

جامعة ابن خلدون - تيارت -

كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير

قسم العلوم التسيير



تخصص : إدارة مالية

اثر تغيرات اسعار الصرف على الأسهم في سوق الأوراق المالية العالمية

(دراسة حالة مؤشر داوجونز 2016)

مذكرة تخرج تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة الماستر

تحت اشراف الدكتور:

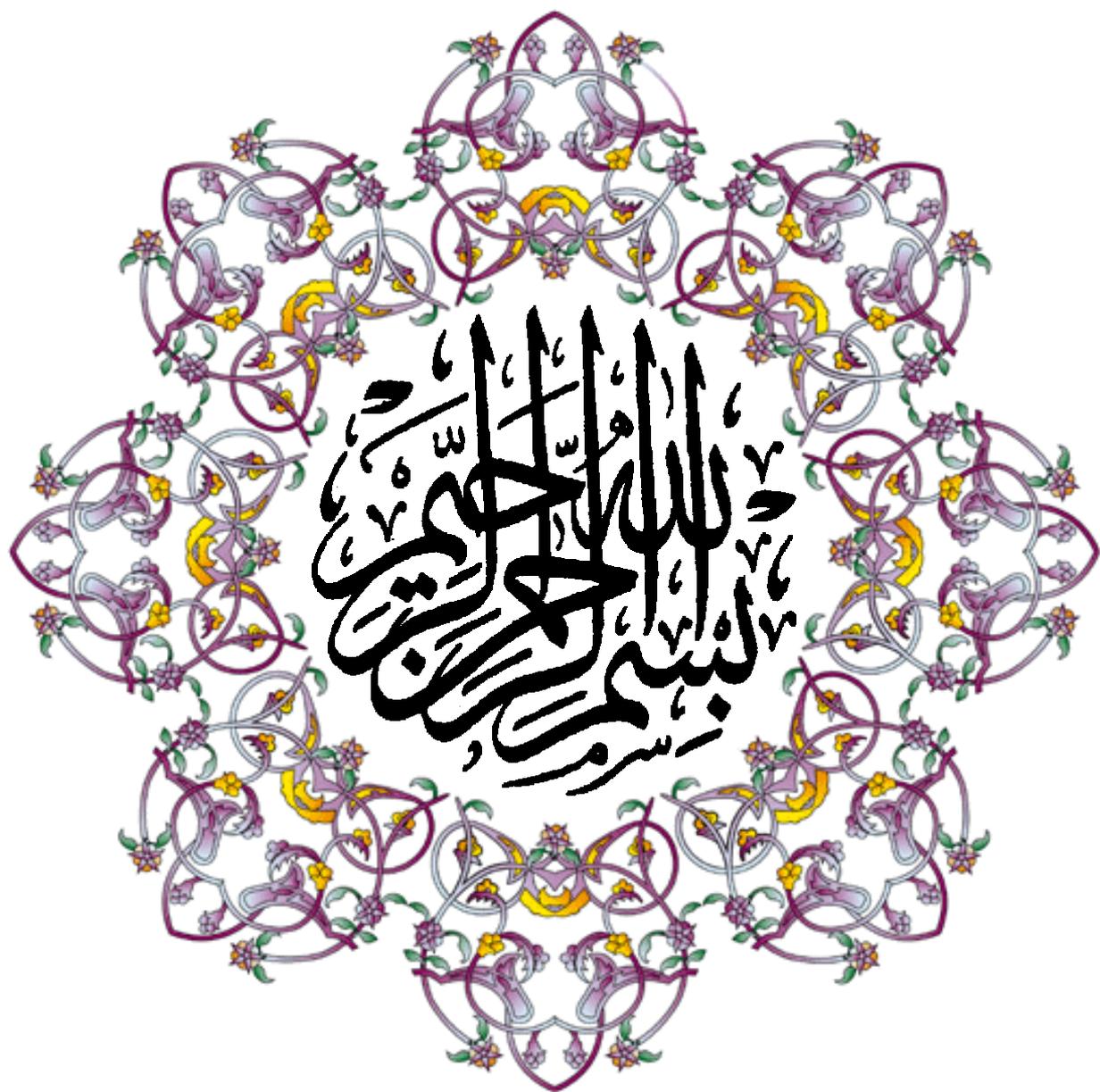
- بن صوشة ثامر

من إعداد الطالبتين:

- قصاص نجوة

- بويحياي تركية

السنة الجامعية : 2017 / 2018



شكر و تقرير

بارئى ذى بدء أحمء الله عز وءل على ءوفىقى فى انءاز هءا العمل؁ و هو

الفائل فى مءكم الءنزل "لئن شكرتم لأزىءنكم" سورة ابراهىم الآىء :07.

ىطىب لى أن ءءوءه بالشكر و الءءىر لأسءازى الفاضل الءءور بن صوءشء ءامر الءى كان نعم المءشرف و نعم الموءوءه والءى أمءنى بنصاءءه و ءوءىهائه القىمة طىلء مءة انءاز هءه المءءرة ءون كلل أو ملل.

كما ءءوءه بالشكر الكبرى إلى كل أساءة ءامعة ابن ءلءون رافقونا طوال

مسارنا الءراسى ءاصء الاسءاز مىءون سىسانى والاسءاز شرفه مءمء

اسأل الله أن ىءزىهم ءىرا وأءامهم الله فءرا وسءنا فى ءامعة ابن ءلءون فى

كلىء العلوم الاقءصاءىءءءءاءىءء وعلوم الءسىر .



إهداء

الحمد لله عز وجل علي منه و عونته لإتمام هذا البحث
الي من الحمل اسمك بكل فخر و يا من يرتعش قلبي لذكرك ابي اكيب
الي كل من في الوجود بعد الله و رسوله امي الغاليت
الي جدتي "اسماء" رحمها الله و اسكنها فسيح جناته
الي جدي "بلقاسم" و جدتي "مباركة" اطال الله في عمرهما
الي سندي و قوتي و ملاذي اخوتي "محمد , نبيلت , يوسف , خيرة , كسن"
روان و جوري
الي عائلتي "قصاص و بوعرة"
الي من تذوقت معهم الحمل اللحظات اصدقائي و زملائي خاصت صبرينت
الي كل اساتذة قسم العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير

خيرة

إهداء

أحمد الله الذي وفقنا لهذا و لم نكن لنصل اليه لولا فضل الله غلبا اما بعد
اهدي هذا العمل المتواضع الي امي و ابي العزيزين حفظهما الله لي اللذان سهرا و تعبنا
فلم يبتلا عليا

بدعائهما اجمعين لي فولا دعائهما و مساعدتهما لما وصلت الي هذه المرحلة

الي افراد اسرتي , سندي في الدنيا

و لا احصي لهم الفضل الي كل اقاربي و الي كل الاصدقاء و الاحباب من دون استثناء

الي اساتذتي الكرام كل رفقاء الدراسة خاصة نصيرة

و في الاخير ارجو من الله ان يجعل عملي هذا نفعا يستفيد منه جميع الطلبة المتربصين
المقبلين علي التخرج

م الاقتصاديات و التجارية و علوم التسيير

و الي كل من يؤمن بان بذور نجاح التغيير هي في زواتنا و في انفسنا قبل ان تكون في اشياء
اخرى.....

قر كير

فهرس المحتويات

I.....	الاهداء
II.....	كلمة الشكر
IV.....	فهرس المحتويات
V.....	فهرس الجداول والأشكال
أ.....	مقدمة

الفصل الأول: الإطار النظري لسوق الأوراق المالية

06.....	تمهيد
07.....	المبحث الأول: ماهية سوق الأوراق المالية
07.....	المطلب الأول: مفهوم و أقسام سوق الأوراق المالية
10.....	المطلب الثاني: خصائص سوق الأوراق المالية
11.....	المطلب الثالث: وظائف سوق الأوراق المالية
13.....	المبحث الثاني: أدوات سوق الأوراق المالية
13.....	المطلب الأول: أدوات الملكية (الأسهم)
18.....	المطلب الثاني: أدوات الدين (السندات)
24.....	المطلب الثالث: المشتقات المالية
29.....	المبحث الثالث: كفاءة ومؤشرات سوق الأوراق المالية
29.....	المطلب الأول: كفاءة سوق الأوراق المالية
33.....	المطلب الثاني: أوامر وأسعار سوق الأوراق المالية:
36.....	المطلب الثالث: مؤشرات سوق الأوراق المالية
	خلاصة الفصل

الفصل الثاني: مفاهيم عامة حول سعر الصرف

42.....	تمهيد
43.....	المبحث الأول: ماهية سعر الصرف
43.....	المطلب الأول: مفهوم و اهمية سعر الصرف
44.....	المطلب الثاني: الاسباب التي تدعو الي تحويل العملات

46	المطلب الثالث: اشكال و مجددات سعر الصرف
50	المبحث الثاني: انظمة و نظريات سعر الصرف
50	المطلب الأول: انظمة سعر الصرف
54	المطلب الثاني: نظريات تحديد سعر الصرف
57	المطلب الثالث:العوامل المؤثرة في سعر الصرف
59	المبحث الثالث:سوق الصرف و سياسة سعر الصرف
59	المطلب الأول:سوق الصرف و المشاركون فيه
63	المطلب الثاني:سوق الصرف الاجنبي
66	المطلب الثالث:سياسة سعر الصرف

خلاصة الفصل

الفصل الثالث: اثر سعر الصرف الدولار الامريكي علي مؤشر داوجونز

72	تمهيد
73	المبحث الأول: مؤشرات الاسهم و العلاقة بين سعر الصرف و سوق الاوراق المالية
73	المطلب الأول: مفهوم مؤشرات الاسهم و الشروط الواجب توفرها
74	المطلب الثاني: كيفية بناء و مؤشرات أسعار الأسهم
76	المطلب الثالث: العلاقة بين سعر الصرف و أسعار الأوراق المالية
78	المبحث الثاني : مدخل للاقتصاد القياسي
78	المطلب الأول: مفهوم وأهداف الإقتصاد القياسي
81	المطلب الثاني: تحليل الإنحدار الخطي البسيط
83	المطلب الثالث: السلاسل الزمنية
86	المبحث الثالث: تأثير سعر الصرف الدولار الامريكي علي مؤشر داونجز لفترة 2016
86	المطلب الأول :دراسة استقرارية السلاسل
89	المطلب الثاني : دراسة السببية
90	المطلب الثالث: تقدير النموذج
	خلاصة الفصل:

فهرس المحتويات

94..... خاتمة

97..... قائمة المراجع

قائمة الملاحق

قائمة الجداول والأشكال

قائمة الجداول

الصفحة	العنوان	الجدول
11	خصائص اضافية لسوق الاوراق المالية	رقم (01.01)
28	لنا عيوب ومزايا العقد الآجل	رقم (01.02)
39	مقارنة بعض مؤشرات سوق الأوراق المالية الأمريكية	رقم (01.03)
88	نتائج اختبار تكامل مشترك	رقم (03.01)
89	اختبار سببية قرائن لتغيرات النموذج	رقم (03.02)

قائمة الأشكال:

الصفحة	العنوان	الشكل
47	سعر الصرف بين الدولار و الدينار الجزائري	رقم (02.01)
48	تدخل الدولة في تحديد سعرها	رقم (02.02)
60	المشاركون في سوق الصرف	رقم (02.03)
68	مقاومة التضخم	رقم (02.04)
86	دراسة استقرارية السلاسل	رقم (03.01)

مقدمة

مقدمة

لقد شهدت العقود الأخيرة خاصة القرن الواحد والعشرين تطورا اقتصاديا هائلا أدى لإزالة الكثير من العوائق العديدة ما بين الدول، وامتداد نشاطها الاقتصادي خارج حدودها، ونتيجة لهذا التطور أدى الى تقوية مكانة الاسواق المالية في الاقتصاد بحيث أصبحت تلعب دورا فعالا فيه يساعد علي تنمية وتوفير التمويل لقطاعاته وتسهيل تداول الكتلة النقدية وادوات الدين والملكية بين المتعاملين الاقتصاديين، وما يعزز هذه المكانة الارتفاع الملحوظ للاقتصاد في مختلف المعاملات وهو ما يعني تسهيل انتقال وتداول أدوات الملكية الدين، وقد تماشي هذا الوضع مع التكنولوجيا الحالية التي لم يشهد لها مثيل في العالم فقد ساهمت هذه الاخيرة تسهيل انتقال المعلومات و الربط بين مختلف الاسواق في العالم. ويعتبر سعر الصرف محور اقتصاد أي دولة ومعيار مقارنة مع العملات الأخرى، وبطبيعة الحال اي تغير يطرأ عليه يؤثر في مختلف القطاعات الاقتصادية، وخاصة سوق الاوراق المالية لذا اصبح المتعاملون الاقتصاديون في مختلف مناطق العالم يتخوفون من اية تغيرات تطرأ علي العناصر التي لها علاقة بالبورصة ولعل أهمها سعر الصرف التي يؤثر فيها، وكيفية تلقيها وتحليلها ومعالجتها ولذلك وجب علينا دراسة العلاقة ما بين تغيرات سعر الصرف (عملة الدولار الأمريكي) وتغيرات مؤشرات أسعار الاسهم (مؤشر داو جونز) في الأسواق المالية وتحليلها، ومعرفة درجة التأثير التي يمارسها المتغير الاول علي المتغير الثاني .

أشكالية الدراسة:

ومن خلال ما سبق فقد تكون الاشكالية الرئيسية لدراستنا علي النحو التالي :

كيف يؤثر تغير سعر صرف العملة علي مؤشر الاسهم (داو جونز) في سوق الاوراق المالية؟.

الاسئلة الفرعية :

ولتسهيل الاجابة علي الإشكالية الرئيسية فقد وضعنا الأسئلة الفرعية التالية:

- ما هي السوق الأوراق المالية ؟
- ما الادوات المتداولة في سوق الاوراق المالية؟
- ماذا تعني مؤشرات الأسهم و كفاءة سوق الأوراق المالية؟

- ما مفهوم سعر الصرف والنظريات المحددة له ؟

- العلاقة الناشئة بين سوق الأوراق المالية وسوق الصرف؟

فرضيات الدراسة:

- يؤثر أداء أسواق الأوراق المالية في قياس كفاءة الأدوات المتداولة في سوق الأوراق المالية سواء في الدول المتقدمة أو النامية.

- تختلف أسعار صرف العملات من حيث شدتها و اتجاهها من دولة إلى أخرى، و ذلك حسب اختلاف أنظمة الصرف المتبعة و مكانة العملة في الاقتصاد العالمي.

- العلاقة السلبية أو العكسية الناشئة بين مؤشرات الأسهم و سعر صرف العملات و ذلك من خلال للمتغيرات التي تطرأ بينهم.

أسباب اختيار الموضوع:

- لم يكن من السهل أن نختار أحد المواضيع المقترحة علي سبيل المفاضلة، والذي كان من بينها موضوعنا المختار للدراسة والمعنون ب: أثر تغيرات أسعار الصرف على الأسهم في سوق الأوراق المالية العالمية.

- وذلك لأنه يندرج في اطار تخصصنا، وتشجيع المشرف على هذا الاختيار مما عزز لنا الخوض فيه، كما ان حب هذا الموضوع والبحث فيه شجعنا على اختياره .

- تزايد الاهتمام في الأونة الأخيرة بالدور الذي تلعبه الأسواق المالية في المجال الاقتصادي.

أهداف البحث:

- دراسة الاطار النظري لموضوع سوق الأوراق المالية من خلال عرض كل الجوانب المتعلقة به .

- معرفة سعر الصرف وسوق الصرف الأجنبي وسياسة سعر الصرف وهذا من خلال النظريات والأنظمة المفسرة له .

- معرفة أثر سعر الصرف على سوق الأوراق المالية وهذا من خلال قياس شدة الارتباط بين المتغير التابع و المتغير المستقل .

صعوبات البحث

- قلة الدراسات عن موضوع أثر أسعار الصرف على مؤشرات الأسهم.
- طول الدراسة مع الوقت القصير لإيداع المذكرة.

أهمية الدراسة:

- الاهتمام المتزايد لموضوع سوق الأوراق المالية وعلاقته بسعر الصرف .
- إبراز الحوافز والايجابيات لسوق الأوراق المالية .
- التعرف على أسعار الصرف وتأثيره في سوق الأوراق المالية .

حدود الدراسة :

تمثلت هذه الدراسة في معالجة إشكالية البحث وتحقيق الأهداف المرجوة من هذه الدراسة، فقد تعين تحديد الاطار الزمني للدراسة في فترة 2016 تناسبا مع المعطيات الاحصائية، والتي تعبر عن معطيات تخص مؤشر داونجز وسعر الصرف الدولار الأمريكي، أما المجال المكاني فهو دراسة مؤشر داوجونز الأمريكي.

منهج البحث:

- من أجل الاجابة على الاشكالية المطروحة تم الاعتماد على:
- المنهج الوصفي: لعرض الاطار النظري لسوق الأوراق المالية وسعر الصرف .
- المنهج التحليلي: اخترنا هذا المنهج من اجل تحليل النتائج المتوصل اليها .
- المنهج القياسي: من أجل قياس اثر المتغيرات سعر الصرف الدولار الأمريكي على مؤشر داوجونز لفترة 2016.

دراسات سابقة:

- بوعبد الله علي، أثر الاسواق المالية الناشئة على استقرار أسعار الصرف في الدول العربية، اطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراة في العلوم الاقتصادية ، قسم العلوم الاقتصادية ، جامعة خيضر-بسكرة. و لقد درس الكاتب ظاهرة العولمة بصفة عامة و العولمة المالية بصفة خاصة، و التي كان لها الأثر في انتقال الأزمات المالية و تزايد التدفقات العكسية لرؤوس الأموال قصيرة الأجل وذلك من حدة الزمة، حيث تؤثر على استقرار سوق الأوراق المالية و سوق العملات اللذان لهما علاقة وثيقة، و إذا لم يتحكم في

هذه العلاقة تؤدي إلى نتائج وخيمة في السوقين، و وصل إلى أن عدم وجود رقابة على حركات رؤوس الأموال من و إلى الدول من العوامل التي تساعد على وجود أزمات و يمكن الحد من خطورة تدفقات رؤوس الأموال قصيرة الأجل وذلك لتقييد حركة هذه التدفقات وذلك بما فعلته ماليزيا ونجحت في ذلك.

- يعقوبي محمد، تأثير تغيرات أسعار صرف العملات على مؤشرات أسعار الأسهم في الأسواق المالية العالمية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص مالية واقتصاد دولي، جامعة بن بوعلي بالشلف، و لقد أثبتت دراسته أن تأثير أسعار صرف العملات القيادية على مؤشرات أسعار الأسهم لا يكون في نفس الاتجاه، حيث وجد من خلال هذه الدراسة أن تأثيرات أسعار صرف العملات الدول الناشئة الدول المدروسة على مؤشرات أسهم البورصات تكون إيجابية طردية. و أثبتت الدراسة وجود علاقة طردية بين تغيرات أسعار صرف العملات الدول العربية المدروسة و مؤشرات أسعار الأسهم في بورصاتها.

أقسام البحث:

جاءت الدراسة في ثلاثة فصول، الفصل الأول خصصناه كإطار نظري لسوق الأوراق المالية، وقسمناه إلى ثلاثة مباحث تضمن أساسيات الأسواق المالية ففي المبحث الأول تناول ماهية سوق الأوراق المالية، أما المبحث الثاني فركزنا فيه على توضيح أدوات الاستثمار في سوق الأوراق المالية، أما الثالث فتناول كفاءة ومؤشرات سوق الأوراق المالية .

وجاء الفصل الثاني ليتناول مفاهيم عامة حول سعر الصرف، فبدانا في المبحث الأول لماهية سعر الصرف، أما المبحث الثاني فتعرضنا إلى أهم الانظمة والنظريات الموجودة، وفي الأخير أي المبحث الثالث فتعرضنا لسوق الصرف الأجنبي وسياسة سعر الصرف.

وجاء الفصل الثالث ليخصص لدراسة العلاقة بين سعر الصرف وسوق الأوراق المالية بالإضافة إلى دراسة قياسية لأثر تغيرات سعر الصرف الدولار الأمريكي على مؤشر داوجونز لفترة 2016، حيث خصصنا المبحث الأول إلى دراسة خاصة لمؤشرات الاسهم مع دراسة العلاقة بين سعر الصرف وسوق الأوراق المالية.

أما المبحث الثاني فدرسنا فيه مدخل حول الاقتصاد القياسي، أما المبحث الثالث والأخير فخصصناه لدراسة قياسية وتحليل النتائج لأثر سعر الصرف الدولار الأمريكي على مؤشر داوجونز ومعرفة العلاقة الموجودة بينهم.

الفصل الأول

الإطار النظري لسوق الأوراق المالية

:

الفصل الثالث

أثر سعر الصرف الدولار الأمريكي علي مؤشر داو جونز

تمهيد :

تلعب الأسواق المالية دورا بالغ الأهمية في الاقتصاديات المعاصرة، وذلك للدور الذي تؤديه والمتمثل أساسا في ربط قطاعات الفئات الاقتصادية بقطاعات العجز، مما يجعلها تمثل أحد المصادر الهامة لتوفير فرص الاستثمار لقطاعات الفئات ومصدرا حيويا لتمويل العجز.

كما تبوأَت الأسواق المالية مكانة هامة في الاقتصاد بحيث أصبحت تلعب دورا فاعلا حيث يساعد على تنمية وتوفير التمويل طويل الأجل لقطاعاته وتسهيل تداول الكتلة النقدية في سوق الحاضرة والآجلة بين المتعاملين الاقتصاديين.

وقد زاد الاهتمام في السنوات الأخيرة بتتبع مؤشرات أسعار الأسهم في الأسواق المالية من قبل المتعاملين والاقتصاديين، نتيجة للمكانة التي أصبحت تحتلها البورصات في الاقتصاديات الدولية بالإضافة إلى التغيرات التي أصبحت تصيب البيئة الاقتصادية مما يؤثر على قيم الأسهم في البورصات وكفاءتها. وسنتطرق في هذا الفصل إلى مفاهيم عامة حول سوق الأوراق المالية من خلال المباحث التالية:

المبحث الأول: ماهية سوق الأوراق المالية؛

المبحث الثاني: أدوات سوق الأوراق المالية؛

المبحث الثالث: كفاءة ومؤشرات سوق الأوراق المالية؛

المبحث الأول: ماهية سوق الأوراق المالية

السوق المالية من أهم الاسواق في الاقتصاد وتشكل مساحة هامة للمتعاملين بحيث تمكنهم من تسوية أوضاعهم والحصول علي احتياجاتهم التمويلية، وتحقيق عوائد تساهم في تدعيم نشاطهم الاقتصادية.

وستتناول في هذا المبحث الجانب للسوق المالية من خلال عرض مفهومها واقسامها ووظائفها وخصائصها.

المطلب الأول: مفهوم وأقسام سوق الأوراق المالية

يوضح لنا هذا الصدر مفهوم وأقسام سوق الأوراق المالية في ما يلي:

1. مفهوم سوق الأوراق المالية:

تعرف أسواق الأوراق المالية بأنها آلية يتم من خلالها تداول الأصول المالية بيعا وشراء، وتمكن تلك الآلية من تحويل الموارد المالية بكفاءة من القطاعات الاقتصادية ذات الفوائض المالية إلى القطاعات الاقتصادية التي تعاني من العجز المالي، ويعكس وجود أسواق الأوراق المالية فوائد عدة، تعود على كل من مصدري الأوراق المالية (المقترضين) ومشتري الأوراق المالية (المستثمرين).⁽¹⁾

توجد أسواق الأوراق المالية لتجمع بين المشتريين والبائعين للأوراق المالية فهي: الميكانيكية التي نشأت لتسهيل عملية تبادل الأصول المالية⁽²⁾، وتمكن تلك الآلية تحويل الموارد المالية بكفاءة من القطاعات ذات الفائض إلى القطاعات ذات العجز المالي، وتعرف على أنها السوق التي تتعامل بالأوراق المالية من أسهم وسندات، وقد تكون منظمة أو غير منظمة ففي الأول تتم صفقات بيع وشراء الأوراق المالية في مكان منظم يسمى البورصة، أما السوق الغير منظم يتكون من عدد من التجار والسماسرة يباشر كل منهم نشاطه في مقره ويتصلون ببعضهم بواسطة الحاسوب، كما أن الأسواق قد تكون محلية أما الثانية فتتسع بوجود الاجانب، وتتداول فيها أوراق مالية المنشآت من دول أجنبية.⁽³⁾

¹ عاطف وليم أندروس، أسواق الأوراق المالية (بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها)، بدون طبعة، الناشر دار الفكر الجامعي، الإسكندرية مصر، 2008، ص 21 .

² محمد صالح الحناوي وآخرون، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، الطبعة الثانية، المكتب الجامعي الحديث، مصر، 2010 ص 08.

³ بو عبد الله علي، أثر الأسواق المالية الناشئة على استقرار أسعار الصرف في الدول العربية، أطروحة مقدمة نيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر بسكرة، سنة 2013.2014، ص 54 .

2. أقسام أو مكونات سوق الأوراق المالية:

سوق الأوراق المالية أقسام تبين دورها علة أكمل وجه فهي تتكون من:

1.2. السوق الأولي:(سوق الإصدار):

ويختص هذا السوق بالتعامل في الإصدارات الجديدة سواء لتمويل مشروعات جديدة أو التوسع في مشروع قائم، وذلك من خلال زيادة رأسمالها، وهذا يعني أن المنشآت التي تحتاج إلى أموال يمكنها إصدار عدد من الأوراق المالية، وطرحها للاكتتاب سواء اكتتاب عام أو خاص، وهذا يعطي فرصة لجمع الأفراد والهيئات المختلفة المشاركة عن طريق مدخراتها في توفير الأموال.(1)

يسمى السوق الأولي أو سوق الإصدارات وهي السوق التي تنشأ فيها علاقة مباشرة بين مصدر الورقة المالية والمكتسب الأول فيها أو بين المقرض والمقرض فهي سوق تتجمع فيها المدخرات الخاصة لتحويلها إلى استثمارات جديدة لم تكن موجودة من قبل وترجم فيها العلاقة عن طريق خلق أوراق والتزامات مالية لم تكن موجودة في السابق.(2)

2.2. الأسواق الثانوية:(سوق التداول):

ويختص هذا السوق بالتعامل في الأوراق المالية التي تم إصدارها أو طرحها من قبل، أي بعد توزيعها سواء مباشرة أو بواسطة أحد المؤسسات المالية المتخصصة يطلق على هذا السوق بالبورصة.(3)

وهي السوق الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية التي سبق إصدارها وتوزيعها بواسطة بنوك الاستثمار أو الاكتتاب فيها من طرف المستثمر في السوق الأولي، وفي هذا السوق يتم بيع الأوراق المالية، بهدف الحصول على السيولة أو من أجل إعادة الاستثمار في أوراق مالية أخرى، كما أن المستثمرون في هذا السوق يمثلون على نفس الحقوق التي كان يتمتع بها بائع الورقة الأصلي.

¹ - عبد الغفار حنفي، رسمية فرياقص، أسواق المال، بنوك تجارية، أسواق الأوراق المالية، شركات تأمين، شركات الاستثمار، بدون طبعة، الدار الجامعية للنشر والطبع الاسكندرية، مصر، 2000، ص 275 .

² - محمد الصبري، البورصة، بدون طبعة، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، مصر، ص 12 .

³ - عبد الغفار حنفي، رسمية فرياقص، أسواق المال، بنوك تجارية، أسواق الأوراق المالية، شركات تأمين، شركات الاستثمار، مرجع سبق ذكره.ص275 .

تنقسم الأسواق الثانوية إلى:

1.2.2. السوق المنظمة: (بورصة الأوراق المالية)

وهي سوق منظمة لتداول الأوراق المالية بواسطة أشخاص مؤهلين ومتخصصين جدا من هذا النوع من النشاط وهذه التعاملات تجرى في مكان محدد وهو البورصة وفي أوقات محددة وتحكم المتعاملين فيها تشريعات ولوائح معينة، ويقوم على دارتها هيئة تتولى الإشراف على التنفيذ واللوائح والتشريعات. (1)

2.2.2. السوق الغير منظمة: (الموازية):

ويتم التعامل في السوق الغير منظمة في الأوراق غير المسجلة في السوق الرسمية، وتمتاز تلك السوق بسهولة التعامل فيها، بحكم تحررها من الكثير من القيود والشروط التي يفرضها التعامل في السوق الرسمية وتحدث عملية التبادل في السوق غير المنظمة من خلال مكاتب المتعاملين وسماسة السوق حيث يتوافر لديهم البيانات الكاملة عن الأوراق المالية محل التعامل وأسعارها ويتم الربط بين المتعاملين من خلال شبكة اتصالات قوية، يمكن عن طريقها أن يجري سمسار المستثمر اتصالاته بتجار الأوراق المالية ليختار من بينهم من يقدم أفضل الأسعار.

وتنقسم الي سوق ثلاثة وسوق رابعة. (2)

1.2.2.2. سوق الثالثة:

تمثل السوق الثالثة قطاع من السوق غير المنظمة الذي يتكون من بيوت سمسرة من غير أعضاء الأسواق المنظمة. ولكن لهم حق التعامل في الأوراق المالية المصدرة في تلك الأسواق، ونشأت هذه السوق بصفة أساسية بهدف تخفيض أعباء العمولة التي يحصل عليها السماسرة خصوصا عند التعامل بأحجام كبيرة لحساب المؤسسات الاستثمارية الكبيرة كصناديق المعاش .

¹ بوعبد الله علي، مرجع سبق ذكره ص 6

² عاطف وليم اندراوس، مرجع سبق ذكره، ص 55 .

2.2.2.2. سوق الرابعة:

تنشأ هذه السوق عن طريق المؤسسات المالية الاستثمارية الكبيرة والأفراد عن طريق المؤسسات المالية الاستثمارية الكبيرة والأفراد الأغنياء، الذين يتعاملون فيما بينهم في شراء وبيع الأوراق المالية بكميات كبيرة بهدف الحد من العملات التي يتقاضاها السماسرة في الأسواق الأخرى.⁽¹⁾

المطلب الثاني: خصائص سوق الأوراق المالية:

سوق الأوراق المالية بعض الخصائص نميزها في الأسواق الأخرى نذكر منها:⁽²⁾

- سوق الأوراق المالية تتسم بكونها أكثر تنظيماً من باقي الأسواق المالية الأخرى، نظراً لكون المتعاملين فيه من الوكلاء المختصين، وهناك شروط وقيود قانونية لتداول الأوراق المالية في هذه السوق، لذلك في معظم البلدان هناك إدارات مستقلة ذات صلاحيات تدير العمليات في أسواق الأوراق المالية وتوفر للمتعاملين المعلومات الضرورية .

- يتطلب سوق الأوراق المالية وجود سوق ثانوية، يتم تداول الأوراق التي تم إصدارها من قبل بما يكفل توفير السيولة.

- سوق الأوراق المالية تتميز بالمرونة، وامكانية استفادتها من تكنولوجيا الاتصالات، أعطي للأسواق المالية خاصية، بأنها أسواق واسعة عن غيرها من أسواق السلع تتم فيها صفقات كبيرة وممتدة قد يتسع نطاقها ليشمل أجزاء عدة من العالم في نفس الوقت .

- سوق الأوراق المالية ترتبط بالأوراق المالية طويلة الأجل، وتكتسب أهمية خاصة في تمويل المشروعات الانتاجية التي تحتاج الى أموال تسدد على أمد طويل .

- الاستثمار في سوق الأوراق المالية فد يكون أكثر مخاطرة وأقل سيولة من الاستثمار في السوق النقدية نظراً لكون أدوات الاستثمار فيها، مثل السندات طويلة الأجل يحتمل مخاطر سعرية، سوقية أو تنظيمية مختلفة، وكذلك الأسهم على الرغم من أنها ذات عائد أكبر نسبياً إلا أن مخاطرها كبيرة أيضاً .

- الاستثمار في سوق الأوراق المالية يعتبر ذو عائد مرتفع نسبياً وبالتالي فإن اهتمام المستثمرين في سوق الأوراق المالية يكون موجهاً نحو الدخل أكثر منه نحو السيولة والمخاطرة.

¹ - عاطف وليم اندراوس، مرجع سبق ذكره . ص 56 .

² بوعبد الله علي، مرجع سبق ذكره، ص 7 .

الجدول رقم (1,1) خصائص اضافية لسوق الأوراق المالية .

الورقة المالية عامل المقارنة	السندات Bands	الأسهم الممتازة Preferred stock	الأسهم العادية Common stock
أولاً : الحق في الحصول على الدخل:1 من حيث الأسبقية priority 2: من حيث مبلغ الدخل او العائد Amount	الدرجة الاولى في سداد ثابت ومحدد	المرتبة الثانية ثابت ومحدد	المرتبة الثالثة المتبقي وغير محدد
ثانياً : الحق في الاصول عند التصفية 1 : درجة الأسبقية 2 : السلع	المرتبة الأولى محدد	المرتبة الثانية محدد	المرتبة الثالثة المتبقي وغير محدد
ثالثاً : الحق في استرداد القيمة تاريخ الاستحقاق	اجباري محدد مسبقاً أو له تاريخ السداد	(القيمة الاسمية) غير ملزم ليس له تاريخ استحقاق	المتبقي غير ملزم ليس له تاريخ استحقاق

المصدر: شمعون البورصة (بورصة الجزائر) بدون طبعة، دار هومة ، بوزريعة الجزائر 2005 ، ص 51.

المطلب الثالث: وظائف سوق الأوراق المالية

تؤدي أسواق الأوراق المالية عدداً من الوظائف سواء للمستثمر الفرد أو لشركات الأعمال أو الاقتصاد الوطني.⁽¹⁾

1. التعامل في الأوراق المالية :

إن أول وظيفة في سوق الأوراق المالية بيع وشراء الأسهم وسندات الشركات الخاصة والحكومية كما أنها تحقق السعر الحقيقي للأوراق المالية.

2. استثمار رؤوس الأموال:

يتميز الاستثمار في سوق الأوراق المالية بمرونة التعامل في السوق، وسهولة البيع والشراء مقارنة بصعوبة الاستثمار في شراء الأراضي الزراعية أو العقارات، كما بإمكان استثمار أي مبلغ كبيراً كان أو صغيراً، ولأي مدة طالت أو قصرت كما لا يتطلب الاستثمار في الأوراق المالية أي خبرة خاصة، ففي

¹ شمعون شمعون ، البورصة (بورصة الجزائر) بدون طبعة ، دار هومة ، بوزريعة الجزائر ، 2005، ص ص 53, 51.

مقدور أي شخص استثمار أمواله في أسهم أي شركة زراعية كانت أم عقارية أم تجارية، ويستفيد من نجاحها بصرف الأرباح، كما يستفيد من ارتفاع أسعار الأسهم نتيجة تقدم أعمال الشركة.

ولها وظائف اخري متمثلة في:

تساهم الأسواق المالية بتخفيض المعلومات وكلفة البحث عن الصفقة.

- حركة الأسواق ونشاطها هو انعكاس أو مؤشر لحركة الاقتصاد الوطني.

- تخفيض الضغط على النظام الائتماني والمساهمة في استقرار أسعار الفائدة من خلال إيجاد مصادر بديلة للتمويل.⁽¹⁾

- وجود سوق تساعد السياسة النقدية والمالية على تحقيق أهداف تلك السياسات في العملة الاقتصادية.

— توفير المعلومات والبيانات التي تمكن المستثمر من حسن الاختيار للوسائل الاستثمارية وتمكنه من إعادة النظر من استثماراته مما يعود عليه بالنفع والفائدة.⁽²⁾

¹ أرشد فؤاد التميمي، (الأسواق المالية (إطار في التنظيم وتقييم الأدوات)، بدون طبعة ، دار اليازوري العلمية للنشر، عمان، 2010، ص ص

25، 26

² السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، دار الفكر الطبعة الأولى عمان 2010 ص 163.

المبحث الثاني: أدوات سوق الأوراق المالية:

يتم التعامل في سوق الأوراق المالية بأدوات مالية عديدة تختلف فيما بينها من حيث العوائد والمخاطر المترتبة عنها، بحيث ساهم التطور التقني والاقتصادي في تحديثها وازدادت أدوات جديدة تلائم احتياجات ورغبات المتعاملين بطريقة احسن .

المطلب الأول. أدوات الملكية (الأسهم) :

سوف نتطرق في هذا الصدد إلي اعطاء مفهوم عام حول الاسهم ثم نتطرق إلي دراسة الاسهم العادية والممتازة.

يعتبر السهم أداة التمويل الأساسية لتكوين رأسمال في الشركات المساهمة، وتطرح الأسهم للاكتتاب العام ضمن فترة محددة يعلن عنها مع الاصدار لهذه الأسهم، وتكون الأسهم المصدرة غالباً بقيم متساوية وقيمة إسمية قدرها دينار واحد لكل سهم، ويكون السهم قابل للتداول في السوق المالي بعد تسديد ما لا يقل عن 50 % من القيمة السمية.⁽¹⁾

وتنقسم الأسهم إلى :

1. الأسهم العادية :

1.1. تعريف الأسهم العادية.

الأصل في الأسهم التي تصدرها شركة المساهمة أن تكون أسهماً إسمية متساوية القيمة، وتساوي قيمة الأسهم يقتضي التساوي في الأرباح وفي جميع الحقوق والالتزامات، وهذه في الصورة العادية للأسهم في الشركات المساهمة بصورة عامة، وحددت القيمة الإسمية للسهم في القانون العراقي بدينار الواحد، وعلى هذا الأساس لا يجوز التمييز بين سهم وآخر فجميع الأسهم إسمية وعادية عند الإصدار.⁽²⁾

يمثل السهم العادي Common stock مستند ملكية له قيمة إسمية، وقيمة دفترية، وقيمة سوقية، وتمثل القيمة الإسمية في القيمة المدونة على قسيمة السهم، وعادة ما يكون منصوص عليها في عقد التأسيس، أما القيمة الدفترية تتمثل في قيمة حقوق الملكية، التي لا تتضمن الأسهم الممتازة ولكنها تتضمن

¹ وليد صافي وأنس البكري، الأوراق المالية والدولية، الطبعة الأولى، دار المستقبل للنشر والتوزيع، 2010، ص 121. 122.

² عبد الباسط كريم مولود، تداول الأوراق المالية، الطبعة الأولى، منشورات الحلبي الحقوقية، سوريا، 2009، ص 91.

الاحتياطات والأرباح المحتجزة، مقسومة على عدد الأسهم العادية المصدرة، وأخيرا تتمثل القيمة السوقية في القيمة التي يباع بها السهم في سوق المال، وقد تكون هذه القيمة أكثر أو أقل من القيمة الإسمية أو القيمة الدفترية.⁽¹⁾

2.1. أنواع الأسهم العادية :

تتأثر الأسهم العادية بعدة عوامل كسمعة الشركة المصدرة وظروف السوق المالية و غيرها من العوامل وأيضا بعض التأثيرات المولدة عن العلاقات الدولية وانعكاساتها المحلية، ومن هذه العوامل يمكن أن نستمد الأنواع التالية من الأسهم العادية.

1.2.1. الأسهم المرتبطة أو (المتأثرة) بسمعة الشركة:

عند تداول الأسهم العادية في الأسواق الثانوية، فإن المستثمرين يفضلون الأسهم الخاصة بالشركات التي تحقق أرباحا عالية نسبيا وتقوم بتوزيع هذه الأرباح بشكل منتظم وهي تمثل عادة نسبة مرتفعة من مجموع الأرباح القابلة للتصرف للشركة أو الشركات المعنية.

2.2.1. الأسهم المتناسبة والأسهم المتباطئة:

عندما يقيم سهم بأقل من قيمته الطبيعية فمن المتوقع أن يحقق هذا السهم عوائد متناسبة متفوقة على الأسهم الأخرى ذات المخاطر المماثلة.⁽²⁾

2.1.3. الأسهم ذات التقلبات الدورية :

تمخض الانتاج المتزايد على الاقتصاد العالمي وزيادة الاندماج بالاقتصاديات الصناعية السوقية المتقدمة الى ربط أسواق الأسهم في مختلف بلدان العالم وخاصة النامية بالتقلبات الدورية التي تمر بها الأسواق الرأسمالية، وقد حلل J. M. Keynes هذه التقلبات في عام 1936، وبين كيف ان الكساد يحمل ركودا عاما في أسعار السلع والموارد وما في ذلك أسعار الأسهم، وذلك حتى تظهر عوامل الانتعاش فتتنقل الأسواق المعنية إلى الرفاهية لتشهد هذه الأسواق ارتفاعا في كافة الأسعار أيضا .

4.2.1. الأسهم المحايدة وأسهم المضاربة:

¹ منير إبراهيم هندي، الأسواق المالية و أسواق المال، بدون طبعة ، توزيع منشأة المعارف بالإسكندرية، مصر، 2007 ص 7 .
² محمد عوض وعبد الجواد علي ابراهيم الشينبات، (الاستثمار في البورصة (أسهم ، سندات، أوراق مالية) الطبعة الأولى، دار الحاضر للنشر والتوزيع 2006، ص 91.

فيما يخص الأسهم المحايدة فإنها لا تتأثر بتقلبات السوق المالية وذلك لأسباب عديدة: أهمها تحوط الشركات المصدرة وإعدادها المسبق لمواجهة الأزمات الدورية والتقلبات الأخرى والتزاماتها باستراتيجية الدفاع وتجنب حالات الاندفاع غير مدروسة وراء العوائد المتزايدة هذا فضلا عن كون بعض النشاطات الاقتصادية تتميز باستقرار معدلات نموها وبالتالي فإن اسمها لا تخضع بسبب طبيعتها الانتاجية والتبادلية، لتقلبات شديدة.

أما بالنسبة لأسهم المضاربة فإنها بعكس الأسهم العادية تخضع من حيث الطلب والسعر لتقلبات شديدة. وذلك بسبب القرارات السريعة للمضاربين بحثا عن الأرباح السريعة وفي الفترات القصيرة.

5.2.1. أسهم شبكات المعلومات الدولية Intermit stock :

إن شبكات المعلومات الدولية التي بدأت بنشاطاتها الفعلية في بداية التسعينات، ازدادت أهميتها حتى أصبحت في السنوات الأخيرة من أهم قنوات تداول الأدوات الاستثمارية، فخلال السنوات الأخيرة من القرن العشرين لم تعد أية مجموعة من الأسهم أكثر حركة من أسهم الشبكات المذكورة فمثلا spylas و etscaps و yanoo قد ارتفع على الأقل إلى الضعف خلال عامين فقط، وقد تجاوزت القيمة السوقية لهذه الأسهم بعد اليوم الأول من التجارة مليار دولار أمريكي.⁽¹⁾

3.1. خصائص الأسهم العادية :

لأسهم خصائص تتميز بها يمكن حصرها فيما يلي:⁽²⁾

- قابليتها للتداول بالطرق التجارية كمنولة من يد الى أخرى، كما هو الحال بالنسبة للأسهم لحاملها أو بالقيود في سجل الشركة كالأسمم الإسمية أو عن طريق عملية التظهير كالأسمم بأمر .
- تعد مخزنا للقيمة تكون قيمتها تتزايد مع تزايد نجاح الشركة المصدرة لهذه الأسهم بالإضافة لما تدره على مالكين من دخل سنوي مع إمكانية استرداد هذه الأموال بأقل خسارة ممكنة إن لم يكن ذلك ربحا وبأسرع وقت.
- عدم قابلية حق المساهم للتقادم فهو قائم وغير قابل للتقادم نتيجة لعدم الاستعمال مهما طال الزمن.

¹ محمد عوض عبد الجواد، علي إبراهيم الشديفات، مرجع سبق ذكره، ص ص92.94.

² فيصل محمود الشواورة، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية (الأسس النظرية والعملية)، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع الأردن، عمان، 2008، ص 81.80 .

- الأسهم العادية متساوية القيمة ولا يجوز إصدار أسهم بقيمة مختلفة .
- يعد السهم العادي أداة ملكية وليس أداة افتراض.
- إن عائد السهم السنوي يتحدد بمدى تحقق الأرباح وقرار التوزيع على المساهمين يتخذ من قبل الهيئة العامة.
- مسؤولية المساهم تكون بقدر عدد الأسهم التي يحملها .
- يمارس المساهم دور انتخاب الممثلين والرقابة على الإدارة التنفيذية بحدود العدد الذي يملكه من الأسهم.
- لا يوجد للسهم العادي تاريخ استحقاق وإنما يتم التداول عليه بيعة وشراء في بورصة الأوراق المالية.
- يحصل حامل السهم العادي على حقوقه المالية من الدخل أو الموجودات بعد الوفاء بكافة الالتزامات المترتبة على الشركة.
- تتحكم في القيمة السوقية للسهم العادي قوى العرض والطلب في السوق فهي بالتالي عرضة للتقلبات السعرية بين الحين والآخر.

2. الأسهم الممتازة:

ويمكن تعريفها علي النحو التالي مع معرفة المزايا والعيوب.

1.2 مفهوم الأسهم الممتازة:

السهم الممتاز يعتبر أداة ملكية ويطلق على حامله مصطلح مساهم ممتاز، ولكن تختلف ملكيته عن ملكية التي تنشأ عن السهم العادي، فمن حيث الأرباح يحصل حامل السهم الممتاز على نصيب سنوي ثابت يحدد إما في شكل نسبة مئوية ثابتة من القيمة الاسمية للسهم، أو في صورة مبلغ محدد...وفي حالة وجود أرباح قابلة للتوزيع يكون لحامل السهم الممتاز الحق في الحصول على نصيبه منها قبل حامل السهم العادي، ولكن بشرط صدور قرار بالتوزيع من الجمعية العمومية بعد توصية من مجلس الإدارة.⁽¹⁾

2.2 مزايا الأسهم الممتازة :

تحقق الأسهم الممتازة بعض المزايا نذكر منها:

¹ صلاح الدين شريط، مبادئ الأسواق المالية، الطبعة الأولى، دار الشروق للنشر والتوزيع، الأردن، 2014، ص ص88.87.

1.2.2. بالنسبة لأصحابها:

- إن الأولوية في الحصول على الأرباح عند توزيعها تعطي نوعا من الضمان لأصحابها في الحصول على الأرباح .

- الحصول على قيمة الأسهم قبل أصحاب الأسهم العادية عند التصفية.

2.2.2. بالنسبة للشركات التي أصدرتها:

هناك عدة مزايا بالنسبة للشركات التي أصدرتها نذكر منها:

1.2.2.2. الحصول على مصدر التمويل :

إن الشركات والأفراد (الراغبة في شراء الأسهم) تفضل الأسهم الممتازة على العادية، لذلك فإن إصدار الأسهم الممتازة يزيد في إمكانية بيعها والحصول على الموارد المالية اللازمة .

زيادة الأرباح:

عندما يتجاوز معدل الأرباح الفعلي الذي تحققه الشركة المصدرة المعدل الأقصى للأرباح المقرر للأسهم الممتازة. فإن هذه الشركة تحقق أرباحا إضافية لصالح أصحاب الأسهم العادية.

2.2.2.2. الحصول على مزايا الأسهم و السندات معا :

إن أن إصدار الأسهم الممتازة يشبه الاقتراض من حيث عدم تدخل أصحابها في إدارة الشركة، كما أنه لا يترتب على الشركة المصدرة التزاما بدفع عوائد معينة في جميع الحالات (كما في السندات أو القروض المصرفية).⁽¹⁾

3.2. عيوب الأسهم الممتازة :

يمكن حصرها فيما يلي⁽²⁾

- ارتفاع تكلفتها على الشركة المصدرة لعدم إمكانية خصم توزيعاتها من الوعاء الضريبي.

- تصنيفها عند التصفية في المرتبة الثانية بعد السندات .

- الاحتفاظ بحقوقها في الحصول على التوزيعات للسنة الحالية من أرباح السنوات اللاحقة .

¹ مروان عطوت، الأسواق النقدية والمالية، البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال (أدوات وآلية نشاط البورصات في الاقتصاد الحديث) الجزء الأول، الطبعة الرابعة، ديوان المطبوعات الجامعية، الساحة المركزية بن عكنون، الجزائر، ص.ص 85 . 86 .

² فيصل محمود الشواورة، مرجع سبق ذكره، ص84.

– الحق أحياناً في التصويت على بعض القرارات الصادرة عن الهيئة العامة .

المطلب الثاني: أدوات الدين (السندات):

يبين هذا الجزء تعريف وخصائص السندات بالإضافة إلى الأنواع.

1. مفهوم السندات:

هي عبارة عن ورقة مالية ذات قيمة إسمية واحدة، قابلة للتداول تصدرها الشركة المساهمة العامة وتطرحها للاكتتاب العام والخاص، ضمن حدود القانون للحصول على قرض لا تقل مدته عن خمس سنوات، وتتعهد الشركة بموجب هذا سداد القرض وفوائده وفقاً لشروط الإصدار .

وبالتالي يعتبر السند أداة تمويل طويلة الأجل تصدرها الشركات المساهمة العامة للاقتراض في سوق رأس المال، يأخذ الإصدار بالنسبة للسندات أحد الأسلوبين التاليين:

✓ الإصدار العام:

يتولى بنك استثمار أو مجموعة منها عملية إدارة الإصدار مع ضمان شراء السندات التي يتم الاكتتاب بها.

✓ الإصدار الخاص:

يلعب بنك الاستثمار دور الوساطة فقط دون التعهد بشراء السندات الفائضة عن الاكتتاب. الإصدار يتم بناءً على اتفاقية تتم بين الشركة المصدرة ومجموعة مؤسسات مالية تتولى شراء السندات.⁽¹⁾ أحياناً تواجه بعض المؤسسات نقصاً في السيولة لمواجهة التوسع في بعض استثماراتها فتلجأ إلى التحويل الخارجي عبر إصدار سندات دين للجمهور ويتم طرح هذه السندات في السوق المالي من خلال المصارف أحياناً أو المؤسسات المالية المختلفة الأخرى وتتضمن السندات بالقيم ذات المردود الثابت لأنها تتضمن بنداً يحدد قيمة العائد عليها بنسبة ثابتة من الفوائد.⁽²⁾

¹ وليد صافي و انس البكري، الأسواق المالية والدولية، الطبعة الأولى، دار المستقبل للنشر والتوزيع، 2010، ص ص 107، 108

² ناجي جمال، إدارة محفظة الأوراق المالية، طبعة الأولى، الدار الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع، بيروت لبنان، 1998، ص 14 .

2. خصائص السندات :

للسندات عدة خصائص تميزها عن باقي الأدوات المالية الأخرى طويلة الاجل ونذكر منها (1).

2. 1. السندات أداة دين:

وحامله يرتب على الشركة حق دائنه، يكون لحامل السند الأولوية عن حامل السهم كما سنرى لاحقا، في استيفاء حقوقه سواء من أرباح الشركة أو من الأصول في حالة الإفلاس.

2.2. السندات أداة استثمارية ثابتة الدخل:

لأن حامل السند يتقاضى فائدة سنوية ثابتة، بينما يتغير الدخل السنوي لحامل السهم العادي، والسند في ثبات دخله يشبه السهم الممتاز.

2. 3. محدودية الأجل:

دائما يصدر السند بأجل محدد يستحق بتاريخه، ويسجل هذا التاريخ في عقد الاصدار، ويعتبر أجل السند عنصرا هاما في تحديد معدل فائدة السند، وكذلك السعر السوقي له .

2. 4. قابلية السند للتداول :

وهذه الخاصية تشبه تداول السهم كما سنرى لاحقا خاصية التداول هذه تساهم في توفير سيولة إضافية للسندات طويلة الأجل في السوق الثانوي.

3. انواع السندات :

يختلف نوع السند حسب المعيار المستخدم لعمليات التقسيم ويوجد العديد من المعايير والأسس لتقسيم أنواع السندات فمثلا يمكن أن يكون معيار جهة إصدار أو شكل الاصدار، أساس الأجل، أساس الضمان، أساس القابلية للتحويل، أساس الاستدعاء. وسنقدم شرح موجز لكل هذه المعايير لكل نوع من السندات.

¹ وليد صافي وأنس البكري، مرجع سبق ذكره، ص 108 .

3.1. تقسيم السندات حسب معيار جهة الاصدار:

وتنقسم الي سندات حكومية واصلية

3.1.1. سندات حكومية :

تصدر من الدولة ومؤسساتها مثل (سندات الخزينة، سندات البلدية) وتمتاز هذه السندات الحكومية بمجموعة مزايا تشجع المستثمرين نحو الاستثمار بها:

- الاستثمار لها يكون أقل مخاطرة، أكثر أمانا من الاستثمارات الأخرى.
- السندات الحكومية أكثر سيولة من السندات الاخرى الأصلية .
- تصدر بشروط الاعفاء الضريبي لفواتيرها من ضريبة الدخل .

3.1.2. سندات أصلية:

تصدر عن مؤسسات مالية أو شركات مساهمة عامة في القطاع الخاص مثل(سندات عادية، سندات مضمونة بعقار)، ويمتاز هذا النوع من السندات بالنسبة للمستثمر، بأنها تصدر معدلات فائدة أعلى من معدلات الفائدة على السندات الحكومية.

3.2. تقسيم السندات حسب معيار شكل الاصدار :

وتتمثل في سندات كاملة وسندات اسمية محلية

3.2.1. سندات كاملة:

عندما يصدر السند خاليا من أسهم المستثمر تنتقل ملكية السند بمجرد الاستلام ويكون لحامله الحق في الحصول على فائدة السند عند استحقاقها وعند تاريخ استحقاق بحق لحامله استلام قيمته الاسمية من البنك مباشرة .

3.2.2. سندات اسمية محلية:

ويكون عليه اسم مالكة، ويمكن أن تكون سجله بالكامل وسجل به الدين الأصل والفائدة ولا يصرف أي منها الا بشيك يحمل اسم صاحب السند ويمكن أن تكون مسجلة جزئيا ويقتصر التسجيل هنا على أصل الدين فقط.⁽¹⁾

¹ وليد صافي وأنس البكري، مرجع سبق ذكره، ص ص 111/109 .

3.3. تقسيم السندات حسب معيار الأجل :

وتنقسم الي سندات قصيرة ومتوسطة وطويلة الاجل

1.3.3. سندات قصيرة الأجل:

سندات لا تتجاوز أجلها عاما واحدا وهو أداة تمويل قصيرة الأجل وتتداول في سوق النقد(سندات خزينة) وتتمتع بدرجة عالية من السيولة بسبب انخفاض درجة المخاطرة وتصدر بمعدلات فائدة منخفضة.

2.3.3.سندات متوسطة الأجل:

يزيد أجلها عن عام ولا يتجاوز سبعة أعوام معدلات الفائدة أعلى من السندات قصيرة الأجل.

3.3.3. سندات طويلة الأجل:

يزيد أجلها عن سبعة أعوام وتتداول في سوق رأسمال، وتصدر بمعدلات فائدة عالية(سندات عقارية)، ويمكن أن تصدر جميع السندات في اصدار واحد وموعد استحقاق موحد ومعدل فائدة موحدة.

4.3. تقسيم السندات حسب معيار الضمان :

وتنقسم الي سندات مضمونة و غير مضمونة

1.4.3.سندات مضمونة:

تكفل لحاملها الحق في وضع يده على الأصل محل الضمان، في حالة توقف المدين عن الوفاء بأصل السند أو فائدته، وينص القانون على أنه لا يجوز أن تصدر الشركات المساهمة العامة سندات بدون أن تكون مضمونة .

2.4.3.سندات غير مضمونة:

يعتمد بها الدائن فقط على تعهد المصدر بالدفع، ويطلق عليها اسم السندات العادية، الضمان الوحيد لحامل هذا السند هي حق الأولوية الذي يكون له عن الدائنين الآخرين للشركة المصدرة، وبعض أنواع هذا السند مثل سندات الدخل لا تكفل لحاملها الحصول على فائدة السند في مواعده المحدد الا إذا حققت الشركة المصدرة خلال نفس الفترة أرباحا تكفي لدفع هذه الفوائد.⁽¹⁾

¹ عاطف وليم أندروس، مرجع سبق ذكره ص 112 .

5.3. تقسيم السندات حسب معيار القابلية للاستدعاء أو الإطفاء :

وتنقسم إلى سندات غير قابلة للاستدعاء وقابلة للاستدعاء.

1.5.3. سندات غير قابلة للاستدعاء:

وهي سندات لا يجوز للجهة المصدرة لها استدعاءها للإطفاء لأي سبب من الأسباب، والأصل أن تكون هذه السندات غير قابلة للاستدعاء إلا إذا نص ذلك بصراحة في عقد الإصدار .

2.5.3. سندات قابلة للاستدعاء:

وتصدر غالبا بعلاوة استدعاء وهي وسيلة لتشجيع المستثمر على شرائها لان شرط الاستدعاء يستخدم ويستغل من قبل المصدر ضد مصلحة المستثمر فيما لو ارتفعت الاسعار للسندات في السوق المالي. وقد يكون الاستدعاء بشكل مطلق وحرية كبيرة لتحديد أي لحظة للاستدعاء.

6.3. تقسيم السندات حسب معيار قابليتها للتحويل:

1.6.3. سندات قابلة للتحويل :

تعطي لحاملها ضمن مدة محددة حق في تحويل سنداتة الى أسهم عادية بسعر محدد للسهم الواحد وتعطي هذه السندات مزايا لكل الأطراف سواء كان المصدر المستثمر أو الوسيط.

✓ بالنسبة للوسيط:

توفر لهم درجة عالية من المتاجرة بالملكية نظرا لانخفاض نسبة الهامش النقدي، المطلوب للمضاربة في السوق المالي والتي تقل عادة عن نية الهامش المطلوب للمضاربة في الأسهم.

✓ بالنسبة للمصدر:

توفر له فرصة الحصول على الأموال بتكلفة منخفضة نسبيا، لأنها تصدر بمعدلات فائدة أقل من السندات العادية.(1)

7.3. السندات الدولية:

هي سندات تصدر في بلد ما بعملات أجنبية تختلف عن عملة الدولة نفسها ولصالح مقترض أجنبي، وتختلف عن ما يسمى بسندات أجنبية وهي تصدر لصالح مقترض أجنبي ولكن بنفس عملة البلد

¹ عاطف وليم أندروس، مرجع سبق ذكره ص 113 .

المصدر للسند، وتتراوح آجال السندات الدولية بشكل عام بين (15/10) سنة ولا يوجد بالغالب سندات دولية قابلة للتحويل ولكن معظمها من السندات القابلة للاستدعاء.⁽¹⁾

المطلب الثالث: المشتقات المالية

تعد المشتقات أحد ملامح التطور في أسواق المال، وتمثل المشتقات أدوات ترتب لحاملها التزاما أو اختيارا لشراء أو بيع أصل مالي وتشتق تلك قيمتها من أسعار الأوراق المالية الاصلية (قد تكون أسهم وسندات....الخ)

وتتمثل هذه المشتقات المالية في عقود الخيارات وعقود المتقلبة والآجلة وعقود المبادلات وتختصرها

فيما يلي:

1. عقود الخيارات :

سوف نتطرق في عقود الخيارات إلى مفهومها وأنواعها على النحو التالي:

1.1. تعريف عقود الخيارات:

تمثل عقود الخيارات أحد أدوات الاستثمار الحديثة التي تعطي للمستثمر فرصة الحد من المخاطر التي يتعرض لها.

ويعرف حق الاختيار بأنه اتفاق يعطى لطرف ما الحق في بيع أو شراء عدد من الأوراق المالية (وربما العملات أو السلع أو المؤشرات.....الخ)، من طرف ثاني بسعر محدد متفق عليه مقدما.

على أن يتم التنفيذ في أي وقت خلال المدة التي تنقضي بين تاريخ إبرام العقد وتاريخ الانتهاء أو ان التنفيذ في التاريخ المحدد لانتهاء العقد.⁽²⁾

¹ وليد صافي وأنس البكري، مرجع سبق ذكره، ص 114 .

² محمد صالح الخناوي و آخرون، الاستثمار في الأوراق المالية وإدارة المخاطر، بدون طبعة، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، مصر، 2007 ، ص 331.

2.1. أنواع عقود الخيارات:

يمكن أن تصنف عقود الخيارات على النحو التالي: (1)

1.2.1. من حيث موعد التنفيذ: وهي نوعين:

1.1.2.1. عقد الخيار الأمريكي :

الذي يتيح للمستثمر الحق في شراء أو بيع كمية محددة من موجود أساسي بسعر متفق عليه مقدما الى أن يتم تنفيذ هذا العقد في أي وقت خلال المدة الممتدة منذ إبرام العقد وحتى التاريخ المحدد .

2.1.2.1. عقد الخيار الأوروبي:

وهو يشبه عقد الخيار الأمريكي إلا أنه غير قابل للتنفيذ الا في يوم انتهاء صلاحية الخيار .

2.2.1. من حيث طبيعة العقد: وهو نوعين أيضا:

1.2.2.1. عقد خيار الشراء:

الذي يعطي الحق لشراء كمية معلومة من موجود أساسي بسعر محدد وخلال مدة محددة، وهو غير ملزم لحامل الخيار .

2.2.2.1. عقد خيار البيع:

الذي يعطي الحق لبيع كمية معلومة من موجود أساسي بسعر محدد وخلال مدة محددة وهو أيضا غير ملزم لحامل الخيار.

2. عقود المبادلة :

لعقود المبادلات تعاريف وانواع نذكر منها ما يلي :

2.1. مفهوم عقود المبادلة :

تعرف عقود المبادلة بأنها سلسلة من العقود لاحقة التنفيذ حيث يتم تسوية عقد المبادلة على فترات دورية (شهرية، ربع سنوية، نصف سنة.....الخ).

وعقد المبادلة ملزم لطرفي العقد على عكس ما هو معروف في عقود الاختيار، كما أن المتحصلات أو المدفوعات (الأرباح أو الخسائر) لا يتم تسويتها يوميا كما هو الحال في العقود المستقبلية، يضاف الى

¹ حاكم الربيعي وآخرون، المشتقات المالية (عقود المتطلبات، الخيارات، المبادلات)، الطبعة الأولى، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع الأردن، عمان، 2011، ص ص 101، 102.

ذلك أن عقد المبادلة لا يتم تسويته مرة واحدة كما هو الحال في العقود لاحقة التنفيذ ولذلك يعرف عقد المبادلة بأنه سلسلة من العقود لاحقة التنفيذ.⁽¹⁾

2.2. أنواع عقود المبادلة :

قد شملت عقود المبادلات خلال أكثر من ربع قرن في ممارستها عدة مجالات استثمارية نذكر منها :

1.2.2. مبادلات أسعار الفائدة: In terest rate swaps:

تتضمن عقود المبادلات الخاصة بأسعار الفائدة نوعين رئيسيين أحدهما مبادلات تقوم على ثبات المبلغ الأساسي الافتراضي و لآخر مبادلات تعتمد أساسا افتراضيا متغير.

ويعد النوع الأول الصيغة الأكثر شيوعا للمبادلات المعنية فهو يعتمد على التعاقد بين طرفين يلتزم أحدهما بدفع معدل ثابت (fisced) للزبون (طويل أو متوسط الأجل) بينما يتعهد الطرف الثاني بدفع معدل معوم (floating rate) قصير الأجل.

أما بالنسبة للنوع الثاني الذي هو أقل ممارسة مقارنة بالنوع الأول فإنه يقوم على اتفاق الطرفين على تبني مؤشرات فمثلا يوافق أحد الطرفين على دفع (مؤشر ما+ libor) وذلك مقابل استعداد الثاني على دفع (أذن الخزينة+ مؤشر ما) وحيث أن الاختلاف بين (libor) و(أذونات الخزينة يزيد أو يقل بمرور الزمن خلال فترة التعاقد فإن اتفاقيات غالبا ما تتناوب بين طرف الى آخر وذلك من وقت الى آخر .

2.2.2. مبادلات العملات: Currency swaps:

وهو مبادلات تقوم على أصول افتراضية يوافق فيها الطرفان على تبادل عملتين عند سعر الصرف السائد (الحالي) (spat) مقابل سعر الصرف الأجل (orward) (أي في وقت لاحق يحدد مسبقا).
وتهدف المبادلات المذكورة إلى تجاوز مخاطر تقلبات أسعار الصرف خلال فترة المبادلة حيث يقبل أحد الطرفين بالأسعار الثانية يكسب من استقرار هذه الأسعار، وفي المقابل يوافق الطرف الآخر على تغيير الأسعار المعنية.⁽²⁾

¹ محمد صالح الخناوي، مرجع سبق ذكره، ص 385 .

² هو شيار معروف كاكامولا، الاستثمارات والأسواق المالية، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان الأردن، ص 170. 172 .

3.2.2. خيارات المبادلات: swaptions

وهي جمع بين خصائص عقود المبادلات (wap contracts) وخصائص الخيارات (option contracts) إن هذا النوع من المبادلات يستمد خاصية رئيسية للخيارات في أن للمشتري الحق وليس عليه الواجب في إلغاء العقد أو في استمرار ممارسته في نهاية الفترة المعتمدة، وفي المقابل يجري تبادل حقوق تدفق مدفوعات ثابتة مع حقوق تدفق مدفوعات معومة كما هو الحال في عقود المبادلات.

4.2.2. مستقبلات المبادلات: swap futures

وهي مبادلات يدخل فيها بعض خصائص المستقبلات، وذلك لإضفاء نوع من التنظيم الرسمي على عقود المبادلات وخاصة اعتماد معايير في تحديد العوائد الثابتة وبيان مجال تغيير الأسعار، هذا فضلا عن دور المتاجرين dealers كأطراف، وعليه في العقود بالإضافة إلى دورهم في الترتيب والأعداد.⁽¹⁾

3. العقود المستقبلية:

يمكن تقديم مفهوم وأنواع العقود المستقبلية فيما يلي:

1.3. تعريف العقود المستقبلية:

هي عقود آجلة لكنها قابلة للتداول في البورصة تعطي لمشتريها الحق في شراء أو بيع قدر معين من أصل مالي أو عيني بسعر محدد سلفا على أن يتم التسليم في تاريخ لاحق. وتهدف العقود المستقبلية إلى التحوط ضد مخاطر التغيير في معدلات العائد ومن ثم أسعار الأصول المالية، وتتم عملية تغطية المخاطر بأخذ مركز معاكس في السوق الأجل للمركز الفوري spot.⁽²⁾

2.3. أنواع العقود المستقبلية : Types of futures contract :

يتم تداول العديد من أنواع العقود المستقبلية في الأسواق العالمية وبطبيعة الحال تتنوع هذه الأخيرة طبقا للأصل محل التعاقد ونذكر منها ما يلي:

¹ هوشيار معروف كاكامولا، مرجع سبق ذكره، ص 173 .

² عاطف وليم أندروس، مرجع سبق ذكره ص 81.

1.2.3. العقود المستقبلية السلعية: commodity futures

وهي العقود المستقبلية على سلع نمطية حقيقية مثل: المحاصيل الزراعية (الحبوب، المواشي واللحوم، المواد الغذائية). الموارد الطبيعية (المعادن كالذهب والفضة... الخ و الطاقة كالبتروال الخام). السلع الأخرى وتتضمن (المطاط، الزجاج، الإسمنت... الخ) .

2.2.3. العقود المستقبلية المالية : Fimancail futures

و تتضمن ما يلي:

1.2.2.3. العقود المستقبلية للعملات :

(اليورو، الدولار الأمريكي، الجنيه الاسترليني، الين الياباني، الفرنك السويسري، الدولار الأسترالي، الدولار الكندي).

2.2.2.3. العقود المستقبلية لمؤشرات الأسهم

تتضمن مؤشرات الأسهم مجموعة من الأسهم العادية وتختلف مكونات هذه المؤشرات باختلاف الأسهم المتضمنة لها و أيضا باختلاف الأسواق التي يتم التعامل فيها. ولقد ازدهرت عقود متقلبات مؤشرات الأسهم لأنها لا تحتاج إلى التسليم في نهاية العقد وإنما تتم التسوية النقدية.

3.2.2.3. العقود المستقبلية للأسهم الفردية :

لقد بدأ تداول العقود المستقبلية على الأسهم الفردية منذ 1990م في أستراليا المستقبلية على الأسهم الفردية 100 سهما، ويتم تداولها الكترونيا في البورصات (الأسواق المنظمة). وتستخدم هذه العقود بشكل خاص من قبل المضاربين.⁽¹⁾

¹ مؤيد عبد الرحمان الدوري وسعيد جمعة عقل، إدارة المشتقات المالية، الطبعة الأولى، الإثراء للنشر والتوزيع، الشارقة، الأردن، ص ص241.239 .

4. العقود الآجلة :

1.4. تعريف العقود الآجلة:

تعطي العقود الآجلة لمشتريها الحق في شراء أو بيع قدر معين من أصل مالي أو عيني بسعر محدد مسبقاً وبحيث يتم التسليم في تاريخ لاحق.

وهي بذلك التعريف لا تختلف عن المستقبلات باستثناء معيار التداول حيث يتم تداول المستقبلات في الأسواق المالية بينما لا يتم تداول العقود الآجلة ولا يوجد لها سوق ثانوية، وتبعاً لذلك فإن العقود الآجلة لا توفر الحماية لطرفي العقد ضد مخاطر عدم قدرة الطرف الآخر على الوفاء بالتزامات العقد حيث لا يمكن التخلص منها بيعاً في الأسواق المالية كما هو الحال بالنسبة للمستقبلات (1).

العقد الآجل هو اتفاق بين طرفين، أحدهما المشتري والآخر البائع. لشراء أو بيع كمية محددة من الأصل محل التعاقد ويلتزم فيها البائع أن يسلم المشتري الأصل في وقت محدد في المستقبل وبسعر يتفق عليه وقت التعاقد. (2)

2.4. مزايا وعيوب العقد الآجل:

الجدول رقم (01-02) عيوب ومزايا العقد الآجل.

المزايا	العيوب
- يتم التعامل بها في الأسواق الموازية	- لا تخضع لنظم السوق المنظمة
- حجم العقد مرن	- العقد قد يصعب الغاءه
- موعد التنفيذ مرن	- قد تتضمن شروط جزائية
- وقت التعامل غير محدد بوقت معين	- مخاطر ائتمانية كبيرة
- لا يتطلب وجود هامش	

المصدر: جليل كاظم مدلول العارفي ، مرجع سبق ذكره، ص5

¹ عاطف وليم أندروس، مرجع سبق ذكره، ص 83 .

² مؤيد عبد الرحمن الدوري، وسعيد جمعة عقل، رجع سبق ذكره، ص 30 .

المبحث الثالث: كفاءة ومؤشرات سوق الأوراق المالية

سنتطرق في هذا المبحث إلى جميع جوانب كفاءة ومؤشرات سوق الأوراق المالية بالإضافة إلى أسعار وأوامر في سوق الأوراق المالية .

المطلب الأول: كفاءة سوق الأوراق المالية

في هذا الجانب سوف نوضح مفهوم وأهمية وجوانب أخرى لكفاءة سوق الأوراق المالية فيما يلي:

1. مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية:

هي تخصيص وحشد الموارد نحو الاستثمارات المنتجة وهي بهذا تمثل قناة تضمن تمويل الاستثمارات وآلية لتسويق وتسعير الأوراق المالية وتأسيسا على ذلك ولكي تقوم السوق بوظائفها على أفضل وجه، يجب أن تتصف بالكفاءة، وتتصف السوق بالكفاءة الكاملة اذا كانت تعكس بصورة كاملة وصحيحة كافة المعلومات المتاحة والمتصلة بتحديد سعر الورقة.⁽¹⁾

إن سوق المال الكفؤ هو تلك السوق التي تتمتع بقدر عالي من المرونة بما يسمح بتحقيق استجابة سريعة في أسعار الأوراق المالية طبقا لتغيرات في نتائج تحليل البيانات والمعلومات المتدفقة في السوق، وبما يؤدي في نهاية الأمر إلى تحقيق التعادل بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية للورقة المالية، هذا بالإضافة إلى توفر السيولة في السوق التي تتيح للمستثمر امكانية التخلص من الأصل المالي الذي يمتلكه دون أن يضطر إلى تقديم تنازلات قد يترتب عليها خسائر في سبيل التخلص من الورقة المالية .

والسعر الحقيقي للورقة المالية يعبر عنه سعر التوازن، حيث يعرف سعر التوازن بأنه سعر السوق اذا كانت السوق كفؤا، ويتحدد سعر التوازن عن نقطة التقاء منحنى العرض بمنحنى الطلب على الأوراق المالية.⁽²⁾

2. أهمية السوق المالية الكفؤ :

وجود سوق مالي كفؤ له دلالات اقتصادية واستثمارية يمكن ايجازها بالآتي⁽³⁾

¹ عاطف وليم أندراوس، مرجع سبق ذكره، ص 149 .

² السيد متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص 101 .

³ ارشد فؤاد تميمي، مرجع سبق ذكره ص 50. 51 .

- السوق الكفؤة دالة على أن الأسعار المطروحة للورقة المالية تمثل قيمتها العادلة، وترشد المتعاملين في السوق لتحديد استراتيجياته الاستثمارية والتخصيص الكفؤ للموارد .
 - يقوم جميع المتعاملين في السوق بالارتفاع من جميع المعلومات وبالتالي ليس هناك هدر بالمعلومات الواصلة للسوق كونها تنعكس بالكامل بالسعر.
 - في ظل السوق الكفؤ يعتقد كل من البائع و المشتري للورقة المالية أن سعر الصفقة سعر عادل ومقبول من قبل الطرفين وليس هناك غبن أو تظليل .
 - ان السوق الكفؤ دال لحلة توازنه، لأن جميع المتعاملين يحصلون على المعلومات وتكون توقعاتهم متماثلة لمستقبل الاستثمارات .
 - في ظل ظروف السوق الكفؤ تتدفق أوامر البيع والشراء بشكل مستمر ومتوازن وباتجاه الاستثمارات المنتجة.
 - يحقق السوق الكفؤ تماثل المعلومات وبالتالي يساهم في تقييد دور المطلعين لضمان الاستجابة العادلة والصحيحة والمنتجة للمعلومات .
 - في ظل السوق الكفؤ تتدفق رؤوس الأموال بحرية وانسيابية عالية، فيتحقق التخصيص الكفؤ للموارد .
- ### 3. متطلبات كفاءة السوق :

يضمن الوق الكفاء وفقا للمفهوم المتقدم تحقيق التخصيص الكفاء للموارد المتاحة، حيث يتم توجيه الموارد إلى أكثر المجالات ربحية، ولكي يحقق السوق هدف التخصيص الكفاء للموارد المالية المتاحة يتعين أن يتوافر فيه سمتين أساسيتين هما: كفاءة التسعير وكفاءة التشغيل .

1.3. كفاءة التسعير: Price efficiency:

يطلق على كفاءة التسعير Price efficiency الكفاءة الخارجية external efficiency ويقصد بها ضمان وصول المعلومات الجديدة إلى جميع المتعاملين في السوق بسرعة وأدنى تكلفة ، بحيث تعكس أسعار الأسهم في السوق كافة المعلومات المتاحة، ويقتضي تحقيق سرعة نشر المعلومات و وصولها الى جميع المتعاملين وجود شبكة منتظمة للاتصالات على درجة عالية من الكفاءة تساعد في تشكيل ردود أفعال المتعاملين في السوق بسرعة تجاه المعلومات الجديدة ومن ثم اتخاذ القرارات المناسبة، ويصبح التعامل في السوق بمثابة منافسة عادلة تتساوى فيها فرص تحقيق الأرباح لجميع المتعاملين بالسوق وتقل فرص تحقيق

أي أرباح غير عادية، ويحقق فقط خسائر المستثمرين الذين يفتقدون الدراية الكافية والقدرة على تحليل المعلومات المتوافرة في السوق.⁽¹⁾

3.2. كفاءة التشغيل: operational efficiency

وتسمى بالكفاءة الداخلية internal efficiency أي قدرة السوق على خلق التوازن بين الطلب والعرض دون تحمل تكاليف عالية للسمسرة ودون ربح مغال فيه، ويعني هذا أن كفاءة التسعير تعتمد الى حد كبير على كفاءة التشغيل.⁽²⁾

4. أطراف السوق الكفو :

1.4. المتعاملين :

ويجب أن يكونوا على دراية علمية وعملية وأن يمتازوا بالعقلانية في قراراتهم الاستثمارية و ذلك غير قادرين على تحقيق أرباح غير عادية لأن المعلومات تنعكس على أسعار الأسهم المتداولة.

2.4. المساهمين:

هناك رقابة على أداء الشركات و خاصة الإدارة من خلال المالكين نتيجة لانفصال الادارة عن الملكية و بالتالي يكون هناك نوع من الكفاءة في التسعير والتشغيل .

3.4. إدارة السوق:

فهل يتيح هذا السوق فرصا متساوية لكل من يرغب في ابرام الصفقات العادلة أو هذا يتطلب سيادة القانون بالإضافة لعدم وجود فرص لتحقيق الأرباح غير العادية من معلومات خاصة.⁽³⁾

5. مستويات كفاءة السوق المالي:

يمكن تصنيف كفاءة السوق المالي الى ثلاث مستويات هي :

1.5. المستوى القوي: Strong form

يتوفر في هذا المستوى كل المعلومات للمتعاملين فب السوق المالي سواء كان مصدرها بيانات منشورة أو تاريخية، ويعني ذلك أن تتوفر كل المعلومات في السوق بشكل عام، ولا يكون هناك مجال لظهور ظاهرة (احتكار المعلومات) القيمة المتوقعة الأرباح غير العادية: صفر.

¹ عاطف وليم اندراوس، مرجع سبق ذكره ص 155 .

² محمد الصيرفي، مرجع سبق ذكره، ص 33 .

³ حسن علي خربوشو آخرون، جودة الأسواق المالية، بدون طبعة ، دار زهران، عمان الأردن، 2010، ص 159 .

ولكن هذا المستوى لا يعني عدم مقدرة بعض المحللين على معرفة بعض الأرقام والمعلومات غير المعلنة وبالتالي تحقيق أرباح غير عادية ولكن يلاحظ هذا المستوى أنه بعد فترة وجيزة ستعود الأرباح لوضعها الحالي لما يتعرض له هؤلاء المحللين الى خسائر غير متوقعة نتيجة ظهور ظاهرة المضاربة.⁽¹⁾

2.5. المستوى شبه قوي :

أي أن الأسعار المتداولة في السوق المالية تعكس المعلومات التاريخية والمالية (معلومات متاحة للجميع) وأن المستثمر لا يتمكن من تحقيق أرباح غير عادية من خلال دراسة التقارير المحاسبية المنشورة والمعلومات المتاحة للجميع والسبب في عدم تحقيق الأرباح غير العادية هو أن المعلومات المتاحة الحالية والتاريخية قد عكست أولاً بأول في الأسعار⁽²⁾

3.5. كفاءة السوق بالشكل الضعيف : weak – form efficiency

يشير هذا الشكل على أن الأسعار السابقة للورقة المالية على أنها معلومات تاريخية ليس لها قيمة للمستثمر للتنبؤ بالأسعار المستقبلية و بشكل يسمح لعموم المستثمرين من تحقيق عوائد إضافية عند اعتماد استراتيجية الشراء و الاحتفاظ البسيطة .⁽³⁾

ويعرف هذا المستوى بفرضية الصيغة الضعيفة للكفاءة والتي تقضي بأن تكون المعلومات التاريخية بشأن ما طرأ من تغيرات في سعر الورقة وعلى حجم التعاملات التي جرت في الماضي منعكسة في الأسعار الحالية و بالتالي لا يمكن الاستفادة منها للتنبؤ بالتغيرات المستقبلية في الأسعار، مما يعني بأن أي محاولة للتنبؤ بما يكون عليه سعر السهم .

مثلا في المستقبل من خلال دراسة التغيرات التي طرأت في الماضي هي مسألة عديمة الجدوى.⁽⁴⁾

¹ - وليد صافي وأنس البكري، مرجع سبق ذكره، ص 20 .

² - حسين علي خربوشو آخرون، مرجع سبق ذكره، ص175.

³ - أرشد فؤاد التميمي، مرجع سبق ذكره ، ص 47 .

⁴ - السيد متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص 107 .

المطلب الثاني: أوامر وأسعار سوق الأوراق المالية

سننتظر في هذا الصدد الي أوامر وأسعار سوق الأوراق المالية

1. أوامر في سوق الأوراق المالية:

سوق الأوراق المالية عدة أوامر نذكر منها ما يلي:

1.1. أوامر البورصة :

تعتبر أوامر البيع والشراء في البورصة هي نقطة البدء في معاملاتها وبمقتضاها يصدر أمر من العميل الى السمسار الذي يختاره، يخطر فيها برغبته في إجراء عملية من عمليات البورصة ويسمى الأمر أمر شراء إذا كانت رغبة العميل هي الشراء ويسمى أمر بيع إذا كان غرض العميل هو البيع، وهذه الأوامر بنوعيتها يطلق عليها أوامر البورصة .

وترجع أهمية أوامر البورصة إلى أنه لا يجوز لأحد غير السماسرة أن يجري صفقات داخل البورصة، وقد نصت المادة 18 من القانون رقم 90 لسنة 1992 م على أنه يكون التعامل في الأوراق المالية المقيدة بالبورصة بواسطة إحدى الشركات المرخص لها بذلك وإلا وقع التعامل باطلا، وتضمن الشركة سلامة العملية التي تتم بواسطتها.(1)

2.1. أوامر الايقاف: stop orders

تعرف أيضا باسم إيقاف الخسارة (stop loss) وهنا يقع على عاتق المستثمر أن يحدد سعر الايقاف (stop price) فإذا كان الأمر يتعلق بالبيع فإن سعر الايقاف يجب أن يكون أقل من السعر السوقي في وقت اصدار أمر البيع، وبالعكس إذا كان الأمر يتعلق بالشراء ، فإن سعر الإيقاف يكون أكبر من السعر السوقي في وقت إصدار الأمر .(2)

3.1. أوامر إيقاف محددة: Stop limit orders :

تستخدم هذه الأوامر للتغلب عن مشكلة عدم التأكد الخاصة بتنفيذ سعر مرتبط بأمر إيقاف، في حالة أوامر الايقاف المحددة يقوم المستثمر بتحديد سعرين، سعر الإيقاف ويسعر محدد، وبمجرد قيام شخص آخر بالتعامل في السهم عند سعر يصل إلى سعر الإيقاف أو يتعداه فإنه يتم وضع (أمر محدد) عند (سعر محدد) وبالتالي يمكن النظر الى أمر الإيقاف المحدد على أنه محدد مشروط.(3)

¹ محمد الصيرفي، مرجع سبق ذكره، ص 123 .

² محمد صلاح الحناوي، و آخرون، تحليل وتقييم الأسهم و السندات، مرجع سبق ذكره، ص 42 .

³ محمد صلاح الحناوي، و آخرون، الاستثمار في الأوراق المالية وإدارة المخاطر، مرجع سبق ذكره، ص 46 .

2. أنواع الأوامر في سوق الأوراق المالية:

الأنواع السائدة للأوامر:

1.2. أوامر السوق : Makk orders:

وهي أكثر أنواع الأوامر شيوعا وهنا يصدر المستثمر أمرا للسماح لشراء وبيع عددا محددًا من الأوراق فورًا، وهنا يكون السماح ملتزما ببذل أقصى جهد للتوصل إلى أفضل سعر ممكن (أقل الأسعار في حالة أمر الشراء وأعلى الأسعار في حالة البيع).

في وقت صدور الأمر، وعلى هذا الأساس فإن المستثمر عند إصدار الأمر يكون في حالة تشبه تأكد أن الأمر سيتم تنفيذه وإن كانت درجة تأكده أقل كثيرا فيما يتعلق بالسعر، وعلى كل فإنه عادة ما تتوافر سلفا معلومات مناسبة عن السعر المحتمل تنفيذ الأمر على أساسه وأخيرا فليس غريبا أن تكون أوامر السوق هي أوامر يومية.⁽¹⁾

2.2. أوامر محددة: limit orders:

وهنا يتم النص على سعر محدد (limit price) بواسطة المستثمر عند إصدار الأمر للسماح، فإذا كان الأمر محدد خاص بالشراء فإن السماح سيقوم بتنفيذ الأمر على أساس سعر أقل من السعر المحدد أو تساوى معه .

وإذا كان هذا الأمر خاص بالبيع، فإن السماح سينفذ الأمر على أساس سعر أقل من السعر المحدد أو يتساوى معه، وهذا يعني أن المستثمر يحدد الحد الأقصى للسعر في حالة أوامر الشراء والحد الأدنى في حالة أوامر البيع.

وعليه التخفيض من الأوامر من أوامر السوق فإن المستثمر في هذه الحالة لا يكون متأكدا من إمكانية تنفيذ الأمر.⁽²⁾

3. أسعار سوق الأوراق المالية:

هناك العديد من طرق تسعير الأوراق المالية سوف نطرحها فيما يلي:

طرق تسعير الأوراق المالية في البورصة:

¹ - محمد صالح الخناوي وآخرون، الاستثمار في الأوراق المالية وإدارة المخاطر، مرجع سبق ذكره، ص 42 .

² - محمد صالح الخناوي وآخرون، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، مرجع سبق ذكره، ص 41 .

يقصد بتسعير الورقة المالية في البورصة تحديد السعر الذي تلتقي عند عروض البيع وطلبات الشراء على الورقة، بحيث يتم تداول أكبر عدد ممكن من الورقة عند بدء التعامل على سهما معين، ويتم تدوين هذا السعر في لوحة الأسعار بالبورصة ليمثل السعر الرسمي .

ويتم التوصل لسعر بيع أي سهما من الأسهم المتداولة في البورصة، وذلك عند بدء التعامل اليومي بطرق عدة في جوهرها ومضمونها ولكنها تختلف من حيث الأسلوب والإجراءات و منها :

1.3. التسعير بطريقة المناذاة:

ويتم ذلك بأن يجتمع مندوبو الوسطاء أو الوسطاء أنفسهم ومع عروض البيع وطلبات الشراء، وذلك في كل صباح داخل منطقة فسيحة يقف وسطها سمسار أو دلال مختص ومعه مكبر صوت يسهل له الاتصال بالشخص المكلف بكتابة الأسعار في اللوحة المعدة لكل سهما.

وعند افتتاح التعامل يكون كل سمسار قد أخذ مقعده في مكان مخصص له وعندها يفتح الدلال (المسعر) باب المبادلة بالمناذاة على سهم معين مقترحا سعرا معينا، غالبا ما يكون هو سعر الاقفال نفسه لذلك السهم في اليوم السابق، حيث سبق وأن تم تدوينه على لوحة الأسعار بمعرفة الشخص المختص.

2.3. التسعير بالمقارنة:

طبقا لهذه الطريقة كان الموظف المختص يقوم بتلقي وتسجيل طالبات الشراء والبيع لسهما في سجل خاص ومن خلاله يتم اختيار السعر الذي يؤدي إلى تلبية أكبر كمية ممكنة من الأسهم ولكن بإدخال نظام التداول الآلي في البورصات محل التداول اليدوي حيث تستخدم هذه الطريقة في تحديد سعر الإفتتاح في الجلسة التي تسبق التداول الرسمي وتسمى بالفترة الافتتاحية أو الاستكشافية ومدتها في مصر نصف ساعة وفي السعودية خمس دقائق.

3.3. التسعير بالصندوق:

وهي صورة من صور التسعير بالمقارنة، ويلجأ إليها المتعاملون عندما تكون عروض البيع وطلبات الشراء كثيرة ومتعددة حيث يقوم الوسطاء بوضع عروضهم وطلباتهم في صندوق خاص ثم تقوم لجنة السوق بفرز العروض والطلبات وتحديد السعر، الأسلوب المتبع في الطريقة السابقة.⁽¹⁾

¹ - السيد متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص 174. 177.

المطلب الثالث: مؤشرات سوق الأوراق المالية:

سننتظر في هذا المطلب الى المفاهيم

1. تعريف المؤشرات في سوق الأوراق المالية :

ظهرت المؤشرات وتبلورت عبر الزمن ابتداءً من القرن م مثل مؤشر داوجونز الذي ظهر لأول مرة سنة 1884م، حيث كانت تستعمل كوسيلة تعكس اتجاه السوق المالية وسلوكها، إلا أن المؤشرات عرفت قفزة نوعية في فترة الثمانينات للقرن 20 م اذ انتقلت من مجرد أداة من أدوات المالية المتداولة في الأسواق المالية كتداول الأوراق المالية العادية الأخرى كان أول تداول سنة 1990 م.

و عرف عباس كاضم المؤشرات في السوق الأوراق المالية كما يلي :

✓ مؤشر السوق عبارة عن قيمة رقمية تقيس التغيرات الحادثة في سوق الأوراق المالية ويتم تكوين المؤشر وتحديد قيمته في مرحلة البداية ثم تتم مقارنة قيمة المؤشر بعد ذلك عند أي نقطة رسمية، وبالتالي يمكن التعرف على تحركات السوق سواء إلى الأعلى أو إلى الأسفل، إذ يعكس المؤشر أسعار السوق واتجاهاته وليس الورقة المالية، والذي بدوره يعطي مؤشراً واضحاً للاقتصاد ككل.⁽¹⁾

✓ المؤشرات الاقتصادية أدوات يستخدمها الاقتصاديون للوقوف على الحالة التي عليها اقتصاد الدولة، تفيد المؤشرات في التعريف السريع على ما يجري بسوق الأسهم والسندات وتعتبر المؤشرات من الناحية القيمة متوسطة وأرقام قياسية وبذلك فهي تعطي المتوسط السوقي لأسعار الأسهم سواء كان مرجعاً أو غير مرجع لسعر السهم المعبر عن مجموعة من الأسهم والأرقام القياسية هي قيم مجردة من الوحدات النقدية أو وحدات القياس الأخرى.⁽²⁾

2. مزايا مؤشر سوق الأوراق المالية:

تبرز أهمية المؤشر من خلال المزايا التي يحققها للسوق التي منها:⁽³⁾

– يلخص المؤشر أداء السوق الاجمالي، إذ يتكون من أسهم الشركات في كل القطاعات المختلفة للاقتصاد لذا هو يمثل أسلوباً سهلاً لتحويل أداء الاقتصاد الى صورة كمية، اذ تعكس المؤشرات الظروف الاقتصادية السائدة في سوق الأسهم وبالتالي فإنه يمكن تكوين مؤشرات تعكس الأداء الاقتصادي لقطاع معين .

1 - عباس كاظم الدعيمي، السياسات النقدية والمالية، الطبعة الأولى ، دار صفاء للنشر، عمان الأردن، 2010، ص 174.

2- صلاح الدين شريط، مرجع سبق ذكره، ص143.

3- عباس كاظم الدعيمي، مرجع سبق ذكره، ص175.

– تساعد المؤشرات على قيام السوق بإعادة تنظيم نفسه وعملياته مرة أخرى إذ يمكن للمراجحين في السوق تحديد مشكلات والتي يمكن أن تؤدي إلى انحراف الأسعار أو تصويب اتجاه السوق الأمر الذي يعكس أسعار الأوراق المالية بشكل دقيق .

– أحد الاتجاهات في تحديد سعر السهم يتمثل في خصم التدفقات النقدية المستقبلية له، فإذا كان من المتوقع أن تتغير هذه التدفقات (بالزيادة أو النقص) فسوف يعكس المؤشر هذه التوقعات للمساهمين والمستثمرين .

– يمكن للمستثمرين مقارنة أداء مؤشر سوق الأسهم بمؤشرات أسواق الأسهم في العالم، الأمر الذي يساعد في تحديد اتجاهات السوق بالمقارنة بالأسواق الأخرى، مما قد تنجم عنه زيادة الاستثمارات الأجنبية وبخاصة في حالة أن يكون السوق من الأسواق الواعدة .

3. أهم مؤشرات أسواق المال العالمية: (شائعة الاستخدام)

تقوم البورصات في القارات الخمسة بنشر عدد هائل من المؤشرات البورصية غير أن الذي أشتهر منها قليل نسبياً نذكر منها الأهم فقط فيما يلي:

1.3. مؤشر دو جونز: Dow Jones :

يعد مؤشر داوجونز لمتوسط الصناعة أقدم المؤشرات وأكثرها شيوعاً إذ نشر لأول مرة في صحيفة وول ستريت سنة 1884، وذلك باسم الشخص الذي صممه وهو تشارلز دو الذي أصبح فيما بعد محرر للصحيفة نفسها، وقد قام المؤشر في البداية على عينة مكونة من 9 أسهم لتسع شركات صناعية، ارتفع حجمها إلى 12 سهم في 26 ماي 1986 ثم إلى 20 سهم في 1916 م، وفي عام 1928 ارتفع حجم العينة ليصل إلى 30 سهم، ومنذ ذلك التاريخ لم يضاف أي سهم إلى العينة وتمثل تلك الأسهم 30 شركة أي بمعدل سهم لكل شركة، تتسم هذه الشركات بارتفاع قيمتها السوقية وبضخامة الحجم وعدد المساهمين. وعلى الرغم من الشهرة العالمية والاستعمال المكثف لهذا المؤشر إلا أنه يحسب كأبي وسيط حسابي.⁽¹⁾

يمثل الداوجونز الصناعي المرتبة الأولى في العالم، إذ يمثل هذا المؤشر أبسط أداة يستخدمها المتعاملون كافة لقياس الأداء العام لسوق الأوراق المالية الأمريكية والتي تمثل أكبر سوق مالية في العالم إضافة إلى كونه البارومتر الذي يقاس بواسطته أداء الأسواق المالية العالمية الأخرى إذ يسهم هذا المؤشر في إعطاء صورة واضحة للمستثمر العادي عما يحدث في سوق الأوراق المالية العالمية من تقلبات.²

¹ - صلاح الدين شريط، مرجع سبق ذكره، ص 149 .

² - عباس كاظم الدعيمي، مرجع سبق ذكره، ص 192 .

2.3. مؤشر ستاندراندبور 500 :

تتضمن العينة التي يقوم عليه مؤشر ستاندراندبور 500000 من 500 سهم تمثل 400 منشأة صناعية، 40 منشأة منافع عامة (كالكهرباء و الماء....) 20 منشأة للنقل، 40 منشأة تعمل في المجال المالي (48. P ، 1985 larie et al) وكلها منشآت كبيرة الحجم تتداول أسهمها إما في إحدى البورصات الكبرى أو في السوق الغير منظمة (126, p , 1985 , Reilly) وقد اشتق من هذا المؤشر أربعة مؤشرات هي: مؤشر الصناعة (400 سهم) ومؤشر منشآت المنافع العامة (40 سهم)، ومؤشر النقل (20 سهم) ومؤشر لمنشآت المالية (40 سهم).

وعلى عكس مؤشر دوجونز لا يعتبر مؤشر ستاندراندبور 500 متوسطا بل رقما قياسيا، فترة الأساس فيه هي 1941 - 1943 وأعطى للمؤشر فيها قيمة جزافية مقدارها 10 (44. P ، 1985. larie et al) كما سبقت الإشارة فإن المؤشر المذكور هو واحد من بين المؤشرات التي تقوم على مدخل القيمة. Value weighting. (1)

ويضم معظم الشركات الكبيرة الحجم في مجال الصناعة والمنافع العامة والنقل والشركات المالية بالولايات المتحدة الأمريكية مثل شركة أ.ب.م I.B.M وشركة جنرال، MOTORS GENERAL حيث تخطى هذه الشركات بوزن نسبي في المؤشر عن مقارنتها بالشركات صغيرة الحجم التي يضمها المؤشر، وما تجدر الإشارة إليه أن الزيادة النسبية في قيمة المؤشر تعادل نفس الزيادة في القيمة السوقية الإجمالية لأسهم المؤشر.

✓ قيمة المؤشر:

وما تجدر اليه الدراسة أن هناك ارتباط بين مؤشر ستاندراندبور 500 وبين أسواق المال العالمية من خلال تدفق الحر لرؤوس الأموال عبر الدول، قد زادت السنوات الأخيرة كنتيجة للاندماج العالمي لأسواق الأوراق المالية، مما يؤدي بمعاملات الارتباط الى الارتفاع كلما زاد التعامل .

3.3. مؤشر نيويورك لكافة الأسهم:

لقد جاء هذا المؤشر أساسا لتغطية النقص أو بالأحرى للإجابة عن النقد الموجه لمؤشر داوجونز، بالإضافة إلى ذلك أرادت السلطات انشاء مؤشرها لكافة الأسهم المتداولة لتوفير وسيلة لقياس اتجاه الأسعار في السوق بكل أمانة لهذا قامت في سنة 1965 بإنشاء هذا المؤشر بالإضافة إلى أربع مؤشرات فرعية خاصة بقطاعات الصناعة، النقل، الخدمات العامة، والقطاع المالي. (2)

1 - منير ابراهيم هندي ، مرجع سبق ذكره، ص 269 ص 270 .

2- صلاح الدين شريط، مرجع سبق ذكره، ص 150 .

4.3. مؤشر فالويلين 1400 : Value line

أنشئ هذا المؤشر في الولايات المتحدة الأمريكية سنة 1963 م بعينة تتكون من 1400 شركة مقدمة على مختلف القطاعات كما يلي: 1217 شركة صناعية، 154 شركة تابعة لقطاعات الخدمات و 29 شركة لقطاع النقل، أعطيت له قيمة 180 في كل سنة أو الأساس (30 جوان 1961) وهو موزون على أساس السعر، وبالتالي يعدل كلما كان هناك رفع برأس المال أو غيره من العمليات المالية .

والجدول التالي يعطي مقارنة بعض المؤشرات وسوق الأوراق المالية الأمريكية.⁽¹⁾

الجدول رقم (01-03) مقارنة بعض مؤشرات سوق الأوراق المالية الأمريكية

المؤشرات الأمريكية	داوجونز لمتوسط الصناعة	S & P 500	S & P 100
عدد و تصنيف القيم	30 سهما في القطاع الصناعي	بين 400 و 500 سهم NYSE	100 سهم
معيار الاختيار	الأسعار	الرسمة البورصية	الرسمة البورصية
الأساس	100 في 1929	10 بين 1941 و 1943	100 في 01/02/1976
طريقة الحساب	المتوسط الحسابي مرجح بالأسعار	المتوسط الحسابي	المتوسط الحسابي
زمن الحساب	15 ثانية	كل 15 ثانية	كل 30 ثانية

المصدر: صلاح الدين شريط، مرجع سبق ذكره، ص 152.

¹ - صلاح الدين شريط، مرجع سبق ذكره، ص 152 .

خلاصة الفصل الأول

تعكس السوق المالية تغيرات مؤشرات أسعار الأسهم وتذبذب قيم الشركات، على اعتبار أن السوق تعبر عن حالة الاقتصاد ككل فهي ذات دلالة اقتصادية كبيرة، ومدخل تحليل الأوضاع الاقتصادية في أي دولة، ولذلك نجد أن المستثمرين والمتعاملين يعتمدون على تحليل تغيرات هذه المؤشرات في البورصات العالمية الكبرى.

ومن خلال هذا الفصل استطعنا أن نخرج بالعديد من النتائج منها :

تعتبر الأسواق المالية مكان يتم فيه تداول الأموال، والقوى الشرائية بين المتعاملين الاقتصاديين باستعمال وسائل مختلفة لنقل هذه القوى من أصحاب الفائض إلى اصحاب العجز في التمويل مما يعطي لها دور فعالا في النظام المالي والاقتصادي ككل .

يوفر السوق المالي الاستثمار في عدة أدوات استثمارية منها أدوات الملكية وادوات الدين والمشتقات المالية.

تمثل مؤشرات أسعار الأسهم قيما مختلفة وذلك من خلال قرائتها ومقارنتها مع قيمها التاريخية والتعرف تطوير أسعار مجموعة من أسهم شركات معينة، تنتمي إلى قطاع واحد أو قطاعات مختلفة. تعبر كفاءة السوق المالية عن مدى وسرعة استجابة الأسواق المالية للتغيرات الحاصلة في المحيط الاقتصادي والاحبار الواردة منه، وتمثل بذلك عنصرا مهما في تحليل الأسواق المالية واتخاذ قرارات الاستثمار فيها.

الفصل الثاني

مفاهيم عامة حول سعر الصرف

تمهيد :

نتيجة للإنتاج الاقتصادي والمعاملات المتبادلة بين الدول أدى إلى ظهور ما يسمى وسائل الدفع الداخلية والخارجية من أجل تسوية مدفوعات المتعاملون الدولية وتوفير التمويل لمواصلة أنشطتهم في الاقتصاد المحلي والاقتصاديات الأجنبية، ونتيجة لأن لكل دولة عملة معينة تتعامل بها داخل حدودها الجغرافية. بحيث لا تعتبر هذه العملة وسيلة مقبولة لتسوية المبادلات خارج هذه الدولة، فإن على المتعاملين إيجاد سعر للتبادل بين مختلف العملات، ولا يتم هذا إلا من خلال اعطاء الدولة سعر صرف معين لعملتها مقابل العملات الأخرى، مما يسمح لها ويسهل عليها معرفة الوحدات التي تدفع منها مقابل الحصول على وسيلة دفع أخرى أو سلعة أجنبية مقومة بعملة أجنبية .

وفي دراستنا ومن خلال هذا الفصل سوف نحاول إبراز الإطار النظري العام لسعر الصرف، وذلك

من خلال ثلاثة مباحث كالتالي :

المبحث الأول: ماهية سعر الصرف؛

المبحث الثاني: انظمة ونظريات سعر الصرف ؛

المبحث الثالث: سوق الصرف الأجنبي وسياسة سعر الصرف ؛

المبحث الأول: ماهية سعر الصرف

يعتبر سعر الصرف من أهم دعائم عمليات التبادل الاقتصادي بين الدول، فنجدها تشكل دورا هاما في رفع القدرة التنافسية للدولة، وبالتالي فهي تترجم المؤشرات الاقتصادية المهمة، ولتوضيح ذلك سوف نتطرق في هذا المبحث إلى ماهية سعر الصرف.

المطلب الأول: مفهوم وأهمية سعر الصرف

لسعر الصرف مفاهيم و أهمية سوف نذكرها في ما يلي :

1. مفهوم سعر الصرف:

ونتطرق في هذا الصدد إلى مفهوم سعر الصرف.

إن سعر صرف أي عملة إنما يعني قيمة الوحدة من هذه العملة مقومة بوحدات العملة الأجنبية (أو جزء منها)، أو يعني بتعبير آخر نسبة مبادلة العملة الوطنية بأية عملة أجنبية. (1)

ويعرف على أنه "وسعر الصرف على أنه عبارة عن عدد الوحدات من العملة الوطنية التي يمكن مبادلتها بوحدة واحدة من العملة الأجنبية. (2)

ويعرف سعر الصرف بأنه السعر الذي يتم به مبادلة عملة بلد ما بعملة بلد آخر وسعر الصرف الأجنبي Foreign exchange rate هو قيمة الوحدة مثل العملة الأجنبية مقومة بوحدات من العملة المحلية، وتعتمد الكيفية التي يتحدد بها سعر الصرف على نظام المنوعات المتبع. (3)

سعر الصرف هو ثمن عملة دولة ما مقومته في شكل عملة دولة أخرى أو هو نسبة مبادلة عملتين. (4)

¹ حسين عمر، المدخل إلى دراسة علم الاقتصاد (العلاقات الاقتصادية الدولية)، بدون طبعة، دار الكتاب الحديث، القاهرة، مصر، ص18.

² محمد فوزي أبو سعود، مقدمة في الاقتصاد الكلي مع التطبيقات، بدون طبعة، دار الجامعة جامعة الاسكندرية، مصر، 2004، ص331.

³ محمد سيد عابد، التجارة الدولية، بدون طبعة، مكتبة الاشعاع الفنية، اسكندرية، مصر، 2001، ص305.

⁴ زينب حسين عوض الله، الاقتصاد الدولي نظرة عامة على بعض القضايا، بدون طبعة، دار الجامعة الجديدة، الاسكندرية، مصر، 1999، ص80.

2. أهمية سعر الصرف:

ويمكن توضيح أهمية سعر الصرف في ما يلي :

- ربط الاقتصاد المحلي بالاقتصاد العالمي من خلال ثلاثة أسواق وعلى المستويين الكلي والجزئي، وهذه الأسواق هي سوق الأصول وسوق السلع وسوق عوامل الإنتاج، حيث يربط سعر الصرف بين أسعار السلع في الاقتصاد المحلي وأسعارها في سوق العالمية ويحدد سوق الصرف الحقيقي عدد وحدات السلع الأجنبية اللازمة لشراء وحدة واحدة من السلع المحلية ومن ثم فهو يقيس القدرة على المنافسة ويتضح من هذا التعريف أن العلاقة بين القدرة على المنافسة ومستوى سعر الصرف الحقيقي عكسية .

يسعى سعر الصرف في تحقيق الأهداف الاقتصادية الكلية المتمثلة بالتوازن الداخلي والخارجي، إذ أن التوازن الداخلي يتمثل بتحقيق استقرار الأسعار والأجور والعمالة الكاملة، أما التوازن الخارجي فيقصد به توازن ميزان المدفوعات بالمعنى الاقتصادي أي التوازن بين المدفوعات والإيرادات الخارجيتين.

ينحصر الهدف الرئيسي لسياسة سعر الصرف في تحقيق الاستقرار لسعر الصرف عملة ما مقابل العملات الأخرى، وعلى الرغم من أن ذلك شيء مرغوب فيه إلا أنه يعيد المال نظرا لخضوع سعر الصرف للعديد من المحددات وأن سعر الصرف شأنه في شأن سعر أي سلعة في سوق حرة يتحدد بتفاعل قوى العرض والطلب وتخضع التغيرات في كل من العرض والطلب لمجموعة من العوامل منها ما يستند إلى تغيرات اقتصادية بحتة وهي ذات طبيعة متوسطة الأجل وطويلة الأجل، ومنها ما يستند إلى عوامل ذات طبيعة قصيرة الأجل مثل رغبة المتعاملين في النقد الأجنبي في تسوية مراكزهم وغيرها من العوامل الفنية، كالتغير في ثقة المتعاملين بالعملة المحلية أو المضاربة فيها أو تغير المواقف السياسية للدول.⁽¹⁾

المطلب الثاني: الأسباب التي تدعو إلى تحويل العملات

وفي هذا السوق تنطرق إلى أهم الأسباب التي تؤدي بنا إلى عملية تحويل العملات:

1. المعاملات التجارية: يؤدي قيام التعامل التجاري بين الأفراد في الدول المختلفة إلى ظهور الصادرات والواردات من السلع المختلفة بالنسبة لكل دولة وعندما يقوم المصدرون بتصدير سلعهم إلى الخارج يصبح لهم حق المطالبة بعملات أجنبية بقيمة هذه المبيعات وهم لا يسعون للحصول على العملات الأجنبية في

¹ سمير فخر نعمة، مرجع سبق ذكره، ص 17 .

حد ذاتها وإنما لأنه يمكن تحويلها في سوق الصرف إلى عملات محلية على أساس سعر الصرف السائد ذلك أن العملات الأجنبية غير مقبول في المعاملات الداخلية، كذلك المال بالنسبة للمستوردين الذين لا يملكون إلا العملات المحلية يسعون إلى الحصول على العملات الأجنبية ليتمكنوا من شراء السلع من الخارج، ولذلك ينشأ سوق الحرف الخارجي للتعامل في بيع وشراء النقود الأجنبية أو بمعنى آخر للتعامل في أسعار السوق الدولية.

2. الاستثمارات الأجنبية : يؤدي إلى قيام الاستثمارات الأجنبية في بلد ما إلى زيادة في الطلب على عملة هذا البلد من أجل الإنفاق الاستثماري بها كذلك يؤدي بيع هذه الاستثمارات داخل هذا البلد من أجل الإنفاق الاستثمارية بها كذلك يؤدي بيع هذه الاستثمارات داخل هذا البلد إلى زيارة في الطلب على العملات الأجنبية

3. دافع الفوائد و الأرباح: تتحول الأموال من دولة إلى أخرى وذلك لدفع قيمة الديون وأرباح السندات حسب الاتفاق بين الدائن في الدولة والمدين في دولة أخرى، فعلى سبيل المثال، في حالة استنادة الحكومة المصرية من الحكومة الأمريكية أصبح لزاما علينا أن نشترى لعملتنا الوطنية دولارات أمريكية لدفع فوائد هذا القرض إلى الحكومة الأمريكية.⁽¹⁾

4. المساعدات الأجنبية: كثيرا ما تقدم إحدى الدول الغنية مساعدات مادية لبعض الدول المتخلفة وفي الحالة تحول عملة الدولة الأولى إلى الدولة الثانية، فالمساعدات التي تقدمها أمريكا لبعض الدول تستلزم تحويل الدولارات الأمريكية إلى العملات الوطنية لهذه الدول، ولكن الغالب أن تمنح هذه المساعدات الأمريكية على شكل اعتمادات في البنوك لشراء ما تحتاجه هذه من السوق الأمريكية .

5. نفقات السفر والسياحة: يستلزم السفر والإقامة في دولة أجنبية الحصول على العملات الأجنبية لتسيير الإنفاق على هذه المستلزمات.

6. بعض الأسباب الأخرى: هناك أسباب أخرى تتضمن تغيير النقود من عملة وطنية إلى أخرى أجنبية، فالإنفاق على مستلزمات الشحن والتصدير وغير ذلك من الخدمات التي يجب أن تدفع بالعملات الأجنبية

¹ محمد عبد المنعم عفر الاقتصاد الدولي، بدون طبعة، الناشر مؤسسة شباب الجامعة اسكندرية، مصر، 1999، ص ص 75.74 .

كذلك فان نفقات تعليم المبعوثين من الطلاب إلى دولة أجنبية يجب أن تأخذ في الاعتبار أيضا، ومن هذا النوع كذلك الهدايا النقدية ونفقات الجيوش المتحالفة التي تقيم في دولة أجنبية وما إلى ذلك⁽¹⁾

المطلب الثالث: أشكال ومحددات سعر الصرف .

سوف نحاول في هذا الصدد التطرق إلى أشكال ومحددات سعر الصرف.

1. أشكال سعر الصرف: عادة ما يتم التمييز بين عدة انواع من سعر الصرف.

1.1 سعر الصرف الإسمي: نعرف سعر الصرف الإسمي الثنائي بأنه سعر عملة أجنبية بدلالة وحدات عملة محلية، ويؤدي التعادل بين عنصري العرض والطلب في أسواق الصرف الأجنبي إلى وضع أسعار صرف إسمية يتم على أساسها تبادل العملات.

2.1 سعر الصرف الحقيقي: هو سعر الصرف الذي يأخذ بعين الاعتبار الأسعار في بلدين فاذا كان مستوى الأسعار العام في بلد ما هو (P) وفي البلد الأجنبي (P⁺) وكان (ε) هو سعر الصرف الإسمي فإن سعر الصرف الحقيقي يعرف كالتالي: $P / P^+ E = \epsilon$

حيث بعكس ε الأسعار الأجنبية بدلالة الأسعار المحلية .

3.1 سعر الصرف الفعلي الحقيقي: سعر الصرف الفعلي الحقيقي (re) هو سعر الصرف الفعلي الإسمي (ne) معدلا بالفرق المرجح للأسعار الأجنبية والمحلية أي:

$$= \Pi W (i) . e$$

$$i = N w (i)$$

حيث:

W(i) التجارة الخارجية الثنائية

E(i) أسعار الصرف الثنائية

(i) مستوى سعر الدولة التي يتاجر معها

يعتبر هذا المؤشر ذو دلالة ملائمة على تنافسية البلد تجاه الخارج.⁽²⁾

¹ محمد عبد المنعم عفر أحمد فريد مصطفى، مرجع سبق ذكره ص 76.75

² لخلو موسى بوخاري، سياسة الصرف الأجنبي وعلاقتها بالسياسة النقدية، بدون طبعة، مكتبة الحسن العصرية للطباعة والنشر والتوزيع لبنان، 2010، ص121، 120 .

4.1 سعر الصرف التوازني: هو السعر الذي يمثل توازن مستقيم لميزان المدفوعات عندما يكون الاقتصاد ينمو بمعدل طبيعي.

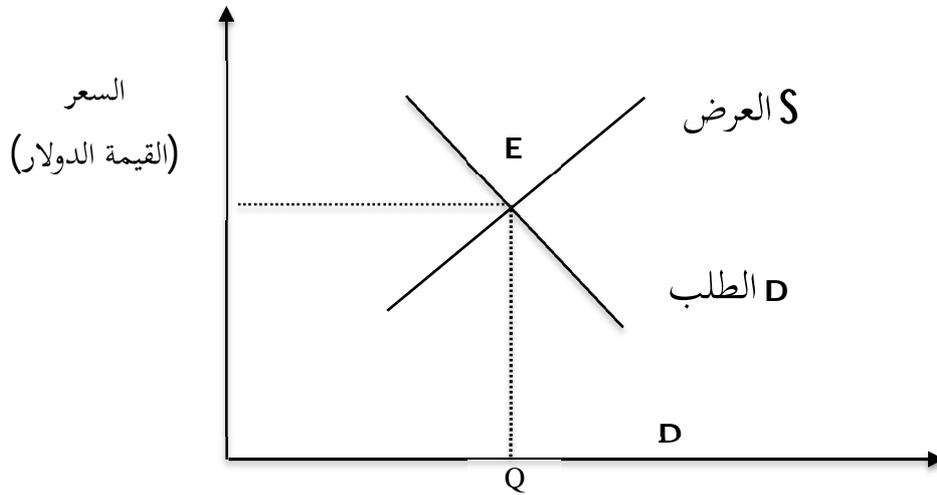
2- محددات أسعار الصرف:

يتحدد سعر الصرف بإحدى الحالتين:

1.2 التحديد الواقعي لسعر الصرف: في هذه الحالة يتحدد سعر الصرف كأبي سعر آخر من خلال تفاعل قوى الطلب والعرض على العملة، بما في ذلك جميع العوامل المؤثرة فيه مثل المضاربة ومستوى أسعار الفائدة، وسعر الخصم وغيرها، فليس هناك سعر الصرف ثابت بين هذه العملة وبقيّة العملات الأخرى وإنما يتغير السعر بسوق الصرف يوميا حسب تقلبات العرض والطلب بعيدا عن التدخلات الحكومية تحت النظام المرن اي بسعر صرف معوم .

وعليه فان العرض والطلب هما المحددان الأساسيان لسعر العملة فهناك علاقة عكسية بين قيمة العملة الأجنبية والكمية المطلوبة منها وعلاقة طردية بين قيمة هذه العملة والكمية المعروضة والشكل التالي يوضح آلية تحديد سعر الصرف بين الدولار والدينار الجزائري. (1)

الشكل رقم (01-02) سعر الصرف بين الدولار و الدينار الجزائري



المصدر : محمد العربي ساكر، محاضرات في الاقتصاد الكلي ، طبعة أولى دار الفجر

للتوزيع ، القاهرة ، مصر ، 2006 ، ص 98

المنحنى D: يمثل جانب الطلب و يأتي من جانب البلد المستورد (ويندرج ضمن الجانب المدين من ميزان

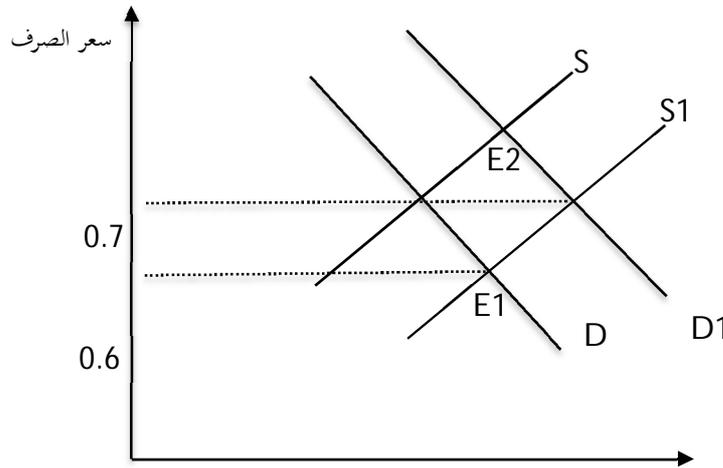
¹ محمد العربي ساكر، محاضرات في الاقتصاد الكلي ، طبعة أولى دار الفجر للتوزيع ، القاهرة ، مصر ، 2006 ، ص 99 .

المدفوعات) ووفقا لقانون الطلب هناك علاقة عكسية بين قيمة العملة الأجنبية والكمية المطلوبة منها. يمثل جانب العرض ويأتي من جانب البلد المصدر (ويندرج ضمن الجانب الدائن من ميزان S المنحني المدفوعات) وطبقا لقانون العرض هناك علاقة طردية بين قيمة العملة الأجنبية والكمية المعروضة منها. ويعتبر سعر الصرف المحدد في النقطة أي نقاط منحني العرض والطلب عن سعر التوازن

2.2. تدخل السلطة النقدية في تحديد سعر الصرف:

يعتبر سعر الصرف الثابت السعر المحدد قانونا من طرف الحكومات حيث تتدخل السلطات النقدية لتحديد القيمة الخارجية لعملتها الوطنية خلال فترات متفاوتة لكي تحافظ على قيمة عملتها واستقرار سعرها والحيلولة دون ارتفاع السعر أو انخفاضه على المستوى المحدد متصدية بذلك لقوى السوق وتأثيرها.

ولقد تم بموجب نظام سعر الصرف الثابت ربط العملات بالذهب والذي يمكن تحويله إلى الدولار فلنفرض أن الجزائر قررت تثبيت سعر الصرف الدولار مقابل الدينار ب0.7 ونتيجة لعملية ما قررت الو.م.أ زيادة الاستثمارات في الجزائر وبالتالي زيادة عرض الدولار وانتقال منحنى العرض من S إلى S1 وهذا ما يوضحه الشكل رقم : (02-02) تدخل الدولة في تحديد أسعارها⁽¹⁾.



المصدر: محمد العربي ساكر، مرجع سبق ذكره، ص99

¹ محمد العربي ساكر، مرجع سبق ذكره، ص101.99

فهذا العمل سيؤدي إلى انخفاض قيمة الدولار إلى 0.6 مثلاً و لأن الحكومة قررت تثبيت هذا السعر فإنها ستحاول منع انخفاض الدولار إلى مستوى 0.6 وبالتالي تلجأ إلى شراء كميات من الدولار مقابل الدينار وبالتالي زيادة الطلب على الدولار فينتقل منحني الطلب لأعلى من **D** إلى **D1** وبذلك ثبات السعر عن 0.7 والعكس صحيح عند شراء السلع الأمريكية.⁽¹⁾

¹ محمد العربي ساكر ، مرجع سبق ذكره ، ص 101 .

المبحث الثاني: أنظمة ونظريات سعر الصرف .

إن سعر الصرف يتحدد بالطلب والعرض للصرف الأجنبي ويتحدد ثمن التوازن عندما يتساوى الطلب مع العرض، ومن الممكن أن يتحدد التوازن بين الطلب والعرض دون تدخل جهاز الثمن إذا تدخلت الدولة بإجراءات أخرى من شأنها أن تؤثر في ظروف الطلب والعرض. وقد جرت العادة على تقسيم نظم الصرف التي تأخذ بها الدول إلى أنواع عدة والنظريات المفسرة لسعر الصرف وسوف نحاول التطرق اليهم في ما يلي:

المطلب الأول: أنظمة سعر الصرف:

إن اختيار نظام صرف ملائم للاقتصاد مهم جدا لأي دولة باعتباره عنصر من عناصر السياسة الاقتصادية الكلية، لذلك سنحاول معرفة الأنظمة السائدة في اقتصاديات الدول.

1. نظام سعر الصرف الثابت:

من المعروف أن هذا النظام يتحقق في حالة الدول التي تأخذ بقاعدة الذهب حيث ترتبط قيمة عملتها الوطنية بوزن معين من الذهب ويترتب على احتفاظ كل دولة بسعر ثابت للذهب، أن يتحقق سعر ثابت للعملة المختلفة بعضها ببعض، ولذلك فانه في ظل قاعدة الذهب الأصل إلا يتغير سعر الصرف بل يظل ثابتا لأنه إذا ارتفع ثمن إحدى العملات فيكفي أن يقوم الأفراد بشراء الذهب ثم يبعه لدولة هذه العملة بسعر العادل مما يعود يضمن العملة إلى الأصل.⁽¹⁾

ومع ذلك فإن هذا الثبات المطلق لسعر الصرف لا يتحقق دائما وتقوم في الواقع حدود يتغير داخلها سعر الصرف وهذه الحدود هي ما يعرف بنقطة خروج cold ex-port point ونقطة دخول الذهب cold import point وبيان ذلك ان بيع وشراء الذهب وتصديره الى الدولة التي يرتفع فيها سعر صرف عملتها أو استيراده من الدولة التي ينخفض فيها سعر صرف عملتها، ومع ذلك فانه يرد على ذلك قيد هام وهو ان تصدير الذهب من دولة الى أخرى يستدعي القيام ببعض النفقات ممثلة في نفقات النقل

¹ أحمد فريد مصطفى الاقتصاد الدولي، بدون طبعة، الناشر (مؤسسة شباب الجامعة) الاسكندرية، مصر، 2007، ص 95

والتأمين، وإذا أخذنا هذه النفقات في اعتبار أمكننا أن نتصور أماكن اختلاف سعر الصرف عن سعر التبادل بحدود صغيرة دون أن تؤدي إلى حركات الذهب إلى العودة إلى هذا السعر. (1)

2. نظام حرية الصرف:

يعرف نظام حركة الصرف في ظل النقود الورقية غير القابلة للتحويل إلى ذهب، وقد عرفت الدول هذا النظام عقب خروج إنجلترا على قاعدة الذهب في 21 سبتمبر 1931، وتلاها في ذلك كافة الدول وذلك حتى قيام الحرب العالمية الثانية .

إن سعر الصرف يكون عرضة للتقلبات وفقا لقوى عرض وطلب الصرف الأجنبي، فكلما كان مستوى التوازن لسعر الصرف في نظام حرية الصرف يتحدد وفقا للقواعد ذاتها التي يتحدد بها سعر أية سلعة في نظرية الثمن فإن مستوى التوازن لسعر الصرف هو الذي تتعادل عنده الكمية المطلوبة من العملة الوطنية مع الكمية المعروضة منها وكما هو الحال في نظرية الثمن أيضا فان تغيير مستوى التوازن لسعر الصرف إنما يحدث عندما تتغير ظروف الطلب أو ظروف العرض أو كليهما معا . وهذا يؤدي إلى:

- تحقيق التوازن بين طلب وعرض الصرف الأجنبي في المدة القصيرة
- التوازن في العلاقات النقدية الدولية في المدة الطويلة عن طريق التغيير في أثمان السلع الداخلية في التجارة الدولية

انتقادات هذا النظام

هناك عدة انتقادات اضعفت من قيمتها وأدت إلى إهمالها والتخلي عنها كنظرية تفسير التغيير في أسعار الصرف وتحدد مستواها، ولا تنفي تلك الانتقادات بطبيعة الأحوال أن القوة الشرائية للوحدة النقدية تؤثر في سعر الصرف وأنها تعتبر من بين العناصر التي تتحكم في تحديده، كذلك فإن هذه النظرية تلقي الضوء على جانب من الواقع لا يمكن إهماله إلا وهو وجود علاقة معينة بين تغيير القوة الشرائية للوحدة النقدية في الأسواق الداخلية وتغيير سعرها. (2)

¹ عادل أحمد حشيش، العلاقات الاقتصادية الدولية، بدون طبعة دار الجامعة الجديدة للنشر، الاسكندرية، مصر، 2007، ص 95

² زينب حسين عوض الله، الاقتصاد الدولي (نظرة عامة على بعض القضايا)، مرجع سبق ذكره، ص 87.85 .

3. نظام الرقابة على الصرف:

ساد نظام الرقابة على الصرف في ظل النقود الورقية واتبعته بعض الدول خلال الثلاثينات وبعد الحرب العالمية الثانية.

- وبمقتضى هذا النظام تحتكر الدول شراء وبيع العملات الأجنبية وذلك من أجل تعبئة الصرف الأجنبي المتاح بكميات قليلة نسبياً وتوزيعه على وجوه الطلب الممكنة بحيث يبقى الطلب على الصرف أن يظل ثابتاً وذلك على الرغم من المغالاة فيه، ولا يتحدد سعر الصرف عند المستوى الذي يتوازن عنده عرض الصرف وطلبه، بل أن الطلب الفعلي على الصرف الأجنبي إنما يحصر بواسطة الدولة في حدود الكمية المعروضة من هذا الصرف وذلك على أساس سعر معين للصرف تحدده الدولة نفسها إدارياً .

وتعتبر الرقابة على الصرف أداة فنية تستخدم لتحقيق العديد من الأهداف منها:

- المحافظة على قيمة مرتفعة للعملة الوطنية
- خروج رؤوس الأموال من الدولة و الحد من الواردات الغير ضرورية
- عزل الاقتصاد القومي عن الخارج حتى يمكن تحقيق سياسة العمالة الكاملة في الداخل دون خشية الاختلال في التوازن الخارجي للدولة.
- الحصول على إيرادات لخزينة الدولة.

وعموماً فإن فرض الرقابة على الصرف يتضمن عدداً من الصعوبات لذلك لا يمكن الدفاع عن هذا النظام إلا في الحالات التي لا يتوافر فيها بديل.⁽¹⁾

4. نظام استقرار أسعار الصرف:

بإنشاء صندوق النقد الدولي أتى اتفاق برينون وودز بنظام نقدي دولي جديد أطلق عليه نظام استقرار الصرف، وقد حاول ذلك الاتفاق عن طريق هذا النظام أن يوفق بين أمرين متناقضين، ثبات أسعار الصرف، بما يعنيه من ضرورة علاج الاختلال في ميزان المدفوعات عن طريق إحداث تغييرات في مستوى النشاط الاقتصادي القومي وخاصة عن طريق الانكماش وانخفاض مستوى العمالة في دولة العجز، وحرية الصرف، بما تعنيه من استقلال الدولة في إتباع السياسة الاقتصادية والمالية والنقدية الداخلية المناسبة

¹ زينب حسين عوض الله، الاقتصاد الدولي (العلاقات الاقتصادية والنقدية الدولية، الاقتصاد الدولي الخاص للأعمال، اتفاقات التجارة العالمية) بدون طبعة، دار الجامعة الجديدة، الاسكندرية، مصر، 2004، ص ص 91.52 .

للأوضاع التي يمر بها الاقتصاد القومي بهدف استقرار مستوى النشاط الاقتصادي عند مستوى العمالة الكاملة.

أما النظام الذي اتبع فيتلخص جوهره في جعل أسعار الصرف مستقرة عند أسعار التعادل للعملات، خلال فترة ممتدة وغير محدودة من الزمن، مع إمكان تعديل هذه الأسعار اذا ما دعت إلى هذا ضرورة علاج الاختلال في ميزان المدفوعات.⁽¹⁾

5. نظام سعر الصرف المرن :

وتتميز هذه الأنظمة بمرونتها وقابليتها للتعديل على أساس بعض المعايير منها :المؤشرات الاقتصادية للبلد مثل سعر الصرف الحقيقي الفعال، وعلى ضوءها تقوم السلطات النقدية بتعديل أسعار صرفها.

1.5. التعويم المدار: وضمن هذا المنظور تقوم السلطات بتعديل أسعار صرفها بتواتر على أساس مستوى الاحتياطي لديها من العملات الاجنبية والذهب وعلى اساس وضعية ميزان المدفوعات.

2.5. التعويم الحر: وهو وضع يسمح بموجبه لقيمة العملة ان تتغير صعودا وهبوطا حسب قوى السوق. ويسمح التعويم للسياسات الاقتصادية الاخرى بالتححر من قيود سعر الصرف، وبالتالي فان تعويم العملات يسمح للسلطات بإعداد السياسة الملائمة ومثل هذا الوضع يدفع بأسعار الصرف ذاتها ان تتكيف مع الاوضاع السائدة لا إن تشكل قيودا.⁽²⁾

¹ زينب حسين عوض الله، الاقتصاد الدولي (العلاقات الاقتصادية النقدية الدولية، الاقتصاد الدولي الخاص للأعمال، اتفاقات التجارة العالمية) مرجع سبق ذكره، ص91.

² عبد المجيد قدي، المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية(دراسة تحليلية تقييمية) بدون طبعة ،ديوان المطبوعات الجامعية، بن عكنون، الجزائر

المطلب الثاني: نظريات تحديد سعر الصرف.

سنحاول فيما يلي التعرف إلى أبرز النظريات جاءت لتوضيح مقومات المستوى الأولي لسعر الصرف وهما نظرية تكافؤ (تعادل القوة الشرائية ونظرية ميزان المدفوعات، ونظرية تعادل أسعار الفائدة. ونظرية كفاءة السوق ونظرية الأرصد).

1. نظرية تكافؤ (تعادل) القوة الشرائية: Purchasing Power Parity

فكرة النظرية :

تقوم هذه النظرية على فكرة أساسها وجود علاقة بين مستوى الأسعار المحلية وسعر صرف العملة بحيث أن حركة سعر الصرف تعبر عن ما يحدث من تغيير في الأسعار المحلية بالنسبة للأسعار العالمية (أو بالنسبة لأسعار دولة أخرى) في سبيل المثال لو أن الدولار الأمريكي له قدرة شرائية على شراء مجموعة من السلع، وكان للبارن الإسترليني قدرة شرائية على شراء ضعف كمية هذه السلع، فهذا يعني أن قيمة البارن الإسترليني هي ضعف قيمة الدولار الأمريكي أي أن سعر صرف.

$$\text{البارن} = 2 \text{ دولار}$$

تقييم النظرية : بالرغم من القبول حظيت به هذه النظرية خاصة في تفسيرها نمثل العودة إلى نظام قاعدة الذهب على أساس تبادلات لا تعكس ما حدث من تغيير في مستويات الأسعار في البلدان المختلفة بعد الحرب، إلا أنها تعرضت إلى انتقادات كثيرة منها: (1)

– إن هذه النظرية هي الأقرب إلى البديهية لأنها عبارة عن تعبير رياضي عن قانون السعر الواحد الذي يضمن تحقق لكل سعر واحد لكل السلع إذا ما أزيلت كل الحواجز أمام الأسواق .

– هذه النظرية لم تفسر عوامل تحديد مستوى سعر الصرف في أنه الأساس وإنما تأخذه كأمر معطى كما مر معنا .

– إن هذه النظرية تركز على العوامل النقدية في تحديد سعر الصرف في حيث أن هناك عوامل حقيقية وبنوية تقف وراء حركة أسعار الصرف مثل: حركة رؤوس الأموال ووضع الميزان التجاري، نسب التبادل التجاري.... الخ

¹ هجر عدنان زكي أمين، الاقتصاد الدولي (النظرية والتطبيقات) الطبعة الأولى ، إثراء للنشر والتوزيع الأردن، 2010، ص 277 .

2. نظرية الأرصدة :

تقوم هذه النظرية على اعتبار القيمة الخارجية للعملة تتحدد على أساس ما يطرأ على أرصدة ميزان المدفوعات من تغير . فإذا حقق ميزان المدفوعات لدولة ما فائضا فان ذلك يعني زيادة الطلب على العملة الوطنية و هو ما يقود إلى ارتفاع قيمتها الخارجية . و يحدث العكس عند حدوث عجز في ميزان المدفوعات و الذي يدل على زيادة العرض من العملة الوطنية بما يقود إلى انخفاض قيمتها الخارجية و يعتبر بعض الكتاب ان فترة الحرب العالمية كانت مؤشرا على صحة هذه النظرية ، و ذلك لكون قيمة المارك الألماني آنذاك لم تتأثر .

رغم الزيادة الكبيرة في كمية النقود ومعدل دورانها وارتفاع مستوى الأسعار والسبب في ذلك هو توازن الميزان الحسابي لألمانيا بالشكل الذي لم يسمح لها بزيادة وارداتها عن صادراتها بمعنى أنه لم يكن هناك رصيد دانت أرمدين في ميزان المدفوعات يؤثر على القيمة الخارجية للعملة. (1)

3. نظرية تكافؤ معدلات الفائدة:

تقوم هذه النظرية على أساس أن سعر الآجل للعملة "سعر الاستلام المؤجل أو سعر التسليم المؤجل" للعملة معينة يجب أن يعكس التباين أو الاختلاف في معدل الفائدة بين الدولتين . وبحسب هذه النظرية فان المستثمر الذي سيوظف أمواله بالخارج في الدولة إلى التي يكون فيها سعر الفائدة مرتفع بالنسبة لدولته لن يحصل على معدل عائد أعلى من ذلك المعدل التي يحصل عليه في دولته لأن الاختلاف في العائد يجب أن يعوض من خلال الفرق بين السعر الفوري والسعر الآجل للعملة. (2)

التفسير العلمي للنظريتين :

$$\text{السعر الاجل} = 1 + \text{معدل الفائدة الدولة الاجنبية}$$

$$\text{السعر الفوري} = 1 + \text{معدل الفائدة الدولة المحلية}$$

¹ عبد المجيد قدي، مرجع سبق ذكره، ص 124، 123

² هجير عدنان زكي امين ، مرجع سبق ذكره، ص 278

4. نظرية كفاءة السوق:

السوق الكفاء هو ذلك الذي تعكس فيه الأسعار كل المعلومات المتاحة وهذا يفترض ان كل المتعاملين في السوق يمكنهم الوصول إلى المعلومات، سواء تعلق الأمر بالمعلومات الاقتصادية الحالية أو الماضية مثل إعلان عجز أو فائض ميزان المدفوعات، العجز الموازي، معدل التضخم الخ

✓ في السوق الكفاء:

- كل المعلومات الجديدة تجد تأثيرها الآني على أسعار الصرف الآنية و الآجلة
 - تكاليف المعاملات ضعيفة .
 - تغيرات اسعار الصرف عشوائية .
 - و هذا يؤدي إلى النتائج الآتية :
 - لا يمكن لأي مضارب ان يحقق باستمرار مكاسب .
 - التسعيرة الآجلة يمكن اعتبارها كمؤشر من دون موارد على سعر الآني (نقدا) المستقبلي .
- إلا أن هناك جدالا قائما اليوم بخصوص ما إذا كانت أسواق الصرف الحالية كفاءة نسبية وهذا ما أدى إلى القيام بعدة اختبارات لإثبات ذلك، أظهر بعضها اختبارات جيدي (Giddy) Dufeyb على التوالي في 1975، 1976 كفاءة سوق في حيث أن البعض الاخر دراسات هانت (huni) 1986 ودراسات كيرني و مالك دونالد (1981) يؤكد عدم كفاءة سوق الصرف نسبية في الوقت الذي يعتقد فيه الممارسون أن هناك عدم كفاءة نسبية في أسواق الصرف.⁽¹⁾

¹عبد المجيد قري ، مرجع سبق ذكره ،صص 122، 123 .

المطلب الثالث: العوامل المؤثرة في سعر الصرف:

إن سعر الصرف يتأثر بعدة متغيرات منها الاقتصادية والغير الاقتصادية كل حسب درجة تأثيرها وندناول في ما يلي العوامل المؤثرة في سعر الصرف:

1- العوامل الاقتصادية المؤثرة على سعر الصرف:

و سوف نتطرق لعدة عوامل نذكر منها:

1.1 كمية النقود: إن حركات الأسعار تعكس بشكل أساسي التغيرات المهمة في كمية النقود، وأن هناك علاقة وثيقة بين تغيرات كمية النقود، لوحدة واحدة من الناتج، وحركات الأسعار أيضا، وقد أشير إلى أن لها يفسر صحة العلاقة بين كمية النقود لكل وحدة من الناتج وتغيرات الأسعار هو وجود عاملين هما:

- تغيرات الانتاج والتي تعد متغيرا منقلا ففي حالة ثبات كمية النقود ونضاعف حجم الانتاج فان الاسعار ستميل إلى الانخفاض بمقدار النصف تقريبا وتعليه لذلك هو هبوط كمية النقود بالنسبة للوحدة من الناتج.

- تغيرات كمية النقود التي يرغب الافراد الاحتفاظ بها نسبة إلى دخولهم والتي تتوقف على مستوى الدخل الحقيقي للفرد، وتكلفة الاحتفاظ بالنقود والتي تتحدد بسعر الفائدة. (1)

2.1 أسعار الفائدة: إذا كان الاقتصاد يميل إلى الانفتاح في الجانب المالي فإذا أسعار الفائدة الداخلية سوف تتأثر بأسعار الفائدة العالمية والانخفاض المتوقع في سعر الصرف أكثر مما تتأثر بالعوامل الداخلية، أما إذا كان الاقتصاد يميل إلى إن يكون مغلقا فإن العوامل المتعلقة بالسيولة الداخلية والتضخم المحلي المتوقع ستكون هي المسيطرة. (2)

3.1 التضخم المحلي والعلمي: إن تأثير ارتفاع مستوى الأسعار المحلية مقارنة بمستوى الأسعار العالمية يؤدي إلى زيادة كل من الاستيرادات والطلب على النقد الأجنبي وانخفاض كل من الصادرات وعرض النقد الأجنبي مما يدفع بسعر الصرف الأجنبي إلى الارتفاع، ومنه يمكن اعتبار المستوى العام للأسعار وتغيراته من أهم العوامل التي تؤثر في تحديد سعر الصرف وتقلباته .

¹عبد الحسين جليل و عبد الحسن الغالي، سعر الصرف و إدارته في ظل الصدمات الاقتصادية (النظرية والتطبيقات)، الطبعة الأولى ، دار صفاء للنشر و التوزيع عمان الأردن، 2011، ص 61 . 69.

²عبد الحسين جليل عبد الحسن الغالي، مرجع سبق ذكره، ص ص 69. 82.

4.1 ميزان المدفوعات: إن التوازن والاختلال في ميزان المدفوعات من بين أهم العوامل المؤثرة في سعر الصرف كونه حلقة الوصل التي تعكس علاقة البلد بالعالم الخارجي .

2.العوامل غير الاقتصادية المؤثرة في سعر الصرف:

بالإضافة إلى العوامل الاقتصادية هناك عوامل أخرى غير اقتصادية تؤثر في أسعار الصرف يمكن إجمالها بالآتي:

1.2.الإضطرابات والحروب: إن من العوامل المؤثرة في سعر الصرف ولاسيما في المدى القصير وأحيانا على المدى البعيد هي اضطرابات السياسة وحالات الحروب الداخلية والخارجية والتي تؤثر على أوضاع التجارة والصناعة والزراعة والمال التي من شأنها أن تغير الطلب على الصرف الأجنبي وبالتالي تغير سعر الصرف .

2.2. الإشاعات والأخبار: تعد الإشاعات والأخبار من المؤثرات السريعة على سعر الصرف الأجنبي سواء كانت صحيحة أو غير صحيحة فأحيانا تصدر الإشاعات في بعض المتعاملين أنفسهم حول مستقبل عملة ما ولكن التأثير يحدث خلال وقت قصير ولا تلبث السوق أن تستعيد استقرارها .

3.2 خبرة المتعاملين وأوضاعهم: إن الأسعار تتأثر بخبرة هؤلاء المتعاملين ومهاراتهم فضلا على أن أسعار الصرف تتأثر بالقوة التفاوضية للمتعاملين والأساليب المستخدمة لتنفيذ عملياتهم المختلفة كما تتأثر بحجم التزاماتهم القائمة فإن كانت كبيرة سيتطلب إقناعهم بالتزامات اضافية تغيير جذري في السعر ليغريهم بزيادة حجمها و العكس يحدث إن كانت قليلة⁽¹⁾

¹عبد الحسين جليل عبد الحسين الغالي مرجع سبق ذكره . ص 83.

المبحث الثالث: سوق الصرف وسياسة سعر الصرف

تعتبر سوق الصرف الإطار العام الذي يتبادل فيه المتعاملون العملات المختلفة بيعا وشراء كل حسب إحتياجاته سواء داخليا أو خارجيا ولهذا سوف نتعرف على سوق الصرف بصفة عامة وسوق الصرف الأجنبي بصفة خاصة ومعرفة سياسة سعر الصرف وأدواتها وأهدافها :

المطلب الأول: سوق الصرف والمشاركون فيه

سوق الصرف هي كأية سوق اخرى لها اطار الجغرافي والزمني و لها مشاركون وهذا ما سنتعرف عليه في هذا المطلب

1.تعريف سوق الصرف: يعبر سوق الصرف عن السوق الذي تتخذ فيه عملية شراء وبيع العملات الأجنبية و لا يوجد مكان محدد لهذه الأسواق ففي العادة تتم العمليات بين البنوك بواسطة أجهزة تداول إلكترونية أو معلوماتية مرتبطة فيما بينها عن طريق شبكات اتصال أو أقمار صناعية، ويتم انشاؤها من قبل شركات الخدمات المالية مثل(روتير، elevate Reutiers)وتعمل 24 ساعة على 24 ساعة.(1)

تتم التفرقة دائما في أسواق الصرف الأجنبي بين نوعين من الصرف، الأول هو الصرف العاجل أو الحاضر، أما الثاني فهو الصرف الآجل.

✓ **سوق الصرف العاجل:** يعتبر جهازا للتسوية الدولية وفي ذات الوقت جهازا للائتمان الدولي وذلك بفضل تدخل البنوك التي تتضمن وتقوم بتحويل وتسوية أدوات الائتمان التجاري بالإضافة لى ذلك فان كل سوق منظمة للصرف تستوجب وجود سوق للتعامل الآجل وهذا هو موضوع البند التالي .

✓ **سوق الصرف الأجل:** يقصد به بيع وشراء العملات الاجنبية وفقا لسعر آجل، بمعنى أن التسليم يكون مؤجلا إلى حين حلول التاريخ المتفق عليه، وحدة التأجيل قد تكون في حدود شهر أو ثلاثة أشهر أو ستة أشهر أو ستة على أكثر تقدير. (2)

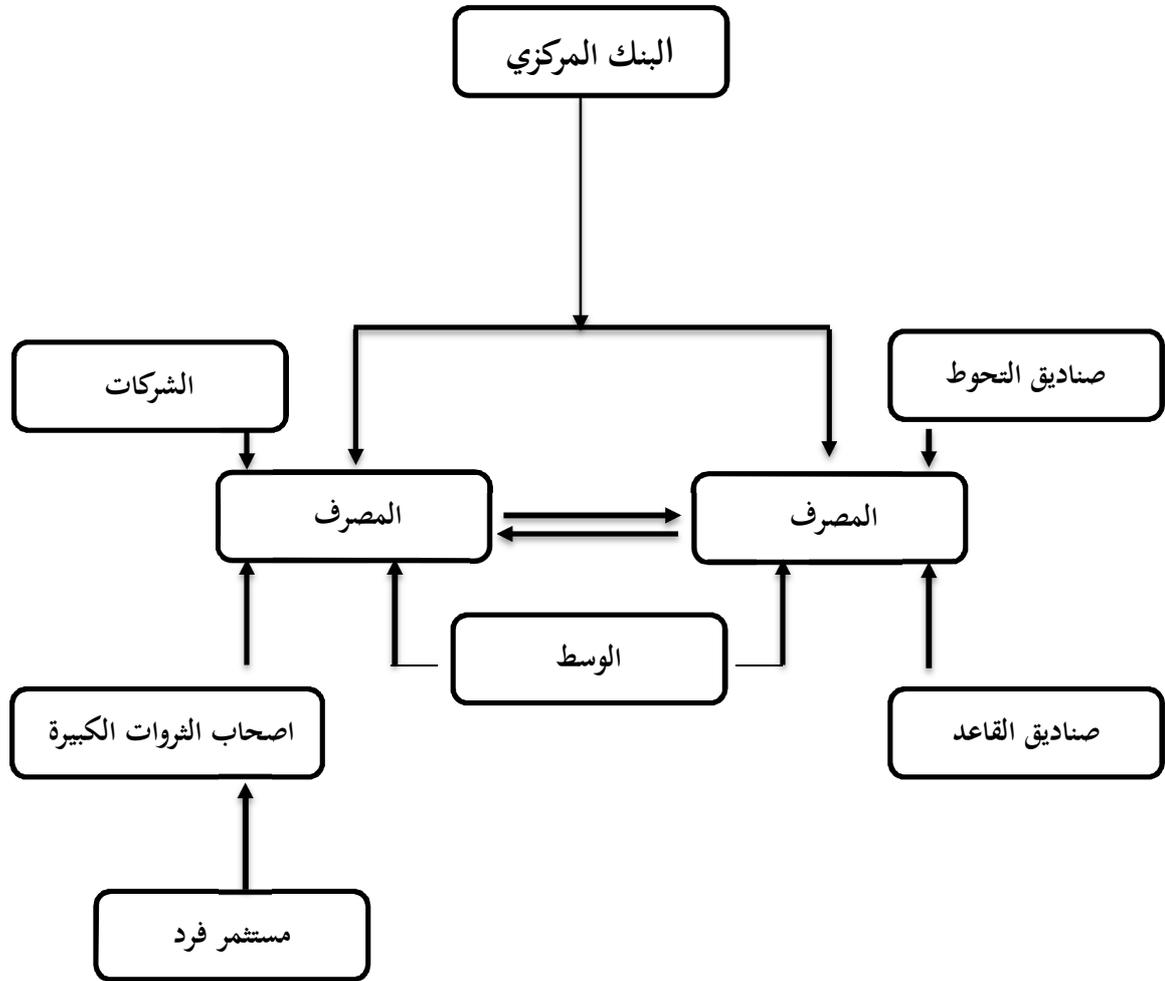
¹ عبد المجيد قدى، مرجع سبق ذكر، ص ص 107.108.

² محمود يونس، أساسيات التجارة الدولية، بدون طبعة، دار الجامعة الإسكندرية، مصر، ص 163.169.

2. المشاركون في سوق الصرف:

إن البنوك التجارية وبنوك الاستثمار والبنوك المركزية والمؤسسات التجارية وصناديق التحوط Hedgring الشركات والأشخاص وافري الثراء والمستثمر الفرد من أهم المشاركين في سوق العملة وفيما يلي دور كل منها. (1)

الشكل رقم (03 - 03) المشاركون في سوق الصرف



المصدر: بسام الحجار، نظام النقد العالمي وأسعار الصرف، الطبعة الاولى، الناشر دار المنهل اللبناني بيروت، 2009، ص 99

¹ بسام الحجار، نظام النقد العالمي وأسعار الصرف، الطبعة الاولى، الناشر دار المنهل اللبناني بيروت، 2009، ص 99.

1.2. البنوك التجارية :

مع إزدياد النشاط الاقتصادي ازداد الطلب على الائتمان تحولت البنوك التجارية لتلعب دور الوسيط بين المودع والمستثمر بالإضافة إلى ذلك تقوم البنوك التجارية بتحصيل مستحقات عملائها من مصادرها المختلفة سواء تعلقت هذه المستحقات شبكات أو بكمبيالات أو سندات أذنيه كما تقوم البنوك التجارية باستبدال العملات الأجنبية .

2.2. البنوك المركزية :

تتدخل البنوك المركزية عبر عمليات السوق المفتوحة بهدف التخلص من الاختلالات في التوازن الاقتصادي والمالي، ويعتبر الهدف الأساسي من تدخلها في سوق الصرف تأمين الشروط اللازمة والملائمة للتأثير على التجارة وهي بالتالي لا تقوم بعمليات المضاربة على العملة.⁽¹⁾

3.2. المؤسسات المالية غير البنكية :

والتي بدأت تتدخل في السوق نتيجة للاضطرابات التجارية الشديدة التي أصبحت تشهدها سوق الصرف في الولايات المتحدة والمملكة المتحدة واليابان وتكون معظم عملياتها بواسطة البنوك .

4.2 السماسرة: وهم عبارة عن وسطاء لا يتدخلون في السوق لحسابهم الخاص ويوفرون الطرف المقابل للعمليات التي يكونون فيها في وضعية بائعين أو مشتريين، وتسمح هذه الفئة بتجميع أوام الزبائن، وتوفير السيولة في السوق وبذلك فهي تلعب دورا مهما في أسواق الصرف.⁽²⁾

5.2. المستخدمون الرئيسيون للعملات الأجنبية: وهم المتعاملون في مجال التجارة الخارجية المستوردين والمصدرين للسلع والخدمات المختلفة والمضاربيين في سوق الصرف الأجنبي.⁽³⁾

3. أوضاع المتعاملين في سوق العملات:

يعتبر التعامل في سوق العملات الأجنبية من أكثر التعاملات خطورة و ذلك بسبب اختلاف أسعار العملات من وقت لآخر و لذلك نجد ان المتعاملين في سوق يكون لهم أحد الأوضاع التالية :

¹ بسام الحجار، مرجع سبق ذكره، ص100

² يعقوبي محمد، تأثير تغيرات أسعار صرف العملات على مؤشرات أسعار الأسهم في الأسواق المالية العالمية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة حسينية بن بوعلي بالشلف، 2011، 2012، ص 25.24

³ إيمان عطية ناصف، مبادئ الاقتصاد الدولي، بدون طبعة، دار الجامعة الجديدة للنشر. الأزابطة. الإسكندرية، 2008، ص286

1.3 الوضع المتوازن Squared Position :

ويكون هذا الوضع عندما تكون مشتريات ومبيعات المتعامل من أية عملة في نهاية كل يوم عمل متساوية كان نقوم ببيع خمسة ملايين مارك وشراء في نهاية يوم العمل.

2.3. الوضع الطويل Long Position :

ويسمى هذا الوضع بوضع المشتري وهو عندما يكون ما تم شراؤه من عملة معينة أكثر مما تم بيعه من نفس العملة، بمعنى أن تزيد موجودات المتعامل من عملة معينة عن مطلوبات المتعامل من نفس العملة كالانتهاء في نهاية يوم العمل بشراء عشرة ملايين دولار مقابل بيع خمسة ملايين دولار.

3.3. الوضع القصير Short Position:

ويسمى كذلك بوضع البائع وهو عندما يكون ما تم بيعه من عملة معينة أكثر مما تم شراؤه من نفس العملة أي بمعنى أن تزيد مطلوبات المتعامل من عمله عن موجودات المتعامل من نفس العملة كبيع عشرة ملايين دولار مقابل شراء خمسة ملايين دولار .

من خلال أوضاع المتعاملين السابقة الذكر نلاحظ أن الوضع الطويل لعملة معينة دائما يعكس وضعاً قصيراً لعملة أخرى والوضع القصير لعملة معينة يعكس وضعاً طويلاً لعملة أخرى.⁽¹⁾

¹ موسى سعيد مطر وآخرون، التمويل الدولي، طبعة أولى، دار الصفاء للنشر، عمان، 2008، ص ص 83. 84.

المطلب الثاني: سوق الصرف الأجنبي

إن المبادلات أدت إلى ما يسمى بظهور سوق الصرف الأجنبي وذلك لتسهيل عمليات المبادلة ما بين الدول ولذلك سوق نحاول معرفة سوق الصرف الأجنبي .

1. تعريف سوق الصرف الأجنبي:

يعرف بأنه عملية دولية أو مجموعة من العملات الدولية التي يحتفظ بها البلد كاحتياطي وكقوة شرائية ومقبول على المستوى الدولي في تسوية وتسهيل المدفوعات الناجمة عن العلاقات الاقتصادية سواء منها الجارية أو الرأسمالية أي عمليات التصدير والاستيراد وحركة رؤوس الأموال ويمكن الحصول على الصرف الأجنبي من خلال عمليات التصدير والاستثمارات في الخارج أو من خلال الاقتراض من الأسواق الدولية ويلعب ما يسمى بسوق الصرف الأجنبي دورا مهما في كل هذه العمليات⁽¹⁾

سوق الصرف الأجنبية هي الإطار التنظيمي الذي يقوم الأفراد والشركات والبنوك بشراء وبيع العملات الأجنبية أو الصرف الأجنبي وتتكون سوق الصرف الأجنبية لأي عملة الدولار مثلا من جميع المواقع مثل لندن، وزيورخ وباريس، وكذلك نيويورك حيث تباع وتشتري مقابل عملات أجنبية أخرى وتتمكن الوظيفة الأساسية لسوق الصرف الأجنبية في تحويل الأرصدة أو القوة الشرائية.⁽²⁾

2. تصنيفات سوق الصرف الأجنبية:

سوق الصرف عدة تصنيفات سوق نحاول معرفتها في ما يلي:

1.1. المعاملات الفورية (أسعار الصرف المعادلة):

نوع الشائع المعاملة الصرف الأجنبي تتضمن دفع واستلام الصرف الأجنبي في خلال يومين من أيام العمل بعد اليوم إلى تتم فيه الاتفاق على المعاملة وسعر الصرف الذي يتم على أساسه المعاملة يسمى "السعر العاجل".

2.2. المعاملات الآجلة: وتتضمن اتفاق اليوم على الشراء أو البيع قدر محدد من العملة الأجنبية في تاريخ

محدد في المستقبل بسعر يتفق عليه اليوم (السعر الآجل).

¹ هيل عجمي جميل الجناي، التمويل الدولي و العلاقات النقدية الدولية، طبعة أولى ، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن عمان، 2014، ص 104

² دومينيك سالفاتور، الاقتصاد الدولي، طبعة الرابعة، دار الدولية للنشر، القاهرة مصر، 1998، ص 146

فإذا كان من المتوقع ارتفاع سعر العملة الأجنبية المراد التعاقد على شراءها بالنسبة للعملة المحلية تضاف علاوة إلى السعر الحاضر وفي حالة العكس يجرى خصم من السعر الحاضر وهناك أنواع العقود الآجلة وهي عقود لفترة شهر واحد وثلاثة أشهر وستة أشهر أما أكثرها استخداماً فهي العقود الثلاثة أشهر.

ويتضح من هذا أن أسواق الصرف الآجلة يمكن أن تقوم بالوظائف التالية:

- المضاربة: ويقصد بها التعاقد على شراء عملة أجنبية بسعر معين وبيعها في موعد آجل بسعر أعلى بسعر على توقعاته فحسب ويكون بينهما احتمال تعرض المضارين للخسارة.
- تقليل مخاطر الصرف في العملات الدولية.

3. خصائص سوق الصرف الأجنبي:

يتميز هذا السوق بالحساسية المفرطة للظروف الاقتصادية والسياسية مما يرفع درجة مخاطر الاستثمارية فيه إضافة إلى أنه سوق لا إطار مادي له ويتم التعامل فيه بواسطة أدوات الاتصال الحديثة ويتأثر سوق الصرف الأجنبي بالعوامل الاقتصادية والسياسية لحالة ميزان المدفوعات، القروض الدولية المساعدات الخارجية، السياسات الغربية، أسعار الفائدة، الدولارات الاقتصادية، الأحداث السياسية إضافة إلى العوامل الفنية كظروف السوق النقدي وظروف المتعاملين فيه العرض والطلب على العملات الأجنبية التغيرات في أسواق المال الأخرى في سوق النقد.⁽¹⁾

تجانس العملة الأجنبية (الدولار الأمريكي مثلاً) بطريقة لا يمكن أساسها التفرقة بين دولار الأمريكي وآخر لأسباب شخصية أو موضوعية فجميع الوحدات النقدية لها نفس قوة الإبراء القانونية كما أنها تتمثل في الوزن في حالة النقود المعدنية ولها نفس الخصائص في حالة النقود الورقية.⁽²⁾

¹ محمد العربي ساكر، مرجع سبق ذكره، ص 104 .

² سامي عفيفي حاتم، التجارة الخارجية بين التنظير والتنظيم، طبعة الأولى 1991 طبعة ثانية 1994، دار المصيرية اللبنانية، مصر، القاهرة ص 24

4. وظائف سوق الصرف الأجنبي:

لسوق الصرف الأجنبي عدة وظائف و التي تتمثل في مايلي :

1.4 تحويل الاموال أو القوة الشرائية بين الدول: فالوظيفة الأساسية لأسواق الصرف الأجنبي هي تحويل الأموال أو القوة الشرائية من عملة إلى أخرى من دولة إلى أخرى، ويتم عادة هذا التحويل عن طريق التحويل التلغرافي، الذي هو عبارة عن شيك يرسل بالبرق بدلا من البريد فعن طريقه يصدر أحد البنوك المحلية تعليماته إلى بنكه المرسل في مركز نقدي أجنبي بأن بدفع قدر معين من العملة المحلية السائدة هناك إلى شخص أو منشأة أو حساب⁽¹⁾.

2.4 تقديم الائتمان الازم لتمويل التجارة الخارجية: ويتم ذلك عن طريق قيام أحد البنوك بمنح إئتمان، فعندما يقوم البنك بفتح اعتمادات بالعملات الأجنبية أكثر من حجم الودائع لديه من هذه العملات، فإنه يكون قد منح ائتمانا لتمويل التجارة الخارجية.

3.4 تقوم أسواق الصرف بمساعدة المستثمرين الماليين على تجنب مخاطر الصرف Hedging و القيام بعمليات المراجعة Arbitrage و المضاربة speculqtion من الجدير بالذكر أن 90% من المعاملات التي تتم في أسواق الصرف الأجنبي تمثل معاملات مالية بطبيعتها بينما 10% فقط تمثل المعاملات التجارية حيث تسيطر 6 عملات فقط على جملة المعاملات.⁽²⁾

¹ السيد محمد أحمد السرتني، اقتصاديات التجارة الدولية بين النظرية و التطبيق، الطبعة الأولى ، مؤسسة رؤية للطباعة والنشر والتوزيع القاهرة، الإسكندرية، مصر، 2011 ، ص ص 146 ، 147.

² محمد سيد عابد، التجارة الدولية، طبعة 2001، مطبعة الإشعاع الفنية، الإسكندرية مصر ص 308.

المطلب الثالث: سياسة سعر الصرف:

يتأثر سعر الصرف بعدة متغيرات أقل الاقتصاد وعليه فتغيره يحمل معه تغيرات عديدة في مردود النظام الاقتصادي ككل سواء بالسلب أو الإيجاب و لذلك نجد أن الدول التي تعاني من مشاكل اقتصادية مالية غالباً ما تلجأ إلى تطبيق سياسات تعديلية يكون سعر الصرف أحد أهم عناصرها .

1. تعريف سياسة سعر الصرف :

- تعرف سياسة سعر الصرف بأنها مجموعة الإجراءات والتدابير التي تتخذها الدولة ممثلة في سلطاتها النقدية في سبيل التأثير على سعر صرف عملتها من أجل تحقيق أهداف اقتصادية محددة خلال فترة زمنية معينة.⁽¹⁾

- تعد سياسة الصرف من ضمن السياسات المتعددة التي تلجأ إليها السلطات النقدية ببلدان العالم من أجل إدارة الاقتصاد الوطني ودعم نموه والحد من اختلال توازنه، فهي تسعى إلى فهم تغيرات سعر الصرف لكي لا تكون عاقبتها وخيمة على الأعوان الاقتصاديين، ولهذا فهي تعتبر جزءاً من السياسة الاقتصادية تسمح بتحقيق أهداف التشغيل الكامل، النمو، استقرار الأسعار، التوازن الخارجي، فبعض الدول إتبعت سياسة تثبيت سعر صرفها وربطه إلى مختلف العملات بعد تخليها عن الربط بالذهب، وبلدان أخرى فضلت تعويم سعر صرفها وترك مسألة تحديده لعوامل العرض والطلب داخل السوق.⁽²⁾

2. أدوات سياسة سعر الصرف:

لتنفيذ هذه السياسة وتحقيق أهدافها تستعمل السلطات العديدة من الأدوات والوسائل أهمها:

1.2. تعديل سعر العملة: لما ترغب السلطات النقدية في تعديل توازن ميزان المدفوعات تقوم بتخفيض العملة أو إعادة تقويمها لما تتدخل في ظل نظام سعر صرف ثابت، أما عندما تتدخل في ظل نظام سعر صرف عائمتعمل على التأثير على تحسين او تدهور قيمة العملة⁽³⁾

2.2 استخدام احتياطات الصرف: في ظل نظام أسعار صرف ثابتة أو شبه مدارة تلجأ السلطات النقدية إلى المحافظة على سعر صرف عملتها، فعند انهيار عملتها تقوم ببيع العملات الصعبة لديها مقابل العملة المحلية . و عندما تكون الاحتياطات غير كافية يقوم البنك المركزي بتخفيض العملة المحلية .

¹ عبد المجيد قدي، مرجع سبق ذكره، ص 131 .

² يعقوبي محمد، مرجع سبق ذكره، ص 33 .

³ عبد المجيد قدي، مرجع سبق ذكره، ص 134 .

وفي ظل نظام الصرف العائم تقاوم السلطات النقدية التقلبات الحادة في سعر عملتها إلا أن الاحتياطات لا تكفي للتصدي للأثار الناجمة عن حركة رؤوس الأموال المضاربة .

3.2 استخدام سعر الفائدة: عندما تكون العملة ضعيفة يقوم البنك المركزي باعتماد سياسة سعر الفائدة المرتفع تعويض خطر إهيار العملة .

4.2 مراقبة الصرف: تقضي سياسة مراقبة الصرف بإخضاع المشتريات ومبيعات العملة الصعبة إلى رخصة خاصة ، ويتم استخدامها لمقاومة خروج رؤوس الأموال خاصة الخروج المضاربي.

5.2 إقامة سعر صرف متعدد: يهدف نظام أسعار الصرف المتعدد إلى تخفيض أثار حدة التقلبات في الأسواق وتوجيه السياسة التجارية لخدمة بعض الأغراض المحددة، ومن أهم الوسائل المستخدمة هو اعتماد نظام ثنائي أو أكثر لسعر الصرف بوجود سعرين أو أكثر لسعر صرف العملة.

3. أهداف سياسة سعر الصرف:

تسعى سياسة سعر الصرف إلى تحقيق مجموعة من الأهداف أبرزها:

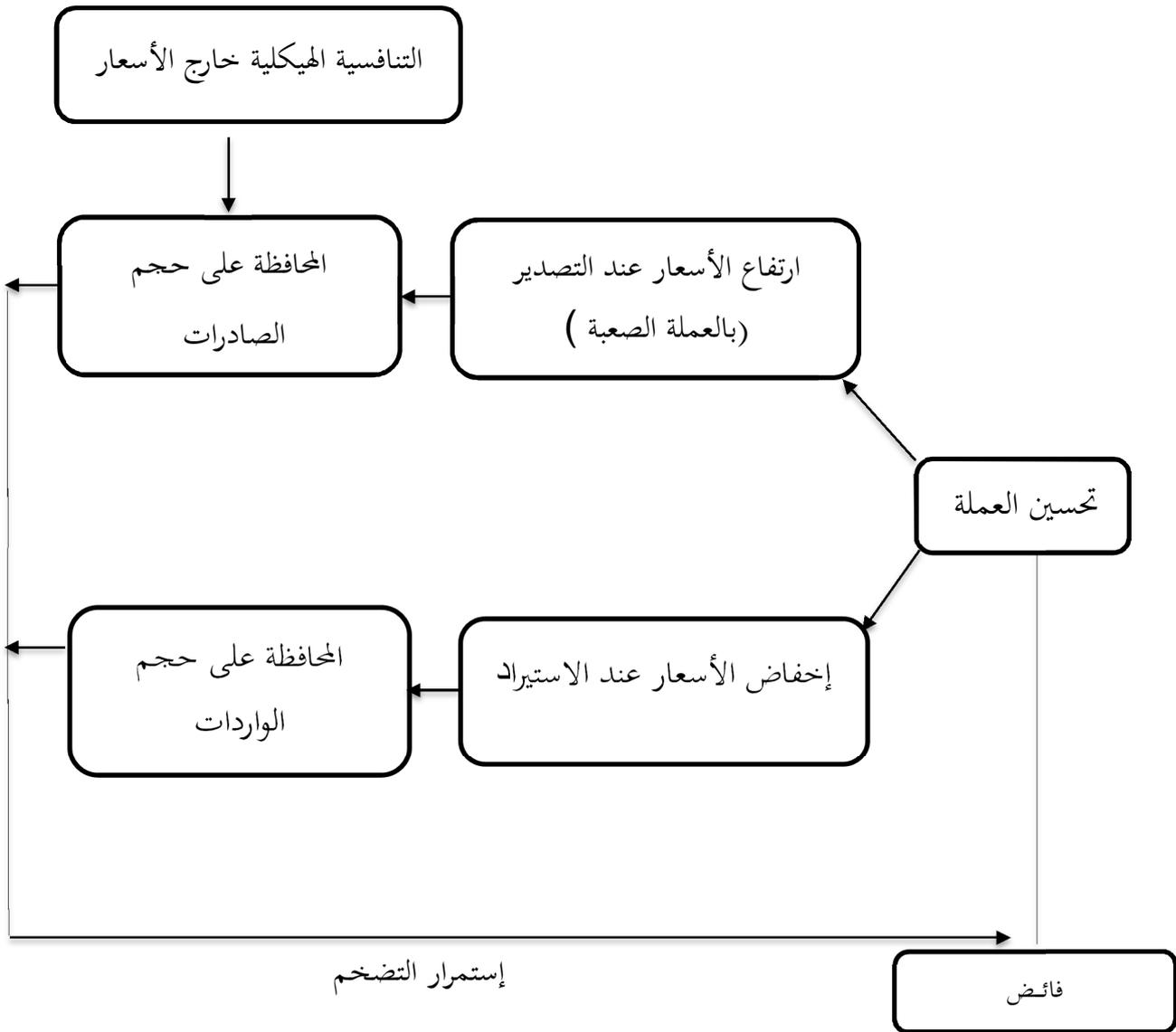
1.3 مقومة التضخم: يؤدي تحسين سعر الصرف إلى انخفاض في مستوى التضخم المستورد تنافسية المؤسسات ففي المدى القصير يكون لانخفاض تكاليف الاستيراد أثر إيجابي على انخفاض مستوى التضخم وتتضاعف أرباح المؤسسات بما يمكنها من ترشيد أداة الانتاج في المدة المتوسطة وهكذا تتحقق المؤسسات عوائد إنتاجية وتتمكن من إنتاج سلع ذات جودة عالمية بما يعني تحسين تنافسيتها .

وتسمى هذه الظاهرة بالحلقة الفاضلة (Vertueux) للعملة القوية وتم اعتمادها كأساس سياسة

المناهضة للتضخم التي تبنتها فرنسا انطلاقا من سنة 1983. (1)

¹ عبد المجيد قدي، مرجع سبق ذكره، ص ص 131، 137.

الشكل رقم (02-04): مقاومة التضخم



المصدر : عبد المجيد قدي، المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية (دراسة تحليلية تقييمية)، مرجع سبق ذكره ، ص 131

2.3. تخصيص الموارد: يؤدي سعر الصرف الحقيقي الذي يجعل الاقتصاد أكثر تنافسية إلى تحويل الموارد إلى قطاع السلع الدولية 'الموجهة للتصدير وهذا ما يعمل على توسع قاعدة السلع الدولية بحيث يصبح عدد كبير من السلع قابلاً للتصدير وبالتالي يقل عدد السلع التي يتم استيرادها .

¹ عبد المجيد قدي، مرجع سبق ذكره، ص 132.

3.3 توزيع الدخل: يؤدي سعر الصرف دورا هاما في توزيع الدخل بين الفئات أو بين القطاعات المحلية فعند ارتفاع القدرة التنافسية لقطاع التصدير (لمواد دولية زراعة) نتيجة انخفاض سعر الصرف الحقيقي فان ذلك يجعله أكثر ربحية. و يعود الربح من هذا الوضع إلى أصحاب رؤوس الأموال في الوقت الذي تنخفض فيه القدرة الشرائية للعمال وعند انخفاض القدرة التنافسية الناجمة عن انخفاض سعر الصرف الإسمي فان ذلك يؤدي إلى ارتفاع القدرة الشرائية للأجور في الوقت الذي تنخفض فيه ربحية الشركات العاملة في قطاع السلع الدولية فتتلمس استثمارها .

وبهدف تقليص الآثار السلبية الناجمة عن سعر صرف متعددة مثل سعر الصرف الصادرات النقدية سعر الصرف للواردات الغذائية.... الخ.

4.3 تنمية الصناعات المحلية: يمكن للبنك المركزي اعتبار سياسة لتخفيض أسعار الصرف من أجل تشجيع الصناعة الوطنية فلقد قام البنك الفيدرالي الألماني عام 1948 بتخفيض هام للعملة مما شجع الصادرات، وفي مرحلة ثانية قام باعتماد سياسة العملة القوية، كما اعتمدت السلطات النقدية اليابانية سياسة التخفيض لحماية السوق المحلي من المنافسة الخارجية وتشجيع الصادرات، وما بين 1970-1990 وتحت ضغط الولايات المتحدة الأمريكية، غيرت هذه السلطات سياستها بإعادة تقييم سعر الين، إلا أن الفرائض التجارية استمرت في التزايد وساهم هذا التحسين للين في اعتبار الاستثمارات اليابانية هي الأفضل في الخارج.⁽¹⁾

¹ عبد المجيد قدي ، مرجع سبق ذكره، ص ص 132.133.

خلاصة الفصل

إن أسعار الصرف عنصر هام يساعد ويساهم في تطوير السياسات والمخططات الاقتصادية على المدى الطويل والقصير، فهو يعبر عن قيمة عملة معينة مقابل عملات أخرى، وهو يحدد مقدار ما يدفع منها للحصول على وحدة من النقد الأجنبي أو العكس، فهو يمثل الفضاء الذي يمكن من خلاله لعملة معينة أخذ سعر معين على أساس تفاعل قوى العرض والطلب عليهما، ويوفر كذلك الحقل الذي يتدخل فيه العديد من المتعاملين من أجل الحصول على احتياجاتهم من مختلف العملات وطرح الفائض منها. وسعر الصرف هو العنصر الذي من خلاله يمكن للدولة التأثير على العديد من المتغيرات في إطار نظام من الانظمة المتعددة لأسعار الصرف باستخدام عدة أنواع من سياسات الصرف، المستوحات من العديد من النظريات التي حاولت تفسير التغيرات في سعر الصرف والتنبؤ بحركته المستقبلية.

الفصل الثالث

أثر سعر الصرف الدولار الأمريكي علي مؤشر داو جونز

تمهيد:

نظرا للتطورات الراهنة قد ازداد الاهتمام في السنوات الأخيرة بتتبع أسعار الأسهم في الأسواق المالية من قبل المستثمرين والاقتصاديين، نتيجة للمكانة التي أصبحت تحتلها الاسواق المالية في الاقتصاديات الدولية وبالإضافة إلى ذلك التغيرات التي أصبحت تصيب البيئة الاقتصادية مما يؤثر على قيم مؤشرات الأسهم في البورصات المختلفة، ولعل أهم سبب يؤثر فيها هو سعر الصرف، ولذلك سوف ندرس في هذا الفصل مؤشرات الاسهم والعلاقة بين سعر الصرف وسوق الأوراق المالية مع دراسة عمومية للاقتصاد القياسي والذي بدوره يساعدنا في تحليل البيانات، ومعرفة العلاقة بين مؤشر داوجونز وسعر الصرف الدولار الأمريكي لسنة 2016، وذلك من خلال المباحث التالية:

المبحث الأول: مؤشرات الاسهم والعلاقة بين سعر الصرف وسوق الأوراق المالية؛

المبحث الثاني: مدخل للاقتصاد القياسي ؛

المبحث الثالث: تأثير سعر الصرف الدولار الأمريكي علي مؤشر داوجونز لفترة

2016؛

المبحث الأول: مؤشرات الأسهم والعلاقة بين سعر الصرف وسوق الأوراق المالية

يتم قياس أداء سوق المالية من خلال تحليل عدة مؤشرات ، بحيث يتم الاعتماد عليها لمعرفة سير المعاملات في السوق تطورها بالإضافة الى العلاقة بين سوق الأوراق المالية وسعر الصرف، وسوف نحاول في هذا المبحث التعرف على مؤشرات الأسهم والشروط الواجب توفرها في مؤشرات الأسهم العلاقة بين سعر الصرف وسوق الأوراق المالية .

المطلب الأول: مفهوم مؤشرات الأسهم والشروط الواجب توفرها :

وسوف نتطرق في هذا الصدد إلى معرفة مفهوم مؤشرات الأسهم و الشروط الواجب توفرها.

1. مفهوم مؤشرات الأسهم

يمكن تعريف المؤشر على أنه مقياس يقيس مستوى الأسعار في السوق، حيث يقوم على عينة من أسهم الشركات التي يتم تداول أسهمها في أسواق المال المنظمة أو غير المنظمة وأكلاهما، وغالبا ما يتم اختيار العينة بطريقة تتيح للمؤشر أن يعكس الحالة التي عليها سوق المال (البورصة) والذي يستهدف المؤشر قياسه.

هو عبارة عن أداة أو مقياس يعتمد على مجموعة من الأسهم داخل السوق والذي من خلاله يتم معرفة اتجاه السوق، هل هو في اتجاه نحو الصعود أم اتجاه نحو الهبوط، بالشكل الذي يساعد المستثمر من اتخاذ القرار الاستثماري السليم، وعليه فان المؤشر محصل للتغيرات التي حدثت في أسعار الأسهم خلال فترة زمنية معينة، بما يساعد علي كشف الاتجاه العام للسوق.⁽¹⁾

2. الشروط الواجب توفرها في مؤشرات الأسهم

يفيد هذا المؤشر في التعريف السريع علي ما يجري بسوق الاسهم والسندات.

يوجد اختلاف في أعداد المؤشرات والمؤشر الجيد هو الذي يتعد عن التحيز لذلك يشترط فيه ان يمثل المجتمع ككل ونظرا لعدم تجانس وحدات أي مجتمع، لذلك فاذا لم يكن المؤشر يعبر عن مختلف

¹ محمد عبد الحميد عطية، الاستثمار في البورصة، بدون طبعة، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية مصر، 2011، ص173.

الفصل الثالث: أثر سعر الصرف الدولار الأمريكي علي مؤشر داوجونز

وحدات هذا المجتمع فانه لا قيمة له، لذلك يتطلب الامر توافر عدد من الخصائص عن تصميم أي مؤشر أو دليل للاسهام وهي:

1.2. حجم العينة Sample size :

يلاحظ أن العينة من الناحية الاحصائية هي جزء من المجتمع موضع الدراسة، وكلما كان حجم العينة كبير كلما اعطي بوضوح نتائج أدق عن المجتمع الذي تمثله. (1)

2.2. أن يعبر عن المجتمع الذي سحبت منه :

يشترط في هذه العينة أن تعبر عن مختلف فئات المجتمع وبمعني آخر لا تقتصر العينة فقط علي اسهم الشركات الكبيرة فقط ألبشر كات التي تنتمي إلى نفس الصناعة. (2)

المطلب الثاني: كيفية بناء مؤشرات أسعار الأسهم

يرى الكاتب أن معرفة بناء المؤشرات تساعد المحلل أو المستثمر على فهمه والقدرة على قرائته بما يساعده في اتخاذ القرار الاستثماري السليم ومن خلال ما يلي نتناول كيفية بناء المؤشرات المالية .

بداية نود التعرف علي مكونات المؤشر حيث تتكون من :

1.العينة: والمقصود بها عينة الشركات التي يعتمد عليها المؤشر عند بناءه ويمكن تعريفها بأنها مجموعة الأوراق المالية المستخدمة في حساب المؤشر، وحتى تكون العينة ملائمة فلا بدا أن تتوفر فيها ثلاثة مقومات هي (الحجم، التساع، المصدر).

1.1.الحجم: Size

القاعدة العامة في هذا الاطار تشير الي أنه كلما كان عدد الأوراق المالية التي يشمها المؤشر أكبر، كلما كان المؤشر أكثر تمثيلا وصدقا لواقع السوق.

2.1.الاتساع Bredth:

يعني قيام العينة المختارة بتغطية مختلف القطاعات المشاركة في السوق فالمؤشر الذي يستهدف قياس حالة السوق ككل ينبغي أن تضمن أسهما لشركات في كل قطاع من القطاعات المكونة للاقتصاد القومي

¹ عبد الغفار حنفي، أساليب الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، بدون طبعة ، الدار الجامعية للنشر، الإسكندرية مصر، 2005، ص 75

² عبد الغفار حنفي، مرجع سبق ذكره، ص 76.

دون تميز، وإذا كان المؤشر خاص بصناعة معينة فان العينة تقتصر علي أسهم عدد من الشركات التي تتكون منها ثلث الصناعة.

3.1. المصدر Source :

المقصود به مصدر الحصول علي أسعار الأسهم التي يبني عليها المؤشر، حيث ينبغي أن يكون المصدر هو السوق الأساسي الذي تتداول فيه الأوراق المالية وليس أي مصادر أخرى.⁽¹⁾

2. الأوزان النسبية: ويقصد بالأوزان النسبية هي تلك الأوزان التي يتم استخدامها في بناء المؤشر، ويمكن تعريف الأوزان النسبية بأنها القيمة النسبية للسهم الواحد داخل العينة، ولتحديد الوزن النسبي للسهم داخل مجموعة الأسهم التي يقوم عليها المؤشر يوجد مدخلين وهما:⁽²⁾

1.2. مدخل الوزن علي أساس السعر: Price weighting

أي نسبة سعر الواحد للشركة على مجموعة أسعار الأسهم الفردية الأخرى التي يقوم عليها المؤشر يؤخذ علي هذا المدخل، أن الوزن النسبي يقوم علي سعر السهم وحده في حين أن سعر السهم قد لا يكون مؤشرا علي أهمية الشركة أو حجمها .

2.2. مدخل الأوزان المتساوية Equal weighting:

ويقوم هذا المدخل علي اعطاء وزنا نسبيا لسهم علي أساس القيمة السوقية الكلية لعدد الاسهم العادية لكل شركة ممثلة في المؤشر، مما يعين تجنب العيب الأساسي في مدخل السعر إذ لم يعد سعر السهم هو المحدد الوحيد للوزن النسبي فالشركات التي تتساوي وزنها النسبي داخل المؤشر بصرف النظر عن سعر السهم أو عدد الأسهم المصدرة مما يعني اشتقاق الأسهم لن يحدث أي خلل في المؤشر.

3. الترجيح weighting:

بمعني أن يعطي وزن ترجيحي لكل عنصر يدخل في العينة أي ان يتم ترجيح الورقة (السهم، السند) في المؤشر أو الدليل كنسبة معينة بالمقارنة بالقيمة السوقية لأسهم الشركات المتداولة ، هذا يعني ان الترجيح بالقيمة السوقية Value-weighted يعكس الفرص الاستثمارية المتاحة في السوق.

¹ محمد عبد الحميد عطية، مرجع سبق ذكره، ص378.

² محمد عبد الحميد عطية، مرجع سبق ذكره ، ص ص 377-378.

إذا ما تبع أسلوب الوزن المتساوية Equal weight في الدليل فهذا يعني احتمالية اختيار ورقة معينة بطريقة عشوائية.

4. ان تكون وحدات القياس مائة: Convenient units

أي يجب ان تكون وحدات المؤشر مناسبة بمعنى من السهل فهمه والتوصل منه إلى إجابات ملائمة على الأسئلة المختارة.⁽¹⁾

المطلب الثالث: العلاقة بين سعر الصرف وأسعار الأوراق المالية

لقد قام العلماء بدراسة العلاقة بين عوائد الأسهم وأسعار العملات من طرف العديد من الاقتصاديين وقد كانت بعض هذه الدراسات نظرية والبعض تطبيقية. وهناك اتجاهين لتفسير العلاقة بين أسعار الأوراق المالية وأسعار الصرف، الاتجاه الأول هو علي المستوى الجزئي (الاتجاه التقليدي) والاتجاه الثاني علي المستوى الكلي (الاتجاه المحافظة).

1. الاتجاه الاقتصادي الجزئي:

من وجهة نظر الاقتصاد الجزئي فإن التغيرات لسعر الصرف تؤثر علي تغيرات قيم الشركات المحلية ومتعددة الجنسيات، حيث أن ارتفاع قيمة العملة المحلية يؤدي إلى انخفاض عوائد الشركات وأسعار أسهمها.

وعليه فإن العلاقة بين الورقة المالية وسعر الصرف يمكن أن تأخذ في المعادلة التالية:

$$R_{it} = B_{ai} + B_{li} \times R_{st} + E_{it}$$

حيث:

R_{it} : عائد المؤسسة في الزمن t

R_{st} : نسبة التغير في سعر الصرف في الزمن t

وحسب هذا النموذج الذي جاء به ABD ALLA et MURINDE

¹ - عبد الغفار حنفي، مرجع سبق ذكره، ص77.

فان حساسية الورقة المالية لتغيرات سعر الصرف ترتبط بطبيعة المؤسسة (متعددة الجنسيات أو المحلية)، ومن هنا يتم تحديد العلاقة بين تعرض الورقة المالية لخطر تغيرات سعر الصرف ودرجة التغطية للمؤسسة غي الخارج وعليه فان المعادلة اعلاه تصبح كما يلي:

$$B_{li} = a_a + a_1 \times f_i + U_i$$

حيث f_i : نسبة المبيعات الاجنبية الي اجمالي المبيعات ويمكن التعبير عن تعرض الورقة المالية لخطر الصرف من خلال النموذج المتطور التالي:

$$R_{it} = B_{oi} + B_{li} \times R_{st} + B_{2i} \times R_{mt} + \epsilon_{it}$$

ويسمي هذا الاتجاه كذلك الاتجاه التقليدي Grangen، 1998 Mung Huanget weiyang وتم تأكيده كذلك من قبل 1999 playlaktis et rawazola وأطلقوا عليه اسم oriented model flaw (1).

وعليه فإن انخفاض سعر الصرف يسمح برفع القيمة السوقية للورقة المالية من خلال تأثيره علي نشاط الاقتصاد الكلي، وقد اتفق هؤلاء الباحثون علي أن تغيرات سعر الصرف تؤثر علي قيمة المؤسسة التي تكون لها عمليات مع الخارج وهذا من خلال الأرباح المحققة.

2. الاتجاه الاقتصادي الكلي:

علي أساس الاقتصاد الكلي فإن ارتفاع قيمة العملة المحلية في اطار نظام سعر صرف عائم يؤدي الي تخفيض تنافسية المنتجات المصدرة من طرف الدولة، وهو ما يؤثر علي أسعار الأوراق المالية وهذا يعني وجود علاقة عكسية بين المتغيرين، وعلي العكس بالنسبة للدولة المستوردة فان ارتفاع قيمة العملة المحلية يخفض تكاليف عوامل الإنتاج

ويؤثر ايجابيا علي قيمة الأوراق المالية، وعليه فعلي المستوي الكلي، فإن اختيار العلاقة بين سعر الأوراق المالية وسعر الصرف يكون أكثر فعالية بإدخال متغيرات كلية اخري مثل المديونية، سعر الفائدة.. الخ.

¹ يعقوبي محمد، رسالة ماجستير، مرجع سبق ذكره ص ص 131-133.

المبحث الثاني: مدخل للاقتصاد القياسي

يعتبر الاقتصاد القياسي أحد فروع المعرفة الحديثة في مجال علم الاقتصاد، بحيث يقوم هذا الفرع باختبار النظريات التي يعتمد عليها، ومقارنتها بالواقع وترجمتها وتقدير العلاقة الاقتصادية تقديرا كميًا، لذا سنحاول معرفة مفهوم الاقتصاد القياسي والاهداف الذي يسعى لتحقيقها مع التطرق إلى مراحل الاقتصاد القياسي والانحدار الخطي البسيط كما لا ننسا السلاسل الزمنية.

المطلب الأول: مفهوم واهداف الاقتصاد القياسي

1. مفهوم الاقتصاد القياسي:

لقد عرف الاقتصاد القياسي عدة تعاريف نذكر منها ما يلي :

يعرف البعض الاقتصاد القياسي بأنه القياس في الاقتصاد أو القياس الاقتصادي، وبصورة أكثر تفصيلا يعرف الاقتصاد القياسي بأنه فرع المعرفة الذي يهتم بقياس العلاقات الاقتصادية من خلال بيانات واقعية، بغرض اختبار مدي صحة هذه العلاقات كما تقدمها النظرية أو تفسير بعض الظواهر أو تفسير بعض الظواهر أو رسم بعض السياسات أو التنبؤ بسلوك بعض المتغيرات الاقتصادية.⁽¹⁾

والهدف الرئيسي للاقتصاد القياسي هو اعطاء مضمون تجريبي أو تطبيقي (ميداني Empirical) لعملية التسبب المنطقي المسبق والذي تقدمه لنا النظرية الاقتصادية عن العلاقات الاتجاهية بين المتغيرات الاقتصادية.⁽²⁾

2. أهداف الاقتصاد القياسي:

يمكن التعرف على ثلاث اهداف أساسية للاقتصاد القياسي هي:

1.2. تحليل واختبار النظريات الاقتصادية المختلفة:

إن تحليل واختبار النظريات الاقتصادية يعد هدفا رئيسيا من أهداف الاقتصاد القياسي ولا يمكن عد النظرية الاقتصادية صحيحة ومقبولة ما لم تجتاز اختبارا كميًا عدديا يوضح قوة النموذج ويفسر قوة العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية.

¹ عبد القادر محمد عبد القادر عطية، الحديث في الاقتصادي القياسي النظرية والتطبيق، الطبعة الثالثة ، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية مصر، 2009، ص04.

² - نعمة الله نجيب ابراهيم، مقدمة في مبادئ الاقتصادي القياسي، بدون طبعة، مؤسسة شباب الجامعة، أسكندرية مصر، 2006، ص77.

2.2. رسم السياسات واتخاذ القرارات:

يساهم الاقتصاد القياسي برسم السياسات واتخاذ القرارات عن طريق الحصول على قيم عديدة لمعلومات العلاقات الاقتصادية بين المتغيرات لتساعد رجال الاعمال والحكومات في اتخاذ القرارات الحالية من حيث توفيره صيغ وأساليب مختلفة لتقدير المرونات والمعلومات الفنية والتكلفة الحدية والايادات الحدية والميل الحدي للاستهلاك والادخار والاستثمار وغير ذلك، وتأسيسا على ذلك فان معرفة القيم العددية لمعلومات النموذج المقدر تساعد على اجراء المقارنات واتخاذ القرار المناسب سواء على مستوى المنشأة أو الدولة.

3.2. التنبؤات بقيم المتغيرات الاقتصادية في المستقبل:

يساعد الاقتصاد القياسي رجال الاعمال والحكومات في وضع السياسات من خلال توفير القيم العددية لمعلومات ، المتغيرات الاقتصادية والتنبؤ بما ستكون عليه الظاهرة الاقتصادية مستقبلا، أن هذه التنبؤات تمكن واضعي السياسة ومتخذي القرار لتنظيم الحياة الاقتصادية واتخاذ اجراءات معينة للتأثير في متغيرات اقتصادية معينة مثال ذلك، لو أرادت الحكومة معرفة الآثار المحتملة للسياسة النقدية على التضخم والبطالة وما هو الأثر المتوقع لزيادة اسعار السلع البديلة أو المكملة على الكمية المطلوبة من السلعة الأصلية، حيث أن الاقتصاد القياسي سوف يحدد مستوى الكمية فيما اذا كان مرتفعا أو منخفضا وهذا لبقية الظواهر الاقتصادية وما يتعلق بها مستقبلا. (1)

3. مراحل الاقتصاد القياسي:

للإقتصاد القياسي مراحل يمر عليها و خصائص يتميز بها لذا سوف نقوم بتوضيحها فيما يلي:

هناك اربعة مراحل رئيسية في الية دراسة القياس الاقتصادي وهي موضحة بشكل مختصر في ما يلي:

1.3. تخصيص النموذج: وتشمل ايجاد متغيرات النموذج، الصياغة الرياضية للنموذج، المعرفة المسبقة لإشارة وحجم معالم النموذج. (2)

¹ حسين علي بخيت، سحر فتح الله، الاقتصاد القياسي، الطبعة العربية، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان الأردن، 2009، ص ص19-20.

² تومي صالح، مدخل لنظرية القياس الاقتصادية، الطبعة الثانية 2011، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائرية، ص08.

2.3. تقدير النموذج: وتشمل جميع البيانات (بيانات مقطعية، سلاسل زمنية وغيرها...) تميز الدالة، اختبار درجة الارتباط فيما بين المتغيرات المستقلة لتحديد درجة أو مشكلة التعدد الخطي واختيار تقنية التقدير المناسبة للنموذج.

3.3. تقييم النموذج: وتعتمد علي ثلاثة مقاييس أساسية وهي:

- المقاييس الاقتصادية المعروفة مسبقاً أو مقاييس النظرية الاقتصادية.
- مقاييس النظرية الاحصائية أو الاختبارات الاحصائية.
- مقاييس نظرية القياس الاقتصادي أو مشاكل القياس الاقتصادي.

4.3. تقييم قوة التنبؤ للنموذج المقدر: عن طريق التأكد من استقرار المقدرات اختبارات التنبؤ والمحاكات.⁽¹⁾

4. الخصائص المرغوبة في نموذج الاقتصاد القياسي:

هناك عدة خصائص لنموذج الإقتصاد القياسي نذكر منها:

1.4. مطابقة النموذج للنظرية الاقتصادية: بشكل يصف الظاهرة الاقتصادية بشيء من الدقة وقدرته علي شرح م تفسر الوقائع بشكل يتفق مع السلوك الفعلي للمتغيرات الاقتصادية.

2.4. دقة تقدير المعلمات: يجب ان تكون المعلمات المقدره اقرب ما يمكن من معلمات المجتمع الاحصائي الحقيقية ، ويتحقق ذلك إلا إذا تميزت التقديرات بصفات مرغوبة مثل عدم التحيز والكفاءة والاتساق.

3.4. قدرة النموذج علي التنبؤ: لا عطائنا تقديرات مقبولة يمكن الركون اليها عند التنبؤ بالقيم المستقبلية للظاهرة .

4.4. البساطة في بناء النموذج: إذ يجب ان يتسم النموذج القياسي بأقصى حد ممكن من البساطة، وكلما كان عدد المتغيرات الداخلة في النموذج أقل كان الشكل الرياضي للنموذج أبسط وفي كل الأحوال

¹ تومي صالح، مرجع سبق ذكره، ص08.

يعتمد شكل النموذج على الظاهرة نفسها والهدف من البحث والعوامل الرئيسية التي تؤثر في الظاهرة محل البحث.⁽¹⁾

المطلب الثاني: تحليل الانحدار الخطي البسيط

وبهذا الصدد وحسب دراستنا التي تطرقنا اليها سوف نقوم بدراسة نموذج الانحدار الخطي البسيط مع معرفة مفهومه ، تقدير المعالم النموذج مع اختيار الفرضيات والتنبؤ.

1. مفهوم نموذج الخطي البسيط: يعتبر الانحدار الخطي البسيط أبسط انواع نماذج الانحدار بحث يوجد العديد من العلاقات الاقتصادية التي يمكن قياسها باستخدام هذا الاسلوب مثل علاقة الانفاق الاستهلاكي والدخل المتاح ، وعلاقة الكمية المطلوبة من السلعة وسعرها ، وايضا مستوى البطالة مع معدل التضخم .

2. كتابة النموذج الخطي البسيط والفرضيات الاساسية:

1.2: كتابة النموذج الخطي البسيط :

يمكن نمذجة العلاقة بين المتغيرين X_i و Y_i بالمتغير المفسر أو المستقبل B_0 و B_1 علي الشكل التالي:

$$Y_i = B_0 + B_1 X_i + \epsilon_i$$

حيث Y_i يسمي بالمتغير المفسر أو التابع و X_i بالمتغير المفسر أو المستقبل B_0 و B_1 هما معلما النموذج.

أما ϵ_i فيمثل الخطأ في التفسير Y_i ، ومنه يمكن كتابته انطلاقاً من العلاقة:

$$\epsilon_i = Y_i - B_0 - B_1 X_i$$

ويرجع وجود أحد الأخطاء إلي عدة أسباب منها :

- اهمال بعض المتغيرات المستقلة التي يمكن أن تؤثر على المتغير التابع في النموذج: ⁽²⁾

- الصياغة الرياضية غير السليمة للنموذج.

- حدوث خطأ في كل من تجميع البيانات وقياس المتغيرات الاقتصادية

ويترتب على اسقاط هذا الافتراض حدوث اخطاء تحديد تتمثل فيما يلي :

¹ عبد الرزاق ابن هاني، الاقتصاد القياسي المبادئ الرياضية و الإحصائية، الطبعة الأولى دار وائل للنشر و التوزيع، عمان الأردن، ص22.

² شبيخي محمد، طرق الاقتصاد القياسي محاضرات و تطبيقات ، الطبعة الأولى ، دار الجامعة للنشر والتوزيع ،الأردن عمان ،2012، ص 19

-تحديد خاطئ للمتغيرات المستقلة ويتمثل ذلك في اغفال متغيرات مستقلة هامة في نموذج الانحدار المراد تقديره ، أو احتواء هذا النموذج علي متغيرات مستقلة غير هامة .

3. تقدير معالم النموذج :

سنرمز فيما يلي إلى القيمة المقدرة ل Y_i (الحقيقية) Y_i عند سحب عينة مكونة من n ثنائية

$(Y_1 X_1) \dots (Y_n X_n)$ ويكون التساؤل حول الخط الذي يعبر بكيفية جيدة عن العلاقة:

$$Y_i = B_0 + B_1 X_i + \epsilon_i$$

ولذلك يجب تقدير المعاملين B_0 و B_1

4. اختبار الفرضيات :

لمعرفة توزيع B_0 و B_1 يمكن اجراء اختبار الفرضيات الموضوعية حول معالم النموذج B_0 و B_1 على التوالي، الاختبار الشائع جدا هو فرضية العدم H_0 وتقترح علي العموم فانه لا يوجد اثر على النموذج من قبل متغير مستقل ما ونظرا الى ان الباحثين يتمنون قبول النموذج فان فرضية العدم توضع عادة لا ثبات رفضها اذا امكن ذلك ونامل رفض H_0 بايجاد القيمة التقديرية والتي تكون تختلف عن الصفر حتى نقبل النموذج .

1.4 اختبار المعنوية الاحصائية للمعالم: قد يكون النموذج المبني من طرفنا صحيحا أو غير صحيح

وتثبت صحته من خلال اختياره ويتم ذلك بواسطة فرض معلمة من معالم النموذج تساوي الصفر أو أي عدد آخر ونسمي فرضية العدم H_0 وما دامت العلاقة بين X و Y قامت علي أساس النموذج الخطي فاب انعدام هذه العلاقة يعني بأن خط انحدار المجتمع هو عبارة عن خط أفقي أي $(H_0 : B_1=0)$ وبما ان الافتراض H_0 خاضع للاختبار فانه لا يكون بالضرورة صحيحا الأمر الذي يتطلب من وضع فرض بديل $H_1 : B_1 \neq 0$ وفي حالة معرفة اشارة B_1 مسبقا من النظرية الاقتصادية فان الافتراض البديل يكون $H_0 : B_1 > 0$ أو $H_0 : B_1 < 0$ واذا طلب من اختيار الفرضية. (1)

$H_0 : B_1 = 0$ فرضية العدم

ضد $H_0 : B_1 \neq 0$ الفرضية البديلة

4.2 اختبار التوزيع F اختبار المعنوية الكلية للنموذج:

¹ شيخخي محمد ، مرجع سبق ذكره، ص ص 42 - 43.

ان اختبار معنوية (اثر) المتغير المستقل XI ($H_0: B_1=0$) يمكن ان يكون في شكل توزيع Fisher حيث يوضح لنا هذا الإختبار دلالة النموذج بصورة عامة:

5. التنبؤ Forecast:

عقب تقييم نموذج الانحدار نموذج الانحدار والتأكد من استفاءه للفرضيات والمعايير الاحصائية يصبح بالإمكان استخدامه لأغراض التنبؤ وذلك بإيجاد قيم المتغير التابع Y بتغير قيم المتغير المستقل X .⁽¹⁾

المطلب الثالث: السلاسل الزمنية

تعتبر دراسة السلاسل الزمنية أحد المواضيع المهمة في التحليل والتنبؤ بالظواهر الاقتصادية وقد شهدت تطورا كبيرا في الآونة الاخيرة

1. مفهوم السلسلة الزمنية:

السلسلة الزمنية هي مجموعة من القيم الخاصة بمؤشر ما مأخوذة خلال فترات زمنية متتالية وهي تعكس تطور ذلك المؤشر عبر الزمن.⁽²⁾

2. تحليل السلاسل الزمنية :

تفترض كل الدراسات التطبيقية التي تستخدم بيانات سلسلة زمنية ان هذه السلسلة مستقرة أو ساكنة وصفة الاستقرار أو السكون تلك تحدد ببعض الخصائص الاحصائية، وفي حالة غياب صفة الاستقرار فان الانحدار الذي تحصل عليه بين متغيرات السلسلة الزمنية غالبا ما يكون زائفا .

1.2. استقراره السلاسل الزمنية : تعرف السلسلة الزمنية المستقرة على أنها السلسلة التي لا تتغير مستوياتها مع الزمن أي لا يوجد فيها اتجاه نحو الزيادة ولا النقصان.⁽³⁾

2.2. السلاسل الزمنية غير مستقرة: نادرا ما تتحقق في المتغيرات الاقتصادية صفة الاستقرار، ومع ضرورة فرضية الاستقرار فان عدم تحقق شرط من الشروط الثابتة كاف للحكم على عدم استقرار السلسلة.

1.2.2. السلسلة من نوع (TS) trend stationnary: هي حالة من حالات عدم الاستقرار تكتب

على الشكل التالي:

¹ شيخي محمد ، مرجع سبق ذكره، ص 42 43

² مكيد علي ، الاقتصاد القياسي دروس و مسائل محلولة ، طبعة الثانية ، ديوان المطبوعات الجزائرية ، الجزائر 2011 ، ص 279.

³ عبد العزيز شرقي ، طرق احصائية للتوقع الاقتصادي ، ديوان المطبوعات الجامعية ، جامعة قسنطينة 1996 ، ص 30

$$Y_t = \mu + \beta t + \varepsilon_t$$

ε : يمثل سلسلة الخطأ الأبيض وهي سلسلة مستقرة، Y_t سلسلة غير مستقرة لان $E(YT)$ يعتمد علي الزمن، وبالتالي هذا النموذج غير مستقر لأن متوسط مرتبط بالزمن ، يمكن جعلها مستقرة عن طريق MCO

2.2.2. السلسلة من نوع (Differency stationnary(DS): هذا النموذج غير مستقر باتجاه عشوائي

ويمكن جعلها مستقرة باستعمال الفروقات $\Delta y_t = y_t - y_{t-1}$ وتكتب بالصيغة التالية :

$$Y_t = \mu + y_{t-1} + \varepsilon_t$$

3.2. اختبار الاستقرارية: وهناك اختبارين لمعرفة استقرارية السلسل .

1.3.2. اختبار Dickey fuller: هو اختبار قائم على فرضية مفادها ان السلسلة الزمنية متولدة بواسطة الانحدار الذاتي من الدرجة الاولى ، كما يسمح بتحديد نوع السلسلة الزمنية غير مستقرة من النوع TS أو DS و لاجراء الاختبار نقوم بتقدير .

2.3.2. اختبار Augmentend Dhckey fuller: يصبح اختبار DF غير صالح للتطبيق اذا كان الحد العشوائي في النماذج السابقة يعاني من الارتباط الذاتي ، فاختبار ADF يأخذ بعين الاعتبار الارتباط الخطي بين الاخطاء من الدرجة P، فيمكن ان يصحح بإضافة عدد مناسب من حدود الفرق المؤخرة اذ هو اختبار قائم علي فرضية مفادها ان السلسلة الزمنية متولدة بواسطة عملية الانحدار الذاتي من الدرجة P. (1)

3. التكامل المشترك: تقوم فكرته على انه في المدى القصير قد تكون السلسلتين الزميتين XT، YT غير مستقرتين لكنهما تتكاملان في المدى الطويل اي توجد علاقة ثابتة بينهما في الاجل البعيد ، فهذه العلاقة تسمى علاقة التكامل المتزامن يتطلب حدوث التكامل في حالة K تكون السلسلتان (YT ، XT) متكاملين من الرتبة الاولى كل على حدة ، ان تكون البواقي الناجمة عن تقدير العلاقة بينهما متكاملة في الرتبة صفر ، اي انه حتى يكون التكامل المشترك موجودا بين متغيرين (YT ، XT) يجب تحقيق الشروط التالية :

$$Y_t \longrightarrow I(1)$$

¹ عبد القادر محمد عبدالقادر عطية ،الاقتصاد القياسي بين النظرية و التطبيق ،طبعة الثانية ،الدار الجامعية للنشر و التوزيع ،، مصر،2000،ص 615،614.

$$X_t \longrightarrow I(1)$$

$$Y_t = \theta + X_t + \mu t$$

اختبار التكامل المشترك: يوجد هناك العديد من اختبارات التكامل المشترك نختار منها، اختبار الانحدار

المتكامل لديرين واتسون (DW) و لاجراء هذا الاختبار تتبع الخطوات التالية: (1)

- نقوم بحساب احصائية ديرين واتسون (D) المصاحبة للانحدار الاصلي بين (YT)، (XT) وتسمي (D) المحسوبة .

- نبحث في جداول اعدھا Sargan & Bhargova عن (D) الجدولية .

- نختبر فرضية العدم $D=0$ ، فاذا كانت D المحسوبة $D < 0$ الجدولية نرفض فرضية العدم وبالتالي يوجد هناك تكامل مشترك، و لا يكون الانحدار المقدر زائفًا والعكس صحيح .

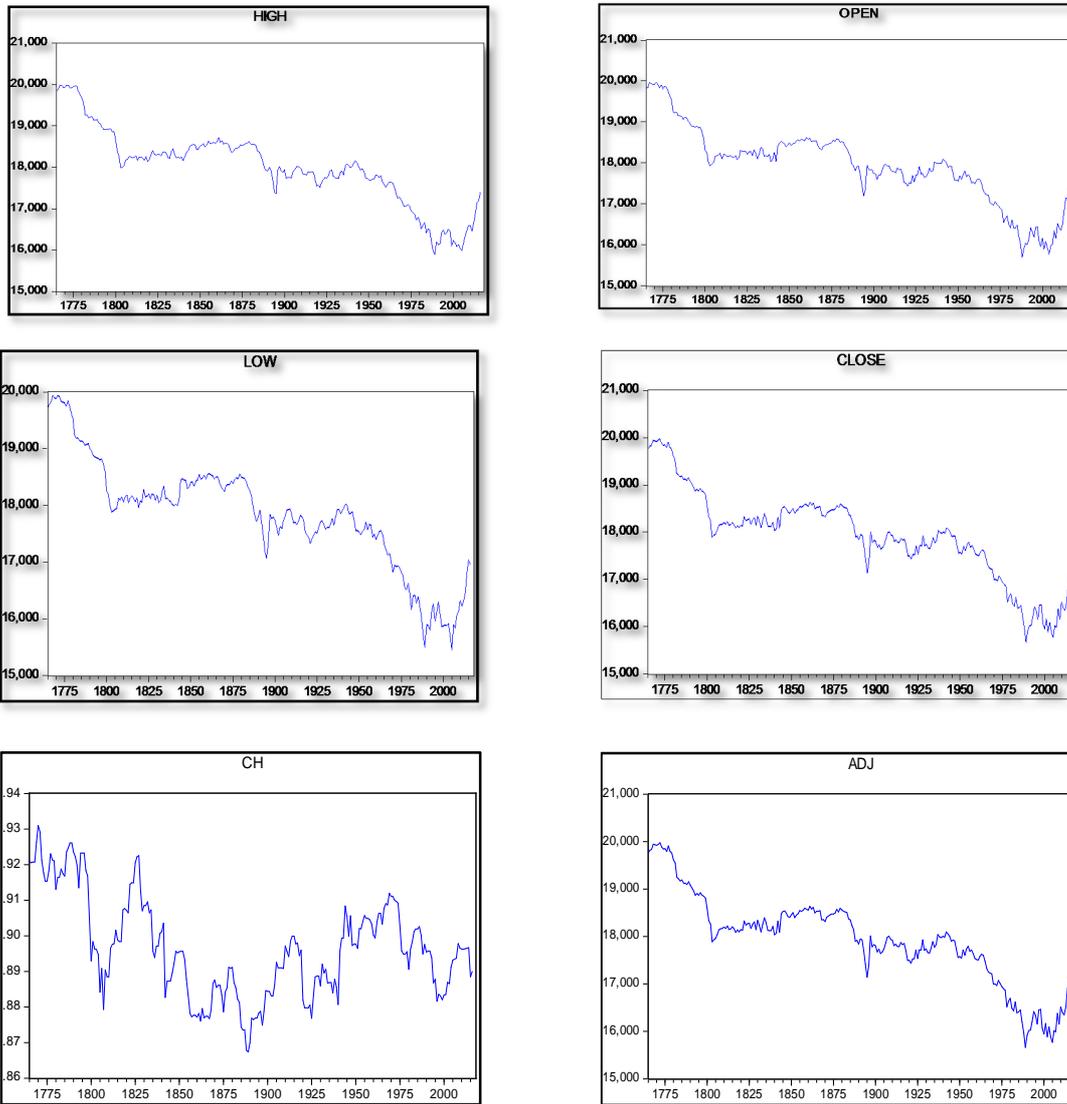
¹ عبد القادر محمد عبدالقادر عطية، التحديث في الاقتصاد القياسي بين النظرية و التطبيق، طبعة الثانية، الدار الجامعية للنشر و التوزيع، لاسكندرية مصر، 2008، 2009، صص 272، 273

المبحث الثالث: دراسة قياسية لأثر سعر الصرف الدولار الأمريكي علي مؤشر داونجز الأمريكي 2016

قبل التطرق لدراسة النموذج القياسي لا بد من اجراءات الاختبارات علي برنامج Eviews واستخراج النتائج ودراسة استقرارية النموذج وجذر الوحدة مع تقدير النموذج ومعرفة العلاقة بينهم.

المطلب الأول: دراسة استقرارية السلاسل

الأشكال التالية (01-03) عدم استقرارية السلاسل (مستخرج من الملحق رقم 01)



من اعداد الطالبتين: من مخرجات EIEWS

من الأشكال التالية نجد أن سعر صرف الدولار الأمريكي ومؤشر داوجونز وباقي المتغيرات يتحركان في نفس الاتجاه بحيث يظهر الشكل أن قيمة الدولار ومؤشر داوجونز والمتغيرات الأخرى، في انخفاض

مستمر طول فترة 2016 ومن هذا يتضح لنا أن العلاقة بين سعر الصرف ومؤشر داوجونز هي علاقة طردية موجبة

Open: فتح الصفقة

High: متوسط (متوسط القيمة الذي وصل إليها المؤشر)

Low: منخفض (أدنى قيمة للمؤشر)

Close: غلق (القيمة التي وصل إليها المؤشر عند الغروب)

Ch: الدولار الأمريكي⁽¹⁾

Adj: مؤشر داوجونز

يتضح من خلال الرسومات الممثلة للمنحنيات سلاسل المتغيرات الداخلة في النموذج ، ان السلاسل تعرف عدم استقرار ويظهر ذلك في نتيجة وجود اتجاه عام موجب لكل السلاسل ومن اجل التأكد من استقرارية السلاسل، وهذا باستخدام طريقة اخرى من خلال العنوان التالي .

دراسة الاستقرارية: عند دراسة استقرارية أي سلاسل يمكن القيام بهذه الطريقة وهي تعتبر دليل قاطع لمعرفة واستنتاج ما مدى استقرارية أو عدم استقرارية السلسلة ، ويكون هذا عن طريق القيام باختبار التكامل المشترك والذي يساهم في معرفة استقراريتها ويتم ذلك من خلال المعلومات المقدمة في الجدول التالي:

¹ الدولار الأمريكي: يعتبر العملة الأولى في العالم و الأكثر طلبا، و هو يعكس قوة و حجم الإقتصاد الأمريكي و تأثيره في الإقتصاد الدولي.

الجدول رقم (3,1) نتائج اختبار التكامل المشترك عند المستوى الأول ودرجة المعنوية 0.05 :

UNIT ROOT TEST RESULTS TABLE (ADF)							
Null Hypothesis: the variable has a unit root							
	<u>At Level</u>						
		OPEN	HIGH	LOW	CLOSE	CH	ADJ
With Constant	t-Statistic	-1.9888	-2.0165	-1.7476	-1.8333	-2.6856	-1.8333
	Prob.	0.2917	0.2797	0.4061	0.3638	0.0779	0.3638
		n0	n0	n0	n0	*	n0
With Constant & Trend	t-Statistic	-2.0026	-2.1725	-2.1020	-2.3488	-2.7091	-2.3488
	Prob.	0.5967	0.5024	0.5417	0.4056	0.2338	0.4056
		n0	n0	n0	n0	n0	n0
Without Constant & Trend	t-Statistic	-1.2978	-1.2913	-1.4754	-1.3048	-0.5090	-1.3048
	Prob.	0.1793	0.1812	0.1309	0.1772	0.4952	0.1772
		n0	n0	n0	n0	n0	n0
	<u>At First Difference</u>						
		d(OPEN)	d(HIGH)	d(LOW)	d(CLOSE)	d(CH)	d(ADJ)
With Constant	t-Statistic	-16.0390	-13.0002	-14.3435	-17.1507	-16.8693	-17.1507
	Prob.	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
		***	***	***	***	***	***
With Constant & Trend	t-Statistic	-16.1025	-13.0585	-14.3623	-17.1778	-16.8502	-17.1778
	Prob.	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
		***	***	***	***	***	***
Without Constant & Trend	t-Statistic	-15.9764	-12.9352	-14.2664	-17.0715	-16.8876	-17.0715
	Prob.	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000
		***	***	***	***	***	***

من اعداد الطالبتين: من مخرجات EViews

تحليل: يتضح من خلال الجدول اعلاه ان عند مستوي السلاسل غير مستقرة و هذا راجع لان قيمة الاحتمالات pro اكبر من درجة المعنوية , اما من خلال الفروق الاولي لسلاسل نلاحظ انها تكاملت او استقرت و هذا لان قيم الاحتمالات اقل من دلجة المعنوية 0,05.

المطلب الثاني: دراسة السببية

إن دراسة السببية بين المتغيرات تسمح لنا بصياغة صحيحة لنموذج و هذا بمعرفة المتغيرات التي تسبب في السببية و معرفة اتجاهاتها .ومن أجل ذلك سوف نستخدم الاختبار Granger ومعرفة الفرضية المقبولة والعكس صحيح وهذا علي اساس احتمال الفرضية حيث اذا كانت $pro > 0,05$ والجدول التالي يوضح ذلك:

الجدول رقم (03,02) اختبار سببية قرانجر لمتغيرات النموذج :

Pairwise Granger Causality Tests			
Date: 05/06/18 Time: 16:03			
Sample: 1765 2018			
Lags: 2			
Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
CH does not Granger Cause ADJ	250	2.52585	0.0821
ADJ does not Granger Cause CH		0.39809	0.6720
CLOSE does not Granger Cause ADJ	250	NA	NA
ADJ does not Granger Cause CLOSE		NA	NA
HIGH does not Granger Cause ADJ	250	196.800	1.E-51
ADJ does not Granger Cause HIGH		11.6673	1.E-05
LOW does not Granger Cause ADJ	250	113.662	1.E-35
ADJ does not Granger Cause LOW		4.76274	0.0093
OPEN does not Granger Cause ADJ	250	3564.75	8E-182
ADJ does not Granger Cause OPEN		0.58519	0.5578
CLOSE does not Granger Cause CH	250	0.39809	0.6720
CH does not Granger Cause CLOSE		2.52585	0.0821
HIGH does not Granger Cause CH	250	0.70823	0.4935
CH does not Granger Cause HIGH		0.39121	0.6767
LOW does not Granger Cause CH	250	0.22187	0.8012
CH does not Granger Cause LOW		2.06963	0.1284
OPEN does not Granger Cause CH	250	0.30641	0.7364
CH does not Granger Cause OPEN		0.45793	0.6331
HIGH does not Granger Cause CLOSE	250	196.800	1.E-51
CLOSE does not Granger Cause HIGH		11.6673	1.E-05
LOW does not Granger Cause CLOSE	250	113.662	1.E-35
CLOSE does not Granger Cause LOW		4.76274	0.0093
OPEN does not Granger Cause CLOSE	250	3564.75	8E-182
CLOSE does not Granger Cause OPEN		0.58519	0.5578
LOW does not Granger Cause HIGH	250	3.93128	0.0209
HIGH does not Granger Cause LOW		26.9832	3.E-11
OPEN does not Granger Cause HIGH	250	99.5171	2.E-32
HIGH does not Granger Cause OPEN		0.15710	0.8547
OPEN does not Granger Cause LOW	250	194.802	2.E-51
LOW does not Granger Cause OPEN		6.09382	0.0026

يتضح من خلال الجدول اعلاه ان كل المتغيرات التي تدخل ضمن النموذج وتؤكد رفض

الفرضية $0,05 < \text{pro}$ ، بحيث المستقلة تسبب في المتغير التابع حسب Grenger.

أي أن المتغير المستقل يسبب في المتغير التابع.

المطلب الثالث: تقدير النموذج

لتقدير النموذج نعلم علي عدة اختبارات تساعدنا في تحليل وتفسير العلاقة الناتجة عن سعر

الصرف الدولار الأمريكي ومؤشر داوجونز ومن تلك الاختبارات ابرزها اختبار ستودانت واختبار

فيشر و ذلك لتقدير المعلمات $\alpha \beta$.

1. تقدير معادلة الانحدار:

وبالاعتماد علي الملحق رقم(2) قمنا بتحديد شكل الانتشار و الذي ياخذ شكلا خطيا

$$I_{adj} = \alpha + \beta ch$$

بسيط و بتقدير دالة الانحدار التالية

توضح انحدار المتغير التابع (داوجونز) علي المتغير المفسر او المستقل (سعر صرف الدولار) تحصلنا علي

$$I_{adj} = 5,50^{E-06} + 0,79813 ch$$

المعادلة التالية

التفسير الاقتصادي:

توضح المعادلة ان هناك علاقة طردية بين قيمة الدولار الأمريكي مقابل قيمة داوجونز ، و هذا ما

تظهره اشارة β و يعني هذا ان ارتفاع قيمة الدولار بوحدة واحدة يؤدي ذلك الي ارتفاع قيمة المؤشر ب

0,79813 وحدة.

التفسير الاحصائي : و ذلك عن طريق اختبار الفرضيات.

- المعلمة α :

$$H_0 : \alpha = 0$$

$$H_1 : \alpha \neq 0$$

وباستخدام اختبار ستودنت نجد ان t تساوي 31,6 و هي اكبر من قيمة t الجدولية عند مستوى

معنوية 0,05 ، مما يعني رفض فرضية العدم و قبول الفرضية البديلة ، و هذا ما يؤكد الاحتمال

0,000 > 0,05 > prob ، و عليه فان المعلمة α لها معنوية احصائية .

- المعلمة β :

$$H_0 : \beta = 0$$

$$H_1 : \beta \neq 0$$

وبحساب قيمة t نجد $51,03650$ وهي أكبر من t الجدولية و بالتالي نرفض فرضية العدم و نقبل الفرضية البديلة و هذا ايضا ما يؤكد الاحتمال $\text{prob } 0,05 > 0,000$ ، و عليه فان المعلمة β لها معنوية احصائية .
- اختبار المعنوية الكلية: (فيشير)

$$H_0 : \alpha = \beta = 0$$

$$H_1 : \alpha \neq \beta \neq 0$$

وباستخدام اختبار فيشير نجد ان قيمة فيشير تساوي $39,82600$ وهي أكبر من القيمة الجدولية عند مستوي معنوية $0,05$ ، و نجد ايضا الاحتمال $\text{prob } 0,05 > 0,000$ وبالتالي نتأكد المعنوية الاحصائية الكلية للنموذج.

وبالنسبة لمعامل التحديد فيساوي $0,1374$ وهو ما يعني ام سعر صرف الدولار الأمريكي يفسر مؤشر داوجونز بنسبة $13,74$ و هي نسبة منخفضة جدا ، و عليه نستنتج ان مؤشر داونجز تؤثر فيه متغيرات اخري تؤدي الي ارتفاعه و انخفاضه.

خلاصة الفصل الثالث:

يعتبر سوق الصرف واحد من اهم الاسواق في العالم ، و تتغير اسعاره كل لحظة وهي بتغيراتها تؤثر على مراكزها و اوضاع المتعاملين ، ولذلك يقوم المتعاملين بالمراقبة المستمرة لأسعار العملات التي تعنيهم من مراكزهم ، والأوراق المالية مثلها مثل اي اصل اخر تتأثر هي الاخرى بتغيرات اسعار صرف العملات التي لها علاقة بها ، وقد حاولنا من خلال هذا الفصل ابراز التأثير الذي تتركه تغيرات اسعار الصرف علي مؤشرات اسعار الاسهم ، و خرجنا بالنتائج التالية :

- ان تغيرات اسعار صرف العملات تؤثر علي اسعار الأوراق المالية ، وقد يكون هذا التأثير عن طريق المدخل الكلي و عن المدخل الجزئي .
- المدة الزمنية التي يستغرقها انتقال تأثير تغيرات سعر الصرف الي الاسواق المالية تتغير بسرعة.
- العلاقة بين سعر الصرف الدولار الأمريكي ومؤشر داوجونز علاقة طردية بحيث كلما زادت قيمة العملة زادا المؤشر والعكس صحيح .

خاتمة

ان التطور الحاصل في الاقتصاد العالمي و زيادة رؤوس الأموال داخل الاسواق المالية، أدى ذلك لزيادة اهتمام المستثمرين بالاستثمار في شتى انواع الادوات المتداولة ،و نتيجة لهذا فهناك جوانب قد تؤثر عليه بالإيجاب أو السلب ولعل ابرزها سعر الصرف الذي يؤثر في تلك الأدوات، ونحن علي دراية ان سوق الصرف وسوق الأوراق المالية ذات علاقة وطيدة جدا، ولذلك كانت هذه العلاقة موضوع دراستنا والتي تهدف إلى ابراز الاثر الذي يتركه سعر الصرف (الدولار الأمريكي) علي مؤشر داوجونز لفترة 2016 .

وللإجابة علي الاشكالية المطروحة والمعالجة لموضوع بحثنا اعتمدنا في دراستنا على دراسة نظرية حول سوق الأوراق المالية الذي يعتبر العامل الأساسي علي قياس رقي وتقدم الأمم، وكذا مختلف الأدوات المتداولة مع معرفة المؤشرات و الأوامر وكفاءة سوق الأوراق المالية.

و كما تعرضنا فيه إلى أهم المفاهيم الاساسية الخاصة بسعر الصرف و أهم العوامل المؤثرة و المحدد و له، اضافة الي النظريات والانظمة ، مع عرض بسيط حول سوق الصرف الاجنبي و سياسة سعر الصرف .

وكما تطرقنا إلى دراسة أثر سعر الصرف (الدولار الامريكى) علي مؤشر داوجونز ،و تفسير العلاقة بين سوق الصرف و مؤشر الأسهم بحيث طبقنا ما تم دراسته بدراسة تطبيقية لقياس مدى تأثير الدولار الأمريكي علي مؤشر داوجونز للفترة 2016.

اختبار الفرضيات:

لقد استند البحث علي ثلاث فرضيات حاولنا اختبارها خلال الدراسة ومنه يتضح.

بالنسبة إلى الفرضية الأولى الخاصة بأثر أداء الأسواق المالية في قياس كفاءة الأدوات المتداولة في سوق الأوراق المالية أثبتت الدراسة صحتها وذلك إلى ما خرجنا به من خلال النتيجة الأولى والثانية، بحيث نلاحظ أن أداء الأسواق المالية يؤثر على قياس كفاءة الأدوات المتداولة فيه سواء في الدول المتقدمة أو النامية.

الفرضية الثانية الخاصة باختلاف أسعار صرف العملات من حيث شدتها و اتجاهها من دولة إلى أخرى فإنه يمكننا إثبات صحتها من خلال النتيجة الثالثة و ذلك لأن أسعار صرف العملات تختلف حسب أنظمة الصرف المتبعة و مكانة العملة في الإقتصاد العالمي.

أما الفرضية الثالثة التي وضعت للدراسة و الخاصة بالعلاقة السلبية بين مؤشرات الأسهم و سعر الصرف فإنه وبالإعتماد على النتيجة الرابعة التي أثبتت أنه هناك علاقة طردية موجبة بين المتغيرين.

نتائج:

- سوق الأوراق المالية تعتبر كأحد أهم القنوات الهامة لتمويل الاستثمارات طويلة الأجل، وذلك عن طريق عبورها من أصحاب الفوائض إلى أصحاب العجز المالي .
- كفاءة سوق الأوراق المالية تساهم في جذب المستثمرين و ذلك من خلال الشفافية والافصاح عن القوانين و المعلومات .
- الأهمية التي يكسبها سعر الصرف تساعد علي معرفة اتجاه اقتصاديات الدول .
- يؤثر سعر الصرف علي سوق الأوراق وذلك من خلال العلاقة الطردية الناجمة عنهم.

توصيات:

- علي الدول النامية و خاصة الجزائر العمل علي تطوير اسواقها وادخال تحسينات عليها وذلك من خلال قوانين ادراج الأوراق المالية للشركات المساهمة وذلك لجذب أكبر عدد من المستثمرين.
- توليد الشفافية في البورصة كمصدر تمويلي للتنمية والاستثمار من خلال نشر الثقافة البورصية .
- التأكد من ملائمة سعر الصرف المتبع و ذلك عن طريق اختيار النظام الامثل، ووضع قيود وسياسات للتحكم في سعر الصرف.
- تطوير جهاز الافصاح عن المعلومات والشفافية وذلك من أجل تعزيز وتوفير الثقة والامان للمتعاملين .

أفاق الدراسة :

- تعتبر دراستنا للموضوع دراسة متواضعة للبحث عن الآثار الناتجة والمرتبقة لأثر سعر صرف علي الاسهم في سوق الأوراق المالية العالمية، بحيث اخترنا بعض الإشكاليات وحاولنا الإجابة عليها حسب المعطيات المتوفرة لدينا تاركين آفاق البحث مفتوحة للبحوث الأخرى في المستقبل.
- أثر الإضطرابات السياسية على السوق الموازية في الجزائر سنة 2018.
 - السياسة المالية الجديدة و واقع الاقتصاد الحالي (دراسة حالة الجزائر)
 - إقتصادية الدول العربية بعد الإصلاحات الجديدة

قائمة المصادر والمراجع

قائمة المراجع

1. أحمد فريد مصطفى الاقتصاد الدولي، طبعة 2007، الناشر (مؤسسة شباب الجامعة) الاسكندرية، مصر.
2. أرشد فؤاد التميمي، (الأسواق المالية (إطار في التنظيم وتقييم الأدوات)، طبعة 2010، دار اليازوري العلمية للنشر، عمان
3. إيمان عطية ناصف، مبادئ الاقتصاد الدولي، طبعة 2008، دار الجامعة الجديدة للنشر. الأزاريطة الإسكندرية،
4. بسام الحجار، نظام النقد العالمي وأسعار الصرف، الطبعة الأولى 2009، الناشر دار المنهل اللبناني بيروت
5. تومي صالح، مدخل لنظرية القياس الاقتصادية، الطبعة الثانية 2011، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائرية.
6. حاكم الربيعي وآخرون، المشتقات المالية (عقود المتطلبات، الخيارات، المبادلات)، الطبعة الأولى 2011، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع الأردن، عمان.
7. حسن علي خريوشو آخرون، جودة الأسواق المالية، بدون طبعة، 2010، دار زهران، عمان الأردن.
8. حسين علي بخيت، سحر فتح الله، الاقتصادي القياسي، الطبعة العربية 2009، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان الأردن.
9. حسين عمر، المدخل إلى دراسة علم الاقتصاد (العلاقات الاقتصادية الدولية)، بدون طبعة، دار الكتاب الحديث، القاهرة، مصر، ص18.
10. دومينيك سالفاتور، الاقتصاد الدولي، ، طبعة الرابعة 1998، دار الدولية للنشر، القاهرة مصر
11. زينب حسين عوض الله، الاقتصاد الدولي (العلاقات الاقتصادية والنقدية الدولية، الاقتصاد الدولي الخاص للأعمال، اتفاقات التجارة العالمية) طبعة 2004، دار الجامعة الجديدة، الاسكندرية، مصر.

قائمة المراجع:

12. زينب حسين عوض الله، الاقتصاد الدولي (نظرة عامة على بعض القضايا)، طبعة 1999، دار الجامعة الجديدة الإسكندرية، مصر.
13. زينب حسين عوض الله، الاقتصاد الدولي نظرة عامة على بعض القضايا، بدون طبعة 1999، دار الجامعة الجديدة، الاسكندرية .
14. سامي عفيفي حاتم، التجارة الخارجية بين التنظير والتنظيم، طبعة الأولى 1991 طبعة ثانية 1994، دار المصيرية اللبنانية، مصر، القاهرة
15. السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، دار الفكر الطبعة الأولى عمان 2010.
16. السيد محمد أحمد السريتي، اقتصاديات التجارة الدولية بين النظرية و التطبيق، الطبعة الأولى 2011، مؤسسة رؤية للطباعة والنشر والتوزيع القاهرة، الإسكندرية، مصر.
17. شمعون شمعون، البورصة (بورصة الجزائر) طبعة 2005، دار هومة، بوزريعة الجزائر
18. شيخي محمد ، طرق الاقتصاد القياسي محاضرات و تطبيقات , الطبعة الاولي 2012 ,دار الجامعية للنشر و التوزيع ,الاردن عمان
19. صلاح الدين شريط، مبادئ الأسواق المالية، الطبعة الأولى 2014، دار الشروق للنشر والتوزيع، الأردن،
20. عادل أحمد حشيش، العلاقات الاقتصادية الدولية، طبعة 2007 دار الجامعة الجديدة للنشر، الاسكندرية، مصر
21. عاطف وليم أندروس، أسواق الأوراق المالية (بين ضرورات التحول الاقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها)، الناشر دار الفكر الجامعي، 2008،
22. عباس كاظم الدعيمي، السياسات النقدية والمالية، الطبعة الأولى 2010 ، دار صفاء للنشر، عمان الأردن،
23. عبد الباسط كريم مولود، تداول الأوراق المالية، الطبعة الأولى 2009، منشورات الحلبي الحقوقية، سوريا.

24. عبد الحسين جليل و عبد الحسن الغالي، **سعر الصرف و إدارته في ضل الصدمات الاقتصادية (النظرية والتطبيقات)**، الطبعة الأولى 2011، دار صفاء للنشر و التوزيع عمان الأردن.
25. عبد الرزاق ابن هاني، **الإقتصاد القياسي المبادئ الرياضية و الإحصائية**، الطبعة الأولى دار وائل للنشر و التوزيع، عمان الأردن.
26. عبد العزيز شربي ، **طرق احصائية للتوقع الاقتصادي**، ديوان المطبوعات الجامعية ، جامعة قسنطينة 1996
27. عبد الغفار حنفي، **أساليب الاستثمار في بورصة الأوراق المالية**، بدون طبعة 2005، الدار الجامعية للنشر، الإسكندرية مصر
28. عبد الغفار حنفي، **رسمية قرياقص، أسواق المال، بنوك تجارية، أسواق الأوراق المالية، شركات تأمين، شركات الاستثمار**، الطبعة رقم 2000. الدار الجامعية للنشر والطبع الاسكندرية، مصر.
29. عبد القادر محمد عبد القادر عطية، **الحديث في الاقتصاد القياسي النظرية والتطبيق**، الطبعة الثالثة 2009، الدار الجامعية للنشر و التوزيع، الإسكندرية مصر.
30. عبد القادر محمد عبدالقادر عطية ، **الاقتصاد القياسي بين النظرية و التطبيق**، طبعة الثانية ،الدار الجامعية للنشر و التوزيع ،2000، مصر.
31. عبد المجيد قدى، **المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية(دراسة تحليلية تقييمية)** طبعة 2003 ،ديوان المطبوعات الجامعية، بن عكنون، الجزائر
32. فيصل محمود الشواورة، **الاستثمار في بورصة الأوراق المالية (الأسس النظرية والعملية)**، الطبعة الأولى 2008 ، دار وائل للنشر والتوزيع الأردن .عمان.
33. لولو موسى بوخاري، **سياسة الصرف الأجنبي وعلاقتنا بالسياسة النقدية**، طبعة 2010، مكتبة الحسن العصرية للطباعة والنشر والتوزيع لبنان
34. محمد الصيرفي، **البورصة**، بدون طبعة، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، مصر.
35. محمد العربي ساكر، **الإقتصاد الكلي**، الطبعة الأولى 2006، دار الفجر للنشر و التوزيع، القاهرة مصر.
36. محمد العربي ساكر، **محاضرات في الاقتصاد الكلي** ، طبعة أولى 2006 دار الفجر للنشر والتوزيع ، القاهرة ، مصر.

37. محمد سيد عابد، التجارة الدولية، طبعة 2001، مطبعة الإشعاع الفنية، الإسكندرية مصر
38. محمد صالح الحناوي وآخرون، تحليل وتقييم الأسهم والسندات، الطبعة الثانية 2010، المكتب الجامعي الحديث.
39. محمد عبد الحميد عطية، الاستثمار في البورصة، بدون طبعة 2011، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية مصر.
40. محمد عبد المنعم عفر الاقتصاد الدولي، طبعة 1999، الناشر مؤسسة شباب الجامعة اسكندرية مصر.
41. محمد عوض وعبد الجواد علي ابراهيم الشينات، (الاستثمار في البورصة (أسهم ، سندات، أوراق مالية) الطبعة الأولى 2006 ، دار الحاضر للنشر والتوزيع.
42. محمد فوزي أبو سعود، مقدمة في الاقتصاد الكلي مع التطبيقات، طبعة 2004، الدار الجامعية جامعة الاسكندرية، مصر.
43. محمود يونس، أساسيات التجارة الدولية، بدون طبعة، دار الجامعة الإسكندرية، مصر.
44. مروان عطوت، الأسواق النقدية والمالية، البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال (أدوات وآلية نشاط البورصات في الإقتصاد الحديث) الجزء الأول، الطبعة الرابعة، ديوان المطبوعات الجامعية، الساحة المركزية بن عكنون، الجزائر،
45. مكيد علي ، الاقتصاد القياسي دروس و مسائل محلولة ، طبعة الثانية ، ديوان المطبوعات الجزائرية ، الجزائر 2011.
46. منير إبراهيم هندي، الأسواق المالية و أسواق المال، طبعة 2007، توزيع منشأة المعارف بالإسكندرية، مصر.
47. موسى سعيد مطر وآخرون، التمويل الدولي، طبعة أولى 2008، دار الصفاء للنشر عمان.
48. مؤيد عبد الرحمان الدوري وسعيد جمعة عقل، إدارة المشتقات المالية، الطبعة الأولى، الإثراء للنشر والتوزيع، الشارقة، الأردن.

قائمة المراجع:

49. ناجي جمال، ادارة محفظة الأوراق المالية ، طبعة الاولي ، 1998, الدار الجامعية للدراسات و النشر و التوزيع , بيروت لبنان,

50. نعمة الله نجيب ابراهيم، مقدمة في مبادئ الاقتصاد القياسي، بدون طبعة، سنة 2006، مؤسسة شباب الجامعة، أسكندرية مصر،.

51. هجير عدنان زكي أمين، الاقتصاد الدولي (النظرية والتطبيقات) الطبعة الأولى 2010، إثراء للنشر والتوزيع الأردن

52. هو شيار معروف كاكامولا، الاستثمارات والأسواق المالية، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان الأردن.

53. هيل عجمي جميل الجنابي، التمويل الدولي و العلاقات النقدية الدولية، طبعة أولى 2014 ، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن عمان

54. وليد صافي و انس البكري، الأسواق المالية والدولية، الطبعة الأولى 2010، دار المستقبل للنشر والتوزيع

قائمة المذكرات

55. بو عبد الله علي، أثر الأسواق المالية الناشئة على استقرار أسعار الصرف في الدول العربية، أطروحة مقدمة نيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية سنة 2013.2014.

56. يعقوبي محمد، تأثير تغيرات أسعار صرف العملات على مؤشرات أسعار الأسهم في الأسواق المالية العالمية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة حسية

بن بوعلي بالشلف، سنة 2011.2012 ،

المواقع:

موقع صندوق النقد الدولي www.imf.org

موقع مجلة فاينانشال تايمز www.ft.com

الملاحق

Dow Jones

Date	Open	High	Low	Close*	Dollars	الاسهم Adj Close**
Dec 30, 2016	19,833.17	19,852.55	19,718.67	19,762.60	0.920945	19,762.60
Dec 29, 2016	19,835.46	19,878.44	19,788.94	19,819.78	0.920555	19,819.78
Dec 28, 2016	19,964.31	19,981.11	19,827.31	19,833.68	0.920725	19,833.68
Dec 27, 2016	19,943.46	19,980.24	19,939.80	19,945.04	0.920725	19,945.04
Dec 23, 2016	19,908.61	19,934.15	19,899.06	19,933.81	0.926355	19,933.81
Dec 22, 2016	19,922.68	19,933.83	19,882.19	19,918.88	0.931012	19,918.88
Dec 21, 2016	19,968.97	19,986.56	19,941.96	19,941.96	0.929196	19,941.96
Dec 20, 2016	19,920.59	19,987.63	19,920.42	19,974.62	0.921234	19,974.62
Dec 19, 2016	19,836.66	19,917.78	19,832.95	19,883.06	0.917684	19,883.06
Dec 16, 2016	19,909.01	19,923.17	19,821.00	19,843.41	0.91533	19,843.41
Dec 15, 2016	19,811.50	19,951.29	19,811.50	19,852.24	0.91533	19,852.24
Dec 14, 2016	19,876.13	19,966.43	19,748.67	19,792.53	0.918274	19,792.53
Dec 13, 2016	19,852.21	19,953.75	19,846.45	19,911.21	0.923062	19,911.21
Dec 12, 2016	19,770.20	19,824.59	19,747.74	19,796.43	0.92132	19,796.43
Dec 09, 2016	19,631.35	19,757.74	19,623.19	19,756.85	0.921064	19,756.85
Dec 08, 2016	19,559.94	19,664.97	19,527.83	19,614.81	0.913034	19,614.81
Dec 07, 2016	19,241.99	19,558.42	19,229.83	19,549.62	0.916385	19,549.62
Dec 06, 2016	19,219.91	19,255.89	19,184.74	19,251.78	0.916385	19,251.78
Dec 05, 2016	19,244.35	19,274.85	19,186.73	19,216.24	0.918822	19,216.24
Dec 02, 2016	19,161.25	19,196.14	19,141.18	19,170.42	0.917432	19,170.42
Dec 01, 2016	19,149.20	19,214.30	19,138.79	19,191.93	0.9168	19,191.93
Nov 30, 2016	19,135.64	19,225.29	19,123.38	19,123.58	0.923617	19,123.58
Nov 29, 2016	19,064.07	19,144.40	19,062.22	19,121.60	0.924685	19,121.60
Nov 28, 2016	19,122.14	19,138.72	19,072.25	19,097.90	0.92609	19,097.90
Nov 25, 2016	19,093.72	19,152.14	19,093.72	19,152.14	0.92609	19,152.14
Nov 23, 2016	19,015.52	19,083.76	19,000.38	19,083.18	0.923574	19,083.18
Nov 22, 2016	18,970.39	19,043.90	18,962.82	19,023.87	0.922212	19,023.87
Nov 21, 2016	18,898.68	18,960.76	18,883.10	18,956.69	0.919836	18,956.69
Nov 18, 2016	18,905.33	18,915.74	18,853.83	18,867.93	0.913492	18,867.93
Nov 17, 2016	18,866.22	18,904.03	18,845.27	18,903.82	0.923276	18,903.82
Nov 16, 2016	18,909.85	18,909.85	18,825.89	18,868.14	0.92327	18,868.14
Nov 15, 2016	18,858.21	18,925.26	18,806.06	18,923.06	0.92327	18,923.06
Nov 14, 2016	18,876.77	18,934.05	18,815.75	18,868.69	0.918316	18,868.69
Nov 11, 2016	18,781.65	18,855.78	18,736.96	18,847.66	0.916884	18,847.66
Nov 10, 2016	18,603.14	18,873.66	18,603.14	18,807.88	0.904486	18,807.88
Nov 09, 2016	18,317.26	18,650.06	18,252.55	18,589.69	0.892937	18,589.69
Nov 08, 2016	18,251.38	18,400.50	18,200.75	18,332.74	0.898392	18,332.74
Nov 07, 2016	17,994.64	18,263.30	17,994.64	18,259.60	0.89622	18,259.60
Nov 04, 2016	17,928.35	17,986.76	17,883.56	17,888.28	0.89622	17,888.28
Nov 03, 2016	17,978.75	18,006.96	17,904.07	17,930.67	0.894774	17,930.67
Nov 02, 2016	18,017.72	18,044.15	17,931.89	17,959.64	0.884134	17,959.64
Nov 01, 2016	18,158.24	18,177.01	17,940.84	18,037.10	0.890868	18,037.10
Oct 31, 2016	18,176.60	18,193.68	18,130.58	18,142.42	0.879314	18,142.42
Oct 28, 2016	18,193.79	18,257.06	18,094.97	18,161.19	0.89042	18,161.19
Oct 27, 2016	18,234.81	18,253.20	18,149.20	18,169.68	0.88849	18,169.68

Oct 26, 2016	18,103.80	18,236.04	18,062.30	18,199.33	0.88849	18,199.33
Oct 25, 2016	18,206.52	18,241.69	18,151.70	18,169.27	0.89654	18,169.27
Oct 24, 2016	18,197.14	18,275.04	18,191.18	18,223.03	0.897625	18,223.03
Oct 21, 2016	18,152.63	18,168.76	18,049.77	18,145.71	0.897787	18,145.71
Oct 20, 2016	18,161.87	18,249.05	18,129.07	18,162.35	0.901632	18,162.35
Oct 19, 2016	18,178.21	18,252.20	18,169.25	18,202.62	0.898836	18,202.62
Oct 18, 2016	18,145.06	18,225.80	18,129.45	18,161.94	0.898385	18,161.94
Oct 17, 2016	18,135.85	18,162.28	18,063.02	18,086.40	0.898385	18,086.40
Oct 14, 2016	18,177.35	18,261.11	18,138.38	18,138.38	0.907276	18,138.38
Oct 13, 2016	18,088.32	18,137.70	17,959.95	18,098.94	0.907688	18,098.94
Oct 12, 2016	18,132.63	18,193.96	18,082.09	18,144.20	0.907194	18,144.20
Oct 11, 2016	18,308.43	18,312.33	18,061.96	18,128.66	0.906454	18,128.66
Oct 10, 2016	18,282.95	18,399.96	18,282.95	18,329.04	0.914494	18,329.04
Oct 07, 2016	18,295.35	18,319.73	18,149.35	18,240.49	0.914895	18,240.49
Oct 06, 2016	18,280.42	18,288.12	18,162.97	18,268.50	0.914895	18,268.50
Oct 05, 2016	18,205.50	18,315.82	18,205.50	18,281.03	0.920556	18,281.03
Oct 04, 2016	18,267.68	18,313.77	18,116.26	18,168.45	0.922212	18,168.45
Oct 03, 2016	18,279.60	18,279.80	18,203.75	18,253.85	0.922552	18,253.85
Sep 30, 2016	18,181.80	18,369.62	18,181.80	18,308.15	0.912867	18,308.15
Sep 29, 2016	18,322.88	18,366.23	18,091.64	18,143.45	0.90703	18,143.45
Sep 28, 2016	18,240.22	18,349.86	18,179.34	18,339.24	0.90852	18,339.24
Sep 27, 2016	18,099.21	18,238.10	18,052.16	18,228.30	0.90852	18,228.30
Sep 26, 2016	18,217.76	18,217.76	18,083.32	18,094.83	0.909588	18,094.83
Sep 23, 2016	18,377.36	18,383.76	18,254.84	18,261.45	0.906455	18,261.45
Sep 22, 2016	18,343.76	18,449.88	18,343.76	18,392.46	0.907276	18,392.46
Sep 21, 2016	18,164.96	18,307.43	18,121.57	18,293.70	0.895656	18,293.70
Sep 20, 2016	18,175.36	18,227.21	18,128.80	18,129.96	0.89389	18,129.96
Sep 19, 2016	18,154.82	18,254.88	18,093.05	18,120.17	0.89709	18,120.17
Sep 16, 2016	18,217.21	18,217.21	18,070.21	18,123.80	0.89709	18,123.80
Sep 15, 2016	18,024.91	18,250.11	18,015.49	18,212.48	0.900658	18,212.48
Sep 14, 2016	18,073.39	18,163.48	17,992.21	18,034.77	0.901185	18,034.77
Sep 13, 2016	18,262.99	18,262.99	18,028.06	18,066.75	0.903588	18,066.75
Sep 12, 2016	18,028.95	18,358.69	17,994.84	18,325.07	0.88269	18,325.07
Sep 09, 2016	18,404.17	18,404.17	18,085.45	18,085.45	0.887232	18,085.45
Sep 08, 2016	18,486.69	18,506.24	18,446.69	18,479.91	0.887315	18,479.91
Sep 07, 2016	18,527.71	18,536.89	18,474.77	18,526.14	0.887315	18,526.14
Sep 06, 2016	18,493.40	18,551.54	18,450.32	18,538.12	0.88968	18,538.12
Sep 02, 2016	18,466.01	18,544.76	18,439.10	18,491.96	0.89222	18,491.96
Sep 01, 2016	18,396.57	18,430.05	18,295.48	18,419.30	0.895656	18,419.30
Aug 31, 2016	18,436.70	18,439.68	18,333.56	18,400.88	0.895175	18,400.88
Aug 30, 2016	18,491.28	18,514.29	18,408.52	18,454.30	0.89554	18,454.30
Aug 29, 2016	18,421.29	18,523.09	18,419.92	18,502.99	0.89566	18,502.99
Aug 26, 2016	18,467.92	18,572.09	18,335.34	18,395.40	0.89566	18,395.40
Aug 25, 2016	18,471.21	18,497.68	18,431.46	18,448.41	0.8933	18,448.41
Aug 24, 2016	18,537.50	18,539.15	18,448.27	18,481.48	0.887745	18,481.48
Aug 23, 2016	18,568.94	18,631.60	18,545.52	18,547.30	0.883353	18,547.30
Aug 22, 2016	18,535.86	18,570.92	18,466.86	18,529.42	0.878194	18,529.42
Aug 19, 2016	18,585.17	18,585.17	18,491.24	18,552.57	0.877232	18,552.57
Aug 18, 2016	18,566.54	18,600.82	18,533.29	18,597.70	0.87767	18,597.70
Aug 17, 2016	18,537.09	18,582.35	18,468.68	18,573.94	0.87767	18,573.94

Aug 16, 2016	18,614.48	18,614.86	18,550.65	18,552.02	0.877116	18,552.02
Aug 15, 2016	18,588.59	18,722.61	18,559.93	18,636.05	0.878194	18,636.05
Aug 12, 2016	18,595.65	18,606.06	18,535.86	18,576.47	0.876079	18,576.47
Aug 11, 2016	18,519.08	18,638.34	18,519.08	18,613.52	0.879584	18,613.52
Aug 10, 2016	18,541.48	18,561.75	18,468.78	18,495.66	0.876924	18,495.66
Aug 09, 2016	18,538.05	18,585.32	18,507.75	18,533.05	0.87741	18,533.05
Aug 08, 2016	18,541.89	18,569.31	18,502.03	18,529.29	0.87741	18,529.29
Aug 05, 2016	18,402.80	18,543.53	18,402.80	18,543.53	0.876732	18,543.53
Aug 04, 2016	18,351.43	18,397.87	18,325.17	18,352.05	0.879198	18,352.05
Aug 03, 2016	18,313.08	18,355.00	18,283.23	18,355.00	0.88658	18,355.00
Aug 02, 2016	18,401.15	18,403.65	18,247.79	18,313.77	0.887587	18,313.77
Aug 01, 2016	18,434.50	18,467.03	18,355.75	18,404.51	0.885505	18,404.51
Jul 29, 2016	18,442.52	18,466.55	18,371.12	18,432.24	0.88614	18,432.24
Jul 28, 2016	18,461.01	18,483.26	18,368.82	18,456.35	0.88614	18,456.35
Jul 27, 2016	18,473.27	18,542.39	18,430.94	18,472.17	0.883431	18,472.17
Jul 26, 2016	18,497.37	18,522.47	18,387.22	18,473.75	0.878645	18,473.75
Jul 25, 2016	18,554.49	18,555.69	18,452.62	18,493.06	0.884252	18,493.06
Jul 22, 2016	18,524.15	18,571.30	18,491.59	18,570.85	0.885386	18,570.85
Jul 21, 2016	18,589.96	18,590.44	18,469.67	18,517.23	0.891186	18,517.23
Jul 20, 2016	18,582.70	18,622.01	18,555.65	18,595.03	0.890875	18,595.03
Jul 19, 2016	18,503.12	18,562.53	18,495.11	18,559.01	0.89111	18,559.01
Jul 18, 2016	18,521.55	18,556.13	18,489.84	18,533.05	0.88684	18,533.05
Jul 15, 2016	18,508.88	18,557.43	18,471.62	18,516.55	0.885426	18,516.55
Jul 14, 2016	18,414.30	18,537.57	18,414.30	18,506.41	0.882223	18,506.41
Jul 13, 2016	18,356.78	18,390.16	18,315.76	18,372.12	0.88129	18,372.12
Jul 12, 2016	18,259.12	18,371.95	18,259.12	18,347.67	0.874356	18,347.67
Jul 11, 2016	18,161.53	18,283.90	18,161.53	18,226.93	0.87354	18,226.93
Jul 08, 2016	17,971.22	18,166.77	17,971.22	18,146.74	0.87354	18,146.74
Jul 07, 2016	17,924.24	17,984.95	17,816.65	17,895.88	0.867865	17,895.88
Jul 06, 2016	17,807.47	17,926.91	17,713.45	17,918.62	0.86734	17,918.62
Jul 05, 2016	17,904.45	17,904.45	17,785.28	17,840.62	0.86998	17,840.62
Jul 01, 2016	17,924.24	18,002.38	17,916.91	17,949.37	0.876847	17,949.37
Jun 30, 2016	17,712.76	17,930.61	17,711.80	17,929.99	0.876463	17,929.99
Jun 29, 2016	17,456.02	17,704.51	17,456.02	17,694.68	0.876885	17,694.68
Jun 28, 2016	17,190.51	17,409.72	17,190.51	17,409.72	0.876885	17,409.72
Jun 27, 2016	17,355.21	17,355.21	17,063.08	17,140.24	0.878272	17,140.24
Jun 24, 2016	17,946.63	17,946.63	17,356.34	17,400.75	0.878775	17,400.75
Jun 23, 2016	17,844.11	18,011.07	17,844.11	18,011.07	0.874891	18,011.07
Jun 22, 2016	17,832.67	17,920.16	17,770.36	17,780.83	0.878928	17,780.83
Jun 21, 2016	17,827.33	17,877.84	17,799.80	17,829.73	0.884642	17,829.73
Jun 20, 2016	17,736.87	17,946.36	17,736.87	17,804.87	0.88437	17,804.87
Jun 17, 2016	17,733.44	17,733.44	17,602.78	17,675.16	0.88437	17,675.16
Jun 16, 2016	17,602.23	17,754.91	17,471.29	17,733.10	0.883158	17,733.10
Jun 15, 2016	17,703.65	17,762.96	17,629.01	17,640.17	0.88308	17,640.17
Jun 14, 2016	17,710.77	17,733.92	17,595.79	17,674.82	0.886093	17,674.82
Jun 13, 2016	17,830.50	17,893.28	17,731.35	17,732.48	0.892578	17,732.48
Jun 10, 2016	17,938.82	17,938.82	17,812.34	17,865.34	0.891028	17,865.34
Jun 09, 2016	17,969.98	18,005.22	17,915.88	17,985.19	0.89102	17,985.19
Jun 08, 2016	17,931.91	18,016.00	17,931.91	18,005.05	0.89102	18,005.05
Jun 07, 2016	17,936.22	18,003.23	17,936.22	17,938.28	0.890829	17,938.28

Jun 06, 2016	17,825.69	17,949.68	17,822.81	17,920.33	0.897142	17,920.33
Jun 03, 2016	17,799.80	17,833.17	17,689.68	17,807.06	0.895616	17,807.06
Jun 02, 2016	17,789.05	17,838.56	17,703.55	17,838.56	0.89417	17,838.56
Jun 01, 2016	17,754.55	17,809.18	17,664.79	17,789.67	0.89859	17,789.67
May 31, 2016	17,891.50	17,899.24	17,724.03	17,787.20	0.899925	17,787.20
May 27, 2016	17,826.85	17,873.22	17,824.73	17,873.22	0.899925	17,873.22
May 26, 2016	17,859.52	17,888.66	17,803.82	17,828.29	0.897706	17,828.29
May 25, 2016	17,735.09	17,891.71	17,735.09	17,851.51	0.898028	17,851.51
May 24, 2016	17,525.19	17,742.59	17,525.19	17,706.05	0.89446	17,706.05
May 23, 2016	17,507.04	17,550.70	17,480.05	17,492.93	0.89602	17,492.93
May 20, 2016	17,437.32	17,571.75	17,437.32	17,500.94	0.881912	17,500.94
May 19, 2016	17,514.16	17,514.16	17,331.07	17,435.40	0.879775	17,435.40
May 18, 2016	17,501.28	17,636.22	17,418.21	17,526.62	0.879775	17,526.62
May 17, 2016	17,701.46	17,701.46	17,469.92	17,529.98	0.87974	17,529.98
May 16, 2016	17,531.76	17,755.80	17,531.76	17,710.71	0.880553	17,710.71
May 13, 2016	17,711.12	17,734.74	17,512.48	17,535.32	0.876808	17,535.32
May 12, 2016	17,711.12	17,798.19	17,625.38	17,720.50	0.883314	17,720.50
May 11, 2016	17,919.03	17,919.03	17,711.05	17,711.12	0.888454	17,711.12
May 10, 2016	17,726.66	17,934.61	17,726.66	17,928.35	0.888725	17,928.35
May 09, 2016	17,743.85	17,783.16	17,668.38	17,705.91	0.888725	17,705.91
May 06, 2016	17,650.30	17,744.54	17,580.38	17,740.63	0.885936	17,740.63
May 05, 2016	17,664.48	17,736.11	17,615.82	17,660.71	0.892061	17,660.71
May 04, 2016	17,735.02	17,738.06	17,609.01	17,651.26	0.889561	17,651.26
May 03, 2016	17,870.75	17,870.75	17,670.88	17,750.91	0.89063	17,750.91
May 02, 2016	17,783.78	17,912.35	17,773.71	17,891.16	0.886722	17,891.16
Apr 29, 2016	17,813.09	17,814.83	17,651.98	17,773.64	0.88688	17,773.64
Apr 28, 2016	18,023.88	18,035.73	17,796.55	17,830.76	0.88688	17,830.76
Apr 27, 2016	17,996.14	18,084.66	17,920.26	18,041.55	0.883939	18,041.55
Apr 26, 2016	17,987.38	18,043.77	17,934.17	17,990.32	0.887825	17,990.32
Apr 25, 2016	17,990.94	17,990.94	17,855.55	17,977.24	0.885622	17,977.24
Apr 22, 2016	17,985.05	18,026.85	17,909.89	18,003.75	0.88067	18,003.75
Apr 21, 2016	18,092.84	18,107.29	17,963.89	17,982.52	0.895816	17,982.52
Apr 20, 2016	18,059.49	18,167.63	18,031.21	18,096.27	0.89936	18,096.27
Apr 19, 2016	18,012.10	18,103.46	17,984.43	18,053.60	0.89936	18,053.60
Apr 18, 2016	17,890.20	18,009.53	17,848.22	18,004.16	0.908389	18,004.16
Apr 15, 2016	17,925.95	17,937.65	17,867.41	17,897.46	0.90542	17,897.46
Apr 14, 2016	17,912.25	17,962.14	17,885.44	17,926.43	0.899888	17,926.43
Apr 13, 2016	17,741.66	17,918.35	17,741.66	17,908.28	0.905633	17,908.28
Apr 12, 2016	17,571.34	17,744.43	17,553.57	17,721.25	0.897264	17,721.25
Apr 11, 2016	17,586.48	17,731.63	17,555.90	17,556.41	0.89772	17,556.41
Apr 08, 2016	17,555.39	17,694.51	17,528.16	17,576.96	0.89772	17,576.96
Apr 07, 2016	17,687.28	17,687.28	17,484.23	17,541.96	0.896459	17,541.96
Apr 06, 2016	17,605.45	17,723.55	17,542.54	17,716.05	0.902038	17,716.05
Apr 05, 2016	17,718.03	17,718.03	17,579.56	17,603.32	0.901957	17,603.32
Apr 04, 2016	17,799.39	17,806.38	17,710.67	17,737.00	0.904118	17,737.00
Apr 01, 2016	17,661.74	17,811.48	17,568.02	17,792.75	0.90573	17,792.75
Mar 31, 2016	17,716.05	17,755.70	17,669.72	17,685.09	0.904905	17,685.09
Mar 30, 2016	17,652.36	17,790.11	17,652.36	17,716.66	0.904905	17,716.66
Mar 29, 2016	17,512.58	17,642.81	17,434.27	17,633.11	0.904486	17,633.11
Mar 28, 2016	17,526.08	17,583.81	17,493.03	17,535.39	0.9033	17,535.39

Mar 24, 2016	17,485.33	17,517.14	17,399.01	17,515.73	0.900212	17,515.73
Mar 23, 2016	17,588.81	17,588.81	17,486.27	17,502.59	0.899402	17,502.59
Mar 22, 2016	17,602.71	17,648.94	17,540.42	17,582.57	0.903914	17,582.57
Mar 21, 2016	17,589.70	17,644.97	17,551.28	17,623.87	0.90629	17,623.87
Mar 18, 2016	17,481.49	17,620.58	17,481.49	17,602.30	0.90629	17,602.30
Mar 17, 2016	17,321.38	17,529.01	17,297.65	17,481.49	0.90326	17,481.49
Mar 16, 2016	17,249.34	17,379.18	17,204.07	17,325.76	0.90769	17,325.76
Mar 15, 2016	17,217.15	17,251.70	17,120.35	17,251.53	0.90905	17,251.53
Mar 14, 2016	17,207.49	17,275.07	17,161.16	17,229.13	0.908678	17,229.13
Mar 11, 2016	17,014.99	17,220.09	17,014.99	17,213.31	0.911992	17,213.31
Mar 10, 2016	17,006.05	17,130.11	16,821.86	16,995.13	0.911095	16,995.13
Mar 09, 2016	16,969.17	17,048.50	16,947.94	17,000.36	0.911095	17,000.36
Mar 08, 2016	17,050.67	17,072.79	16,921.51	16,964.10	0.90996	16,964.10
Mar 07, 2016	16,991.29	17,099.25	16,940.48	17,073.95	0.90967	17,073.95
Mar 04, 2016	16,945.00	17,062.38	16,898.84	17,006.77	0.909174	17,006.77
Mar 03, 2016	16,896.17	16,944.31	16,820.73	16,943.90	0.902812	16,943.90
Mar 02, 2016	16,851.17	16,900.17	16,766.32	16,899.32	0.895776	16,899.32
Mar 01, 2016	16,545.67	16,865.56	16,545.67	16,865.08	0.89485	16,865.08
Feb 29, 2016	16,634.15	16,726.12	16,510.40	16,516.50	0.89485	16,516.50
Feb 26, 2016	16,712.70	16,795.98	16,623.91	16,639.97	0.89556	16,639.97
Feb 25, 2016	16,504.38	16,697.98	16,458.42	16,697.29	0.890591	16,697.29
Feb 24, 2016	16,418.84	16,507.39	16,165.86	16,484.99	0.896178	16,484.99
Feb 23, 2016	16,610.39	16,610.39	16,403.53	16,431.78	0.898392	16,431.78
Feb 22, 2016	16,417.13	16,664.24	16,417.13	16,620.66	0.901215	16,620.66
Feb 19, 2016	16,410.96	16,410.96	16,278.00	16,391.99	0.901925	16,391.99
Feb 18, 2016	16,483.76	16,511.84	16,390.43	16,413.43	0.901925	16,413.43
Feb 17, 2016	16,217.98	16,486.12	16,217.98	16,453.83	0.902608	16,453.83
Feb 16, 2016	16,012.39	16,196.41	16,012.39	16,196.41	0.900171	16,196.41
Feb 12, 2016	15,691.62	15,974.04	15,691.62	15,973.84	0.89486	15,973.84
Feb 11, 2016	15,897.82	15,897.82	15,503.01	15,660.18	0.897586	15,660.18
Feb 10, 2016	16,035.61	16,201.89	15,899.91	15,914.74	0.895435	15,914.74
Feb 09, 2016	16,005.41	16,136.62	15,881.11	16,014.38	0.89574	16,014.38
Feb 08, 2016	16,147.51	16,147.51	15,803.55	16,027.05	0.89574	16,027.05
Feb 05, 2016	16,417.95	16,423.63	16,129.81	16,204.97	0.89385	16,204.97
Feb 04, 2016	16,329.67	16,485.84	16,266.16	16,416.58	0.886722	16,416.58
Feb 03, 2016	16,186.20	16,381.69	15,960.45	16,336.66	0.887824	16,336.66
Feb 02, 2016	16,420.21	16,420.21	16,108.44	16,153.54	0.881601	16,153.54
Feb 01, 2016	16,453.63	16,510.98	16,299.47	16,449.18	0.8836	16,449.18
Jan 29, 2016	16,090.26	16,466.30	16,090.26	16,466.30	0.88308	16,466.30
Jan 28, 2016	15,960.28	16,102.14	15,863.72	16,069.64	0.88203	16,069.64
Jan 27, 2016	16,168.74	16,235.03	15,878.30	15,944.46	0.883392	15,944.46
Jan 26, 2016	15,893.16	16,185.79	15,893.16	16,167.23	0.88347	16,167.23
Jan 25, 2016	16,086.46	16,086.46	15,880.15	15,885.22	0.886965	15,885.22
Jan 22, 2016	15,921.10	16,136.79	15,921.10	16,093.51	0.886564	16,093.51
Jan 21, 2016	15,768.87	16,038.59	15,704.66	15,882.68	0.8912	15,882.68
Jan 20, 2016	15,989.45	15,989.45	15,450.56	15,766.74	0.893165	15,766.74
Jan 19, 2016	16,009.45	16,171.96	15,900.25	16,016.02	0.89346	16,016.02
Jan 15, 2016	16,354.33	16,354.33	15,842.11	15,988.08	0.8937	15,988.08
Jan 14, 2016	16,159.01	16,482.05	16,075.12	16,379.05	0.897828	16,379.05
Jan 13, 2016	16,526.63	16,593.51	16,123.20	16,151.41	0.89659	16,151.41

الملاحق

Jan 12, 2016	16,419.11	16,591.35	16,322.07	16,516.22	0.896246	16,516.22
Jan 11, 2016	16,358.71	16,461.85	16,232.03	16,398.57	0.89626	16,398.57
Jan 08, 2016	16,519.17	16,651.89	16,314.57	16,346.45	0.89638	16,346.45
Jan 07, 2016	16,888.36	16,888.36	16,463.63	16,514.10	0.8965	16,514.10
Jan 06, 2016	17,154.83	17,154.83	16,817.62	16,906.51	0.8967	16,906.51
Jan 05, 2016	17,147.50	17,195.84	17,038.61	17,158.66	0.8885	17,158.66
Jan 04, 2016	17,405.48	17,405.48	16,957.63	17,148.94	0.89	17,148.94

Dependent Variable: CH
Method: Least Squares
Date: 05/06/18 Time: 16:04
Sample (adjusted): 1765 2016
Included observations: 252 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
ADJ	5.50E-06	8.71E-07	6.310785	0.0000
C	0.798133	0.015638	51.03652	0.0000
R-squared	0.137413	Mean dependent var		0.896688
Adjusted R-squared	0.133963	S.D. dependent var		0.013982
S.E. of regression	0.013011	Akaike info criterion		-5.838085
Sum squared resid	0.042324	Schwarz criterion		-5.810074
Log likelihood	737.5987	Hannan-Quinn criter.		-5.826814
F-statistic	39.82600	Durbin-Watson stat		0.106437
Prob(F-statistic)	0.000000			

ملخص:

يهدف هذا البحث إلى معرفة اثر تقلبات أسعار الصرف علي مؤشرات أسعار الأسهم، وتوضيح العلاقة بين تلك التقلبات أو التغيرات التي تحدث في البورصة، ولتوضيح ذلك اعتمدنا في الدراسة علي بيانات يومية لسعر مؤشر داوجونز وسعر الصرف الدولار الأمريكي للفترة 2016، وتم الاستعانة بدراسة قياسية وذلك لتوضيح العلاقة بين سعر الصرف ومؤشر الأسهم .

وافصحت نتائج التحليل عن وجود علاقة طردية بين المتغير التابع والمتغير المستقل، بحيث تتجه من سعر الصرف إلى مؤشر الأسهم ومن مؤشر الاسهم إلى سعر الصرف، وهذا ينسجم مع الجانب للبحث أي إن أسعار الصرف تلعب دور كبير في تحديد ديناميكية مؤشرات الأسهم والأسواق المالية بشكل كبير .

الكلمات المفتاحية :

سوق الأوراق المالية- سعر الصرف (الدولار الأمريكي)- مؤشرات الأسهم (داوجونز)- الاقتصاد القياسي.

Résumé

Le but de cette recherche de déterminer l'impact de fluctuations de taux de change sur les indices des prix des actions, et de préciser la relation entre ces fluctuations ou des changements de bourse , titre d'illustration, nous avons adopté à l'étude des donnée quotidiennes de prix indicateur داوجونز le taux de change du dollar des Etat-Unis pour 2016, on a recours à une étude de référence afin de préciser la relation entre le taux de chnage et l'indicateur d'action.

Les résultats de l'analyse ont révélé l'existence d'une relation directe entre la variable indépendante et le changement, pour que le responsable du taux de change et l'index(indice) d'indice boursier au taux de change, ce qui est conforme à la recherche de taux de change jouent un grand rôle dans l'identification dynamique des indicateurs des actions et des marchés financiers important.

Les mots clés : Bourse- change (Dollar) .Indicateurs action (Dow Jones) – l'économie de l'indice.