



جامعة الموصل  
كلية الادارة والاقتصاد

أثر تقلبات أسعار الصرف وبعض المتغيرات الاقتصادية في عدد من مؤشرات الأسواق المالية لعينة من الدول العربية للفترة (١٩٩٠-٢٠١٢)

إسراء عبدالقادر احمد طه

رسالة ماجستير  
العلوم المالية والمصرفية

بإشراف  
الأستاذ المساعد  
الدكتور بشار احمد العراقي

2017م

١٤٣٩هـ

# أثر تقلبات أسعار الصرف وبعض المتغيرات الاقتصادية في عدد من مؤشرات الأسواق المالية لعينة من الدول العربية للفترة (١٩٩٠-٢٠١٢)

رسالة تقدمت بها  
إسراء عبدالقادر احمد طه

إلى  
مجلس كلية الإدارة والاقتصاد في جامعة الموصل  
وهي جزء من متطلبات نيل شهادة الماجستير  
في العلوم المالية والمصرفية

بإشراف  
الأستاذ المساعد  
الدكتور بشار احمد العراقي

٢٠١٧م ١٤٣٩هـ

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

﴿نَرْفَعُ دَرَجَتِي مَنْ نَشَاءُ وَفَوْقَ كُلِّ ذِي عِلْمٍ عَلِيمٌ﴾

الْمَدْرَقُ  
الْعَظِيمُ

سورة يوسف الآية: (٧٦)

### إقرار المشرف

أشهد بان إعداد هذه الرسالة الموسومة بـ "أثر تقلبات أسعار الصرف وبعض المتغيرات الاقتصادية في عدد من مؤشرات الأسواق المالية لعينة من الدول العربية للفترة (١٩٩٠ - ٢٠١٢)" قد جرى تحت إشرافي في جامعة الموصل / كلية الإدارة والاقتصاد / وهي جزء من متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم المالية والمصرفية .

التوقيع :

المشرف : أ.م.د. بشار احمد العراقي

التاريخ : ٢٠١٧ / /

### إقرار المقوم اللغوي

أشهد بان هذه الرسالة الموسومة بـ "أثر تقلبات أسعار الصرف وبعض المتغيرات الاقتصادية في عدد من مؤشرات الأسواق المالية لعينة من الدول العربية للفترة (١٩٩٠ - ٢٠١٧)" قد تمت مراجعتها من الناحية اللغوية وتصحيح ما ورد فيها من أخطاء لغوية وتعبيرية، وبذلك أصبحت مؤهلة للمناقشة بقدر تعلق الأمر بسلامة الأسلوب وصحة التعبير .

التوقيع :

الاسم : أ.م.د. محمد صالح رشيد

التاريخ : ٢٠١٧ / /

### إقرار رئيس لجنة الدراسات العليا

بناء على التوصيتين المقدمتين من قبل كل من المشرف والمقوم اللغوي، أرشح هذه الرسالة للمناقشة.

التوقيع :

الاسم : أ.د. سرمد كوكب الجميل

التاريخ : ٢٠١٧ / /

### إقرار رئيس القسم

بناء على التوصيات التي تقدم بها كل من المشرف والمقوم اللغوي ورئيس لجنة الدراسات العليا أرشح هذه الرسالة للمناقشة.

التوقيع:

الاسم : أ.د. سرمد كوكب الجميل

التاريخ : ٢٠١٧ / /

## قرار لجنة المناقشة

نشهد بأننا أعضاء لجنة التقييم والمناقشة قد اطلعنا على هذه الرسالة وناقشنا الطالب في محتوياتها وفيما له علاقة بها بتاريخ ٢٠١٧/١٠/١٢ وأنها جديرة لنيل شهادة الماجستير في اختصاص العلوم المالية والمصرفية.

د. رافعة إبراهيم الحمداني

أستاذ مساعد

عضوً

د. بشار ذنون الشكرجي

أستاذ مساعد

رئيسً

د. بشار احمد العراقي

أستاذ مساعد

عضوً ومشرفاً

د. هاتف احمد الهلالي

أستاذ مساعد

عضوً

## قرار مجلس الكلية

اجتمع مجلس كلية الإدارة والاقتصاد في جلسته المنعقدة في

..... وقررنا .....

عميد الكلية

أ.م. د.ماهر علي الشمام

مقرر مجلس الكلية

أ.م.د.وحيد محمود رمو

## الشكر والتقدير

الحمد لله رب العالمين على عونه، فمنه نستمد العون وبه نستعين، والصلوة والسلام على خاتم الأنبياء والمرسلين محمد ﷺ صلاة وسلاماً دائمين باقين إلى يوم الدين.

لا يسعني وقد أنهيت إعداد الرسالة ألا أن أتقدم بخالص شكري وتقديري لأستاذي الفاضل الدكتور بشار احمد عبد الرزاق العراقي الذي تفضل مشكوراً بالإشراف على هذه الرسالة ولما بذله من روح علمية مخلصة وتوجيهات قيمة ومتابعة مستمرة طيلة إعداد هذه الرسالة ،داعية الله العلي القدير أن يمده بموفور الصحة والسرور ويحفظه قدوة يُقتدى بها.

كما أتقدم بخالص الشكر والتقدير إلى الأستاذ الدكتور موفق أحمد علي السيدية عميد كلية الإدراة والاقتصاد والدكتور عدنان سالم الأعرجي معاون عميد كلية الإدراة والاقتصاد، وأقدم الشكر والامتنان إلى جميع أساندتي الذين قاموا بتدريسي ولم يبخلا علي بالمعلومات القيمة وأخص منهم بالذكر الأستاذ الدكتور سرمد كوكب الجميل والأستاذ الدكتور طلال محمود كداوي والدكتور إلياس خضير الحمدوني.

كما أتقدم بخالص الشكر والتقدير للسيدان المقوم العلمي واللغوي، وفائق الاحترام والتقدير لرئيس وأعضاء لجنة المناقشة.

وعرفاناً بالجميل فان الباحثة تقدم أسمى آيات الشكر والتقدير إلى الدكتور مصطفى فاضل حمادي التدريسي في قسم الاقتصاد لما منحه لي من جهد علمي ولما أمنني به من ملاحظات قيمة سديدة.

وكلمات الشكر والوفاء إلى جميع أفراد عائلتي وأخص منهم زوجي العزيز أحمد لتحملهم معي معاناة الدراسة ولانشغالي عنهم.

وأخيراً لا يفوتي أن أقدم شكري وتقديري إلى زملائي طلبة الدراسات العليا في القسم والكلية، والى موظفي المكتبة والدوريات العلمية في الكلية، ولى جميع من قدم لي يد العون في إعداد الرسالة فجزاهم الله عندي خير الجزاء.

الباحثة

## المستخلص

لطلاقاً من فرضيتها الأساسية المتمثلة بتأثير مؤشرات الأسواق المالية بتقلبات أسعار صرف العملات المحلية سعت الدراسة إلى تشخيص طبيعة هذا التأثير وفياس قيمته واتجاهه في الأجل الطويل والقصير والعينة من الأسواق المالية العربية(مصر، الأردن، المغرب، العراق) خلال المدة (١٩٩٠-٢٠١٢)، بغية اتخاذ الإجراءات الكفيلة للحد من آثاره السلبية، والاستفادة من المميزات الإيجابية لهذه التقلبات ومن أجل الكشف عن معلومات قد تقييد المستثمرين في التنبؤ بما ستكون عليه العوائد المستقبلية للأسهم. ولتحقيق ما تقدم استندت الدراسة إلى ثلاثة مناهج متكاملة، منهاج وصفي يعتمد على النظريات والدراسات الاقتصادية والمالية التي تطرق إلى الأسواق المالية وأسعار الصرف والعلاقة التي تربط بينهما، ومنهاج تحليلي اهتم باستعراض وتقسيم تحركات أسعار صرف العملات المحلية لدول العينة ومؤشرات أسواقها المالية، ومنهاج تجريبي اعتمد على طرائق الاقتصاد القياسي وأساليبه الحديثة التي تعامل مع خصائص السلسل الزمنية والمتمثلة بمنهجية جوهانسن في تحليل التكامل المشترك (Cointegration) وتقنية نموذج تصحيح الخطأ (Error correction model)، واختبار السببية لكرانكر (Granger) والتي تتميز بالتوافق بين اعتبارات الأجل القصير والأجل الطويل في نفس النموذج، من أجل تقدير واختبار درجة تأثير تقلبات أسعار صرف العملات المحلية لدول العينة في مؤشرات أسواقها المالية.

وأصلحت نتائج الدراسة إلى:

- تباين تأثير سعر صرف العملات المحلية لدول العينة في مؤشرات أسواقها المالية، إذ أظهرت تأثير سعر الصرف في الأجل الطويل سلباً في بعض مؤشرات الأسواق المالية في مصر والمغرب، في حين ظهر تأثير سعر الصرف إيجابياً في مؤشرات الأسواق المالية في الأردن وال العراق، أما في الأجل القصير فقد تباين تأثير سعر الصرف سلباً في بعض مؤشرات سوق الأوراق المالية في مصر والأردن وال العراق إيجابياً مع مؤشرات سوق الدار البيضاء للأوراق المالية.

- اختلاف العلاقات السببية بين متغيرات الدراسة لبلدان عينة الدراسة، إذ يلاحظ إن هناك علاقات سببية لسعر الصرف باتجاه المؤشر العام لأسعار الأسهم، عدد الأسهم المتداولة، القيمة السوقية(وجود علاقات سببية لبعض مؤشرات سوق مصر للأوراق المالية (مؤشر القيمة السوقية وعدد الأسهم المتداولة) باتجاه سعر الصرف.

**كلمات مفتاحية:** سعر الصرف، مؤشرات سوق الأوراق المالية، التكامل المشترك، نموذج تصحيح الخطأ، سببية كرانكر.

## ثبات المحتويات

الصفحة	الموضوع
أ	المستخلص
ب	ثبات المحتويات
ج	ثبات الجداول
د	ثبات الأشكال
IV-I	المقدمة
٤٠-١	الفصل الأول: الإطار النظري
١٤-١	المبحث الأول: الأسواق المالية
٢٦-١٥	المبحث الثاني: أسعار الصرف
٤٠-٢٧	المبحث الثالث: آلية تأثير سعر الصرف في الأسواق المالية
٧٩-٤١	الفصل الثاني: الإطار الوصفي والتحليلي
٥٠-٤١	المبحث الأول: نشأة وتطور الأسواق المالية لعينة الدراسة
٦٩-٥١	المبحث الثاني: تحليل نشاط الأسواق المالية لعينة الدراسة
٧٩-٧٠	المبحث الثالث: تحليل أنظمة واتجاهات أسعار الصرف لبلدان عينة الدراسة
١٢٠-٨٠	الفصل الثالث: نمذجة تأثير تقلبات أسعار الصرف في مؤشرات الأسواق المالية
٨٨-٨٠	المبحث الأول: الدراسات السابقة
٩٨-٨٩	المبحث الثاني: منهجية البحث القياسية
١٢٠-٩٩	المبحث الثالث: تقدير وتحليل اثر تقلبات سعر الصرف في مؤشرات الأسواق المالية لعينة الدراسة
١٢٢-١٢١	الاستنتاجات والتوصيات
١٤٠-١٢٣	المصادر العربية والأجنبية

## ثبات الجداول

الرقم	العنوان	الصفحة
١	خصائص الأنواع المختلفة من الأوراق المالية	٩
٢	مفاهيم سعر الصرف	١٥
٣	تطور مؤشرات سوق مصر للأوراق المالية للمدة (٢٠١٢-١٩٩٠)	٥٢
٤	تطور مؤشرات سوق عمان للأوراق المالية للمدة (٢٠١٢-١٩٩٠)	٥٧
٥	تطور مؤشرات سوق الدار البيضاء للأوراق المالية للمدة (١٩٩٠-٢٠١٢)	٦٣
٦	تطور مؤشرات سوق العراق للأوراق المالية للمدة (٢٠١٢-١٩٩٠)	٦٧
٧	تطور أسعار صرف عملات دول العينة مقابل الدولار الأمريكي للمدة (١٩٩٠-٢٠١٢)	٧٢
٨	العلاقات طويلة الأجل بين متغيرات النموذج/ مصر	١٠٠
٩	نتائج تقدير نموذج تصحيح الخطأ لمتغيرات النموذج/ مصر	١٠٢
١٠	العلاقات طويلة الأجل بين متغيرات النموذج/ الأردن	١٠٦
١١	نتائج تقدير نموذج تصحيح الخطأ لمتغيرات النموذج/ الأردن	١٠٧
١٢	العلاقات طويلة الأجل بين متغيرات النموذج/ المغرب	١١٠
١٣	نتائج تقدير نموذج تصحيح الخطأ لمتغيرات النموذج/ المغرب	١١٢
١٤	العلاقات طويلة الأجل بين متغيرات النموذج/ العراق	١١٥
١٥	نتائج تقدير نموذج تصحيح الخطأ لمتغيرات النموذج/ العراق	١١٦
١٦	العلاقات طويلة الأجل بين أسعار صرف العملات ومؤشرات الأسواق المالية لبلدان عينة الدراسة	١١٩
١٧	العلاقات قصيرة الأجل بين أسعار صرف العملات ومؤشرات الأسواق المالية لبلدان عينة الدراسة	١١٩
١٨	اتجاه العلاقات السببية بين أسعار صرف العملات المحلية ومؤشرات الأسواق المالية لبلدان عينة الدراسة	١١٩

## ثبات الأشكال

الصفحة	العنوان	الرقم
٣	أنواع الأسواق المالية	١
٥٥-٥٤	تطور ئشرات سوق مصر للأوراق المالية واتجاهها العام للفترة (١٩٩٠-٢٠١٢)	٢
٦١-٦٠	تطور مؤشرات سوق عمان للأوراق المالية واتجاهها العام للفترة (١٩٩٠-٢٠١٢)	٣
٦٥-٦٤	تطور مؤشرات سوق الدار البيضاء للأوراق المالية واتجاهها العام للفترة (٢٠١٢-١٩٩٠)	٤
٦٩-٦٨	تطور مؤشرات سوق العراق للأوراق المالية واتجاهها العام للفترة (١٩٩٢-٢٠١٢)	٥
٧٣	تطور سعر صرف الجنيه المصري مقابل الدولار الأمريكي واتجاهه العام للفترة (١٩٩٠-٢٠١٢)	٦
٧٥	تطور سعر صرف الدينار الأردني مقابل الدولار الأمريكي واتجاهه العام للفترة (١٩٩٠-٢٠١٢)	٧
٧٧	تطور سعر صرف الدرهم المغربي مقابل الدولار الأمريكي واتجاهه العام للفترة (١٩٩٠-٢٠١٢)	٨
٧٩	تطور سعر صرف الدينار العراقي مقابل الدولار الأمريكي واتجاهه العام للفترة (١٩٩٠-٢٠١٢)	٩
١٠٤	اتجاه العلاقات السببية بين المتغيرات الاقتصادية ومؤشرات سوق مصر للأوراق المالية	١٠
١٠٩	اتجاه العلاقات السببية بين المتغيرات الاقتصادية ومؤشرات سوق عمان للأوراق المالية	١١
١١٣	اتجاه العلاقات السببية بين المتغيرات الاقتصادية ومؤشرات سوق الدار البيضاء للأوراق المالية	١٢
١١٨	اتجاه العلاقات السببية بين المتغيرات الاقتصادية ومؤشرات سوق العراق للأوراق المالية	١٣

## المقدمة

حظيت الأسواق المالية خلال العقود السابقة باهتمام واسع من قبل صانعي السياسات الاقتصادية ومتخذي القرار في معظم بلدان العالم المتقدمة منها والنامية، ومع التحولات الاقتصادية الدولية الراهنة، وفي ظل تعاظم حركة رؤوس الأموال الدولية، وفي وقت اتسعت فيه الاقتصاديات المعاصرة بكثافة التمويل وتعقد عملياتها المالية تزايد الاهتمام خلال السنوات القليلة الماضية وبشكل أكثر حثوةً إلحاحاً، مدفوعاً بدورها المهم في حشد وتعبئة المدخرات المحلية والأجنبية وتوجيهها نحو القنوات الاستثمارية الأكثر كفاءة ومردودية، والداعمة للاقتصاد القومي ومعدلات نموه، لذا أصبح إنشاء وتطوير أسواق مالية في الدول النامية والدول العربية منها ومحاولة تهيئة الشروط التي تكفل نجاحها وتوفير المناخ الاقتصادي والمالي الملائم لعملها مسألة ضرورية من أجل دعم وتسريع عملية التنمية الاقتصادية وتحقيق مستويات مرتفعة من الرفاهية الاقتصادية.

من هنا جاءت أهمية اتخاذ الإجراءات الكفيلة بالتحوط لمواجهة التحديات التي يمكن أن يفرضها فقدان مثل هذا المناخ وما يعكسه من حالة عدم الاستقرار في الأسواق المالية، الذي ينعكس بارتفاع مخاطر تقلبات أسعار الأوراق المالية الأمر الذي يؤثر بصورة مباشرة في نتائج أعمال الشركات وبصورة غير مباشرة في أداء الأسواق المالية وأدواتها الأساسية التي تعد الأسهم إحدى أدواتها المهمة. فحركة أسعار الأسهم وعوائدها تعد إحدى المؤشرات المهمة التي تعكس أداء الأسواق المالية ومن ثم الأداء الاقتصادي والمالي للاقتصاد القومي. فارتفاع أسعار الأسهم بعد مؤشراً إيجابياً للنشاط الاقتصادي، في حين أن انخفاضها يعد مؤشراً سلبياً له.

لقد حظى موضوع تفسير حركة مؤشرات الأسواق المالية ومنها أسعار الأسهم وعوائدها، والعوامل المؤثرة فيها بجدل واسع من قبل العديد من الاقتصاديين مقسمين تقسيماتهم باتجاهين، يركز أحدهما على تفسير حركة مؤشرات الأسواق المالية في الأجل القصير من خلال العوامل المؤثرة من داخل السوق والمرتبطة بنشاط المضاربين، ومن ثم يفترض هذا الاتجاه الذي يعرف بالتحليل الفني (Technical Analysis) أن أفضل وسيلة لتحديد التغيرات الحاصلة في مؤشرات الأسواق المالية هي بتتبع التغيرات السابقة لتلك المؤشرات.

أما الاتجاه الثاني الذي يعرف بالتحليل الأساسي (Fundamental Analysis) فيركز في تفسيره لحركة مؤشرات الأسواق المالية على حركة المتغيرات الاقتصادية التي تمارس تأثيرها في عوائد الشركات، ومن ثم مقسم إلى الأرباح.

وعليه تتأثر الأسواق المالية بمجموعة من العوامل والمتغيرات منها ما هو ناتج من داخل السوق ومنها ما هو ناتج البيئة الاقتصادية والمالية والسياسية المحيطة به والتي تتباين في تأثيرها بين الإيجابية والسلبية، الأمر الذي يسبب التقلبات في مؤشراتها. وللحذر من هذه التقلبات لابد من التعرف على العوامل المسببة لهذه التقلبات وكيفية انتقال آثارها ومن ثم وضع السياسات الاقتصادية الملائمة لتجنب مثل هذه التقلبات، لذا حظيت دراسة العوامل الاقتصادية، ومنها سعر الصرف بأهمية كبيرة من لدن المحللين بوصفها إحدى العوامل الخارجية المؤثرة في سوق الأوراق المالية. وبما أن أسعار الصرف من أهم هذه العوامل والتي تترتب مخاطرها عن التقلبات في أسعار الصرف للعملة المحلية مقابل العملات الأجنبية، جاءت هذه الدراسة لتركز على تأثير تقلبات أسعار الصرف في مؤشرات سوق الأوراق المالية العربية معتمدة على وسائل الاقتصاد القياسي كاختبار التكامل المشترك ونماذج تصحيح الخطأ واختبار سبيبية Granger.

### **أهمية الدراسة**

في ظل اتجاه معظم بلدان العالم إلى الأخذ بالنظام المالي الذي تعد سوق الأوراق المالية إحدى الأدوات الأساسية المستخدمة في تحقيق كفاءة هذا النظام وفاعليته انطلاقاً من كونها إحدى وسائل إعادة تخصيص الموارد الاقتصادية والمالية باتجاه الاستثمارات الأكثر كفاءة في الاقتصاد وتبعية المدخرات ونشر المعلومات وتتوسيع المخاطر وتوفير السيولة الذي يتمتع به النشاط الاقتصادي للبلد ومن ثم فإن تطورها إنما يعد مؤشراً جيداً لتطور النشاط الاقتصادي. وعليه فإن التقلبات والتغيرات في أسعار الأوراق المالية (اتجاه مؤشراتها) في جزء منها، ما هي إلاّ تعبيراً عن التقلبات الحاصلة في المتغيرات الاقتصادية ومنها أسعار صرف العملة، ومن هنا تتبع أهمية الدراسة من خلال تأكيدها على الدور الذي يمكن أن تمارسه تقلبات أسعار الصرف في التأثير على مؤشرات الأسواق المالية والذي يعد معرفته من المسائل المهمة التي تساعده متخذى القرار والمستثمرين في إدارة المخاطر المستقبلية، وقياس التأثير المحتمل لتقلبات العملة على مؤشرات سوق الأوراق المالية.

### **مشكلة الدراسة**

عانت معظم الأسواق المالية العالمية ومنها الأسواق المالية عينة الدراسة ومن خلال مؤشراتها الأساسية من تذبذبات واسعة خلال الفترة (١٩٩٠-٢٠١٢) وربما يعود ذلك في معظمها إلى عدم استقرار المتغيرات الاقتصادية المؤثرة في تلك الأسواق ومن ضمنها عدم ثبات أسعار صرف العملات المحلية، وعليه يمكن لمشكلة الدراسة أن تتحول بشكل رئيسي في الإجابة على التساؤلات الآتية:

هل تمارس التقلبات في أسعار صرف العملات المحلية لدول العينة دوراً مؤثراً في مؤشرات الأسواق المالية؟، وما هي قيمة واتجاه هذا التأثير، وهل يتشابه التأثير في جميع الأسواق المالية لعينة الدراسة؟.

### **هدف الدراسة**

نظراً للأهمية النسبية التي تتمتع بها الأسواق المالية وقدرتها في عكس أداء الاقتصاد القومي، فقد هدفت الدراسة إلى جملة من الغايات يمكن حصر أهمها بما يأتي:

١- وصف وتحليل مسارات المؤشرات الرئيسية للأسواق المالية لعينة الدراسة من أجل الوقوف على سلوكيتها خلال الفترة (١٩٩٠-٢٠١٢).

٢- وصف وتحليل مسارات أسعار الصرف المحلية لدول العينة بغية الوقوف على سلوكياتها خلال الفترة (١٩٩٠-٢٠١٢).

٣- تشخيص أثر تقلبات أسعار صرف العملة المحلية لدول العينة في مؤشرات أسواقها المالية. تحديد اتجاهه وقيمة من أجل اتخاذ الإجراءات الكفيلة للحد من آثاره السلبية والاستفادة من المميزات الإيجابية لهذه التقلبات، من أجل الكشف عن معلومات قد تقييد المستثمر في التأمين بما ستكون عليه العوائد المستقبلية للأسهم.

٤- تحديد مدى التشابه والتباين في التأثير بين الأسواق المالية لعينة الدراسة.

### **فرضية الدراسة**

تطلق الدراسة وفي ظل ما طرح من أسئلة ضمن مشكلة الدراسة من الفرضيات التالية:-

١- تمارس تقلبات أسعار صرف العملات المحلية لعينة الدراسة تأثيرها في بعض مؤشرات أسواقها المالية.

٢- تباين قيمة واتجاه تأثير أسعار صرف العملات المحلية لعينة الدراسة في مؤشرات أسواقها المالية بتباين أنظمة صرفها ودرجة تطور هياكلها الاقتصادية والمالية.

### **منهجية الدراسة**

لبلوغ أهداف الدراسة واختيار فرضياتها تم اعتماد المنهجية القائمة على أساس الربط بين ثلاثة اتجاهات رئيسية، اتجاه وصفي يستند إلى النظريات والدراسات الاقتصادية والمالية التي تناولت الموضوع بهدف رصد وتحديد طبيعة العلاقة التي تربط أسعار الصرف بالأسواق المالية، واتجاه آخر تحليلي لاستعراض وتقسيم تحركات أسعار صرف عملات دول العينة ومؤشرات أسواقها المالية، واتجاه ثالث تجاري يستند إلى طائق الاقتصاد القياسي وأساليبه

الحديثة المتمثلة بنموذج التكامل المشترك ونموذج تصحيح الخطأ لغرض تقدير واختبار درجة تأثير تقلبات أسعار صرف العملة المحلية لدول العينة في مؤشرات أسواقها المالية.

### حدود الدراسة

تحقيقاً لهدف الدراسة واختبار فرضياتها، تم اختيار الأسواق المالية العربية كمجتمع بحثي بالاعتماد على عينة قصدية متمثلة (مصر، الأردن، المغرب، العراق) كونها متباعدة في درجة تطورها وكفافتها وفعاليتها وكون أنظمة الصرف المتتبعة في دولها هي أنظمة صرف متباعدة ما بين المعموم والثابت. كما تم اختيار الفترة (١٩٩٠-٢٠١٢) لأنها مدة اتسمت بتوفير البيانات كما شهدت تطورات سياسية واقتصادية ومحليّة ودولية.

### خطة الدراسة

لتحقيق أهداف الدراسة وفي ضوء الفرضية الموضوعة لها تم تقسيم الدراسة على مقدمة وثلاثة فصول، تناول الفصل الأول الإطار النظري، مشتملاً على ثلات مباحث، تم في البحث الأول منه التعرف على أساسيات الأسواق المالية واهم مؤشراتها، أما البحث الثاني فتناول دراسة أسعار الصرف (المفهوم، أنواع النظريات، أنظمة الصرف) في حين تناول البحث الثالث آلية تأثير سعر الصرف في مؤشرات الأسواق المالية.

أما الفصل الثاني فقد تناول تحليل وتوصيف مؤشرات الأسواق المالية وأسعار الصرف لعينة الدراسة، وجاء هذا الفصل بثلاثة مباحث، شمل البحث الأول منه نشأة وتطور الأسواق المالية لعينة الدراسة، في حين يبيّن البحث الثاني تحليل نشاط الأسواق المالية لعينة الدراسة، أما البحث الثالث فقبيله تحليل أنظمة واتجاهات أسعار الصرف لعينة الدراسة. وخصص الفصل الثالث لتقدير وتحليل أثر تقلبات سعر الصرف في مؤشرات الأسواق المالية وبثلاثة مباحث أيضاً، الأول تناول الدراسات السابقة، أما البحث الثاني فقد بين توصيف النموذج وتناول البحث الثالث تقدير وتحليل النتائج.

وأخيراً اختتمت الدراسة بجملة من الاستنتاجات والتوصيات.

# الفصل الأول

## الإطار النظري

المبحث الأول: الأسواق المالية

المبحث الثاني: أسعار الصرف

المبحث الثالث: آلية تأثير سعر الصرف في الأسواق

المالية

## المبحث الأول

### الأسواق المالية

تحتل الأسواق المالية أهمية كبيرة على مستوى الدول المتقدمة والنامية على حد سواء، نظراً لما تمارسه من دور مهم وفعال في دعم الاقتصاد الوطني، وبذلك عدّ إنشاء أسواق مالية فعالة وكفؤة إحدى المقتضيات المهمة للنهوض بذلك الاقتصاديات، كما شكل وجودها إحدى المؤشرات الهامة لقياس مدى تطور الاقتصاديات وتقديمها.

#### أولاً : أساسيات الأسواق المالية

##### ١ - مفهوم الأسواق المالية

يسنتمد السوق المالي مفهومه بشكل عام من مفهوم السوق (Market). (مطر، ٢٠٠٩، ١٦٣). فالأسواق المالية كما هي الأسواق الأخرى يتم فيها تداول الصفقات المتخصصة بسلعة أو خدمة معينة والمتمثلة هنا بالأوراق المالية. (Ritter & Silber, 1977, 55). وعلى الرغم من كونها حديثة نسبياً مقارنة بالأسواق الأخرى، إلا أنها قد سبقت غيرها من الأسواق من حيث تنظيمها، مكانياتها والتسهيلات التي تمنحها للمتعاملين فيها وضخامة الاستثمارات التي يتم تداولها فيها. (البراجنة، ٢٠٠٩، ٥٤)

وتبينت مفاهيم الأسواق المالية تبعاً لتبين الظروف الاقتصادية والاجتماعية وتطورها ووفقاً للتغير والتنوع في النشاطات الاقتصادية، فيعرف (النجفي) الأسواق المالية بأنها الآية التي يتم فيها تداول الأوراق المالية بمختلف أنواعها ومواصفاتها وأجالها من قبل مؤسسات مالية وسيطة مختصة في السوق تعمل على ضخ السيولة المالية من الوحدات التي لديها فائض إلى الوحدات التي تعاني من عجز، وذلك لشراء الأصول المالية من المقرضين النهائين (المستثمرين) وإصدار أصول مالية جديدة غير مباشرة لصالح المقرضون الأوليون (المدخرين). (النجفي، ١٩٩٢، ٩١)

ويرى (Mishkin) بأن الأسواق المالية هي القناة التي يتم من خلالها تحويل الأموال من الوحدات التي لديها فائض إلى الوحدات التي لديها عجز لتحقيق كفاءة اقتصادية عالية. (Mishkin, 2004, 3)

كما يشير (Howells & Bain) إلى أن الأسواق المالية ما هي إلا إطار أو هيكل منظم من خلاله تداول الأوراق المالية بيعاً وشراءً من أجل الحصول على مكاسب مادية. (Howells & Bain, 2007, 19)

أما (Bagri, *et al*) فقد أطلق على المكان الذي يجتمع فيه الأفراد والمؤسسات التي تمتلك فائضاً مالياً (مجهي الأموال) بالمستثمرين الذين لديهم حاجة إلى هذه الأموال بالسوق المالي.(Bagri, *et al*., 2007, 2)

ويرى (Fabozzi) بأن الأسواق المالية هي الأسواق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية وفق قواعد وتنظيمات تحكم عملية التداول.(Fabozzi, 2008, 6)

و يعرف (مطر) الأسواق المالية بأنها الإطار الذي يجمع بين بائعي ومشتري الأوراق المالية، بعض النظر عن الوسيلة التي يتحقق بها هذا الجمع، شرط توفر قنوات اتصال فعالة بين المتعاملين في السوق بحيث تجعل الأسعار السائدة في أية لحظة زمنية معينة واحدة لأية ورقة مالية متداولة فيه.(مطر، ٢٠٠٩، ١٦٤)

أما (الجميل) الأسواق المالية " بأنها الآية التي يتاجر من خلالها بالموجودات والمطلوبات المالية وبشكل متكرر، وليس شرطاً أن يكون هناك مكاناً مادياً للسوق وإنما قد تنفذ الصفقات عبر وسائل اتصال متعددة منها الهاتف والأنترنت.(الجميل، ٢٠١١، ١٢)

وعليه وبناءً على التعريفات السابقة يمكن القول بأن الأسواق المالية عبارة عن هيكل منظمة يتم فيها تداول الأوراق المالية بمختلف أنواعها ومواصفاتها وآجالها، عبر مؤسسات مالية وسيطة يتم من خلالها تحويل الأموال من وحدات الفائض إلى وحدات العجز ل القيام بعملية الاستثمار شرط توفر قنوات اتصال فعالة قادرة على حشد ونشر سريع للمعلومات بحيث تجعل الأسعار السائدة في أية لحظة زمنية معينة و لآية ورقة مالية متداولة فيها واحدة ووفقاً للوائح والقواعد التشريعية والتعليمات الهدافة إلى حماية حقوق المتعاملين فيه وضمان العدالة والكفاءة في التعاملات.

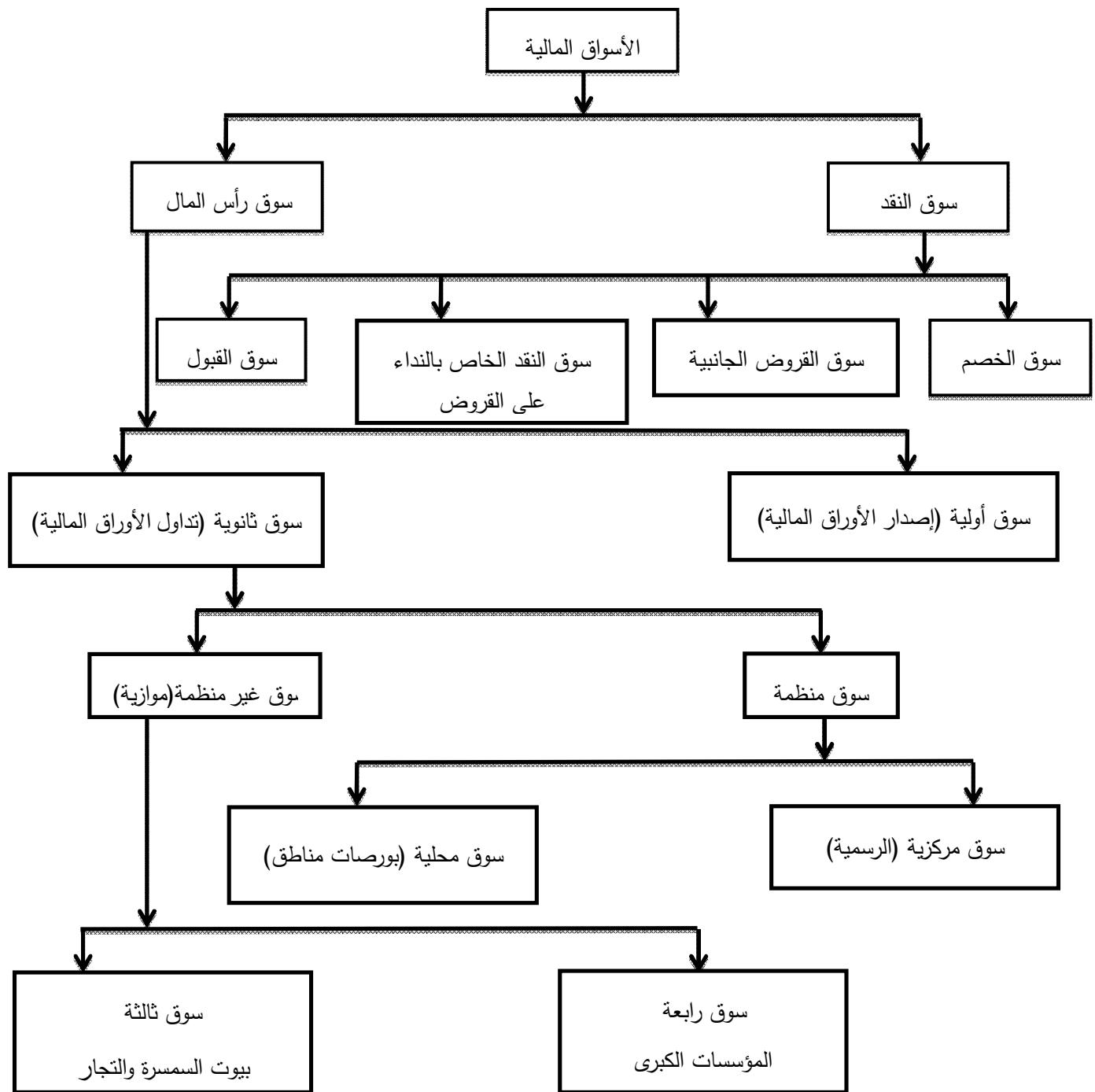
## ٢- أنواع الأسواق المالية

يمكن النظر للأسواق المالية من زوايا متعددة تشكل أساساً لتقسيمها، وبالرغم من التداخل بين الأنواع المختلفة من هذه الأسواق، إلا أن لكل نوع منها آلياته وخصائصه وأدواته.

ويعد التقسيم القائم على أساس المعاملات المالية هو التقسيم الأكثر شيوعاً، حيث يمكن أن تتخذ الأسواق المالية شكلين هما سوق النقد، وسوق رأس المال والتي تقسم كل منها إلى أسواق فرعية وكما موضح في الشكل (١).

### الشكل (١)

يوضح أنواع الأسواق المالية بناءً على المعاملات المالية:



### الشكل (١) أنواع الأسواق المالية

المصدر: - من إعداد الباحثة بالاعتماد على:-

- الجميل، سردم كوكب، ٢٠١١، المدخل إلى الأسواق المالية، دار ابن الأثير للطباعة والنشر، جامعة الموصل، ص ١٢٤ - ١٢٥.
- الدعمي، عباس كاظم جاسم، ٢٠٠٨، أثر السياسات النقدية والمالية في مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية (دراسة تطبيقية في مصر والولايات المتحدة الأمريكية للمدة ١٩٩٠-٢٠٠٦)، أطروحة دكتوراه غير منشورة، مقدمة إلى كلية الإدارية والاقتصاد، جامعة الكوفة، ص ١٠٠.

## ١- سوق النقد (Money Market)

يعد سوق النقد أحد أشكال الأسواق المالية التي يتم من خلالها تداول الأوراق المالية القصيرة الأجل، أي إقراض الأموال واقتراضها لأجل لا يزيد عن سنة. (Saunders & Cornett, 2001, 8)

وتعتمد هذه السوق على تنوع الأوراق المالية المتداولة فيه وعلى مدى توفير قدر ملائم من السيولة لمواجهة حاجاته، والتي تتوقف بدورها على مرونة تحويل الأوراق المالية إلى نقود عند الحاجة، والتي تعتمد على فاعلية العرض والطلب وعلى حجم ما يتوفّر من موارد مالية. (المعموري، ٢٠٠٩، ١٧)

ويتم في سوق النقد تداول مجموعة من الأوراق المالية القصيرة الأجل التي تتباين وتنتّوّع بحسب درجة تطور الدول وتطور سوق الأوراق المالية فيها. ومن أكثر الأوراق المالية شيوعاً في التداول في سوق النقد هي:

### أ- أدوات الخزانة Treasure Bills

وهي أوراق مالية قصيرة الأجل تصدرها الحكومات لمدة لا تزيد عن سنة بهدف تمويل العجز في موازنتها، وغالباً ما تكون قيمة شراءها أقل من قيمتها الاسمية. كما تعرف على أنها أداء تلّجاً إليها الحكومات لتمويل احتياجاتها الموسمية من الأموال. (الحديثي وسالم، ٢٠١٠، ١٧٩-١٩٣)، وتتصف بارتفاع درجة سيولتها وانخفاض مخاطرها كونها مضمونة من البنك المركزي أو الحكومات ولذلك تعد من الأدوات المفضلة لدى المستثمر المحفظ. (آل شبيب، ٢٠٠٩، ١٨٩)

### ب- الأوراق التجارية Commercial Paper

وهي كمبيالات لأمر قصير الأجل، تصدرها المؤسسات الاستثمارية الكبيرة ذات المراكز الانتمانية القوية دون ضمانات معينة، (Poindexter & Jones, 1980, 317) تتّرّجح آجالها ما بين (٣٠-٢٧٠) يوماً وأحياناً تكون إصداراتها بالأشهر وتنقسم الأوراق التجارية بالمخاطر العالية، فضلاً عن أنها تصدر ويتم التعامل بها في سوق النقد الثانوي. (الدعمي، ٢٠٠٨، ١٠٨)

### ج- القبولات المصرفية Banker's Acceptance

وتعد من أقدم أدوات سوق النقد، وقد نشأت لخدمة حركة التجارة الدولية، فهي أمر بالدفع يطلبه الزيون من خلال المصرف بأن يقوم بالدفع له أو لشخص ثالث مبلغاً في تاريخ

محدد، ويصبح هذا الأمر مقبولاً إذا قام المصرف بختمه (القبول) ومن ثم يمكن بيع هذا القبول في سوق النقد أو الاحتفاظ به حتى تاريخ استحقاقه. (الجزراوي وعبدالله، ٢٠١٢، ٣٨٧-٤١٣)

#### د- شهادات الإيداع Deposits of Certificates

تعد أهم الأدوات الاستثمارية المتداولة في سوق النقد، وهي عبارة عن وثيقة تصدرها البنوك التجارية عندما تواجه ضغوطاً على مواردها المالية أو لتمويل قروض إضافية، وعادة ما تقوم البنوك التجارية بإصدار مثل هذه الشهادات للحصول على موارد إضافية في الأجل القصير، نتيجة سحوبيات غير متوقعة أو زيادة في طلب التسهيلات المقدمة من جهات أخرى على موارد البنك. (آل طعمة، ٢٠٠٧، ٢٨)

#### ه- اتفاقيات إعادة الشراء Repurchase Agreements

وهي قروض قصيرة الأجل يتبعها التجار في بيع وشراء الأوراق المالية لغرض الحصول على تمويل إضافي في الأوراق المالية، غالباً ما تكون مدة الإقراض ل يوم واحد أو عدة أيام. (الفالوجي، ٢٠٠٧، ٢٤)

### ٤- سوق رأس المال Capital Market

يعد سوق رأس المال جزءاً مهماً من الأسواق المالية نظراً لامتلاكه الإمكانية الواسعة في تمويل المشروعات الاستثمارية الطويلة الأجل من خلال قدرته الكبيرة على تعبئة الموارد العاطلة وتجبيها نحو الاستثمارات المنتجة التي تسهم في زيادة معدلات الإنتاج والدخل القومي. (Rose, 1997, 10)

ونظراً لطول آجال الأوراق المالية المتداولة في سوق رأس المال فإنها تتسم بارتفاع نسبة المخاطرة فيها، مقارنة بسوق النقد الذي تنخفض فيه المخاطر لقصر آجال أوراقها المالية المتداولة. (سيجل، ١٩٨٧، ٢٩)، ويمكن تقسيم سوق رأس المال من حيث أولوية الإصدار إلى سوقين هما:-

#### أولاً : السوق الأولية Primary Market

وهي تلك السوق التي يتم التعامل فيها بالأوراق المالية التي تم إصدارها حديثاً ولأول مرة. Initial (IPO) (Fabozzi&Modiglian, 1996, 13) أو تعميم الشركة (Going public) تعلق ذلك بإصدار الأسهم عند تأسيس الشركات الجديدة، أو خلق رأس مال إضافي لغرض توسيع وتوسيع نشاطها أو إصدار الأسهم والسنادات عند الحاجة إلى القروض الطويلة الأجل. (الدوري، ٢٠٠٩، ٦)

## ثانياً : السوق الثانوية Secondary Market

وهي السوق التي يتم من خلالها التعامل بالأوراق المالية التي سبق إصدارها، أي هي سوق يتم فيها بيع وشراء الأوراق المالية وتداولها بين المستثمرين بعد مرحلة إصدارها في السوق الأولية. (Andritzky, 2007, 15)، وتعد السوق الثانوية المركز التكميلي للسوق الأولية باعتبارها أداة لإدارة السيولة المالية وتمويل المشروعات الاستثمارية وتحقيق النمو الاقتصادي. (Rose, 1997, 13)، وتمارس السوق الثانوية وظيفتين أساسيتين:- (كوهين، ٢٠٠٧، ٢٩) تتمثل الأولى بتسهيل عملية بيع الأوراق المالية بسرعة وسهولة، حيث تجعل الأوراق المالية أكثر سيولة. أما الثانية فتتمثل بتحديد السعر العادل للأوراق المالية المتعامل بها.

عليه فإن نجاح السوق الأولية مرتبطة ارتباطاً وثيقاً بجودة وفاعلية السوق الثانوي، فكلما شهد السوق لثاني تداولاً أكبر ونشاطاً أكثر حفز ذلك على تأسيس شركات جديدة، وطرح الأسهم للاكتتاب في السوق الأولية. (العويسى، ٢٠١٠، ٢٤)

وتقسم السوق الثانوي إلى نوعين:-

### ١ - السوق المنظمة Organized Market

وتدعى ببورصة (\*) الأوراق المالية حيث يتميز هذه السوق بامتلاكه مكاناً محدداً يلتقي فيه المتعاملين لغرض القيام بعمليات تبادلية (شراء وبيع) بواسطة أشخاص مؤهلين متخصصين في هذا المجال. (سمور، ٢٠٠٧، ٢٥) ويحكم المتعاملون فيه تشریعات ولوائح رسمية ويشرف عليها هيئة متخصصة ولا يتم في هذه السوق إدراج الأسهم والسنادات غير المستوفية لمتطلباتها. (جابر، ٢٠٠٥، ٣٥). وهي بدورها تنقسم إلى:

---

(\*) البورصة: كلمة فرنسية تعني كيس النقود وسبب اطلاق تسمية البورصة التي تعقد فيها الصفقات أو العقود للسلع والأوراق المالية يرجع إلى التجار كانوا يأتون إلى السوق وتشير الدلائل لذلك وهم يحملون نقودهم في أكياس.

- وتشير الدلائل التاريخية إلى أن كلمة البورصة تتساءل إلى أحد المصادر الآتية:-  
- فندق في مدينة بروج بلجيكا، كانت على واجهته شعار عملة عليها ثلاثة أكياس نقود وكان يجتمع في هذا الفندق عملاء مصريون ووسطاء ماليون لتصريف أموالهم.  
- نسبة إلى عائلة غنية في مدينة بروج بلجيكا Der Boursevan كان يجتمع في قصر العائلة عملاء ووسطاء ماليون للاتجار في أعمالهم.  
- للمزيد عن ذلك ينظر إلى:-

- الحاج، علي توفيق، الخطيب، عامر علي، ٢٠١٢، إدارة البورصات المالية، ط١، دار الإعصار العلمي للنشر والتوزيع، عمان - الأردن، ص ١٣.

## أ- سوق مركبة Central Market

في إطار هذه السوق يتم التعامل بالأوراق المالية المسجلة لدى لجنة الأوراق المالية دون النظر إلى الموقع الجغرافي للمنشأة أو المنظمة المصدرة لتلك الأوراق. (المعموري، ٢٠٠٩، ١٩) وهناك العديد من البورصات العالمية التي تدرج تحت هذا السوق منها بورصة طوكيو، وبورصة لندن، وبورصة نيويورك (NYSE). New York Stock Exchange (NYSE) (حسن، ٢٠٠٨، ٧٣)

## ب- سوق محلية Domestie Market

يتعامل هذا السوق بما تبقى من الأوراق المالية المسجلة في السوق المركزي، وتتوفر هذه السوق فرصةً للمستثمرين والسماسرة فضلاً عن كبار المستثمرين كالهيئات والمؤسسات للتعامل بعده كبير من الأوراق المالية بسبب انخفاض عمولة السمسرة والبساطة في إجراء الصفقات. (المعموري، ٢٠٠٩، ١٩)

## ٢- السوق غير المنظمة Unorganized Market

وهي السوق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية للشركات غير المستوفية لشروط إدراجها في السوق المنظمة. (المصري، ٢٠١١، ٧) حيث لا يوجد لها مكان مادي تجري فيه معاملات البيع والشراء وإنما تكون عبارة عن شبكات اتصال قوية تجمع ما بين السمسرة والتجار المستثمرين المنتشرين داخل الدولة. (الوايلي، ٢٠١٠، ٨) ويطلق على السوق المالي غير المنظم بالسوق الموازي، نظراً لنشاطه الموازي لنشاط السوق المنظم. (عودة وأخرون، ٢٠٠٨، ١٤٩ - ١٤٩) (١٩٤)

وبعد سوق ناسداك (\*) من أبرز الأسواق المالية غير المنظمة. وتتضمن السوق غير المنظمة التي هي أحد مكونات السوق الثانوي سوقين فرعيين هما:-

---

(\*) ناسداك NASDAQ المأخوذة من الكلمات National Association of Security Dealers الذي ظهر عام ١٩٧١ والذي يعرض بشكل أوتوماتيكي أسعار البيع والشراء بأسهم ما يقارب (5400) شركة. للمزيد عن ذلك انظر إلى:-

- الحاج، علي توفيق، الخطيب، عامر علي، ٢٠١٢، إدارة البورصات المالية، دار الإعصار العلمي للنشر والتوزيع، عمان، ٤٠ - ٤١.

- رمضان، زياد، ٢٠٠٢، مبادئ الاستثمار (ال حقيقي والمالي )، دار وائل للطباعة والنشر، عمان، الأردن، ص ١٢٧.

### \* السوق الثالثة The third Market

ويكون من بيوت السمسرة من غير أعضاء السوق المنظمة ولهم الحق في التعامل بالأوراق المالية المسجلة بتلك السوق ويطلق عليها أيضاً بالسوق الموازية. ( Eatwell& Taylor, 1998, 40 ) المستثمرون في هذه السوق هم من المؤسسات المالية الكبيرة مثل صناديق التقاعد وصناديق الأموال المؤتمن عليها التي تدار من قبل البنوك التجارية نظراً لتمتعها بخصم العمولة، وهذا ما لا يمكن حدوثه في السوق المنظمة التي يلتزم عندها السمسرة بحد معين من العمولة لكل صفقة. (البراجنة، ٢٠٠٩، ٦٨-٦٩).

### \* السوق الرابعة The fourth Market

هي السوق التي يتم فيها التعامل مباشرة بين الشركات الاستثمارية الكبرى والأفراد بيعاً وشراءً دون وساطة بيوت السمسرة. (Bodie et al., 2001, 73)، والهدف من ذلك هو استبعاد السمسرة لتخفيف نفقات الصفقات الكبرى ويطلق عليها عادة السوق الاحتكارية. (عمر، ٢٠٠٩، ٥٥-٦٧). ومن أكثر الأوراق المالية شيوعاً في التداول في سوق رأس المال هي:

#### أ- الأسهم العادي Common Stock

يعرف السهم العادي بأنه أداة ملكية ذات صفة مالية قابلة للتداول، تعطي حامله الحق في الحصول على عوائد غير ثابتة، بجانب حصته برأس مال الشركة والمثبتة بشهادة السهم. (عادي، ٢٠١١، ٤٧).

وبعد التمويل بالأسهم العادي الشكل الرئيسي الأول والأكثر شيوعاً بين أشكال التمويل وتكوين رأس المال حيث يقسم رأس المال إلى حصص متساوية (أسهم) ويتم طرحها للاكتتاب، أما مرة واحدة أو طرح جزء مع الاحتفاظ بالباقي ليتم طرحه لاحقاً. (موسى وأخرون، ٢٠١٢، ٦٢).

#### ب- الأسهم الممتازة Preferred Stock

على الرغم من أنها أداة ملكية إلا أن حقوق حملتها تمثل التراماً ثابتاً بشكل مقسم للأرباح، ولذلك فإن ثبات الحقوق يجعل خاصية هذه الأداة تجمع بين صفات السندات والأسهم العادي لذاك يمكن القول بأن الأسهم الممتازة تمثل أوراقاً مالية هجينة ( Hybrid securities ) (Fabozzi&Modiglian, 1996, 12). فهي تشبه السندات بنسبة توزيعات الأرباح الثابتة إلا أنه لا يحق لحامليها الاشتراك في التصويت، وتشبه الأسهم العادي من حيث أنه ليس لها تاريخ استحقاق، وأن الشركة غير ملزمة بدفع مقسم أرباح في حالة فشل الشركة. (عبيدات، ٢٠٠٨، ٢٧).

## ج- السندات Bonds

تعد السندات أدوات دين ضمن الاستثمارات الطويلة الأجل تصدر عن طريق الحكومة أو الشركة وتكون على شكل عقد له قيمة أسمية واحدة قابلة للتداول حيث يمكن بيعه وبذلك يحتفظ بسيولة عالية لحامله، وعليه سعر فائدة محدد، تدفع بشكل دوري وذلك حتى تقوم الجهة المصدرة للسند (المقرض)، باسترداده من خلال دفع قيمة السند والفوائد المترتبة عليه في آجال محددة لحامله (المقرض)، وقد يتضمن العقد شروطًا أخرى لصالح المقرض مثل رهن بعض الأصول الثابتة، كما يتضمن شروطًا لصالح المقرض مثل حق استدعاء السند قبل تاريخ استحقاقه. (أجـين برغـام، ٢٠٠٩، ٣٧٩) (الهـادي، ٢٠٠٨، ٢٢٤)،  
 (VanHorne&Wachowicz, 1995, 69)

ويوضح الجدول رقم (١) خصائص كل من الأسهم العاديـة والممتازـة والـسندات

**الجدول رقم (١)**

### خصائص الأنواع المختلفة من الأوراق المالية

الأـسـهـمـ العـادـيـة Common stocks	الأـسـهـمـ المـمـتـازـة Preferred stocks	الـسـنـدـاتـ Bonds	الـورـقةـ	
			عامل المقارنة	
الـمرـتـبةـ الثـالـثـةـ	الـمرـتـبةـ الثـانـيـةـ	الـمرـتـبةـ الـأـوـلـىـ	ولاً : الحق في الحصول على دخل	١- من حيث الأسبقية
الـمـتـبـقـيـ وـغـيرـ المـتـبـقـيـ	ثـابـتـ وـمـحدـدـ	ثـابـتـ وـمـحدـدـ	٢- من حيث مبلغ الدخل أو العائد	
الـمـرـتـبةـ الثـالـثـةـ المـتـبـقـيـ	الـمـرـتـبةـ الثـانـيـةـ	الـمـرـتـبةـ الـأـوـلـىـ	ثـانـيـاً : الحق في الأصول عند التـصـفـيـةـ	١- درجة الأسبقية
ـغـيرـ مـحدـدـ	ـمـحدـدـ	ـمـحدـدـ	ـمـلـبـغـ	٢- المـلـبـغـ
- المـتـبـقـيـ	- (الـقـيـمـةـ الـأـسـمـيـةـ)	- إـجـارـيـ	ـثـالـثـاً : الحق في استرداد الـقـيـمـةـ	
- غـيرـ مـلـزـمـ	- غـيرـ مـلـزـمـ	- مـحدـدـ مـسـبـقاًـ		
- لـيـسـ لـهـ تـارـيـخـ	- لـيـسـ لـهـ تـارـيـخـ	- وـلـهـ تـارـيـخـ سـدـادـ		
ـاستـحـقـاقـ	ـاستـحـقـاقـ			
- لـهـمـ الـحـقـ	- لـيـسـ لـهـمـ الـحـقـ	- لـيـسـ لـهـمـ الـحـقـ	ـرـابـعاًـ : الحق في التـصـوـيـتـ	

المصدر: الحاج، علي توفيق، الخطيب، عامر علي، ٢٠١٢، إدارة البورصات المالية، ط١، دار الإعصار للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ص٣٤.

## ثانياً : مؤشرات سوق الأوراق المالية

لقياس أداء الأسواق المالية ومعرفة درجة تقدمها ونضجها يستخدم المحللون الماليون والاقتصاديون مجموعة من المؤشرات التي تعكس حركاتها نشاط السوق وكفاءته.

### أ- مفهوم مؤشرات سوق الأوراق المالية واستخداماتها

يعد المؤشر أداة إحصائية تعبر عن قيم مطلقة أو متوسطات أو أرقام قياسية أو معدلات أو موازين مصممة بعينية لقياس التغيرات أو التقلبات التي تحدث في متغير معين من مدة إلى أخرى. ومن هنا يمكن أن تعد مؤشرات الأسواق المالية بأنها أداة إحصائية تقيس التقلبات والتغيرات التي تحصل في تلك السوق من مدة إلى أخرى. (أبو زيد، ٢٠٠٩، ٢٨٠) (جابر، ٢٠٠٥، ٢٤٥). تعد مؤشرات الأسواق المالية مقياساً لنشاط السوق بصفة عامة، حيث يظهر الارتفاع أو الانخفاض أو الثبات في نشاط السوق طوال مدة معينة (يوم أو شهر أو سنة). (داود، ٢٠١٢، ١٩٥)

فضلاً عن ذلك فإن مؤشر السوق يمكن أن يمثل طريقة لقياس الأداء العام لمجموعة من الأسهم، وذلك عن طريق عينة من الأسهم تلخص تغيراتها في رقم وحيد يسمى "مستوى المؤشر" حيث يستخدم هذا الأخير لقياس درجة تطور السوق بصفة خاصة والاقتصاد بصفة عامة. (شرابي، ٢٠١٠، ٩١)

ما تقدم يمكن تعريف مؤشر سوق الأوراق المالية بأنه تقنية أو أداة إحصائية تستخدم لقياس نشاط السوق المالي المنظم أو غير المنظم أو كلاهما وذلك عن طريق اختيار عينة من أسهم الشركات التي يتم تداولها في السوق المالي، من خلال التنبؤ بالتغييرات التي تحدث في المؤشر في المدة المستقبلية ومقارنتها بأوقات سابقة، وهو بذلك يقيس تحركات أسهم متعددة ويظهر الارتفاع أو الانخفاض أو حتى الثبات في نشاط السوق.

ولمؤشر الأسواق المالية عدة استخدامات تتعلق بأطراف التعامل في الأسواق المالية يمكن حصرها أهمها بما يأتي:-

#### ١- التنبؤ بطبيعة النشاط الاقتصادي

تستخدم مؤشرات سوق الأوراق المالية كأداة للتنبؤ بحالة النشاط الاقتصادي، إذ يمكن للمؤشر أن يعطي تلميحات مسبقة بحدوث انتعاش أو انكماش اقتصادي. (مصطفى، ١٩٩٧، ٤٥-٧١)

## ٤- قياس أداء المحفظة الاستثمارية

نظراً لكون مؤشر السوق انعكاساً لحركة أسعار كافة الأسهم المتداولة في السوق فإنه يعطي للمستثمر القدرة على المقارنة بين عائد المحفظة وبين العائد السوفي الذي يقيسه المؤشر. (هندي، ١٩٩٩، ١٣٠)

## ٣- التنبؤ بحالة السوق

يمكن للمحللين الماليين والاقتصاديين الوقوف على طبيعة العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية وبين التغيرات التي تطرأ على مؤشرات الأسواق المالية للتتبؤ مقدماً بما ستكون عليه حالة السوق في المستقبل القريب، وهو ما يساعد المستثمرين على ترشيد قراراتهم الاستثمارية وتنفيذها في التوقيت المناسب. (هندي، ١٩٩٩، ١٣٠) (Chauvet & Potter, 2000, 87-)

(111)

## ٤- الحكم على أداء المديرين

وفقاً لفكرة التوسيع الساذج (\*) يمكن للمستثمر الذي يمتلك محفظة من الأوراق المالية المختارة عشوائياً، أن يحقق عائدًا يعادل تقريباً عائد السوق (متوسط معدل العائد على الأوراق المالية المتداولة في السوق) الذي يعكسه المؤشر. (هندي، ١٩٩٩، ١٣٠)

## ٥- تقدير مخاطر المحفظة

تستخدم المؤشرات في قياس المخاطر النظامية (Systematic Risk) وهي مخاطر لها صفة العموم تصيب عوائد جميع الأوراق المالية لأن مصدرها هو الظروف العامة سواءً كانت اقتصادية أو سياسية ، والتي من الصعب التخلص منها بواسطة تنويع محفظة الأوراق المالية. (المولى، ٢٠٠٤، ١٦)

## ب- المؤشرات الرئيسية لقياس أداء سوق الأوراق المالية

عادة ما تصنف مؤشرات الأوراق المالية إلى نوعين من المؤشرات هما:-  
Bodie et al., 2008, 40

---

(\*) التوسيع الساذج Naive diversification يقصد به زيادة عدد الأوراق المالية التي تحتويها المحفظة الاستثمارية بشكل عشوائي، حيث كلما زاد عدد الأوراق المالية قلت المخاطرة. للمزيد عن ذلك انظر:-

بن موسى، كمال، ٢٠٠٤، المحفظة الاستثمارية ومخاطرها، مجلة الباحث، عدد ٣، ص ٣٧-٤٨.

مؤشرات تقيس حالة السوق بصفة عامة. وتصاغ هذه المؤشرات على أساس سلة من أسهم عدد من الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية وبطريقة تتيح للمؤشر أن يعكس الوضع المالي للسائد في السوق ومن أمثلة هذه المؤشرات مؤشر فاينلشيل تايمز أو مؤشر S&P500.

-مؤشرات تقيس حركة أسعار الأسهم بالنسبة لصناعة معينة أو قطاع معين. وفي هذه الحالة يبني المؤشر على أساس سلة من أسهم الشركات التابعة لنفس الصناعة أو القطاع مثل مؤشر لووجونز لقطاع النقل، ومؤشر S&P لقطاع الخدمات العامة.

كما ان هناك عدة مؤشرات تستخدم لقياس أداء السوق وتطوره من أهمها:

## ١- المؤشر العام لأسعار الأسهم Stock Prices Index (SP)

هو مؤشر إحصائي يستخدم لقياس الأداء الكلي للسوق من خلال متابعة الحركة العامة لسوق الأوراق المالية ويتألف عادةً من مجموعة من الأوراق المالية، يفترض أنها تعكس حالة السوق بكماتها. (جاير ، ٢٠٠٥، ٢١٥)

ويكتسب المؤشر العالمي لأسعار الأسهم أهمية كبيرة لمختلف المتعاملين في السوق المالي، إذ يمكن أن يعطي تلميحات مهمة عن أداء السوق من خلال ارتفاعه أو انخفاضه. (الحمداني والعبادي، ٢٠٠٧، ١٣٢، ١٤٧)

## ٢- مؤشر حجم السوق Market Size Index

يعد حجم السوق أحد المؤشرات المهمة التي تعكس نشاط الاستثمار في الأوراق المالية، ويقاس من خلال مؤشرين:

## أ- مؤشر القيمة السوقية (MC) (معدل رسملة السوق)

يُقصد بـ**برسملة السوق** (Capitalization) مجموع قيم من الأوراق المالية المدرجة في السوق بمتوسط أسعارها في نهاية المدة، كما يشير أيضاً إلى إجمالي قيمة الأوراق المالية المدرجة في السوق، كما يعبر عنها في بعض الأحيان بقيمة أسهم الشركات المدرجة في السوق تبعاً لأسعار السوق المالية. (العاني، ٢٠٠٢، ٦٠-٦١)

أما معدل رسملة السوق فغالباً ما يقاس من خلال قسمة القيمة السوقية للأسهم المدرجة في السوق إلى الناتج المحلي الإجمالي، ويفترض المحللون الاقتصاديون والماليون بأن معدل رسملة السوق يرتبط ارتباطاً وثيقاً مع القدرة على تعبئة رؤوس الأموال وتتنوع المخاطر. ويحسب معدل رسملة السوق بالصيغة الآتية: (Levine & Zervos, 1996, 10)

جیٹ:

**(Market Capitalization Rate) MCR: معدل رسملة السوق**

MC: رسمة السوق (القيمة السوقية للأوراق المالية المدرجة في السوق)

(GDP: الناتج المحلي الإجمالي)

وتعكس رسملة السوق مستوى نشاط السوق، فكلما ارتفعت قيمة هذا المؤشر دل ذلك على ارتفاع حجم السوق، سواءً من حيث زيادة عدد الأسهم، وعدد الشركات المدرجة فيه، أو ارتفاع الأسعار الذي قد يكون انعكاساً لارتفاع حجم المعاملات المالية أو كليهما معاً، ومن ثم يكون ذلك انعكاساً لارتفاع النشاط الاقتصادي. (العاني، ٦٢، ٢٠٠٢)

## ب- مؤشر عدد الشركات (NC)

يعبر هذا المؤشر عن عدد الشركات المدرجة في السوق المالية، التي يتم تداول أوراقها المالية في السوق المنظمة ويقاس نموها نسبة إلى السنوات السابقة، ويمكن استخدام هذا المؤشر بوصفه مؤشراً إضافياً للدلالة على حجم السوق. (آل طعمة، ٢٠٠٧، ١٥)

وتشير الزيادة في عدد الشركات إلى تطور السوق المالي في البلد المعنى لأنَّ هذا المؤشر قد يفقد دلالته إذا لم يصاحبه استخدام مؤشر القيمة السوقية فقد يكون عدد الشركات المدرجة كبيراً ولكن اجمالي القيمة السوقية لأسهم تلك الشركات صغير. (اندرواس، ٢٠٠٥، ٩٥)

## ٣-مؤشرات السيولة Liquidity Indicators

تعني سيولة السوق قدرة المتعاملون في السوق على بيع وشراء الأوراق المالية بسهولة ويسر. ويمكن حساب درجة السيولة في السوق عن طريق المؤشرات الآتية:

## أ-مؤشر حجم التداول (TV)

يعرف حجم التداول بأنه قيمة الأوراق المالية المتداولة، أي التي يتم تداولها في قاعة السوق خلال مدة زمنية معينة (الجميل، ٢٠٠٩، ٢٧٦)، ويقاس معدل التداول من خلال قسمة مجموع الأسهم المتداولة في السوق إلى الناتج المحلي الإجمالي. ويحسب بالصيغة الآتية: (مباركى، ٢٠٠٤، ٣١)

حِدْثٌ:

TVR: معدل حجم التداول.

TV: قيمة الأوراق المالية المتداولة.

الناتج المحلي الإجمالي (GDP):

ويعتمد حجم التداول أساساً على العرض والطلب للأوراق المالية ويمكن أن يعطي مؤشراً على حدوث نقاط الانعطاف (Turning Point) في الأسعار للسوق أو لمجموعة محددة من الأسهم. (شموط وكنجو، ٢٠١٠، ٣٢٤)

#### **بـ- مؤشر معدل دوران الأسهم Shares Turnover Index**

يعبر معدل دوران الأسهم عن حركة الأسهم داخل السوق كنسبة مئوية من أسهم الشركات المدرجة في السوق، إذ يمثل هذا المؤشر ( أحجام التداول / قيمة الأسهم المتداولة) / القيمة السوقية × ١٠٠ فإذا ما ارتفعت قيمة الأسهم المتداولة بمعدلات أكبر من ارتفاع القيمة السوقية تعاظمت قيمة هذا المؤشر والذي يشير بدوره إلى سيولة السوق المالية، ويمكن حسابه بالصيغة الآتية: (حنفي وقرنيا، ٢٠٠٠، ٣١٣)

$$TR = \frac{TV}{MC}$$

حيث:

TR: معدل دوران السهم.

TV: حجم التداول.

MC: القيمة السوقية.

ويكمل هذا المؤشر مؤشر رسملة السوق في توضيح درجة نشاط السوق، إذ من الممكن أن يكون هناك سوق ذات حجم كبير ولكنها غير نشطة بالرغم من ارتفاع رسملة السوق إلا أن معدل الدوران فيها منخفض.

من جانب آخر يكمل معدل الدوران مؤشر حجم التداول، إذ يوضح حجم التداول حجم المعاملات في سوق الأوراق المالية بالنسبة لحجم الاقتصاد في حين أن معدل الدوران يقيس حجم المعاملات بالنسبة للسوق. (العاني، ٢٠٠٩، ١٠٤) (Levine & Zervos, 1996, 7-8)

#### **٤- مؤشر درجة تركز السوق Market Concentration Index**

يمثل هذا المؤشر قدرة الأوراق المالية على تهيئة البيئة الملائمة لتوزيع الطلب على الأوراق المالية التي تصدرها الشركات المدرجة بشكل متناسق أي عدم ترکزها على عدد محدد من الأسهم التي تصدرها.

ولقياس درجة تركز السوق يتم حساب نصيب أكبر عشر شركات من إجمالي رأس المال السوقي أو في إجمالي قيمة التداول، وتعد السوق أكثر كفاءة كلما انخفضت درجة التركز، وبالتالي تزداد تأثيرها في النشاط الاقتصادي القومي. (الدعمي، ٢٠٠٨، ١٢٤) (حمد، ٢٠١١)

(٢٢٠-١٨٨)

## المبحث الثاني

### أسعار الصرف

تتطلب العلاقات الاقتصادية و المالية للدولة مع باقي دول العالم وجود أداة قياس تعبّر عن تكافؤ العملة المحلية مع عملات الدول الأخرى. فقيام التجارة والاستثمار وانقال رؤوس الأموال بين الدول قد ولد الحاجة لضرورة توفير عملات أجنبية ترتبط بعلاقات مشاركة مع العملة المحلية يتم على أساسها إجراء ذلك. وهي بذلك تحمل أهمية كبيرة في الاقتصاد كونها يلعب تغيرها دوراً بارزاً في تحديد القدرة التنافسية للاقتصاد ومن ثم وضع ميزان المدفوعات ومعدلات التضخم والنمو الاقتصادي.

#### أولاً : مفهوم سعر الصرف

نظراً لتوسيع نطاق الجدل الدائر بين الاقتصاديين على وضع مفهوم محدد لسعر الصرف. فقد تعددت مفاهيم سعر الصرف وتتنوعت، إلا أنه يمكن إبراز أهم هذه المفاهيم من خلال الجدول الآتي:

#### الجدول (٢) مفاهيم سعر الصرف

المصدر	المفهوم
البرواري، ١٩٩٣، ٣	١- قيمة العملة المحلية مقابل العملة الأجنبية
الحسيني، ٢٠٠٢، ١٤٨	٢- النسبة التي يتم على أساسها مبادلة الوحدات النقدية المحلية بالوحدات النقدية الأجنبية في وقت معلوم
Mishkin, 2004, 435	٣- سعر عملة بلد إزاء عملة بلد آخر
Dunn & Mutti, 2004, 342	٤- عدد الوحدات النقدية من العملة الأجنبية التي تدفع ثمناً لشراء وحدة واحدة من العملة المحلية
الدليمي، ٢٠٠٥، ٤	٥- السعر الذي يتم بموجبه استبدال العملة المحلية بالعملة الأجنبية
Appleyard et al., 2006, 466	٦- سعر عملة بعملة أخرى، يتغير في سوق الصرف وفقاً للعرض والطلب على العملات
حسين، ٢٠٠٨، ٢٩	٧- السعر الذي يوضح ويبين قيمة الوحدة النقدية المحلية مقارنة بالوحدة النقدية الأجنبية خلال مدة زمنية معينة
نسمان، ٢٠٠٨، ٣٢	٨- المعدلات المستخدمة لتحويل عملة محلية إلى عملة أخرى
يمينة، ٢٠١١، ٢	٩- نسبة مبادلة عملتين

مما نقدم يمكن أن نخلص إلى أن سعر الصرف يعبر عن العلاقة التي تربط بين العملة المحلية والعملات الأجنبية، والمتمثلة بنسبة مبادلة وحدة واحدة من العملة المحلية مقابل وحدات العملة الأجنبية وبالعكس بحيث تعد الأولى ثمناً للثانية أو بالعكس.

وعليه فإن سعر الصرف يتحدد بإحدى طريقتين: (سمية، ٢٠١٠، ٣) (هجيرة، ٢٠١٢، ٢٠٠٩، ٢٠)

تتمثل الطريقة الأولى والتي تعرف بالطريقة المباشرة أو المؤكدة والتي يعبر من خلالها عن عدد الوحدات من العملة الأجنبية التي يجب دفعها للحصول على وحدة واحدة من العملة المحلية (قليل من الدول تستعمل هذه الطريقة من بينها بريطانيا).

أما الطريقة الثانية والتي تعرف بالطريقة غير المباشرة أو غير المؤكدة فتعبر عن عدد الوحدات من العملة المحلية الواجب دفعها للحصول على وحدة واحدة من العملة الأجنبية (معظم دول العالم تستخدم هذه الطريقة).

### ثانياً : أنواع سعر الصرف : The types of Exchange Rate

يعد سعر الصرف أداة تربط الاقتصاد المحلي مع الاقتصاديات الأخرى، وهو بذلك يظهر قيمة للعملة المحلية مقابل العملات الأجنبية أو العكس، وتتعدد أسعار الصرف عدة أشكال أهمها:

#### ١- سعر الصرف الاسمي: Nominal Exchange Rate(ERN)

يعرف سعر الصرف الاسمي على انه سعر وحدة من عملة أجنبية بدلالة وحدات من العملة المحلية (Frank & Berananke, 2004, 783)، إذ إن سعر الصرف الاسمي يمثل المقياس لقيمة عملة إحدى البلدان التي يمكن مبادلتها بقيمة عملة بلد آخر (Miles & Scott, 2005, 498) ويتحدد سعر الصرف الاسمي وفقاً لقوى العرض والطلب على العملة في سوق صرف العملات في لحظة زمنية ما، فهو يمثل سعر العملة الجاري الذي لا يأخذ في الحسبان قوة العملة الشرائية فهو يقيس الأسعار النسبية بين عملتين نقديتين. (العباس، ٢٠٠٢، ٢)

#### ٢- سعر الصرف الحقيقي (ERR)

يشير سعر الصرف الحقيقي إلى السعر الذي يعكس أسعار السلع والخدمات في البلدان الأخرى بدلالة أسعارها المحلية. (Wickens, 2008, 160)

وهو بذلك يأخذ في الحسبان معدلات التضخم في كلا البلدين، فكلما كان معدل التضخم ثباتاً في كلا البلدين فإن سعر الصرف الحقيقي سيتخذ القيمة الثابتة أيضاً.

عبدالقادر، ٢٠١١، ٤) وعليه فإنه يتم حساب سعر الصرف الحقيقي وفق المعادلة الآتية: (احمد وحشمت، ٢٠٠٦، ٤٨)

حیث:

النسبة المئوية: سعر الصرف الحقيقي

الاسمي: سعر الصرف  $ERn$

\*: الرسم القياسي للأسعار الأجنبية

P: الرقم القياسي للأسعار المحلية

ويعد سعر الصرف الحقيقي مؤشراً جيداً للقدرة التنافسية التي تتمتع بها الدولة في الأسواق العالمية حيث يقيس سعر الصرف الحقيقي تكلفة إنتاج السلع المحلية الداخلة في التجارة مقارنة بتكلفة إنتاجها في دول أخرى، فعند حدوث أي خلل في القيمة الخارجية للعملة (ارتفاعاً وإنخفاضاً) يؤثر على القدرة التنافسية على المستوى الدولي. (حضر، ٢٠١٢، ٢١)

### ٣- سعر الصرف الاجمالي الفعّال: Nominal Effective Exchange Rate (ERne):

يعبر سعر الصرف الاسمي الفعل عن المؤشر الذي يقيس متوسط التغير في سعر صرف عملة ما بالنسبة لمجموعة أو سلة من العملات الأجنبية في مدة زمنية ما. ومن ثم فإن مؤشر سعر الصرف الاسمي الفعل يساوي متوسط عدة أسعار صرف ثنائية. ويعكس بذلك مدى تحسن أو تطور عملة بلد ما بالنسبة لمجموعة أو سلة من العملات الأخرى.(بن طيرش، ٢٠١١، ٤٩) ويحسب سعر الصرف الاسمي الفعل بالصيغة الآتية: (الصادق ولطيفة، ١٩٩٧،

حِدْثٌ:

• سعر الصرف الاسمي الفعال:  $ERne$

Ei: سعر الصرف الاسمي الثنائي.

#### ٤- سعر الصرف الحقيقي الفعال: (ERRe)

هو متوسط موزون للأسعار الصرف الاسمي للفعالة معدلاً بنسبة التضخم في البلد والتضخم في مجموعة بلدان الشركاء التجاريين، ومن ثم فهو يقيس متوسط موزون لاختلاف القوة الشرائية للعملة المحلية بالمقارنة بمدة أساس مختارة. (بيرو، ٢٠٠٨، ٦٥).

وهو بذلك يقيس تطور القيمة الحقيقية للعملة مقابل سلة من العملات الأجنبية لشركائه التجاريين إلا أنه يأخذ في الحسبان معدل التضخم في البلد المحلي وبلدان شركائه التجاريين. ويحسب سعر الصرف الحقيقي الفعّال بالصيغة الآتية: (الصادق ولطيفية، Darvas, 2012, 1) (١٩٩٧، ٣٨-٤٠)

إذ إن IERR: يمثل مؤشر سعر الصرف الحقيقي

حیث:

ERre: سعر الصرف الحقيقي الفعلي.

جـ) يمثل قيمة صادرات الدولة المحلية إلى الدولة (جـ) في سنة الأساس ومقومة بعملتها.

مؤشر أسعار الدولة (j) في سنتي المقارنة والأساس على التوالي.

<sup>i, po</sup>pt:مؤشر أسعار الدولة المحلية في سنتي المقارنة والأساس على التوالي.

التوالي. على الأساس الأساسي المقارنة سنتي في الأجنبية العملة العملة المحلية مقابل العملة الأجنبية سعر صرف العملة المحلية مقابل العملة الأجنبية في سنتي المقارنة الأساس على  $Eo^{ji}$   $Et^{ji}$ .

$ER_{rt}^{ij}$ : سعر الصرف الحقيقي للعملة (i) مقابل (j) في سنة المقارنة.

$ER_{Ro}^{ij}$ : سعر الصرف الحقيقي للعملة (i) مقابل (j) في سنة الأساس.

و الهدف الأساسي من حساب سعر الصرف الحقيقي الفعّال هو قياس التغيرات في درجة منافسة أسعار سلع الدولة المحلية مقارنة بأسعار سلع شركائها التجاريين، ومن هنا فإن مؤشر سعر الصرف الفعال الحقيقي أداة مهمة للسلطات النقدية لتوقع الضغوط (التنازليّة أو التصاعديّة) على ميزان مدفوعات الدولة أو على عملتها، كما إنه مؤشر على رغبة القطاعات الاقتصادية بإنتاج سلع للتصدير. (بربور، ٢٠٠٨، ٦٧).

## ٥- سعر الصرف المعدل: Adjusted Exchange Rate(ERA)

هو السعر الذي يرتبط بواقع ميزان المدفوعات، فهو مرتبط بال الصادرات والواردات ويمكن صياغته بالطريقة الآتية: (معروف، ٢٠٠٥، ٣٠٤)

حیث:

ERA: سعر الصرف المعدل

### F: سعر الصرف الجاري

### X: قيمة الواردات المحتسبة بالعملة المحلية

## M: قيمة الصادرات المحتسبة بالعملة المحلية

## ٦- سعر الصرف التقاطعي: Cross Exchange Rate (ERc)

يمثل سعر صرف عملة أجنبية مقابل سعر صرف عملة أجنبية أخرى بدلالة العملة المحلية، (سليمان، ٢٠٠٤، ٢٣) وينشئ هذا النوع من سعر الصرف لوجود فائدة الصرف بين العملات. (حسين، ٢٠٠٨، ٣٧).

## ٧- سعر الصرف الآني والآجل: (ERs)(ERf) The Spot and Forward Exchange Rate

يعرف سعر الصرف الآني بأنه معدل الصرف الذي من خلاله تتم المتابعة بالعملات  
بتسليم حاضر، حيث تتم المبادلة ويتم الاتفاق على تسليم العملة عند تاريخ الشراء. (كريم،  
(٢٠١٠، ٥٧)

والواقع انه ليس كل عمليات البيع والشراء تتم بشكل فوري، إذن هناك صفقات وعقود مستقبلية تتبادل الودائع بتاريخ مستقبلي، حيث يتم الاتفاق على عملية البيع والشراء من الزمن الحاضر، غير أن التسليم يكون في تاريخ مستقبلي محدد، وعلى هذا الأساس ظهر مفهوم سعر الصرف الآجل الذي يقصد به سعر الصرف الذي يؤمن للتسليم المستقبلي. (حسين، ٢٠٠٨، ٣٢) ويحسب سعر الصرف الآجل بالصيغة الآتية: (المعروف، ٢٠٠٥، ٣٠٥)

حیث:

## سعر الصرف الآجل: $ER_f$

## ١: سعر الصرف في البلد المعنى

## r<sub>2</sub>: سعر الصرف في البلد المقارن

$ERS_1$ : سعر الصرف الآني (الفوري)

وعادة ما يكون سعر الصرف الآجل للعملة الأجنبية بعلاوة أو خصم عن سعر الصرف الآتي. (حسين وآخرون، ٢٠٠٤، ٦)

### ثالثاً : النظريات المفسرة لسعر الصرف

في محاولة لتفسيير تعدد أسعار الصرف وتتنوع أشكالها فقد قدم الفكر الاقتصادي العديد من النظريات التي يمكن إدراج أهمها بما يأتى:

## ١- نظرية تعادل أو تكافؤ القوة الشرائية PPP

## The purchasing power parity theory

تبين نظرية تعادل القوة الشرائية والتي تعود إلى الاقتصادي السويدي كوستاف كاسيل (Gustav Gassel) أن سعر أي عملة يتحدد وفقاً لـلقوة الشرائية لهذه العملة في السوق المحلية مقارنة بقوتها الشرائية في الأسواق الخارجية، أي إن العلاقة السائدة هي علاقة الأسعار في الدولة المحلية بالنسبة للأسعار السائدة في الدول الأخرى التي تتشارك معها في التبادل التجاري. (علي والجنابي، ١٩٩٢، ١٠٥) وهو بذلك يحسب عن السعر الذي يتم فيه تحويل عملة بلد ما إلى عملة بلد آخر لشراء نفس المم من السلع والخدمات في كل بلد. (كاللين، ٢٠٠٧، ٥٠)

وعليه فإن التغيرات التي تحدث على مستوى أسعار الصرف تعكس التباين في الأسعار النسبية لكلا الدولتين، أما سعر التوازن الذي يستقر عنده سعر الصرف في زمن معين هو السعر الذي تتساوى عنده القوة الشرائية للعملتين. (حضر، ٢٠١٢، ٣٤).

ويتمكن الحصول على سعر الصرف وفقاً لهذه النظرية بالآتي: (علي، ٢٠٠٥،

حَدَثَ:

## ـ سعر الصرف: ER

## Pt: مستوى الأسعار المحلية

مستوى الأسعار الأجنبية:  $P_t^*$

وتوضح المعادلة (٩) بأن مستوى الأسعار المحلية يتكافئ مع سعر الصرف مضروبة في مستوى الأسعار الأجنبية.

## ٢- نظرية تعادل أسعار الفائدة: The Purchasing Interest Rate Theory

تعتبر نظرية تعادل أسعار الفائدة من أكثر النظريات المعروفة في العلاقات المالية الدولية. وتبيّن هذه النظرية علاقـة سعر الصرف بين عـملـتين اعتمـادـاً عـلـى سـعـرـ الفـائـدةـ في عملـةـ الدولـتينـ. (سلـيـمانـ، ٢٠٠٤ـ، ٣٧ـ)

حيث تسعى نظرية تعادل أسعار الفائدة للكشف عن الترابط الموجود بين السوق النقدي الوطني وسوق الصرف، من خلال المبدأ المتمثل في أن تغير سعر الفائدة في بلدان لابد وان يؤثر في نسبة تغير سعر الصرف.(بن طيرش، ٢٠١١، ٥٥) ويتم التعبير عن هذه النظرية رياضياً بالشكل الآتي:(عبدالقادر، ٢٠١١، ١١)

## وبصورة أخرى

حوث:

M: الأموال التي يتم توظيفها.

$E_s$ : سعر الصرف الآني.

$E_f$ : سعر الصرف الآجل.

E: معدل الفائدة الخارجي الاسمي.

iD: معدل الفائدة الداخلي الاسمي.

و تؤدي المعادلة (١١) إلى:

وبطريق (١) من المعادلة (١٢) نحصل على:

وإذا كانت  $E$  أقربية من الصفر يمكننا كتابة المعادلة الآتية:

## ٣- النظرية الإنتاجية Productivity Theory

يرى أصحاب هذه النظرية أنه من أجل تحقيق التوازن الاقتصادي والاستقرار النقدي للدولة يجب أن يسير سعر الصرف في نفس اتجاه القوى الإنتاجية لهذه الدولة، على أساس أن لحجم وكفاءة الجهاز الإنتاجي الأثر الكبير في تحديد سعر صرف العملة المحلية. (هجيرة، ٢٠١٢، ٥٩) فكلما ارتفع مستوى الإنتاجية في دولة ما سيؤدي إلى زيادة حركة رؤوس الأموال

الأجنبية لها بهدف الاستثمار في عمليات الإنتاج مما يؤدي إلى زيادة الطلب على عملة هذا البلد ومن ثم تحسن سعر صرف عملتها، ويحدث العكس في حالة انخفاض مستوى الإنتاجية، فإذا تدخلت الحكومات في تحديد سعر الصرف يصبح الاعتماد على هذه النظرية خاطئه.

(٣٤) (٥٩، ٢٠١٠، ٢٠١٢) (سمية، هير، ٢٠١٢)

## ٤- النظرية النقودية : Monetary Theory

تفضي هذه النظرية بأن سعر الصرف هو ظاهرة نقدية بحتة نظراً لأنّه بالمحددات الحقيقة للطلب على النقود، فعرض النقود في البلد يتحدد بشكل مستقل من قبل السلطات النقدية الممثلة (البنك المركزي). أما الطلب على النقود فيتوقف على مستوى الدخل الحقيقي وعلى المستوى العام للأسعار وعلى سعر الفائدة. (نعمـة، ٢٠٠٧، ١٣-١٤)

من جانب آخر يمارس سعر الفائدة تأثيراً كبيراً على سعر الصرف، فارتفاع سعر الفائدة في دولة ما مع ثبات أسعار الفائدة في الدول الأخرى يدفع بالأرصدة النقدية إلى التدفق تجاه هذه الدولة ومن ثم زيادة الطلب على عملتها في سوق الصرف الأجنبي محدثةً ارتفاع في سعر الصرف، ويحدث العكس في حالة انخفاض سعر الفائدة، غير أن سعر الفائدة لا يعمل بمعزل عن المعروض النقدي، فقد يلغى أحدهما أثر الآخر ومن ثم لا يحدث تغير في سعر الصرف، فإذا لم يحدث تغير غير متوقع في المعروض النقدي في المستقبل القريب، فإن سعر الصرف لن يتأثر كثيراً لأن سعر الفائدة الاسمي سينخفض نتيجةً لانخفاض المتوقع في المعروض النقدي. (كريم، ٢٠١٠، ٦٣) و تستند النظرية النقدية في تحديد سعر الصرف على العلاقات الآتية: (العطواني، ٢٠٠٩، ٣٨)

$$P = ER \cdot P^* \quad \dots \dots \dots \quad (17)$$

وبإعادة ترتيب المعادلة (١٧) نحصل على:

حدث:

M: عرض النقد.

P: المستوى العام للأسعار .

### أ: معدل الفائدة الاسمي:

## ٧: مستوى الدخل الحقيقي:

ER: سعر الصرف (بوحدات من العملة المحلية لكل وحدة من العملة الأجنبية).  
k: الطلب على النقود (نسبة ما يرغب الاحتفاظ به من الدخل القومي بشكل سائل).  
\*: البلد الأجنبي.

وبذلك تشير النظرية النقدية إلى أن التغيرات في عرض النقد المحلي سيؤثر في سعر صرف العملة المحلية، فانخفاض عرض النقود يؤدي إلى ارتفاع سعر الفائدة الحقيقي في الاقتصاد المحلي مقارنة بنظيره في الخارج مما يؤدي إلى تدفق الصرف الأجنبي ونتيجة لذلك تزداد قيمة العملة المحلية. (نعم، ٢٠٠٧، ١٥)

وبذلك تشدد النظرية على دور اختلال التوازن النقدي في تقسيم تحركات الصرف في سوق الصرف الأجنبي.

## ٥- نظرية توازن المحفظة: Portfolio- Balance Theory

عدت نظرية توازن المحفظة العملة المحلية إحدى الموجودات المالية المتعددة التي قد يرغب مقيمو البلد في حيازتها. (أينالز وفانهوز، ٢٠١٠، ٣٩٥) وتفترض هذه النظرية التي تضمنت مساهمات كلاً من: Dooly Isard Kow Poster & بأن العملة الأجنبية والأصول المالية الأجنبية خاصة السندات منها يمكن استبدالها بالعملة المحلية، والأصول المالية المحلية، أي إن هناك إحلال إلاّ أنه غير تام بين الأصول المالية المحلية والأجنبية، وعليه فإن الأفراد يملكون في محفظتهم المالية أصولاً بعملات مختلفة، حيث تم إدخال محدد آخر لسعر الصرف ناتج عن الإحلال غير التام بين الأصول المحلية والأجنبية وإن تغير سعر الصرف له أثر على ثروة مالكي الأصول المالية حيث إن: (أخضر، ٢٠١٢، ٤٢)

$$W = M + B + EF \dots \dots \dots (22)$$

معادلة التوازن في سوق الأوراق المالية الأجنبية (25)

حیث ان:

W: تمثل الثروة

## M: عرض النقد المحلي.

## B: الأصول المالية المحلية.

### EF: الأصول المالية الأجنبية.

٤: سعر الفائدة المحلي.

\*i: سعر الفائدة الأجنبي.

y: الدخل.

p: مستوى الأسعار.

## ٦- نظرية ميزان المدفوعات<sup>(\*)</sup>: Balance of payment theory:

تعتمد هذه النظرية في تحديد سعر الصرف على النتيجة النهائية لميزان مدفوعات دولة ما فهي تعد سعر الصرف جزء من نظرية الأسعار ومن ثم فإن سعر الصرف يتحدد في ضوء قاعدة العرض والطلب ومن ثم فإن حالة ميزان المدفوعات تعد العامل الحاسم في تحديد سعر صرف العملة المحلية الاسمي نظراً لكون ميزان المدفوعات وفقراته المختلفة هي المصادر الأساسية لطلب البلد على العملات الأجنبية وعرضه لعملته المحلية.(كنونة، ١٩٨٠، ٢٢٣)

على الرغم من أهمية هذه النظرية في تحديد سعر الصرف غير أنها واجهت انتقادات تمثلت بإهمالها لتأثير سعر الصرف على ميزان المدفوعات.(نعمة، ٢٠٠٧، ١٣)

كما انه من الصعوبة التوصل إلى تحديد وضع ميزان المدفوعات الذي يحدد سعر الصرف نظراً لاختلافات توازنه الحسابي عن توازنه الاقتصادي (\*\*). (العطواني، ٢٠٠٩، ٣٦)

## خامساً: أنظمة أسعار الصرف: Foreign Exchange Systems

لقد شهد القرن التاسع عشر والقرن العشرون تحولات كبيرة في أنظمة الصرف وأسعارها المعتمدة (محلياً وخارجياً)، كما تبينت أنظمة الصرف المستخدمة في دول العالم، فهناك دولً تبنيت فكرة تثبيت سعر صرف عملتها في مقابل عدم وجود سياسات نقدية واقعية، وهناك دول أخرى وجدت أن الحل الأمثل للحد من التضخم هو في إتباع نظام سعر الصرف الثابت، وهناك من اعتبر نظام سعر الصرف المرن أو (المعوم) هو الأمثل لأنه يحقق مكاسب إذا ما توفر الاستقرار المالي والنقدی بجانب رفع كفاءة الجهاز المصرفی. (حضر، ٢٠١٢، ٢٤) ومن ابرز أنظمة الصرف المستخدمة في تحديد سعر صرف العملات المحلية هي:

## ١-نظام سعر الصرف الثابت Fixed Exchange Rate System:

(\*) للمزيد عن نظرية ميزان المدفوعات انظر إلى:

- هجيرة، عبدالجليل. ٢٠١٢. آثار تغيرات سعر الصرف على الميزان التجاري. دراسة حالة الجزائر. رسالة ماجستير، جامعة أبي بكر بلقايد. ص ٥٧.
  - سمية، موري. ٢٠١٠. آثار تقلبات أسعار الصرف على العائدات النفطية. دراسة حالة الجزائر. رسالة ماجستير. جامعة أبي بكر بلقايد. ص ٣٣.
  - كريم، فلاح حسين. ٢٠١٠. دور السياسة النقدية في استقرار سعر الصرف في العراق (دراسة قياسية للمدة من ١٩٨٠ - ٢٠٠٨). رسالة ماجستير. جامعة بغداد. ص ٦٦.

(\*) لأن التوازن الحسابي على أساس القيد المزدوج لا يعني بالضرورة التوازن الاقتصادي الذي ينصرف إلى بعض حسابات الميزان، وهي الحساب الجاري وحساب رأس المال، فإذا كان هناك فرق في مجموع الحقوق والديون يؤدي إلى اختلال في التوازن الاقتصادي ويتم تعطية هذا الفرق عن طريق الاحتياطيات الدولية للوصول إلى التوازن الحسابي.

وفقاً لنظام سعر الصرف الثابت تحدد البنوك المركزية أسعار صرف عملاتها على أساس عملة أجنبية (الدولار مثلاً). ولا تترك لتقلب العرض والطلب في السوق الحرية دوراً في تحديده. ويكون تدخل البنوك المركزية في سوق الصرف الأجنبي بالبيع أو الشراء بأي كميات، بحيث تمنع سعر الصرف من الانحراف عن السعر المحدد وبأكثر من نسبة معينة في الارتفاع والانخفاض (غالباً ما تكون النسبة في حدود 1% في السعر المحدد). حيث يدار نظام أسعار الصرف الثابتة بنفس الطريقة التي يتم بها التدخل في سوق سلعة معينة، ففي ظل نظام طلب وعرض معينين للعملة الأجنبية، يقوم البنك المركزي ببيع ما يعادل فائض الطلب أو شراء ما يعادل فائض العرض من العملة الأجنبية. (موسى وأخرون، ٢٠١٢، ١٦٣-١٦٤)

## ٢- نظام سعر الصرف المرن: **Flexible Exchange Rate System**

يترك تحديد سعر الصرف للعملة بناءً على نظام سعر الصرف المرن أو المعوم لقوى العرض والطلب في السوق، انتلاقاً من وصفه سلعة كباقي السلع تحدد قيمتها في سوق الصرف الأجنبي وفقاً لقوى العرض والطلب وبعيداً عن تدخل السلطات النقدية. ومن ثم فلن تتحمل تلك السلطات أي عبء في مجال علاج الخلل في ميزان المدفوعات سواء أكان عن طريق الحد من الواردات أو عن طريق إحداث تغيرات معينة في مستويات الأسعار، أو إحداث تغيرات في أسعار الفائدة أو وضع قيود على انتقالات رؤوس الأموال وذلك لكون جهاز الأسعار يتکفل بأحداث التغيرات المناسبة في أسعار الصرف والتي تتعكس بدورها على قيمة كل من الصادرات والواردات وحركة رؤوس الأموال وبهذا ستتفي الحاجة إلى وجوب تدخل البنك المركزي من أجل الحفاظ على ثبات سعر صرف عملتها. (الدليمي، ٢٠٠٥، ١٨) (العامري، ٢٠١٣، ١٤٢)

ويطلب نظام سعر الصرف المرن إدارة نقدية متطور قوادهاً اقتصادياً مرتقعاً يتمتع بقدرات إنتاجية ضخمة قادرة على التوافق مع آليات سعر الصرف المرن. (الناشا، ١٩٩٦، ٣٣).

ولقد ميز الاقتصاديون ضمن هذا النظام نوعين من التعويم هما:

### أ- التعويم النظيف **Clean floating**

يقوم هذا النوع من التعويم على أساس قيام السلطات النقدية بترك سعر الصرف حرّاً وفقاً لقوى العرض والطلب في سوق الصرف الأجنبي، ولكنها تقوم بإنشاء ما يعرف (صندوق استقرار الصرف Exchange Stabilization Fund) عن طريق تخصيص أرصدة مناسبة من الذهب والاحتياطيات النقدية التي يتسمى من خلالها للسلطات النقدية أن تتدخل في أسواق الصرف الأجنبي بائعة أو مشترية بهدف حماية القيمة الخارجية للعملة من التأثيرات العارضة أو المؤقتة. (رزيق، ٢٠٠٨، ١٤٢)

## ب- التعويم غير النظيف (Dirty floating<sup>(\*)</sup>

يتم هذا النوع من التعويم عن طريق تدخل السلطات النقدية في سوق الصرف الأجنبي بائعة أو مشترية بغية التأثير على قيمة عملتها لتحقيق أهداف معينة تخدم سياستها الاقتصادية والنقدية. (علي، ٢٠٠٥، ٢٥)

### ٣- نظام الرقابة على الصرف: Exchange Control System

ظهرت الرقابة على الصرف على نطاق واسع بعد الحرب العالمية الثانية عندما أخذت بها ألمانيا وأوروبا الشرقية ودول أمريكا اللاتينية، واليوم تأخذ معظم دول العالم بهذا النظام والذي بمقتضاه تتدخل السلطات النقدية للتأثير في القوى التي على أساسها يتحدد سعر الصرف أي تتدخل في ظروف العرض والطلب. (موسى وآخرون، ٢٠١٢، ١٦٦)

أما خصائص هذا النظام فتتمثل في كون السلطة المشرفة عليه تقوم بدور محتكر الشراء ومحترر البيع معاً بالنسبة إلى العملات الأجنبية وذلك من أجل تعبئة الصرف الأجنبي المتاح بكميات قليلة نسبياً وتوزيعه على مختلف طالبيه بحيث يبقى الطلب على هذا الصرف في حدود الكمية المعروضة منه ثم يمكن لسعر الصرف أن يظل ثابتاً وذلك بالرغم من المغالاة فيه. (الدليمي، ٢٠٠٥، ٢١)

ومن الجدير بالذكر هنا إلى أنه يمكن في ظل الرقابة على الصرف أن يكون هناك تعدد في أسعار الصرف وبحسب الهدف المطلوب تحقيقه. فإن الدولة تلجأ إلى رفع سعر الصرف بالنسبة لبعض أنواع المعاملات بهدف تشجيع الكميات المعروضة من العملات الأجنبية والحد من الطلب عليها في الوقت نفسه وهو ما يقود إلى ما يطلق عليه اسم (السوق الموازية) وسعر الصرف في هذه السوق يقع بين السعر الرسمي وسعر التوازن ويسمى (السعر التشجيعي). (موسى وآخرون، ٢٠١٢، ١٦٦-١٦٧)

---

<sup>(\*)</sup>للمزيد عن هذا النوع من التعويم ينظر إلى:

- موسى وآخرون، ٢٠١٢، التمويل الدولي ونظريات التجارة الخارجية، ط١، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان - الأردن، ص ١٦٦.

- حضر، زاهر عبدالحليم، ٢٠١٢، تأثير سعر الصرف على المؤشرات الكلية للاقتصاد الفلسطيني، رسالة ماجستير، منشورة، جامعة الأزهر، فلسطين، ص ٣٢.

### المبحث الثالث

#### آلية تأثير سعر الصرف في الأسواق المالية

قادت أحداث السبعينيات من القرن الماضي والمتمثلة بالتوجه الكبير والรวดي في التجارة الدولية وأسواق رأس المال وتبني ترتيبات أسعار صرف متينة إلى ظهور كم هائل من الفرص الاستثمارية المغربية على المستوى الدولي، إلا أنه ومن جانب آخر فقد ارتفعت مخاطر أسعار الصرف وأثرها في تلك الفرص الاستثمارية، الأمر الذي دفع بالأسواق المالية الحاضنة لتلك الفرص نحو محاولة اتخاذ الإجراءات التحوطية الملائمة للرد على الحركات غير الطبيعية لأسعار الصرف. كما أن أسعار الصرف ونتيجة لتحرير الأسواق المالية وتكاملها السريع وما أحدها من سهولة تدفق رؤوس الأموال عبر الحدود وسرعتها أصبحت أكثر حساسية وتتأثر بالابتكارات في الأسواق المالية واستثمارات المحفظة الدولية. كل ذلك زاد من احتمالية تعرض الشركات لتقديرات أسعار صرف العملات المحلية مقابل العملات الأجنبية.

(Aydermir&Demirhan,2009,208-215)(Stavarek,2004, 2) لقد عرفت التقلبات في أسعار صرف العملات المحلية وما ينبع عنها من تغيرات حاصلة في تكاليف وعوائد الشركات بمخاطر الصرف (مخاطر أسعار الصرف) والتي تقسم إلى خطر الصرف الاقتصادي والذي ينجم عن التغير غير المتوقع لمعدلات الصرف والتي تتعكس آثاره على الجانب التنافسي للمؤسسة. وخطر الصرف التحويلي الذي ينجم عن تحويل القوائم المالية بين المؤسسات وفروعها في الخارج، فضلاً عن خطر المعاملات أو الصفقات المرتبط بالمعاملات والصفقات التجارية بالعملة الأجنبية الذي ينشأ من عمليات بيع أو شراء العملات الأجنبية فيظهر على امتداد مدة إنجاز الصفقات ومدة التسوية ويرتبط بكل من الصادرات والواردات والاستثمار الأجنبي. (مكاوي، ٢٠١٣، ٦٧)، فالتقديرات في سعر صرف الدولار الأمريكي وكما يشير Hung (1992) قد سببت خسائر تقدر قيمتها بـ ١٠% من الأرباح الإجمالية لشركات التصنيع في الولايات المتحدة الأمريكية عام ١٩٨٠ وفي دراسة استطلاعية أجريت عام ٢٠٠٨ في ولاية فيلادلفيا في الولايات المتحدة الأمريكية بينت أن أكثر من ٤٥% من الشركات الأمريكية تتأثر بتقلبات سعر الصرف.

(Hu & Du, 2012, 137-150)

وتظهر أهمية سعر الصرف بوصفه أحد العوامل المؤثرة في أداء الأسواق المالية من خلال كونه أحد محددات النشاط الاقتصادي للشركات المدرجة في الأسواق المالية، لذا فإن عدم استقرار أسعار الصرف سيجد وبالتالي صدأه في تلك الأسواق. (المعموري، ٢٠٠٩، ٧٥)

لذلك ومنذ التسعينيات من القرن الماضي حظيت العلاقة بين سعر الصرف وسوق الأوراق المالية باهتمام من الباحثين وصناع السياسات الاقتصادية والمالية، لستناداً إلى دورهما المهم في

التأثير على تنمية الاقتصاد وتطويره. (Aydermir&Demirhan, 2009, 208-215). (Stavarek, 2004,2).

ويشكل تحديد العلاقة بين سعر الصرف وأسعار الأوراق المالية أمرًاهماً محوريًا انتلاقاً من عدة أسباب، أهمها أنه يمكن استخدام العلاقة بينهما للتتبؤ بمسار سعر الصرف واتجاهاته ومدى تأثيره في عوائد الشركات وأسعار أسهمها الأمر الذي يساعدها في إدارة انكشافها على التعاقدات الخارجية ومواجهة مخاطر سعر الصرف التي يمكن أن تتعرض لها. كما يمكن استخدام العلاقة بين أسعار الصرف وأسعار الأوراق المالية للتتبؤ بالأزمات التي يمكن أن تتعرض لها الشركات واتخاذ التدابير الوقائية قبل انتشارها. وهكذا فإن فهم العلاقة بين سعر الصرف وأسعار الأوراق المالية ستساعد المستثمرين المحليين، فضلاً عن المستثمرين الأجانب للتحوط ضد مخاطر تقلبات سعر الصرف والحصول على أكبر عائد ممكن على استثمار اتّهم وتنويع محافظهم الاستثمارية (Anlas, 2012, 34- 45). وبالرغم من الدور الكبير الذي يمكن أن تمارسه أسعار الصرف في التأثير على سوق الأوراق المالية إلا أن الدراسات التي تناولت العلاقة بينهما اتسمت بالندرة والغموض، بسبب تباين أثر أسعار الصرف من بلد إلى آخر بتباين أنظمة الصرف المعتمدة ودرجة التطور الاقتصادي والمالي بين البلدان.

#### **أولاً :- قنوات التأثير المباشر لسعر الصرف على سوق الأوراق المالية من خلال السوق المالية والسوق السلعية**

لقد أشارت الدراسات الاقتصادية والمالية إلى أن العلاقة بين أسعار الصرف والأسواق المالية يمكن النظر إليها من خلال قناتين:-

1- العلاقة المباشرة بين تقلبات سعر الصرف وسوق الأوراق المالية عبر السوق المالية (حساب رأس المال).

ويؤكد هذا الاتجاه في تفسير العلاقة بين تقلبات سعر الصرف وسوق الأوراق المالية على أن التغيرات التي تحدث في سعر صرف أحد العملات (مع افتراض ثبات العوامل الأخرى) من شأنه أن يؤثر في سوق الأوراق المالية فعند انخفاض قيمة عملة بلد ما، فإن ذلك يجعل أسعار الأوراق المالية (الأسهم والسنادات) أقل كلفة بالنسبة للمستثمرين الأجانب الأمر الذي يزيد من الطلب عليها ومن ثم ارتفاع أسعارها (Koseet al., 2010, 127-135)، فضلاً عن ذلك فإن المستثمرين المحليين سيميلون نحو التخلص من أرصادتهم النقدية المحلية والاتجاه نحو الموجودات الأخرى المتاحة ومنها الأوراق المالية، كذلك الحال عند حصول ارتفاع في قيمة العملة المحلية مقابل العملات الأجنبية. إلا أن هذه الآلية يمكن أن تحدث في إطار البلدان

المتقدمة والتي تتمتع بأسواق مالية متقدمة وقدرة على توجيه الاستثمارات بسرعة وسهولة وبكلفة قليلة وفي ظل بيئة مالية تتسم بالاندماج بين أسواق رأس المال.(حيدر، ٢٠٠٢، ٤٥-٥٥) ففي ظل سعر الصرف المعوم الذي ساد منذ سبعينيات القرن العشرين نتيجة لانهيار اتفاقية برلين ووذر أصبحت أسعار العملات تتحرك صعوداً وهبوطاً وأضحى سعر صرف العملة يعد العامل الأساسي لاتخاذ قرار البيع والشراء والاستثمار وفي احتساب تكاليف السلع وأرباح وخسائر الشركات والأفراد التي تتعامل بالعملة الأجنبية، وبعد التنبؤ بأسعار العملات وتغيراتها في سوق الصرف الأجنبي بمعرفة اتجاهاتها المتوقعة ذو أهمية كبيرة لأي استثمارات مستقبلية، وهو ما أفرز وجهتي نظر لقياس مدى كفاءة سوق الصرف الأجنبي والتي تمثلت بمدرستين للتنبؤ بأسعار الصرف هما، (مدرسة السوق الكفاءة ومدرسة السوق غير الكفاءة)، إذ يعتقد عدد من الاقتصاديين بأن سوق الصرف الأجنبي كفؤ عندما تعكس الأسعار فيه كافة المعلومات المتاحة فإذا كانت أسعار الصرف الآجلة تعكس كل المعلومات المتوفرة حول التغيرات المحتملة في أسعار الصرف الحاضرة، فلا توجد فرص يمكن من خلالها أن تتفوق شركات الاستثمار عن طريق الاستفادة من التنبؤ بأسعار الصرف، ويكون سوق الصرف الأجنبي غير الكفاءة، أما في حالة عدم قدرة الأسعار فيه على أن تعكس كل المعلومات المتاحة فإن سعر الصرف الآجل في هذه السوق لا يمثل عامل تنبؤ لسعر الصرف الحاضر في المستقبل (المعموري، ٢٠٠٩، ٧٦) فضلاً عن ذلك فإن ارتفاع قيمة عملة بلد ما ستدفع المستثمرين المحليين والأجانب لبيع ما لديهم من الأوراق المالية لتجنب المزيد من الخسائر من خلال تحويل أموالهم إلى العملات الأجنبية وخروجها من البلاد. (Mital, 2010, 3)، فالمستثمر الدولي في الأوراق المالية يتأثر في قراراته بمدى استقرار أسعار الصرف في الدولة وعليه يقوم بتوجيهه أمواله إلى تلك الأسواق التي تتمتع باستقرار في أسعار الصرف عن الأسواق التي يكون فيها تقلبات أسعار الصرف كبيرة، ويرجع السبب في ذلك إلى أن تقلبات أسعار الصرف تمثل مخاطر اقتصادية يتعرض لها المستثمر الدولي فإذا ما تم تقدير قيمة استثمارات معينة بالقيمة الحاضرة لصافي التدفقات النقدية المتوقعة في المستقبل (بعد دفع الضريبة) فان تقلبات سعر الصرف(المخاطر الاقتصادية) قد تؤدي إلى تقليل هذه القيمة بالعملة المحلية وقد ينتج عن هذا الاستثمار خسارة بعد أن كان مكتسباً قبل أخذ خفض قيمة العملة بالحساب(شرف وآخرون، ٢٠٠٩، ١٨٥-١٩٢)

وبالطريقة نفسها يؤثر انخفاض قيمة عملة بلد ما باتجاه زيادة الطلب على الأوراق المالية ومن ثمرتفاع أسعارها، وعليه فإن المستثمرين الأجانب في سوق الأوراق المالية لبلد ما سيواجهون نوعين من المخاطر: (حيدر، ٢٠٠٢، ١٥٥)

**المخاطر الأولى:** هي المخاطر نفسها التي سيواجهها المستثمرون المحليون والمتعلقة بالتقليبات الحاصلة في أسعار الأسهم والسندا.

**المخاطر الثانية:** وهي المخاطر الإضافية التي يواجهها المستثمرون الأجانب والمتعلقة بالتغييرات الحاصلة في أسعار صرف عملة هذا البلد، وذلك لأن قيمة الأسهم ومقسم الأرباح الخاصة بها مقومة بعملة هذا البلد داخل أسواقه المالية، وان التغيرات الحاصلة في أسعار صرف عملة هذا البلد ستلغي المنافع التي يحصل عليها المستثمر الأجنبي نتيجة التغيرات الحاصلة في أسعار الأسهم والسندا. لذلك يتعدد العديد من المستثمرين ولاسيما أولئك الذين لا يرغبون بتعرض محفظتهم الاستثمارية إلى مزيد من المخاطر في الاستثمار في أسواق الأسهم الأجنبية.

إلا أنها ينبغي الإشارة إليه هنا، أن آلية العلاقة المباشرة بين سعر الصرف وسوق الأوراق المالية لا تمتلك التأثير والفعالية بدون وجود أسواق مالية متطرفة يسهم المستثمر الأجنبي بقسط وافر من عملها بوصفها لأكثر تأثراً في تقلبات أسعار الصرف المحلية، وما يؤيد ذلك هو طبيعة أسواق الأوراق المالية وما تتطلبه من ضرورة تواجد المستثمر بشكل متواصل لمتابعة تحركات الأسعار ومن ثم إصدار أوامر البيع والشراء بشكل سريع للاستفادة من التقلبات الحاصلة في الأسعار أو لتجنب الخسائر المحتملة في الوقت المناسب. (حيدر، 2002، 156)

٢- العلاقة غير المباشرة بين تقلبات أسعار الصرف وأسواق الأوراق المالية عبر السوق السلعية (الحساب الجاري).

ويفترض هذا الاتجاه بأن تقلبات أسعار الصرف تؤثر بشكل غير مباشر في سوق الأوراق المالية عبر السوق السلعية، ومن خلال تأثيرها على قيمة الشركة، فضلاً عن تأثيرها في شروط المنافسة، وأسعار المدخلات والمخرجات، وقيمة موجودات الشركة ومطلوباتها بالعملات الأجنبية. وعليه فإن تلك التقلبات في أسعار الصرف تلعب دوراً مهماً في التأثير على القدرة التنافسية للشركات ومن ثم التدفقات المستقبلية لها وأسعار الأوراق المالية الخاصة بها، وهو ما يترك أثراً من جانب آخر في الحساب الجاري ومن ثم الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي للبلد. (Dornbusch& Fisher, 1980, 960-971) (Lean, et al., 2011, 255-277) (Abbas, 2010, 2)

فانخفاض قيمة عملة بلد ما (مع افتراض ثبات العوامل الأخرى) سينعكس في انخفاض كلف السلع والخدمات المصدرة في مقابل ارتفاع كلف السلع والخدمات المستوردة (Baumol& Blinder, 2010, 765)، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة القدرة التنافسية للسلع المحلية الموجهة للتصدير إلى الأسواق الدولية، فيزيد الطلب على تلك السلع ويزداد حجم

الإنتاج وترتفع عوائد الأسهم، ويحث الأفراد إلى التوجه نحو شراء الأسهم وزيادة التداول بها وارتفاع القيمة السوقية للأسهم، مما يؤدي إلى تنمية السوق المالي. (Tsai, 2012, 609-621) أما عند ارتفاع قيمة العملة المحلية فإن ذلك يقلل من أرباح الشركات بسبب انخفاض الطلب الخارجي على منتجاتها، مما يؤدي إلى انخفاض أرباح الشركات المصدرة للأسهم ومن ثم انخفاض القيمة السوقية للأسهم ومن ثم انخفاض الطلب على الأسهم والذي يؤدي بدوره إلى انخفاض أداء السوق. غير أن تأثير أسعار الصرف في الشركات وفق هذه الآلية سيكون متبيناً، (TsagKaous&Siriopoulos, 2013, 48-106) في دراسة Socuen&Hennigar 1988 في الولايات المتحدة الأمريكية شملت خمسة عشر عملة مرجحة بالدولار، أثبتت نتائجها بأن ارتفاع قيمة العملة سيكون إيجابياً بالنسبة للشركات التي تستخدم سلع مستوردة في عملياتها الإنتاجية. (Yan&Doong, 2004, 139-153) أما دراسة Ma&Koo, 1990 فقد أشارت إلى أنه إذا كانت الشركات ذات توجهات تصديرية فارتفاع قيمة العملة المحلية سيؤثر سلباً على تحركات أسعار أسهمها المحلية. (Zohrabyan, 2005, 10)

وعليه فإن التحليل السابق يقود إلى أن تأثير تقلبات سعر الصرف في سوق الأوراق المالية يتباين من بلد إلى آخر ومن قطاع إلى آخر داخل البلد الواحد ومن شركة إلى أخرى من داخل القطاع الواحد.

من جانب آخر هناك بعض وجهات النظر المالية والاقتصادية ترى بان التغيرات في أسعار الأوراق المالية هي التي تسبب التقلبات في أسعار الصرف بطريقة مباشرة وأخرى غير مباشرة.

أ- فالتغيرات في أسعار الأوراق المالية تؤدي إلى تغيرات في أسعار الصرف بسبب تعديل المستثمرين لمحافظهم الاستثمارية (Koseetal., 2010, 127-135) أي إن ارتفاع أسعار الأوراق المالية المحلية، سيشجع المستثمرين لشراء أصول محلية أكثر وبيع الأصول الأجنبية من محافظهم الاستثمارية للحصول على عملة محلية لشراء الأوراق المالية المحلية الجديدة. (Al-Shogeathri, 2011, 86) مما يؤدي إلى زيادة في الطلب على العملة المحلية وعرض العملة الأجنبية في سوق الصرف الأجنبي ومن ثم ارتفاع قيمة العملة المحلية وأيضاً انخفاض في القيمة العملة الأجنبية. (Anlas, 2012, 34-45).

ب- من ناحية أخرى فإن ارتفاع أسعار الأوراق المالية المحلية سينعكس في نمو ثروة المستثمرين وهو ما يقودهم لزيادة طلبهم على النقود، الذي تباعاً يرفع أسعار الفائدة المحلية. وتؤدي أسعار الفائدة الأعلى إلى استقطاب رؤوس الأموال الأجنبية ومن ثم زيادة الطلب على

العملية المحلية فارتفاع قيمتها، (3, 2010, 141-161) (Mital, 2005, Stavarek, 2005) ومن ثم فإن المستثمرين إذا كانوا متفائلين بشأن سوق الأوراق المالية في بلد ما فهذا قد يزيد من الاستثمار في سوق الأوراق المالية بسبب زيادة الطلب على المضاربة، مما يسبب زيادة الطلب الأجنبي على العملة المحلية وزيادة قيمتها لاحقاً. (Tsai, 2012, 609-621) وهذا ما حدث في ألمانيا عام 1993 إذ أدى ارتفاع أسعار الفائدة إلى اجتذاب رؤوس الأموال من البلدان الأوروبية ورفع قيمة العملة. (Abbas, 2012, 2) وقد أكدت دراسات عديدة ومتنوعة على تأثير أسعار الأسهم في أسعار الصرف ومن بينها الدراسة التي قام بها Ajayi R.A (1996, & Mougone, 1996) لتوضيح العلاقة بين عوائد الأسهم والتغيرات في أسعار الصرف حيث اعتمدا على بيانات لمجموعتين من الاقتصاديات، الأسواق المتقدمة بما في ذلك (كندا، ألمانيا، فرنسا، إيطاليا، الولايات المتحدة الأمريكية) فلترة من 1985-1991: 4: 4، والأسواق الناشئة بما في ذلك (تايوان، كوريا، الفلبين، ماليزيا، سنغافورا، هونغ كونغ، إندونيسيا، تايلاند) التي تغطي فلترة 1987-1991: 12: 12 وقد بينت النتائج بأن الزيادة في إجمالي أسعار الأسهم المحلية له تأثير سلبي على قيمة العملة المحلية في الأجل القصير غير أن الزيادة في أسعار الأسهم كان له تأثير إيجابي على قيمة العملة المحلية في الأجل الطويل، كما أوضح الباحثان بأن ارتفاع مؤشرات الأسواق المالية هو دليل على توسيع الاقتصاد، والذي يسير جنباً إلى جنب مع ارتفاع معدلات التضخم فالمستثمرين ينظرون إلى ارتفاع معدلات التضخم بشكل سلبي، مما يؤدي إلى انخفاض الطلب على العملة وانخفاض قيمتها. (Ray, 2012, 43-59) (Ajayietal., 1998) ويشير (Zubair, 2013, 87-110) بأن للتغيرات في أسعار الأسهم أثر في زيادة الطلب على النقود الحقيقية ومن ثم على قيمة العملة المحلية، حيث يمكن استخدام أسعار الأسهم لعكس التطورات في متغيرات الاقتصاد الكلي وتوقعات السوق من الأنشطة الاقتصادية الحقيقية، ومن ثم فإن للتغيرات في أسعار الأسهم لها تأثير على أسعار الصرف.

وبحث (Abdalla & Murinde, 1997) في العلاقة التي تربط الأسواق المالية بمعدلات الصرف الأجنبي خلال فلترة 1985-1994، وتبين أن هناك علاقة توازنية طويلة الأجل وأن اتجاه العلاقة تبدأ من مؤشرات الأسواق المالية باتجاه أسعار الصرف في الفلبين، أما في الهند فكانت العلاقة تبدأ من سعر الصرف باتجاه مؤشرات الأسواق المالية. (Lean etal., 2011, 255-277) (Granger etal., 1998) أما (الذين بحثوا في العلاقة بين أسعار الأسهم ومعدلات الصرف الأجنبي خلال الأزمة الآسيوية 1997، وتبين بأن انخفاض أسعار الأسهم يجعل المستثمرين الأجانب يتوجهون نحو بيع الموجودات المالية التي تعقد في

العملة المعنية و التي في وقت لاحق يؤدي إلى انخفاض قيمتها. ) Granger *et al.*, (1998, 1-2 وجاءت نتائج بحث (Rahman&Uddin, 2008, 52-57) لتأكيد أهمية العلاقة بين أسعار الأسهم وأسعار الصرف في بنغلادش واستنتجت الدراسة أن اتجاه السببية في أسعار الأوراق المالية إلى أسعار الصرف أي أن زيادة أسعار الأوراق المالية تؤثر لاحقا في قيمة العملة وان اتجاه هذه العلاقة هو اتجاه إيجابي بين أسعار الأوراق المالية وأسعار الصرف.

وأظهرت آراء لاقتصاديين وماليين آخر ين أنه ليس هناك ارتباط بين سوق العملات وسوق الأوراق المالية، على أساس أن أسعار الصرف الجارية تعكس أسعار الصرف المستقبلية المتوقعة، وإن هذه الأخيرة تتحدد بعوامل متباينة، تختلف عن تلك المؤثرة في أسواق الأسهم لكون التطورات الحاصلة في أسعار الصرف الأجنبي وأسعار الأسهم قد تكون مدفوعة بعوامل مختلف وبذلك قد لا يكون هناك أي رابط بين أسعار الصرف ومؤشرات سوق الأسهم. (Abbas, 2010, 1-2)

وجاءت دراسة Ratner, 1993، إذ استخدم تقنية التكامل المشترك لتحديد طبيعة العلاقة بين أسعار الأسهم وسعر صرف الدولار الأمريكي، وجد أن ليس هناك علاقة بين السوقين، وأيد ذلك Nieh & Lee في سبعة بلدان مستخدماً تقنيات التكامل المشترك لأنجل كرانكر ومنهجية جوهانسن، وأشاروا إلى عدم الحصول على أية دلالة إحصائية بين هذين السرين. وقين Abbas, 2010, 21) تأييداً للنتائج السابقة بحث Ghowet al., 1997 وباستخدام بيانات شهرية للفترة (1977-1987) في الولايات المتحدة الأمريكية، واكتشفوا أنه لا توجد علاقة بين عوائد الأسهم الشهرية ومعدل الصرف الحقيقي (Sinha & Kohli, 2013, 5) أثناة عشرة العينة.

ثانياً: - القنوات غير المباشرة لتأثير سعر الصرف على سوق الأوراق المالية  
فضلاًً عما نقدم يمكن للتقلبات في أسعار الصرف أن تمارس تأثيرها في سوق  
الأوراق المالية من خلال قناة المتغيرات الاقتصادية، فالتغيرات في أسعار صرف العملة  
المحلية يؤثر في المتغيرات الاقتصادية والتي تمارس هي الأخرى تأثيرها في سوق الأوراق  
المالية. ومن أهم تلك المتغيرات الاقتصادية:-

**١- قناة التضخم:** تتأثر معدلات التضخم بمجموعة من المتغيرات الاقتصادية والنقدية ومنها تقلبات أسعار الصرف، حيث يؤثر سعر الصرف بمعدلات التضخم تأثيراً مباشراً باعتباره الأداة التي تربط الاقتصاد المحلي بالاقتصاد الدولي من خلال سوق الأصول (الأصول المالية وغير المالية) وسوق عوامل الإنتاج (سوق العمل). (الهيثى وآخرون، ٢٠١٠، ٥) فقد

يؤدي رفع قيمة العملة إلى انخفاض الأسعار المحلية نتيجة انخفاض حجم الطلب الأجنبي على صادرات البلد، ومن ثم زيادة المعروض المحلي من السلع بالداخل فتنخفض أسعارها. كما يمكن أن تنخفض الأسعار المحلية نتيجة زيادة حجم الواردات من الخارج بعد رفع قيمة العملة وانخفاض أسعار السلع المستوردة (سلع الوسطية والإنتاجية) ويزداد العرض المحلي من السلع فتنخفض الأسعار (العطواني، ٢٠٠٩، ١٠١) والحالة معاكسة عند خفض سعر صرف العملة المحلية إلا أن التغيرات في سعر الصرف وتأثيره في معدلات التضخم تختلف باختلاف حالة ميزان المدفوعات فعندما يمر ميزان المدفوعات في حالة توازن، فإن تخفيض سعر الصرف العملة المحلية سيولد فائضاً متراكماً من الاحتياطيات الأجنبية، ومن ثم زيادة المعروض النقدي المحلي وهو ما يقود إلى ارتفاع معدلات التضخم. وفي حالة عجز في ميزان المدفوعات، فإن أثر تخفيض سعر الصرف سينحصر في محاولة تقليل العجز في ميزان المدفوعات من خلال زيادة الصادرات والحد من تكلفة الواردات وهذا لا يعني اتجاه الأسعار لانخفاض بل الإبطاء من معدل تزايدها. (العطواني، ٢٠٠٩، ١٠١)

وفي بعض الأحيان قد تلجأ الدولة إلى تثبيت سعر صرف عملتها بسعر صرف عملة دولة أخرى، ذات مركز اقتصادي ونقدi ورئيسي قوي ومعدل تضخم منخفض انطلاقاً من إمكانية ذلك في تحقيق معدلات تضخم منخفضة حيث تزداد الثقة بالعملة المحلية ومن ثم تزداد حيازتها عن العملات الأجنبية. (Ghoshet *et al.*, 1997, 3-4) وعليه فان السياسات الفعالة لسعر الصرف قد تساعد في المحافظة على معدلات التضخم عند مستوياتها المرغوبة الأمر الذي سينعكس على أداء الأسواق المالية ببناءً على اعتبار التضخم أحد العوامل المؤثرة في الاستثمار في الأوراق المالية وفي سوق الأوراق المالية فالمستثمر الذي يقوم باتخاذ قرار الاستثمار في الأسواق المالية لابد وأن يأخذ في الحسبان معدل التضخم السائد في السوق. (المولى، ٢٠٠٤، ٤٣) لقد أخذ الجدل حول طبيعة العلاقة بين التضخم وأداء الأسواق المالية حيزاً في النظريات والدراسات الاقتصادية منذ سبعينيات القرن الماضي وقد سار هذا الجدل باتجاهين، يشير الاتجاه الأول إلى الآثار الإيجابية للتضخم في الأسواق المالية. حيث إن ارتفاع المستوى العام للأسعار (معدلات التضخم) سوف يؤدي إلى انخفاض الثقة في العملة النقدية مما يدفع المستثمرين وأصحاب رؤوس الأموال إلى التخلص من خسائر التضخم المتمثلة بانخفاض القيمة الحقيقة للنقد، وتوجيهه هذه الأموال نحو أسواق الأوراق المالية (الدليمي، ٢٠٠٦، ٢٣)

من ناحية أخرى فان ارتفاع المستوى العام للأسعار يؤدي إلى ارتفاع أسعار المنتجات والى زيادة أرباح الشركات ومن ثم فان هذه الزيادة تعمل على زيادة الطلب من قبل المستثمرين

وأصحاب رؤوس الأموال على أسهمها ولاسيما أن ارتفاع معدلات التضخم يكون أسرع وبمعدلات أعلى من معدلات ارتفاع التكاليف. (علي، ٢٠١٣، ٩٥-٧٧)

أما الاتجاه الثاني فيشير إلى الآثار السلبية للتضخم في الأسواق المالية، حيث إن وصول معدلات التضخم إلى مستويات مرتفعة واستمرارها في الارتفاع سوف ينعكس هذا التأثير بشكل سلبي على سوق الأوراق المالية أما من خلال رسملة السوق أو قيم الأسهم المتداولة أو إجمالي المبيعات وكذلك من خلال عدد الشركات داخل السوق وعوائدها. (الدليمي، ٢٠٠٦، ٢٦)

٢- قناعة سعر الفائدة تؤكد النظريات والدراسات الاقتصادية على تأثير سعر الفائدة بمجموعة من المتغيرات الاقتصادية والنقدية ومنها أسعار الصرف، حيث تدخل أسعار الصرف كمتغير اقتصادي مؤثر في سعر الفائدة. (حسين، ٢٠٠٨، ٢٥)

فعند انخفاض قيمة العملة المحلية نتيجة عجز الحساب الجاري فإن ذلك يؤدي إلى ارتفاع المستوى العام للأسعار، ومن ثم خفض قيمة الأرصدة النقدية الحقيقية التي تسبب ارتفاع سعر الفائدة. (نعمة، ٢٠٠٧، ٩٣-٩٤) من جانب آخر فإنه يمكن النظر إلى العلاقة بين سعر الفائدة وسعر الصرف من خلال مبدأ تعاون أسعار الفائدة فبموجب مبدأ تعاون أسعار الفائدة الذي يعد تعديلاً لتعادل القوة الشرائية. فإن انخفاض قيمة العملة المحلية يتطلب زيادة في سعر الفائدة المحلية على مثيله العالمي وبما يعادل ذلك الانخفاض وذلك من أجل فروقات المكسب بين حيارة العملة المحلية والعملة الأجنبية أو الموجودات المقيمة بها مثل الأوراق المالية والودائع وسواها. وهو ما قاد التظيرات النقدية الجارية إلى افتراض وجود علاقة عكسية بين سعر الفائدة وسعر الصرف. (العلي، ١٩٩٩، ٤٣) من جهة أخرى تلعب أسعار الفائدة دوراً أساسياً ومؤثراً في الأسواق المالية. (مطر، ٢٠٠٩، ٢٥٣) من خلال قدرتها في التأثير على إعادة تخصيص الأموال باتجاه الأسهم فهي بذلك تؤثر في الطلب على الأسهم وأسعارها. فالتغيرات في سعر الفائدة باتجاه الانخفاض سيؤدي إلى توفير الائتمان والتوجه نحو أسواق الأسهم للاستثمار في شكل شراء الأسهم والمضاربة فيها والاستفادة من الفرق بين العائد المحقق من شراء الأسهم وبين تكلفة الاقتراض فيسبب زيادة الطلب على الأسهم ومن ثم ارتفاع أسعارها. (العاني، ٢٠٠٢، ٣٥-٣٦) ١٠١- ٢٠٠٦, ٨٩ (Ganetal.

من جانب أخرى فان ارتفاع أسعار الفائدة على الودائع السائدة وهو ما يدفع المستثمرين إلى إحلال أدوات المصارف التجارية محل الأدوات الأسواق المالية. وبذلك يكون الأثر النهائي لارتفاع أسعار الفائدة إلى هروب رؤوس الأموال من سوق الأسهم إلى المصارف التجارية والاستثمارات الأخرى. (AL-Bassam& Al-Jahani, 1997, 11 -32)

والعديد من الدراسات تدعم هذه النظرية منها دراسة Mahmudal&Gazi,2009 لـ ٥ من البلدان المتقدمة والنامية التي أظهرت أن سعر الفائدة لديه تأثير سلبي مع مؤشرات الأسواق المالية كما أكدت دراسة Joseph&Vezos2006 أن عوائد الأسهم حساسة للغاية للتغيرات في سعر الفائدة وأسعار الصرف. (Thang, 2009, 16)

**٣-قناة النمو الاقتصادي:** يعد النمو الاقتصادي من أهم مؤشرات الأداء الاقتصادي حيث تؤثر فيه متغيرات عدّة قد تكون اجتماعية واقتصادية وسياسية وغيرها، وبعد سعر الصرف أحد هذه المتغيرات الاقتصادية المؤثرة في النمو الاقتصادي فسياسة أسعار الصرف تعد من المسائل الحاسمة التي تعتمد عليها الدول لتحفيز النمو الاقتصادي. فقد تجأ السلطات النقدية إلى تخفيض سعر الصرف العملة المحلية من أجل رفع القدرة التنافسية للسلع المحلية والتي تقود إلى تحفيز الصادرات. (صالح، ٢٠١١، ٣٨-٣٩) لتصبح أقل تكلفة في الأسواق الخارجية، وهو ما يرفع من الطلب الخارجي على صادرات الدولة المعنية، ومن جانب آخر فإن تخفيض سعر صرف العملة المحلية يقوض حجم الواردات التي ترتفع أسعارها داخل الدولة وفي النهاية سيتحقق فائض في الميزان التجاري الذي يعد الركيزة الأساسية لزيادة النمو الاقتصادي. (العنزي، ٢٠٠٦، ٥٨-٥٩) وقد يؤثر سعر الصرف في النمو الاقتصادي بصورة مباشرة عن طريق امتصاص الصدمات التي تواجه الاقتصاد ومن ثم عزلها دون وصول تلك الصدمات إلى الاقتصاد الحقيقي وبالتالي تؤدي إلى تلطيف التقلبات في معدلات النمو الاقتصادي، كما تمارس سياسة أسعار الصرف تأثيرها غير المباشر في النمو الاقتصادي من خلال التأثير على الاستثمار والتجارة الخارجية وتدفق رؤوس الأموال من الخارج (Bailliu et al., 2002, 1) وبهذا فإن استقرار سعر الصرف من شأنه أن يزيد النمو الاقتصادي عبر تحفيز الاستثمارات الأجنبية شرط توفر الفرص الاستثمارية مربحة وهياكل ارتكازية جيدة إذ أن عدم توفرها يرفع من كلف الإنتاج ومن ثم تنقص معدلات النمو الاقتصادي. (العنزي، ٢٠٠٦، ٦٠) فضلاً عن ذلك فإن تحقيق معدلات نمو اقتصادي مرتفعة يحفز الاستثمار في الأسواق المالية إذ تؤدي إلى حدوث تغيرات إيجابية في مستوى النشاط الاقتصادي الذي من شأنه أن يؤدي إلى ارتفاع أسعار الأسهم ومن ثم زيادة العائد المتوقع من الاستثمار في هذه الأوراق ومن ثم زيادة الإقبال عليها من جانب المستثمرين المحليين والدوليين. (العنزي، ٢٠٠٦، ٦٠) كما يعزى تراجع أداء الأسواق المالية الخليجية عام ١٩٨٨ إلى تباطؤ معدلات النمو الاقتصادي نتيجة انخفاض أسعار النفط بشكل كبير الأمر الذي أدى إلى انخفاض ربحية الشركات وأسعار أسهمها مما تسبب من تراجع ثقة المستثمرين في أسواق الأوراق المالية (البرواري، ٢٠٠٨، ٩٠) وكشفت الدراسة التي أجرتها البنك الدولي ١٩٩٦ التي بحثت تأثير السوق المالية في النمو الاقتصادي لـ ٣ بلداً صناعياً وناماً بوجود علاقة

إيجابية قوية بين السيولة التي توفرها السوق المالية ومعدلات النمو الاقتصادية، أي كلما زادت السيولة التي توفرها السوق سارع ذلك من معدلات النمو الاقتصادي. (العاني، ٢٠٠٢، ٦٣)

### ثالثاً: - الأدوات المالية المستخدمة للتحوط من تقلبات أسعار صرف العملات

تعد المشتقات المالية (Financial Derivative) من أهم الأدوات المالية المستخدمة في السوق المالي والتي تستعمل لمواجهة مخاطر تقلبات أسعار الصرف، وتعرف المشتقات بأنها عقود مالية تشنق قيمتها من أسعار أصول مالية أخرى، حيث ازدادت أهمية هذه المشتقات المالية بعد تبني ترتيبات سعر الصرف المرن خلال السبعينات من القرن الماضي أدى إلى تطور عدد من التقنيات للتعاملوا إدارة هذه المخاطر.

والهدف من المشتقات المالية هو التحوط<sup>(\*)</sup> (Heding) عن طريق نقل المخاطر الناتجة عن عدم ثبات أسعار الصرف وأسعار الفائدة، وأسعار الأسهم وقد يل加以 البعض إلى التعامل بها لغايات المضاربة. وفيما يلي أهم أدوات التحوط المالي التي يمكن استخدامها لمواجهة تقلبات سعر الصرف.

#### ١ - عقود الخيارات<sup>(\*\*)</sup> Options Contract

لقد ظهرت عقود الخيارات في بورصة لندن للأسهم في القرن التاسع عشر ولكن المتاجرة بهذه العقود بشكل منظم بدأت عام ١٩٧٣ في بورصة شيكاغو Chicayo Board Option، وقد أصبحت ضرورية جداً للمتعاملين في الأسواق المالية وأسواق الصرف الأجنبي لأنها تتناسب مختلف احتياجاتهم فيما إذا كان المقاملون مستثمرين أو متحوطين أو مضاربين. (هاشم وآخرون، ٢٠٠٩، ١-٣٣) فعقد الخيار هو نوع من العقود المالية

---

(\*) التحوط (Heding) يقصد به بصورة عامة بيع أو شراء أو التعاقد على بيع أو شراء شيء معين مستقبلاً بقصد التخلص من خسائر تترجم عن تقلبات في سعر الشيء للمزيد انظر إلى:-

- الساعدي، علاء عبد الحسين، الشاوي، الهام جعفر، ٢٠١٢، طرائق وأساليب التحوط من تقلبات أسعار صرف العملات والعوامل المؤثرة فيها، مجلة العلوم الاقتصادية، العدد ٣٠، المجلد ٨، جامعة البصرة.

(\*\*) لمزيد من عقود الخيارات انظر:-

- الجميل، سردم كوكب، ٢٠١١، المدخل إلى الأسواق المالية (نظريات وتطبيقات)، دار ابن الأثير للطباعة والنشر، جامعة الموصل.

- عبد العظيم، حمدي، ٢٠١٢، اقتصاديات البورصة في ضوء الأزمات والجرائم، ط١، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية.

تعطي لحامليها (المستثمر) حق خيار بيع أو شراء ورقة مالية أو مجموعة من الأوراق المالية بسعر متفق عليه مسبقاً ومحدد سلفاً يطلق عليه سعر التنفيذ أو التطبيق أو الممارسة (Exercise or Date) وبعد تداول الخيارات من أكثر النشاطات المالية رخماً في الولايات المتحدة الأمريكية ومن أسباب ذلك: (أجين برغام، ٢٠٠٩، ٥٠٧)

- أ- الرافعة القوية الملزمة للخيارات التي تجعل من الممكن تكوين ثروة هائلة في وقت قصير.
- ب- إمكانية تحقيق عوائد جيدة للمستثمرين أصحاب المحافظ الاستثمارية الكبيرة، وذلك من خلال بيع خيارات تتعلق ببعض مكونات محافظهم والحصول على قيمة تلك الخيارات (بعد خصم عمولات السمسارة) وحتى لو بقيت أسعار تلك الأسهم ثابتة.
- ج- تساعد الخيارات في أعمال التحوط الذي يهدف إلى حماية قيم الأصول والمحافظ الاستثمارية من المخاطر الملزمة لها. وبسبب نجاح هذه الورقة المالية لأغراض تمثل الاستثمار والمضاربة والتحوط في تقلبات أسعار الصرف، لأن قيمة الخيار تشتق أو تعتمد على قيمة الورقة المالية الأساسية يطلق على الخيارات الادعاءات الطرفية (Contingent Claims) وبسبب نجاحها المتميز يطلق عليها أحياناً بالابتكارات المالية (Finaucial Inuovations) (هاشم وآخرون، ٢٠٠٩، ٣٣-١)

## ٢- العقود المستقبلية <sup>(\*)</sup> **futures contracts**

يعرف العقد المستقبلي بأنه التزام متبادل بين طرفين يفرض على أحدهما أن يسلم الآخر أو يستلم منه وبواسطة طرف ثالث (ال وسيط) كمية محددة من الأوراق المالية وبأسعار متفق عليها مسبقاً على أن يتم التسليم أو التنفيذ في وقت لاحق. (الجميل، ٢٠١١، ٣٥٥) (عبد القادر، ٢٠١٠، ٢٥٣)

وتشتمل مثل هذه العقود لتغطية المخاطر التي تنشأ عن تغير سعر الصرف للعملة المحلية في مقابل العملات الأجنبية، وقد أظهرت الدراسات أن لسعر الصرف تأثير كبير على أرباح الشركات ولاسيما تلك الشركات التي تعد شركات دولية تعمل في مجال الاستيراد والتصدير، فقد تلجأ الشركات إلى تغطية مخاطر سعر الصرف عن طريق إتباع أسلوب التغطية الجزئية (Micro hedge)، وذلك عن طريق تغطية العمليات أو المشروعات التي تحتاج إلى

---

(\*) للمزيد من العقود المستقبلية انظر إلى:-

- علي، سعد مجید عبد، ٢٠١٠، إمكانية تطبيق استراتيجيات التحوط من مخاطر تقلبات أسعار الأسهم باستخدام العقود الآجلة والمستقبلية (دراسة معينة من القطاع المصرفي في سوق الأوراق المالية)، رسالة ماجستير، جامعة الكوفة .

- الحناوي، محمد صالح، الشهاوي، طارق، ٢٠١٢، الاستثمار في الأوراق المالية، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية.

عملات أجنبية (مثل المستوردين)، فما عليها إلا اتخاذ مركزاً طويلاً<sup>(\*)</sup> يغطي احتياجاتها من العملة الأجنبية لتغطية مخاطر ارتفاع سعر الصرف في المستقبل. وفي الاتجاه المعاكس فإن الشركات التي تدر عملات أجنبية من مشروعات أو من عمليات فما عليها إلا اتخاذ مركزاً قصيراً<sup>(\*)</sup> في سوق العقود المستقبلية بحيث تستطيع أن تغطي مركزها في هذه العمليات.

أما في حالة إتباع أسلوب التغطية الكاملة (Macro Hedge) عن طريق دراسة أثر سعر الصرف على الميزانية العمومية وعلى الأرباح والعوائد بصفة عامة أو على سعر السهم العادي، ويفضل إتباع أسلوب التغطية الكاملة نظراً لأن الشركات قد يكون لديها مدفوعات متوقعة وفي نفس الوقت متحصلات متوقعة من العملات الأجنبية فبدلاً من أن يقوم بالتحوط لكل عملية على حده وتحمّل تكلفة مرتفعة، فما عليها إلا أن تتنبأ بالتأثير النهائي للتدفقات من العملات الأجنبية (الحناوي والشهاوي، ٢٠١٢، ٢٩٦-٢٩٧) ويتم التعامل بعقود المستقبليات في الأسواق المالية الرسمية المنظمة وهي عقود معيارية من ناحية حجم العقد وتاريخ التسليم وتتضمن السيولة العالمية للموجودات. (هاشم وآخرون، ٢٠٠٩، ١-٣٣) ويوجد في الولايات المتحدة ما لا يقل عن (١٥) بورصة لعقود المستقبليات أبرزها في شيكاغو والتي تسمى بـ (CBT) (Chicago Board of Trade) (كافي، ٢٠٠٩، ١٧٢) ويتم التعاقد المستقبلي على العملات الرئيسية في العالم والمتمثلة في الجنيه الإسترليني والدولار الكندي والباوند البريطاني واليورو والفرنك السويسري والين الياباني والبيزو المكسيكي والدولار الأمريكي (هاشم وآخرون، ٢٠٠٩، ١-٣٣).

### ٣- عقود المبادلات Swap Contracts

يمكن تعريف عقد المبادلة (المقايضة) بأنه التزام تعاقدي يتضمن مبادلة نوع معين من التدفق النقدي أو أصل معين مقابل تدفق أو أصل آخر بموجب شروط يتحقق عليها عند التعاقد (مطر وتيم، ٢٠٠٥، ٢٨٥) وبهذا المفهوم تحدد شروط عقد المقايضة عدة عناصر رئيسية:-  
(مطر وتيم، ٢٠٠٥، ٢٨٥)

---

(\*) المركز الطويل (LongPosition) يقال أن أحد طرفي العقد المستقبلي قد اتخاذ مركزاً طويلاً إذا التزم بالشراء في تاريخ استحقاق العقد.

(\*) المركز القصير (Short Position) يقال أن طرفي العقد المستقبلي قد اتخاذ مركزاً قصيراً إذا التزم بالبيع في تاريخ استحقاق العقد.

-طرف العقد.

-الالتزام أو الأصل المشمول بعقد المقايسة.

-قيمة المدفوعات أو المقوضات محل المقايسة.

-العملة التي تسدد بها المدفوعات أو تحصل بها المقوضات.

-السعر الأجل لمقاييس العملة المتفق عليه.

-مدة سريان العقد.

وتعتبر المبادلات طريقة أخرى لتخفيض المخاطر المالية، وهي التزامات لتبادل مدفوعات نقدية على وفق تفصيلات كل طرف حول شكل أو نوع المدفوعات التي سيتم مبادلتها (Ehrhardt&Brigham, 2002, 934) وتهدف عقود المبادلة إلى تغطية مخاطر التقلبات المحتملة مستقبلاً في أسعار صرف العملات، وفي ظل هذه العقود عادةً ما يتم شراء أو بيع عملة مقابل عملة أخرى في السوق الحاضر (Spot Market)، وفي الوقت نفسه يجري عملية متزامنة في السوق الأجل، وذلك لبيع العملة التي سبق شراؤها أو شراء العملة التي سبق بيعها. (الحناوي، ٢٠٠٨، ٤٠٨)

وتشتهر الحكومات والمصارف المركزية عقود المبادلة لتشجيع الاستثمار الدولي، فإذا كانت الظروف الاقتصادية وسوق الصرف الأجنبي غير مستقرة بسبب انخفاض قيم العملات فإن الحكومات هي الجهة القادرة على تحمل تلك المخاطر وتزداد فاعلية المصارف المركزية في استخدام عقود المبادلات كوسيلة لاستقرار عملاتها. (VanHorne, 2002, 766)

# الفصل الثاني

الإطار الوصفي والتحليلي

المبحث الأول: نشأة وتطور الأسواق المالية لعينة

الدراسة

المبحث الثاني: تحليل نشاط الأسواق المالية لعينة

الدراسة

المبحث الثالث: تحليل أنظمة واتجاهات أسعار الصرف

لبلدان عينة الدراسة

## المبحث الأول

### نشأة وتطور الأسواق المالية لعينة الدراسة

نظراً للتقدم الاقتصادي الذي شهدته العالم وما صاحبه من زيادة الحاجة إلى التمويل اللازم لاستمرار نموه فقد ظهرت الحاجة إلى ولادة أسواق مالية في دول معينة وتطور الأسواق المالية في دول أخرى، ومن تلك الدول والأسواق هي دول العينة وأسواقها المالية.

#### أولاً : سوق الأوراق المالية في مصر

يشير التاريخ الاقتصادي إلى أن سوق الأوراق المالية في مصر لم ينشأ دفعة واحدة بل كانت هناك محاولات عدة لإنشاء سوق لبيع وشراء الأوراق المالية في مصر (حنفي وقرياقص، ٢٠٠٢، ٦٧) في عام ١٨٩٠ بدأت أول محاولة لإنشاء سوق منظمة لبيع وشراء الأوراق المالية واختير أحد الفنادق لهذا الغرض، إلا أنها فشلت بسبب مستوى نشاطها المتدني.

ومع تزايد النشاط الاقتصادي في مصر في الربع الأخير من القرن التاسع عشر والأعوام الأولى من القرن الحادي والعشرين وما نتج عنه من ارتفاع عدد الشركات المساهمة لتبلغ ٧٩ شركة برأسمال ٢٩ مليون جنيه، ازدادت الحاجة إلى إنشاء سوق لتداول الأوراق المالية، الأمر الذي دفع الحكومة إلى إنشاء أول بورصة رسمية في القاهرة عام ١٩٠٣ أعقبها إنشاء بورصة الإسكندرية وانضم السوقان تحت الهيئة العامة لسوق المال بمصر في الربع الأخير من القرن العشرين. (الهندى والناشف، ٢٠٠٠، ٢٤٨)

وفي عام ١٩٠٨ أصدرت أول لائحة للبورصة المصرية طبقت في بورصة القاهرة عام ١٩١٠ وفي بورصة الإسكندرية عام ١٩١٣ (صندوق النقد العربي، ١٩٩٩، ٦٧). وتلا ذلك صدور لائحة جديدة للبورصات عام ١٩٣٣، بموجب مرسوم ملكي شهدت بعدها البورصة المصرية نشاطاً ملحوظاً وقد صنفت خامس أنشط بورصة في العالم (اندرواس، ٢٠٠٥، ٢٧٠). وفي عام ١٩٤٧ تم إصدار القانون رقم (٨٠) للنقد والذي أخضع حركة رؤوس الأموال الأجنبية للرقابة وبدأت حركة استرداد الأوراق المالية المصرية الموجودة بالخارج وطرحها بالبورصة ونتيجة لذلك تأثرت أسعارها بسبب زيادة المعروض منها وعدم إمكان المدخرات المحلية من استيعاب هذا المعروض ومن ثم هبطت أسعارها وبنسبة ٢٠٪ (طه وطه، ٢٠٠٩، ٧٧)

لقد شهدت حقبة الخمسينيات والستينيات من القرن الماضي ونتيجة للتغيرات السياسية وما نتج عنها من تغيرات اقتصادية صدور العديد من القوانين والقرارات الاشتراكية، التي أدت بدورها إلى تغيرات جذرية في الاقتصاد المصري أثرت سلباً على سوق الأوراق المالية، ففي عام ١٩٥٩، صدر قانون تحديد الأرباح، الذي تم بمقتضاه تحديد نسب الأرباح الموزعة على

المساهمين بحيث لا تتجاوز ١٠% عن الأرباح التي تم توزيعها في عام ١٩٥٨، تلا ذلك صدور قانون عام ١٩٦١ بتأميم الشركات الخاصة، الأمر الذي أدى إلى تأميم أكثر من ٩٥% من النشاط الاقتصادي. (اندراوس، ٢٠٠٥، ٢٧٣، ٢٠٠٩) (طه وطه، ٢٠٠٩، ٨٠)

ومع منتصف السبعينيات من القرن العشرين ظهرت نظرة جديدة لسوق الأوراق المالية حيث قامت الحكومة بإصدار عدة قوانين وإدخال العديد من التعديلات والتشريعات المؤثرة في هذه السوق بهدف زيادة ثقة المستثمرين في الاقتصاد المصري وإعادة تشغيل سوق الأوراق المالية لتوسيع دورها التموي في تجميع المدخرات وتوجيهها إلى مجالات الاستثمار المختلفة. (صندوق النقد العربي، ١٩٩٧، ٦٨)

وحققت هذه المرحلة مزايا وحوافز عددة لإقامة المشروعات المشتركة من خلال إصدار عدد من القوانين، كان أهمها قانون الاستثمار المالي العربي والأجنبي والمناطق الحرة عام ١٩٧٤، الذي شجع القطاع الخاص للمساهمة في النشاط الاقتصادي، إذ منح القانون المذكور إعفاءات ضريبية تتراوح من (٥-١٠) أعوام، وللغي جميع القيود المفروضة على حركة الأرباح للخارج. تلاه صدور قانون الهيئة العامة لسوق الأوراق المالية عام ١٩٧٩ الخاص بتنظيم عمله وتنميته وتوجيهه رؤوس الأموال العربية والأجنبية للمساهمة في التنمية الاقتصادية والرقابة على تداول الأوراق المالية. (صندوق النقد العربي، ١٩٨٥، ١٣)

في عام ١٩٨١ صدر قانون الضريبة على الدخل رقم (١٥٧) وقانون الشركات رقم (١٥٩)، اللذين نظمما إنشاء الشركات المالية ووضعها بالشكل الأقدر على تجميع الأموال واستثمارها في المجالات المختلفة. نتيجة لذلك تميزت مدة السبعينيات والثمانينيات من القرن الماضي بزيادة كبيرة في حجم تداول الأوراق المالية و الناتجة عن زيادة حجم التعامل في أسهم الشركات الأمر الذي أنشىء السوق. (آل طعمة، ٢٠٠٧، ١١٢)

كما شهدت السوق المالية المصرية استقراراً كبيراً في التسعينيات من القرن المنصرم نتيجة لاعتماد الحكومة المصرية إصلاحات هيكلية أساسية حيث ارتفعت معدلات التبادل التجاري مع الاقتصاد العالمي وتعاظم دور القطاع الخاص في التبادلات الحرة. كما صدرت عدة قوانين في تلك المدة شجعت على الاستثمار منها قانون رقم (٩٥) لعام ١٩٩٢ الخاص بتطوير سوق المال وطبيعة عمل الشركات وفي عام ١٩٩٣ واستكمالاً للبنية الأساسية لسوق الأوراق المالية وفي ضوء الارتفاع المستمر في حجم التعامل وعدد الأوراق المالية المتداولة وعدد عمليات التداول تم إدخال نظام جديد للتداول يعتمد على الحاسب الآلي في جميع عمليات التداول، عن طريقربط البورصة مع كبرى شركات الاتصال في العالم. واستمرت الجهود المبذولة لتطوير أداء المعاملات في سوق الأوراق المالية وتنشيطها حيث عملت على تحسين البيئة التشريعية

والتنظيمية بهدف جذب المزيد من المستثمرين سواءً على المستوى المحلي أو الخارجي إذ بلغ عدد الشركات المدرجة في البورصة للسنة المالية ٢٠٠٥-٢٠٠٦ (٦٠٣-٦٥٦) شركة على التوالي الأمر الذي يعكس مدى الانتعاش الذي شهدته البورصة المصرية بالمقارنة مع المرحلة السابقة. إلى جانب ذلك تم اعتماد قرار مجلس الهيئة العامة لسوق المال حول تعديل قواعد الأدراج والشطب للأوراق المالية وهو ما يعني إلزام الشركات تزويد الهيئة والبورصة بنسخة من القوائم بعد إعدادها مع تقرير تدقيق الحسابات على أن يكون قبل بداية التداول في اليوم التالي من إعدادها. (العيساوي، ٢٠١٢، ١٩) (الهندي و الناشف، ٢٠٠٠، ٢٤٩) (البنك المركزي المصري، ٢٠٠٦، ٢٤-٢٨)

فضلاً عن ذلك فقد جرت اتفاقات تعاون بين بورصة لندن وهيئة سوق المال البريطانية من جانب وبورصة القاهرة وهيئة السوق المالية المصرية من جانب آخر كما صدر قرار من مؤسسة التمويل الدولية (IFC) التابعة للبنك الدولي بتسجيل سوق الأوراق المالية المصرية ضمن مؤشر الاستثمار العالمي ووافقت على دخول السوق المالية المصرية في نظام الترقيم الدولي للأوراق المالية. (المعروف، ٢٠٠٩، ٣٠١)

وفي عام ٢٠٠١ تم إدراج سوق مصر للأوراق المالية على مؤشر مورجان ستانلي (\*\*)(MSCI) (Morgan Stanly Capital International)

الذي يعكس نشاط الأسواق الصاعدة التي تتمتع بحرية الاستثمار دون قيد وبلغ عدد الشركات المصرية المسجلة بهذا المؤشر (٤) شركة وبلغت قيمتها السوقية لأسهمها (١٩٥٩.٦) مليون دولار. (صندوق النقد العربي، ٢٠٠٧، ١١٧)

## ثانياً : سوق الأوراق المالية في الأردن

تميزت بداية الثلثينيات من القرن العشرين بإنشاء العديد من الشركات المساهمة العامة الأردنية، فقد تم تأسيس شركات كبرى في تلك المدة منها البنك العربي ١٩٣٠، شركة مصانع الإسمنت الأردنية ١٩٥١. وأخذ الجمهور يكتتب في أسهم هذه الشركات والتعامل بها منذ ذلك

---

(\*) مؤسسة التمويل الدولية International Financial Corporation تأسست عام ١٩٥٦ بهدف تشجيع الاستثمارات الخاصة والفردية والمشاركة في تمويل المشروعات الجديدة والتوسيع في المشروعات القائمة ذات الطبيعة الإنثاجية في الدول الأعضاء خاصة الدول الأقل نمواً للمزيد ينظر:-

- عباس، علي، إدارة الأعمال الدولية، ط١، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، ص ٣٠٦.

(\*\*) مؤشر مورجان ستانلي: يقيس هذا المؤشر أداء (١٠٠٠) سهم لأسواق أوروبا وأستراليا والشرق الأقصى ويتم احتساب قيمة هذا المؤشر بطريقتين طبقاً لقيمة لرأسمالية وطبقاً للناتج المحلي الإجمالي.

التاريخ الأمر الذي أدى إلى ظهور سوق غير منظمة لتداول أسهم هذه الشركات من خلال مكاتب غير متخصصة. (التميمي وسلام، ٢٠٠٤، ١٥٥)

كل ذلك قد دفع الحكومة الأردنية إلى التكير الجاد في إنشاء سوق مالية في العاصمة (عمان)، فقام البنك المركزي خلال العامين ١٩٧٥-١٩٧٦ وبالتعاون مع مؤسسة التمويل الدولية (IFC) دراسة جدوى مشروع إنشاء سوق عمان للأوراق المالية وإصدار قانون لإنشائه وبasher نشاطاته في ١٩٧٨/١/١ وقد جاء في الهدف المحدد في هذا القانون تنمية المدخرات عن طريق تشجيع الاستثمار في الأوراق المالية وتنظيم إصدارها وذلك بما يضمن شفافية التعامل وسلامته وعadalته وسهولته وسرعته. (المعروف، ٢٠٠٩، ٣٠٣) بلغ عدد الشركات المساهمة المدرجة في السوق في ذلك التاريخ (٦٦) شركة. كما شهدت مدة الثمانينات من القرن العشرين بمجموعة من الأحداث المالية والنقدية أهمها: - (التميمي وسلام، ٢٠٠٤، ١٥٦)

- إنشاء السوق الموازية، وذلك نتيجة لارتفاع عدد الأسهم المتداولة ومنذ عام ١٩٨٥.
- اندماج العديد من الشركات المدرجة في السوق وفي كافة القطاعات المتعلقة بالصناعة والخدمات والبنوك، وذلك بهدف زيادة حجمها وقوتها.
- التوسيع في إصدار السندات والبيعتداول السندات الحكومية ابتداءً من عام ١٩٨٨.

وفي عام ١٩٩٧ أصدر قانون جديد ينظم عمل سوق الأوراق المالية يتضمن إنشاء عدد من المؤسسات وهي هيئة البورصة (SEC) ومركز إيداع Stock Exchange Commission (SEC) والأوراق المالية Securities Depository Center (SDC) وهيئة الأوراق المالية الأردنية Amman (ASE) وإنشاء بورصة عمان (Jordon Securities Commission (JSC) (سوق عمان للأوراق المالية، ٢٠٠٤، ١) Stock Exchange (www.ase.com.jo))

وفي العام نفسه تم إنهاء أعمال لجنة الإصدارات الأوليّات إناطة مهمتها إلى هيئة البورصة (SEC) كما تم إصدار قانون الشركات رقم (٢٢). وشهد عام ١٩٩٩ انضمام بورصة عمان إلى اتحاد البورصات العربية، ثم إلى عضوية الاتحاد الدولي للبورصات (ومقره في باريس) ثم انضمامها إلى عضوية اتحاد البورصات الأوروبية والآسيوية (ومقره إسطنبول) (www.ase.com.jo).

وبهدف رفع كفاءة إتمام الصفقات وسرعتها وتوسيع عمليات التداول وتحقيق الشفافية، فقد تم تطبيق نظام التداول الإلكتروني في ٢٠٠٣/٢٦ وبشكل تدريجي ليصبح بديلاً تاماً للتداول اليدوي بتاريخ ٢٠٠٦/١٥ من جانب آخر فقد سمح للمستثمرين الأجانب بنسبة تملك في المشروعات العامة بحصة ١٠٠% باستثناء قطاعات البناء والمقاولات التي بقيت على نسبة الملكية الأجنبية السابقة والتي لا تتجاوز ٤٩%.

وفي عام ٢٠٠٢ أقرت الحكومة الأردنية قانوناً جديداً يتضمن مجموعة من التعديلات التي تهدف إلى تطوير أداء بورصة عمان، أهمها السماح بإنشاء بورصات أخرى في الأردن من أجل توسيع دائرة المنافسة المالية مع بورصة عمان وإلزام بورصة عمان بتحسين مستوى أدائها المالي. أما فيما يتعلق بمؤشر السوق، فمنذ عام ١٩٩٢، بدأ سوق عمان المالي باحتساب رقم قياسي مرجح بالقيمة السوقية، وتم تحديد ١٩٩١ سنة أساسية بقيمة (١٠٠) نقطة. ويقوم هذا المؤشر على أساس اختيار عينة مكونة من (٥٠) شركة مختلفة للسوق، وتم زيتها إلى (٦٠) شركة في عام ١٩٩٤ ثم إلى (٧٠) شركة عام ٢٠٠١ (www.ase.com.jo).

وفي بداية ٢٠٠٤ وقعت بورصة عمان اتفاقية مع شركة داو جونز لاحتساب رقم قياسي مرجح بالأسماء الحرة واتفاقية مع شركة بلومبرغ العالمية لبث معلومات التداول.

وفي عام ٢٠٠٩ تم إصدار النسخة الجديدة لنظام التداول الإلكتروني حيث تم ربط أنظمة التداول الإلكتروني مع أنظمة مركز إيداع الأوراق المالية والأنظمة الرقابية لدى هيئة الأوراق المالية. (التميمي وسلم، ٢٠٠٤، ١٥٦)

### ثالثاً : سوق الأوراق المالية في المغرب

أنشأت بورصة الدار البيضاء بمبادرة من القطاع البنكي في عام ١٩٢٩ إنشاء بورصة الدار البيضاء ، ومن خلال ما يعرف بمكتب التصفيه بالقيم المنقولة، حيث تتم عمليات التداول عن طريق المقاصلة الحرة بين البنوك لأسمهم الشركات المغربية غير المسجلة ببورصات الدول الأجنبية. (الهندى والنافش، ٢٠٠٠، ٢٥١)

وفي عام ١٩٤١ أصدر قانون السندات والذي لا يسمح بطرح أوراق مالية غير مغربية في السوق الأولية إلا بتراخيص من مكتب الصرف وينع شركات الوساطة المغربية بالعمل في السوق إلا من خلال وسيط يكون مارسل له، كما لا يسمح لغير المواطنين المغاربة بشراء القيم المنقولة في البورصة بشرط تحويلها بإحدى العملات المحددة من عمليات الصرف والمبايعة إلى بنك المغرب. كما يقيد حرية المواطنين المغاربة بالاستثمار في الخارج. (الهندى والنافش، ٢٠٠٠، ٢٥١)

وفي عام ١٩٤٨ صدر مرسوم ملكي يمنح بورصة القيم المنقولة شخصية معنوية، ومع نهاية ذلك العام ونتيجة لما سببته الحرب العالمية الثانية وما بعدها من عدم استقرار فقد انتقلت رؤوس الأموال الأجنبية من أوروبا إلى البلدان القريبة ودخل قسم منها إلى المغرب حيث شهدت البورصة تزايداً في عدد القيم المنقولة إلى أكثر من مليوني سند مقارنة بعام ١٩٣٨، حيث كان عددها لا يتجاوز عشرة آلاف سند. وأنشاء هذه التطورات عملت الحكومة على إيجاد نظام مراقبة الصرف لتنظيم دخول وخروج رؤوس الأموال الأجنبية، فضلاً عن الاعتراف بوجود مكتب

مقاصة للأوراق المالية ومن ثم الاعتراف به كمكتب لتسعير القيم المنقولة ومقره الدار البيضاء. (صندوق النقد العربي، ١٩٨٥، ٦٤)

إلا إن الانتعاش الذي شهدته البورصة خلال تلك المدة لم يدم طويلاً فمع حصول المغرب على الاستقلال السياسي وما نتج عنه من تغيرات سياسية واقتصادية دفع المستثمرين الأجانب الذين يمثلون غالبية المستثمرين في البورصة إلى سحب أموالهم الأمر الذي عرضها للانهيار. (منصور، ٢٠٠٣، ٣٥)

وبدأت الحكومة بدراسة أوضاع السوق وحجم التعامل بالأوراق المالية وسنت لذلك القوانين المشجعة للاستثمار ومنها المرسوم الملكي الصادر عام ١٩٦٧، الذي مكناها من إعادة تنظيمها قانونياً وتقنياً وتعريفها كمؤسسة عمومية. (سوق الدار البيضاء للأوراق المالية، ٢٠٠٢، ٧)

وخلال مدة السبعينيات من القرن الماضي مرت البورصة بحالة من الاستقرار في أسعار أوراقها المالية المتداولة بشكل كبير وعدم تذبذبها خاصة بوجود قانون يحد من ارتفاع وانخفاض سعر أي سهم أكثر من ٣% من قيمة التداول بين جلة وأخرى إلا أنه ومع بداية الثمانينيات من القرن ذاته تراجع أداء البورصة بشكل كبير نتيجة لبعض العوامل المتعلقة بطبعتها من جهة والتباطؤ الحاصل في النشاط الاقتصادي من جهة أخرى محدثة تراجعاً في أسعار أوراقها المالية. ومع دخول العقد الأخير من القرن العشرين شهدت بورصة الدار البيضاء للأوراق المالية أداء أكثر استقراراً وكفاءة نتيجة للقرارات والإجراءات التي طالت البورصة والتي يمكن إدراجها بالآتي: (البرواري، ٢٠٠٨، ٦٥-٦٦) (سوق الدار البيضاء للأوراق المالية، ٢٠٠٢، ٧-٩)

- مع تفويض الحكومة المغربية لبرامج الخصخصة عام ١٩٩٣ ولغاية ١٩٩٨ خصخصت أكثر من (٥٠) شركة بلغت إيراداتها (١٠٥٤) مليار دولار، مما ساهم في استقطاب رؤوس الأموال الأجنبية خاصة في المحافظ الاستثمارية وهو ما ساعد على تطوير عمليات البورصة وزيادة نشاطها.
- عام ١٩٩٤ تم إنشاء مجلس القيم المنقولة، كما تم في نفس العام إعطاء الترخيص لـ ١٢ شركة من شركات البورصة للعمل كوسطاء.
- وفي عام ١٩٩٥ تم إنشاء الجمعية المهنية لشركات البورصة كما تم إنشاء في نفس العام هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة.
- عام ١٩٩٦ تم إدراج البورصة في مؤشر الدول الصاعدة التابع لمؤسسة التمويل الدولية (IFC) وذلك بنسبة ٧٥٪.

- عام ١٩٩٧ تم إنشاء نظام الإيداع المركزي بشكل يكفل السرعة والدقة لعمليات المقاصلة والتسوية ويؤمن سلامة التعامل بالأوراق المالية، مع اعتماد أنظمة التداول الإلكتروني (الآلي) لتسخير القيم المنقولة.
- عام ١٩٩٨ قررت البورصة خفض عمولات الوسطاء على عمليات البيع والشراء للأوراق المالية، بهدف تشجيع الشركات الصغيرة والمتوسطة على تمويل نشاطها من خلال إصدار أسهم جديدة ولتنشيط حركة التداول.
- كما تم في نفس العام إدخال نظام الحصص في البورصة الذي يتم بموجبه تخصيص حد أدنى من الأسهم في كل شركة مدرجة في البورصة إلى جانب توسيع هامش التداول في السوق الرسمي من (٥٪) إلى (٦٪).
- عام ١٩٩٩ تم تأسيس العديد من الصناديق الاستثمارية نتيجة لزيادة طلبات المستثمرين على صناديق الاستثمار حتى وصلت في نهاية العام نحو (٢٥) صندوقاً.
- وفي عام ٢٠٠٠ تم إنشاء صندوق الخصخصة لتمويل آلية الإيرادات الناتجة عن عمليات الخصخصة.
- في عام ٢٠٠١ تم إصدار بعض الإعفاءات الضريبية للشركات المغربية الراغبة في إدراج أسهمها في البورصة بهدف تشجيع البورصة.
- وفي عام ٢٠٠١ تم انضمام البورصة إلى مؤشر مورجان ستانلي.
- وقد انعكست آثار هذه الإجراءات والقرارات إيجابياً على نشاط بورصة الدار البيضاء في السنوات الأخيرة حيث نما نشاط البورصة بسبب زيادة عدد الإصدارات من الأسهم في السوق الأولية وحجمها ونتائج برامج الخصخصة، فضلاً عن دور صناديق الاستثمار الأجنبية في تعزيز نشاط السوق.

#### رابعاً : سوق الأوراق المالية في العراق

شهدت بداية القرن العشرين أولى خطوات نشوء سوق للأوراق المالية في العراق، إذ تم تطبيق قانون الشركات الهندي رقم (٧) لعام ١٩١٣ بعد مجيء الاحتلال البريطاني إلى العراق والمنقول عن قانون الشركات الإنجليزي لعام ١٩٠٨ وكان أول تطبيق له في العراق عام ١٩١٩ بعد تعديله ببيان رقم (٢٦) لعام ١٩١٩ من القائد العام للقوات البريطانية الذي بموجبه تأسست دائرة مسجل الشركات التي أنيطت بها مسؤولية تنفيذ هذا القانون بعد أن تم ربطها بوزارة المالية.

وفي عام ١٩٢١ تم تأسيس أول شركة مساهمة وبعد خمسة عشر عاماً صدر في العراق قانون بورصة التجارة رقم (٦٥) لعام ١٩٣٦ الذي نص على تأسيس بورصة السلع الرئيسية،

غير أنه تم إيقاف العمل به عام ١٩٣٨ بصورة مؤقتة نتيجة لانعقاد اغلب الصفقات خارج مبنى البورصة.(وهم، ٢٠٠٩، ١٤٩)(عبد وأحمد، ٢٠٠٨، ١١-١)

وفي عام ١٩٣٩ صدر قانون رقم (٣) قانون بيع وشراء الأسهم والسنادات المالية والذي نص على عدم جواز تعاطي بيع وشراء الأسهم وسنادات القروض على مختلف أنواعها إلاّ من كان مخولاً بأعمال الصيرفوا لزام المتعاملين بالإعلان في مكاتبهم عن أسعارها على أن تتم معاملات البيع والشراء كافة على وفق الأسعار المعلنة مع عمولة لا تتجاوز (٥١%).(الحسيني، ٢٠٠٦، ٥٨-٥٧)

خلال عقد الخمسينات من القرن الماضي ونتيجة ازدياد عدد الشركات وارتفاع عمليات التداول مما دفع الحكومة إلى إصدار قانون الشركات التجارية رقم (٣١) عام ١٩٥٧ ليحل محل قانون الشركات الهندية، إلاّ أن ابلاج ثورة (٨) شباط عام ١٩٦٣ وما أعقبها من حركة تأميم للمصارف وشركات التأمين وشركات الأموال العاملة في الصناعة والتجارة، أثر سلبياً على نشاط تأسيس الشركات وتداول الأسهم ليستمر هذا الحال بعد ثورة (١٧-٣٠) تموز عام ١٩٦٨، التي عملت على دعم وتطوير القطاع الاشتراكي.(مصلحة، ٢٠٠٥، ١٤١)

وفي عام ١٩٨٧ شهد الاقتصاد العراقي تحولات عديدة و جديدة من نوعها تمثلت بحدوث تغيرات في أسلوب وصيغة إدارة التنمية تعتمد بشكل رئيس على إعطاء دور كبير للقطاع الخاص في عملية التنمية من خلال قيادة الدولة لها والاعتماد على تفاعل قوى السوق في توزيع الموارد الاقتصادية بين القطاعات المختلفة. وهو ما قاد إلى:(الحسيني، ٢٠٠٦، ٦٤)

أ- السماح للنشاط الخاص بإنشاء وتكوين صناعات جديدة أو مماثلة لصناعات القطاع الاشتراكي.

ب- التأكيد على توسيع مساهمة النشاط الخاص في القطاعين الصناعي والزراعي، فضلاً عن دخول الميادين الاقتصادية الأخرى عدا التصنيع العسكري (سابقاً).

ج- بيع عدد من معامل القطاع الاشتراكي للقطاع الخاص.

د- منح إجازة ضريبية لمدة عشر سنوات للمشاريع الصناعية القائمة أو التي ستقام ابتداءً من ١٩٨٩/١/١.

لقد انعكست هذه التغيرات التي شهدتها الاقتصاد العراقي على عدد الشركات المساهمة والأسماء المتداولة في السوق، إلى الحد الذي خلق الحاجة لوجود سوق منظمة للأوراق المالية بدلاً من السوق غير المنظمة الموجود فعلاً، وهو ما دفع إلى إعداد صيغة مشروع لتأسيس سوق بغداد للأوراق المالية عام ١٩٩٠ من قبل المجلس الوطني، موزعاً على أحد عشر فصلاً،

ليصدر بعدها القانون رقم (٣٤) لعام ١٩٩١ والذي نص على تأسيس سوق بغداد للأوراق المالية والذي يتمتع بالشخصية المعنوية والاستقلال الإداري والمالي. (مصلحة، ٢٠٠٥، ١٤١)

وفي منتصف عام ١٩٩٢ باشر سوق بغداد أعماله وفي ظل الظروف المحيطة به محاولاً الربط بين وحدات الفائض (الادخار) ووحدات العجز (الاستثمار) وافتتح التداول فيه (٦٤) شركة مدرجة في السوق. (الأعظمي، ٢٠١٠، ٨٣)

لقد ساهم سوق بغداد وبشكل جزئي ومحدد في تنمية الإ Excellations المحلية ورفع الوعي الاستثماري بالأوراق المالية ولم يصاحب ذلك أي تطور في آلية وأسس التداول فيه ويعزى ذلك إلى مجموعة واسعة من الأسباب التي أدت بالنتهاية إلى غلقه عام ٢٠٠٣ أو التي يمكن تلخيصها بالآتي: (عبدالنبي، ٢٠٠٦، ٨٩-١٣٠)

أ- التضاد بين البيئة الاقتصادية للسوق والوضع الاقتصادي في العراق حيث نشأ سوق بغداد في ظل توجهات اقتصادية مركبة وإدارة شمولية تحاول إصلاح الوضع الاقتصادي في ظروف غير مؤاتية ومبادرات غير مجدية.

ب- خضع السوق من الناحية الفعلية لإشراف الدولة وتحت الإدارة الكاملة لوزارة المالية بالرغم من تتمتعه بالاستقلال الإداري والمالي من الناحية القانونية.

ج- التقلبات الحادة في حركة أسعار الأوراق المالية في السوق، حيث عانى سوق بغداد من تقلبات حادة (كما هو الحال في اغلب الأسواق الناشئة)، إلا أن ما يميز هذه التقلبات أنها كانت حركات شاملة للأسعار بنفس الاتجاه صعوداً ونزولاً لاغلب الأسهم المتداولة.

إن هذه الأسباب، فضلاً عن السلبيات الخاصة بالسوق وما سببه من ارتقاض عنصر المخاطرة قد دفع معظم المستثمرين إلى الانسحاب من السوق، وجرت عدة محاولات لوضع حد لهذه التقلبات إلا أن نتائجها جاءت عكسية لما كان متوقعاً، حيث شهدت السوق هبوطاً حاداً في التداول وظهرت أسواق سوداء للتعامل خارج السوق. وبتاريخ ٢٠٠٣/٤/١٩ توقف التداول في سوق بغداد للأوراق المالية بقرار من مجلس إدارته بعد التغيير السياسي في ٢٠٠٣/٤/٩ (وهم، ٢٠٠٩، ١٥١)

بعد أن ظل السوق مغلقاً قرابة (١٢) شهراً صدر القانون المؤقت بتاريخ ٢٠٠٤/٤/١٨، بتأسيس مؤسستين مهمتين في قطاع رأس المال وهما:

- سوق العراق للأوراق المالية (Iraq Stock Exchange).
- هيئة الأوراق المالية العراقية (Iraq Securities Commission).

فقد تم تأسيس هيئة الأوراق المالية العراقية بموجب القانون رقم (٧٤) لعام ٢٠٠٤ وتعديلاته وهي هيئة حكومية مستقلة ولها شخصية قانونية. (www.isc.gov.iq)

أما سوق العراق للأوراق المالية فتمثل سوقاً اقتصادية ذات استقلال ماليها، داري غير مرتبطة بجهة. (شندى، ٢٠١٣، ١٥٤-٧٣) لأجل دعم أهدافه فقد اتخذ سوق العراق للأوراق المالية جملة من الإجراءات: (سوق العراق للأوراق المالية، ٢٠٠٩، ٩)

- لأجل تنشيط عمليات التداول وتشجيع الاستثمار في الأوراق المالية فقد قام بتحفيض عمولة الوسيط المالي من ٦٠.٦٪ إلى ١٪ الأمر الذي أدى إلى النجاح الفعلي في زيادة الاستثمار في السوق.

- النجاح بالانضمام إلى الاتحاد الأوروبي الآسيوي للبورصات الذي يضم ثلاثة بورصة أوروبية وأسيوية وعربية وذلك في بتاريخ ٢٠٠٥/٥/١٩.

- لتعزيز موقع السوق في العالم ولخلق وسائل أكثر للافصاح فقد أنشأت السوق موقعين للمعلومات والبيانات على شبكة المعلومات الدولية (الانترنت).

- إصدار مؤشر السوق لأسعار الأسهم المتداولة (ISX Price Index) وفق مقاييس صندوق النقد العربي.

- انتقل التداول في سوق العراق للأوراق المالية ابتداءً من جلسة في ٢٠٠٩/٤/١٩ إلى التداول الإلكتروني. (سوق العراق للأوراق المالية، ٢٠١٢، ٣)

## المبحث الثاني

### تحليل نشاط الأسواق المالية لعينة الدراسة

تبينت مستويات أداؤ الأسواق المالية لعينة الدراسة بناءً على طبيعة أداء اقتصادياتها القومية والتي تتحدد بدورها بالتغييرات الحاصلة بالمتغيرات الاقتصادية المكونة لها والمتأثرة في جزء كبير منها بالسياسات الاقتصادية التي تتخذها كل دولة بما يتلاءم مع متطلبات نمو واستقرار نشاطها الاقتصادي.

#### أولاً : تحليل اتجاه مؤشرات سوق مصر للأوراق المالية

تظهر البيانات الواردة في الجدول (٣) الاتجاه التصاعدي العام لمؤشرات سوق مصر للأوراق المالية خلال فترة (١٩٩٠-٢٠١٢) بالرغم من انخفاضها في بعض سنوات الدراسة. ويعزى هذا الارتفاع في قيم هذه المؤشرات ومعدلات نموها إلى جملة من الأسباب يمكن إدراجها بما يأتي :

- ١-الإجراءات المتخذة بهدف تعزيز الشفافية وتقليل المخاطر وحماية الأسعار من التلاعُب، والتي شملت إعداد القواعد الخاصة بقيد الأوراق المالية والزام الشركات بتعزيز الإفصاح الكامل عن أي معلومات قد تؤثر في أسعار الأسهم الأمر الذي انعكس على المؤشر العام لأسعار الأسهم الذي ارتفع ليصل (٦٢٦,٢) نقطة عام ٢٠٠٠ . (صندوق النقد العربي، ١٩٩٩، ١٣٣)
- ٢-ارتفاع أسعار النفط إلى مستويات عالية واستمرار تدني سعر الفائدة، حيث أدت فوائض الإيرادات النفطية والطفرة في السيولة المحلية التي نتجت عنها زيادة الإنفاق الحكومي إلى زيادة الطلب على أسهم الشركات المدرجة في السوق، مما أدى إلى زيادة تدفق رؤوس الأموال الأجنبية معززاً بذلك ثقة المستثمرين في تنشيط حركة السوق المالي ومن ثم ارتفاع أداء المؤشر العام لأسعار الأسهم لتبلغ قيمته عام ٢٠٠٤ (١٤٤١,٠) نقطة. (صندوق النقد العربي، ٢٠٠٥، ١٦)
- ٣-الجهود الكبيرة التي بذلت في تطوير التشريعات والقوانين والأنظمة التي تحكم عمل سوق مصر للأوراق المالية، فضلاً عن اعتماد نهج الشخصية وتحويل ملكية هذه السوق إلى القطاع الخاص مما أحدث ارتفاعاً في المؤشر العام لأسعار الأسهم ليبلغ أعلى قيمة له (٧٨٠٣,٤) نقطة عام ٢٠٠٧ .
- ٤-زيادة ثقة المستثمرين (المحليين والأجانب) في البورصة المصرية والاقتصاد المصري، كذلك زيادة الشخصية والبدء بتطبيق النظام الآلي للتداول، قد انعكس في ارتفاع مؤشر حجم التداول في عام ١٩٩٧ ليبلغ (٢٠٢٨٢,٠) مليون جنيه. (صندوق النقد العربي، ١٩٩٨، ١١٠)

الجدول (٣)

تطور مؤشرات سوق مصر للأوراق المالية للفترة (١٩٩٠-٢٠١٢)

السنوات	المؤشر العام لأسعار الأسهم	معدل التغير السنوي %	حجم التداول مليون جنيه	معدل التغير السنوي %	القيمة السوقية مليون جنيه	معدل التغير السنوي %	معدل دوران السهم	معدل التغير السنوي %	عدد الأوراق المالية المتداولة مليون سهم	معدل التغير السنوي %	عدد الشركات المدرجة	معدل التغير السنوي %	معدل التغير السنوي %
1990	85.0	-	206.2	-	5071	-	4.1	-	34.2	-	573	-	-
1991	92.0	8.23	233.9	13.43	8845	74.42	2.6	-36.58	45.3	11.1	627	11.1	9.42
1992	100.0	8.69	371.4	58.78	10845	22.61	3.4	30.76	59.2	30.6	656	-26.3	4.62
1993	149.0	49.0	274.9	-25.98	12807	18.09	2.1	-38.23	43.6	-37.3	674	-26.3	2.74
1994	238.4	60.0	1214.0	341.61	14500	13.21	8.4	300.0	27.3	-37.3	700	-37.3	3.85
1995	213.2	-10.53	2294.2	88.97	27420	89.10	0	46.3	69.5	61.26	676	69.5	-3.42
1996	297.7	39.63	8769.2	282.23	48100	75.41	18.2	116.66	170.4	268.03	646	268.03	-4.43
1997	359.0	20.59	20282.0	131.28	70900	47.40	28.6	57.14	274.8	61.26	650	61.26	0.61
1998	382.8	6.62	18500.6	-8.78	83141	17.26	22.3	-22.02	410.7	49.45	861	49.45	32.46
1999	624.5	63.14	32851.0	77.56	112365	35.14	29.2	30.94	846.1	106.01	1033	106.01	19.97
2000	626.2	0.27	41744.0	27.07	119800	34.8	6.61	19.17	952.7	12.59	1071	12.59	3.67
2001	613.0	-2.10	24658.0	-40.93	111300	-7.09	22.2	-36.20	1184.0	24.27	1110	24.27	3.64
2002	635.3	3.63	25806.0	4.65	122388	9.96	21.1	-4.95	832.9	-29.65	1150	-29.65	3.60
2003	803.2	26.42	26366.5	2.17	171900	40.45	15.3	-27.48	1368.1	64.25	967	64.25	-15.91
2004	1441.0	79.40	36124.0	37.00	233263	35.69	15.5	1.30	2434.5	77.94	792	77.94	-18.09
2005	4828.7	235.09	150859.5	317.61	456278	95.60	33.1	113.54	5310.3	118.12	744	118.12	-6.06
2006	4772.8	-1.15	271111.1	79.71	534986	50.7	17.25	53.17	9013.2	69.73	603	69.73	-18.95
2007	7803.4	63.49	363355.0	34.02	768276	43.60	47.3	-6.70	15752.3	74.76	435	74.76	-27.86
2008	6280.1	-19.10	317233.0	-12.60	473738	-38.33	66.9	41.43	12382.7	-21.30	373	-21.30	-14.25
2009	5702.9	-9.96	449457.0	11.68	500613	5.67	89.8	34.23	36654.0	65.47	305	65.47	-18.23
2010	6033.1	5.79	322036.0	-28.34	488715	-2.37	65.9	-26.58	27950.0	-23.74	213	-23.74	-30.16
2011	3622.0	-39.96	148038.0	-54.03	293615	-39.92	50.4	-23.52	29514.8	5.59	231	5.59	8.45
2012	5462.0	50.8	185406.0	25.24	375613	27.92	49.3	-2.18	36743.0	24.49	234	24.49	1.29

الجدول من إعداد الباحثة بالاعتماد على: الدعمي، عباس كاظم جاسم، ٢٠٠٨، العمود (١-٦)، للأعوام (١٩٩٠-٢٠١٢) (بيانات البنك الدولي، العمود (١١)، للأعوام (١٩٩٠-٢٠١٢))

البرواري، سعاد عبد القادر فاسم، ٢٠٠٨، العمود (٩)، للأعوام (١٩٩٠-٢٠٠٢) / صندوق النقد العربي، قاعدة بيانات الأسواق المالية العربية «النشرات الفصلية»، العمود (٣-٩) للأعوام (٢٠٠٢-٢٠١٢)

موقع بورصة مصر www.egyptcapital market.com (١) للأعوام (٢٠٠٣-٢٠١٢) / الهيئة العامة للرقابة المالية، التقرير السنوي لعام ٢٠١٢، العمود (٥) للأعوام (٢٠٠٣-٢٠١٢)

٥-السياسة الاقتصادية للحكومة المصرية التي عززت من دور سوق مصر للأوراق المالية لاستقطاب رؤوس الأموال المحلية والأجنبية، ما انعكس في ارتفاع مؤشر حجم التداول في عام ٢٠٠٩ ليبلغ (٤٤٥٧) مليون جنيه.(صندوق النقد العربي، ٢٠٠٩، ١٢٩)

٦- تسهيل شروط الانضمام إلى سوق مصر للأوراق المالية مما أحدث ارتفاعاً في عدد الشركات المدرجة في السوق ليبلغ عددها عام ٢٠٠٢ (١١٥٠) شركة الأمر الذي سبب ارتفاعاً في مؤشر القيمة السوقية لتبلغ في ذلك العام (١٢٢٣٨٨) مليون جنيه.(صندوق النقد العربي، ٢٠٠٢، ٥٥)

٧-ارتفاع أرباح الشركات المدرجة في سوق مصر للأوراق المالية، وتوقعات المستثمرين بمواصلة نتائجها الجيدة، وحصول البعض من هذه الشركات على عقود لعمليات إعادة إعمار العراق. (صندوق النقد العربي، ٢٠٠٤، ١٠٩)، قد أحدث ارتفاعاً في أسعار الشركات المدرجة في السوق، وهو ما انعكس على مؤشر القيمة السوقية بالارتفاع ليبلغ عام ٢٠٠٧ (٧٦٨٢٧٦) مليون جنيه.

٨-تحسن في أداء السوق الناتج في معظمها ولاسيما للمرة ما بعد ٢٠٠٣ عن جهود الإصلاح المالي والنفطي التي أسهمت في جذب رؤوس الأموال الأجنبية للبورصة المصرية مما أدى إلى زيادة مشتريات الأجانب نسبة إلى إجمالي حركة التداول للأسهم المدرجة بالبورصة، وهو ما رفع من مؤشر عدد الأسهم المتداولة لتبلغ عام ٢٠٠٧ (١٥٧٥٢,٣) مليون سهم. (الهيئة العامة للرقابة المالية، ٢٠١٢، ٧٩-٧٨)

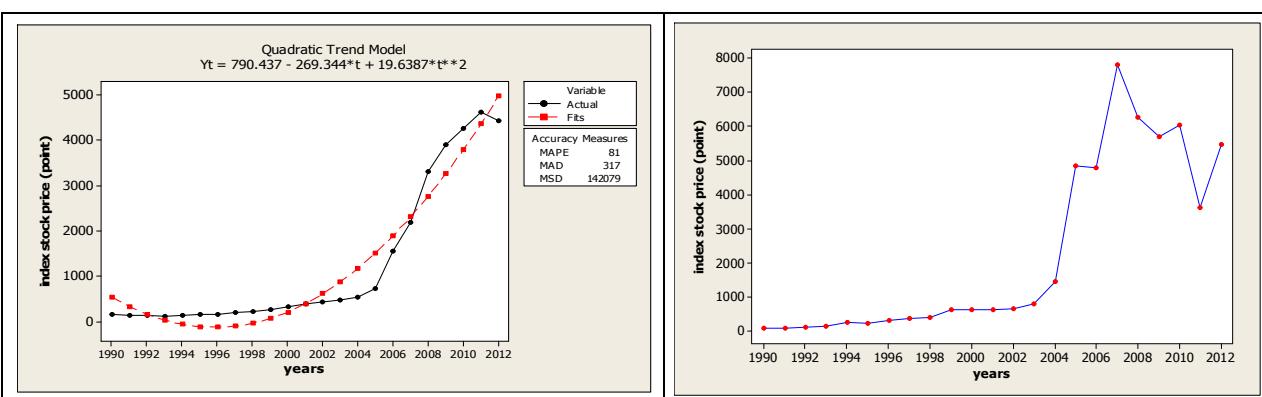
من جانب آخر فقد شهدت قيم مؤشرات سوق مصر للأوراق المالية ومعدلات نموها انخفاضاً في بعض سنوات الدراسة، ويعزى ذلك إلى جملة من الأسباب يمكن إدراجها بما يأتي:

١- تراجع أداء البورصات الخليجية وقيام العديد من المستثمرين الخليجيين بالتخلي من استثماراتهم في البورصة المصرية لرغبتهم في مراكزهم المالية التي تعتمد بشكل أساس على قروض مصرية، فضلاً عن تعرض البورصة لضغوط ناتجة عن عمليات جني الأرباح. (البنك المركزي المصري، ٢٠٠٦، ٨٨)، مما سبب تراجع في المؤشر العام لأسعار الأسهم ليبلغ (٤٧٧٢,٨) نقطة عام ٢٠٠٦ مقارنة بعام ٢٠٠٥ (٤٨٢٨,٧) نقطة.

٢- الأزمة المالية العالمية الناتجة عن تداعيات أزمة الرهن العقاري الأمريكي، فضلاً عن حالة الاضطراب السياسي الذي تعرضت له مصر، وتوقف البورصة المصرية لمدة دامت ستة أسابيع متتالية، (الهيئة العامة للرقابة المالية، ٢٠١١، ٤) والتي أسهمت جميعها في ارتفاع حالة عدم اليقين وزيادة درجة المخاطرة، مما أحدث تراجعاً في جميع قيم مؤشرات سوق مصر للأوراق المالية للأعوام التالية مقارنة بعام ٢٠٠٧.

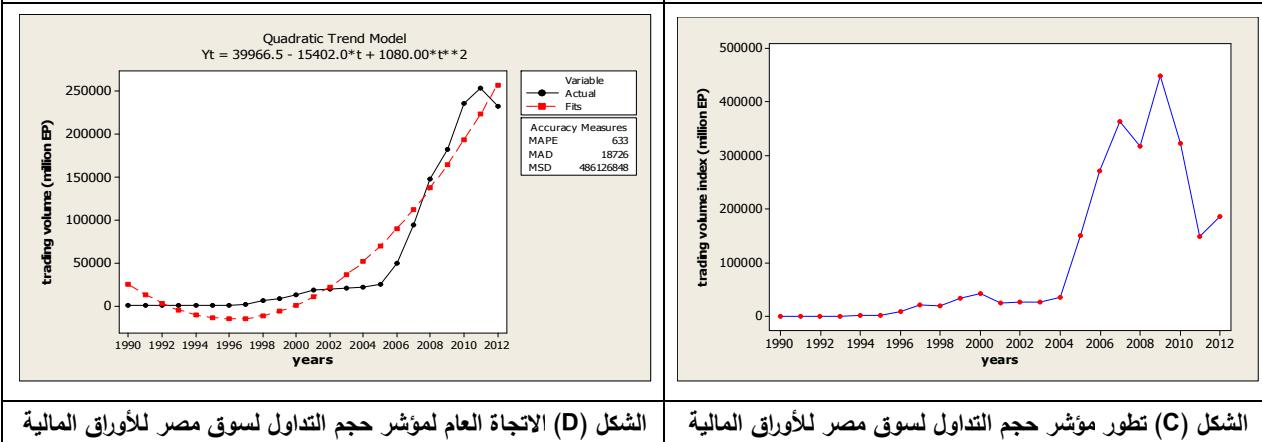
٣- القرار الذي اتخذته الهيئة العامة لسوق مصر للأوراق المالية بشطب عدد من الشركات من لائحة السوق، نتيجة لعدم التزامها بالشروط والمعايير المحددة من قبل البورصة، مما انعكس في انخفاض عدد الشركات المدرجة في السوق ليبلغ (٢١٣) شركة عام ٢٠١٠ بعد أن كان (١١٥٠) شركة عام ٢٠٠٢.

ما تقدم ومن خلال البيانات الواردة في الجدول (٣) والخاصة بقيم مؤشرات سوق مصر للأوراق المالية يتضح أن تلك المؤشرات قد شهدت اتجاهها تصاعدياً خلال فترة (١٩٩٠-٢٠١٢) بالرغم من الانخفاضات التي شهدتها بعض السنوات، وهو ما يمكن الوقوف عليه بشكل أكثر وضوحاً من خلال إسقاط بيانات الجدول (٣) في أشكال بيانية كما موضح في الشكل (٢). باستخدام البرمجية الجاهزة Minitab وبعد معالجة البيانات الأولية للمؤشرات وباعتماد على Single Exp Smoothing وبالمقارنة مع النماذج المختلفة لأنواع المعادلات من خلال مقياس (Mean Squared Deviation) MSD واختيار أفضلها لقياس العلاقة الإحصائية بين مؤشرات سوق الأوراق المالية والزمن لتحليل الاتجاه العام لتلك المؤشرات فقد أظهرت نتائج تقديراتها واتجاهها العام وكما موضح في الشكل (٢).



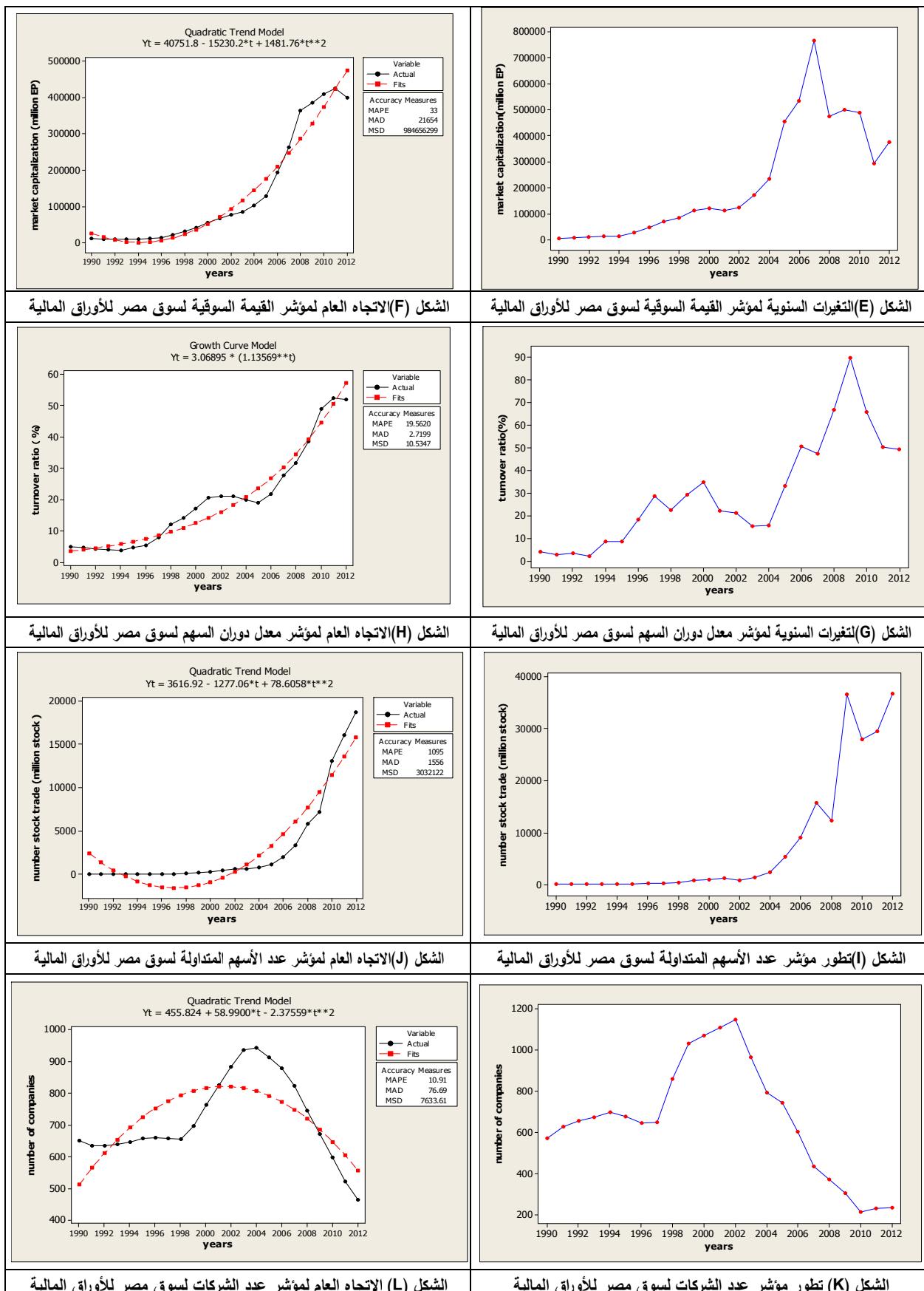
الشكل (B) الاتجاه العام لمؤشر أسعار الأسهم لسوق مصر للأوراق المالية

الشكل (A) تطور المؤشر العام لأسعار الأسهم لسوق مصر للأوراق المالية



الشكل (D) الاتجاه العام لمؤشر حجم التداول لسوق مصر للأوراق المالية

الشكل (C) تطور مؤشر حجم التداول لسوق مصر للأوراق المالية



الشكل (٢) تطور مؤشرات سوق مصر للأوراق المالية واتجاهها العام فتره (١٩٩٠-٢٠١٢)

المصدر: من عمل الباحثة بالاعتماد على بيانات الجدول (٣).

## ثانياً : تحليل اتجاه مؤشرات سوق عمان للأوراق المالية

تظهر البيانات الواردة في الجدول (٤) أن مؤشرات سوق عمان للأوراق المالية قد شهدت تذبذباً على طول مدة الدراسة إلا أنه اتخذ اتجاهها تصاعدياً في مجملها. ويرجع سبب هذا التذبذب بين الانخفاض والارتفاع إلى جملة من العوامل، منها ما أحدث ارتفاعاً في قيم هذه المؤشرات وهي:

- 1- الأداء المتميز للاقتصاد الأردني الذي انعكست آثاره على العديد من النشاطات ومن ضمنها أداء الشركات المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية، فضلاً عن الاستقرار السياسي والأمني الذي يتمتع به الأردن والتي شكلت أحد العوامل التي شجعت المدخرين على الاستثمار في الأسهم فضلاً عن التحسن في المناخ الاستثماري وعودة جانب من مدخرات الأردنيين العائدين من دول الخليج العربي وتوقعات المستثمرين بارتفاع عوائد الأسهم في ضوء تحسن أداء الشركات المدرجة في السوق نتيجة لانتعاش الاقتصادي الذي شهدته المملكة الأردنية الهاشمية. (البنك المركزي الأردني، ١٩٩٢، ٧١) (سوق عمان للأوراق المالية، ١٩٩٢، ٢٣)
- 2- التوسيع الملحوظ في الائتمان والتسهيلات الممنوحة من قبل المصارف التجارية لعملائها لأغراض المضاربة في الأوراق المالية وما سببه من ارتفاع في الطلب على الأوراق المالية، (صندوق النقد العربي، ١٩٩٩، ١٠٦) قد انعكس في ارتفاع قيمة المؤشر العام لأسعار الأسهم ليبلغ (١٧٠١,٣) نقطة عام ١٩٩٨.
- 3- استمرار انخفاض أسعار الفائدة على العملة المحلية الذي بدأ عام ٢٠٠٠ وزيادة تدفق رؤوس الأموال الأجنبية مما عزز من ثقة المستثمر في تشطيط حركة السوق، الأمر الذي رفع من الطلب على أسهم الشركات المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية، (صندوق النقد العربي، ٢٠٠٤، ١٣١) محدثاً ارتفاع في المؤشر العام لأسعار الأسهم ليبلغ (٤٢٤٥,٦) نقطة عام ٢٠٠٤.
- 4- تزايد عدد الاكتتابات سواء عن طريق تخصيص الحكومة لبعض من حصصها في الشركات المحلية في إطار برنامج الخصخصة، أو عن طريق تأسيس شركات جديدة للاستفادة من الطفرة الاقتصادية خاصة في ظل توفر السيولة نتيجة ارتفاع أسعار النفط مما أدى إلى إحداث حركة نشطة في سوق عمان للأوراق المالية نتج عنها ارتفاع في جميع مؤشرات السوق خلال عام ٢٠٠٥ مقارنة بالأعوام السابقة. (صندوق النقد العربي، ٢٠٠٦، ١٣٣)

الجدول (٤) تطور مؤشرات سوق عمان للأوراق المالية للفترة (١٩٩٠-٢٠١٢)

السنوات	المؤشر العام لأسعار الأسهم (نقطة)	معدل التغير السنوي %	حجم التداول مليون دينار	معدل التغير السنوي %	القيمة السوقية مليون دينار	معدل التغير السنوي %	معدل دوران الأسهم %	معدل التغير السنوي %	عدد الأوراق المتداولة مليون سهم	معدل التغير السنوي %	عدد الشركات المدرجة	معدل التغير السنوي %
1990	804.3	-	268.9	-	1293.2	-	20.8	-	136.1	-	105	-
1991	1000.0	-24.33	302.8	12.6	1707.1	32.00	17.7	-14.9	161.8	18.88	101	-3.8
1992	1299.0	29.9	886.9	192.89	2295.6	34.47	38.6	118.07	350.7	116.74	103	1.98
1993	1585.0	22.01	968.6	9.21	3463.9	50.89	28.0	-27.46	270.4	-22.89	101	-1.94
1994	1436.0	-9.4	495.1	-48.88	3409.3	-1.57	14.5	-48.21	175.5	-35.09	95	-5.94
1995	1591.7	10.84	418.9	-15.39	3495.4	2.52	12.0	-17.24	175.2	-0.17	97	2.1
1996	1534.6	-3.58	248.6	-40.65	3461.2	-0.97	7.2	-40	162.5	-7.24	97	0
1997	1692.4	10.28	355.2	42.88	3861.1	11.55	9.2	27.77	191.1	17.6	139	43.29
1998	1701.3	0.52	464.4	30.74	4156.6	7.65	11.2	21.73	247.9	29.72	150	7.91
1999	1673.5	-1.63	389.5	-16.12	4137.7	-0.45	9.4	-16.07	271.1	9.35	152	1.33
2000	1330.5	-20.49	334.7	-11.5	3509.6	-15.17	9.5	1.06	228.4	-15.75	163	7.23
2001	1727.2	29.81	668.6	99.76	4476.4	27.54	14.9	56.84	340.6	49.12	161	-1.22
2002	1700.2	-1.56	950.3	42.13	5028.1	12.32	18.9	26.84	461.8	35.58	158	-1.86
2003	2615.0	53.8	1855.2	95.22	7772.8	54.58	23.9	23.45	1008.8	118.44	161	1.89
2004	4245.6	62.35	3793.2	104.46	13033.9	67.68	29.1	21.75	1338.7	32.7	192	19.25
2005	8191.5	92.94	16871.0	344.76	26667.1	104.59	63.3	117.52	2582.6	92.91	201	4.68
2006	5518.1	-32.63	14209.9	-15.77	21078.2	-20.95	67.4	6.47	4104.3	58.92	227	12.93
2007	7519.3	36.26	12348.1	-13.1	29214.2	38.59	42.3	-37.24	4479.4	9.13	245	7.92
2008	6243.1	-16.97	20318.0	64.54	25406.3	-13.03	80.0	-46.37	6022.5	10.66	272	3.81
2009	5520.1	-11.58	9665.3	-52.42	22526.9	-11.33	42.9	-28.67	6988.8	16.04	277	1.83
2010	5318.0	-3.66	6690.0	-30.78	21858.2	-2.96	30.6	-51.63	4072.3	-41.73	247	-10.83
2011	4648.4	-12.59	2850.3	-57.39	19272.8	-11.82	14.8	-30.4	2384.1	-41.45	243	-1.61
2012	4593.9	-1.17	1978.8	-30.57	19141.5	-0.68	10.3	-46.37	6022.5	10.66	272	3.81

الجدول من إعداد الباحثة بالاعتماد على: موقع بورصة عمان www.ase.com، العمود (١-٣-٦-٧-٩) للأعوام (١٩٩٠-٢٠١٢)

بيانات البنك الدولي، العمود (١١) للأعوام (١٩٩٠-٢٠١٢)

٥- ارتفاع عدد الشركات المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية وكبر حجم بعض الشركات التي تم إدراجها ومنها على سبيل المثال شركة الاتصالات الأردنية التي تعد أول شركة حكومية يتم خصخصتها إدراج أسهمها في سوق عمان، وهي التي تحتل المرتبة الأولى من بين الشركات المدرجة من حيث رأس المال و الثانية من حيث القيمة السوقية، (صندوق النقد العربي، ٢٠٠٢، ١١)، الأمر الذي انعكس على مؤشر القيمة السوقية ليبلغ (٥٠٢٨,١) مليون دينار عام ٢٠٠٢.

٦- التطور الكبير في القطاع المالي والمصرفي الأردني، فضلاً عن التطور الذي شهد في مجال الاتصالات والثورة التكنولوجية والابتكارات الإلكترونية وتمتع السوق بالشفافية والاستقرار، فضلاً عن عمليات الخصخصة واتساع قاعدة الملكية، (صندوق النقد العربي، ٢٠٠٥، ١٣٠) كل ذلك قد أحدث ارتفاعاً في مؤشر القيمة السوقية ليبلغ (٢٩٢١٤,٢) مليون دينار عام ٢٠٠٧.

٧- إقرار وتعديل عدد من القوانين التي لها علاقة بنشاط السوق، ونظام تشجيع الاستثمارات الأجنبية وتعليمات مراقبة العملة الأجنبية التي حاول السوق من خلالها إعادة تنظيمه بما يتفق مع المعايير الدولية والانفتاح على العالم الخارجي وزيادة الشفافية، وهو ما انعكس على ارتفاع مؤشر عدد الأسهم المتداولة ليبلغ (٦٩٨٨,٨) مليون سهم عام ٢٠١٠.

٨- ارتفاع مساهمة الأجانب في رؤوس أموال الشركات المدرجة في سوق عمان، فزيادة عمليات خصخصة الشركات العامة وتسهيل إجراءات الأدراج في البورصة سواء بالنسبة للشركات المحلية أو الشركات الأجنبية، فضلاً عن تحسن البيئة الاستثمارية للدولة مما قد أدى إلى ارتفاع فرص الربح فيها (جابو، ٢٠١٢، ١٣٤)، الأمر الذي انعكس على ارتفاع مؤشر عدد الشركات ليبلغ (٢٧٧) شركة عام ٢٠١٠.

من جانب آخر فقد كان هناك عوامل أخرى أحدثت انخفاضاً في قيم مؤشرات سوق عمان للأوراق المالية يمكن إدراج أهمها بما يأتي:

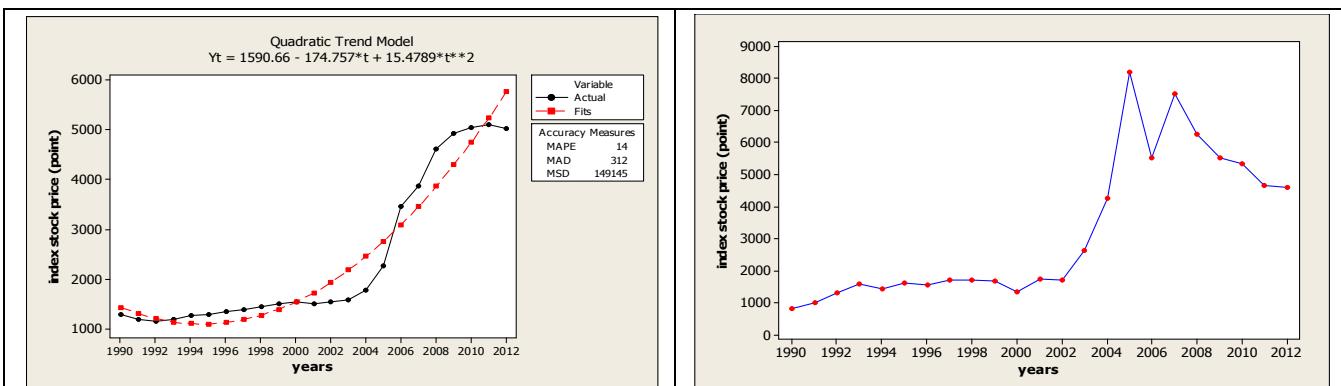
١- النشاط الكبير الذي شهدته إصدارات السوق الأولية وما رافقه من إتاحة فرص استثمارية جديدة أدت إلى امتصاص جزء كبير من السيولة المتاحة، كذلك ارتفاع معدلات الفائدة على الودائع وأدوات الدين العام، فضلاً عن العوامل والأحداث السياسية المتتسارعة التي تشهدها المنطقة العربية، (سوق عمان للأوراق المالية، ١٩٩٥، ٢٧) كل ذلك قد أحدث تراجعاً في المؤشر العام لأسعار الأسهم ليبلغ (١٤٣٦) نقطة في عام ٢٠٠٤ بعد إن كان (١٥٨٥) نقطة عام ١٩٩٣.

٢- تأثر سوق عمان للأوراق المالية بالظروف والأوضاع السياسية غير المستقرة لمنطقة العربية، والأزمة المالية العالمية وهو ما دفع المستثمرين إلى تفضيل السيولة النقدية والتوجه نحو الاستثمارات السائلة قليلة المخاطر (هيئة الأوراق المالية، ٢٠١١، ٤٥)، انعكس ذلك في تراجع قيم مؤشرات سوق عمان للأوراق المالية للأعوام ٢٠١١ و ٢٠١٢.

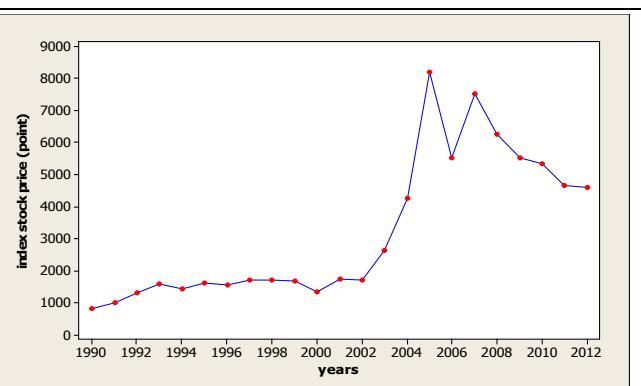
٣- ساهمت التعديلات المقترحة في قانون ضريبة الدخل المتضمنة فرض ضريبة بنسبة ١٠٪ على الأرباح الموزعة للشركات المساهمة العامة (صندوق النقد العربي، ١٩٩٥، ٧) و النشاط الملاحظ الذي شهدته إصدارات السوق الأولية خلال العامين (١٩٩٤ و ١٩٩٥) والتي استأثرت بجزء كبير من الأموال المتاحة للاستثمار، فضلاً عن ازدياد إقبال المستثمرين نحو أدوات الاستثمار ذات العوائد الثابتة في ضوء اتجاه أسعار الفائدة لارتفاع (البنك المركزي الأردني، ١٩٩٦، ٧١)، مما سبب في انخفاض مؤشر حجم التداول ليبلغ (٢٤٨,٦) مليون دينار عام ١٩٩٦.

٤- قيام إدارة سوق عمان للأوراق المالية بمضاعفة رسوم التسجيل ورسوم الإدراج ،فضلاً عن شطب بعض الشركات التي لم تلتزم بمعايير الإدراج في السوق (سوق عمان للأوراق المالية، ١٩٩٧، ٢٠، ٩٧) قد انعكس في انخفاض مؤشر عدد الشركات ليبلغ (٩٧) شركة عام ١٩٩٦ بعد إن كان (١٠٥) شركة عام ١٩٩٠.

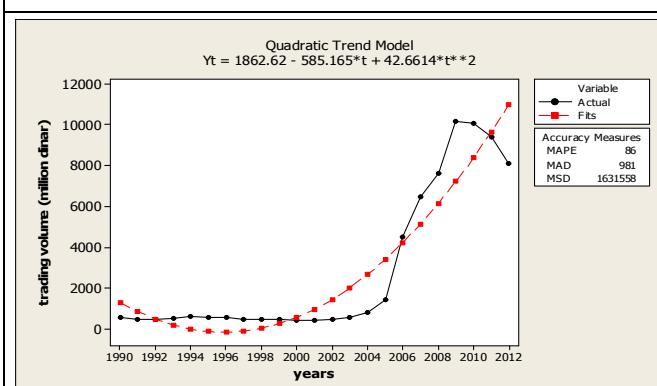
ما تقدم ومن خلال البيانات الواردة في الجدول (٤) يتضح الاتجاه التصاعدي لقيم مؤشرات سوق عمان للأوراق المالية بالرغم من الانخفاضات التي شهدتها هذه المؤشرات في بعض سنوات الدراسة. ويمكن الوقوف على هذه الاتجاهات وبشكل أكثر وضوحاً من خلال الأشكال البيانية الموضحة في الشكل (٣) ولمعرفة الاتجاه العام لتلك المؤشرات عبر الزمن وخلال مدة الدراسة وكما موضح في الشكل (٣) فقد تم استخدام البرمجية الجاهزة Minitab بعد معالجة البيانات الأولية للمؤشرات وبالاعتماد على Single Exp Smoothing وبالمقارنة مع النماذج المختلفة لأنواع المعادلات من خلال مقياس MSD واختيار أفضلها.



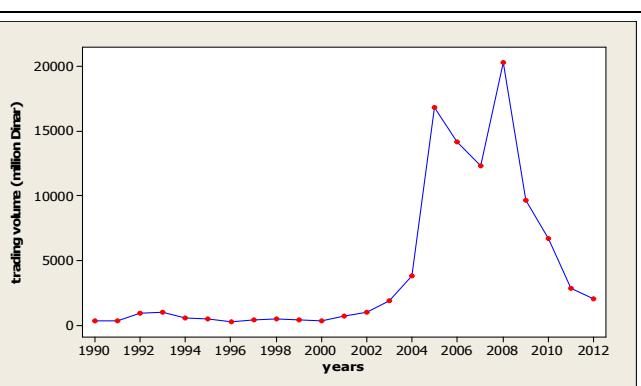
الشكل (B) الاتجاه العام لمؤشر اسعار الأسهم لسوق عمان للأوراق المالية



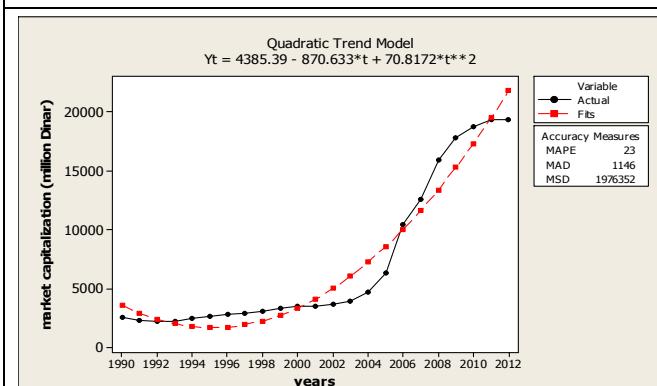
الشكل (A) تطور مؤشر العام لأسعار الأسهم لسوق عمان للأوراق المالية



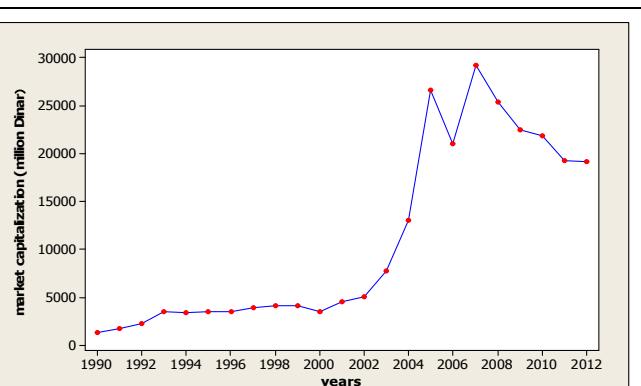
الشكل (D) الاتجاه العام لمؤشر حجم التداول لسوق عمان للأوراق المالية



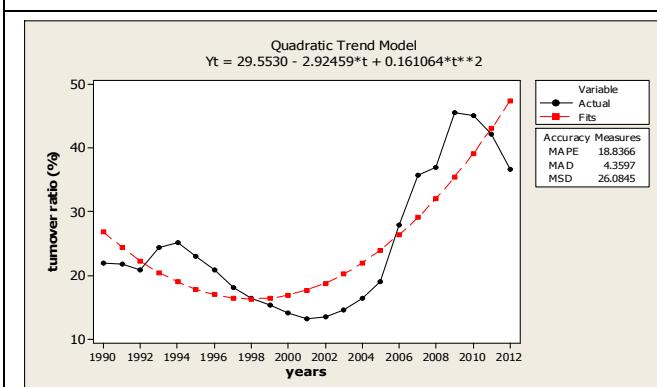
الشكل (C) تطور مؤشر حجم التداول لسوق عمان للأوراق المالية



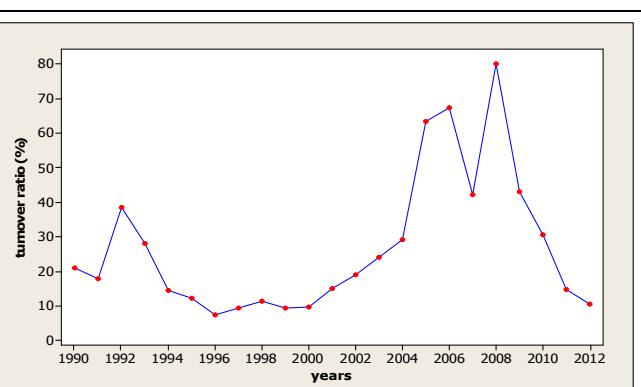
الشكل (F) الاتجاه العام لمؤشر القيمة السوقية لسوق عمان للأوراق المالية



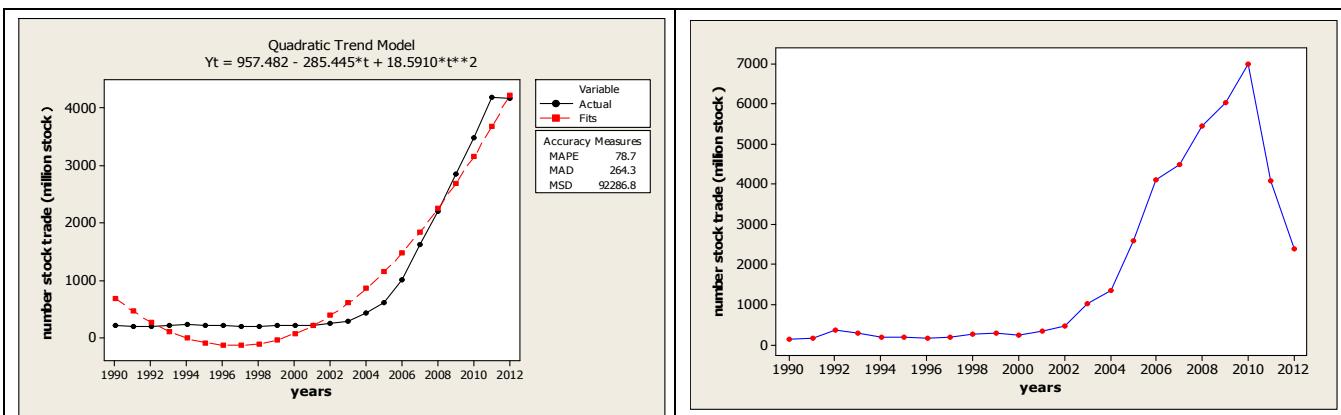
الشكل (E) تطور مؤشر القيمة السوقية لسوق عمان للأوراق المالية



الشكل (H) الاتجاه العام لمؤشر معدل دوران السهم لسوق عمان للأوراق المالية

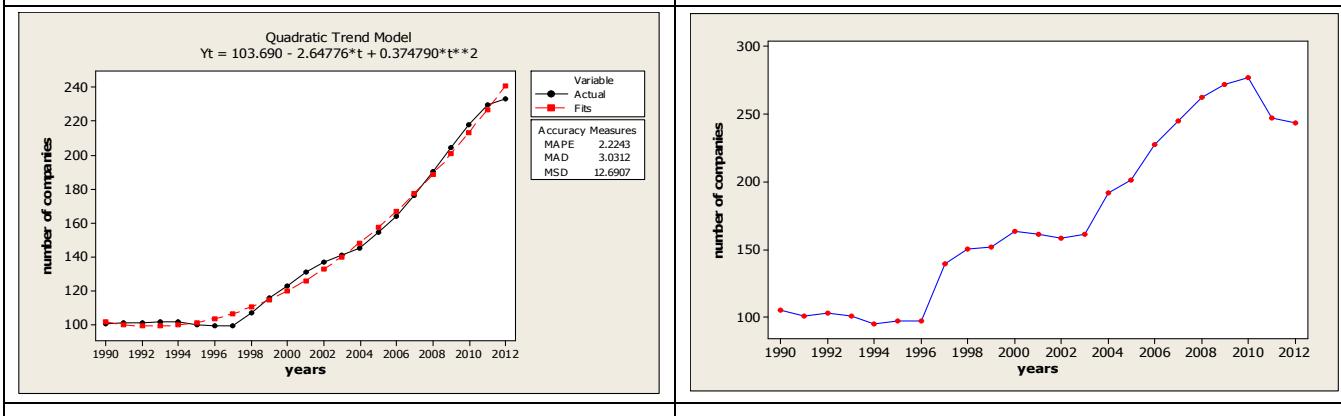


الشكل (G) تطور مؤشر معدل دوران السهم لسوق عمان للأوراق المالية



الشكل (L) الاتجاه العام لمؤشر عدد الأسهم المتداولة لسوق عمان للأوراق المالية

الشكل (I) تطور مؤشر عدد الأسهم المتداولة لسوق عمان للأوراق المالية



الشكل (L) الاتجاه العام لمؤشر عدد الشركات لسوق عمان للأوراق المالية

الشكل (K) تطور مؤشر عدد الشركات لسوق عمان للأوراق المالية

### الشكل (٣) تطور مؤشرات سوق عمان للأوراق المالية واتجاهها العام قترة (١٩٩٠-٢٠١٢)

المصدر: من عمل الباحثة بالاعتماد على بيانات الجدول (٤).

### ثالثاً: تحليل اتجاه مؤشرات سوق الدار البيضاء للأوراق المالية

تظهر البيانات الواردة في الجدول (٥) الاتجاه التصاعدي العام لمؤشرات سوق الدار البيضاء للأوراق المالية خلال مدة (١٩٩٠-٢٠١٢) بالرغم من انخفاضها في بعض سنوات الدراسة. ويعزى ارتفاع قيم هذه المؤشرات ومعدلات نموها إلى جملة من الأسباب بما يأتي:

- ١- تفزيذ الحكومة المغربية برامج الخصخصة وتحويل ملكية شركاتها وجعلها شركة مساهمة عامة يتم تداول أسهمها في السوق المالية، فضلاً عن الإجراءات التي اتخذتها الدولة، لتطوير سوقها المالي التي هدفت في مجملها تطوير التشريعات والأنظمة التي تحكم هذه السوقوا، عادة تنظيم السوق بما يتفق مع المعايير الدولية والانفتاح على العالم الخارجي وزيادة الشفافية والإفصاح، عادة هيكلية البورصة، فضلاً عن إدخال نظام التداول الآلي الذي ساهم في زيادة كفاءة تنفيذ أوامر البيع والشراء وتحقيق العدالة بين المتعاملين وزيادة سيولة التداول، كل ذلك أسهم في تهيئة المناخ المناسب لجذب الاستثمارات المحلية والأجنبية

إلى تلك السوق. (صندوق النقد العربي، ١٩٩٦، ١١٨-١١٩) (صندوق النقد العربي، ١٩٩٨، ١١٢) الأمر الذي سبب ارتفاعاً في جميع مؤشرات سوق الدار البيضاء للأوراق المالية عام ١٩٩٨ باستثناء عدد الأسهم المتداولة.

٢- الإصلاحات الاقتصادية التي أسهمت في تعزيز النشاط التجاري والاقتصادي، مما أثر بشكل إيجابي على أداء الشركات المدرجة في السوق وتعزيز فرص جذب الاستثمار الأجنبي ليبلغ المؤشر العام لأسعار الأسهم (١٢٦٩٥) نقطة عام ٢٠٠٧ ولتلغى القيمة السوقية في ذلك العام (٥٨٦٣٢٨) مليون درهم. (صندوق النقد العربي، ٢٠٠٦، ١٣٢)

من جانب آخر فقد شهدت قيم مؤشرات سوق الدار البيضاء للأوراق المالية ومعدلات نموها من الانخفاض في بعض سنوات الدراسة ويعزى هذا الانخفاض إلى جملة من الأسباب أهمها:

١- قيام السلطات المالية المغربية بفرض ضريبة على أرباح الشركات المدرجة في سوق الدار البيضاء للأوراق المالية، وانخفاض السيولة المتاحة لدى السوق نتيجة ارتفاع أسعار الفائدة المحلية، فضلاً عن انخفاض ربحية الشركات وارتفاع كلفة المعاملات مما أحدث ركوداً في السوق سبب الانخفاض في جميع مؤشرات السوق عام ٢٠٠١ باستثناء عدد الشركات المدرجة. (صندوق النقد العربي، ٢٠٠٠، ١٣٤)

٢- الاضطرابات السياسية والاقتصادية التي شهدتها المنطقة العربية ولاسيما الأحداث الأخيرة في مصر ٢٠١١، والأزمة المالية العالمية وما أحدثته من انخفاض مستويات السيولة، وقد ولدت تراجعاً في ثقة المستثمرين وزيادة مخاوفهم من تداعيات ذلك، نتج عنه هروب رؤوس الأموال من تلك الأسواق، وكل ذلك انعكس في مؤشرات السوق حيث انخفضت في مجملها عام ٢٠١١ و ٢٠١٢ باستثناء عدد الشركات المدرجة. (صندوق النقد العربي، ٢٠١٢، ١٥١) (صندوق النقد العربي، ٢٠١١، ١٥٣)

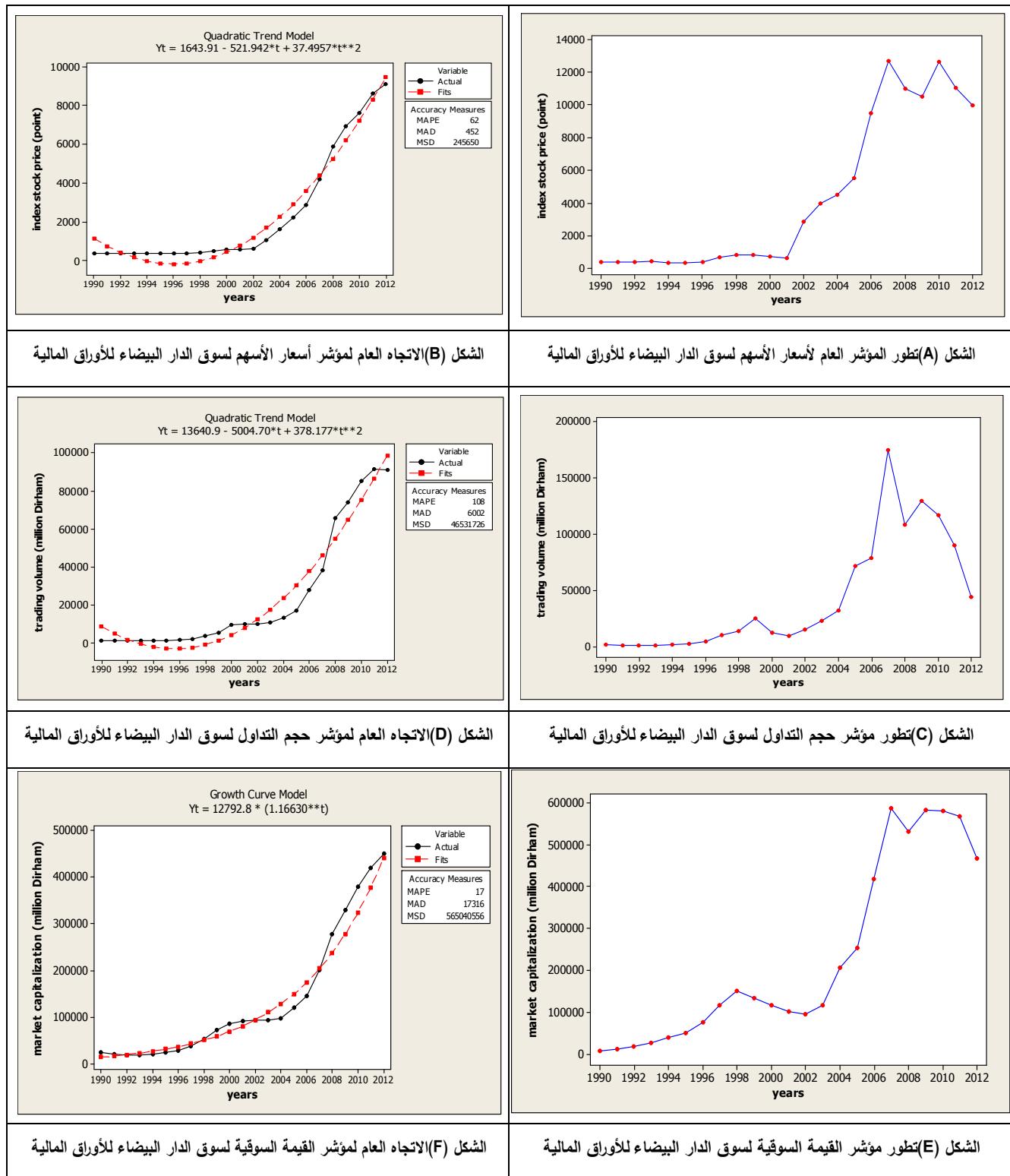
الجدول (٥) تطور مؤشرات سوق الدار البيضاء للأوراق المالية للفترة (١٩٩٠-٢٠١٢)

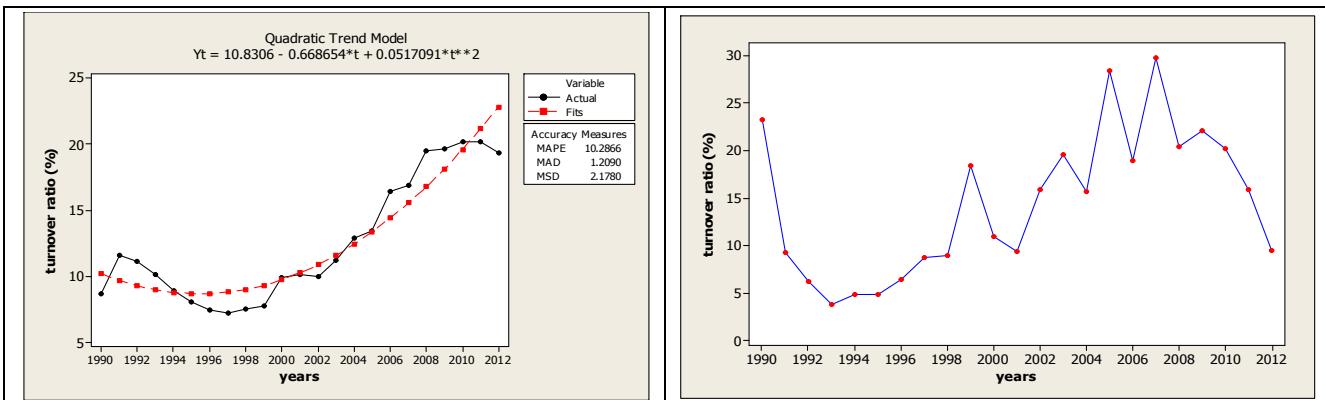
السنوات	المؤشر العام لأسعار الأسهم (نقطة)	معدل التغير السنوي %	حجم التداول مليون درهم	معدل التغير السنوي %	القيمة السوقية مليون درهم	معدل التغير السنوي %	معدل دوران السهم %	معدل التغير السنوي %	عدد الأوراق المتداولة مليون سهم	معدل التغير السنوي %	عدد الشركات المدرجة	معدل التغير السنوي %
1990	*382.0	-	1770.4	-	7613.9	-	23.3	-	1.5	-	71	-
1991	*374.1	-2.06	1149.2	-35.08	12371.7	-8.43	62.48	-33.33	3.6	3.1	67	106.66
1992	*379.2	1.36	1052.3	-8.43	16959.0	-7.19	37.07	-38.7	2.97	3.6	62	16.12
1993	*432.5	14.05	976.6	-7.19	25989.9	-20.85	53.25	-38.7	26.31	3.48	65	-17.5
1994	342.3	-20.85	1918.7	96.46	39837.1	0.02	4.8	27.09	6.82	17.17	51	17.17
1995	342.4	342.4	2431.0	26.7	50631.6	-1.53	4.8	27.09	0	6.82	44	95.97
1996	399.6	16.7	4749.3	95.36	74513.4	-1.53	6.4	47.16	33.33	9.77	47	43.25
1997	645.8	61.61	10158.9	113.9	116608.3	-9.94	8.7	56.49	35.93	9.8	49	0.3
1998	801.9	24.17	13456.7	32.46	149859.6	-10.39	8.9	28.51	2.29	9.4	53	-4.08
1999	789.6	-1.53	24914.3	85.14	134276.5	-11.64	18.4	-10.39	106.74	15.5	54	64.89
2000	711.1	-9.94	12741.8	-48.85	115501.4	-13.98	11.0	-13.98	-40.21	16.5	54	6.45
2001	638.6	-10.19	9653.9	-24.23	102048.0	-11.64	9.4	-11.64	-14.54	15.83	55	-4.06
2002	2869.4	349.32	14976.5	-7.51	94377.9	-22.32	19.6	23.27	35.24	57.04	53	57.04
2003	3943.5	37.43	22644.5	51.2	115507.2	-19.89	15.7	78.79	179.67	409.84	52	-1.88
2004	4522.0	14.66	32340.9	42.82	206517.4	-20.85	28.4	22.18	438.8	144.22	56	13.84
2005	5539.1	22.49	71718.7	121.75	252326.3	-33.45	18.9	65.29	178.7	262.1	65	-59.27
2006	9479.5	71.13	78914.7	10.03	417092.3	-31.54	20.4	-9.3	223.7	46.67	74	4.05
2007	12695.0	33.92	174841.7	121.55	586328.0	-4.2	22.1	9.65	286.4	-14.65	77	1.29
2008	10984.3	-13.47	108299.6	-38.05	531750.0	-21.28	15.9	-2.1	256.3	24.4	73	-6.41
2009	10522.6	-4.2	129271.0	19.36	583101.9	-21.28	15.9	-2.1	256.3	-28.06	75	2.73
2010	12655.2	20.26	116410.7	-9.94	580018.4	-40.25	9.5	-17.88	232.0	-9.48	76	1.33
2011	11027.7	-12.86	90126.9	-42.57	567799.5	-40.25	9.5	-17.88	466268.3	-40.25	75	-2.73
2012	9980.9	-9.49	44352.3	-50.78	466268.3	-31.54	20.4	-9.3	223.7	-28.06	75	-6.41

الجدول من إعداد الباحثة بالاعتماد على: صندوق النقد العربي، قاعدة بيانات الأسواق المالية العربية، لنشرات الفصلية، العمود (١) للأعوام (١٩٩٤-٢٠١٢)، العمود (٣) للأعوام (٢٠١٢-٢٠٠٣) والعمود (٥) للأعوام (٢٠١٢-٢٠٠٣)  
بيانات البنك الدولي لعمود (١١) للأعوام (١٩٩٠-٢٠١٢)/ صندوق النقد العربي، قاعدة بيانات الأسواق المالية العربية، العمود (٥) للأعوام (١٩٩٤-٢٠٠٢) البرواري، سعاد عبد لقادر قاسم، العمود (٣) للأعوام (٢٠٠٢-١٩٩٠)،  
العمود (٥) للأعوام (١٩٩٣-١٩٩٠)، العمود (٩) للأعوام (١٩٩٠-٢٠٠٢)

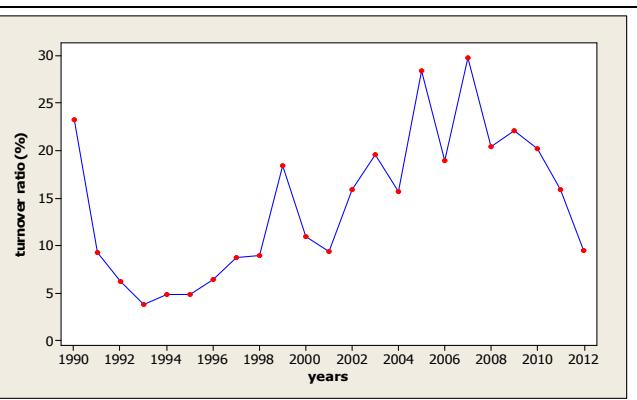
\* قيم تقديرية

ما تقدم ومن خلال البيانات الواردة في الجدول (٥) يتضح الاتجاه التصاعدي لقيم مؤشرات سوق الدار البيضاء للأوراق المالية بالرغم من الانخفاضات التي شهدتها هذه المؤشرات في بعض أعوام الدراسة. ويمكن الوقوف على اتجاهات هذه المؤشرات، ومعرفة الاتجاه العام لها عبر الزمن من خلال الشكل (٤).

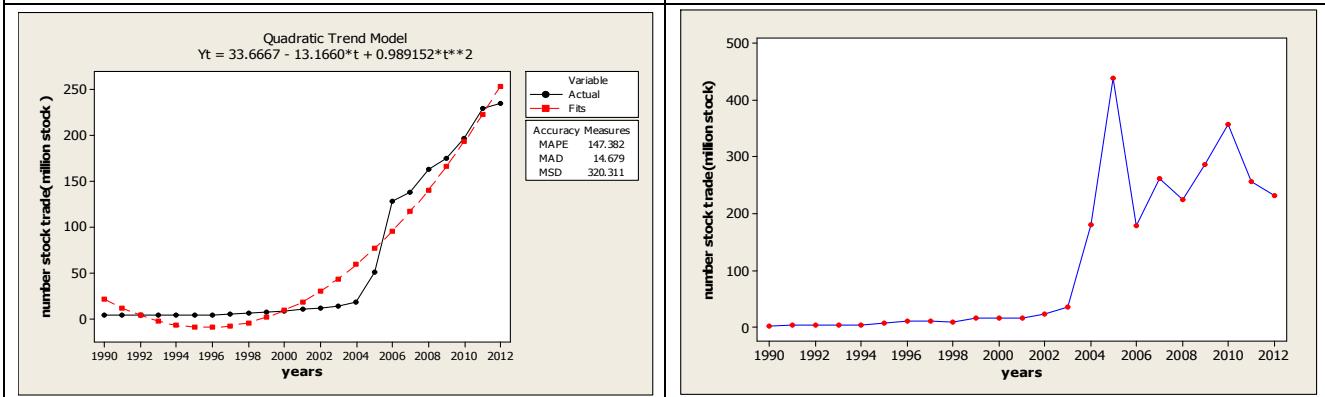




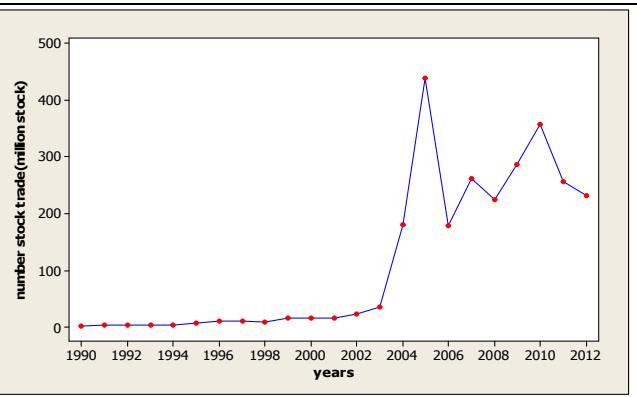
الشكل (H) الاتجاه العام لمؤشر معدل دوران السهم لسوق الدار البيضاء للأوراق المالية



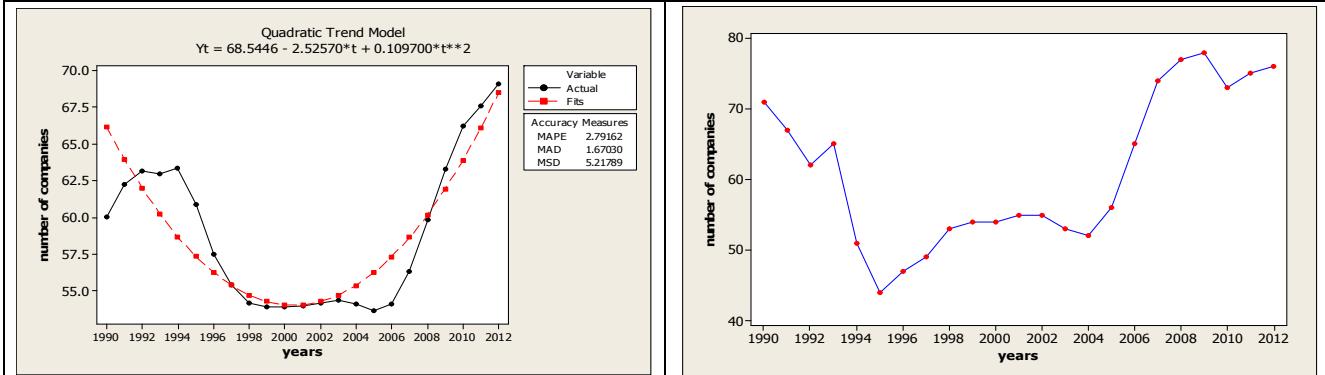
الشكل (G) تطور مؤشر معدل دوران السهم لسوق الدار البيضاء للأوراق المالية



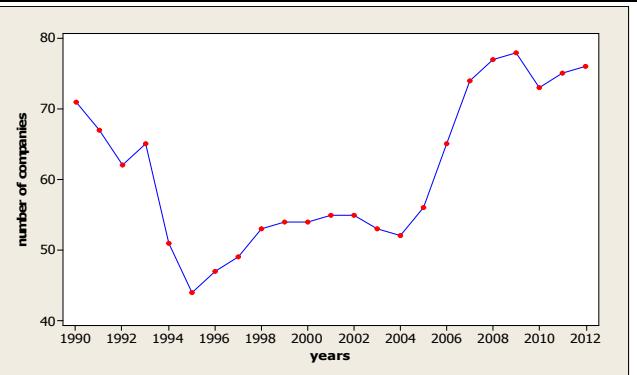
الشكل (I) الاتجاه العام لمؤشر عدد الأسهم المتداولة لسوق المغرب للأوراق المالية



الشكل (J) التطور السنوي لمؤشر عدد الأسهم المتداولة لسوق المغرب للأوراق المالية



الشكل (L) الاتجاه العام لمؤشر عدد الشركات المدرجة لسوق الدار البيضاء للأوراق المالية



الشكل (K) تطور مؤشر عدد الشركات المدرجة لسوق الدار البيضاء للأوراق المالية

#### الشكل (٤) تطور مؤشرات سوق الدار البيضاء للأوراق المالية واتجاهها العام فتره (١٩٩٠-٢٠١٢)

المصدر: من عمل الباحثة بالاعتماد على بيانات الجدول (٥)

#### رابعاً : تحليل اتجاه مؤشرات سوق العراق للأوراق المالية

انتسمت مؤشرات سوق العراق للأوراق المالية بالقلب والتذبذب وعلى مدار فترة (١٩٩٢-٢٠١٢) وعلى النحو المشار إليه في الجدول (٦)، ويرجع سبب هذا التقلب والتذبذب بين الارتفاع والانخفاض إلى جملة من العوامل أهمها:

- ١- الظروف التي أحاطت بإنشاء السوق من حرب الخليج عام ١٩٩١ والحصار الاقتصادي الذي استمر لغاية عام ٢٠٠٣، والمعدلات العالية من التضخم والناجمة عن انفعالات السياسة النقدية في محاولة لإيجاد مصادر بديلة عن الموارد النفطية، وتأكل رؤوس أموال الشركات التي تأسست في بداية التسعينات وما قبلها، والتراجع الهائل في متوسط دخل الفرد، واللجوء إلى المدخرات لمواجهة هذا التراجع مما أدى إلى انسحاب أعداد كبيرة من صغار المستثمرين من السوق، في ظل عدم التنافس وانعدام المعلومات وشيوع ظاهرة ما يعرف (التجارة الداخلية) (\*).
- ٢- قلة الوعي الاستثماري وعدم وجود سياسة ناجحة تشجع على الاستثمار في الأوراق المالية، مما سبب انخفاض عدد المستثمرين الأجانب، وعدم ارتباط السوق إلكترونياً بالأسواق العالمية (علوان وآخرون، ٢٠١٣، ٢٥٤-٢٧٠) قد انعكس في انخفاض كل من مؤشر حجم التداول وعدد الأسهم المتداولة ومعدلات دوران الأسهم في عام ٢٠٠٨ مما كان عليه في عام ٢٠٠٧.
- ٣- ظروف الحرب التي شهدتها العراق عام ٢٠٠٣ وما سببه من عدم استقرار الأوضاع الاقتصادية والتي أثرت بشكل كامل على سوق العراق للأوراق المالية وبجميع مؤشراته.
- ٤- العمل على تطوير البيئة الاقتصادية في العراق وإصدار قانون الاستثمار الذي هدف إلى جذب وتشجيع الاستثمارات الأجنبية، وتعزيز دور القطاع الخاص المحلي في العملية الإنمائية وتطوير القدرة التافسية للاقتصاد العراقي من خلال منح المزايا والضمادات والإعفاءات للمستثمرين وتنفيذ نشاط التداول الإلكتروني وتقعيل قاعدة بيانات السوق، كل هذه العوامل انعكست على تحسين مؤشرات سوق العراق للأوراق المالية خلال فترة (٢٠٠٧-٢٠١٢). (البنك المركزي العراقي، ٢٠١٢، ٣٨-٣٩)

---

(\*) التجارة الداخلية: تجارة من هم داخل الشركة الذين يتمتعون بالاطلاع الواسع على خفايا الأمور مما يمكنهم في ظل هذه المعلومات الاستفادة القصوى والربح الغير مشروع على حساب الآخرين من حجب عنهم المعلومات.

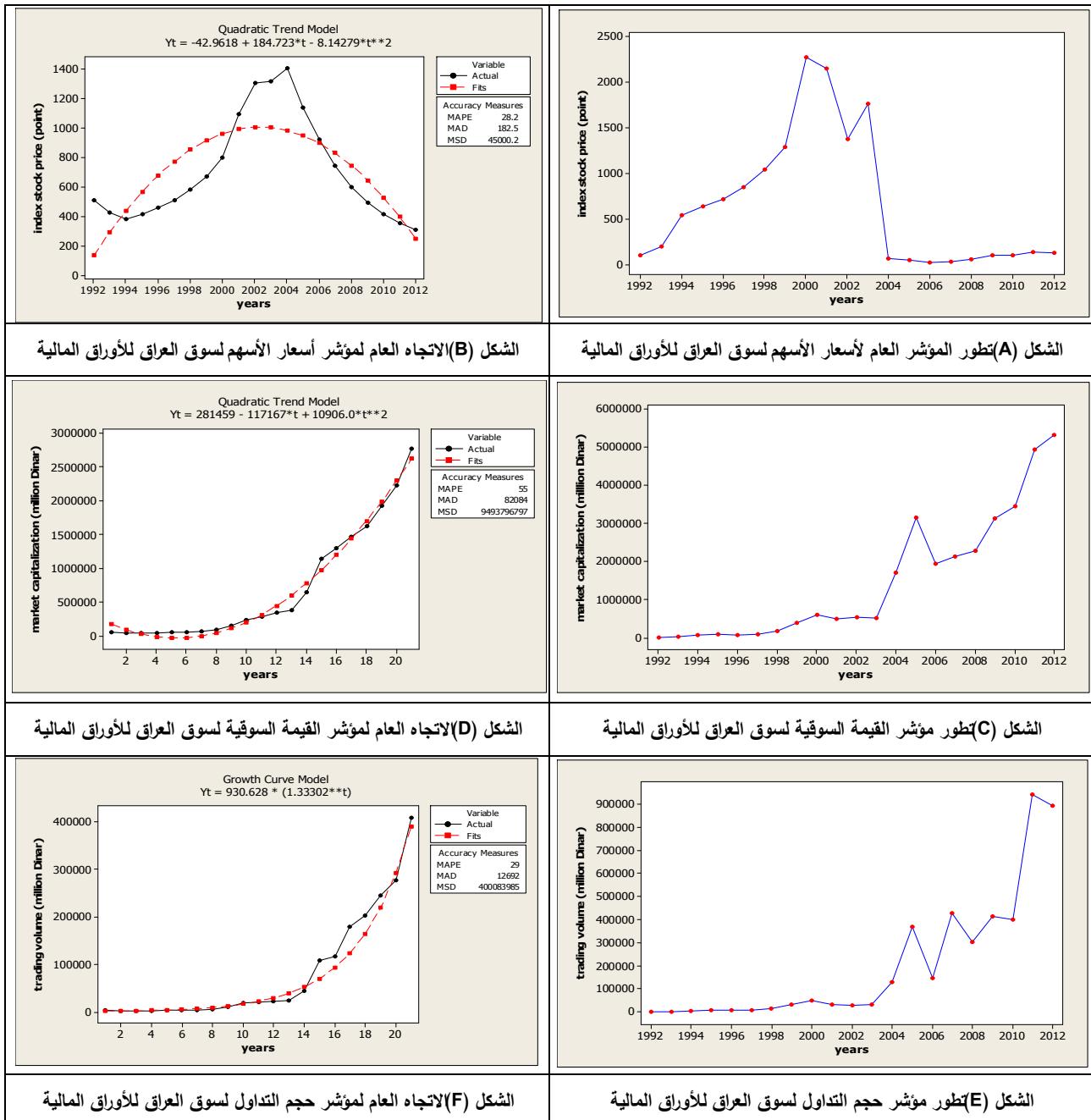
الجدول (٦) تطور مؤشرات سوق العراق للأوراق المالية للفترة (١٩٩٠-٢٠١٢)

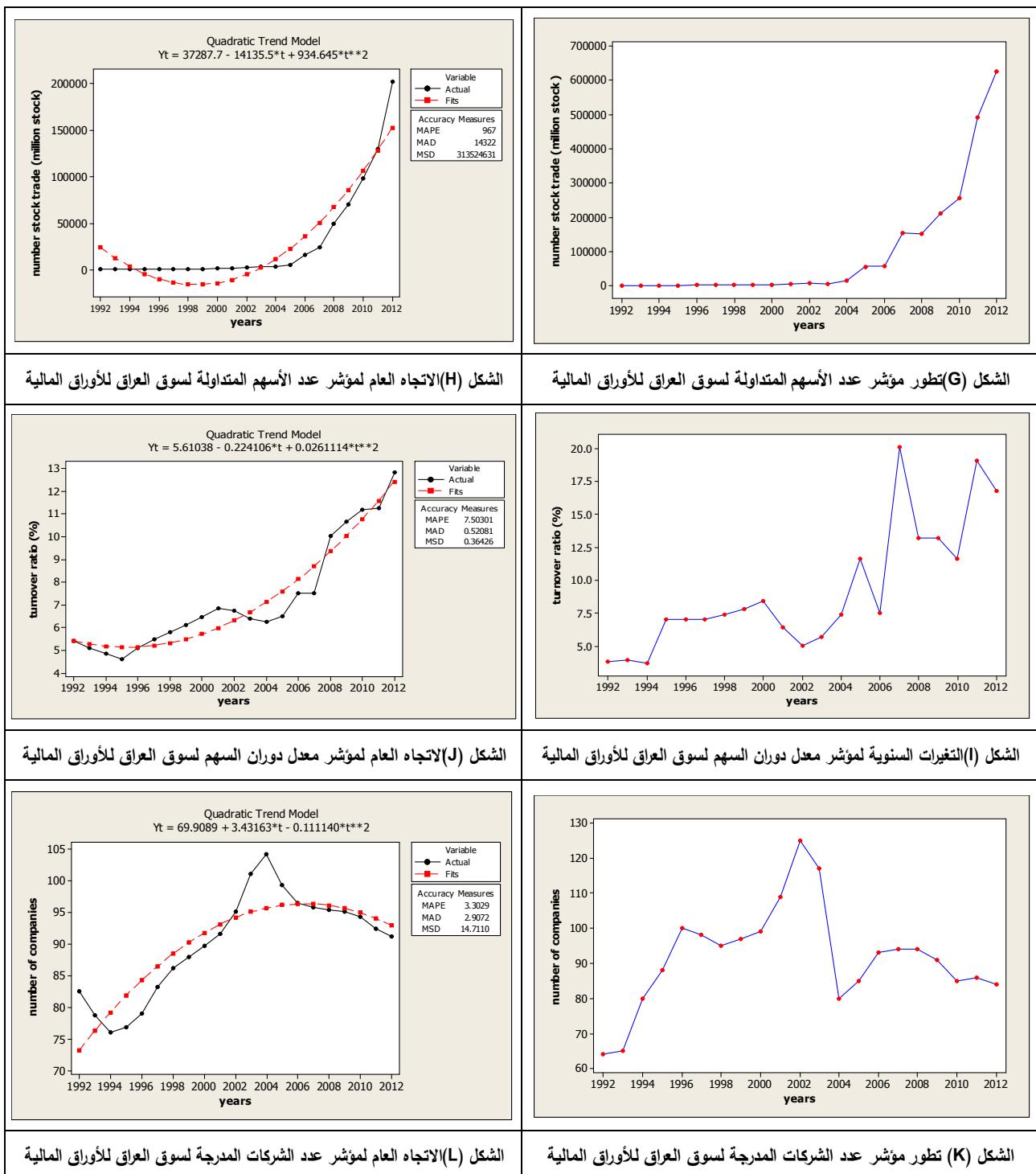
السنوات	المؤشر العام لأسعار الأوراق المالية (نقطة)	معدل التغير السنوي %	معدل التغير السنوي %	معدل دوران الأوراق المالية %	معدل التغير السنوي %	معدل التغير السنوي %	عدد الأوراق المالية المتداولة مليون سهم	معدل التغير السنوي %	حجم التداول مليون دينار	معدل التغير السنوي %	القيمة السوقية مليون دينار	معدل التغير السنوي %	معدل التغير السنوي %	معدل التغير السنوي %	عدد الشركات المدرجة	معدل التغير السنوي %	
1992	100.0	-	-	3.8	-	-	49.9	-	141	-	3733	-	-	-	64	-	
1993	199.7	1.56	2.63	3.9	201.8	23.07	150.6	296.45	559	287.65	14471	0.99	-	-	65	-5.12	
1994	537.2	80	-5.12	3.7	27.15	10	191.5	305.9	2269	319.76	60744	169	-	-	88	89.18	
1995	641.9	10	89.18	7.0	262.24	13.63	693.7	183.29	6426	50.17	91222	19.48	-	-	100	0	
1996	720.0	-2	7.0	7.0	75.27	-2	1215.9	-28.55	4591	-28.01	65663	12.16	-	-	98	0	
1997	850.4	-3.06	5.71	7.4	42.38	-3.06	1871.0	115.14	13479	105.5	183261	22.29	-	-	95	5.4	
1998	1040.0	2.1	5.4	7.8	22.32	2.1	2288.7	121.76	29892	109.68	384265	24.13	-	-	97	7.69	
2000	2270.0	2.06	7.69	8.4	52.13	2.06	3482.0	66.29	49710	53.85	591217	75.83	-	-	99	8.4	
2001	2146.0	10.1	-23.8	6.4	18.66	10.1	4132.0	-35.91	31858	-15.89	497224	-5.46	-	-	109	-23.8	
2002	1374.7	14.67	-21.87	5.0	60.45	14.67	6630.0	-14.53	27226	9.45	*544220	-33.94	-	-	125	-21.87	
2003	*791.35	-17.6	*103	63.83	*6.8	-17.6	55.58	*10351	183.23	*77113	107.10	*1127110	-47.67	-	-	63.83	*6.8
2004	64.0	-31.62	80	29.82	7.4	-31.62	160.17	14000.0	329.89	127000	228.39	1710000	-96.36	-	-	85	56.75
2005	45.64	6.25	85	56.75	11.6	6.25	297.42	55639.0	188.82	366811	84.8	3160104	-28.75	-	-	93	-35.34
2006	25.28	9.41	93	-35.34	7.5	9.41	57975.0	-59.95	146891	-38.33	1948548	-44.73	-	-	168	20.1	
2007	34.59	1.07	94	168	163.89	1.07	152991.0	190.94	427367	9.25	2128868	36.9	-	-	94	-34.32	
2008	58.36	1.06	94	-34.32	13.2	1.06	150853.0	-29.48	301350	7.23	2282983	68.98	-	-	91	0	
2009	100.86	-4.21	91	0	13.2	-4.21	40.06	211290.0	36.69	411928	36.92	3125921	72.89	-	-	85	-12.12
2010	100.98	-6.59	85	-12.12	11.6	-6.59	21.47	256660.0	-2.8	400360	10.26	3446713	0.09	-	-	86	64.65
2011	136.03	1.17	86	64.65	19.1	1.17	91.83	492372.0	135.08	941199	43.06	4931100	34.78	-	-	84	-12.04
2012	125.02	-2.32	84	-12.04	16.8	-2.32	27.06	625639.0	-5.03	893800	7.43	5327351	-8.08	-	-	84	-12.04

الجدول من إعداد الباحثة بالاعتماد على: النشرة السنوية لسوق العراق للأوراق المالية، المديرية العامة للإحصاء والأبحاث، التقارير السنوية، إعداد متفرقة/ مصلح، أسماء جبار، العمود (١١-٩-٧-٥-٣-١)، للاعوام (١٩٩٢-٢٠٠٢)

\* قيم تقريرية

مما نقدم ومن خلال البيانات الواردة في الجدول (6) يتضح اتجاه التقلب والتذبذب في قيم مؤشرات سوق العراق للأوراق المالية والتي يمكن الوقوف عليها ومعرفة الاتجاه العام لتلك المؤشرات عبر الزمن من خلال الشكل (5).





**الشكل (٥) تطور مؤشرات سوق العراق للأوراق المالية واتجاهها العام فتره (٢٠١٢-١٩٩٢)**

المصدر من إعداد الباحثة بالاعتماد على بيانات الجدول (٦)

### المبحث الثالث

#### تحليل أنظمة واتجاهات أسعار الصرف لبلدان عينة الدراسة

اتسم نظام الصرف بعد الحرب العالمية الثانية بنوع من الاستقرار، حيث ساد نظام سعر الصرف الثابت القابل للتعديل في غالبية دول العالم. وبعد أن خرجت الولايات المتحدة الأمريكية من الحرب كأكبر قوة اقتصادية ومالية وعسكرية وسياسية، وما افرزه ذلك من سيادة الدولار الأمريكي كعملة عالمية تثبت على أساسه القيم الخارجية لعملات الأقطار الأعضاء في صندوق النقد الدولي كونه قابل للتحويل إلى ذهب. إلا أنه ونتيجة لتخلی الولايات المتحدة عن صرف الدولار الأمريكي بما يعادل قيمته المقررة قانوناً ذهباً وتعويشه عام ١٩٧١، بدأت مرحلة جديدة من أنظمة الصرف عرفت بأنظمة الصرف المعومة (النظيفة منها أو غير النظيفة)، وأصبحت الدول غير متشابهة في إتباع أنظمة الصرف ولكنها أصبحت تتبع نظام الصرف الذي يلائم أوضاعها الاقتصادية والنقدية بما يخدم مصلحتها وتجارتها الخارجية.

##### أولاً : تحليل اتجاه أنظمة أسعار الصرف في مصر

مر الجنيه لمصري بعدة مراحل هامة، بدءاً من إتباعه في عقد السبعينيات من القرن الماضي نظام سعر الصرف المربيط القابل للتعديل أمام الدولار إلى إنشاء السوق الموازية بالقرار الوزاري رقم (٤٧٧) عام ١٩٧٣ على أن يتم في نطاقها التعامل طبقاً لأسعار الصرف التشجيعية<sup>(\*)</sup> بهدف جذب تحويلات العاملين بالخارج وتشجيع السياحة وبعض الصادرات (الهنداوي، ٢٠١١، ٢٢).

وفي عام ١٩٧٩ تم إلغاء التفرقة بين السعر التشجيعي والسعر الرسمي للصرف وفقاً لما جاء ضمن اتفاق تسهيلات صندوق النقد الدولي مع مصر وتحدد سعر الصرف الرسمي (٧٠) قرشاً مقابل الدولار، أي تم تخفيض الجنيه المصري حوالي ٧٩٪ من قيمته حيث كان سعر الصرف السائد قبل ذلك (٣٩) قرشاً مقابل الدولار.

ومع بداية عقد الثمانينيات عادت مصر مرة أخرى إلى تعدد أسعار الصرف، حيث ساد خلال تلك المدة أسعار الصرف التشجيعية، أسعار صرف اتفاقيات الدفع واتفاقات التعويضات، وفي عام ١٩٨٥ حاولت الحكومة القضاء على السوق السوداء فألغت نظام الاستيراد بدون تحويل وأصبح على المستوردين سداد قيمة وارداتهم بالجنيه المصري بسعر الصرف التشجيعي، إلا إن هذا النظام لم ينجح في جذب المدخرات وهو ما أدى إلى إلغاء ما اتخذت من إجراءات

(\*) سعر الصرف التشجيعي: عبارة عن سعر الصرف الرسمي مضافاً إليه علاوة تسمى بالعلاوة التشجيعية وقد حددت هذه العلاوة بنسبة ٥٠٪ عند الشراء و ٥٥٪ عند البيع.

وضعت في عام ١٩٨٥، والعودة إلى نظام الاستيراد بدون تحويل مرة أخرى، واستمر تمويل القطاع الخاص من خلال السوق السوداء للصرف الأجنبي حتى صدور قرار يقضي بتطبيق سعر صرف أكثر مرونة. وقد تم تطبيق هذا السعر المرن للصرف على كافة المعاملات التي تتم في نطاق مجمع البنوك المعتمدة (١٣٥) قرش مقابل الدولار. (الهداوي، ٢٠١١، ٧٢-٧٣)

أما فترة (١٩٩١-١٩٨٧) فقد شهدت إجراء بعض التغيرات في نظام سعر الصرف في محاولة لتوحيد مجموعات الصرف الأجنبي، حيث تم إنشاء السوق المصرفية الحرة للنقد الأجنبي وقد تم تكليف لجنة مشكلة من البنوك بإعلان سعر صرف السوق المصرفية وتوقفت الأسعار التشجيعية. ومع بداية الإصلاح الاقتصادي أعلنت مصر عن انتهاج نظام جديد من أنظمة سعر الصرف وهو "التعويم المدار". (نهاد، ١٩٩٧، ٣٢٩-٣٣٠)

ولتسليط الضوء أكثر على تطور سعر صرف دول العينة في خلال مدة الدراسة يمكن متابعة البيانات الواردة في الجدول (٧).

شهدت المدة (١٩٩٠-٢٠١٢) انخفاضاً تدريجياً في سعر صرف الجنيه المصري فبعد أن كانت قيمة الدولار الأمريكي ٢,٧٠٧ جنيه مصرى عام ١٩٩٠ أصبحت قيمة الدولار الأمريكي ٦,٠٧٥ جنيه مصرى عام ٢٠١٢ إلا أن هذا الانخفاض لم يتذبذب معدلاً ثابتاً. فقد شهد استقراراً نسبياً خلال المدة (١٩٩٤-١٩٩٩) وربما يعزى ذلك إلى تحرير كافة القيود المتعلقة بنظام النقد الأجنبي والمدفوعات الخارجية، وتحرير نظام سعر الصرف وسريان حالة من المنافسة الحرة والشفافية الكاملة. (حسين، ٢٠٠٨، ١٥٧)، فضلاً عن محاولة البنك المركزي بالتدخل في سوق الصرف كمشترياً لما يعرض عليه من فوائض النقد الأجنبي لدى المصارف التجارية منذ تحريره عام ١٩٩١. (صندوق النقد العربي، ٢٠٠٢، ٢٨٥)

أما بعد عام ١٩٩٩ فقد بدأ سعر صرف الجنيه مقابل الدولار بالانخفاض ليصل إلى ٦,١٩٦ جنيه للدولار عام ٢٠٠٤، بعد أن كان (٣,٣٩٥) جنيه للدولار عام ١٩٩٩، محدثاً زيادة القدرة التنافسية لل الصادرات المصرية في الأسواق العالمية. (صندوق النقد العربي، ٢٠٠٤، ١٦٥)

إلا أن سعر صرف الجنيه بدأ بعد عام ٢٠٠٤ بالتحسن ليبلغ (٥,٤٢٠-٥,٧٩٠) جنيه للدولار للأعوام (٢٠٠٥-٢٠٠٦) على التوالي، وقد أسمى من ذلك قرار الحكومة في بناءٍ ٢٠٠٣ بإتباع نظام سعر الصرف ذو "التعويم الحر" والذي يعد خطوة جديدة في محاولة لإعادة الاستقرار في سوق الصرف المصرية وبما يؤدي إلى توازن جانبي العرض والطلب على النقد الأجنبي إذ تركت للبنوك التجارية حرية تحديد أسعار الشراء والبيع للنقد الأجنبي في إطار السوق الحرة للصرف الأجنبي، والذي انعكس بدوره على الاستقرار في سوق الصرف. (صندوق النقد العربي، ٢٠٠٣، ١٦٥)

الجدول (٧) تطور أسعار صرف عملات دول العينة مقابل الدولار الأمريكي قترة

(٢٠١٢-١٩٩٠)

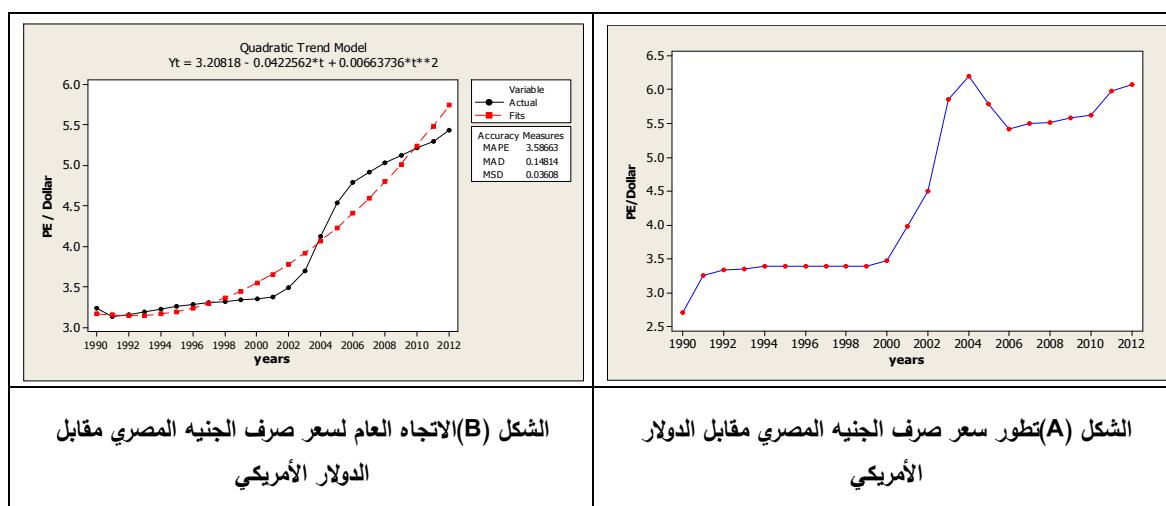
السنوات	جنيه مصرى لكل دولار أمريكي	عدل التغير السنوى %	دينار أردني مقابل دولار أمريكي	معدل التغير السنوى %	درهم المغربي مقابل دولار أمريكي	معدل التغير السنوى %	دينار عراقي مقابل دولار أمريكي	معدل التغير السنوى %	معدل التغير السنوى %
1990	2,707	—	0.665	—	8.24	—	4	—	—
1991	3,250	20,05	0.675	1.5	8.70	1.5	10	5.58	150
1992	3,330	2,46	0.691	2.37	8.53	8.53	21	-1.95	110
1993	3,353	0,69	0.704	1.88	9.65	9.65	74	13.13	252.38
1994	3,386	0,98	0.701	-0.42	8.96	8.96	458	-7.15	518.91
1995	3,391	0,14	0.709	1.14	8.46	8.46	1674	-5.58	265.5
1996	3,392	0,02	0.709	0	8.80	8.80	1170	4.01	-30.1
1997	3,389	-0,08	0.709	0	9.17	9.17	1471	4.2	25.72
1998	3,388	-0,02	0.709	0	9.25	9.25	1620	0.87	10.12
1999	3,395	0,20	0.709	0	10.08	10.08	1972	8.97	21.72
2000	3,472	2,26	0.709	0	10.61	10.61	1930	5.25	-2.12
2001	3,973	14,42	0.709	0	11.65	11.65	1929	9.8	-0.05
2002	4,500	13,26	0.709	0	10.16	10.16	1957	-8.92	1.45
2003	5,851	30,02	0.709	0	9.57	9.57	1936	-5.8	-1.07
2004	6,142	5,89	0.709	0	8.20	8.20	1453	-14.31	-24.94
2005	5,790	-6,55	0.709	0	8.86	8.86	1472	8.05	1.30
2006	5,420	-6,39	0.709	0	8.79	8.79	1475	-0.79	0.20
2007	5,504	1,54	0.709	0	7.71	7.71	1267	-12.28	-14.1
2008	5,520	0,29	0.709	0	8.10	8.10	1203	5.05	-5.05
2009	5,586	1,19	0.709	0	7.86	7.86	1182	-2.96	-1.74
2010	5,619	0,59	0.709	0	8.36	8.36	1186	6.36	0.33
2011	5,980	6,42	0.709	0	8.18	8.18	1196	-2.15	0.84
2012	6,075	1,58	0.709	0	8.56	8.56	1233	4.46	3.09

الجدول من إعداد الباحثة بالاعتماد إلى: صندوق النقد العربي، الحسابات القومية للدول العربية، العمود (١) للأعوام (١٩٩٠-٢٠٠٢)/ صندوق النقد العربي، قاعدة بيانات الأسواق المالية العربية، العمود (١) للأعوام (١٩٩٠-٢٠١٢)/ البنك المركزي الأردني، العمود (٣) للأعوام (١٩٩٠-٢٠١٢)، العاني، يوسف عبدالله عبد، ٢٠٠٩، العمود (٥) للأعوام (١٩٩٠-٢٠٠٦)/ صندوق النقد العربي، قاعدة بيانات الأسواق المالية العربية، النشرات الفصلية، العمود (٥) للأعوام (٢٠٠٢-٢٠٠٧)/ مصلح، أسامة جبار، ٢٠٠٥، العمود (٧) للأعوام (١٩٩٠-٢٠٠٢)/ البنك المركزي العراقي، المديرية العامة للإحصاء والابحاث، النشرة السنوية، العمود (٧) للأعوام (٢٠٠٣-٢٠١٢).

ثم بدأت قيمة الجنيه المصري بالتراجع ومنذ ٢٠٠٧ لـ٢٠٠٧٥ لـ٢٠١٢، حيث يرجع هذا التراجع إلى عدة أسباب منها تأثير أسعار صرف الجنيه المصري بتداعيات الأزمة المالية العالمية، حيث أدت شحة السيولة في أسواق المال العالمية إلى انسحاب المستثمرين الأجانب من أسواق المال في الدول النامية وتراجع قيم الائتمان المقدم من قبل المصارف العالمية لهذه الدول. (صندوق النقد العربي، ٢٠٠٨، ١٦٥)

فضلاً عن أحداث يناير ٢٠١١ السياسية وتزايد وتيرة عدم الاستقرار السياسي وتراجع مستويات الاحتياطيات الأجنبية إلى مستويات يصعب المساس بها وهو ما دفع البنك المركزي المصري إلى رفع أسعار الفائدة لدعم العملة المحلية من جهة وتوفير الموارد اللازمة لتمويل الائتمان الحكومي من جهة أخرى. (صندوق النقد العربي، ٢٠١٢، ٢٠٢)

ويمكن توضيح تطور سعر صرف الجنيه مقابل الدولار الأمريكي فلترة (١٩٩٠-٢٠١٢) من خلال الشكل (A-6) والذي اتّجاه العام عبر الزمن الشكل (B-6).



الشكل (6) تطور سعر صرف الجنيه المصري مقابل الدولار الأمريكي واتّجاهها العام فلترة (١٩٩٠-٢٠١٢)

المصدر: الشكل من عمل الباحثة بالاعتماد على بيانات الجدول (7)

### ثانياً: تطور أنظمة سعر الصرف في الأردن

لقد اعتمدت سياسة تثبيت سعر صرف الدينار الأردني من قبل البنك المركزي الأردني منذ عام ١٩٥٠، حيث تم ربطه آنذاك بالجنيه الإسترليني بسعر تعادل ١:١ وذلك حتى عام ١٩٦٧ حيث عدل سعر التعادل ليصبح ١:٠٠,٨٥٧ أي ٠,٨٥٧ دينار أردني لكل جنيه إسترليني، وفي عام ١٩٧٢ فلّك ارتباط صرف الدينار الأردني بالجنيه الإسترليني واعتمد سياسة صرف كان يعتقد إنها أكثر مرونة وهي ربطه بسعين في آن واحد، وهما سعر غرام الذهب والدولار الأمريكي، أي أن الدينار الأردني يساوي (٢,٢٩٢) غرام ذهب ويساوي (٢,٨) دولار أمريكي وسمح بهامش تذبذب قدره  $\pm 2.25\%$  من سعر التعادل، ولم تستمر هذه السياسة طويلاً،

وفي عام ١٩٧٣ تم ربط الدينار الأردني بالدولار الأمريكي فقط وبسعر تعادل أعلى بلغ ٣,٣٩ أي (٣,٣٩) دولار أمريكي لكل دينار. (السندس والمومني، ٢٠١٢، ٤٨٥-٥١٠)

ولتجنب تذبذب سعر صرف الدينار تم ربطه في عام ١٩٧٥ بوحدة حقوق السحب الخاصة بسعر (٢,٥٧٩) وحدة حقوق لكل دينار وبهامش تذبذب ٢,٢٥%. (البنك المركزي الأردني، ١٩٨٦، ٢٢)

وفي عام ١٩٨٥ لاحظ البنك المركزي الأردني أن سعر صرف الدينار الأردني مبالغ فيه، وذلك نتيجة لاتباع سياسة ربط الدينار الأردني بحقوق السحب الخاصة، حيث ارتفع سعر صرف الدينار الأردني مقابل الدولار الأمريكي ليبلغ ٢,٨٦ عام ١٩٨٦، وقد انعكس ذلك بشكل سلبي على العلاقات الاقتصادية مع العالم الخارجي. (التايه وعلي، ١٩٩٧، ٧٨)

وفي منتصف شهر تشرين الأول عام ١٩٨٨، انتهج البنك المركزي سياسة تعويم سعر الصرف وذلك بهدف تضييق الفجوة بين موارد البلاد ومدفوعاتها من العملات الأجنبية، وقد أدى ذلك إلى أضرار سلبية على الاقتصاد الأردني، حيث عمقت من الركود الاقتصادي في البلاد وإلى انخفاض سعر صرف الدينار مقابل الدولار الأمريكي بما نسبته ٢٠,٨% حتى نهاية عام ١٩٨٨. (البنك المركزي الأردني، ١٩٨٨، ٢٢)

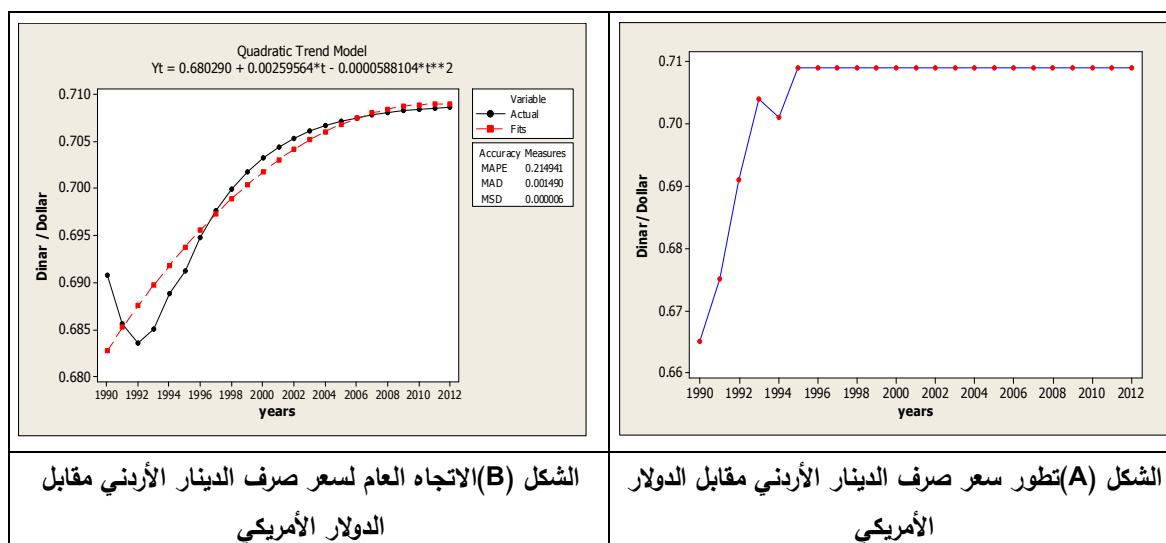
ونتيجة ل تعرض الدينار الأردني إلى ضغوطات وتقلبات حادة منذ تفاقم الأزمة الاقتصادية والنقدية التي شهدتها الاقتصاد الأردني، فقد اتخذت السلطات الأردنية بتاريخ ١٩٨٩/٢/٨ جملة من الإجراءات منها إغلاق محلات الصرافة وتکليف البنوك المرخصة بتقديم الخدمات التي كانت تقوم بها شركات الصرافة، كما تم اعتماد سياسة تثبيت سعر صرف الدينار مقابل الدولار في اليوم اللاحق لهذا القرار. وعلى الرغم من أن تلك الإجراءات التي قام بها البنك المركزي هدفت إلى إلغاء تعددية أسعار الصرف إلا أن عدم إمكانية تمويل المعاملات الأجنبية الضرورية والمطلوبة بالسعر الثابت قد أوجد سوقاً موازياً للعملات الأجنبية بدأت أسعاره ترتفع تدريجياً عن سعر الصرف الثابت، الأمر الذي دفع البنك المركزي إلى تبني سياسة جديدة لسعر صرف الدينار في نهاية عام ١٩٨٩ والتي يمكن تلخيصها بالآتي: (البنك المركزي الأردني، ١٩٨٩، ٤-٢٥) (التايه وعلي، ١٩٩٧، ٨١)

- أعاد البنك المركزي ربط الدينار الأردني بسلة من العملات الأجنبية الرئيسية مع إعطاء كل عملة من العملات الداخلة في السلة وزناً يتناسب مع أهمية العلاقات الاقتصادية للأردن تلك الدولة. مع منحه الحرية بالتدخل في سوق العملات الأجنبية بهدف التأثير على سعر صرف الدينار وذلك من خلال بيع العملات الأجنبية للبنوك والشركات المالية وفقاً للسعر المعلن من قبل البنك.

وللحظة تطور سعر صرف الدينار الأردني مقابل الدولار فلترة (١٩٩٠-٢٠١٢) يمكن متابعة بيانات الجدول (٧).

يتضح من البيانات المدرجة في الجدول (٧) أن سعر صرف الدينار الأردني مقابل الدولار الأمريكي قد عانى من انخفاض خلال فلترة (١٩٩٤-١٩٩٠) إلا أنه وبهدف تعزيز الثقة بالمناخ الاستثماري والادخاري في الأردن وزيادة الصادرات الأردنية، ولتحقيق أكبر درجة من الاستقرار لسعر صرف الدينار مقابل الدولار الأمريكي قامت السلطات النقدية الأردنية بتدابع من ٢٢/١٠/١٩٩٥ إلى انتهاج سياسة ربط الدينار الأردني بالدولار الأمريكي ليضفي المزيد من التأكيد على تحقيق أكبر قدر من الاستقرار في سعر صرف الدينار مقابل الدولار. (الصادق ولطيفه، ١٩٩٧، ٨٢)، فضلاً عن تعزيز الثقة بالدينار الأردني والمساهمة في تخفيف مخاطر تقلبات العملة الأمر الذي يسهم في زيادة التدفقات الرأسمالية وجذب الاستثمارات الأجنبية إلى الأردن. (البنك المركزي الأردني، ٢٠١٢، ٦٣)

الشكل (A-7) يوضح تطور سعر صرف الدينار الأردني مقابل الدولار فلترة (١٩٩٠-٢٠١٢) والشكل (B-7) يوضح الاتجاه العام لسعر صرف الدينار الأردني للمدة (١٩٩٠-٢٠١٢).



الشكل (A) تطور سعر صرف الدينار الأردني مقابل الدولار الأمريكي  
الشكل (B) الاتجاه العام لسعر صرف الدينار الأردني مقابل الدولار الأمريكي

الشكل (7) تطور سعر صرف الدينار الأردني مقابل الدولار الأمريكي واتجاهها العام فلترة (١٩٩٠-٢٠١٢)

المصدر: الشكل من إعداد الباحثة بالاعتماد على بيانات الجدول (٧)

### ثالثاً : تحليل أنظمة سعر صرف الدرهم المغربي

تارياً كان الدرهم المغربي مرتبط بالفرنك الفرنسي حتى عام 1973، ومع بروز ظاهرة التخلّي عن تعادل أسعار الصرف الثابتة على المستوى الدولي فقد اختار المغرب حينذاك ربط عملته بسلة من العملات الأجنبية يحتل الفرنك الفرنسي موقع الريادة فيها بناءً على كون فرنسا الشريك التجاري الأكبر لها. وقد بقى هذا الأمر مستمراً وظلّت السلة دون تغيير حتى عام 1980 ومع بدء سياسة التصحيح الهيكلية، والرغبة في تخفيض عجز الميزانية الحاصل بعد أزمة النفط 1981 لجأ البنك المركزي المغربي إلى تخفيض قيمة الدرهم المغربي لاستعادة التوازن إلى ميزان المدفوعات وتحرير المبادلات التجارية وتشجيع الصادرات فضلاً عن استهدافه إعادة توازن حساب المدفوعات الجارية التي بلغت نسبة العجز فيه ٦٢,٨٪ عام ١٩٨٠. (حمدوش، ٢٠٠٢، ٢٤٧-٢٤٨)

ومنذ بداية عقد التسعينات من القرن الماضي ومع زيادة الانفتاح الاقتصادي استمر انخفاض قيمة الدرهم المغربي مقابل الدولار الأمريكي ليبلغ (١١,٦٥) درهم لكل دولار، وربما يعود ذلك إلى رغبة السلطات المغربية في تجنب حدوث انعكاسات سالبة على الاقتصاد الكلي، وعدم استقرار صرف العملات المكونة للسلة وتغيير أوزانها، فبعد أن أعطى للدولار الأمريكي وزناً أكثر أهمية تم استبداله باليورو الذي كان لتراجعه مقابل الدولار دوراً مهماً في انخفاض قيمة الدرهم مقابل الدولار. (صندوق النقد العربي، ٢٠٠٠، ١٩٧) (صندوق النقد العربي، ٢٠٠١، ٢٠٠١) (١٥٤)

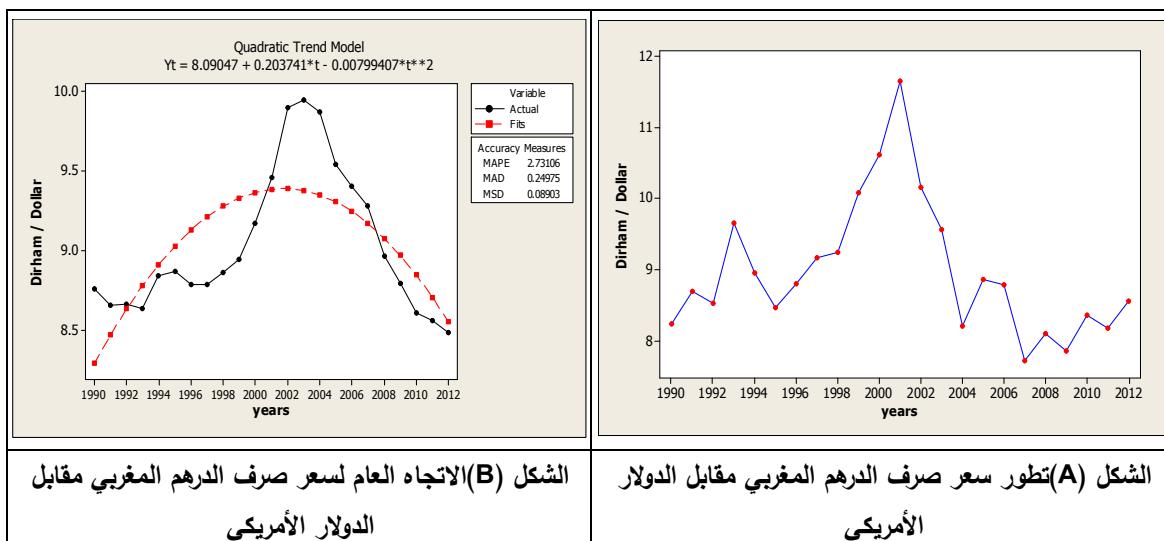
ثم عاد الدرهم المغربي بالارتفاع ليبلغ (٧,٧١) درهم لكل دولار عام ٢٠٠٧ وبنسبة نمو ١٢,٧٪ ويأتي هذا الارتفاع في قيمة الدرهم المغربي نتيجة لارتفاع قيمة اليورو عالمياً والذي يسهم بالنسبة الأعظم في تحديد قيمة الدرهم المغربي. (صندوق النقد العربي، ٢٠٠٢، ١٧)

وفي عام ٢٠٠٨ بدأت قيمة الدرهم المغربي بالتراجع مقابل الدولار الأمريكي متأثراً بتداعيات الأزمة المالية العالمية، وليستمر هذا التراجع ليبلغ قيمة الدرهم المغربي مقابل الدولار (٨,٥٦) عام (٢٠١٢)، بالرغم من ارتفاعه عام ٢٠٠٩ ليبلغ (٧,٧١) درهم لكل دولار، ويعود ذلك إلى ارتفاع قيمة اليورو مقابل الدولار، إذ حقق اليورو مكاسب أمام الدولار نتيجة لتأثير الدولار الأمريكي بمعدلات نمو الاقتصاد الأمريكي وتراجع بيانات التوظيف وتأثيرات السياسة النقدية التيسيرية على توجهات المستثمرين. (صندوق النقد العربي، ٢٠١٢، ٢٠١)

ويعكس الجدول (٧) تطور سعر صرف الدرهم المغربي مقابل الدولار الأمريكي.

إذ يلاحظ من الشكل (٨) أن هناك تذبذبات كبيرة سواء في الارتفاع أو الانخفاض على طول مدة الدراسة، ولتحديد الاتجاه العام لسعر صرف الدرهم مقابل الدولار باستخدام برمجية

والمقارنة بين المعدلات المشتقة باستخدام مقياس MSD، وللوقوف على تطورات سعر صرف الدرهم المغربي مقابل الدولار الأمريكي واتجاهه العام عبر الزمن يمكن النظر إلى الشكل (8).



الشكل (8) تطور سعر صرف الدرهم المغربي مقابل الدولار الأمريكي واتجاهها العام للفترة (١٩٩٠-٢٠١٢).  
المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على بيانات الجدول (٧).

#### رابعاً: تحليل اتجاه أنظمة سعر الصرف في العراق

تبني العراق ومنذ تأسيس دولته ترتيبات صرف مختلفة، تراوحت بين قاعدة الإسترليني وقاعدة الصرف بالذهب، ونظام سعر الصرف الثابت والمعوم المدار وحسب الظروف الاقتصادية والسياسية والنقدية التي مر بها، ويمكن إيجاز مسيرة النظام النقدي العراقي بما يأْتِي:

- تبني العراق الذي كان خاضعاً للسيطرة البريطانية قاعدة الصرف بالذهب عام ١٩٣٠ حيث حدد المحتوى الذهبي للدينار العراقي عام ١٩٣١ بـ ٧,٣٢٢ غرام ذهب أي ما يعادل المحتوى الذهبي للجنيه الإسترليني، وبذلك تعادل سعر صرف الدينار مع سعر صرف الجنيه.
- انتقل العراق إلى قاعدة الصرف بالإسترليني بعد تخلي بريطانيا عن قاعدة الذهب عام ١٩٣٢، وأصبح سعر صرف الدينار العراقي ثابتاً مقابل الجنيه الإسترليني في سوق الصرف الأجنبي.
- في عام ١٩٥٩ خرج العراق من منطقة الإسترليني إلا أن الدينار العراقي بقى مرتبطاً بالجنيه الإسترليني لغاية عام ١٩٧٢ حيث تم ربط الدينار العراقي بالدولار الأمريكي وبسعر صرف ٢,٩٧٩ دولار لكل دينار.

وبقى السعر الرسمي للدينار العراقي محافظاً على ثباته باستثناء تغيرين حدثاً نتيجة قيام البنك المركزي العراقي بإجراء تعديلين في سعره، الأول في عام ١٩٧٣ ليصبح ٣,٣٨٦١ دينار لكل دولار وجاء هذا التعديل نتيجة لتأمين العراق لنفطه وتعديل أسعاره دولياً وما أحدثه ذلك من

زيادة احتياطاته من العملات الأجنبية. وجاء التعديل الثاني عام ١٩٨٢ كرد فعل لتحسين قيمة الدولار الأمريكي في الأسواق العالمية وللتصبح سعر صرف الدينار العراقي ٣,٢١٦٩ دينار لكل دولار. (البرواري، ١٩٩٣، ٧٦)

منذ بداية عقد الثمانينات من القرن الماضي وكما موضح في الجدول (٨) أخذ سعر صرف الدينار العراقي مقابل الدولار الأمريكي بالانخفاض ليبلغ ١٩٥٧ دينار لكل دولار عام ٢٠٠٢ وربما يعود ذلك إلى:

١- الحرب العراقية الإيرانية (١٩٨٠-١٩٨٨) وما طلبه من تمويل النفقات الحربية عن طريق الاقتراض من الجهاز المركزي بعد أن استنزفت معظم الموارد المالية الجارية وأرصدة الاحتياطيات الدولية بعد أن توقفت الصادرات النفطية عن طريق منفذ البصرة وسوريا. (الخزرجي، ١٤٢-١٦٠، ٢٠٠٧) (العبيدي، ١٣٨، ٢٠١٢، ٧٢)

٢- السماح للقطاع الخاص بالمساهمة في التجارة الخارجية وتشريع قانون (الاستيراد بدون تحويل خارجي وما أحدثه من ازدياد الطلب على الدولار الأمريكي لغرض الإحلال والتبادل أو لغرض المضاربة، فضلاً عن هروب النقد الأجنبي والاحتياطيات الأجنبية من العراق إلى الخارج. (الوائلي، ٢٠٠٩، ١١٤)

٣- حرب الخليج الأولى وما تبعها من حصار اقتصادي منذ بداية التسعينيات من القرن الماضي وما أحدثه من اختلالات هيكلية واسعة داخلية وخارجية نتجت عن توقف تصدير النفط الخام وحرمان العراق من استغلال احتياطاته من العملات الأجنبية المودعة في البنوك الأجنبية وحرمانه من الفوائد المستحقة لها من خلال تجميدها، فضلاً عن عجز الموازنة العامة للدولة والتي تم تغطيتها من خلال اعتماد الحكومة العراقية على الإصدار النقدي الجديد (التمويل التضخمي) (خضير وبخيب، ٢٠٠٠، ٣٦) (الشمرى، ٦٩، ٢٠٠٨) (كريم، ٧٤، ٢٠١٠)

إلا أنه وفي خضم هذا الانخفاض المستمر شهد الدينار العراقي ونتيجة لمباشرة العراق في تنفيذ مذكرة التفاهم مع الأمم المتحدة (النقط مقابل الغذاء) بعض الارتفاع عام ١٩٩٦ ليبلغ ١١٧٠ دينار لكل دولار (الشدو، ٢٠٠٩، ٧٩). وليعاود انخفاضه مرة أخرى بعد ذلك.

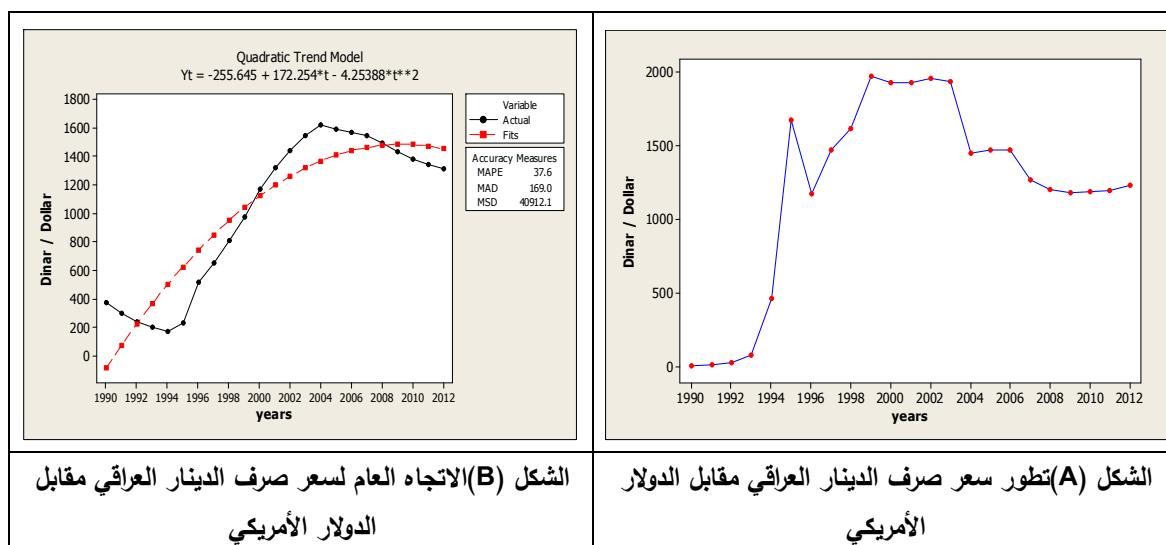
وبعد أحداث نيسان عام ٢٠٠٣ أشهد سعر الصرف تدهوراً كبيراً مع تصاعد العمليات الحربية، فقد وصل سعر صرف الدينار العراقي في بداية الأشهر الثلاثة منه إلى (٢٣٩٠) دينار للدولار واستمر التصاعد ليبلغ (٣٠٠٠) دينار للدولار يوم ٢٠٠٣/٣/١٨.

وأثناء مدة العمليات العسكرية خلال شهر نيسان من نفس العام انخفضت قيمة الدينار إزاء الدولار لتبلغ (٤٠٠٠) دينار للدولار، وبعد انتهاء العمليات العسكرية ومع ظهور بوادر التغيير السياسي والاقتصادي تراجع سعر صرف الدينار إلى أقل من (١٠٠٠) دينار للدولار الواحد وبذلك بدء الدينار العراقي منذ ٢٠٠٣ والسنوات التي تلتها بالتحسين والارتفاع ليبلغ عام ٢٠١٢ ما قيمته ١٢٣٣ دينار لكل دولار. وربما يعود ذلك لعدة أسباب أهمها: (البنك المركزي العراقي، ٤، ٢٠٠٤) (عبدالنبي، ١٣، ٢٠٠٤) (٦-٥) بدون سنة

- ١- استقرار الطلب على السلع الأساسية والمجهمزة عن طريق البطاقة التموينية والتي كانت بكمية تسد حاجة الأسرة العراقية لأشهر قادمة.
- ٢- قيام سلطة الائتلاف بتغطية الكثير من مصروفاتها بالدولار بما فيها صرف رواتب المتقاعدين والموظفين مما أدى إلى انخفاض الطلب على الدولار وزيادة عرضه.
- ٣- ومع اقتراب موعد استبدال العملة في ٢٠٠٣/١٥ ولكون العملة في التداول تشكل نسبة كبيرة من عرض النقد ولخشية الكثير من أصحاب رؤوس الأموال من مراجعة مراكز التبديل لتقادي كلفة الاستبدال والتحسد أمام المصارف والتعرض للمخاطر الأمنية مما شكل كلف إضافية على العملة القديمة ولمصلحة الدولار سبب زيادة الطلب عليه.
- ٤- ومع باشرة البنك المركزي بعملية الاستبدال ودخول العملة الجديدة إلى التداول وما لاقته من قبول عام من حيث توافر الأمان وصعوبة تزويرها والتلاعب بحقوق حاملها فقد زاد من الطلب على الدينار العراقي الجديد كخزين جديد لقيمة.
- ٥- تدخل السلطات النقدية (البنك المركزي) في سوق الصرف الأجنبي لتحقيق التوازن بين الطلب على العملة الأجنبية والمعروض منها، من أجل الحفاظ على استقرار قيمة الدينار العراقي ومحاولة رفعها، وذلك من خلال ما يعرف بمزاد العملة الأجنبية (الدولار) حيث يدخل البنك المركزي كبائع ومشتري للعملة الأجنبية.

في عام ٢٠١٢ بدأ سعر الصرف الدينار العراقي يعاني من بعض الانخفاض ليبلغ (١٢٣٣) دينار لكل دولار، وربما يعزى ذلك إلى تأزم الظروف الإقليمية وازدياد الطلب على الدولار لأغراض المضاربة.(البنك المركزي العراقي، ٢٠١٢، ١٠)

ويوضح الشكل (٩) تطور سعر صرف الدينار العراقي للفترة (٢٠١٢-١٩٩٠) واتجاهه العام عبر الزمن.



الشكل (٩) تطور سعر صرف الدينار العراقي مقابل الدولار الأمريكي للفترة (٢٠١٢-١٩٩٠)

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على بيانات الجدول (٧).

# الفصل الثالث

نماذج تأثير تقلبات أسعار الصرف في مؤشرات  
الأسواق المالية

المبحث الأول: الدراسات السابقة

المبحث الثاني: منهجية البحث القياسية

المبحث الثالث: تقدير وتحليل اثر تقلبات سعر الصرف  
في مؤشرات الأسواق المالية

## المبحث الأول

### الدراسات السابقة

حظيت دراسة العلاقة بين أسعار الصرف والأسواق المالية باهتمام كبير ومتعدد من قبل الباحثين الاقتصاديين والماليين الأمر الذي سبب تبايناً في طبيعة تناولها، فمنهم من تناول سعر الصرف وعلاقته بالأسواق المالية من خلال أحد مؤشراتها أو بعضها مع مجموعة من المتغيرات الاقتصادية، ومنهم من تناوله منفرداً . وفيما يأتي أهم تلك الدراسات.

#### أولاً : الدراسات العربية

١. دراسة (الزعبي)، "تأثير العوامل الاقتصادية الكلية على المؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق عمان المالي خلال فلترة (١٩٧٨-١٩٩٨)"، تناولت هذه الدراسة تأثير المتغيرات الاقتصادية الكلية (الناتج المحلي الإجمالي، عرض النقد، سعر الفائدة، سعر الصرف، مؤشر السوق لمدة سابقة) في أسعار أسهم سوق عمان المالي وباستخدام نموذج الانحدار الخطي المتعدد، وباعتماد طريقة المربعات الصغرى الاعتيادية لقياس اثر هذه العوامل، وقد تميزت هذه الدراسة باختيار دالة مؤشر سوق عمان المالي خلال فلترتين (١٩٧٨-١٩٨٨) و (١٩٨٩-١٩٩٨) لمعرفة تأثير الأزمة النقدية التي مر بها الاقتصاد الأردني. وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين المتغيرات الاقتصادية مجتمعة والمؤشر العام لسوق عمان المالي، فضلاً عن عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين كل متغير مستقل على حدا والمتغير التابع باستثناء مؤشر السوق المالي لمدة سابقة وهو ما يعكس تأثير المتغير التابع بسلوكه في مدقق منية سابقة، كما أشارت النتائج إلى أن دالة مؤشر سوق عمان المالي تتمتع بالاستقرار خلال فلترة (١٩٧٨-١٩٩٨). (الزعبي، ٢٠٠٠، ٣٢١-٣٣٠).

٢. دراسة المولى، "تأثير السياسة النقدية في أداء أسواق رأس المال في مجموعة من الدول العربية فلترة (١٩٩٤-٢٠٠١)"، وهي من الدراسات التطبيقية التي انصرفت إلى الاهتمام بتأثير السياسة النقدية معبراً عنها (عرض النقد  $M_1$ ، سعر الفائدة، سعر الصرف، معدل التضخم) على مؤشرات أسواق الأوراق المالية معبراً عنها بـ (المؤشر العام لأسعار الأسهم، القيمة السوقية، حجم التداول) في ستة دول عربية (مصر، الأردن، المغرب، الكويت، السعودية) وباعتماد التحليل على بيانات فصلية فلترة (الربع الرابع ١٩٩٤-الربع الرابع ٢٠٠١)، وباستخدام أسلوب الانحدار الخطي المتعدد، وبينت الدراسة وجود علاقة ذات دلالة إحصائية معنوية بين عدد من المتغيرات النقدية والمؤشر العام لأسعار الأسهم في مجموعة الدول المختارة فضلاً عن وجود علاقة قوية بين مؤشرات السياسة النقدية والقيمة السوقية في كل من أسواق (مصر، السعودية، تونس، الكويت) ولا توجد في المقابل علاقة قوية بين

مؤشرات السياسة النقدية والقيمة السوقية في كل من سوقي (المغرب، عمان)، أما مؤشر حجم التداول فقد ارتبط بعلاقة أقل قوة مع مؤشرات السياسة النقدية مقارنة ببقية مؤشرات أداء أسواق رأس المال. (المولى، ٢٠٠٤، ١٠١-١٠٢)

٣. دراسة الحسيني، الموسومة "تأثير المتغيرات الاقتصادية في أسواق الأوراق المالية العربية"، استهدفت هذه الدراسة تحليل العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية (عرض النقد، الناتج المحلي الإجمالي، سعر الصرف، المؤشر القياسي لأسعار الأسهم لمدة سابقة) وأسعار الأسهم في الأسواق المالية العربية المشاركة في قاعدة بيانات صندوق النقد العربي وباستخدام بيانات المقطع العرضي لعام (٢٠٠٠)، وخلصت الدراسة إلى وجود علاقة طردية بين الناتج المحلي الإجمالي وسعر الصرف ومؤشر أسعار الأسهم لسنة سابقة من جهة، ومؤشر العام لأسعار الأسهم من جهة أخرى، في حين كانت العلاقة عكسية بين المؤشر العام لأسعار الأسهم وعرض النقد. (الحسيني، ٢٠٠٥، ١٣٣-١٤٤)

٤. دراسة الخفاجي، "قياس استجابة أسعار الأسهم لتحركات سعر الصرف دراسة تطبيقية على عينة من الشركات المحلية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية"، قامت الدراسة بتحليل تأثير تقلبات سعر صرف الدينار العراقي على تقلب عوائد أسهم الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية لعينة مكونة من (١٦) شركة فلترة (٢٠٠٣-٢٠٠٧) مستخدماً نموذج الانحدار الخطى البسيط، تبين بأن تحليل التقلبات في سعر الصرف العملة المحلية والتقلبات في أسعار الأسهم ممثلة بـ (العوائد) وجدت أن (١٧) مشاهدة فقط كانت ترتبط فيها التقلبات في أسعار الأسهم بعلاقة سلبية مع تقلبات العملة بينما لم تستجيب المشاهدات الأخرى لتقلبات العملة بسبب ضعف العلاقة بين المتغيرين. (الخفاجي، ٢٠١٠، ٢٧٤-٣١٤)

٥. دراسة المجالي والدروبي، "تأثير المتغيرات الاقتصادية في حجم الاستثمار الأجنبي في بورصة عمان للأوراق المالية فلترة (١٩٩٤-٢٠٠٩)" ربطت هذه الدراسة العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية معبراً عنها (سعر الصرف الحقيقي، عرض النقد، سعر السهم السوقى، حجم الإنفاق المحلي والأجنبي) وصافي الاستثمار الأجنبي مؤسراً على حجم الطلب على الاستثمار في أسهم السوق، مستخدماً نموذج متوجه الانحدار الذاتي (VRA) وسببية Grangers، توصلت الدراسة إلى وجود علاقة سلبية ثنائية الاتجاه موجبة بين صافي الاستثمار (المتغير التابع) وسعر السهم، سعر الصرف الحقيقي، وعرض النقد ( $M_1$ )، وعلاقة أحادية موجبة تبدأ من حجم الإنفاق المحلي والأجنبي باتجاه صافي الاستثمار الأجنبي. (المجالي والدروبي، ٢٠١١، ٣٣٣-٣٦١)

٦. دراسة الجنابي والطRFي "آثار السياسة النقدية على عوائد الأسهم في سوق العراق للأوراق المالية فلترة (٢٠٠٤-٢٠١٠)"، تعرّضت الدراسة إلى أثر متغيرات السياسة النقدية (سعر الصرف، سعر الفائدة، عرض النقد) على عوائد أسهم الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية بالاعتماد على تحليل معلومات شهرية للمدة (تشرين الثاني ٢٠٠٢-كانون الأول ٢٠١٠)، مستخدماً نموذج VAR (Grangers للسببية)، وأوضحت الدراسة وجود علاقة سلبية باتجاه واحد تبدأ من سعر الصرف وسعر الفائدة إلى عوائد أسهم السوق ويتخلّف (٤ أشهر) بينما دلت نتائج الاختبار إلى انعدام العلاقة العكسية بين مؤشرات السياسة النقدية وعوائد أسهم السوق ويتخلّف (١ شهر) بمعنى إن التغييرات الحاصلة في مؤشرات السياسة النقدية لا تكون السبب في التغييرات التي تحدث في عوائد أسهم السوق. (الجنابي والطRFي، ٢٠١٢، ٢٥٠-٢٨٣)

٧. دراسة السندي والمومني، الموسومة "أثر تذبذب أسعار صرف الدينار الأردني على قيم أسهم الشركات المساهمة العاملة في قطاع الخدمات" بحثت الدراسة اختبار أثر تذبذب سعر صرف الدينار الأردني على قيم أسهم الشركات المساهمة المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية، وقد تم اختيار سبعة عشر عملة رئيسية تربطها مع الأردن علاقات تجارية ومصرفية نشطة، للمدة (كانون الثاني ٢٠٠٦-حزيران ٢٠١١)، مستخدماً نموذج الانحدار الخطي المتعدد، وأظهرت نتائج الدراسة بأن هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين أسعار أسهم شركات الخدمات وأسعار صرف الدينار الأردني مقابل عملات الدول قيد الدراسة، حيث أشارت الدراسة إلى أن زيادة أسعار صرف الدينار الأردني مقابل اليورو الأوروبي وال kronen الدنماركي والفرنك السويسري ذو تأثير إيجابي على أسعار أسهم شركات الخدمات، فيما كان تأثير زيادة سعر صرف الدينار الأردني مقابل اليوان الصيني والبيزو المكسيكي سلبياً على أسعار أسهم شركات قطاع الخدمات في الأردن. (السندي والمومني، ٢٠١٢، ٤٨٥-٥١٠)

## ثانياً : الدراسات الأجنبية

١. دراسة (Al-Bassam & Al-Jahani)، بعنوان "تأثير بعض المتغيرات الاقتصادية الكلية على مؤشر سوق الأسهم في السعودية"، بحثت هذه الدراسة في مدى تأثير المتغيرات الاقتصادية الكلية (الناتج المحلي الإجمالي، سعر الفائدة) على المؤشر العام لأسعار سوق أسهم السعودية ومؤشر أسعار قطاعات هذه السوق، ولاختبار هذه العلاقة بين المتغيرات تم بناء نموذج قياسي لهذا الغرض فلترة (١٩٨٥-١٩٩٤).

توصّلت الدراسة إلى وجود تأثير معنوي نسبي للمتغيرات الاقتصادية الكلية على المؤشر العام لأسعار سوق الأسهم السعودية. أما بالنسبة لكل قطاع فقد أظهرت النتائج اختلاف درجة تأثير

هذه المتغيرات على مؤشر أسعار أسهم هذه القطاعات، إذ وجد بأن مؤشر أسعار أسهم قطاع البنوك يتأثر بالتغييرات التي تحدث بإجمالي الناتج المحلي، أما مؤشر أسعار أسهم قطاع الخدمات والقطاع الزراعي فهو أكثر تأثراً بالتغييرات التي تحدث بأسعار الفائدة، أما مؤشر أسعار أسهم قطاع الإسمنت والكهرباء فلم يتأثر معنويًا بهذه المتغيرات. ( Al-Bassam &

(Al-Jahani, 1997, 11-32

٢. دراسة (Muhammad & Rasheed)، بعنوان "أسعار الأسهم وأسعار الصرف، دراسة حالة بلدان جنوب آسيا" تناولت هذه الدراسة علاقة أسعار الصرف بأسعار الأسهم مستخدمة بيانات شهرية عن أربعة من بلدان جنوب آسيا (باكستان، الهند، بنغلادش، سريلانكا) خلال المدة (يناير ١٩٩٤ - ديسمبر ٢٠٠٠)، مستخدماً أسلوب التكامل المشترك وسبيبية Grangers، وخلصت الدراسة إلى أن هناك علاقة بين أسعار الأسهم وأسعار الصرف في المدى القصير للبلدان الأربع، أما في المدى الطويل فليس هناك علاقة سلبية ثابته الاتجاه بين هذين المتغيرين في بنغلاديش وسريلانكا. (Muhammad & Rasheed, 2002, 535-550

٣ دراسة (Phylaktis & Ravazzolo)، بعنوان "أسعار الأسهم وдинاميكية سعر الصرف"، تضمنت هذه الدراسة العلاقة بين أسعار الأسهم وдинاميكية سعر الصرف في مجموعة من البلدان باستخدام سبيبية Grangers فلترة (١٩٩٨-١٩٨٠)، وتوصلت الدراسة إلى أن هناك علاقة مؤقتة في الأجل القصير بين المتغيرين، في حين لا توجد علاقة بين سعر الصرف الحقيقي وأسعار الأسهم في الأجل الطويل لعينة الدراسة. (Phylaktis & Ravazzolo, 2005, 1-37

٤. دراسة (Ganet al.)، بعنوان "المتغيرات الاقتصادية الكلية وأسعار الأسهم في نيوزيلندا" أوضحت الدراسة مدى تأثير المتغيرات الاقتصادية الكلية (معدل التضخم، سعر الفائدة الطويلة الأجل والقصيرة الأجل، سعر الصرف، الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي، عرض النقد، أسعار النفط) على مؤشر أسعار الأسهم في نيوزيلندا. وغطت الدراسة بيانات شهرية فلترة (يناير ١٩٩٠ - يناير ٢٠٠٣)، وباستخدام اختبار التكامل المشترك ومنهجية للسبيبية، وأظهرت النتائج إلى أن أربعة متغيرات (سعر الصرف، أسعار النفط، الناتج المحلي الإجمالي، سعر الفائدة قصيرة الأجل) أهم متغيرات المؤثرة في أسعار الأسهم في نيوزيلندا، أم نتائج سبيبية Grangers فقد أظهرت عدم وجود اتجاه للسبيبية من مؤشر أسعار الأسهم باتجاه المتغيرات الاقتصادية خلال مدة الدراسة، كما أشار الباحثون إلى أن نسبة رسملة السوق إلى الناتج المحلي الإجمالي في نيوزيلندا مقارنة مع أسواق الأوراق المالية

الدولية صغيرة نسبياً، ومن ثم فإن تأثير أسواق المال على الاقتصاد ككل منخفضة. (Ganet al., 2006, 89-101)

٥. دراسة (Kurihara)، بعنوان "العلاقة بين سعر الصرف وأسعار الأسهم، خلال سياسة التسبيير الكمي في اليابان"، أجريت هذه الدراسة لتوضيح العلاقة بين أسعار الأسهم والمتغيرات الاقتصادية (سعر الفائدة، سعر الصرف) بالاعتماد على تحليل بيانات شهرية للمدة (١٩٩٢-٣-٢٠٠٥)، مستخدماً طريقة المربيعات الصغرى، واستنتجت الدراسة بأن هناك تأثير لسعر الصرف على أسعار الأسهم اليابانية، لذلك يمكن للسلطة اليابانية إتباع سياسة سعر صرف ناجحة للتأثير على أسعار الأسهم بهدف الارتفاع الاقتصادي. (Kurihara, 2006, 375-386)

٦. دراسة (Humpe & Macmillan)، الموسومة "يمكن للمتغيرات الاقتصادية الكلية أن تفسر التقلبات في الأجل الطويل، دراسة مقارنة بين الولايات المتحدة الأمريكية واليابان"، جاءت هذه الدراسة لمعرفة مدى تأثير المتغيرات الاقتصادية الكلية (الإنتاج الصناعي، معدل التضخم، سعر الصرف، عرض النقد) في أسعار الأسهم للولايات المتحدة الأمريكية واليابان، باستخدام تحليل التكامل المشترك ونموذج متوجه الانحدار الذاتي، واعتمد التحليل على بيانات لـ (٤٠) عام. وأوضحت التقديرات القياسية لنماذج الدراسة وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين الإنتاج الصناعي ومعدل التضخم وسعر الفائدة في الأجل الطويل وعرض النقد من جهة وأسعار الأسهم في الولايات المتحدة واليابان من جهة أخرى، وفي الولايات المتحدة وجد أن أسعار الأسهم تتأثر إيجابياً في الإنتاج الصناعي وعرض النقد، في حين نجد أن أسعار الأسهم في اليابان تتأثر إيجابياً بالإنتاج الصناعي وسلباً في عرض النقد، كما توصلت الدراسة إلى أن التأثير السلبي للإنتاج الصناعي في معدل التضخم وسعر الفائدة في الأجل الطويل، فسرت الدراسة هذا الاختلاف في السلوك بين أسواق الأسهم وقد تمكن في الركود خلال عام ١٩٩٠. (Humpe & macmillan, 2007, 1-26)

٧. دراسة (Abdelaziz et al.), بعنوان "أسعار الأسهم، سعر الصرف، وأسعار النفط، دراسة حالة من البلدان، المصدر للنفط في الشرق الأوسط"، تحلل هذه الدراسة التفاعل في المدى الطويل بين أسعار الأسهم وأسعار الصرف في أربعة بلدان مصدرة للنفط في الشرق الأوسط (مصر، سلطنة عُمان، الكويت، السعودية) اعتماداً على بيانات لفترتين (١٩٩٤-١٩٩٩) و (٢٠٠٦-١٩٩٩) واستناداً إلى صدمة أسعار النفط التي حدثت في مارس ١٩٩٩، وباستخدام تحليل التكامل المشترك ونموذج متوجه تصحيح الخطأ Vector Error Correction Model (VECM)

أسعار الأسهم وأسعار الصرف وأسعار النفط لثلاثة بلدان (مصر، سلطنة عُمان، السعودية)، وجود تأثير إيجابي في الأجل الطويل لأسعار النفط على أسعار الأسهم لجميع بلدان عينة الدراسة، وجود تأثير إيجابي لأسعار الصرف الحقيقة في أسعار الأسهم في مصر وسلطنة عمان، أما السعودية فكان تأثير أسعار الصرف الحقيقة في أسعار الأسهم سلبياً لأسعار الصرف الحقيقة في أسعار الأسهم، وتشير الدراسة أيضاً إلى أن التقارب إلى التوازن في الأجل الطويل يأخذ (١٧ و ١٤ شهراً) في مصر والمملكة العربية السعودية على التوالي، في حين يستغرق (٢٢ و ٢٤ شهراً) في عمان والكويت، فضلاً عن ذلك فقد أشارت النتائج إلى أن أسعار النفط يعد متغيراً مهماً يعمل بمثابة قناة يتم من خلالها ربط أسعار الصرف الحقيقة وأسعار الأسهم المحلية. (Abdelazia et al., 2008, 1-27)

٨. دراسة (Evans)، بعنوان "العلاقة بين أسعار الصرف وأسعار الأسهم في أستراليا" استهدفت هذه الدراسة إلى قياس العلاقة بين سعر الصرف وأسعار الأسهم في أستراليا للمدة (٢٠٠٣-٢٠٠٦)، مستخدماً تحليل التكامل المشترك وسببية Grangers، واستنتجت الدراسة أن هناك علاقة ذات دلالة إحصائية موجبة تبدأ من سعر السهم باتجاه سعر صرف الجنيه الأسترالي أثناء مدة الدراسة. (Evans, 2009, 3-23)

٩. دراسة (Aydemir&Demirhan)، الموسومة بـ "العلاقة بين أسعار الأسهم وأسعار الصرف في تركيا" والتي تبحث في طبيعة العلاقة السببية بين أسعار صرف الليرة التركية مقابل الدولار الأمريكي والأرقام القياسية لأسعار الأسهم لـ (قطاع الخدمات المالية، القطاع الصناعي والقطاع التكنولوجي) مغطياً المدة (٢٣ فبراير ٢٠٠١ - ١١ يناير ٢٠٠٨) مستخدمة منهجية Grangers لسببية، وكان تحديد نظام سعر الصرف العائم سبباً لاختيار هذه المدة، وتوصلت الدراسة إلى وجود علاقة سلبية تبدأ من قطاع الخدمات المالية والقطاع الصناعي إلى سعر الصرف، وهناك علاقة سلبية إيجابية من مؤشر أسعار الأسهم لقطاع التكنولوجيا باتجاه سعر الصرف من ناحية أخرى، ووجود علاقة سلبية تبدأ من سعر الصرف باتجاه جميع مؤشرات سوق الأسهم. (Aydemir&Demirhan, 2009, 209-215)

١٠. دراسة (Jiranyakul)، بعنوان "المتغيرات الاقتصادية وأسواق الأسهم" ربطت هذه الدراسة بين المتغيرات الاقتصادية (الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي، عرض النقد، سعر الصرف الفعلي الاسمي) ومؤشر سوق الأسهم في تايلاند، وتم استخدام نموذج التكامل المشترك واختبار فليبس- بيرون (pp) اعتماداً على بيانات سنوية فلترة (١٩٩٣-٢٠٠٧)، وفسرت

النتائج التي توصلت إليها الدراسة، بأن الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي وعرض النقد له تأثير قوي ويجابي على مؤشر سوق الأسهم، في حين ظهرت العلاقة سلبية بين سعر الصرف الفعلي الحقيقي ومؤشر سوق الأسهم. (Jiranyakul, 2009, 1-12)

١١. دراسة (Zong)، بعنوان "العلاقة الديناميكية بين سعر صرف الين/ الدولار وأسعار الأسهم في الولايات المتحدة الأمريكية". غطت هذه الدراسة العلاقة بين أسعار الأسهم في الولايات المتحدة وسعر صرف الين الياباني مقابل الدولار الأمريكي، بالاعتماد على بيانات يومية فلترة (١ يناير ٢٠٠٣ - ١ يناير ٢٠٠٦)، مستخدمة تحليل التكامل المشترك واختبار ديكى فولر الموسع (ADF) وأشارت النتائج التجريبية للدراسة إلى وجود علاقة في الأجل الطويل بين التغيرات في أسعار الأسهم في الولايات المتحدة للتبع بسعر صرف الين/ الدولار. (Zong, 2009, 1-25).

١٢. دراسة (Koseet al.), بعنوان "العلاقة السلبية بين أسعار الأسهم وأسعار الصرف في السوق المالي التركي" هدفت هذه الدراسة إلى التأكيد على وجود واتجاه العلاقة بين أسعار الصرف وأسعار الأسهم في سوق تركيا للأوراق المالية، مستخدمة بيانات يومية فلترة (٢٣ فبراير ٢٠٠١ - ٤ نوفمبر ٢٠٠٩) من جانب آخر فقد استخدمت الدراسة نطاقاً موسعاً للمتغيرات المعتبرة عن سعر الصرف باستخدام سعر صرف الليرة التركية مقابل مجموعة من خمسة عملات (الدولار الأمريكي واليورو والين الياباني والجنيه الإسترليني والفرنك السويسري) بالاعتماد على الاختبار ديكى فولر الموسع (ADF) كما تم تطبيق Grangers، واستنتجت الدراسة وجود علاقة سلبية بين أسعار الأسهم وأسعار الصرف على أساس الملاحظات اليومية لأسعار الصرف الفعلية الاسمية والرقم القياسي لأسعار الأسهم في تركيا، أما سلبية Grangers فكشفت عن وجود علاقة سلبية أحادية الاتجاه تبدأ من أسعار الأسهم إلى أسعار الصرف التركية. (Koseet al., 2010, 127-135)

١٣. دراسة (Al-Shathri)، الموسومة "محددات الاقتصاد الكلي لتحركات سوق الأسهم السعودية" بحثت هذه الدراسة في مدى تأثير المتغيرات الكلية (عرض النقد  $M_1$  و  $M_2$ ، مؤشر أسعار المواد الاستهلاكية الائتمان المصرفية، أسعار النفط، سعر الصرف، التضخم) على المؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق السعودية للمدة (كانون الثاني ١٩٩٣ - كانون الأول ٢٠٠٣)، مستخدماً منهجية جوهانسن في تحليل التكامل المشترك Cointegration، وقد توصلت الدراسة إلى أن هناك علاقة سلبية بين عرض النقد ( $M_1$ ) والمؤشر العام لأسعار الأسهم، وعلاقة إيجابية بين عرض النقد ( $M_2$ ) والمؤشر العام لأسعار الأسهم في حين كانت العلاقة سلبية بين التضخم ومؤشر (S&P 500) وسعر الفائدة من جهة والمؤشر العام

لأسعار الأسهم من جهة أخرى، وظهرت العلاقة إيجابية بين الائتمان المصرفية وأسعار النفط من جهة والمؤشر العام لأسعار الأسهم لسوق السعودية من جهة أخرى. ( Al-Shathri, 2011, 169-176

٤. دراسة (Rjoub)، الموسومة بـ"أسعار الأسهم وдинاميكية أسعار الصرف دراسة حالة السوق المالي التركي" عرضت هذه الدراسة العلاقة الديناميكية بين سعر الصرف وأسعار الأسهم التركية في المدى القصير والطويل، بالاعتماد على تحليل البيانات لمدة نظام سعر الصرف العائم في تركيا التي تمت من (٢٠٠٩-٢٠١٨)، عبر تطبيق التكامل المشتركة وسببية Grangers، وكان من أهم الاستنتاجات التي توصلت إليها الدراسة هي وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين سعر الصرف وسعر السهم، فضلاً عن وجود علاقة ثنائية الاتجاه بين سعر الصرف وأسعار الأسهم التركية. (Rjoub, 2012, 4728-4733)

٥. دراسة (Bhattacharya & Mukherjee)، بعنوان "العلاقة السببية بين سوق الأسهم وأسعار الصرف والاحتياطيات النقدية الأجنبية والميزان التجاري"، تناولت هذه الدراسة طبيعة العلاقات السببية التي تربط بين أسعار الأسهم والمتغيرات الاقتصادية الكلية في الهند والمعبر عنها بـ (سعر الصرف، احتياطيات النقد الأجنبي، الميزان التجاري) وفلترة (١٩٩٠-٢٠٠٠)، ومن خلال تطبيق سببية Grangers، وأشارت النتائج إلى أنه لا توجد علاقة سببية بين أسعار الأسهم والمتغيرات الاقتصادية الثلاثة قيد الدراسة. (Bhattacharya & Mukherjee, 2-24)

٦. دراسة (Jawaid&Uihaq)، بعنوان "أثر تقلبات سعر الصرف وسعر الفائدة على أسعار أسهم القطاع المصرفية في باكستان" استهدفت الدراسة توضيح أثر سعر الصرف وسعر الفائدة على أسعار أسهم القطاع المصرفية فلترة (١٩٩٢-٢٠٠٩) مستخدمة تحليل التكامل المشتركة وسببية Grangers، وتوصلت الدراسة إلى وجود أثر سلبي في الأجل الطويل والقصير بين سعر الصرف وسعر الفائدة على مؤشر أسعار الأسهم للقطاع المصرفية، فضلاً عن وجود علاقة سببية ثنائية الاتجاه بين سعر الصرف وأسعار الأسهم، في حين هناك علاقة أحادية الاتجاه تبدأ من سعر الفائدة في الأجل القصير باتجاه أسعار الأسهم، كما أشارت الدراسة إلى أن أسعار الصرف وأسعار الفائدة يمكن أن تستخدم كمؤشر لاتخاذ قرار الاستثمار في أسهم القطاع المصرفية. (Jawaid&Uihaq, 2012, 153-166)

٧. دراسة (Tripathi&Narang)، بعنوان "ديناميكية العلاقة بين أسعار النفط وسعر الصرف وأسعار الأسهم في الهند" بحثت هذه الدراسة في العلاقة الديناميكية بين أسعار النفط وأسعار الصرف وأسعار الأسهم في الهند خلال فلترة (١٩٩٧-٢٠١١) باستخدام تحليل التكامل

المشترك ونموذج متوجه الانحدار الذاتي (VAR) وخلصت الدراسة إلى وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين أسعار النفط وأسعار الصرف وأسعار الأسهم في الهند، كذلك كان هناك علاقة سببية أحادية الاتجاه تبدأ من أسعار الأسهم باتجاه أسعار النفط وسعر الصرف الأجنبي. (Tripathi&Narang, 2012, 2-28)

يتضح من خلال ما استعرض من دراسات سابقة اختلاف الدراسة الحالية بجملة من النقاط أهمها:

- استعانت غالبية الدراسات السابقة بالمؤشر العام لأسعار الأسهم في تفسير أثر العوامل الاقتصادية الكلية في سوق الأوراق المالية، في حين لم يتم التعرض لباقي مؤشرات السوق (القيمة السوقية، حجم التداول، عدد الأسهم المتداولة، معدل الدوران، عدد الشركات) بالرغم من أهمية هذه المؤشرات في تقييم أداء أسواق الأوراق المالية.
- تناولت الدراسة الحالية سوق العراق للأوراق المالية ولمجموعة من مؤشراته.
- تناولها لأكثر من سوق مالي أتاح إمكانية المقارنة بين طبيعة تأثير أسعار الصرف في مؤشرات الأسواق المالية في تلك الأسواق.
- طول المدة الزمنية التي غطتها الدراسة (١٩٩٠-٢٠١٢) .

## المبحث الثاني

### منهجية البحث القياسية

#### أولاً : توصيف النموذج القياسي

في سعيها لتقسيير وتحليل طبيعة العلاقات التي تربط بين المتغيرات الاقتصادية والمالية تستخدم النظريات المتعلقة بذلك العلاقات المعرفة الوصفية متوصلة من خلالها إلى استنتاجات منطقية مستندة إلى افتراضات معينة غير معروفة مسبقاً مدى انطباقها على الواقع الذي ترغب النظرية الاقتصادية والمالية تقسيرها من عدمه. كما أن الصياغات المطروحة من قبل النظرية الاقتصادية أو الاقتصاد الرياضي قد لا يمكن قياسها مباشرة بدون الاعتماد على البيانات المتوفرة. (كاظم، ١٩٨٨، ١١) بفباءً على ذلك نشأت الحاجة إلى هيكلة تلك الصياغات بالشكل الذي يجعلها قابلة للتقدير عن طريق الاستعانة بأساليب الاقتصاد القياسي (Econometrics) الذي يعد أحد الأدوات الرئيسية التي تعطي النظرية الاقتصادية والمالية المظهر التطبيقي الذي يساعد في تقويم مكوناتها واختبار فرضياتها والتحقق من صحتها والإسهام في خلق بيئة من التنسق والانسجام بين فروض النظرية والواقع الفعلي لها من خلال الحصول على نتائج وادلة علمية وعملية لاختبار قوتها التفسيرية بالشكل الذي يقربها إلى الواقع لتكون أكثر منطقية وقبولاً في توضيح سلوك المتغيرات الاقتصادية ومن ثم يمكن استخدامها في التنبؤ بالظواهر الاقتصادية والمساعدة على اتخاذ القرارات الخاصة بالسياسات الاقتصادية لمعالجة تلك الظواهر بشكل سليم. ونظرًا لكون النماذج الاقتصادية (Economic Model) ما هي إلا منظومة من العلاقات بين المتغيرات الاقتصادية، الغرض منها تسهيل وصف طبيعة تلك العلاقات بصورة خالية من التفاصيل والتعقيدات وممثلة للواقع. (الحيالي، ١٩٩١، ٢٠) لذا فإن توصيف النموذج القياسي لا بد من إن يبتدئ بالصيغة الرياضية التي على أساسها يتحدد شكل العلاقة الدالية بين المتغيرات المستقلة أو التوضيحية (Explained variable) وبين المتغير المعتمد أو متغير الاستجابة (Response variable) وبناءً على ما تقدم ونظرًا لتأثير أسواق الأوراق المالية ومؤشراتها الرئيسية بسعر الصرف فضلاً عن العديد من المتغيرات الاقتصادية الأخرى والمتمثل أهمها بـ (سعر الفائدة، معدل التضخم، ومعدل نمو الناتج المحلي الإجمالي) والتي تشتراك مع بعضها في تفسير ما يطرأ عليه من تغيرات وبهدف تقرير النموذج من الواقع بشكل أفضل فقد أدخلت جميعها ضمن النموذج المستخدم لقياس تأثير تقلبات سعر الصرف في مؤشرات الأسواق المالية لمصر والأردن والمغرب وال العراق وفلترة (١٩٩٠-٢٠١٢) التي اتخذت صيغتها الدالية الشكل الآتي:

$$Y_i = f(X_1, X_2, X_3, X_4)$$

حيث ان  $Y_i$ : تمثل المتغيرات التابعة للنموذج وعددها ستة متغيرات.

$X_1, X_2, X_3, X_4$ : تمثل المتغيرات التوضيحية للنموذج وعددها أربعة متغيرات.

وبتحويل العلاقة الدالية إلى شكلها القياسي وباستخدام الصيغة اللوغارتمية المزدوجة<sup>(\*)</sup>

يمكن الوصول إلى ما يلي:

$$\text{Log SP} = B_0 + B_1 \text{Log ER} - B_2 \text{Log R} + B_3 \text{Log F} + B_4 \text{Log GDP} + U_i$$

$$\text{Log TV} = B_0 + B_1 \text{Log ER} - B_2 \text{Log R} + B_3 \text{Log F} + B_4 \text{Log GDP} + U_i$$

$$\text{Log MC} = B_0 + B_1 \text{Log ER} - B_2 \text{Log R} + B_3 \text{Log F} + B_4 \text{Log GDP} + U_i$$

$$\text{Log TR} = B_0 + B_1 \text{Log ER} - B_2 \text{Log R} + B_3 \text{Log F} + B_4 \text{Log GDP} + U_i$$

$$\text{Log NT} = B_0 + B_1 \text{Log ER} - B_2 \text{Log R} + B_3 \text{Log F} + B_4 \text{Log GDP} + U_i$$

$$\text{Log NC} = B_0 + B_1 \text{Log ER} - B_2 \text{Log R} + B_3 \text{Log F} + B_4 \text{Log GDP} + U_i$$

حيث تمثل  $(U_i)$  المتغير العشوائي (Random variable) والذي يعبر عن تأثير المتغيرات المستقلة في المتغير المعتمد والتي لم ترد في النموذج. وفيما يلي توصيف للمتغيرات المستقلة والمعتمدة الواردة في النموذج:

#### أ- المتغيرات المستقلة أو التوضيحية

١- سعر الصرف (ER): للتعبير عن سعر صرف عملات دول العينة فقد تم الاعتماد على عدد وحدات العملة المحلية مقابل الدولار الأمريكي كونه يعد من أهم العملات المطلوبة والمتداولة في جميع بلدان العالم. ويفترض النموذج بناءً على ما طرح سابقاً وجود علاقة طردية بين سعر الصرف ومؤشرات الأبواق المالية فارتفاع قيمة العملة الأجنبية (الدولار) وما يقابلها من انخفاض في قيمة العملة المحلية. سيدفع الأفراد للتخلص من العملة المحلية التي يملكونها بتحويلها إلى موجودات مالية أو حقيقة، فضلاً عن أن انخفاض قيمة العملة المحلية من شأنه أن يجعل أسعار الموجودات المالية المحلية أرخص نسبياً للمستثمرين

---

(\*) استخدمت الصيغة اللوغارتمية المزدوجة للأسباب التالية:

١- إن الحزمة البرمجية Eviews تستخدم الدوال اللوغارتمية في التحليل القياسي.

٢- إن الاتجاه العام للمتغيرات المستخدمة في النموذج وكما هو موضح في الفصل الثاني اتخذت الصيغة التربيعية والتي عند تحويلها إلى الصيغة الخطية يتمأخذ لوغارتماتها.

٣- تعبير معاملات المتغيرات المستقلة الداخلة في النموذج عند استخدام الصيغة اللوغارتمية عن درجة استجابة المتغير المعتمد للتغيرات الحاصلة في المتغيرات المستقلة.

٤- من أجل تقليل تباين السلسل الزمنية وتخفيض أثر المتغيرات الشاذة.

الأجانب (افتراض ثبات العوامل الأخرى) مما يعمل على زيادة الطلب على الموجودات المالية وبضمنها الأسهم.

٢- سعر الفائدة (R): تم اعتماد أسعار الفائدة على الودائع باعتبارها البديل الأفضل للأوراق المالية في حالة ارتفاعها. (العاني، ٢٠٠٢، ٣٤) وتفترض النظرية الاقتصادية وجود علاقة عكسية بين سعر الفائدة ومؤشرات الأسواق المالية. وذلك لقيام المستثمر بمقارنة العوائد التي يحصل عليها -جراء الاستثمار بالأوراق المالية- بمعدلات الفائدة السائدة في البنوك التجارية، حيث إن ارتفاع أو انخفاض سعر الفائدة سيدفع المستثمر بتعديل تقييمه للأوراق المالية التي يملكها. فارتفاع سعر الفائدة سيؤدي إلى توجيه المستثمرين نحو البنوك التجارية وتصفيه ما لديهم من أوراق مالية، ومن ثم انخفاض الطلب على الأوراق المالية مما يحدث انخفاضاً في الأسواق المالية.

٣- معدل النمو الاقتصادي، تم التعبير عن حالة النمو الاقتصادي من خلال استخدام مؤشر معدل النمو في الناتج المحلي الإجمالي (GDP). على أساس أن له القدرة على إعطاء صورة واضحة عن الأداء الكلي للاقتصاد القومي. (خليل، ٢٠١٢، ٨٨)

ويفترض النموذجناً على ما طرح نظرياً وتجريبياً حول ذلك بين معدلات النمو الاقتصادي معبراً عنه (معدل النمو في الناتج المحلي الإجمالي) ومؤشرات الأسواق المالية بوجود علاقة طردية. إذ إن ارتفاع معدلات النمو الاقتصادي يؤدي إلى تنشيط سوق الأوراق المالية مما ينعكس في أداء الشركات العاملة في مختلف القطاعات الاقتصادية، الأمر الذي يعمل على زيادة أرباح أسهمها ومن ثم زيادة قيم مؤشراتها.

٤- معدل التضخم (F): للتعبير عن معدلات التضخم تم اعتماد معدل التغير في الرقم القياسي لأسعار المستهلك، كونه استخدم في العديد من الدراسات والبحوث التطبيقية التي تناولت علاقة التضخم بالأسواق المالية. تشير معظم الدراسات إلى أن للتضخم المعتدل تأثير إيجابي في جميع مؤشرات الأسواق المالية، فعند ارتفاع معدل التضخم وما يحثه من فقدان النقود لقوتها الشرائية فإن المستثمرون وبهدف حماية مدخراتهم ضد هذه المخاطر سيلجؤون إلى زيادة استثماراتهم في الأصول المالية والحقيقة ومنها الأسهم فترتفع أسعارها فتتأثر معها القيمة السوقية وأحجام التداول وبقية المؤشرات. وفي اتجاه آخر قدم عدد من الاقتصاديين تفسيراً آخرًا لذلك العلاقة على أساس إن الارتفاع في المستوى العام للأسعار يمكن الشركات من بيع المخزون السليعي بأسعار عالية ومن ثم زيادة أرباحها الذي يكون دافعاً للمستثمرين نحو اقتناص الأسهم الأمر الذي يؤدي إلى ارتفاع مؤشرات الأسواق المالية.

## بـ-المتغيرات المعتمدة

١- المؤشر العام لأسعار الأسهم (SP): مؤشر إحصائي يعبر عن معدل أسعار مجموعة من الأسهم المصدرة للشركات المدرجة، كما أنه يعد مقياساً للحركة العامة لسوق رأس المال.

٢- مؤشر حجم التداول (TV): يعبر هذا المؤشر عن القيمة الكلية للأسهم المحلية التي تم تداولها في سوق الأوراق المالية خلال سنة واحدة، ويعد أهم المؤشرات المستخدمة لقياس سيولة السوق.

٣- مؤشر القيمة السوقية (MC): وهي عبارة عن الأسهم المدرجة في السوق مضروباً بمتوسط أسعارها في نهاية المدة. ويعكس هذه المؤشر سيولة السوق ونشاطه.

٤- مؤشر معدل دوران السهم (TR): يعبر هذا المؤشر عن النسبة المئوية لتداول أسهم الشركات المدرجة في السوق المالية، إذ يحسب من خلال قسمة إجمالي حجم التداول على إجمالي القيمة السوقية، و غالباً ما يستخدم هذا المؤشر لقياس مدى انخفاض تكلفة المعاملات وفي الوقت نفسه يكمل مؤشر القيمة السوقية كونه يعبر أيضاً عن نشاط السوق.

٥- مؤشر عدد الأسهم المتداولة (NT): يشير هذا المؤشر إلى عدد الأسهم التي يتم تداولها في قاعة السوق خلال المدة والتي تعبر عن سرعة تداول الأسهم.

٦- مؤشر عدد الشركات (NC): ينصرف هذا المؤشر للتعبير عن عدد الشركات المدرجة في السوق المالي نهاية كل سنة، ويدل زيادة عدد الشركات على زيادة نشاط السوق.

ثانياً: المنهج القياسي المستخدم في تقدير النماذج.

للوصول إلى نتائج أكثر دقة وواقعية، والحصول على تحليل سليم ومنطقي للعلاقات التي تربط بين المتغيرات الاقتصادية، ومن ثم اتخاذ قرارات سليمة وتجنب النتائج المضللة الناتجة عن استخدام طرق الانحدار التقليدي في ظل عدم استقرارية السلسل الزمنية، فقد استخدمت الأساليب القياسية الحديثة لتحليل السلسل للزمنية لمتغيرات الدراسة معبراً عنها بمستوياتها اللوغاريتمية، فضلاً عن اختبار التكامل المشترك واختبار وجود علاقة قصيرة الأجل وتحديد اتجاه العلاقة السببية بين تلك المتغيرات في الأجلين القصير والطويل من خلال سببية Granger دخالها في نموذج تصحيح الخطأ.

## ١- اختبارات جذر الوحدة لاستقرارية السلسل الزمنية

يولد غياب استقرارية السلسل الزمنية انحداراً زائفاً<sup>(\*)</sup> (Spurious Regression) بالرغم من ظهور النتائج الجيدة لمؤشرات اختبار المعنوية ( $R^2$ , P, F, T). ويعود غياب الاستقرارية هذه إلى تمنع بيانات السلسلة بالزمنية بعدم ثبات الاتجاه (Trend) والتباين (variance) أو اتصافها بصفة الموسمية أو الدورية (cycle) الذي يعكس ظروفاً معينة تؤثر على جميع المتغيرات إما بنفس الاتجاه أو في اتجاهات معاكسة. (العنزي، ٤٢٠٠، ٥٨) في المتغيرات قد يكون راجعاً إلى متغير آخر يؤثر فيها جميعاً مما يجعل تغيراتها متصاحبة أو بعبارة أخرى قد يؤثر العلاقة بينهما علاقة اقتران وليس علاقة سببية. (الغانم، بدون سنة، ٦)

عليه فإن استقرارية السلسل الزمنية (stationary) التي تعبّر من اتجاه قيم المتغيرات الداخلة في التقدير للعودة إلى قيمها المتوسطة والذنب حولها ضمن مدى ثابت ومستقر نسبياً ولها تباين محدد (Variance Finite) يعد شرطاً أساسياً ينبغي تحقيقه قبل إجراء تقدير اختبارات العلاقات الاقتصادية (Asari et al., 2011, 49-56) ويمثل الفكر القياسي العديد من الاختبارات التي يمكن استخدامها لاختبار استقرارية السلسلة الزمنية منها دالة الارتباط الذاتي (Autocorrelation Function) المعروفة بإحصاء Box-Pierce، حصاء Dickey-Fuller وختبار جذر الوحدة لدikiy- فولر (ADF)، وختبار جذر الوحدة لـ Phillips-perron (pp)، وتعود الاختبارات الثلاثة الأخيرة والمتعلقة باختبار جذر الوحدة (Unit Root Tests) من أكثر اختبارات استقرارية السلسلة الزمنية شيوعاً في السنوات الأخيرة بوصفها وسيلة تشخيص معيارية في تطبيقات تحليل السلسلة الزمنية كما أنها توفر وسيلة تمكن من معرفة عدد الفروقات اللازمة لتحول السلسلة الزمنية غير المستقرة إلى سلسلة زمنية مستقرة وتحديد درجة تكاملها. فضلاً عن كونها تساعد في تحديد الطريقة المناسبة لتحقيق استقرارية السلسلة. (محمد، ٢٠١٢، ٢٠٦)

وس يتم الالتفاء بتطبيق اختبار فيليبس- بيرون (pp) كبديل عن استخدام كل من اختبار ديكى- فولر (DF) وديكى- فولر الموسع (ADF)، كونه يتفوق عليها باستفاده على تصحيح الارتباط الذاتي في بواقي معادلة اختبار جذر الوحدة بطريقة مختلفة عن اختبار (DF)،

---

(\*)-الانحدارات الزائفة: وهي انحدارات يتم الحصول عليها نتيجة استخدام السلسلة الزمنية غير المستقرة والتي لا تحتوي على علاقات تكامل مشترك وتحتوي أخطاء عشوائية غير ساكنة ومن ثم فان تقديرها سيؤدي إلى الحصول على نتائج مضللة.

Asteriou, Dimitrois and Hall, Tephen G., 2007, Applied Econometrics published by Macmillan, China.

(ADF) ومن خلال استخدام طرائق إحصائية غير معلمية لتبالين النموذج دون إضافة أية حدود للتباطؤ. (Gujarati, 2004, 818) أي إنه يأخذ في الحسبان الأخطاء ذات التبالي غير المتجانس وذلك عن طريق عملية تصحيح غير معلمية لإحصاءات ديكري-فولر. (سلامي وشيشي، ٢٠١٣، ١٢٤)

فاختبار (DF) يعد صحيحاً فقط عندما تكون السلسلة الزمنية للمتغيرات ذات انحدار ذاتي من الدرجة الأولى، أما في الحالات الأخرى فإن نموذج الانحدار البسيط ستكون مرتبطة ذاتياً مما يجعل نتائج التقدير بعيدة عن الدقة. وتأكيداً على ذلك فإن معيار (PP) يعد أكثر عمومية من اختبار (ADF) حيث يقوم الاختبار الثاني على فرضية أن السلسلة الزمنية متولدة بواسطة عملية الانحدار الذاتي (Autoregression) بينما الاختبار الأول يقوم على افتراض أن السلسلة الزمنية متولدة نماذج الانحدار الذاتي للأوساط المتحركة ARIMA (Autoregression Integrated Moving Average) الأمر الذي يميزه على اختبار (ADF) حيث يجعله أفضل منه في قدرته الاختبارية وأكثر منه دقة لاسيما مع العينات الصغيرة، وفيما إذا حصل عدم انسجام وتضارب بين الاختبارين فيفضل اعتماد نتائج اختبار (pp). ويجري اختبار (pp) في أربعة مراحل: (محمد، ٢٠١٢، ٢١٢)

أ- يتم استخدام طريقة المربعات الصغرى الاعتيادية (OLS) في تقييم النماذج القاعدية الثلاثة المستهدفة نفسها في اختبار (DF)، والمتمثلة

$$\begin{array}{ll} \Delta Y_t = \lambda Y_{t-1} + \mu_t & - \text{صيغة السير العشوائي البسيط} \\ \Delta Y_t = B_1 + \lambda Y_{t-1} + \mu_t & - \text{صيغة السير العشوائي مع حد ثابت} \\ \Delta Y_t = B_1 + B_2 T + \lambda Y_{t-1} + \mu_t & - \text{صيغة السير العشوائي مع حد ثابت واتجاه زمني} \end{array}$$

وفي جميع الصيغ السابقة يتم إجراء اختبار (pp) بعد تقييم الصيغ الثلاث وحساب قيم (T) المحسوبة ومقارنة هذه القيم بقيمة (T) الجدولية من جدول (pp) أو المعطاة ضمن النتائج التي نحصل عليها عند استخدام البرمجية الجاهزة (Eviews) وفي جميع الحالات يكون فرض عدم هو ان السلسلة الزمنية غير مستقرة (أي لها جذر وحدوي) أما الفرض البديل فهو ان السلسلة تكون مستقرة (أي ليس لها جذر وحدوي). (عناني، ٢٠٠٩، ٦٦١)

ب- تقييم التبالي قصير الأجل

حيث:

$$\sigma_2^2: \text{التبالي قصير الأجل } T : \text{حجم العينة } \widehat{U}_t^2 : \text{بواقي مقدرة}$$

ج- تقدير المعامل المصحح  $S_1^2$ ، المسمى التباين طويل الأجل، والمستخرج من خلال التباينات المشتركة لبواقي النماذج السابقة، حيث

$$S_1^2 = \frac{1}{T} \sum_{t=1}^T \hat{U}_t^2 + 2 \sum_{i=1}^1 \left(1 - \frac{i}{i+1}\right) \frac{1}{T} \sum_{t=i+1}^T \hat{U}_t \hat{U}_{t=i}$$

من أجل تقدير هذا التباين يجب من الضروري إيجاد عدد التباطؤات Newey- West المقدر بدلالة عدد المشاهدات الكلية (T)، على النحو التالي:

$$1 \approx 4 \left( \frac{T}{100} \right)^{2/9}$$

د- حساب إحصائية فيليبس- بيرون

$$t\hat{B} = \sqrt{K} \times \frac{\hat{B} - 1}{\hat{\sigma}_{\hat{B}}} + \frac{T(k-1)\hat{\sigma}_{\hat{B}}}{\sqrt{K}}$$

حيث  $k = \frac{\hat{\sigma}^2}{S_1^2}$

يقال أن السلسلة الفروقات مستقرة من الدرجة الأولى وإنها متكاملة من الرتبة الأولى Integrated of order 1 ويرمز لها  $I(1)$  إذا كانت السلسلة مستقرة عند الفروق الأولى، أما إذا كانت السلسلة مستقرة بعد الحصول على الفروقات من الدرجة الثانية (فروقات الفروقات الأولى) فان السلسلة الأصلية تكون متكاملة من الرتبة الثانية ويرمز لها  $I(2)$  وهكذا، أما إذا كانت السلسلة الأصلية مستقرة يقال أنها متكاملة من الرتبة صفر ويرمز لها بالرمز  $I(0)$ .

(محمد، ٢٠١٢، ٢٠٠٧)

## ٢- اختبارات التكامل المشترك

ظهرت بداية فكرة التكامل المشترك كرد فعل لفقدان إجراء انحدار للمتغيرات في صورة فروق لكل واحد خصائص الأجل الطويل، حيث ظهرت نماذج تحمل خصائص الأجل القصير والطويل وتنتمي بالاستقرارية وان كانت التغيرات في الأصل غير مستقرة، وعليه يشير التكامل المشترك إلى الطريقة التي يتم من خلالها الوصول إلى توازن أو علاقة طويلة الأجل بين متغيرات غير ساكنة. (الغنام، بدون سنة، ٨-٧) وبذلك يركز اختبار التكامل المشترك على تحليل السلسل زمانية غير المستقرة (Non-stationary) ويؤكد كل من Graugher & Engle عام ١٩٨٧، على إمكانية توليف مزيج خطى يتصرف بالاستقرارين على سلسل زمانية غير مستقرة، فإذا أمكن توليف هذا المزيج الخطى المستقر، فإن هذه السلسل زمانية غير المستقرة في هذه الحالة تعتبر متكاملة من نفس الرتبة (Cointegrated)، وعليه يمكن استخدام مستوى المتغيرات في الانحدار دون أن يكون زائفاً (العبدلي، ٢٠٠٧، ١-٥٦) ويعرف التكامل المشترك بأنه تصاحب (Association) بين سلسلتين زمانيتين ( $X_t, Y_t$ ) أو أكثر بحيث تؤدي التقلبات

في أحدهما إلغاء التقلبات في الأخرى بطريقة تجعل النسبة بين قيمتيهما ثابتة عبر الزمن. ويطلب حدوث التكامل المشترك أن تكون السلسلتان ( $X_t, Y_t$ ) متكاملتان من الرتبة الأولى كل على حدا وأن يكون حد الخطأ العشوائي (البواقي) الناجمة عن تقدير العلاقة بينهما متكاملة من الرتبة صفر (I<sup>0</sup>).~

يلاحظ أن حد الخطأ العشوائي المتمثل في البواقي ( $U_t$ ) يقيس انحراف العلاقة المقدرة في الأجل القصير عن اتجاهها التوازن في الأجل الطويل (مomo، ٢٠١٣، ٢٣٠). لأجراء اختبارات التكامل المشترك سيتم اعتماد طريقة جوهانسن (Johansen) كونها أكثر دقة وتطوراً واستخداماً من طريقة كرانكر- انجل (Granger- Engle 1987) ذي الخطوتين. فقد تجنبت طريقة جوهانسن حالات القصور التي عانت منها طريقة كرانكر- انجل، والمتمثل أهمها باعتماد المرحلة الثانية على نتائج المرحلة الأولى ومن ثم فإن الأخطاء التي يمكن الوقوع بها عند تقدير الانحرافات عن علاقة التوازن في الأجل الطويل التي تتم في الخطوة الأولى تتعكس على اختبار وجود جذر الوحدة في سلسلة الانحرافات والتي تتم في الخطوة الثانية، كما أنه وفي العينات الكبيرة وحسب طريقة كرانكر- انجل يكون اختبار جذر الوحدة لحد الخطأ  $e_1$ ساوٍ لاختبار جذر الوحدة لحد الخطأ  $e_2$ . (المعigel، ٢٠٠٤، ٤٦) كما أنه وبالرغم من بساطة طريقة (Engle- Granger) ذات الخطوتين وأكثر مناسبة لاختبار التكامل المشترك في نموذج مكون من متغيرين وبوجود سلسل زمنية طويلة، إلا أن طريقة (Johansen) التي تستخدم في نموذج مكون من أكثر من متغيرين، تعتبر الأسلوب الأفضل حتى في حالة وجود متغيرين فقط لأنها تسمح بالتأثير المتبادل بين المتغيرين والتي يفترض أنها غير موجودة في منهجية Engle-Granger). (القدير، ٢٠٠٤، ٢٤) وقد أيد (Ginzalio) ذلك من خلال إجراء دراسة مقارنة اختبارات التكامل المشترك. (الحمدود، ٢٠٠٤، ٩٨) وعليه سيتم اعتماد اختبار (Johansen) المستند إلى مقدرات الإمكان الأعظم (Maximum Likelihood) في اختبار وتقدير عدة متغيرات للتكامل المشترك بين المتغيرات المكونة للمعدلات والتي تكون مستقرة عند الفروق الأولى (I<sup>1</sup>)، فضلاً عن اختبار متغيرات التكامل المشتركة والمقيدة واختبار معلمات سرعة التكيف Johansen. ويواجه اختبار adjustment parameter الآتية: (حمادي، ٢٠١٢، ١١٣).

- كل المتغيرات مستقرة من الدرجة (I<sup>0</sup>) وفي هذه الحالة ليس هناك حاجة لاستخدام اختبارات التكامل المشترك، فعلاقة تقدير الانحدار للمتغيرات بمستواها الأولى لا تعد زائفه وتعطي علاقة الأجل الطويل فقط.

تكون المتغيرات مستقرة عند الدرجة (I<sup>1</sup>) وليس هناك متغيرات للتكامل المشترك، معنى ذلك انه

ليس هنالك علاقة في الأجل الطويل (علاقة الأجل الطويل زائفة) ومن ثم فإن المتغيرات قد تكون لها علاقة في الأجل القصير.

ـ عندما تكون هنالك متغيرات مستقرة عند (1)ـ I وهنالك متجهات للتكامل المشترك، فإن هنالك علاقة طويلة الأجل مع وجود عدم توازن في علاقة الأجل القصير، ويتم تصحيح هذا الاختلال لعلاقة الأجل القصير من خلال نماذج تصحيح الخطأ.

من أجل تحديد عدد متجهات التكامل المشترك يتم الاعتماد على مؤشرين إحصائيين مبنيين على دالة الإمكانات العظمى Likelihood Ratio Test (LR) وهم اختبار الأثر Trace Test (λ<sub>trace</sub>) واختبار القيمة المميزة العظمى Maximum Eigen Value (λ<sub>max</sub>)، اللتان من خلالهما يمكن تحديد عدد متجهات التكامل المشترك بعد مقارنتها بمثيلتها الجدولية. (الكسواني، ٢٠٠١، ٣١-٤٧)

بعد أن يتم اختبار التكامل المشترك ويتحقق شرط وجود علاقة مشتركة بين متغيرات السلسل الزمنية محل الدراسة يتم تقدير علاقة الأجل الطويل باستخدام طريقة المربعات الصغرى العادية (OLS) (Ordinary Least Squares) والتي تعد الأكثر استخداماً من قبل الباحثين في مجال الدراسات الاقتصادية، كونها تعطي نتائج أكثر دقة واتساعاً. وللوصول إلى أفضل نموذج يمثل مؤشرات الأسواق المالية، استخدمت الدراسة طريقة (Hendry)<sup>(\*)</sup> في التقدير، والتي تتمثل في بناء نموذج عام من عدة متغيرات ثم إسقاط المتغيرات غير المعنوية إلى أن يتم الوصول إلى نموذج (خاص) يتضمن أفضل نتائج مقدرة.

### ٣- نموذج متجه تصحيح الخطأ (VECM)

بعد التأكيد من وجود علاقة تكامل مشتركة وفقاً لطريقة Johansen بين المتغيرات، تأتي الخطوة التالية المتمثلة بتصميم نموذج متجه تصحيح الخطأ (VECM). (Hill *et al.*, 2011, 500)

فبعد وجود علاقة تكامل مشترك بين المتغيرات، فإن ذلك دليل على وجود حالة عدم توازن في الأجل القصير، ولتصحيح هذه الاختلالات تتم إضافة فجوة زمنية متباطئة لحد

---

(\*) طريقة Hendry من العام إلى الخاص: هي طريقة تستخدم من خلال إدخال عدد كبير من المتغيرات ثم إسقاط المتغيرات غير المعنوية واحد تلو الآخر، للحصول على أفضل النتائج، وتسمى هذه الطريقة الإسقاطات.

حمادي، مصطفى فاضل، ٢٠١٢، قياس تأثير عجز الموازنة العامة في بعض متغيرات الاقتصاد الكلي لعينة من البلدان المتقدمة والنامية للفترة (١٩٨٠-٢٠٠٩)، أطروحة دكتوراه، جامعة الموصل.

تصحيح الخطأ المقدرة من علاقة الأجل الطويل إلى معادلة الأجل القصير (معادلة الفروق) وكالآتي: (Asteriou and Hall, 2007, 310) (Liao and Phillips, 2012, 4)

$$\Delta Y_t = B_0 + B_1 \Delta X_t - \pi \hat{U}_t + et$$

$$\hat{U}_{t-1} = Y_{t-1} - \hat{B}_0 - \hat{B}_1 X_{t-1}$$

إذ أن  $\pi$ : معامل سرعة التعديل (speed of adjustment) وهو يشير إلى مقدار التغير في المتغير التابع نتيجة انحراف قيمة المتغير المستقل في الأجل القصير عن قيمته التوازنية في الأجل الطويل بمقدار وحدة واحدة. (عناني، ٢٠٠٩، ٦٨٣)

#### ٤- اختبار السببية

يعد اختبار السببية إحدى الاختبارات الإحصائية المستخدمة لتحديد طبيعة العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية لكون هذه المتغيرات لا تتحرك بالاتجاه نفسه لتحقيق حالة التوازن (Granger) ويعد نموذج (Ciuiu, 2011, 48-56) من أهم النماذج المستخدمة لاختبار اتجاه العلاقة السببية لكونه يتضاعم مع السياسات الاقتصادية، فضلاً عن كونه يؤشر المقاييس الإحصائية المطلوبة لتحديد اتجاه العلاقة السببية. وتعتمد سببية Granger على السلسل الزمنية لتقدير معالم العلاقة، ونظراً لتلك المزايا أصبح الاختبار الأكثر استخداماً من بين الاستخدامات الأخرى في بيان سببية العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية. (الجنابي والطRFي، ٢٠١٢، ٢٥٠-٢٨٣) ولتوسيع أكثر لاختبار سببية Granger هناك أربع حالات ممكنة لاتجاه السببية: (Gujarati, 2004, 696)

- هناك علاقة سببية مباشرة من  $x$  إلى  $y$  عندما تكون المعلمات المقدرة لحدود التباطؤ  $x$  ( $\alpha_i$ ) معنوية في المعادلة الأولى والمعلمات المقدرة لحدود تباطؤ  $y$  ( $\delta_i$ ) غير معنوية في المعادلة الثانية.

- هناك علاقة سببية مباشرة من  $y$  إلى  $x$  عندما تكون المعلمات المقدرة لحدود التباطؤ  $y$  ( $\delta_i$ ) معنوية في المعادلة الثانية والمعلمات المقدرة لحدود تباطؤ  $x$  ( $\alpha_i$ ) غير معنوية في المعادلة الأولى.

- سببية ثنائية (سببية ذات اتجاهين) عندما تكون المعلمات المقدرة لحدود التباطؤ  $x$  ( $\alpha_i$ ) معنوية في المعادلة الأولى والمعلمات المقدرة لحدود تباطؤ  $y$  ( $\delta_i$ ) معنوية في المعادلة الثانية.

- الاستقلالية بين المتغيرات عدم وجود أي علاقة سببية من  $x$  إلى  $y$  عندما تكون المعلمات المقدرة لحدود التباطؤ  $x$  ( $\alpha_i$ ) في المعادلة الأولى، والمعلمات المقدرة لحدود تباطؤ  $y$  ( $\delta_i$ ) في المعادلة الثانية. سيتم استخدام إحصائية F لإجراء مقارنة اتجاه العلاقة السببية بين المتغيرين.

### المبحث الثالث

#### تقدير وتحليل أثر تقلبات سعر الصرف في مؤشرات الأسواق المالية لعينة الدراسة

بناءً على ما نقدم وإثبات فرضية البحث وتقدير أثر التقلبات في سعر صرف العملة المحلية في مؤشرات الأسواق المالية لدول العينة فقد تم اعتماد على البرمجية الجاهزة Eviews كوفقاً للمنهجية التي طرحت في المبحث السابق.

#### أولاً : تقدير وتحليل أثر تقلبات سعر صرف الجنيه المصري في مؤشرات سوق مصر للأوراق المالية

للوصول إلى تقدير وتحليل أثر التقلبات في سعر صرف الجنيه المصري في مؤشرات سوق مصر للأوراق المالية، سيتم الاعتماد على اختبار استقرارية السلسلة الزمنية واختبار التكامل المشترك ونموذج تصحيح الخطأ فضلاً عن اختبار سبيبية Granger وفق الآتي:

##### ١ - اختبار استقرارية السلسلة الزمنية لمتغيرات النموذج

نظراً لما تتسم به معظم بيانات السلسلة الزمنية وكما أكدته دراسة Nelson and polsser 1982 دراسة Stock and Waston 1988، من عدم الاستقرارية بسبب احتوائها على جذر الوحدة (Unit Root)، فقد اعتمد في تحليل السلسلة الزمنية لمتغيرات النموذج على اختبار جذر الوحدة لـ (Phillips-Perron, 1988) للتأكد من استقراريتها عبر الزمن وتحديد درجة تكاملها، وبنطبيقه تم الحصول على النتائج المدرجة في الملحق (١) وعند مستوى معنوية ٥٪ (المشهداني وهرمز ، ١٩٨٩ ، ٤١٨) حيث تجاوزت قيم الاحتمالية (P) لـ 0.05 والتي تبين أن نتائج القيم المحسوبة لإحصائية (pp) للوغارتم المتغيرات، غير معنوية إحصائياً عند المستوى سواءً كان ذلك بوجود حد ثابت واتجاه زمني أم بدونها، حيث بلغت (0.00) ، TV ، SP ، (للمتغيرات) MC ، TR ، NT ، NC ، R ، ER ، F (على التوالي باستثناء السلسلة الزمنية ل معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي (GDP)، التي استقرت في المستوى الأصلي حيث بلغت (0.00) مما يعني أن بيانات السلسلة الزمنية الأصلية لمتغيرات غير مستقرة عند مستوياتها الأمر الذي يعكس احتوائها على جذر الوحدة. بأخذ الفروق الأولى (\*\*) للوغارتم المتغيرات أصبحت نتائج القيم المحسوبة لـ (pp) ذات معنوية إحصائية وبالصيغة الثلاثة، حيث بلغت قيم الاحتمالية (P) وعند مستوى ٥٪ أقل من 0.05 (0.00، 0.00، 0.00) ، 0.02 ، 0.00 ، 0.01 ، 0.00 ، 0.00 (0.00) وكما موضح في الملحق (١) مما يدل على أن بيانات السلسلة الزمنية مستقرة عند فروقها الأولى وإن جميع المتغيرات متكاملة من الدرجة الأولى (I)، وعليه يمكن القول أن بيانات السلسلة

(\*) تعد طريقة الفروق (Differencing method) أحد الطرق المستخدمة لإزالة عدم استقرار السلسلة الزمنية أي إزالة الاتجاه العام من السلسلة الزمنية.

الزنية لها نفس التكامل وهو ما يدل على أن هذه السلسل تتحرك معاً عبر الزمن وأن هناك علاقة زمنية طويلة الأجل تعرف بانحدار التكامل المشترك، وبذلك سيتم في المرحلة اللاحقة إجراء اختبار التكامل المشترك .

## ٢- اختبار التكامل المشترك Cointegration test

بناءً على ما تم التوصل إليه من خلال اختبار جذر الوحدة-L (pp) من عدم استقرارية المتغيرات المبحوثة في مستوياتها واستقرارها عند فروقها الأولى مما يعكس تكاملها من الرتبة الأولى، سيتم استخدام اختبار (Johansen) لتحديد إمكانية وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين السلسل الزمنية غير المستقرة في مستوياتها، على الرغم من عدم وجود توازن بينها في الأجل القصير، فوجود تكامل مشترك بين سلسلتين زمنيتين لمتغيرين تعكس اتجاهها للتوازن في الأجل الطويل بالرغم من عدم توازنها في الأجل القصير .

وبتطبيق اختبار (Johansen) للتكميل المشترك لمتغيرات الدراسة، الخاصة بمصر، بعد حذف بعض المتغيرات (TV, NT) التي فشلت في اجتياز اختبارات المعنوية للعلاقات طويلة الأجل. ظهرت النتائج الموضحة في الملحق (٢) والتي تشير إلى اختبار الأثر (Trace test) واختبار القيمة المميزة العظمى (Maximum Eigen Value Test) أن هناك علاقة تكامل مشترك بين المتغيرات المعتمدة (المؤشر العام لأسعار الأسهم (SP) ومؤشر القيمة السوقية (MC) ومؤشر معدل دوران الأسهم (TR) ومؤشر عدد الشركات (NC) والمتغيرات المستقلة (MC) سعر الصرف (ER) وسعر الفائدة (R) ومعدل التضخم (F) وبعد متجهات تكامل مشترك واحد نظراً لعدم تجاوز قيمة الاحتمالية (P-value) ٥٪ ولكل من اختبار الأثر واختبار القيمة المميزة العظمى إلا عند الوصول لمتجه الأول، وهو ما يعكس حالة وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين تلك المتغيرات .

وباستخدام طريقة المراعات الصغرى الاعتيادية (OLS) في تقدير العلاقة طويلة الأجل بين متغيرات النموذج تم التوصل إلى النتائج المدرجة في الجدول (٨) .

### الجدول (٨) العلاقات طويلة الأجل بين متغيرات النموذج / مصر

النموذج	F-stat	$\bar{R}^2$	LM	Arch	J.B
Log SP= 19.998-6.104 Log R t 28.976 -19.300	372.507 (0.00)	0.94	0.278 (0.57)	0.059 (0.80)	3.857 (0.14)
Log MC= 25.633-6.007 Log R- 0.539 Log F t 49.850 -27.352 -6.816	387.120 (0.00)	0.97	0.024 (0.87)	0.651 (0.24)	0.139 (0.93)
Log TR= 17.811-1.493 Log ER-5.386 Log R- 0.485 Log F t 7.37 -2.231 -7193 -3.891	48.062 (0.00)	0.86	0.349 (0.50)	0.717 (0.40)	0.737 (0.69)
Log NC= 8.269-0.806 Log ER- 0.348 Log F t 16.641 -2.639 -2.818	8.190 (0.00)	0.39	1.182 (0.29)	0.017 (0.98)	0.072 (0.96)

- الأرقام بين الأقواس ( ) تمثل قيم الاحتمالية عند مستوى ٥٪ .

- الجدول من إعداد الباحثة بالاعتماد على نتائج برنامج Eviews 5 .

تشير نتائج التقدير الواردة في الجدول (٨) إلى ما يأتي:

أ- على الرغم من وجود تكامل مشترك بين المؤشر العام لأسعار الأسهم (SP) وسعر الفائدة (R) وسعر الصرف (ER) ومعدل التضخم (F)، إلا أن نتائج التقدير أثبتت عدم معنويتهم باستثناء سعر الفائدة الذي كان له تأثير معنوي سالب وبمعامل مرونة (6.104) ما يعني ذلك كلما ارتفعت سعر الفائدة انخفض المؤشر العام لأسعار الأسهم وهو ما يتافق مع منطق النظرية الاقتصادية، وبقوة تفسيرية (معامل التحديد) مقدارها 94% وهو ما يدل على قدرة المتغيرات النموذج في تفسير العلاقة أما النسبة المتبقية 6% تعود لمتغيرات لم يتم إدخالها في النموذج .

ب- يؤثر سعر الفائدة (R) ومعدل التضخم (F) بصورة سلبية في مؤشر القيمة السوقية (MC) وبمعاملات مرونة مقدارها (6.007 و 0.539) على التوالي، و هو ما يعكس العلاقة العكسية بين سعر الفائدة وقيمتها السوقية وبقوة تفسيرية بلغت (97%).

من جانب آخر فقد فشل سعر الصرف (ER) معدل النمو في الناتج المحلي (GDP) في تجاوز معنوية التأثير.

ج- الأثر العكسي لكل من سعر الصرف (ER) وسعر الفائدة (R) ومعدل التضخم (F) في معدل دوران الأسهم (TR) وبمعاملات مرونة (1.493 و 5.386 و 0.485) على التوالي، فارتفاع سعر الصرف وسعر الفائدة ومعدل التضخم يسبب انخفاض معدل دوران السهم وربما يعود ذلك إلى أن تلك الارتفاعات تدفع المستثمرين باتجاه المضاربة بالعملات، والتعامل باللودائع ومن ثم الاستفادة من أسعار الفائدة المرتفعة، والاتجاه نحو شراء الموجودات الحقيقية بهدف الحصول على عوائد التضخم. وقد بلغت القدرة التفسيرية للمتغيرات الثلاثة ما مقداره (86%).

ومن جانب آخر فلم يثبت معدل النمو في الناتج المحلي الإجمالي تأثيره المعنوي في معدل دوران السهم.

د- مارس سعر الصرف (ER) ومعدل التضخم (F) تأثيره السلبي في مؤشر عدد الشركات وبمعاملات مرونة (0.806 و 0.348) على التوالي وبمعامل تحديد منخفض قيمته (39%) وهو ما يعكس وجود متغيرات أكثر أهمية في تفسير التغيرات في مؤشر عدد الشركات من هذين المتغيرين. كما لم يستطع كل من معدل النمو في الناتج المحلي الإجمالي (GDP) وسعر الفائدة من تجاوز المعنوية التأثيرية في مؤشر عدد الشركات.

ه- أكدت نتائج اختبارات (LM) و (ARCH) و (J.B) ولكافحة النماذج خلوها من مشكلة الارتباط الذاتي وتحقق تجانس حدود الخطأ (البواقي) والتي اتبعت توزيعه طبيعياً .

## ٢- نموذج تصحيح الخطأ (ECM)

يعكس وجود علاقة تكامل مشترك بين المتغيرات المستقلة والمتحتمد وجود علاقة توازنية<sup>(\*)</sup> طويلة الأجل، إلا أن ذلك لا ينفي وجود علاقة توازنية قصيرة الأجل. ومن هنا جاء نموذج تصحيح الخطأ الذي ينطوي على إمكانية تقدير واختبار العلاقات التوازنية طويلة وقصيرة الأجل معاً، فنمودج تصحيح الخطأ يستخدم لتحديد مدى تكيف سلوك المتغير في الأجل القصير مع سلوكه في الأجل الطويل لكونه قادراً على استيعاب التعديل باتجاه التوازن طويلاً الأجل، وذلك من خلال استخدام حد تصحيح الخطأ الذي يتم الحصول عليه من العلاقة طويلة الأجل (خطأ توازني) باعتباره أدلة استدلال على نسبة عدم التوازن في المتغير في مدة معينة والذي يصح في المدة القادمة، كمتغير مستقل جديد يدخل في المعادلة. (الجابري وشوبني، ٢٠١٠، ١١٨-٧٩)، وبإضافة حد تصحيح الخطأ والذي يمثل بوأقي الانحدار للمعادلات طويلة الأجل كمتغير مستقل إلى النموذج (المعادلات) نحصل على النتائج المدرجة في الجدول (٩) والتي تعكس العلاقات قصيرة الأجل بين متغيرات النموذج وفقاً لنموذج تصحيح الخطأ.

الجدول (٩) نتائج تقدير نموذج تصحيح الخطأ لمتغيرات النموذج / مصر

Response variable	Variable	Coeff.	Std-error	T-stat	F-stat	$\bar{R}^2$	LM	LM-X <sup>2</sup>
SP	D (SP <sub>(-1)</sub> )	-0.018	0.041	-0.439	7.109	0.47	3.609 (0.64)	6.383 (0.99) [18]
	D (R <sub>(-1)</sub> )	0.738	0.261	2.826				
	C	0.002	0.012	0.169				
	U <sub>t-1</sub>	-0.159	0.053	-2.965				
MC	D (MC <sub>(-1)</sub> )	0.104	0.063	1.650	7.106	0.54	10.939 (0.27)	56.442 (0.18) [48]
	D (F <sub>(-1)</sub> )	0.074	0.026	2.862				
	D (R <sub>(-1)</sub> )	1.034	0.311	3.321				
	C	-0.011	0.012	-0.907				
	U <sub>t-1</sub>	-0.278	0.066	-4.199				
TR	D (TR <sub>(-1)</sub> )	-0.473	0.222	-2.130	2.898	0.44	10.983 (0.37)	186.007 (0.36) [180]
	D (TR <sub>(-2)</sub> )	-0.132	0.260	-0.508				
	D (ER <sub>(-1)</sub> )	-4.028	1.505	-2.675				
	D (ER <sub>(-2)</sub> )	-4.857	2.113	-2.298				
	D (F <sub>(-1)</sub> )	0.700	0.245	2.846				
	D (F <sub>(-2)</sub> )	0.672	0.246	2.726				
	D (R <sub>(-1)</sub> )	-0.573	1.806	-0.317				
	D (R <sub>(-2)</sub> )	1.040	1.697	0.612				
	U <sub>t-1</sub>	-0.425	0.107	-3.952				
	NC	D (NC <sub>(-1)</sub> )	-0.136	0.097	-1.392			
NC	D (ER <sub>(-1)</sub> )	0.337	0.165	2.036	4.461	0.40	13.151 (0.15)	56.880 (0.17) [48]
	D (F <sub>(-1)</sub> )	0.044	0.028	1.557				
	C	0.012	0.014	0.847				
	U <sub>t-1</sub>	-0.058	0.017	0.017				

- الأرقام بين [ ] تمثل درجة الحرية.

- الجدول من إعداد الباحثة بالاعتماد على نتائج برنامج (Eviews 5).

(\*) يشير مصطلح التوازن ضمن المفاهيم الحديثة لقياس الاقتصادي للسلسل الزمنية إلى وجود علاقة طويلة الأجل. أي وجود تكامل مشترك بين المتغيرات.

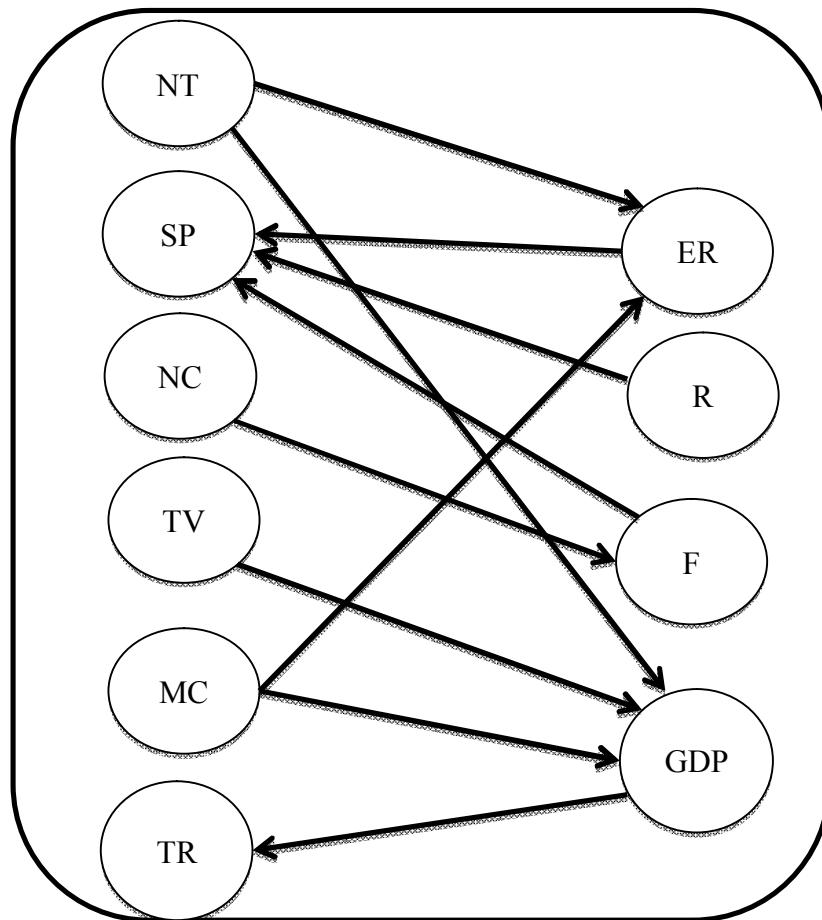
Gujarati, Damodar, 2004, Basic Econometrics, McGraw Hill, Inc, USA, p 729.

تبين نتائج التقدير الواردة في الجدول (٩) إلى ما يأتي:

- أ- يمارس سعر الفائدة (R) المتباطن زمنياً ولمدة واحدة تأثيراً إيجابياً في المؤشر العام لأسعار الأسهم (SP) في الأجل القصير وبمعامل مرونة (0.738)، وجاءت هذه النتيجة مخالفة للمنطق الاقتصادي ربما يعود ذلك إلى توقع المستثمرون المصريون إلى الحصول على عائدًا متوقعًا عاليًا عند الاستثمار في الأسهم، يفوق سعر الفائدة، فمهما ارتفع سعر الفائدة فإنه لا يلقى استجابة من المستثمرون المصريون، من جانب آخر فقد بلغت القوة التفسيرية للنموذج ومن خلال معامل التحديد ما قيمته (47%).
- ب- معنوية تأثير كل من سعر الفائدة (R) ومعدل التضخم (F) ولسنة سابقة في القيمة السوقية (MC) وبمعاملات مرونة موجبة (0.074 و 1.034) على التوالي، وبقوة تفسيرية قدرها (54%).
- ج- يميل مؤشر معدل دوران الأسهم (TR) للتأثير إيجابياً بمعدل التضخم المتباطن زمنياً وبمعامل مرونة (0.672). كما أظهرت نتائج التقدير تأثير معدل دوران الأسهم (TR) سلباً بسعر الصرف المتباطن زمنياً لمدتين وبمعامل مرونة (4.857) وجاءت النتيجة مخالفة للمنطق الاقتصادي ربما يعود ذلك إلى أن الاستثمار في الأسهم لا يمثل البديل الوحيد أمام المستثمرين الذين يحتفظون بالجنيه المصري، فانخفاض سعر صرف الجنيه المصري ربما يدفع المستثمرون إلى التخلص من العملة المحلية والأوراق المالية المقومة بالعملة المحلية واستبدالها بعملات أجنبية في سوق الصرف الأجنبي، فضلاً عن تأثير معدل دوران السهم سلبياً بمعدل دوران السهم في السنة السابقة وبمعامل مرونة (0.473). من جانب آخر فقد بلغت القوة التفسيرية للنموذج ومن خلال معامل التحديد ما قيمته (44%).
- د- يستجيب مؤشر عدد الشركات (NC) في المدى القصير إيجابياً لسعر الصرف المتباطن زمنياً بما مقداره (0.337) كما بلغت القوة التفسيرية للنموذج ما قيمته (40%).
- ه- أثبتت معاملات حد تصحيح الخطأ ولجميع المعادلات معنويتها فضلاً عن إشارتها السالبة التي جاءت متطابقة مع الطرóرات النظرية التي تتوقع سالبيتها كونها تشير إلى المعدل الذي تتجه به العلاقة القصيرة الأجل نحو العلاقة الطويلة الأجل. فمعامل حد تصحيح الخطأ يشير إلى سرعة التعديل من الأجل القصير إلى الأجل الطويل، أي مقدار التغير في المتغير التابع الناتج عن انحراف قيمة المتغير المستقل في الأجل القصير عن قيمته التوازنية في الأجل الطويل، (العمرو وردة، ٢٠٠٧، ١٦) إلا أنه وبالرغم من ذلك فقد جاءت قيمتها منخفضة جداً حيث لم تتجاوز في أفضل حالاتها (42.52%) وهو ما يعكس طول مدة التعديل.
- و- عكست نتائج اختبارات (F) و (LM) و (LM-X<sup>2</sup>) معنوية كافة المعادلات وخلوها من مشكلة عدم التجانس ومن مشكلة الارتباط الذاتي.

#### ٤ - اختبارات سببية (Granger)

لمؤشرات سوق مصر للأوراق المالية مع بعض متغيرات الاقتصاد الكلي. يشير كرانكر إلى أن وجود تكامل مشترك بين متغيرين يعني وجود علاقة سببية في اتجاه واحد على الأقل بين المتغيرين وللتعرف على مدى وجود علاقة تبادلية أو تغذية عكسية بين مؤشرات الأسواق المالية والمتغيرات الاقتصادية الداخلية في النماذج، سيتم استخدام اختبار (Granger) للسببية، والذي بتطبيقه تم الوصول إلى النتائج المدرجة في الملحق (٣) والتي يمكن تلخيصها بالشكل الآتي:



الشكل (١٠) : اتجاه العلاقة السببية بين المتغيرات الاقتصادية ومؤشرات سوق مصر للأوراق المالية.

- المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على نتائج الملحق (٣) لنتائج العلاقة السببية.

يتضح من الشكل أعلاه إلى:

- هناك علاقة سببية متوجهة من مؤشر عدد الأسهم المتداولة (NT) باتجاه سعر الصرف (ER) ومعدل النمو في الناتج المحلي الإجمالي (GDP) بلغت  $F(4.347, 5.483)$  على التوالي ويتباطؤ زمني 2.

- وجود علاقة سلبية تبدأ من (سعر الصرف ER، سعر الفائدة R، معدل التضخم F) باتجاه المؤشر العام لأسعار الأسهم(SP)، حيث بلغت إحصائية F (5.045 5.267,15.120) وبتباين زمني (1-2) على التوالي ، لذلك يمكن للمتغيرات الاقتصادية المذكورة التأثير في المؤشر العام لأسعار الأسهم.
- وجود علاقة سلبية تبدأ من عدد الشركات(NC) باتجاه معدل التضخم (F) بلغت F (5.228) وبتباين زمني 2.
- هناك سلبية وحيدة الاتجاه تبدأ من حجم التداول باتجاه معدل النمو في الناتج المحلي الإجمالي بلغت F (4.723) وبتباين زمني 2 فضلاً عن وجود علاقة تبدأ من معدل النمو في الناتج المحلي الإجمالي باتجاه معدل دوران الأسهم بلغت F (3.429) وبتباين زمني 2.
- وجود علاقة سلبية تبدأ من مؤشر القيمة السوقية باتجاه سعر الصرف (ER)، ومعدل النمو في الناتج المحلي الإجمالي بلغت إحصائية F (3.994 3.382) على التوالي وبتباين زمني 2 في حين لم يتحقق الاتجاه المعاكس.

**ثانياً : تدبير وتحليل أثر تقلبات سعر صرف الدينار الأردني في مؤشرات سوق عمان للأوراق المالية**

## ١- اختبار استقرارية السلسل الزمنية لمتغيرات النموذج

باستخدام اختبار (Phillips- perron) (pp) لمعرفة مدى استقرارية بيانات السلسلة الزمنية لمتغيرات النموذج تم التوصل إلى النتائج المدرجة في الملحق (٤).

والتي توضح القيم المحسوبة لإحصائية (pp) للوغارتم المتغيرات، غير معنوية إحصائياً عند المستوى سواء كان ذلك بوجود الحد الثابت أم الثابت واتجاه زمني أم بدونها حيث ظهرت قيمة المعنوية أكبر من 5% (0.93, 0.75, 0.97, 0.44, 0.92, 0.97, 0.27) لمؤشرات (SP، MC، TV، TR، NC، NT) على التوالي باستثناء السلسلة الزمنية لسعر الصرف ومعدل التضخم ومعدل النمو في الناتج المحلي الإجمالي، مما يعني أن بيانات السلسلة الزمنية الأصلية للمتغيرات غير مستقرة عند مستوياتها مما يعكس احتوائها على جذر الوحدة. إلا أنها تصبح مستقرة وذات معنوية إحصائياً وبالصيغة الثلاث عند أخذ الفروق الأولى للوغارتم المتغيرات، مما يدل على أن بيانات السلسلة الزمنية مستقرة عند فروقها الأولى وأن جميع المتغيرات متكاملة من الدرجة الأولى (I(1)).

## ٢- اختبار التكامل المشترك Cointegration test

لاختيار مدى وجود التكامل المشترك بين السلسلة الزمنية لمتغيرات الدراسة الخاصة بالأردن تم استخدام اختبار Johanson الذي وضحت نتائجه في الملحق (٥).

التي تظہر وحسب اختبار الأثر (Trace test) والقيمة المميزة العظمى (Max- test)، أن هناك علاقة تكامل مشترك بين مؤشرات سوق عمان للأوراق المالية وسعر الفائدة، وان عدد متغيرات التكامل المشترك واحد، وذلك لأن قيم الاحتمالية لم يتجاوز 5% إلا عند الوصول للمتجه الأول، لذلك فإن هناك علاقة توارنية طويلة الأجل بين تلك المتغيرات.

وباستخدام طريقة (OLS) في تقدير العلاقة طويلة الأجل بين متغيرات النموذج ثم التوصل إلى النتائج المدرجة في الجدول (١٠).

#### الجدول (١٠) العلاقات طويلة الأجل بين متغيرات النموذج/ الأردن

النموذج	F-stat	$\bar{R}^2$	LM	ARCH	J.B
Log SP= 14.410+13.478 Log ER-1.084 Log R t 7.049 2.180 -4.126	16.618 (0.00)	0.58	0.075 (0.78)	0.250 (0.62)	0.943 (0.62)
Log TV= 11.840-2.660 Log R t 11.515 -4.531	20.538 (0.00)	0.47	2.877 (0.10)	0.38 (0.56)	4.836 (0.08)
Log MC= 19.054+21.820 Log ER- 1.489 Log R t 7.022 2.659 -4.267	19.690 (0.00)	0.62	1.176 (0.29)	0.319 (0.57)	1.262 (0.53)
Log TR= 4.575-22.878 Log ER-0.865 Log R+0.824 Log GDP t -1.322 -2.456 -2.644 2.548	5.141 (0.00)	0.36	3.107 (0.07)	1.803 (0.19)	1.473 (0.47)
Log NT= 11.141-2.664 Log R t 11.945 -5.003	25.038 (0.00)	0.52	3.533 (0.76)	0.197 (0.66)	2.232 (0.32)
Log NC= 6.177-0.643 Log R t 22.871 -4.175	17.432 (0.00)	0.42	0.221 (0.64)	0.197 (0.66)	1.858 (0.39)

الأرقام بين الأقواس ( ) تمثل قيم الاحتمالية (P-value) عند مستوى احتمالية ٥٪.

الجدول من إعداد الباحثة بالاعتماد على نتائج برنامج Eviews 5.

تشير نتائج التقدير الواردة في الجدول (١٠) إلى ما يأتي:

أ- أظهرت نتائج التقدير إلى معنوية كل من سعر الصرف (ER) وسعر الفائدة (R) في التأثير في المؤشر العام لأسعار الأسهم (SP)، فيما يتوافق مع المنطق الاقتصادي ومعاملات مرونة (13.478 و 1.084) على التوالي، وبقوة تفسيرية بلغت (58%). من جانب آخر فقد فشل معدل التضخم (F) ومعدل النمو في الناتج المحلي (GDP) في تجاوز معنوية التأثير.

ب- يؤثر سعر الفائدة (R) بصورة سلبية في مؤشر حجم التداول (TV) وبمعامل مرونة (2.660) وبقوة تفسيرية بلغت (47%)، من جانب آخر فقد تم استبعاد سعر الصرف (ER) ومعدل التضخم (F) ومعدل النمو في الناتج المحلي (GDP) لعدم ظهور معنوياتهم الإحصائية.

ج- إن المعاملات للمتغيرات المقدرة تشير إلى أن تأثير سعر الصرف (ER) إيجابي في مؤشر القيمة السوقية (MC) وبمعامل مرونة (21.820)، أما تأثير سعر الفائدة (R) فكان سلبياً في مؤشر القيمة السوقية (MC)، وبمعامل مرونة (1.489) وبقوة تفسيرية بلغت (62%).

د- الأثر العكسي لكل من سعر الصرف (ER) وسعر الفائدة (R) في معدل دوران الأسهم (TR) وبمعاملات مرونة (22.878 و 0.865) على التوالي، ربما يعود ذلك إلى انخفاض قيمة الدينار الأردني قد يدفع المستثمرين إلى التخلص من العملة المحلية التي يملكونها بتحويلها إلى موجودات مالية (الأسهم) ومن ثم ارتفاع أسعارها. أما تأثير معدل النمو في الناتج

المحي الإجمالي إيجابي في معدل دوران السهم وبمعامل مرونة (0.824)، وبقوة تفسيرية بلغت (36%)، من جانب آخر فقد فشل معدل التضخم (F) في تجاوز معنوية التأثير.

هـ- الأثر العكسي لسعر الفائدة (R) في مؤشر عدد الأسهم المتداولة (NT) ومؤشر عدد الشركات وبمعاملات مرونة (2.664 و 0.643) على التوالي وبقدرة تفسيرية بلغت (52%).  
وـ- أكدت نتائج اختبارات (LM) و (ARCH) لكافية النماذج خلوها من مشكلة الارتباط الذاتي وتحقق تجانس حدود الخطأ (البواقي) والتي اتبعت توزيعاً طبيعياً حسب اختبار (J.B).

### ٣- نموذج تصحيح الخطأ Error Correction Model (ECM)

توضح النتائج المدرجة في الجدول (١١) العلاقات قصيرة الأجل بين متغيرات النموذج وفقاً لنموذج تصحيح الخطأ.

الجدول (١١) نتائج تدريب نموذج تصحيح الخطأ لمتغيرات النموذج /الأردن

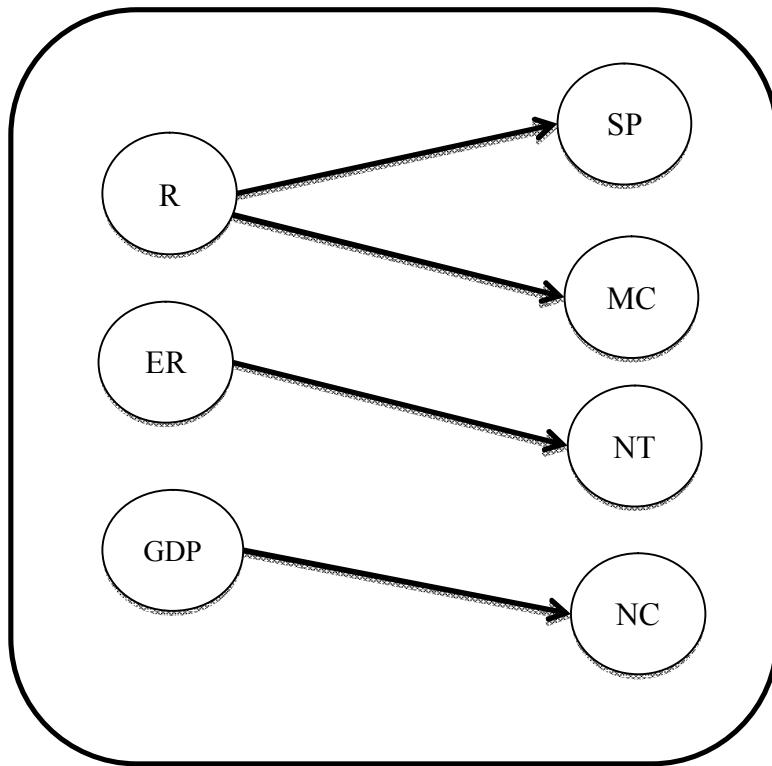
Response variable	Variable	Coeff.	Std-error	T-stat	F-stat	$\bar{R}^2$	LM	LM-X <sup>2</sup>
SP	D (SP <sub>(-1)</sub> )	-0.257	0.137	-1.875	9.366	0.68	2.120 (0.713)	46.556 (0.11) [36]
	D (SP <sub>(-2)</sub> )	0.227	0.168	1.346				
	D (R <sub>(-1)</sub> )	-0.043	0.286	-0.157				
	D (R <sub>(-2)</sub> )	1.263	0.336	3.755				
	U <sub>t-1</sub>	-0.669	0.128	-5.194				
	ER	8.780	1.691	5.190				
TV	D (TV <sub>(-1)</sub> )	0.212	0.150	1.407	6.050	0.57	5.184 (0.26)	38.105 (0.14) [30]
	D (TV <sub>(-2)</sub> )	0.239	0.174	1.372				
	D (R <sub>(-1)</sub> )	-0.187	0.622	-0.300				
	D (R <sub>(-2)</sub> )	3.697	0.941	3.929				
	C	0.127	0.100	1.267				
	U <sub>t-1</sub>	-0.622	0.129	-4.798				
MC	D (MC <sub>(-1)</sub> )	-0.363	0.164	-2.204	7.997	0.64	1.859 (0.76)	39.365 (0.32) [36]
	D (MC <sub>(-2)</sub> )	0.155	0.194	0.801				
	D (R <sub>(-1)</sub> )	0.042	0.309	-0.136				
	D (R <sub>(-2)</sub> )	1.207	0.354	3.405				
	ER	-0.857	0.227	-3.770				
	U <sub>t-1</sub>	-0.503	0.109	-4.497				
TR	D (TR <sub>(-1)</sub> )	0.415	0.159	2.604	5.850	0.60	1.594 (0.80)	47.495 (0.25) [42]
	D (TR <sub>(-2)</sub> )	0.136	0.182	0.746				
	D (R <sub>(-1)</sub> )	-0.173	0.411	-0.422				
	D (R <sub>(-2)</sub> )	2.187	0.565	3.869				
	ER	-11.903	3.337	-3.566				
	GDP	0.462	0.210	2.195				
NT	U <sub>t-1</sub>	-0.791	0.171	-4.616	11.427	0.51	5.663 (0.22)	22.199 (0.22) [18]
	D (NT <sub>(-1)</sub> )	-0.072	0.081	-0.892				
	D (R <sub>(-1)</sub> )	0.832	0.177	4.692				
NC	U <sub>t-1</sub>	-0.083	0.025	-3.298	8.987	0.54	2.512 (0.64)	19.105 (0.38) [18]
	D (NC <sub>(-1)</sub> )	0.100	0.310	0.321				
	D (R <sub>(-1)</sub> )	0.736	0.162	4.521				
	C	-0.009	0.031	-0.228				
NC	U <sub>t-1</sub>	-0.284	0.076	-3.707				

تبين نتائج التدريب الواردة في الجدول (١١) إلى ما يأتي:

- أ- يمارس المؤشر العام لأسعار الأسهم لسنة سابقة تأثيراً سلبياً في المؤشر العام لأسعار الأسهم الحالي (SP) وبمعامل مرونة (0.257)، فضلاً عن التأثير الإيجابي لسعر الصرف (ER) وسعر الفائدة (R) في المؤشر العام لأسعار الأسهم (SP) وبمعامل مرونة (1.263 و 8.780) على التوالي، وبقدرة تفسيرية بلغت (68%).
- ب- التأثير الإيجابي لكل من سعر الفائدة المتباطن لمدitan في مؤشر حجم التداول (TV) وبمعامل مرونة (3.697)، وبقوة تفسيرية قدرها (57%).
- ج- التأثير السلبي لكل من القيمة السوقية لسنة سابقة وسعر الصرف في القيمة السوقية وبمعامل مرونة (0.363 و 0.857) على التوالي، من جانب آخر فقد كان لسعر الفائدة المتباطن لمدitan تأثيراً إيجابياً في مؤشر القيمة السوقية وبمعامل مرونة (1.207)، وبقوة تفسيرية قدرها (64%).
- د- يمارس معدل دوران السهم لمدة واحدة وسعر الفائدة لمدitan ومعدل النمو في الناتج المحلي الإجمالي التأثير الإيجابي في معدل دوران السهم وبمعاملات مرونة (0.415 و 2.187 و 0.462) على التوالي، فضلاً عن التأثير السلبي لسعر الصرف في مؤشر معدل دوران السهم وبمعامل مرونة (11.903). في حين بلغت القوة التفسيرية للنموذج ما قيمته (60%).
- ه- التأثير الإيجابي لسعر الفائدة المتباطن لمدة واحدة في مؤشر عدد الأسهم المتداولة وعدد الشركات وبمعاملات مرونة (0.736 و 0.832) على التوالي، وبقوة تفسيرية بلغت (51%) و (54%) على التوالي.
- و- أثبتت معاملات حد تصحيح الخطأ التي تعبّر عن سرعة التعديل للوصول إلى التوازن معنويتها، فضلاً عن إشارتها السالبة والتي جاءت متطابقة مع الطرادات النظرية التي تتوقع سالبيتها، وقد بلغت أعلى قيمة لها (79.1%).
- ي- عكست نتائج اختبارات (F) و ( $LM-X^2$ ) إلى معنوية كافة المعادلات وخلوها من المشاكل الإحصائية.

#### ٤- اختبار السببية

باعتتماد اختبار السببية لـ Granger بين مؤشرات سوق عمان للأوراق المالية وبعض متغيرات الاقتصاد الكلي تم الحصول على النتائج المدرجة في الملحق (٦) والتي يمكن تلخيصها بالشكل (١١).



الشكل (١١) : اتجاه العلاقة السببية بين المتغيرات الاقتصادية ومؤشرات سوق عمان للأوراق المالية

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على نتائج الملحق (٦) لنتائج العلاقة السببية.

يتبيّن من الشكل أعلاه ما يأتي:

- وجود علاقة سببية أحادية الاتجاه تبدأ من سعر الفائدة (R) باتجاه المؤشر العام لأسعار الأسهم (SP) والقيمة السوقية (MC) حيث بلغت  $F = 12.822, 15.470$  على التوالي ويتباين ١ في حين لم يتحقق الاتجاه المعاكس.
- وهناك علاقة سببية وحيدة الاتجاه تبدأ من سعر الصرف (ER) باتجاه المؤشر عدد الأسهم المتداولة (NT) حيث بلغت إحصائية  $F = 4.146$  ويتباين زمني ٢.
- وجود علاقة سببية أحادية الاتجاه تبدأ من معدل النمو في الناتج المحلي الإجمالي (GDP) باتجاه مؤشر عدد الشركات (NC) حيث بلغت  $F = 8.326$  ويتباين زمني ٢.

ثالثاً : تقدير وتحليل أثر تقلبات سعر صرف الدرهم المغربي في مؤشرات سوق الدار البيضاء للأوراق المالية

#### ١- اختبار استقرارية السلسل الزمنية لمتغيرات النموذج

باستخدام اختبار (pp) لمعرفة مدى استقرارية بيانات السلسل الزمنية لمتغيرات النموذج الخاص بالمغرب تم التوصل إلى النتائج المدرجة في الملحق (٧)، والتي تشير إلى أن القيم المحسوبة لإحصائية (pp) غير مستقرة في المستوى "Level" في المغرب باستثناء (معدل النمو في الناتج المحلي الإجمالي)، وهذا يعني تحقق فرضية عدم التي تشير إلى أن البيانات غير مستقرة في مستواها الأول، وأن هناك جذر وحدة لكافية المتغيرات سواء بتضمين الحد الثابت أم

الثابت والاتجاه أو بدونها لذلك تمأخذ الفروق الأولى لها لتصبح السلسلة مستقرة ومتكلمة من الدرجة الأولى (I) (1).

## ٢- نتائج اختبار التكامل المشترك Cointegration test

باستخدام اختبار (Johansen) للتكامل المشترك لمتغيرات الدراسة الخاصة بالمغرب وبعد حذف مؤشر عدد الشركات لعدم معنويته (NC) في تقدير العلاقة الطويلة الأجل تم التوصل إلى النتائج المدرجة في الملحق (٨)، والتي تبين ما يأتي:

- هناك علاقة تكامل مشتركة بين مؤشر القيمة السوقية (MC) ومعدل دوران الأسهم (TR) وعدد الأسهم المتداولة (NT) كمتغيرات معتمدة وبين سعر الفائدة وسعر الصرف ومعدل التضخم كمتغيرات مستقلة، وأن عدد متغيرات التكامل المشترك واحد، ولكل من إحصائية الأثر والقيمة المميزة العظمى، لذلك فإن هناك علاقة الأجل الطويل.

- هناك علاقة تكامل مشترك بين حجم التداول (TV) كمتغير معتمد وبين سعر الصرف (ER) وسعر الفائدة (R) ومعدل التضخم (F) كمتغيرات مستقلة وبين المؤشر العام لأسعار الأسهم (SP) وسعر الصرف (ER) وسعر الفائدة (R) كمتغيرات مستقلة، وعدد متغيرات التكامل المشترك اثنان، وذلك لأن قيمة الاحتمالية لم تتجاوز 5٪، إلا عند الوصول للمتجه الثاني، ولكل من إحصائية الأثر والقيمة المميزة العظمى، لذلك فإن هناك علاقة أجل طويل.

- ليس هناك علاقة تكامل مشترك بين مؤشر عدد الشركات (NC) وبين سعر الصرف (ER)، وذلك لأن قيمة الاحتمالية أكبر من 5٪، ولكل من إحصائية الأثر والقيمة المميزة العظمى، لذلك ليس هناك علاقة أجل طويل.

وباستخدام طريقة (OLS) في تقدير العلاقات الطويلة الأجل بين متغيرات النموذج تم التوصل إلى النتائج المدرجة في الجدول (١٢) والتي تبين ما يأتي:

**الجدول (١٢) العلاقات طويلة الأجل بين متغيرات النموذج/ المغرب**

النموذج	F-stat	$\bar{R}^2$	LM	ARCH	J.B
Log SP= 21.777-3.531 Log ER-3.982 Log R t 11.086 -3.851 -13.890	120.657 (0.00)	0.91	2.755 (0.11)	0.026 (0.87)	1.478 (0.47)
Log TV= 27.721-5.502 Log ER-3.295 Log R-0.809 Log F t 6.926 -2.775 -5.217 -2.974	36.471 (0.00)	0.82	1.432 (0.24)	0.023 (0.87)	0.300 (0.86)
Log MC= 17.345-3.430 Log R t 22.342 -7.381	54.483 (0.00)	0.70	2.129 (0.14)	3.101 (0.09)	0.790 (0.67)
Log TR= 4.498-1.212 Log R t 8.739 -3.933	15.475 (0.00)	0.39	3.287 (0.08)	0.009 (0.922)	1.896 (0.38)
Log NT= 24.002-5.857 Log ER-4.475 Log R-0.515 Log F t 8.858 -4.363 -10.468 -2.798	107.311 (0.00)	0.93	0.008 (0.92)	0.001 (0.97)	1.982 (0.37)

- الجدول من إعداد الباحثة بالاعتماد على نتائج برنامج (Eviews 5).

تشير نتائج التقدير الواردة في الجدول (١٢) إلى ما يأتي:

- أ- التأثير الإيجابي لسعر الصرف (ER) وسعر الفائدة (R) في المؤشر العام لأسعار الأسهم (SP) وبمعاملات مرونة (3.531 و 3.982) على التوالي، وبقوة تفسيرية بلغت (91%). في حين تم استبعاد معدل التضخم (F) ومعدل النمو في الناتج المحلي (GDP)، لعدم ظهور معنويتهم الإحصائية.
- ب- التأثير السلبي لكل من سعر الصرف (ER) ومعدل التضخم (F) وسعر الفائدة (R) في حجم التداول (TV)، وبمعاملات مرونة (5.502 و 0.809 و 3.295) على التوالي، في حين فشل معدل النمو في الناتج المحلي الإجمالي (GDP) في اجتياز معنوية التأثير. وبلغت القوة التفسيرية للنموذج بلغت (82%).
- ج- يمارس سعر الفائدة (R) التأثير السلبي في مؤشر القيمة السوقية (MC) وبمعامل مرونة (3.430) وبقوة تفسيرية بلغت (70%)، بعد أن فشل سعر الصرف (ER) ومعدل التضخم (F) ومعدل النمو في الناتج المحلي (GDP) في اجتياز اختبارات المعنوية.
- د- التأثير السلبي لسعر الفائدة (R) في مؤشر معدل دوران الأسهم (TR)، وبمعامل مرونة (1.212)، وبقوة تفسيرية بلغت (39%).
- ه- الأثر العكسي لكل من سعر الصرف (ER) وسعر الفائدة (R) ومعدل التضخم في مؤشر عدد الأسهم المتداولة وبمعاملات مرونة بلغت (5.857 و 4.475 و 0.515) على التوالي، وبقوة تفسيرية بلغت (93%).
- و- أكدت نتائج اختبارات (LM) و (ARCH) و (J.B) ولكافحة النماذج خلوها من مشكلة الارتباط الذاتي وتحقق تجانس حدود الخطأ (البواقي) والتي اتبعت توزيعاً طبيعياً حسب اختبار (J.B).

## ٣- نموذج تصحيح الخطأ Error Correction Model (ECM)

الجدول (١٣) نتائج تقيير نموذج تصحيح الخطأ لمتغيرات النموذج/ المغرب

Response variable	Variable	Coeff.	Std-error	T-stat	F-stat	$\bar{R}^2$	LM	LM-X <sup>2</sup>
SP	D (SP <sub>(-1)</sub> )	0.323	0.210	1.539	3.095	0.29	8.299	59.360 (0.12) [48]
	D (ER <sub>(-1)</sub> )	1.824	0.988	1.845				
	D (R <sub>(-1)</sub> )	1.539	1.003	1.533				
	C	0.164	0.082	1.986				
	U <sub>t-1</sub>	-0.560	0.166	-3.365				
TV	D (TV <sub>(-1)</sub> )	0.134	0.256	0.523	2.977	0.37	17.241 (0.37)	133.238 (0.19) [120]
	D (ER <sub>(-1)</sub> )	-0.921	1.610	-0.572				
	D (F <sub>(-1)</sub> )	0.130	0.183	0.710				
	D (R <sub>(-1)</sub> )	3.584	1.818	1.970				
	C	0.720	0.251	2.864				
MC	U <sub>t-1</sub>	-0.049	0.023	-2.133	6.738	0.53	3.737 (0.44)	25.841 (0.36) [24]
	D (MC <sub>(-1)</sub> )	0.274	0.221	1.236				
	D (R <sub>(-1)</sub> )	-0.148	0.069	-2.288				
	C	0.310	0.147	2.108				
TR	U <sub>t-1</sub>	-0.131	0.043	-3.017	4.394	0.25	4.479 (0.34)	15.128 (0.65) [18]
	D (TR <sub>(-1)</sub> )	0.044	0.036	1.211				
	D (R <sub>(-1)</sub> )	-0.286	0.176	-1.722				
NT	U <sub>t-1</sub>	-0.138	0.043	-3.199	11.862	0.82	16.528 (0.41)	191.555 (0.26) [180]
	D (NT <sub>(-1)</sub> )	0.069	0.024	2.773				
	D (NT <sub>(-2)</sub> )	-0.030	0.019	-1.594				
	D (ER <sub>(-1)</sub> )	0.761	0.215	3.530				
	D (ER <sub>(-2)</sub> )	0.164	0.160	1.028				
	D (R <sub>(-1)</sub> )	-0.644	0.146	-4.390				
	D (R <sub>(-2)</sub> )	0.075	0.202	0.371				
	D (F <sub>(-1)</sub> )	0.152	0.040	3.756				
	D (F <sub>(-2)</sub> )	0.031	0.030	1.017				
	U <sub>t-1</sub>	-0.021	0.005	-4.282				

تبين نتائج تقيير العلاقات القصيرة الأجل بين متغيرات النموذج وفقاً لنموذج تصحيح الخطأ ما يلي:

أ- يمارس سعر الصرف (ER) المتباطئ زمنياً لمدفواحة تأثيراً إيجابياً في المؤشر العام لأسعار الأسهم (SP) في الأجل القصير وبمعاملات مرونة (1.824) على التوالي، وبقوة تفسيرية بلغت (%29).

ب- الأثر الإيجابي لسعر الفائدة (R) المتباطئ لمدة واحدة في حجم التداول (TV) وبمعاملة مرونة (3.584)، وبقوة تفسيرية بلغت (%37).

ج- التأثير السلبي لسعر الفائدة (R) المتباطئ لمدة واحدة في مؤشر القيمة السوقية (MC) ومعدل دوران السهم (TR)، وبمعاملات مرونة (0.148 و 0.286) على التوالي، وبقوة تفسيرية بلغت (%53) و (%25) على التوالي.

د- التأثير الإيجابي لكل من مؤشر عدد الأسهم المتداولة (NT) المتباطئ لمدة واحدة وسعر الصرف (ER) ومعدل التضخم (F) المتباطئان لمدة واحدة في مؤشر عدد الأسهم المتداولة

وبمعاملات مرونة بلغت (0.069 و 0.761 و 0.152) على التوالي في حين مارس سعر الفائدة (R) وبفترة تباطؤ واحدة التأثير السلبي في مؤشر عدد الأسهم المتداولة وبمعامل مرونة (0.644). في حين بلغت القوة التفسيرية للنموذج (%) 82.

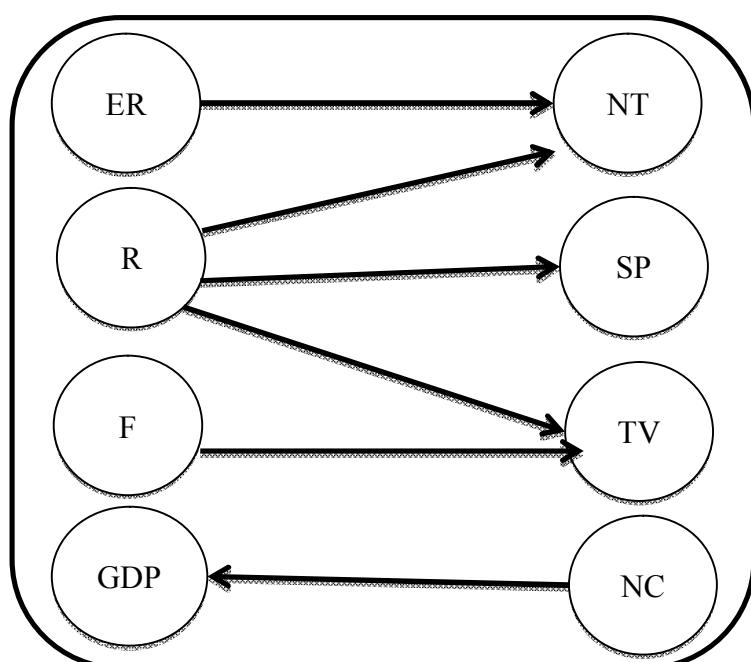
هـ - أثبتت نتائج معاملات حد تصحيح الخطأ المتباطئ لمدة واحدة ولجميع المعاملات معنوياتها الإحصائية، إذ جاءت قيمتها منخفضة جداً والتي لم تتجاوز في أفضل حالاتها (56%) معتبرة بذلك عن سرعة التعديل للوصول إلى التوازن في الأجل القصير.

وـ - بينت نتائج اختبارات (F) و (LM-X<sup>2</sup>) معنوية كافة المعادلات وخلوها من المشاكل الإحصائية.

إن تأثير سعر الصرف ذات مدة إبطاء واحدة إيجابي في مؤشر عدد الشركات المدرجة في سوق المغرب للأوراق المالية وبمعامل مرونة (0.615) وبقوة تفسيرية بلغت (47%)، كما أن النموذج مستقر ولا يعاني من مشاكل إحصائية.

#### ٤- اختبار السبيبية

للتعرف على مدى وجود علاقة تبادلية أو تغذية عكسية بين مؤشرات سوق المغرب للأوراق المالية وبعض متغيرات الاقتصاد الكلي فقد تم اعتماد سبيبية (Granger) والذي بتطبيقه تم الوصول إلى النتائج الموضحة في الملحق (٩) والتي يمكن تلخيصها بالشكل الآتي:



الشكل (١٢) : اتجاه العلاقة السبيبية بين المتغيرات الاقتصادية ومؤشرات سوق الدار البيضاء للأوراق المالية

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على نتائج الملحق (٩) لنتائج العلاقة السبيبية.

نلاحظ من الشكل (12) ما يأتي:

- وجود علاقة سلبية تبدأ من سعر الصرف (ER) باتجاه مؤشر عدد الأسهم المتداولة (NT) (4.155) وببطء زمني 2.
- هناك علاقة سلبية أحادية الاتجاه تبدأ من سعر الفائدة (R) باتجاه المؤشر العام لأسعار الأسهم (SP) ومؤشر عدد الأسهم المتداولة (NT) وحجم التداول (TV) بلغت F (9,079)، 5.724، 3.767 وعلى التوالي وببطء زمني 1-2-2.
- وجود علاقة سلبية أحادية الاتجاه من مؤشر معدل التضخم (F) باتجاه حجم التداول (TV) بلغت F (3.586) وببطء زمني قدره 2.
- وجود علاقة سلبية وحيدة الاتجاه من مؤشر عدد الشركات (NC) باتجاه معدل النمو في الناتج المحلي الإجمالي (GDP)، بلغت F (3.565) وببطء زمني 2 ومن ثم يمكن لمؤشر عدد الشركات التأثير في معدلات النمو.

رابعاً : تدبير وتحليل أثر تقلبات سعر صرف الدينار العراقي في مؤشرات سوق العراق للأوراق المالية

#### ١- اختبار استقرارية السلسل الزمنية لمتغيرات النموذج

أظهرت نتائج اختبار (pp) لاستقرارية السلسل الزمنية لبيانات السلسل الزمنية لمتغيرات النموذج والمدرجة في الملحق (١٠).

إن القيم المحسوبة للوغارتم المتغيرات، غير معنوية إحصائياً عند المستوى سواءً كان ذلك بوجود حد ثابت واتجاه زمني أم حد ثابت أم بدونها، باستثناء السلسل الزمنية لمعدل النمو في الناتج المحلي الإجمالي (GDP) ومعدل التضخم (F)، مما يعني أن بيانات السلسل الزمنية الأصلية للمتغيرات غير مستقرة عند مستوياتها مما يعني احتوائها على جذر الوحدة. لكنها تصبح مستقرة عندأخذ الفروق الأولى لها وهي بذلك تكون متكاملة من الرتبة الأولى ((I)~(I)).

#### ٢- اختبار التكامل المشترك

باستخدام اختبار (Johansen) لمعرفة مدى وجود التكامل المشترك بين السلسل الزمنية ظهرت النتائج المدرجة في الملحق (١١) والتي توضح كما يأتي:

ـ وجود متجه وحيد للتكامل المشترك بين (المؤشر العام لأسعار الأسهم SP، القيمة السوقية MC، حجم التداول TV، عدد الشركات NC ومعدل دوران السهم (TR)) كمتغيرات معتمدة وبين (سعر الصرف ER، سعر الفائدة R) كمتغيرات مستقلة، وذلك لأن قيم الاحتمالية لم تتجاوز 5% إلا عند الوصول للمتجه الأول حسب اختبار الأثر (Trace) والقيمة المميزة العظمى (Max-stat)، ومن ثم هناك علاقة أجل طويل.

هناك علاقة تكامل مشترك بين عدد الأسهم المتداولة (NT) وبين سعر الصرف (ER) وبين الفائدة (R) وبعد متجهات اثنان حسب اختبار الأثر (Trace) والقيمة المميزة العظمى (Max-stat).

وباستخدام طريقة (OLS) في تقدير العلاقات طويلة الأجل بين متغيرات النموذج تم التوصل إلى النتائج المدرجة في الجدول (١٤).

#### الجدول (١٤) العلاقات طويلة الأجل بين متغيرات النموذج/ العراق

النموذج	F-stat	$\bar{R}^2$	LM	Arch	J.B
Log SP= 5.624+0.469 Log ER+3.492 Log R t -2.354 2.253 4.656	12.033 (0.00)	0.52 (0.20)	1.791 (0.20)	0.243 (0.62)	3.540 (0.17)
Log TV= 14.203+1.195 Log ER-5.199 Log R t 5.888 5.947 -6.864	50.249 (0.00)	0.83 (0.13)	2.292 (0.13)	3.542 (0.07)	0.431 (0.80)
Log MC= 15.814+1.025 Log ER- 4.295 Log R t 8.777 6.827 -7.590	63.550 (0.00)	0.86 (0.68)	0.173 (0.519)	0.431 (0.41)	1.763
Log TR= 3.005+0.168 Log ER- 0.904 Log R t 3.465 2.330 -3.319	9.946 (0.00)	0.47 (0.25)	1.404 (0.11)	2.758 (0.37)	1.979
Log NT= 17.676+0.98 Log ER-6.751 Log R t 5.507 3.692 -6.698	34.851 (0.00)	0.77 (0.16)	2.069 (0.85)	0.033 (0.26)	2.635
Log NC= 3.336+0.116 Log ER+0.159 Log R t 17.146 7.158 2.613	26.524 (0.00)	0.71 (0.24)	1.425 (0.69)	0.158 (0.20)	3.162

تشير نتائج التقدير الواردة في الجدول (١٤) إلى ما يأتي:

أ- أظهرت نتائج التقدير معنوية تأثير كل من سعر الصرف (ER) وسعر الفائدة (R) ومؤشرات أداء سوق العراق للأوراق المالية بعد أن تم استبعاد كل من معدل التضخم (F) ومعدل النمو في الناتج المحلي الإجمالي (GDP) لعدم ظهور معنويتهم الإحصائية.

حيث أظهرت النتائج تقدير العلاقات طويلة الأجل بين المتغيرات المستقلة للنموذج ومؤشرات الأسواق المالية إلى وجود تأثير موجب لسعر الصرف (ER) في تلك المؤشرات وهو ما يتفق والمنطق الاقتصادي القائل بأن ارتفاع أسعار الصرف وما يعكسه من تحسن في قيمة العملة المحلية سيدفع الأفراد إلى الاتجاه إلى الأسواق المالية للاستثمار في موجодاتها مما يسبب ارتفاع الطلب عليها ومن ثم ارتفاع قيم مؤشراتها، وهو ما يتمثل بمعاملات المرونة التي بلغت اقيمها (0.469، 1.195، 1.025، 0.98، 0.168، 0.116) على التوالي.

ب- الأثر العكسي لسعر الفائدة (R) في مؤشرات سوق العراق للأوراق المالية ومعاملات مرونة (5.199، 4.294، 0.904، 6.751) باستثناء تأثيرها الإيجابي في المؤشر العام لأسعار الأسهم (SP) وعدد الشركات المدرجة (NC) ومعاملات مرونة (3.492 و 0.159) على التوالي.

ج- بلغت القوة التفسيرية للنماذج (52% و 86% و 83% و 47% و 77% و 71%) على التوالي، كما أكدت نتائج اختبارات (LM) و (ARCH) و (J.B) لكافة النماذج خلوها من مشكلة الارتباط الذاتي وتحقق تجانس حدود الخطأ (البواقي) والتي اتبعت توزيعاً طبيعياً.

### ٣- نموذج تصحيح الخطأ Error Correction Model (ECM)

تشير النتائج المدرجة في الجدول (١٥) والتي تعكس العلاقات قصيرة الأجل بين متغيرات النموذج وفقاً لنموذج تصحيح الخطأ.

الجدول (١٥) نتائج تدريب نموذج تصحيح الخطأ لمتغيرات النموذج/ العراق

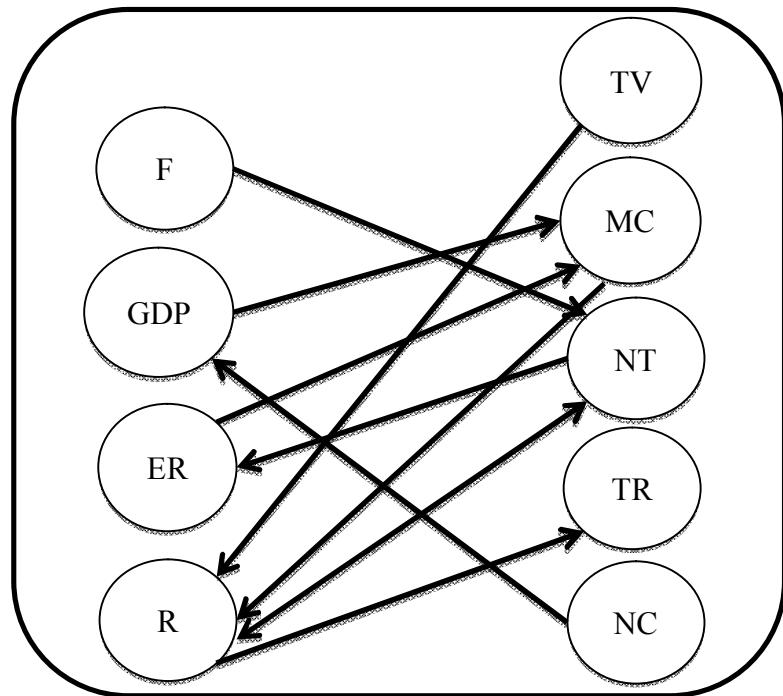
Response variable	Variable	Coeff.	Std-error	T-stat	F-stat	$\bar{R}^2$	LM	LM- $X^2$
SP	D (SP <sub>(-1)</sub> )	0.233	0.101	2.190	4.576	0.55	13.501 (0.141)	85.430 (0.43) [84]
	D (SP <sub>(-2)</sub> )	-0.065	0.089	-0.736				
	D (ER <sub>(-1)</sub> )	0.152	0.151	1.008				
	D (ER <sub>(-2)</sub> )	-0.158	0.128	-1.231				
	D (R <sub>(-1)</sub> )	-1.083	0.491	-2.206				
	D (R <sub>(-2)</sub> )	-1.616	0.498	-3.240				
	U <sub>t-1</sub>	-0.200	0.055	-3.578				
TV	D (TV <sub>(-1)</sub> )	0.172	0.074	2.302	9.772	0.80	14.407 (0.10)	105.455 (0.23) [96]
	D (TV <sub>(-2)</sub> )	0.173	0.073	2.348				
	D (ER <sub>(-1)</sub> )	-0.035	0.121	-0.295				
	D (ER <sub>(-2)</sub> )	-0.271	0.100	-2.698				
	D (R <sub>(-1)</sub> )	-0.136	0.236	-0.577				
	D (R <sub>(-2)</sub> )	-0.612	0.230	-2.657				
	C	0.372	0.135	2.751				
	U <sub>t-1</sub>	-0.214	0.031	-6.788				
MC	D (MC <sub>(-1)</sub> )	0.103	0.103	0.998	16.326	0.84	2.708 (0.60)	37.608 (0.39) [36]
	D (MC <sub>(-2)</sub> )	0.117	0.100	1.163				
	D (ER <sub>(-1)</sub> )	-0.120	0.118	-1.019				
	D (ER <sub>(-2)</sub> )	-0.246	0.103	-2.377				
	C	0.510	0.135	3.767				
	U <sub>t-1</sub>	-0.045	0.005	-7.563				
TR	D (TR <sub>(-1)</sub> )	-0.568	0.173	-3.274	6.675	0.48	8.561 (0.47)	54.590 (0.23) [48]
	D (ER <sub>(-1)</sub> )	0.416	0.122	3.413				
	D (R <sub>(-1)</sub> )	0.580	0.434	1.334				
	U <sub>t-1</sub>	-0.257	0.083	-3.064				
NT	D (NT <sub>(-1)</sub> )	-0.049	0.052	-0.938	37.828	0.89	1.947 (0.74)	37.815 (0.15) [30]
	D (NT <sub>(-2)</sub> )	-0.118	0.057	-2.058				
	D (ER <sub>(-1)</sub> )	-0.092	0.083	-1.106				
	D (ER <sub>(-2)</sub> )	-0.174	0.087	-2.681				
	U <sub>t-1</sub>	-0.097	0.010	-8.947				
NC	D (NC <sub>(-1)</sub> )	0.834	0.508	1.641	29.862	0.86	14.703 (0.09)	54.991 (0.22) [48]
	D (ER <sub>(-1)</sub> )	-0.062	-0.119	-0.523				
	D (R <sub>(-1)</sub> )	-0.287	0.302	-0.951				
	C	0.137	0.050	2.727				
	U <sub>t-1</sub>	-0.871	0.110	-7.861				

تبين نتائج التقدير الواردة في الجدول (١٥) إلى ما يأني:

- أ- الأثر السلبي لسعر الفائدة (R) المتباطئ زمنياً لمدة واحدة ولمدitan في المؤشر العام لأسعار الأسهم وبمعاملات مرونة (1.083 و 1.616) على التوالي، أما المؤشر العام لأسعار الأسهم لسنة سابقة فقد ارتبط بعلاقة إيجابية مع المؤشر العام لأسعار الأسهم الحالي وبمعامل مرونة (0.233)، من جانب آخر فقد بلغت القوة التفسيرية للنموذج (55%).
- ب- معنوية تأثير كل من سعر الصرف (ER) ذات فترتي إبطاء وسعر الفائدة (R) ذات مدتي إبطاء في حجم التداول (TV) وبمعاملات مرونة سالبة (0.271 و 0.612) على التوالي، أما حجم التداول المتباطئ لمدة واحدة فكان له تأثير إيجابي في حجم التداول وبمعامل مرونة (0.172)، في حين بلغت القوة التفسيرية للنموذج (80%).
- ج- الأثر السلبي لسعر الصرف (ER) المتباطئ لمدتين في مؤشر القيمة السوقية (MC) وبمعامل مرونة (0.246) في حين بلغت القوة التفسيرية للنموذج (84%).
- د- مارس معدل دوران السهم (TR) ذات مدة إبطاء واحدة سلبياً في معدل دوران السهم الحالي وبمعامل مرونة (0.568)، أما تأثير سعر الصرف ذات مدة إبطاء واحدة فكان إيجابياً في مؤشر معدل دوران السهم (TR) وبمعامل مرونة (0.416)، في حين بلغت القوة التفسيرية للنموذج (48%).
- ه- يستجيب مؤشر عدد الأسهم المتداولة (NT) في الأجل القصير سلبياً لسعر الصرف المتباطئ زمنياً لمدتين وعدد الأسهم المتداولة لمدتين سابقتين، وبمعاملات مرونة بلغت (0.118 و 0.174) على التوالي، في حين بلغت القوة التفسيرية للنموذج (89%).
- و- أكدت نتائج اختبارات (F) و (LM) و ( $LM-X^2$ ) معنوية تأثير كافة المعادلات وخلوها من المشاكل الإحصائية.
- ي- أثبتت نتائج معاملات حد تصحيح الخطأ ولجميع المعادلات معنويتها، فضلاً عن إشارتها السالبة التي جاءت متطابقة مع الطروحات النظرية التي تتوقع سالبيتها، إلا أن قيمها جاءت منخفضة حيث لم تتجاوز 25.7% باستثناء معادلة عدد الشركات حيث بلغت قيمتها 87.1، مما يعكس طول المدة الزمنية اللازمة للوصول إلى التوازن.

#### ٤- اختبار السبيبية

وباستخدام سبيبية Granger بين مؤشرات سوق العراق للأوراق المالية وبعض متغيرات الاقتصاد الكلي تم الحصول على النتائج المدرجة في الملحق (١٢) والتي يمكن تلخيصها بالشكل (١٣).



الشكل (١٣) : اتجاه العلاقة السببية بين المتغيرات الاقتصادية ومؤشرات سوق العراق للأوراق المالية.

- المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على نتائج الملحق (١٢) لنتائج العلاقة السببية.
- نلاحظ من الشكل (١٣) ما يأتي:
- وجود علاقة سببية أحادية الاتجاه تبدأ من مؤشر حجم التداول (TV) والقيمة السوقية (MC) باتجاه سعر الفائدة (R) بلغت  $F$  المحسوبة (3.984, 3.707) على التوالي وبتباين زمني 2 في حين لم يتحقق الاتجاه المعاكس.
- وجود علاقة سببية أحادية الاتجاه تبدأ من معدل التضخم (F) باتجاه مؤشر عدد الأسهم المتداولة (NT) (6.718) وبتباين قدره 2 في حين لم يتحقق الاتجاه المعاكس.
- هنالك علاقة سببية أحادية الاتجاه تبدأ من سعر الصرف (ER) ومعدل النمو في الناتج المحلي (GDP) باتجاه مؤشر القيمة السوقية (MC) بلغت  $F$  (10.500, 4.414) على التوالي وبتباين زمني 2.
- هنالك علاقة سببية أحادية الاتجاه من مؤشر عدد الأسهم المتداولة (NT) باتجاه سعر الصرف (ER) (4.700) بلغت  $F$  2 وهنالك علاقة سببية ثنائية الاتجاه بين مؤشر عدد الأسهم المتداولة وسعر الفائدة (4.585, 5.686) وبتباين قدره 2.
- هنالك علاقة سببية من مؤشر عدد الشركات (NC) باتجاه معدل النمو في الناتج المحلي (GDP)، بلغت إحصائية  $F$  (3.565) وبتباين قدره 2 ومن ثم يمكن لمؤشر عدد الشركات التأثير في معدلات النمو في الناتج المحلي.
- هنالك علاقة سببية تبدأ من سعر الفائدة باتجاه مؤشر معدل دوران الأسهم حيث بلغت إحصائية  $F$  (5.945) وبتباين زمني 2.

وللوقوف على طبيعة الأثر الذي يمكن أن تتركه التقلبات في أسعار صرف العملات المحلية في مؤشرات الأسواق المالية لدول العينة يمكن تلخيص نتائج العمل التجاري بالجدول الآتي:

**الجدول (١٦) العلاقات طويلة الأجل بين أسعار صرف العملات المحلية ومؤشرات الأسواق المالية لبلدان عينة الدراسة**

NC	NT	TR	MC	TV	SP	المؤشرات سعر الصرف	الدولة
-0.806	-	-1.493	-	-	-	ER	مصر
-	-	-22.878	21.820	-	13.478	ER	الأردن
-	-5.857	-	-	-5.502	-3.531	ER	المغرب
0.116	0.98	0.168	1.025	1.195	0.469	ER	العراق

المصدر: الجدول من عمل الباحثة بالاعتماد على نتائج الجدول (٨) و (١٠) و (١٢) و (١٤)

**الجدول (١٧) العلاقات قصيرة الأجل بين أسعار صرف العملات المحلية ومؤشرات الأسواق المالية لبلدان عينة الدراسة**

NC	NT	TR	MC	TV	SP	المؤشرات سعر الصرف	الدولة
0.337	-	-4.028	-	-	-	ER <sub>(-1)</sub>	مصر
-	-	-11.90	-0.857	-	8.780	ER	الأردن
-	0.761	-	-	-	1.824	ER <sub>(-1)</sub>	المغرب
-	-	0.416	-	-	-	ER <sub>(-1)</sub>	العراق
-	-0.174	-	0.120	-0.271	-	ER <sub>(-2)</sub>	

المصدر: الجدول من عمل الباحثة بالاعتماد على نتائج الجدول (٩) و (١) و (١٣) و (١٥)

**الجدول (١٨) اتجاه العلاقات السببية بين سعر صرف العملات المحلية ومؤشرات الأسواق المالية لدول العينة**

اتجاه العلاقة	الدولة
SP  ER MC  ER NT  ER	مصر
NT  ER	الأردن
NT  ER	المغرب
MC  ER NT  ER	العراق

المصدر: الجدول من عمل الباحثة بالاعتماد على الأشكال (١٠) و (١١) و (١٢) و (١٣)

من خلال استعراض الجداول السابقة يتضح ما يأتي :

- ١- تشير بيانات الجدول (١٦) والخاصة بمصر إلى وجود تأثير سلبي لسعر الصرف (ER) في مؤشر معدل الدوران (TR) وعدد الشركات (NC)، أما في الأردن فقد ظهرت العلاقة إيجابية طويلة الأجل بين سعر صرف الدينار الأردني ومؤشرات سوق عمان للأوراق المالية (المؤشر العام لأسعار الأسهم (SP)، القيمة السوقية (MC) ) في حين كانت العلاقة سلبية بين سعر الصرف ومعدل دوران الأسهم ، في المغرب ظهر وجود علاقة طويلة الأجل سلبية بين سعر صرف الدرهم المغربي ومؤشرات سوق الدار البيضاء للأوراق المالية والمتمثلة بالمؤشر العام لأسعار الأسهم (SP) وحجم التداول (TV) وعدد الأسهم المتداولة (NT) فانخفاض قيمة الدرهم المغربي يسبب انخفاضاً في تلك المؤشرات، وربما يعود ذلك إلى انخفاض قيمة الدرهم المغربي تدفع بالمستثمرين نحو الابتعاد عن تداول الأوراق المالية والاتجاه نحو المضاربة في أسواق الصرف الأجنبي محدثة بذلك انخفاض بالطلب على الأوراق المالية مسببة انخفاض في مؤشراتها. أما في العراق فقد جاءت النتائج معاكسة لذلك فقد مارست تقلبات أسعار صرف الدينار العراقي دوراً إيجابياً في جميع مؤشرات سوق العراق للأوراق المالية، وربما يعود ذلك إلى التذبذبات الكبيرة والواسعة التي عانى منها سعر صرف الدينار العراقي خلال مدة الدراسة (١٩٩٠-٢٠١٢) بحيث دفعت المستثمرين وفي محاولة لمواجهة الخسائر التي يمكن أن تحدث نتيجة انخفاض قيمة الدينار العراقي، والاتجاه نحو الأسواق المالية الأمر الذي رفع من الطلب على الأوراق المالية المتداولة فيها مما أحدث ارتفاعاً في مؤشراتها.
- ٢- جاء تأثير أسعار صرف العملات المحلية في مؤشرات الأسواق المالية في الأجل القصير، متبيناً في قيم واتجاه التأثير بين أسواق دول العينة وبين مؤشرات الأسواق نفسها.
- ٣- عانى اتجاه السبيبية بين أسعار صرف العملات المحلية لدول العينة ومؤشرات أسواقها المالية من عدم التوافق، إلا أن معظم التأثير كان من سعر الصرف باتجاه تلك المؤشرات.

# الاستنتاجات والتوصيات

## الاستنتاجات والتوصيات

### أولاً : الاستنتاجات

يمكن تلخيص أهم الاستنتاجات التي تم التوصل إليها من خلال الدراسة ما يأْتي:

- ١- تبَّاين نتائج الدراسات التي تناولت العلاقة بين تقلبات أسعار الصرف وأسواق الأوراق المالية، بين مؤيد لتأثير تقلبات أسعار الصرف في أسواق الأوراق المالية، وبين مؤكَّد على الاتجاه المعاكس للتأثير، وبين رأي يرى عدم وجود أية علاقة بين المتغيرين.
- ٢- شهدت الأسواق المالية عينة الدراسة اتجاهًا تصاعديًّا ولجميع مؤشراتها خلال مدة الدراسة (١٩٩٠-٢٠١٢) بالرغم من الانخفاضات التي شهدتها هذه المؤشرات في بعض أعوام الدراسة.
- ٣- اتجاه أسعار صرف الجنيه المصري والدرهم المغربي نحو الانخفاض تدريجيًّاً مقابل الدولار الأمريكي خلال مدة الدراسة (١٩٩٠-٢٠١٢)، في حين اتسم سعر صرف الدينار الأردني بالاستقرار تجاه الدولار الأمريكي ومنذ عام ١٩٩٦ ولغاية ٢٠١٢، أما سعر صرف الدينار العراقي فقد شهد تذبذبًا كبيرًا خلال أعوام الدراسة سواء كان هذا التذبذب بالارتفاع أو الانخفاض.
- ٤- أكَّدت نتائج اختبار استقرارية السلسل الزمنية وباستخدام اختبار (pp) أن جميع متغيرات الدراسة غير مستقرة في المستوى باستثناء معدل النمو في الناتج المحلي الإجمالي في مصر والأردن والمغرب والعراق، فضلًاً عن معدل التضخم في الأردن والعراق وسعر الصرف في الأردن، إلاً أنها تصبح مستقرة بعد أخذ الفروق الأولى لها.
- ٥- تبَّاين اتجاه السبيبية بين أسعار الصرف وببطءات زمنية مختلفة ومؤشرات الأسواق المالية عينة الدراسة، وهو ما يؤكد ما جاء في الاستنتاج الأول.
- ٦- مارست التقلبات في أسعار صرف العملات المحلية مقابل الدولار الأمريكي تأثيرها في بعض مؤشرات أسواقها المالية، إلاً أن نتائج تقدير العلاقات التي تربط بين هذه المتغيرات سواء منها طويلة الأجل أو قصيرة الأجل اتسمت بعدم التجانس في القيمة والاتجاه، الأمر الذي جاء مؤكًّدًا لفرضيات الدراسة.

## ثانياً : التوصيات

بناءً على الاستنتاجات التي توصلت إليها الدراسة، يمكن إدراج بعض التوصيات التي من أهمها:

١- ينبغي إعطاء خصوصية لكل سوق مالي عند دراسة أثر التقلبات في أسعار الصرف على مؤشراته المالية.

٢- ضرورة دعم الاتجاهات التصاعدية لمؤشرات الأسواق المالية عينة الدراسة سواء من خلال توسيع حركة الإصلاحات الهيكلية للاقتصاديات المحلية أو عن طريق القوانين المنظمة لعمل الأسواق المالية والمشجعة للاستثمار المحلي، فضلاً عن استكمال البنية الأساسية للأسوق المالية والانفتاح على الأسواق المالية العالمية.

٣- ضرورة العمل على تحقيق استقرار أسعار صرف العملات المحلية من خلال إتباع سياسية نقدية قادرة على الوصول إلى ذلك.

٤- ينبغي إجراء اختبارات الاستقرارية للسلسل الزمنية لمتغيرات الدراسة قبل الدخول في قياس وتقدير العلاقات التي تربط بين هذه المتغيرات، نظراً لتمتع غالبية المتغيرات بخاصية عدم الاستقرار.

٥- ضرورة متابعة التقلبات في أسعار صرف العملة والت卜ؤ بقيمها المستقبلية من أجل اتخاذ الإجراءات الكفيلة للحد من آثاره السلبية في مؤشرات الأسواق المالية والاستفادة من المميزات الإيجابية لهذه التقلبات.

٦- إجراء المزيد من الدراسات والأبحاث حول أثر التقلبات في أسعار صرف العملات المحلية على مؤشرات الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية سواء بصورة منفردة أو على مستوى القطاعات من أجل تغطية عدد من الجوانب التي ما زالت بحاجة إلى مزيد من التدقيق والاختبار.

# قائمة المصادر

**أولاً : - التقارير والنشرات الرسمية**

- ١- البنك المركزي الأردني، التقرير السنوي، دائرة الأبحاث والدراسات، للأعوام ١٩٨٨ ، ١٩٩٢ ، ١٩٩٦ ، ١٩٨٩ ، ٢٠١٢ ، ٢٠١٢ ، ٢٠٠٤ ، ٢٠١٢ .
- ٢- البنك المركزي العراقي، المديرية العامة للإحصاء والابحاث، التقرير الاقتصادي السنوي، للأعوام ٢٠١٢ ، ٢٠٠٤ ، ٢٠١٢ .
- ٣- البنك المركزي العراقي، المديرية العامة للإحصاء والابحاث، تقرير السياسة النقدية، ٢٠١٢ .
- ٤- البنك المركزي العراقي، المديرية العامة للإحصاء والابحاث، النشرة السنوية، للأعوام ٢٠٠٣ . ٢٠١٢ .
- ٥- البنك المركزي المصري، التقرير السنوي لعام ٢٠٠٦ .
- ٦- البنك المركزي المصري، المجلة الاقتصادية، ٢٠٠٦ ، العدد ٤ ، المجلد ٦ ، قطاع البحوث الاقتصادية .
- ٧- سوق الدار البيضاء للأوراق المالية، التقرير السنوي لعام ٢٠٠٢ .
- ٨- سوق العراق للأوراق المالية، التقرير السنوي للأعوام ، ٢٠١٢ ، ٢٠٠٩ .
- ٩- سوق عمان للأوراق المالية، التقرير السنوي للأعوام ١٩٩٢ ، ١٩٩٧ ، ١٩٩٥ ، ٢٠٠٤ .
- ١٠- صندوق النقد العربي، ١٩٨٥ ، المؤسسة العربية لضمان الاستثمار، الأسواق المالية العربية واقعها و مجالات تطويرها، أبو ظبي .
- ١١- صندوق النقد العربي، التقرير الاقتصادي العربي الموحد، أعداد متفرقة .
- ١٢- صندوق النقد العربي، الحساب القومية للدول العربية، أعداد متفرقة .
- ١٣- صندوق النقد العربي، تقرير خاص بقاعدة بيانات الأسواق المالية العربية، عدد خاص، للأعوام ١٩٩٧ ، ١٩٩٩ ، الأسواق المالية العربية المشاركة في قاعدة البيانات، نشأتها وتطورها، أبو ظبي .
- ١٤- صندوق النقد العربي، قاعدة بيانات الأسواق المالية العربية، النشرات الفصلية، أعداد متفرقة .
- ١٥- هيئة الأوراق المالية الأردنية، التقرير السنوي لعام ٢٠١١ .
- ١٦- الهيئة العامة للرقابة المالية، التقرير السنوي لأداء سوق مصر للأعوام ٢٠١١ ، ٢٠١٢ .

**ثانياً : - الرسائل والأطارات**

- ١- الأعظمي، براء محي الدين إبراهيم، ٢٠١٠ المحفظة الاستثمارية الحديثة و إمكانية تطبيقها، دراسة حالة سوق العراق للأوراق المالية، رسالة ماجستير ، جامعة بغداد.
- ٢- آل طعمة، حيدر حسن أحمد محمد، ٢٠٠٧ ، تحليل العوامل المؤثرة في أداء سوق الأوراق المالية ، مصر حالة دراسية للمرة (١٩٩١-٢٠٠٥)، رسالة ماجستير ، جامعة بغداد.

- ٣- البراجنة، أمجد ابراهيم، ٢٠٠٩، اختبار العلاقة بين توزيع الأرباح وكل من القيمة السوقية والدفترية للأسهم المتداولة في سوق فلسطين للأوراق المالية، رسالة ماجستير، الجامعة الإسلامية، غزة- فلسطين.
- ٤- بربور، مشهور هذلول، ٢٠٠٨، العوامل المؤثرة في انتقال أثر أسعار صرف العملات الأجنبية على مؤشر الأسعار في الأردن لمدة (١٩٨٥-٢٠٠٦)، أطروحة دكتوراه، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية.
- ٥- البرواري، سعاد عبد القادر قاسم، ٢٠٠٨، تقدير وتحليل العوامل المؤثرة على الاستثمار المالي، دراسة في عينة من الأسواق المالية لمدة (١٩٨٦-٢٠٠٤)، رسالة ماجستير، جامعة الموصل.
- ٦- البرواري، محمد سلمان محمد، ١٩٩٣، واقع أسعار الصرف وتغيراتها في الدول النامية مع إشارة خاصة للعراق لمدة (١٩٧٣-١٩٩٢)، رسالة ماجستير، جامعة الموصل.
- ٧- بن طيرش، عطاء الله، ٢٠١١، أثر تغير سعر الصرف على تحرير التجارة الخارجية، دراسة حالة الجزائر، رسالة ماجستير، المركز التعليمي بغريانة- الجزائر.
- ٨- جابو، سليم، ٢٠١٢، تحليل حركة أسعار الأسهم في بورصة الأوراق المالية دراسة حالة للاسهم المتداولة في بورصة عمان خلال الفترة (٢٠٠١-٢٠١٠)، رسالة ماجستير، جامعة قاصدي مرياح ورقلة، الجزائر.
- ٩- حسن، محمود صالح عطية، ٢٠٠٨، عولمة الأسواق المالية وتأثيراتها في البلدان النامية، رسالة ماجستير، الجامعة المستنصرية.
- ١٠- حسين، علي سلمان مال الله، ٢٠٠٨، دور سعر الفائدة وسعر الصرف الأجنبي في حركة التدفقات المالية الدولية، مصر واليابان حالة دراسية لمدة (١٩٩٠-٢٠٠٥)، رسالة ماجستير، جامعة بغداد.
- ١١- الحسيني، احمد حمدي احمد، ٢٠٠٦، دور سوق العراق للأوراق المالية في تشجيع الاستثمار (دراسة تحليلية)، رسالة ماجستير، الجامعة المستنصرية.
- ١٢- حمادي، مصطفى فاضل، ٢٠١٢، قياس تأثير عجز الموازنة العامة في بعض متغيرات الاقتصاد الكلي لعينة من البلدان المتقدمة والنامية لمدة (١٩٨٠-٢٠٠٩)، أطروحة دكتوراه، جامعة الموصل.
- ١٣- الحمود، غدير بن سعد، ٢٠٠٤، العلاقة بين الاستثمار العام والاستثمار الخاص في إطار التنمية الاقتصادية السعودية، رسالة ماجستير، جامعة الملك سعود.
- ١٤- خضر، زاهر عبد الحليم، ٢٠١٢، تأثير سعر الصرف على المؤشرات الكلية للاقتصاد الفلسطيني (١٩٩٤-٢٠١٠)، رسالة ماجستير، جامعة الأزهر- غزة.
- ١٥- خليل، أسامة إسماعيل، ٢٠١٢، تقدير أثر بعض متغيرات السياسة المالية في معدلات الفقر لعينة من البلدان النامية، رسالة ماجستير، جامعة الموصل.

- ١٦ - الدعمي، عباس كاظم جاسم، ٢٠٠٨، اثر السياسات النقدية والمالية في مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية، دراسة تطبيقية في مصر والولايات المتحدة الأمريكية للمدة (١٩٩٠-٢٠٠٦)، اطروحة دكتوراه، جامعة الكوفة.
- ١٧ - الدليمي، أياد حماد عبد، ٢٠٠٥، اثر تخفيض سعر الصرف على بعض المتغيرات الاقتصادية مع التركيز على انتقال رؤوس الأموال في بلدان مختارة، رسالة ماجستير، الجامعة المستنصرية.
- ١٨ - الدليمي، رغيد عماد الدين بشير، ٢٠٠٦، تأثير التضخم في أداء الأسواق المالية العربية للمدة (١٩٩٦-٢٠٠٢)، رسالة ماجستير، جامعة الموصل.
- ١٩ - الدوري، محمد عماد عبد العزيز، ٢٠٠٩، إمكانيات التكامل بين الأسواق المالية في دول مجلس التعاون الخليجي، رسالة ماجستير، جامعة تكريت.
- ٢٠ - سليمان، فتحي محمد، ٢٠٠٤، إدارة خطر سعر الصرف للاستثمارات الأجنبية المباشرة في الأقطار العربية، رسالة ماجستير، جامعة الموصل.
- ٢١ - سمور، نبيل خليل طه، ٢٠٠٧، سوق الأوراق المالية الإسلامية بين النظرية والتطبيق، دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، رسالة ماجستير، الجامعة الإسلامية-غزة.
- ٢٢ - سمية، موري، ٢٠١٠، أثار تقلبات أسعار الصرف على العائدات النفطية، دراسة حالة الجزائر، رسالة ماجستير، جامعة أبي بكر بلقايد، الجزائر.
- ٢٣ - الشدود، عدنان محمد حسن، ٢٠٠٩، فاعلية السياسة النقدية ودورها في الاستقرار الاقتصادي في العراق للمدة (١٩٩١-٢٠٠٦)، اطروحة دكتوراه، جامعة البصرة.
- ٢٤ - شرابي، عماد الدين، ٢٠١٠، اتخاذ قرار الاستثمار في الأسهم بالاعتماد على التحليل الفني، دراسة تطبيقية على عشرين مؤسسة مدرجة في CAC40، رسالة ماجستير، جامعة منتوري - قسنطينة - الجزائر.
- ٢٥ - الشمري، باسم خميس عبيد، ٢٠٠٨، فاعلية السياسة النقدية في تحقيق الاستقرار الاقتصادي في العراق للمدة (١٩٩٠-٢٠٠٥)، رسالة ماجستير، جامعة بغداد.
- ٢٦ - صالح، اوبيبة، ٢٠١١، أثر التغير في سعر الصرف على التوازن الاقتصادي، دراسة حالة الجزائر، المركز الجامعي بغرداية - الجزائر.
- ٢٧ - طارق ، شوقي، ٢٠٠٩، أثر تغيرات أسعار الصرف على القوائم المالية، رسالة ماجستير، جامعة الحاج حضر - باتنة - الجزائر.
- ٢٨ - العاني، يوسف عبدالله عبد، ٢٠٠٩، دور سوق الأوراق المالية في التحول نحو اقتصاد السوق، مصر والمغرب حالة دراسية، اطروحة دكتوراه، جامعة بغداد.
- ٢٩ - عبادي، أثير عباس، ٢٠١١، الأزمات في الأسواق المالية وانعكاساتها في الاقتصادات العربية، مع إشارة خاصة للاقتصاد العراقي، اطروحة دكتوراه، جامعة بغداد.

- ٣٠ عبد القادر، مراد، ٢٠١١، دراسة اثر المتغيرات النقدية على سعر الصرف الدينار الجزائري مقابل الدولار الأمريكي خلال الفترة (١٩٧٤ - ٢٠٠٣)، رسالة ماجستير، جامعة قاصدي مرياح- ورقلة- الجزائر.
- ٣١ عبيادات، سامر فخري محي الدين، ٢٠٠٨، استخدام كلفة التمويل في تقييم الأسهم العادية، دراسة تطبيقية في بورصة عمان، رسالة ماجستير، جامعة آل البيت.
- ٣٢ العبيدي، عمر محمود عكاوي، ٢٠٠٩، فاعلية السياسة النقدية في السيطرة على الضغوط التضخمية في العراق لمدة (١٩٨٠ - ٢٠٠٧)، رسالة ماجستير، جامعة بغداد.
- ٣٣ العطواني، خالد شامي ناشور، ٢٠٠٩، اختيار نظام سعر الصرف في إطار سياسة احتواء التضخم في الاقتصاد النامي المفتوح، مع إشارة للعراق، رسالة ماجستير، جامعة المستنصرية.
- ٣٤ علي، سعد مجيد عبد، ٢٠١٠، إمكانية تطبيق استراتيجيات التحوط من مخاطر تقلبات أسعار الأسهم باستخدام العقود الآجلة، المستقبلية، دراسة لعينة من القطاع المصرفي الخاص في سوق العراق للأوراق المالية، رسالة ماجستير، جامعة الكوفة.
- ٣٥ علي، فراس حسين، ٢٠٠٥، دراسة تحليلية لأسباب تدهور أسعار الصرف في البلدان النامية (بلدان عربية مختارة)، رسالة ماجستير، جامعة المستنصرية.
- ٣٦ العنزي، فرج بن ناوي بن نجيب، ٢٠٠٤، اثر نمو عرض النقود على نمو القطاع الخاص في المملكة العربية السعودية دراسة تطبيقية باستخدام تحليلات التكامل المشترك، رسالة ماجستير، جامعة الملك سعود.
- ٣٧ العنزي، سعدون حسين فرحان، ٢٠٠٦، أثر تقلبات سعر الصرف على بعض متغيرات الاقتصاد الكلي في عدد من الدول النامية، أطروحة دكتوراه، جامعة الموصل.
- ٣٨ العوسي، سمير عبد الدايم حسن، ٢٠١٠، تحليل اتجاهات المستثمرين الافراد في سوق فلسطين للأوراق المالية، دراسة استطلاعية على المستثمرين الأفراد في قطاع غزة، رسالة ماجستير، الجامعة الإسلامية- غزة.
- ٣٩ الفالوجي، محمد يونس عنتر، ٢٠٠٧، اختبار كفاءة سوق فلسطين للأوراق المالية عند المستوى الضعيف دراسة تطبيقية على الشركات المدرجة في السوق لعام (٢٠٠٤-٢٠٠٥)، رسالة ماجستير، الجامعة الإسلامية، غزة- فلسطين.
- ٤٠ كريم، فلاح حسين، ٢٠١٠، دور السياسة النقدية في استقرار سعر الصرف في العراق، دراسة قياسية لمدة (١٩٨٠ - ٢٠٠٨)، أطروحة دكتوراه، جامعة بغداد.
- ٤١ مباركي، سامي، ٢٠٠٤، فعالية الأسواق المالية في تنشيط الاستثمارات، دراسة مقارنة الجزائر والمغرب، رسالة ماجستير، جامعة الحاج الحضر- باتنة، الجزائر.
- ٤٢ المصري، محمود محمد سمير، ٢٠١١، تحليل سلوك أسعار الأسهم وأثره على كفاءة بورصة فلسطين للأوراق المالية (دراسة تحليلية)، رسالة ماجستير، الجامعة الإسلامية- غزة.

- ٤٣- مصلح، أسامة جبار، ٢٠٠٥، تطور ودائع المصادر التجارية وأسعار الأسهم في أقطار عربية مختارة (دراسة تحليلية)، أطروحة دكتوراه، الجامعة المستنصرية.
- ٤٤- المعومري، عامر عمران كاظم، ٢٠٠٩، فاعلية أداء الأسواق المالية في ظل الازمات الاقتصادية في بلدان مختارة، أطروحة دكتوراه، جامعة بغداد.
- ٤٥- المعigel، محمد بن صالح بن سليمان، ٢٠٠٤، محددات سرعة دوران النقود في المملكة العربية السعودية، رسالة ماجستير، جامعة الملك سعود.
- ٤٦- مكاوي، محمد، ٢٠١٣، دراسة أثر التقلبات أسعار الصرف على قيمة الأسهم حالة سوق عمان-الأردن للأوراق المالية، خلال الفترة (٢٠٠٦-٢٠٠٩)، رسالة ماجستير، جامعة قاصدي، مرياح ورقلة-الجزائر.
- ٤٧- المولى، إيمان عبد المطلب محمد، ٢٠٠٤، تأثير السياسة النقدية في أداء أسواق رأس المال في مجموعة من البلدان العربية، رسالة ماجستير، جامعة الموصل.
- ٤٨- مومو، بلال، ٢٠١٣، اثر الاستثمار الأجنبي المباشر والاستثمار المحلي على النمو الاقتصادي دراسة حالة الجزائر للمدة (١٩٩٠-٢٠١١) رسالة ماجستير، جامعة قاصدي مرياح ورقلة، الجزائر.
- ٤٩- نسمان، هاني اسحق إبراهيم، ٢٠٠٨، مدى التزام الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية بمعايير المحاسبة الدولي رقم (٢١) "أثار التغير في أسعار صرف العملات الأجنبية"، دراسة ميدانية، رسالة ماجستير، الجامعة الإسلامية- غزة.
- ٥٠- نعمة، سمير فخري، ٢٠٠٧، العلاقة التبادلية بين سعر الصرف وسعر الفائدة وانعكاسها على ميزان المدفوعات، مصر حالة دراسية للمدة (١٩٧٥-٢٠٠٦)، أطروحة دكتوراه، جامعة بغداد.
- ٥١- هجيرة، عبدالجليل، ٢٠١٢، أثر تغيرات سعر الصرف على الميزان التجاري، دراسة حالة الجزائر، رسالة ماجستير، جامعة أبي بكر بلقايد، الجزائر.
- ٥٢- الهداوي، عمار عمر محمود علي، ٢٠١١، علاقة أنظمة سعر الصرف بأداء الاقتصاد المصري ، أطروحة دكتوراه ، جامعة الزقازيق.
- ٥٣- الوائلي، احمد عبدالله سليمان، ٢٠٠٩، الضرورة والركائز الأساسية للانتقال من الأسلوب المخطط إلى الأسلوب التلقائي للنمو (العراق حالة دراسية)، أطروحة دكتوراه، جامعة بغداد.
- ٥٤- يمينة، در قال، ٢٠١١، دراسة أثر تقلبات أسعار الصرف في المدى القصير اختبار فرضية التعديل الزائد في دول المغرب العربي، رسالة ماجستير، جامعة أبي بكر بلقايد، الجزائر.

ثالثاً : البحوث والدوريات.

- ١- أحمد، شيماء حسين و حشمت، ياسمين عادل، ٢٠٠٦، تحديد قيمة الجنيه المصرف مقابل العملات الأجنبية، مجلس الوزراء مركز المعلومات ودعم اتخاذ القرار الإدارية العامة للتحليل الاقتصادي.
- ٢- بن موسى، كمال، ٢٠٠٤، المحفظة الاستثمارية تكوينها ومخاطرها، مجلة الباحث، عدد ٣، الجزائر.
- ٣- التايه، يعقوب صالح و علي، عمر احمد، ١٩٩٧، سياسات وإدارة أسعار الصرف في البلدان العربية، محرر عن علي توفيق الصادق وأخرون، معهد السياسات الاقتصادية، صندوق النقد العربي، أبو ظبي.
- ٤- الجابري، قصي و ثوبني، فلاح حسين، ٢٠١٠، رصد التغيرات في الطلب على النقود خلال الأزمات المصرفية باستخدام نماذج التكامل المشترك، دراسة تطبيقية على الأزمة المصرفية لدول جنوب شرق آسيا، العدد ٨٠، الجامعة المستنصرية.
- ٥- الجزاوي، إبراهيم محمد علي و عبد الله، نور عبد الرزاق، ٢٠١٢، تحليل الاستثمارات المالية باستخدام المؤشرات المالية بالتطبيق في مصرف الشرق الأوسط العراقي للاستثمار، لمدة (٢٠٠٩ - ٢٠٠٧)، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، العدد ٦٦، المجلد ١٨، جامعة بغداد.
- ٦- الجنابي، نبيل مهدي و الطرفي، فوزي حسين صاحب، ٢٠١٢، آثار السياسة النقدية على عوائد الأسهم، سوق العراق للأوراق المالية انموذجاً - لمدة (٢٠١٠ - ٢٠٠٤)، مجلة القادسية للعلوم الإدارية والاقتصادية، العدد ٣ ، المجلد ١٤ ، جامعة القادسية.
- ٧- الحديثي، صلاح الدين حامد و سالم، سالم عبد الحسين، ٢٠١٠، حوالات الخزينة واستخدامها في العراق، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، العدد ٦٠، المجلد ١٦، جامعة بغداد.
- ٨- الحسيني، دعاء نعمان، ٢٠٠٥، تأثير التغيرات الاقتصادية على مؤشرات أسواق الأوراق المالية العربية، بحوث مستقبلية، العدد العاشر، كلية الحدابي الجامعة.
- ٩- حمد، موفق خزعل، ٢٠١١، سوق العراق للأوراق المالية بين الاختلالات الهيكلية للاقتصاد العراقي ومتطلبات النمو الاقتصادي، مجلة دنانير، الجامعة الإسلامية بغداد.
- ١٠-الحمداني، رافعة إبراهيم و العبادي، عمر غازي، ٢٠٠٧، آثر المعلومات المالية في حركة أسعار الأسهم بسوق عمان للأوراق المالية، مجلة تكريت للعلوم الإدارية والاقتصادية، العدد ٧، المجلد ٣ ، جامعة تكريت.
- ١١- حمدوش، بشير، ٢٠٠٢، نظم وسياسات أسعار الصرف، تحرير علي توفيق الصادق وأخرون، معهد السياسات الاقتصادية صندوق النقد العربي، أبو ظبي.
- ١٢- الخرجي، ثريا عبد الرحيم، ٢٠٠٧، تقييم أداء السياسة النقدية في العراق وأثرها في التضخم دراسة تحليلية لمدة (١٩٨٠ - ٢٠٠٣)، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، العدد ٤٨ ، المجلد ١٣ ، جامعة بغداد.

- ١٣- خضير، إيمان عبد و بخيت، حسين علي، ٢٠٠٠، العلاقة بين الضغوط التضخمية وأسعار صرف الدولار في السوق العراقية للمدة (١٩٩٨-١٩٩٠)، مجلة العلوم الاقتصادية، العدد ٢٤، جامعة بغداد.
- ٤- الخفاجي، علي جران علي، ٢٠١٠، قياس استجابة أسعار الأسهم لتحركات سعر الصرف، دراسة تطبيقية على عينة من الشركات المحلية في سوق العراق للأوراق المالية، مجلة كلية الإدارة والاقتصاد للدراسات الاقتصادية، العدد ٢، مجلد ٤٥٥، جامعة بابل.
- ٥- الزعبي، بشير، ٢٠٠٠، تأثير العوامل الاقتصادية الكلية على المؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق عمان المالي للمدة (١٩٧٨-١٩٩٨)، مجلة دراسات العلوم الإدارية، العدد ١٢، المجلد ٢٧، الجامعة الأردنية.
- ٦- الساعدي، علاء عبد الحسين و الشواي، الهام جعفر، ٢٠١٢، طرائق وأساليب التحوط من تقلبات أسعار صرف العملات والعوامل المؤثرة فيها، مجلة العلوم الاقتصادية، العدد ٣٠، المجلد ٨، جامعة البصرة.
- ٧- سلامي، أحمد و شيخي، محمد، ٢٠١٣، اختبار العلاقة السببية والتكامل المشترك بين الادخار والاستثمار في الاقتصاد الجزائري للمدة (١٩٧٠-٢٠١١)، العدد ١٣، مجلة الباحث.
- ٨- السندي، جهاد أحمد، المومني، غازي فلاح، ٢٠١٢، أثر تذبذب أسعار صرف الدينار الأردني على قيم أسهم الشركات المساهمة العامة في القطاع الخدمات، مجلة الجامعة الإسلامية للدراسات الاقتصادية والإدارية، العدد ٢، المجلد ٢٠، جامعة البلقاء.
- ٩- شرف، سمير و شعبان، إسماعيل و أسبر، هدى، ٢٠٠٩، دور السوق المالية في تفعيل النمو الاقتصادي والتجارة الخارجية، مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية، العدد ١، المجلد ٣١، دمشق.
- ١٠- شندي، أديب قاسم، ٢٠١٣، الأسواق المالية وأثرها في التنمية الاقتصادية سوق العراق للأوراق المالية دراسة حالة، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعية، العدد الخاص بمؤتمر الكلية.
- ١١- الصادق، علي توفيق، لطيفة، نبيل الوهاب، ١٩٩٧، سياسات إدارة أسعار الصرف في البلدان النامية، سلسلة بحوث ومناقشات، حلقات عمل، العدد الثالث، معهد السياسات الاقتصادية، صندوق النقد العربي، أبو ظبي.
- ١٢- العباس، بلقاسم، ٢٠٠٢، سياسات أسعار الصرف، جسر التنمية، عدد ٣٣، معهد التخطيطي العربي، الكويت.
- ١٣- عبد النبي، كريم، ٢٠٠٦، أهمية الدور الاقتصادي للأسوق المالية مع التركيز على السوق العراقية للأوراق المالية، مجلة المنصور، العدد ٩.
- ١٤- عبد النبي، وليد عيدى، بدون سنة، مزاد العملة الأجنبية ودوره في استقرار سعر الصرف الدينار العراقي، البنك المركزي العراقي، المديرية العامة لمراقبة الصيرفة والانتeman.

- ٢٥- عبد، أياد حماد، احمد، احمد حمدي، ٢٠٠٨، دور سوق العراق للأوراق المالية في تخفيض نسبة البطالة ، مجلة جامعة الأنبار للعلوم الاقتصادية والإدارية، العدد ٢ ، المجلد ١ ، جامعة الأنبار.
- ٢٦- العبدلي، عابد بن عابد، ٢٠٠٧، محددات الطلب على واردات المملكة العربية السعودية في إطار التكامل المشترك وتصحيح الخطأ، مجلة مركز صالح كامل للاقتصاد الإسلامي ، العدد، ٣٢ ، جامعة الأزهر.
- ٢٧- علوان، غفران حاتم و مسلم، حمديه شاكر و سعيد، عفراه هادي، ٢٠١٣ ، اثر الأزمة المالية العالمية على كفاءة نشاط سوق العراق للأوراق المالية، دراسة قياسية للمدة (٢٠٠٦-٢٠٠٨) ، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، العدد ٧١ ، المجلد ١٩ ، جامعة بغداد.
- ٢٨- العلي، أحمد بدبيهي، ١٩٩٩ ، سياسات الاقتصاد الكلي والقطاع الخارجي في العراق، دراسات اقتصادية، العدد الأول، السنة الأولى، بيت الحكم، بغداد.
- ٢٩- علي، وسام حسين، ٢٠١٣ ، أثر التضخم على أداء سوق الأوراق المالية للمدة (٢٠٠٥-٢٠١١) ، باستخدام نموذج متوجه تصحيح الخطأ (CM-٧٤) ، مجلة جامعة الأنبار للعلوم الاقتصادية والإدارية، العدد ١٠ ، المجلد ٥ ، جامعة الأنبار.
- ٣٠- عمر، دينا أحمد، ٢٠٠٩ ، أثر أسواق الأوراق المالية العربية في النمو الاقتصادي، مجلة تتميمة الرافدين، العدد ٩٦ ، المجلد ٣١ ، جامعة الموصل.
- ٣١- العمرو، إبراهيم بن صالح و وردة، شيرين عبدالوهاب، ٢٠٠٧ ، خدمات الوساطة المالية المصرفية في الاقتصاد المصري وقدرتها التأثيرية في النمو الاقتصادي، دراسة مقارنة مع الاقتصاد السعودي، جامعة القصيم، المملكة العربية السعودية.
- ٣٢- عودة، بشير هادي، عباس، زهرة، حسين، مصطفى مهدي، ٢٠٠٨ ، الأسواق المالية الإطار العام ومقومات النجاح، مجلة دراسات إدارية، العدد ٤ ، المجلد ٢ ، جامعة البصرة.
- ٣٣- الغنام، حمد بن عبدالله، بدون سنة، العلاقة السببية بين النقود والدخل في المملكة العربية السعودية باستخدام التكامل المشترك، كلية العلوم الإدارية، جامعة الملك سعود.
- ٣٤- القدير، خالد بن حمد بن عبد الله، ٢٠٠٤ ، تأثير التطور المالي على النمو الاقتصادي في المملكة العربية السعودية، جامعة الملك سعود.
- ٣٥- كالين، تيم، ٢٠٠٧ ، تكافؤ القوة الشرائية مقابل السوق ما هو الوزن المهم، التمويل والتنمية. صندوق النقد الدولي.
- ٣٦- الكسواني، ممدوح الخطيب، ٢٠٠١ ، الطلب على النقود في سوريا باستخدام نموذج تصحيح الخطأ والتكامل المشترك، مجلة جامعة دمشق، العدد ١ ، المجلد ١٧ .
- ٣٧- المجالي، أياد خالد شلاش و الدروبي، رانيا، ٢٠١١ ، أثر التغيرات الاقتصادية في حجم الاستثمار الأجنبي في بورصة عمان للأوراق المالية للمدة (١٩٩٤-٢٠٠٩) ، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، العدد ٤ ، المجلد ٢٧ ، جامعة دمشق.

- ٣٨- مصطفى، السيدة إبراهيم، ١٩٩٧، المؤشرات القائمة للدورات الاقتصادية ومدى صلاحيتها للتنبؤ في الاقتصاديات النفطية الخليجية، مجلة آفاق اقتصادية، المجلد ١٨، العدد ٧٠، الإمارات العربية المتحدة.
- ٣٩- نصار، سمير محمود، نصر، عبد المنعم عبد الحليم، ١٩٩٧، إدارة أسعار الصرف في البلدان العربية، محرر عن علي توفيق الصادق وأخرون، سلسلة بحوث ومناقشات حلقات العمل، العدد الثالث معهد السياسات الاقتصادية، صندوق النقد العربي، أبو ظبي.
- ٤٠- هاشم، صبيحة قاسم و العامري، محمد علي إبراهيم و الشكري، اعتصام جابر، ٢٠٠٩، التحوط المالي لمخاطر أسعار الصرف باستعمال أدوات الهندسة المالية، المجلة العراقية للعلوم الإدارية، العدد ٢٥، المجلد ٦، جامعة كربلاء.
- ٤١- الهيتي، أحمد حسين و المشهداني، خالد حمادي و الطائي، رفاه عدنان، ٢٠١٠، أثر تقلبات أسعار الصرف في معدلات التضخم في الاقتصاد الأردني والتركي، مجلة جامعة الأنبار للعلوم الاقتصادية والإدارية، العدد ٣، المجلد ٢، جامعة الأنبار.

#### رابطٌ - الكتب

- ١- أبو زيد، محمد المبروك، ٢٠٠٩، التحليل المالي شركات وأسواق مالية، ط٢، دار المريخ للنشر، المملكة العربية السعودية.
- ٢- أجين برغام، ٢٠٠٩، الإدارة المالية، ترجمة محمود فتوح، محمد عبد الكريم، عمر عبد الكريم، حلب- سوريا.
- ٣- آل شبيب، دريد كامل، ٢٠٠٩، الاستثمار والتحليل الاستثماري، الطبعة العربية دار البازوري العلمية للنشر والتوزيع عمان - الأردن.
- ٤- اندرواس، عاطف وليم، ٢٠٠٥، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول نحو اقتصاد السوق، ط١، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية.
- ٥- التميمي، ارشد فؤاد، سلام، أسامة، ٢٠٠٤، الاستثمار بالأوراق المالية، ط١، دار المسيرة، عمان - الأردن.
- ٦- جابر، محمد صالح، ٢٠٠٥، الاستثمار بالأوراق المالية ودار المحافظ الاستثمار، ط٣، دار وائل للنشر والتوزيع عمان - الأردن.
- ٧- الجميل، سردم كوكب، ٢٠٠٩، معوقات الاستثمار في الدول العربية، ط١، دار العابد للطباعة والنشر، الموصل - العراق.
- ٨- الجميل، سردم كوكب، ٢٠١١، المدخل إلى الأسواق المالية (نظريات وتطبيقات)، دار ابن الأثير للطباعة والنشر، جامعة الموصل.
- ٩- الحاج، علي توفيق و الخطيب، عامر علي، ٢٠١٢، إدارة البورصات المالية، ط١، دار الإعصار العلمي للنشر والتوزيع، عمان - الأردن.
- ١٠- الحسيني، عرفان تقي، ٢٠٠٢، التمويل الدولي، ط٢، دار مجذلاوي للنشر، عمان.

- ١١- الحناوي، محمد صالح، ٢٠٠٨، تحليل وتقييم الأسهم والسنادات، الدار الجامعية، نشر وطبع وتوزيع الإسكندرية.
- ١٢- الحناوي، محمد صالح، الشهاوي، طارق، ٢٠١٢، الاستثمار في الأوراق المالية، الدار الجامعية الإسكندرية.
- ١٣- حنفي، عبد الغفار، قرياقص، رسمي، رسمي، ٢٠٠٢، أسواق المال وتمويل المشروعات، الدار الجامعية، الإسكندرية.
- ١٤- حنفي، عبد الغفار، قرياقص، رسمي، رسمي، ٢٠٠٠، أسواق المال بنوك تجارية أسواق الأوراق المالية شركات التأمين، شركات استثمار، الدار الجامعية الإسكندرية.
- ١٥- الحيالي، طالب حسن نجم، ١٩٩١، مقدمة في القياس الاقتصادي، جامعة بغداد.
- ١٦- حيدر، فاخر عبد الستار، ٢٠٠٢، التحليل الاقتصادي لتغيرات أسعار الأسهم منهج الاقتصاد الكلي، دار المريخ، الرياض- المملكة العربية السعودية.
- ١٧- دانيالز، جوزيف و ثانهوز، ديفيد، ٢٠١٠، اقتصاديات النقود والتمويل الدولي ترجمة محمود حسن حسني، ونيس فرج عبد العادل، دار المريخ للنشر ، المملكة العربية السعودية.
- ١٨- داود، علي سعد محمد، ٢٠١٢، البنوك ومحافظ الاستثمار مدخل دعم اتخاذ القرار، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية.
- ١٩- رزق، ميراندا زغلول، ٢٠٠٨ ، النقود والبنوك، جامعة الزقازيق.
- ٢٠- رمضان، زياد، ٢٠٠٢، مبادئ الاستثمار (الحقيق والمالي)، دار الوائل للطباعة والنشر عمان- الأردن.
- ٢١- سigel، باري، ١٩٨٧، النقود والبنوك والاقتصاد وجهة نظر النظريين، ترجمة طه عبد الله منصور، عبد الفتاح عبد الرحمن المجيد، الطبعة العربية، دار المريخ، المملكة العربية السعودية.
- ٢٢- شموط، مروان و كنجو، عبود ، ٢٠١٠، أسس الاستثمار ، ط٢،الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، مصر.
- ٢٣- طه، مصطفى كمال و طه، شريف مصطفى كمال، ٢٠٠٩ ،بورصات الأوراق المالية، ط١، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية.
- ٢٤- العامري، محمد علي إبراهيم، ٢٠١٣ ،الإدارة المالية الدولية، ط١ ، دار وائل للنشر والتوزيع عمان- الأردن.
- ٢٥- العاني، عماد محمد علي، ٢٠٠٢ ،اندماج الأسواق المالية الدولية أسبابه وانعكاساته على الاقتصاد العالمي، ط١ ، بيت الحكمة، بغداد.
- ٢٦- عباس، علي، ٢٠٠٩ ، إدارة الأعمال الدولية، ط١ ، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان-الأردن.
- ٢٧- عبد العظيم، حمدي، ٢٠١٢ ، اقتصاديات البورصة في ضوء الأزمات والجرائم، ط١ ، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية.

- ٢٨- عبد القادر، السيد متولي، ٢٠١٠، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، ط١، دار الفكر ناشرون وموزعون، عمان.
- ٢٩- علي، عبد المنعم السيد و الجنابي، هيل، ١٩٩٢، العلاقات النقدية الدولية، دار الكتب للطباعة والنشر، جامعة الموصل.
- ٣٠- عناني، محمد عبد السميم، ٢٠٠٩، التحليل القياسي والإحصائي، الدار الجامعية للنشر، جامعة الزقازيق.
- ٣١- العيساوي، عبد الكريم جابر، ٢٠١٢، التمويل الدولي، (مدخل حديث)، ط١، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان.
- ٣٢- كاظم، أموري هادي، ١٩٨٨، طرق القياس الاقتصادي، مطبعة التعليم العالي، بغداد.
- ٣٣- كافي، مصطفى يوسف، ٢٠٠٩، بورصة الأوراق المالية، ط١، دار المؤسسة رسلان للطباعة والنشر والتوزيع، سوريا.
- ٣٤- كنونة، أمين رشيد، ١٩٨٠، الاقتصاد الدولي، مطبعة جامعة بغداد.
- ٣٥- كوهين، مائير، ٢٠٠٧، الأسواق والمؤسسات المالية الفرص والمخاطر، ترجمة عبد الحكيم احمد الخزامي، دار الفجر للنشر والتوزيع.
- ٣٦- محمد، شيخي، ٢٠١٢، طرق الاقتصاد القياسي محاضرات وتطبيقات، ط١، دار حامد للنشر والتوزيع، عمان-الأردن.
- ٣٧- المشهداني، محمود حسن وهرمز، أمير حنا، ١٩٨٩، الإحصاء ، دار ابن الأثير للطباعة والنشر ، جامعة الموصل .
- ٣٨- مطر، محمد، ٢٠٠٩، إدارة الاستثمارات الإطار النظري والتطبيقات العملية، ط٥، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان-الأردن.
- ٣٩- مطر، محمد، تيم، فائز، ٢٠٠٥، إدارة المحافظ الاستثمارية، ط١، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان-الأردن.
- ٤٠- معروف، هوشيار، ٢٠٠٩، الاستثمارات والأسواق المالية، ط١، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان-الأردن.
- ٤١- معروف، هوشيار، ٢٠٠٥، تحليل الاقتصاد الكلي، ط١، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان.
- ٤٢- منصور، ايمن خالد، ٢٠٠٣، الاستثمار وبورصات الأوراق المالية، ط٢، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان-الأردن.
- ٤٣- موسى، شقيري نوري والزرقان، صالح طاهر و الحداد و سليم محمد و الديكان، مهند فايز، ٢٠١٢، إدارة الاستثمار، ط١، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان-الأردن.
- ٤٤- موسى، شقيري و نوري، الحنيطي، محمد عبد الرزاق و الزرقان، صالح طاهر و سعادة، عبد الله يوسف، ٢٠١٢، التمويل الدولي ونظريات التجارة الخارجية، ط١، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان-الأردن.
- ٤٥- النجفي، حسن، ١٩٩٢، سوق الأوراق المالية، إصدارات مصرف بغداد.

- ٦٤- النقاش، غاري عبد الرزاق، ١٩٩٦، التمويل الدولي والعمليات المصرفية الدولية، ط١، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان-الأردن.
- ٦٤- الهدادي، محمد سعيد عبد، ٢٠٠٨، الإدراة المالية (الاستثمار والتمويل والتحليل المالي والأسواق المالية الدولية)، ط١، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان-الأردن.
- ٦٤- هندي، خليل و الناشف، أنطوان ، ٢٠٠٠ ، العمليات المصرفية والسوق المالية، الجزء الثاني، المؤسسة الحديثة للكتاب، لبنان.
- ٦٤- هندي، منير إبراهيم، ١٩٩٩ ، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، ط١، منشأة المعارف الإسكندرية.
- ٥٠- الوائلي، جعفر باقر علوش، ٢٠١٠ ، اقتصاديات الاستثمار في الأسواق المالية، جامعة واسط.
- ٥١- وهم، بدر غيلان، ٢٠٠٩ ، السوق النقدية والمالية في العراق، دار الكتب والوثائق، بغداد.

#### خامساً : موقع شبكة المعلومات العالمية (الأنترنت)

- |                           |                                      |
|---------------------------|--------------------------------------|
| gwww.cbe.org.e            | ١- البنك المركزي المصري              |
| www.cbj.gov.jo            | ٢- البنك المركزي الأردني             |
| www.cbi.iq                | ٣- البنك المركزي العراقي             |
| www.ase.com.jo            | ٤- سوق عمان للأوراق المالية          |
| www.egx.com.eg            | ٥- سوق مصر للأوراق المالية           |
| www.casablanca.bourse.com | ٦- سوق الدار البيضاء للأوراق المالية |
| www.isc.gov.iq            | ٧- هيئة الأوراق المالية العراقية     |
| www.efsa.gov.eg           | ٨- الهيئة العامة للرقابة المالية     |
| www.jsc.gov.jo            | ٩- هيئة الأوراق المالية الأردنية     |

## **A- Thesis:**

- 1- Abbas, Zaheer, 2010. Dynamics of exchange rate and stock prices: A study on emerging Asian economics, PhD, Mohammad Ali Jinnah university, Islamabad.
- 2- Al-Shogethri, Mofleh Ali Mofleh, 2011, Macroeconomic determinants of the stock market movements empirical evidence from the Saudi stock market, PhD, Kansas state university, USA.
- 3- Zohrabyan, Tatevik, 2005, The effect of currency movements on stock market, master Texas, A & M University.

## **B- Research and Journals:**

- 1- Abdelaziz, Mohamed & Chortareas, Georgio and Cipollini, Andrea, 2008, Stock prices, exchange rates, and oil: evidence from Middle east Oil exporting countries.  
([www.iuc.edu/orgs/meea/volume10/paper20](http://www.iuc.edu/orgs/meea/volume10/paper20)).
- 2- Al-Bassam Khalid & Al-Gahani, Eid, 1997, The impact of some major economic variables on the Saudi stock market index;
- 3- Andritzky, R. Jochen, 2007, Capital market Development in a small country of Slovenia. Imf working paper. ([www.imf.org/external/pubs/ft/wp/wpo7229](http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/wpo7229)).
- 4- Anlas, Tulin, 2012, The effects of changes in foreign exchange rates on ISE-100 index, Journal of Applied Economics and Business research (JAEBR), Vol. 2 No. 1.
- 5- Asari, Faid *et al.*, 2011, A vector error correction model (VECM) approach in explaining the relationship between interest rate and inflation towards exchange rate volatility in Malaysia, world applied sciences Journal No. 12, ISSN 1818-4952.
- 6- Aydermir, Oguzhan & Demirhan, Erdal, 2009, The relationship stock prices and exchange rates evidence from Turkey, international research Journal of Finance and Economic, No. 23, ISSN 1450-2887.
- 7- Bailliu, Jaeannine & La France Robert and Perrault, Jean-Froncois, 2002, Does exchange rate policy matter for growth, bank of Canada, working paper, ISSN 1192-5434.
- 8- Bhattacharya, Basabi & Mukherjee, Jaydeep, Causal relationship between stock market and exchange rate, foreign exchange reserves and value for trade balance: A case study for India.  
([www.igidr.ac.in/money/mfc-5/basabi](http://www.igidr.ac.in/money/mfc-5/basabi)).

- 9- Chauvet, Marcelle & Potter Simon, 2000, Coincident and leading indicators of the stock market, *Journal of Empirical Finance* No. 7.
- 10- Ciuiu, Daniel, 2011, Bayes multivariate signification tests and Granger Causality, ([www.mpra.ub.uni-muenchen.de/mpra-paper489451](http://www.mpra.ub.uni-muenchen.de/mpra-paper489451)).
- 11- Darvas, Zsolt, 2012, Real effective exchange rates for 178 countries: a new database, ([www.aei.pitt.edu/34042](http://www.aei.pitt.edu/34042)).
- 12- Dornbusch, Rüdiger & Fisher, Stanley, 1980, Exchange rates and the current account, *Journal American economic association*, Vol. 70, No.5.
- 13- Du, Ding & Hu, Ou, 2012, Exchange rate risk in the us stock market, *Journal of International Financial Markets, institutions & money*, No. 22.
- 14- Eatwell, John S Taylor, Lance, 1998, International capital market and the future of economic policy. ([www.newschool.edu/cepa](http://www.newschool.edu/cepa)).
- 15- Evans, John, 2009, The interaction between exchange rate and stock prices, *international Journal of Economics and Finance*, Vol: 1, No. 1.
- 16- Gan, Christopher *et al.*, 2006, Macroeconomics variables and stock market interaction: new Zealand evidence, *investment management and financial innovations*, volume 3, Issue, 4.
- 17- Ghosh, R. Atish & Gulde, Anne, Marie & Ostry D. Jonathan and Wolf, Holger, 1997, Does the nominal exchange rate regime matter, NBER, working paper 5874.
- 18- Granger W.J, Clive & Huang, Bwo-Nung and Yang, W Chin. 1998, Abivariate causality between stock price and exchange rates: evidence from recent Asia flu, department of economics, UCSD. ([www.escholarship.org/uc/item/qbk607p6](http://www.escholarship.org/uc/item/qbk607p6)).
- 19- Humpe, Andreas & Macmillan, Peter, 2007, Can macroeconomics variables explain long term stock market movements a comparison of the US and Japan, center for dynamic macroeconomic Analysis, working paper series 720.
- 20- Jawaid, Syed Tehseen & Uihag, Anwar, 2012, Effects of interest rate, exchange rate and their volatilities on stock prices: ?Evidence from banking industry of Pakistan, *theoretical and Applied Economics*, No. 8.
- 21- Jiranyakul, Komain, 2009, Economic forces and Thai stock market, 1993-2007, NIDA, *Economic review*, Vol. 4, No. 2.
- 22- Kose, Yasar & Doganay, Murat and Karabacak, Hakan, 2010, on the causality between stock prices and exchange rates: evidence from

- Turkish financial market, problems and perspectives in management, volume 8, Issue, 1.
- 23- Kurihara, Yutaka, 2006, The relationship between exchange rate and stock prices during the quantitative easing policy in Japan, International Journal of Business, Vol. 11, No. 4.
- 24- Lean, Hool Hool & Narayan, Paresh Smyth, Russell, 2011, Exchange rate and stock price interaction in major Asian markets: evidence for individual countries and panels A lowing for structural breaks, the singaprove economic review, Vol. 56, No. 2.
- 25- Levine, Ross & Zervos, Sara, 1996, Capital control librazation and stock market development, policy research working paper 1622.
- 26- Levine, Ross & Zervos, Sara, 1996, Stock Markets, Banks, and Economic growth, working paper 1690.
- 27- Lioa, Zhipeng and Phillips C.B, peter, 2012, Automated Estimation of vector error correction model, cowles foundation discussion paper no.1873 .
- 28- Mital, Ankit, 2010, Interaction between stock prices and exchange rates, ([www.econ-jobs.com/research/17748](http://www.econ-jobs.com/research/17748)).
- 29- Muhammad, Naeem & Rasheed, Abdul 2002, Stock prices and exchange rates: Are they related? Evidence from south Asian countries, the Pakistan development review, 41: 4 part 11. ([www.pide.org.pk/pdr/index.php/pdr/article/view\\_file/1906/1879](http://www.pide.org.pk/pdr/index.php/pdr/article/view_file/1906/1879))
- 30- Phylaktis, Kate & Ravazzolo Fabiola, 2005, stock prices and exchange rate Dynamics, Journal of International Money and Finance ,no.24.
- 31- Rahman, Lutfur & Uddin, Jashim, 2008, Relationship between stock prices and exchange rate: evidence from Bangladesh, international Journal of Business and Management, Vol. 3, No. 9.
- 32- Ray, Sarbapriya, 2012, A bivariate exploration into stock prices and exchange rate dynamics in selected Asian economies, international Journal of Contemporary business studies, Vol. 3, No. 3.
- 33- Rjoub, Hsusam, 2012, stock prices and exchange rates dynamics: Evidence from emerging markets, African Journal of Business Management Vol. 6 No. 13.
- 34- Saini, Azman & Habibullah & Law, Siong and Affizzah, Dayang, 2006, Stock prices, exchange rates and causality in Malaysia: A note. ([mpra.ub.uni-muenchen.de/656/mpra-paper](http://mpra.ub.uni-muenchen.de/656/mpra-paper))

- 35- Sinha, Pankaj & Kohli, Deopt, 2013, Modeling exchange rate dynamics in India using stock market indices and macroeconomic variables. ([mpra.ub.uni-muenchen.de/45816/mpra-paper](http://mpra.ub.uni-muenchen.de/45816/mpra-paper))
- 36- Stavarek, Daniel 2004, Linkages between stock price and exchange rates in the EU and the United States. No 402.
- 37- Stavarek, Daniel, 2005, Stock prices and exchange rates in the EU and USA evidence of their mutual interaction, Journal of Economics and Finance, No. 55.
- 38- Thang, Foozor, 2009, Impact of interest rate and exchange rate on the stock market index in Malaysia: A cointegration analysis. ([www.eprints.usm.my/25494](http://www.eprints.usm.my/25494)).
- 39- Tripathi, Vanita & Narang, Namita, 2012, On dynamic relationship among oil prices, exchange rate and stock prices in India. ([www.dx.doi.org/ssrn1991789](http://www.dx.doi.org/ssrn1991789)).
- 40- Tsagkanos, Athanasios & Siriopoulos, Costas, 2013, Along-run relationship between stock price index and exchange rate: a structural nonparametric cointegrating regression approach, Journal of International Financial Markets, Institutions & Money, No. 25.
- 41- Tsai, Chun, 2012, The Relationship between stock price index and exchange rate in Asian markets: A quantile regression Approach, Journal of International Financial markets, Institutions & Money, No. 22.
- 42- Yang, Sheng-Yung & Doong, Shuh-Chyi, 2004, price and volatility spillovers between stock prices and exchange rate. Empirical evidence from the G.7 countries, international Journal of Business and Economics, Vol. 3, No. 2.
- 43- Zong, Jishu, 2009, The dynamic relationship between the exchange rate of the Yen/USD and the stock prices in the financial market of United States. ([www.pid.emory.edu/ark:/25593](http://www.pid.emory.edu/ark:/25593)).
- 44- Zubair, Abdulrasheed, 2013, Causal relationship between stock market index and exchange rate; evidence from Nigeria, Journal of applied statistics Vol. 4, No. 2.

مجلة آفاق اقتصادية، العدد ١٨، المجلد ٧٠، الإمارات العربية المتحدة.

## B- Book:

6-

- 1- Appleyard, Dennis R. & Fifld, Alfred J. and Cobb, Steven L., 2006, International economics, 9<sup>th</sup> ed., McGraw-Hill, Irwin.

- 7- Asteriou, Dimitris and Hall, Tephen G., 2007, Applied Econometrics published by Macmillan, China.
- 2- Bagri, Siddharth & Sharam G.C. Wadhwa, Ashok & Jha, Ramakara, and Palanivel A., 2007, Financial market, 1th ed., CBST, INDIA.
- 3- Baumol, William J. & Blinder, Alan S., 2010, Economics principles & policy, 11<sup>th</sup> ed., South-Western, USA.
- 8- Bodie, Zvi & Kane, Alex & Marcus J. Alan, 2001, Investments 5<sup>th</sup> ed., McGraw-Hill, New York.
- 9- Bodie, Zvi & Kane, Alex and Marcus J. Alan, 2008, Essentials of investments, 7<sup>th</sup> ed. McGraw-Hill, Irwin, New York.
- 10- Dunn, M. Robert & Mutti H. John 2004, International economics 6<sup>th</sup> ed. Routledge, USA.
- 11- Ehrhardt C. Michael & Brigham F. Eugene, 2002, Financial management: Theory and practice 13<sup>th</sup> ed., south western, USA.
- 4- Fabozzi, J. Frank & Modigliani, Franco, 1996, Capital markets institutions and instruments , 2<sup>nd</sup> ed., Prentice Hall, Inc., USA.
- 12- Fabozzi, J. Frank, 2008, Financial market instrument, Wiley John & Sons, Inc. USA.
- 13- Frank, H. Robert & Beranake B. Bens, 2004, Principles of economics, 7<sup>th</sup> ed., McGraw-Hill, New York.
- 14- Gujarati, Damodar, 2004, Basic econometrics, 4<sup>th</sup>, McGraw Hill.
- 15- Henning, N. Charles & Gott, William & Scott, Robert Haney, 1981, financial markets and the economic, 3<sup>th</sup> ed., Prentice Hall, Inc. USA.
- 16- Hill C, William E, Griffiths and Guayc, Lim, 2011, Principles of econometrics, 4<sup>th</sup> ed., John Wiley & Sons, Inc., New Jersey, USA.
- 17- Howells, Peter & Bain, Keith, 2007, financial markets and institutions, 5<sup>th</sup> ed., Prentice Hall, USA.
- 18- Macdonald, Ronald, 2007, Exchange rate economics theories and evidence, 1<sup>th</sup> ed., Routledge, USA.
- 19- Miles, David & Scott, Andrew, 2005, Macroeconomic, John Wiley Sons, Inc., USA.
- 20- Mishkin s. Frederic, 2004, The economics of money, banking, and financial market, 7<sup>th</sup> ed., Person Addison Wesley, USA.
- 21- Poindexter J. C & Jones, P. Charles 1980, Money financial markets and the economy, west publishing company, USA.

- 22- Ritter, S. Lawrence & Silber L. William, 1977, principles of money banking, and financial market, 1<sup>th</sup> ed., USA.
- 23- Rose, S. Peter, 1997, Money and capital markets, 6<sup>th</sup> ed., Irwin McGraw-Hill, New York.
- 24- Saunders, Anthony & Cornett, Marcia Millon, 2001, Financial markets and Institution, McGraw-Hill Irwin, New York.
- 25- Van Hrone C. James, 2002, Financial management and policy, 12<sup>th</sup> ed., prentice Hall, Inc., USA.
- 5- VanHorne C. James & Wachowicz M. John, 1995, Fundamentals of financial management, 9<sup>th</sup> ed., Prentice-Hall, USA.
- 26- Wickens, Michael, 2008, Macroeconomic theory a dynamic general equilibrium approach, published by Princeton university press, USA.

# الملاحق

الملحق (١) نتائج اختبار (pp) لبيانات السلسل الزمنية/ مصر

الفرق الأولي (I <sub>(1)</sub> )			المستوى (I <sub>(0)</sub> )			المتغيرات	
بدون ثابت	ثابت واتجاه زمني	حد ثابت	بدون ثابت	ثابت واتجاه زمني	حد ثابت		
-3.487 (0.00)	-4.274 (0.01)	-4.296 (0.00)	2.016 (0.98)	-2.010 (0.56)	-0.941 (0.75)	t (P)	Log SP
-2.939 (0.00)	-3.980 (0.02)	-3.549 (0.01)	1.448 (0.95)	-1.071 (0.91)	-1.766 (0.38)	t (P)	Log TV
-3.487 (0.00)	-4.113 (0.01)	-3.688 (0.01)	2.113 (0.98)	-0.787 (0.95)	-2.420 (0.14)	t (P)	Log MC
-4.909 (0.00)	-5.438 (0.00)	-5.291 (0.00)	0.608 (0.84)	-2.062 (0.53)	-1.329 (0.59)	t (P)	Log TR
-3.083 (0.0)	-4.109 (0.02)	-4.222 (0.00)	2.818 (0.99)	-2.507 (0.32)	-0.325 (0.906)	t (P)	Log NT
-2.297 (0.02)	-2.703 (0.24)	-2.459 (0.13)	-0.878 (0.32)	-0.947 (0.93)	-0.033 (0.94)	t (P)	Log NC
-3.170 (0.00)	-3.140 (0.12)	-3.267 (0.03)	1.507 (0.96)	-2.004 (0.56)	-1.232 (0.46)	t (P)	Log ER
-2.488 (0.01)	-2.399 (0.36)	-2.460 (0.13)	-1.646 (0.09)	-0.616 (0.96)	-1.250 (0.63)	t (P)	Log R
-	-	-	-0.933 (0.30)	-4.075 (0.02)	-3.988 (0.00)	t (P)	Log GDP
-6.498 (0.00)	-6.459 (0.00)	-6.429 (0.00)	-1.111 (0.23)	-2.044 (0.54)	-2.123 (0.23)	t (P)	Log F

\* المتغيرات المعنوية عند المستوى (I<sub>(0)</sub>) لا يحسب لها جذر الوحدة عند الفرق الأولي (I<sub>(1)</sub>).

\* الملحق من إعداد الباحثة بالاعتماد على نتائج برنامج (Eviews 5).

الملحق (٢) نتائج اختبار (Johansen) للتكامل المشترك لمتغيرات النموذج/ مصر

Variable	Hypothesized No. of CE (S)	Trace. State	Prob.	Max-stat	Prob.
SP, R	None	21.157	0.00	18.776	0.00
	At most 1	2.381	0.12	2.381	0.12
TV, R, F	None	12.783	0.64	9.836	0.50
	At most 1	2.946	0.85	2.932	0.79
	At most 2	0.014	0.92	0.014	0.92
MC, F, R	None	39.430	0.00	27.220	0.00
	At most 1	12.210	0.14	8.720	0.31
	At most 2	3.489	0.06	3.489	0.06
TR, ER, F, R	None	70.508	0.00	36.880	0.00
	At most 1	33.627	0.06	20.362	0.15
	At most 2	13.265	0.22	10.430	0.35
	At most 3	2.835	0.09	2.835	0.09
NT, R	None	8.752	0.38	7.031	0.48
	At most 1	1.720	0.18	1.720	0.18
NC, ER, F	None	32.257	0.00	23.670	0.00
	At most 1	8.587	0.19	6.832	0.26
	At most 2	1.755	0.21	1.755	0.21

\* ان المتغيرات المستقرة عند المستوى  $(0)$  لا تدخل في اختبار التكامل المشترك لانها مستقرة ذاتها.

\* الملاحظات المثبتة تحت الملحق هي نفسها لجميع الملحق المشابهة، لذا لن يتم تكرارها.

**الملحق (٣) سببية Granger لمؤشرات سوق مصر للأوراق المالية وبعض متغيرات الاقتصاد الكلي**

اتجاه السببية	عدد المشاهدات	F-stat	Prob.	عدد فترات التباطؤ
ER $\rightarrow$ SP	22	15.125	0.00	1
SP $\rightarrow$ ER	22	0.000	0.97	1
R $\rightarrow$ SP	22	5.267	0.03	1
SP $\rightarrow$ R	22	3.477	0.07	1
GDP $\rightarrow$ SP	21	0.093	0.35	2
SP $\rightarrow$ GDP	21	2.401	0.12	2
F $\rightarrow$ SP	21	5.045	0.01	2
SP $\rightarrow$ F	21	1.263	0.30	2
ER $\rightarrow$ TV	21	1.888	10.18	2
TV $\rightarrow$ ER	21	3.174	0.06	2
R $\rightarrow$ TV	21	0.560	0.581	2
TV $\rightarrow$ R	21	2.852	0.08	2
GDP $\rightarrow$ TV	21	0.309	0.73	2
TV $\rightarrow$ GDP	21	4.723	0.02	2
F $\rightarrow$ TV	21	1.596	0.23	2
TV $\rightarrow$ F	21	0.242	0.78	2
ER $\rightarrow$ MC	21	1.046	0.37	2
MC $\rightarrow$ ER	21	3.174	0.03	2
R $\rightarrow$ MC	21	2.388	0.12	2
MC $\rightarrow$ R	21	3.140	0.07	2
GDP $\rightarrow$ MC	21	0.651	0.53	2
MC $\rightarrow$ GDP	21	3.382	0.05	2
F $\rightarrow$ MC	21	2.798	0.09	2
MC $\rightarrow$ F	21	1.557	0.24	2
ER $\rightarrow$ TR	21	3.269	0.06	2
TR $\rightarrow$ ER	21	2.551	0.10	2
R $\rightarrow$ TR	21	1.027	0.38	2
TR $\rightarrow$ R	21	1.671	0.21	2
GDP $\rightarrow$ TR	21	3.429	0.05	2
TR $\rightarrow$ GDP	21	3.181	0.06	2
F $\rightarrow$ TR	21	3.513	0.60	2
TR $\rightarrow$ F	21	0.07	0.92	2

اتجاه السببية	عدد المشاهدات	F-stat	Prob.	عدد فترات التباطؤ
ER $\rightarrow$ NT	21	1.355	0.28	2
NT $\rightarrow$ ER	21	5.483	0.01	2
R $\rightarrow$ NT	21	2.607	0.10	2
NT $\rightarrow$ R	21	0.149	0.86	2
GDP $\rightarrow$ NT	21	0.440	0.65	2
NT $\rightarrow$ GDP	21	4.347	0.03	2
F $\rightarrow$ NT	21	1.732	0.20	2
NT $\rightarrow$ F	21	0.286	0.75	2
ER $\rightarrow$ NC	21	2.639	0.10	2
NC $\rightarrow$ ER	21	0.261	0.27	2
R $\rightarrow$ NC	21	1.368	0.28	2
NC $\rightarrow$ R	21	1.823	0.19	2
GDP $\rightarrow$ NC	21	0.079	0.92	2
NC $\rightarrow$ GDP	21	0.782	0.47	2
F $\rightarrow$ NC	21	0.127	0.88	2
NC $\rightarrow$ F	21	5.228	0.01	2

الملحق (٤) نتائج اختبار (pp) لبيانات السلسل الزمنية/الأردن

	الفروق الأولى (I(1))			المستوى (I(0))			المتغيرات
	بدون ثابت	ثابت واتجاه زمني	حد ثابت	بدون ثابت	ثابت واتجاه زمني	حدث ثابت	
T (P)	-4.198 (0.00)	-4.389 (0.01)	-4.403 (0.00)	1.198 (0.93)	-1.843 (0.54)	-1.469 (0.52)	Log SP
t (P)	-3.210 (0.00)	-3.205 (0.01)	-3.166 (0.03)	0.286 (0.75)	-1.348 (0.48)	-1.396 (0.56)	Log TV
t (P)	-3.185 (0.00)	-3.638 (0.05)	-3.596 (0.01)	1.694 (0.97)	-1.711 (0.71)	-1.435 (0.54)	Log MC
t (P)	-4.065 (0.00)	-3.972 (0.02)	-3.975 (0.00)	-0.611 (0.44)	-1.293 (0.86)	-1.442 (0.54)	Log TR
t (P)	-2.562 (0.01)	-2.532 (0.31)	-2.603 (0.108)	1.088 (0.92)	-1.452 (0.81)	-0.972 (0.74)	Log NT
t (P)	-3.535 (0.00)	-3.719 (0.04)	-3.852 (0.00)	-1.708 (0.97)	-2.338 (0.39)	-0.632 (0.84)	Log NC
t (P)	-	-	-	-1.612 (0.09)	-15.027 (0.00)	-17.851 (0.00)	Log ER
t (P)	-2.316 (0.02)	-2.210 (0.46)	-2.285 (0.18)	-0.999 (0.27)	-2.054 (0.54)	-1.445 (0.54)	Log R
t (P)	-	-	-	-0.653 (0.42)	-3.553 (0.05)	-4.114 (0.00)	Log GDP
t (P)	-	-	-	-1.877 (0.05)	-4.851 (0.00)	-5.046 (0.00)	Log F

الملحق (٥) نتائج اختبار (Johansen) للتكامل المشترك لمتغيرات النموذج / الأردن

Variable	Hypothesized No. of CE (S)	Trace. Stat	Prob.	Max-stat	Prob.
SP, R	None	27.759	0.02	24.002	0.00
	At most 1	3.756	0.77	3.756	0.77
TV, R	None	18.683	0.01	16.405	0.02
	At most 1	2.277	0.13	2.277	0.13
MC, R	None	27.850	0.02	23.960	0.01
	At most 1	3.890	0.75	3.890	0.75
TR, R	None	19.691	0.03	17.935	0.03
	At most 1	1.756	0.18	1.756	0.18
NT, R	None	19.471	0.01	17.780	0.01
	At most 1	1.691	0.19	1.691	0.19
NC, R	None	15.456	0.04	14.623	0.03
	At most 1	0.733	0.65	1.733	0.60

الملحق (٦) نتائج اختبارات سببية Granger لمؤشرات سوق عمان للأوراق المالية وبعض متغيرات الاقتصاد الكلي

اتجاه السببية	عدد المشاهدات	F-stat	Prob.	عدد فترات التباطؤ
ER $\rightarrow$ SP SP $\rightarrow$ ER	21 21	0.300 0.049	0.74 0.95	2 2
R $\rightarrow$ SP SP $\rightarrow$ R	21 21	12.822 0.969	0.00 0.33	1 1
GDP $\rightarrow$ SP SP $\rightarrow$ GDP	21 21	0.823 1.193	0.45 0.32	2 2
F $\rightarrow$ SP SP $\rightarrow$ F	21 21	0.021 1.397	0.97 0.27	2 2
ER $\rightarrow$ TV TV $\rightarrow$ ER	21 21	2.546 0.144	0.10 0.86	2 2
TV $\rightarrow$ R R $\rightarrow$ TV	21 21	1.901 1.660	0.18 0.22	2 2
GDP $\rightarrow$ TV TV $\rightarrow$ GDP	21 21	0.249 0.645	0.78 0.53	2 2
F $\rightarrow$ TV TV $\rightarrow$ F	21 21	0.175 0.192	0.84 0.82	2 2
ER $\rightarrow$ MC MC $\rightarrow$ ER	21 21	0.106 0.216	0.98 0.80	2 2
R $\rightarrow$ MC MC $\rightarrow$ R	22 22	15.470 0.212	0.00 0.65	1 1
GDP $\rightarrow$ MC MC $\rightarrow$ GDP	21 21	1.107 2.144	0.35 0.14	2 2
F $\rightarrow$ MC MC $\rightarrow$ F	21 21	0.012 1.228	0.98 0.31	2 2
ER $\rightarrow$ TR TR $\rightarrow$ ER	21 21	2.894 0.491	0.08 0.62	2 2
R $\rightarrow$ TR TR $\rightarrow$ R	21 21	0.595 0.716	0.56 0.50	2 2
GDP $\rightarrow$ TR TR $\rightarrow$ GDP	21 21	0.142 0.226	0.86 0.80	2 2
F $\rightarrow$ TR TR $\rightarrow$ F	21 21	0.515 1.118	0.60 0.35	2 2

اتجاه السببية	عدد المشاهدات	F-stat	Prob.	عدد فترات التباطؤ
ER $\xrightarrow{\hspace{1.5cm}}$ NT NT $\xrightarrow{\hspace{1.5cm}}$ ER	21 21	4.416 0.549	0.03 0.65	2 2
R $\xrightarrow{\hspace{1.5cm}}$ NT NT $\xrightarrow{\hspace{1.5cm}}$ R	21 21	0.834 2.167	0.452 0.146	2 2
GDP $\xrightarrow{\hspace{1.5cm}}$ NT NT $\xrightarrow{\hspace{1.5cm}}$ GDP	21 21	0.150 0.889	0.86 0.45	2 2
F $\xrightarrow{\hspace{1.5cm}}$ NT NT $\xrightarrow{\hspace{1.5cm}}$ F	21 21	0.413 0.160	0.66 0.85	2 2
ER $\xrightarrow{\hspace{1.5cm}}$ NC NC $\xrightarrow{\hspace{1.5cm}}$ ER	21 21	2.136 0.136	0.15 0.87	2 2
R $\xrightarrow{\hspace{1.5cm}}$ NC NC $\xrightarrow{\hspace{1.5cm}}$ R	21 21	1.201 3.003	0.32 0.07	2 2
GDP $\xrightarrow{\hspace{1.5cm}}$ NC NC $\xrightarrow{\hspace{1.5cm}}$ GDP	21 21	8.236 0.133	0.00 0.87	2 2
F $\xrightarrow{\hspace{1.5cm}}$ NC NC $\xrightarrow{\hspace{1.5cm}}$ F	21 21	0.272 0.007	0.76 0.99	2 2

الملحق (٧) نتائج اختبار (pp) لبيانات السلسل الزمنية/ المغرب

	الفرق الأولي (I(1))			المستوى (I(0))			المتغيرات
	بدون ثابت	ثابت واتجاه زمني	حد ثابت	بدون ثابت	ثابت واتجاه زمني	حد ثابت	
t (P)	-3.531 (0.00)	-3.783 (0.03)	-3.932 (0.00)	1.770 (0.97)	-2.089 (0.52)	-0.483 (0.87)	Log SP
t (P)	-3.312 (0.00)	-3.626 (0.05)	-3.565 (0.01)	0.983 (0.90)	-1.576 (0.76)	-1.145 (0.67)	Log TV
t (P)	-2.071 (0.03)	-2.450 (0.34)	-2.135 (0.23)	2.201 (0.99)	-1.803 (0.66)	-2.460 (0.138)	Log MC
t (P)	-5.411 (0.00)	-4.993 (0.00)	-5.269 (0.00)	0.845 (0.33)	-3.217 (0.10)	-2.004 (0.28)	Log TR
t (P)	-3.689 (0.00)	-3.947 (0.02)	-4.044 (0.00)	1.083 (0.92)	-2.034 (0.55)	-1.244 (0.63)	Log NT
t (P)	-3.140 (0.00)	-3.233 (0.104)	-3.072 (0.04)	-0.095 (0.70)	-2.184 (0.47)	-1.264 (0.62)	Log NC
t (P)	-3.140 (0.00)	-3.233 (0.10)	-3.072 (0.04)	0.095 (0.70)	-2.146 (0.493)	-2.000 (0.28)	Log ER
t (P)	-2.962 (0.00)	-3.572 (0.05)	-3.428 (0.02)	-0.282 (0.08)	-1.292 (0.86)	-1.265 (0.626)	Log R
t (P)	—	—	—	-1.610 (0.09)	-6.077 (0.00)	-6.210 (0.00)	Log GDP
t (P)	-6.919 (0.00)	-7.860 (0.00)	-6.883 (0.00)	-1.944 (0.09)	-2.493 (0.32)	-2.561 (0.11)	Log F

الملحق (٨) نتائج اختبار (Johansen) للتكامل المشترك لمتغيرات النموذج/ المغرب

Variable	Hypothesized No. of CE (S)	Trace. State	Prob.	Max-stat	Prob.
SP, ER, R	None	38.596	0.00	23.265	0.02
	At most 1	15.331	0.05	13.982	0.055
	At most 2	1.349	0.24	1.349	0.24
TV, ER, R, F	None	59.322	0.00	34.963	0.00
	At most 1	24.359	0.04	18.429	0.04
	At most 2	5.929	0.44	5.749	0.37
	At most 3	0.180	0.72	0.180	0.72
MC, R	None	45.971	0.00	28.263	0.00
	At most 1	17.707	0.10	9.587	0.37
TR, R	None	21.597	0.03	18.233	0.02
	At most 1	3.363	0.51	3.363	0.51
NT, ER, R, F	None	59.614	0.00	42.759	0.00
	At most 1	16.860	0.32	12.007	0.29
	At most 2	4.852	0.58	4.852	0.49
	At most 3	0.000	0.98	0.000	0.98
NC, ER	None	8.881	0.376	7.551	0.42
	At most 1	1.329	0.248	1.329	0.24

الملحق (٩) سببية Granger لمؤشرات سوق الدار البيضاء وبعض متغيرات الاقتصاد الكلي

اتجاه السببية	عدد المشاهدات	F-stat	Prob.	عدد فترات التباطؤ
ER $\rightarrow$ SP	21	2.069	0.158	2
SP $\rightarrow$ ER	21	1.491	0.25	2
R $\rightarrow$ SP	22	9.079	0.00	1
SP $\rightarrow$ R	22	0.006	0.93	1
GDP $\rightarrow$ SP	21	0.292	0.75	2
SP $\rightarrow$ GDP	21	0.376	0.96	2
F $\rightarrow$ SP	21	1.837	0.19	2
SP $\rightarrow$ F	21	0.156	0.85	2
ER $\rightarrow$ TV	21	0.234	0.79	2
TV $\rightarrow$ ER	21	0.206	0.81	2
R $\rightarrow$ TV	21	3.676	0.04	2
TV $\rightarrow$ R	21	1.033	0.37	2
GDP $\rightarrow$ TV	21	1.040	0.37	2
TV $\rightarrow$ GDP	21	0.694	0.51	2
F $\rightarrow$ TV	21	3.586	0.05	2
TV $\rightarrow$ F	21	0.201	0.81	2
ER $\rightarrow$ MC	21	0.024	0.97	2
MC $\rightarrow$ ER	21	1.014	0.38	2
R $\rightarrow$ MC	21	3.352	0.06	2
MC $\rightarrow$ R	21	1.761	0.20	2
GDP $\rightarrow$ MC	21	1.539	0.24	2
MC $\rightarrow$ GDP	21	0.122	0.88	2
F $\rightarrow$ MC	21	0.187	0.83	2
MC $\rightarrow$ F	21	0.438	0.65	2
ER $\rightarrow$ TR	21	0.970	0.40	2
TR $\rightarrow$ ER	21	0.360	0.70	2
R $\rightarrow$ TR	21	2.508	0.11	2
TR $\rightarrow$ R	21	2.921	0.08	2
GDP $\rightarrow$ TR	21	2.140	0.15	2
TR $\rightarrow$ GDP	21	0.592	0.56	2
F $\rightarrow$ TR	21	5.914	0.11	2
TR $\rightarrow$ F	21	0.209	0.81	2

اتجاه السبيبية	عدد المشاهدات	F-stat	Prob.	عدد فترات التباطؤ
ER $\rightarrow$ NT	21	4.155	0.03	2
NT $\rightarrow$ ER	21	1.216	0.32	2
R $\rightarrow$ NT	21	5.724	0.01	2
NT $\rightarrow$ R	21	0.085	0.91	2
GDP $\rightarrow$ NT	21	1.134	0.34	2
NT $\rightarrow$ GDP	21	0.128	0.88	2
F $\rightarrow$ NT	21	0.766	0.48	2
NT $\rightarrow$ F	21	0.219	0.80	2
ER $\rightarrow$ NC	21	1.897	0.18	2
NC $\rightarrow$ ER	21	0.571	0.57	2
R $\rightarrow$ NC	21	2.340	0.12	2
NC $\rightarrow$ R	21	0.217	0.80	2
GDP $\rightarrow$ NC	21	0.363	0.70	2
NC $\rightarrow$ GDP	21	3.565	0.05	2
F $\rightarrow$ NC	21	0.543	0.59	2
NC $\rightarrow$ F	21	0.328	0.72	2

الملحق (١٠) نتائج اختبار (pp) لبيانات السلسل الزمنية/العراق

	الفروق الأولى (I(1))			المستوى (I(0))			المتغيرات
	بدون ثابت	ثابت واتجاه زمني	حد ثابت	بدون ثابت	ثابت واتجاه زمني	حدث ثابت	
t (P)	-2.747 (0.00)	-2.589 (0.28)	-2.662 (0.09)	-0.309 (0.56)	-2.142 (0.49)	-1.470 (0.52)	Log SP
t (P)	-3.808 (0.00)	-6.581 (0.00)	-5.355 (0.01)	1.448 (0.95)	-1.071 (0.91)	-1.766 (0.38)	Log TV
t (P)	-3.144 (0.00)	5.206 (0.00)	-3.901 (0.00)	2.702 (0.99)	-3.551 (0.06)	-1.965 (0.746)	Log MC
t (P)	-7.050 (0.00)	-8.076 (0.00)	-8.349 (0.00)	0.542 (0.82)	-2.732 (0.43)	-1.501 (0.51)	Log TR
t (P)	-3.131 (0.00)	-6.371 (0.02)	-6.434 (0.00)	3.894 (0.99)	-3.350 (0.08)	-1.483 (0.52)	Log NT
t (P)	-2.982 (0.00)	-3.402 (0.08)	-2.902 (0.06)	0.445 (0.80)	-2.274 (0.38)	-2.655 (0.09)	Log NC
t (P)	-3.647 (0.00)	-2.185 (0.47)	-3.086 (0.04)	-1.165 (0.21)	-1.254 (0.43)	-1.272 (0.61)	Log ER
t (P)	-3.302 (0.00)	-3.556 (0.06)	-3.481 (0.02)	-1.136 (0.22)	-2.407 (0.36)	-0.796 (0.79)	Log R
t (P)	-	-	-	-1.214 (0.19)	-9.211 (0.00)	-5.611 (0.00)	Log GDP
t (P)	-	-	-	-1.220 (0.26)	-3.877 (0.03)	-3.641 (0.01)	Log F

الملحق (١١) نتائج اختبار (Johansen) للتكامل المشترك لمتغيرات النموذج / العراق

Variable	Hypothesized No. of CE (S)	Trace. State	Prob.	Max-stat	Prob.
SP, ER, R	None	43.161	0.00	35.690	0.00
	At most 1	7.470	0.86	4.400	0.93
	At most 2	3.069	0.56	3.069	0.56
TV, ER, R	None	34.181	0.00	26.470	0.00
	At most 1	7.711	0.25	7.670	0.19
	At most 2	0.041	0.86	0.041	0.86
MC, ER, R	None	47.601	0.00	33.235	0.00
	At most 1	14.365	0.07	11.497	0.13
	At most 2	2.868	0.09	2.868	0.09
TR, ER, R	None	30.247	0.00	25.574	0.00
	At most 1	4.673	0.61	4.374	0.56
	At most 2	0.298	0.64	0.298	0.64
NT, ER, R	None	81.600	0.00	50.262	0.00
	At most 1	31.337	0.00	31.273	0.00
	At most 2	0.063	0.80	0.063	0.80
NC, ER, R	None	35.639	0.00	31.680	0.00
	At most 1	3.958	0.71	3.944	0.63
	At most 2	0.013	0.92	0.013	0.92

**الملحق (١٢) سببية Granger لمؤشرات سوق العراق للأوراق المالية وبعض متغيرات الاقتصاد الكلي**

اتجاه السببية	عدد المشاهدات	F-stat	Prob.	عدد فترات التباطؤ
ER $\rightarrow$ SP	19	0.515	0.60	2
SP $\rightarrow$ ER	19	2.845	0.09	2
R $\rightarrow$ SP	19	3.014	0.08	2
SP $\rightarrow$ R	19	0.175	0.84	2
GDP $\rightarrow$ SP	19	0.280	0.75	2
SP $\rightarrow$ GDP	19	0.549	0.58	2
F $\rightarrow$ SP	19	0.022	0.97	2
SP $\rightarrow$ F	19	0.015	0.98	2
ER $\rightarrow$ TV	19	1.229	0.32	2
TV $\rightarrow$ ER	19	1.758	0.20	2
R $\rightarrow$ TV	19	1.757	0.20	2
TV $\rightarrow$ R	19	3.707	0.01	2
GDP $\rightarrow$ TV	19	1.845	0.19	2
TV $\rightarrow$ GDP	19	1.616	0.23	2
F $\rightarrow$ TV	19	0.722	0.50	2
TV $\rightarrow$ F	19	0.871	0.43	2
ER $\rightarrow$ MC	19	4.414	0.03	2
MC $\rightarrow$ ER	19	2.803	0.09	2
R $\rightarrow$ MC	19	0.128	0.88	2
MC $\rightarrow$ R	19	3.984	0.04	2
GDP $\rightarrow$ MC	19	10.500	0.00	2
MC $\rightarrow$ GDP	19	0.193	0.66	2
F $\rightarrow$ MC	19	1.482	0.26	2
MC $\rightarrow$ F	19	2.100	0.15	2
ER $\rightarrow$ TR	19	0.456	0.64	2
TR $\rightarrow$ ER	19	2.545	0.11	2
R $\rightarrow$ TR	19	5.945	0.01	2
TR $\rightarrow$ R	19	1.611	0.23	2
GDP $\rightarrow$ TR	19	0.432	0.65	2
TR $\rightarrow$ GDP	19	1.920	0.18	2
F $\rightarrow$ TR	19	1.071	0.36	2
TR $\rightarrow$ F	19	2.067	0.16	2

اتجاه السببية	عدد المشاهدات	F-stat	Prob.	عدد فترات التباطؤ
ER $\rightarrow$ NT	19	2.068	0.16	2
NT $\rightarrow$ ER	19	4.700	0.02	2
R $\rightarrow$ NT	19	5.686	0.01	2
NT $\rightarrow$ R	19	4.585	0.02	2
GDP $\rightarrow$ NT	19	0.962	0.40	2
NT $\rightarrow$ GDP	19	1.673	0.22	2
F $\rightarrow$ NT	19	6.718	0.00	2
NT $\rightarrow$ F	19	0.714	0.50	2
ER $\rightarrow$ NC	19	1.897	0.65	2
NC $\rightarrow$ ER	19	0.571	0.36	2
R $\rightarrow$ NC	19	2.340	0.37	2
NC $\rightarrow$ R	19	0.217	0.37	2
GDP $\rightarrow$ NC	19	0.363	0.92	2
NC $\rightarrow$ GDP	19	3.565	0.03	2
F $\rightarrow$ NC	19	0.543	0.97	2
NC $\rightarrow$ F	19	0.328	0.32	2

## Abstract

Based on thesis basic hypothesis that the indicators of financial markets are affected by fluctuations in the exchange rates of the local currencies, the study sought to diagnose the nature of this effect and to measure its value and direction in the long and short term and the samples of the Arab financial markets (Egypt, Jordan, Morocco, Iraq) During the period (1990-2012), In order to take measures to reduce its negative effects, to take advantage of the positive characteristics of these fluctuations and to disclose information that may benefit investors in predicting the future returns of shares. In order to achieve the above, the study was based on three integrated approaches, descriptive approach based on the theories and economic and financial studies that touched on the financial markets and exchange rates and the relationship between them. An analytical method was concerned with reviewing and interpreting the movements of the local currency exchange rates of the sample countries and their financial markets, An experimental approach based on econometric methods and modern methods that deal with time-series characteristics of the Cointegration and Error Correction Model and the Granger Causality Test, which combines short- and long-term considerations In the same model, in order to estimate and test the degree of impact of local currency exchange rate fluctuations of the sample countries in their financial markets indicators.

The results of the study revealed:

-Contrast The effect of the exchange rate of the local currencies of the sample countries on the indicators of their financial markets. The effect of the exchange rate on the long term reflected negatively on some indicators of the financial markets in Egypt and Morocco, while the effect of the exchange rate was positive in the indicators of financial markets in Jordan and Iraq. The impact of the exchange rate has been negatively affected by some indices in the stock market in Egypt, Jordan and Iraq and positively with the indices of the Casablanca Stock Exchange.

-Differerce The causal relationship between the study variables of the countries of the sample of the study, noting that there are causal relations of the exchange rate towards (general index of stock prices, number of shares traded, market value) Towards the exchange rate.

**Keywords:** Exchange Rate, financial Market Indices, cointegration, Error Correction Model, Causality Granger.



**The Impact of Exchange Rates Fluctuations and  
some Economic Variables in Number of  
Indicators of Financial Markets for  
Sample of Arab Countries for The Period  
(1990-2012)**

**IsraaAbdl-Qader Ahmed Taha**

**M.S.c Thesis  
Financial and Banking Sciences**

**Supervised By  
Assist. Prof.  
Dr.Bashar Ahmed Al-Iraqi**

**The Impact of Exchange Rates Fluctuations and  
some Economic Variables in Number of  
Indicators of Financial Markets for  
Sample of Arab Countries for The Period  
(1990-2012)**

**A Thesis submitted  
By  
IsraaAbdl-Qader Ahmed Taha**

**To  
The Council of Collegeof Administration and Economic  
University of Mosul  
In Partial Fulfillment of the Requirement for Degree  
Of M.Sc.InFinancial and Banking Sciences**

**SupervisedBy  
Assist. Prof.  
Dr. Bashar Ahmed Al-Iraqi**