشر العام للسوق.

كما بين التحليل أن السوق يتميز بدرجة من الحساسية تجاه الأخبار والصدمات الخارجية، لكنه في الوقت نفسه يُظهر قدرة نسبية على التعافي واستعادة التوازن بفضل عمق السوق والإصلاحات الاقتصادية التي شهدتها المملكة ضمن رؤية 2030.

خاتمة

حاولنا في هذه الدراسة معالجة موضوع اثر الصدمات الجيوسياسية على أداء الأسهم في بورصة السعودية ، خلال الفترة الممتدة من سنة 2015 إلى سنة 2025 في محاولة منا للإجابة على إشكالية الدراسة والمطروحة كالتالي:

وقمنا بمعالجة هذه الإشكالية من خلال فصلين باستخدام المناهج المذكورة سابقاً، وقد تم الاعتماد على البرنامج الإحصائي Eviews12 لاختبار فرضيات الدراسة وذلك باستخدام نموذج *Augmented ARDL*.

سعت هذه الدراسة إلى تحليل أثر الصدمات الجيوسياسية على أداء الأسهم في السوق المالية السعودية خلال الفترة (2015-2025)، من خلال الاعتماد على مجموعة من المؤشرات الجيوسياسية المتمثلة في مؤشر المخاطر الجيوسياسية (GPR) ، ومؤشر المخاطر الجيوسياسية الفعلية (GPRA) ، ومؤشر المخاطر الجيوسياسية المعتمد على الذكاء الاصطناعي (GPR-AI) ، إضافة إلى مؤشر عدم اليقين الاقتصادي (EPU)، في حين تم قياس أداء السوق من خلال مؤشر السوق المالية السعودية (TASI) التابع لـ Saudi Exchange (Tadawul) وذلك بهدف الإجابة عن إشكالية الدراسة واختبار فرضياتها.

وقد توصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج يمكن تلخيصها فيما يلي:

- أسفرت نتائج التقدير القياسي عن وجود تأثير سلبي لمؤشر المخاطر الجيوسياسية العامة (GPR) - على أداء مؤشر السوق المالية السعودية (TASI) في الأجل الطويل، وكان هذا التأثير دالاً إحصائياً، مما يدل على أن ارتفاع مستويات عدم الاستقرار الجيوسياسي يؤدي إلى تراجع أداء السوق، وبالتالي قبول الفرضية الرئيسية

- كما كشفت النتائج عن وجود علاقة سببية ذات دلالة إحصائية من مؤشر GPR ومؤشر GPRA ومؤشر EPU نحو عوائد مؤشر سوق الاسهم السعودي، خاصة في الأجل القصير، إلا أن تأثيره في الأجل الطويل كان ضعيفاً وغير معنوي، وهو ما يشير إلى أن تأثير هذا المتغير يكون آنياً ومؤقتاً أكثر من كونه طويل الأجل، وبالتالي قبول الفرضية رقم 01 - 02

- وفيما يتعلق بمؤشر المخاطر الجيوسياسية المعتمد على الذكاء الاصطناعي (GPR-AI) ، فقد أظهرت النتائج وجود تأثير معنوي سلبي في الأجل الطويل على أداء السوق، مما يعكس أهمية هذا النوع من المؤشرات الحديثة في تفسير سلوك الأسواق المالية، وبالتالي قبول الفرضية 03

- أما بالنسبة لمؤشر عدم اليقين الاقتصادي (EPU) ، فقد بينت النتائج وجود علاقة ضعيفة وغير معنوية في الأجل الطويل، مع بعض الإشارات المحدودة في الأجل القصير، مما يدل على أن تأثيره على السوق المالية السعودية خلال فترة الدراسة كان محدوداً مقارنة بالمؤشرات الجيوسياسية الأخرى، وبالتالي رفض الفرضية المتعلقة به رقم 04

- كما أظهرت نتائج نموذج تصحيح الخطأ (ECM) وجود سرعة عالية في عودة السوق إلى التوازن بعد الصدمات، وهو ما يعكس قدرة السوق المالية السعودية على امتصاص الأزمات والتكيف مع التغيرات الجيوسياسية.

وبشكل عام أكدت النتائج أن الصدمات الجيوسياسية تعد من العوامل المهمة المؤثرة في أداء السوق المالية السعودية، وأن تأثيرها يختلف حسب نوع المؤشر والفترة الزمنية، حيث يكون أقوى في الأجل القصير بالنسبة لبعض المتغيرات، وأكثر استقراراً في الأجل الطويل بالنسبة لمؤشرات أخرى، مما يعكس تعقيد العلاقة بين الاستقرار الجيوسياسي وحركة الأسواق المالية.

بعد إثباتنا ونفيها للفرضيات وإجابتنا على الأسئلة الفرعية، نكون بهذا قد أجبنا على الإشكالية الرئيسية للدراسة، حيث تبين لنا أن مؤشرات المخاطر الجيوسياسية ذات تأثير متباين على بورصة السعودية.

توصيات وآفاق الدراسة:

بعد ما تم تقديم وعرض النتائج المتوصل إليها في هذه الدراسة، قمنا باقتراح جملة من التوصيات والآفاق للدراسة نوجز بعضها فيما يلي:

- التوسع في نطاق الدراسة ليشمل أسواقاً مالية عربية ودولية أخرى، بهدف إجراء مقارنات بين مدى تأثير الأسواق المتقدمة والناشئة بالصدمات الجيوسياسية، ومعرفة ما إذا كانت السوق المالية السعودية Saudi Exchange (Tadawul) تتميز بدرجة أعلى أو أقل من الحساسية مقارنة بباقي الأسواق.
- يمكن إدراج مؤشرات إضافية أكثر تخصصاً لقياس المخاطر، مثل مؤشرات المخاطر الجيوسياسية الإقليمية أو القطاعية، أو دمج بيانات عالية التردد (يومية أو لحظية) للحصول على نتائج أكثر دقة في تحليل الاستجابات قصيرة الأجل.
- اعتماد نماذج قياسية متقدمة مثل نماذج الانحدار غير الخطي أو نماذج الذكاء الاصطناعي والتعلم الآلي، بهدف تحسين القدرة التفسيرية والتنبؤية للعلاقة بين المتغيرات، خاصة في ظل الطبيعة المعقدة للأسواق المالية.
- دراسة تأثير الصدمات الجيوسياسية على قطاعات محددة داخل السوق المالية السعودية، مثل قطاع الطاقة، البنوك، أو الاتصالات، لمعرفة مدى اختلاف الاستجابة حسب طبيعة القطاع.
- توسيع نطاق البحث ليشمل دراسة تفاعل العوامل الجيوسياسية مع العوامل الاقتصادية والمالية الأخرى مثل أسعار النفط، أسعار الفائدة، والتضخم، بهدف بناء نموذج شامل يفسر أداء الأسواق المالية بشكل أكثر تكاملاً وعمقاً.

قائمة المصادر والمراجع

أولاً: المقالات العلمية والدوريات

- سناء ماهر محمدي مسعود. (2025). الأثر التفاعلي للمخاطر الجيوسياسية وغموض التقارير المالية على كفاءة الاستثمار في ظل الدور المعدل للاحتفاظ بالنقدية: دراسة تطبيقية على الشركات المقيدة بالبورصة المصرية. *مجلة البحوث المحاسبية، كلية التجارة، جامعة طنطا، المجلد 12، ص 1085-1086*.
- محمد علي سليم، وعبد الله رجب الفاضلي. (2017). أثر المخاطر الجيوسياسية على ربحية المصارف التجارية: دليل قياسي من دول مجلس التعاون الخليجي. *مجلة آفاق اقتصادية، جامعة المرقب (ليبيا)، ص 226-228*.
- سلامة هناء، وعلي عبد الله. (2025). أثر العلاقة بين المخاطر الجيوسياسية وتقلبات سعر صرف العملات الأجنبية على خطر التعثر المالي. *المجلة العلمية للدراسات والبحوث المالية والتجارية، جامعة دمياط، ص 23-24*.
- مصطفى أحمد سالم البليعري. (2025). مؤشرات الاستقرار السياسي والعوامل المؤثرة فيه: دراسة تحليلية لحالة ليبيا بعد 2011. *مجلة دراسات الإنسان والمجتمع، ص 6-10*.
- سداد مولود سبع. (2017). عدم الاستقرار السياسي في ليبيا: دراسة في العوامل الداخلية والخارجية. *مجلة العلوم القانونية والسياسية، جامعة الزاوية، مجلد 6(1)، ص 1486*.
- نصر علي نصر علي أبو المعاطي، وحسن أحمد منير الصادي. (2025). أثر مكونات مخاطر الدولة الاقتصادية والمالية والسياسية على أداء سوق الأوراق المالية الدولية. *المجلة الأكاديمية للبحوث التجارية المعاصرة، جامعة القاهرة، ص 187-188*.
- حساين سامية. (2019). مفهوم الحريات الاقتصادية بين المؤشر الاقتصادي والتكريس القانوني. *مجلة السياسة العالمية، العدد 12، ص 16*.
- بن ميمون إيمان، وبن عامر عبد الكريم. (2020). أثر بعض مؤشرات الحرية الاقتصادية على جذب الاستثمار الأجنبي المباشر. *مجلة البشائر الاقتصادية، مجلد 6(1)، ص 111*.
- بوعبد الوهاب، وقويني شاوي. (2023). الأطر العامة لقيمة المؤسسة وطرق تقييمها. *مجلة الدراسات المحاسبية والمالية المتقدمة، مجلد 7(2)، ص 56-57*.
- رابحي رانية كوثر، وبومزايد إبراهيم. (2018). مقاربات وطرق تقييم المؤسسات الاقتصادية. *مجلة الباحث الاقتصادي، مجلد 6، العدد 10، ص 370*.

- صالح رضا إبراهيم. (2009). أثر توجه معايير المحاسبة نحو القيمة العادلة. مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية، جامعة الإسكندرية، مجلد 46(2)، ص 78.

ثانياً: الرسائل الجامعية

- لعجالي زكية. (2010). الاستثمار في الأسواق المالية: دراسة حالة الأسواق المالية. مذكرة ماجستير، جامعة الجزائر 03، ص 82-83.
- جبارة سيد محمد علي. (2002). تصميم نظام تقويم الأداء بالمصارف التجارية. أطروحة دكتوراه، جامعة المستنصرية، ص 83.

ثالثاً: الكتب والمراجع الأجنبية

- Watson, Denzil & Head, Anton. (2007). *Corporate Finance: Principles and Practice*. Pearson Education Limited, p. 58.
- Choinel, A. (2002). *Introduction à l'ingénierie financière*. Revue Banque, 3rd Edition, p. 137.
- Michael J. Roberts & Toni M. Whited. (2013). Endogeneity in Empirical Corporate Finance. *Handbook of the Economics of Finance*, p. 113.
- National Bureau of Economic Research (NBER). (2021). Geopolitical Risks and Economic Activity. Working Paper, p. 11.

رابعاً: التقارير والمؤسسات الدولية

- International Monetary Fund (IMF). (2020). *Global Financial Stability Report*.
- World Bank. (2022). *Global Economic Prospects*.

خامساً: المواقع الإلكترونية

- XTB. (2026). Investing amid geopolitical tensions. <https://www.xtb.com/ar/learn-to-trade/investing-amid-geopolitical-tensions>
- Matteo Iacoviello. (2026). Geopolitical Risk Index. <https://www.matteoiacoviello.com/gpr.htm>
- EBC. (2026). <https://www.ebc.com/ar/fore>
- Arincen. (2026). تأثيرات التوترات الجيوسياسية على أسواق الأسهم. <https://arincen.com/blog/articles/التوترات-الجيوسياسية>
- Saudi Exchange (Tadawul). (2026). <https://www.saudiexchange.sa/>
- Tadawul All Changes. (2026). <https://tadawulallchanges.com>

فهرس المحتويات

الصفحة	المحتويات
I	الإهداء
II	الشكر
III	الملخص باللغة العربية
IV	الملخص باللغة الإنجليزية
V	قائمة المحتويات
VI	قائمة الجداول
VII	قائمة الأشكال البيانية
VIII	قائمة الملاحق
IX	قائمة الاختصارات والرموز
أ	مقدمة
1	الفصل الأول: الأدبيات النظرية والتطبيقية للصددمات الجيوسياسية وقيمة الاسهم
2	تمهيد
3	المبحث الأول: الإطار النظري للصددمات الجيوسياسية وقيمة الأسهم
3	المطلب الأول: مفاهيم أساسية حول الصدمات الجيوسياسية
3	الفرع الأول: مفهوم المخاطر الجيوسياسية
5	الفرع الثاني: أنواع المخاطر الجيوسياسية
6	الفرع الثالث: مؤشرات قياس المخاطر الجيوسياسية
7	المطلب الثاني: مفاهيم أساسية حول قيمة وتقييم الأسهم
7	الفرع الأول: ماهية القيمة والتقييم
8	الفرع الثاني: تقييم الأسهم العادية
11	الفرع الثالث: طرق وأساليب تقييم الأسهم العادية
12	المطلب الثالث: قنوات انتقال المخاطر الجيوسياسية الى قيمة الأسهم
16	المبحث الثاني: الدراسات السابقة
16	المطلب الأول: الدراسات السابقة باللغة العربية
18	المطلب الثاني: الدراسات السابقة باللغة الأجنبية
22	المطلب الثالث: ما يميز هذه الدراسة عن الدراسات السابقة
23	خلاصة الفصل
	الفصل الثاني: قياس اثر الصدمات الجيوسياسية على قيمة الأسهم في البورصة

25	تمهيد
26	المبحث الأول: الطريقة والأدوات المستخدمة في الدراسة
26	المطلب الأول: الطريقة التي اعتمدت عليها الدراسة
26	الفرع الأول: تقديم مجتمع الدراسة
27	1- نبذة حول بورصة السعودية
30	2- مؤشر بورصة السعودية
31	3- ملخص أداء بورصة السعودية للفترة 2015-2025
32	الفرع الثاني: تقديم عينة الدراسة
34	الفرع الثالث: متغيرات الدراسة
35	المطلب الثاني: الأسلوب والأدوات الإحصائية المستخدمة
36	الفرع الأول: الاختبارات المستخدمة في الدراسة
36	الفرع الثاني: نماذج بيانات السلاسل المقطعية
38	المبحث الثاني: تقديم نتائج الدراسة وعرضها
38	المطلب الأول: عرض نتائج الدراسة
46	المطلب الثاني: تحليل ومناقشة نتائج الدراسة
48	خلاصة الفصل
50	خاتمة
53	قائمة المصادر والمراجع
54	الملاحق
55	فهرس المحتويات

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

République Algérienne Démocratique Et Populaire

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

Ministère De L'Enseignement Supérieur Et De la recherche Scientifique

جامعة غرداية



Université de Ghardaïa

Faculté des sciences Economiques, Commerciales et
sciences de Gestion

Département Sciences économiques

كلية العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير

قسم العلوم الاقتصادية

غرداية يوم: 2025/06/01

شهادة تصحيح مذكرة

يشهد الأستاذ (ة): نحاس صالح الذي تصفته عضولجنة مناقشة (الصفة في الجنة) مستشارا ومقررا

بأن الطالب(ة):

الإسم واللقب (طالب 01): مهنات خريال رقم التسجيل: 39088928

الإسم واللقب (طالب 02): / رقم التسجيل: /

المستوى الدراسي: ثانية ماستر التخصص: اقتصاد وتسيير مؤسسات

تاريخ المناقشة: 2025/06/02

عنوان المذكرة: أثر المهدمات الحيوية سلبية على أداء
الاستثمار في بورصة دراسة بورصة السعودية خلال فترة
الممتدة ما بين 2015 إلى 2025

يشهد بأن أن الطالب (الطالبة): المذكورين أعلاه قد إلتزم (ا) : بجميع الملاحظات وقام (ا) برفع التحفظات
المقدمة له (ما) من طرف لجنة المناقشة وأن المذكرة قابلة للإيداع النهائي على هذا النحو.



امضاء
إمضاء الأستاذ المكلف (ة) بمقابلة التصحيح
نحاس صالح الدين