

## أثر تقلبات أسعار الصرف على الأسواق المالية - دراسة إحصائية لبعض الأسواق المتقدمة والنامية خلال السداسي الأول من سنة 2015 -

محفوظ جبار (\*)

مخبر تطوير أسواق رؤوس الأموال الجزائرية في ظل العولمة

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

جامعة سطيف 1 - الجزائر

**ملخص :** يلعب سعر الصرف دورا هاما في أي اقتصاد، حيث يستعمل في تسهيل وتطوير التجارة الخارجية وتحقيق التوازن في ميزان المدفوعات ورفع تنافسية الاقتصاد، وغيره من الأهداف، لاسيما في المناخ الدولي الراهن المتميز بالانفتاح الاقتصادي والتحرير المالي ورفع الحواجز أمام السلع والخدمات ورؤوس الأموال. في هذا الإطار تعالج هذه الورقة مسألة تقلبات أسعار الصرف ومدى تأثيرها على الأسواق المالية. وعلى عكس الاعتقاد السائد، أظهرت الاختبارات أن العملات العربية المكونة للعينة قد تميزت بالاستقرار شبه التام لمعظمها خلال فترة الدراسة، الأمر الذي جعلها مستقلة عن تطور الأسواق المالية العربية في أغلب الحالات، وبالتالي لم يكن لها أي تأثير يذكر على تلك الأسواق. لقد تزامن ذلك مع انهيار سعر البترول وتراجع اليورو أمام الدولار وكذا الاضطرابات السائدة في المنطقة خلال السداسي الأول من سنة 2015. وأخيرا، وعلى سبيل المقارنة، بينت الدراسة أن هناك تأثيرا أقوى للعملات الرئيسية في العالم، أي الدولار واليورو، على الأسواق المالية العالمية.

**الكلمات المفتاح :** أسعار الصرف، سوق مالية، ارتباط، معامل التحديد، عملة، اتجاه الأسواق المالية.

**تصنيف JEL :** F31، G10.

### I. تمهيد:

لقد أدى النمو المطرد في التجارة الدولية خلال العشريتين القليلة الماضية وتشابك العلاقات الاقتصادية والتجارية بين مختلف الدول والتكتلات الإقليمية والدولية بفعل الانفتاح الاقتصادي ورفع الحواجز أمام حركة السلع والخدمات الأجنبية، وكذا تحرير صناعة الخدمات المالية في إطار العولمة المالية، إلى زيادة تدفق رؤوس الأموال عبر الحدود، الأمر الذي جعل أسعار صرف العملات من أهم وأدق المواضيع التي استحوذت على اهتمام الأكاديميين والمستثمرين ومتخذي القرارات على حد سواء. فسعر الصرف Exchange Rate مهم بالنسبة لأي اقتصاد وذلك لعلاقته المباشرة بالصادرات والواردات وحركة رؤوس الأموال، أي بالتجارة الخارجية والمعاملات المالية مع العالم الخارجي لأي بلد. وعليه إذا ارتفع (أو انخفض) سعر صرف العملة الوطنية مقارنة بالعملات الأجنبية، انعكس ذلك مباشرة على تكاليف السلع والخدمات المستوردة والمصدرة وبالتالي على مستوى الأسعار، الشيء الذي يؤثر على تنافسية الاقتصاد ككل.

ونظرا للعدد الهائل من السلع والخدمات التي تجوب العالم طوال السنة، ونظرا لكثرة العملات المستعملة في تقييمها وتحويل معظم تلك العملات إلى عملة أو مجموعة محدودة من العملات الرئيسية بغرض اقتنائها، فقد أصبحت سوق الصرف Foreign Exchange Market من أضخم الأسواق في العالم لتداول العملات وبمبالغ ضخمة، فقد أولت الدول أهمية بالغة لأسعار صرف عملتها ومراقبتها عن كثب وقد تتدخل لإنقاذها والعمل على توفير الاستقرار لها متى دعت الحاجة إلى ذلك. إذ تتدخل الدول، ممثلة ببنوكها المركزية، بصورة مستمرة في أسواق الصرف ببيع أو شراء كميات معتبرة من عملتها مستعملة احتياطياتها من العملات الأجنبية، وذلك للحفاظ على قيمة عملتها مقابل العملات الأخرى والتقليل من تدبدها.

وإذا كانت الدول تهتم بأسعار الصرف لإعادة التوازن لميزان المدفوعات ودعم تنافسية الاقتصاد وتطوير التجارة الخارجية وغيره من الأهداف، فإن الشركات، لاسيما ذات التوجه التصديري والاستيرادي للسلع والخدمات، بما في ذلك المواد الأولية، تهتم هي الأخرى بتطور أسعار الصرف وتتأثر بها، أي هي دائما عرضة لمخاطر أسعار الصرف. أكثر من هذا، حتى الأفراد من مستثمرين ومسافرين لأغراض سياحية وغيرها من الأعمال يتأثرون بتقلبات أسعار صرف العملات، حيث قد تتوجه موجة هامة من السياح إلى بلد ما خلال موسم معين بسبب انخفاض قيمة عملته مقابل بقية العملات الأجنبية خلال ذلك الموسم. عندئذ يتساءل هؤلاء المسافرون إن كان من الأفضل قضاء العطلة في هذا البلد أو ذاك، وبصفة أعم إن كان من الأفضل تسديد هذه الصفقة بهذه العملة أو تلك، وهكذا. من هنا جاءت أهمية سعر الصرف على المستويين الكلي والجزئي وأصبح يؤثر على الكثير من المؤشرات والمؤسسات والهيئات الاقتصادية ومنها الأسواق المالية. وعليه تهدف هذه الدراسة إلى معرفة تأثير تدبذب أسعار الصرف على الأسواق المالية.

ولقد تعرضت العديد من الدراسات لموضوع العلاقة بين أسعار الصرف والأسواق المالية من جوانب مختلفة نحاول أن نوجز بعضها فيما يلي:

- دراسة (Dimitrova 2005) التي قامت بدراسة العلاقة بين أسعار صرف العملات وأسعار الأسهم في البورصة، وتوصلت إلى أن هناك علاقة وطيدة بين السوق المالية وسوق الصرف، حيث كلما كانت السوق المالية في اتجاه صعودي فإن أسعار الصرف تكون في حالة انخفاض والعكس بالعكس. وفي نفس الاتجاه تقريباً جاءت دراسة Tabak (2006)، حيث درس العلاقة بين أسعار الأسهم وأسعار الصرف في الاقتصاد البرازيلي ووجد أن هناك علاقة معتدلة في السوق البرازيلية، لاسيما في الفترة القصيرة.

- دراسة (Zubair 2013) التي حاول من خلالها دراسة العلاقة السببية بين مؤشرات السوق المالية ومؤشرات السياسة النقدية (سعر الصرف و  $M_2$ )، في نيجيريا خلال الأزمة العالمية، حيث توصلت إلى أن هناك عدم وضوح العلاقة بين تلك المتغيرات، لاسيما بين مؤشر السوق المالية وسعر الصرف.

من ناحية أخرى عالج كل من (Kennedy and Nourizad 2016) مسألة تذبذب أسعار صرف الدولار الأمريكي مقابل اليورو على تذبذب السوق المالية الأمريكية، مركزين في ذلك على عوائد الأسهم المتداولة هناك. وجدوا أن ارتفاع تذبذب أسعار الصرف مرتبط إيجابياً مع تذبذب تلك العوائد، وبذلك فإن أسعار الصرف تؤثر على السوق المالية.

**1- أسعار الصرف:** عرف (Thomas, 2006) سعر الصرف Exchange Rate بأنه "السعر الذي يمكن بواسطته استبدال عملة دولة ما مقابل عملة دولة أجنبية"<sup>1</sup>. وعليه فإن سعر صرف عملة ما هو إلا المعدل الذي يتم على أساسه تبادل العملة المحلية أو الوطنية مقابل عملات الدول الأجنبية، أي هو عدد الوحدات النقدية من تلك العملة التي تستبدل في سوق الصرف الأجنبي بوحدة نقدية واحدة من عملة أخرى. فمثلاً سعر صرف الدينار الجزائري في يوم 08/16/2015 هو 105 دينار للدولار الواحد و 117 دينار لليورو وهكذا<sup>2</sup>. وقد يعطى سعر الصرف في شكل مزدوج أو ثنائي مثل:  $\$US/DA=105.1105/107.2306$ ، وهذا يعني أن سعر بيع الدولار إلى أي بنك جزائري هو 105.1105 دينار للدولار الواحد وسعر شرائه هو 107.2306 دينار للدولار. عادة ما يكون سعر البيع أعلى من سعر الشراء. توجد أنواع كثيرة من أسعار الصرف أهمها:

- **سعر الصرف الاسمي:** سعر الصرف الاسمي بين عملتين NER هو السعر الذي يعبر به عن سعر عملة بواسطة عملة أخرى، ويتحدد وفقاً لقوى العرض والطلب في سوق الصرف في لحظة زمنية معينة، حيث يستعمل في إجراء صفقات البيع والشراء للعملات المختلفة. سعر الصرف الاسمي قد يكون رسمياً كما قد يكون موازياً.

- **سعر الصرف الحقيقي:** سعر الصرف الحقيقي بين عملتي بلدين RER هو سعر الصرف الاسمي بينهما مع الأخذ بعين الاعتبار مستوى الأسعار في البلدين المعنيين، أي يتم الحصول عليه بتصغير Deflated السعر الاسمي بمستوى أسعار السلع والخدمات فيهما. فهو بذلك يقيس تكلفة السلع والخدمات الأجنبية مقارنة بمثيلاتها المحلية، الأمر الذي يعكس تنافسية الاقتصاد مقارنة بشركائه التجاريين<sup>3</sup>. كما أنه يعتبر بمثابة المؤشر على تخصيص الموارد المتاحة بين القطاعات المعرضة للمنافسة الدولية والقطاعات التي تتمتع بحماية. يعطى سعر الصرف الحقيقي بالعلاقة التالية:

$$RER = NER \times (P^* / P)$$

حيث: RER سعر الصرف الحقيقي،

NER سعر الصرف الاسمي،

$P^*$  هو مؤشر أو مستوى الأسعار في الدولة الأجنبية (مثل مؤشر أسعار الاستهلاك (CPI)،

P هو مؤشر أو مستوى الأسعار في الدولة المعنية.

ومن المعادلة السابقة، يتضح أن سعر الصرف الحقيقي يتناسب طردياً مع مستوى الأسعار لدى الشريك التجاري الأجنبي وعكسياً مع الأسعار المحلية. وعليه فإن ارتفاع سعر الصرف الحقيقي يعني ارتفاع مستوى الأسعار في الدولة الأجنبية، الشيء الذي يزيد في القدرة التنافسية للاقتصاد الوطني.

من ناحية أخرى قد تكون أسعار الصرف:

- **فورية:** وهي أسعار الصرف التي تتم بها صفقات البيع والشراء للعملات الأجنبية، بمعنى الأسعار السائدة في أسواق العملات في فترة معينة، مع التسليم والتسديد الأنيين Spot Transactions، أي مباشرة بعد تحديد الكميات المباعة والمشتراة من قبل مختلف الأطراف، وكذا تحديد أسعار التبادل. وفي هذا الصدد يقول (Hallwood and MacDonald, 1986) أن السعر الآني هو "عدد الوحدات من العملة الوطنية المقابلة لوحدة واحدة من العملة الأجنبية والتي يتم تسلمها فوراً"<sup>4</sup>. ويصاغ سعر الصرف الآني بصورة مزدوجة أيضاً، أي سعر شراء العملة الأجنبية وسعر بيعها، حيث عادة ما يكون سعر البيع أكبر من سعر الشراء، ولقد لوحظ أن معظم العمليات التي تتم في سوق الصرف هي صفقات فورية، أو

- **أجلة:** وهي الأسعار التي يتم تحديدها مسبقاً، أي بمجرد عقد الصفقة لبيع وشراء العملات الأجنبية على أن يكون التسليم والتسديد في فترة قادمة متفق عليها بين الطرفين. قد يكون السعر المتفق عليه هو السعر السائد في تاريخ عقد الصفقة كما قد يكون مختلفاً عنه. تلجأ الشركات العاملة في حقل التجارة الخارجية، بالإضافة إلى المراجحين والمضاربين، إلى مثل هذه الصفقات تقادياً لحسائر تذبذب أسعار الصرف (مخاطر أسعار الصرف) خلال الفترة الممتدة من عقد الصفقة وحتى تنفيذها. كأن تمتد هذه الفترة من يوم شراء العملة الأجنبية إلى يوم استئصالها في تسديد السلع التي

ستتسلمها الشركة من الخارج بعد تلك الفترة. لقد أصبحت العقود الآجلة على العملات نمطية، أي على مدى 30، 60 أو 90 يوماً، وتدخل ضمن هذه العقود عقود التبادل على العملات swaps.

وتجدر الإشارة هنا إلى أن أشكالاً وأنواعاً أخرى من أسعار الصرف مثل أسعار الصرف الفعلية، بما في ذلك سعر الصرف الفعلي الاسمي وسعر الصرف الفعلي الحقيقي وسعر الصرف التوازني وغيره. هذا الموضوع يتجاوز إطار هذه الورقة.

**1-1- أنظمة سعر الصرف:** يتم تحديد سعر صرف العملات في سوق الصرف Foreign Exchange Market وفقاً لقوى السوق من عرض وطلب في معظم الحالات. ولقد أصبحت هذه السوق العالمية فيما بين البنوك التي تعقد فيها كافة الصفقات على العملات، أصبحت شاملة تتصف بالعمولة والتقنية والتكنولوجيا العالية والحرية التامة، لاسيما فيما بين الدول المتقدمة والناشئة. إذ يتم بيع وشراء العملات الأجنبية فيها بكميات ضخمة على مدار الساعة، حيث تتعامل فيها البنوك، والشركات، والوسطاء المتخصصون والسلطات النقدية (البنوك المركزية) وغيرها من المتعاملين. تتغير أسعار الصرف باستمرار يومياً وخلال الساعة الواحدة لمرات عديدة في معظم الحالات، كما تتغير من مركز مالي لآخر ومن نظام مالي لآخر. ويعتبر نظام الصرف أحد ركائز سياسة الصرف للدولة المعنية وتدخلها في سوق الصرف لدعم عملتها من حين لآخر. على العموم يوجد نظامان لسعر الصرف هما:

**أ- سعر الصرف الثابت:** نظام سعر الصرف الثابت Fixed Exchange Rate هو النظام الذي يتم بموجبه ربط عملة بلد ما بصورة رسمية بعملة أو سلة من العملات الأجنبية القوية، بما في ذلك سلة حقوق السحب الخاصة SDRs، وذلك وفق معدل ثابت، حيث يتم اختيار تلك العملات من بين عملات الشركاء التجاريين الأساسيين الأهم فالأهم. يصاحب هذه العملية القيام بالعديد من الترتيبات المالية الدولية، بما في ذلك السماح للدولة المعنية بالتدخل المباشر في سوق الصرف بغرض جعل سعر صرف عملتها ثابتاً أو متغيراً في حدود ضيقة قدر الإمكان، أي تعمل على استقرار عملتها باستعمال ما لديها من احتياطات من العملات الأجنبية. فإذا ما أحست بضعف في عملتها تتدخل بائعة للعملات الأجنبية ومشتريه للعملة الوطنية وإذا ما أحست بالعكس -ارتفاع غير مبرر- تتدخل بائعة للعملة الوطنية ومشتريه للعملات الأجنبية وهكذا. أكثر من هذا تسعى الدول التي تتبع نظام سعر الصرف الثابت إلى تقييم عملتها تقييماً دقيقاً، الأمر الذي يبعد عن عملتها هجوم المضاربين، وذلك سواء قيمت العملة بأعلى أو بأقل من قيمتها الحقيقية.

من الناحية التاريخية استعمل هذا النظام منذ القرن التاسع عشر ولحقبة معتبرة من القرن العشرين. إذ أكدت اتفاقية بروتون وودس Breton Woods التي عقدت في 22 جويلية 1944 وضمت 44 دولة، على العمل على استقرار النظام النقدي الدولي وتطوير التجارة الدولية واعتماد نظام سعر الصرف الثابت بين العملات المختلفة باعتماد الذهب (قاعدة الذهب) ثم الدولار كوسيلتين لذلك<sup>5</sup>.

**ب- سعر الصرف المعوم:** نظام سعر الصرف المعوم Floating Exchange Rate هو النظام الذي تتحدد فيه أسعار صرف العملات وفق ميكانيزمات العرض والطلب وتحقيق التوازن في سوق الصرف التي تمتاز بالحرية في تذبذب أسعار العملات عبر الزمن. في هذا النظام لا تتدخل السلطات النقدية في سوق الصرف إلا نادراً، أي عندما يكون مستوى التذبذب واسعاً، الأمر الذي يصبح مضراً للاقتصاد الوطني. وعليه يعرف سعر الصرف في حالة التعويم التام، حيث تتحدد قيمة العملة بقوى السوق بنظام Clean Float، أما عندما يتدخل البنك المركزي ببيع وشراء العملات من سوق الصرف من حين لآخر فيعرف بنظام Dirty Float. على العموم في نظام الصرف الحر لا يوجد هناك تحديد قيمة رسمية للعملة Official Parity ويسعى المتعاملون من مختلف الجنسيات للحصول عليها بغرض شراء السلع والخدمات والأصول المالية من مختلف الدول، الشيء الذي يخلق نوعاً من العرض والطلب عليها وتحدد قيمتها في السوق بكل حرية. هذا ما يحتم على كل العملات بالتكيف مع تلك الأوضاع صعوداً وهبوطاً من فترة لآخرى. تاريخياً بدأ العمل بهذا النظام منذ أوائل السبعينات من القرن الماضي<sup>6</sup>.

بالإضافة إلى هاذين النظامين يمكن للدولة المعنية، وبغرض تحقيق الاستقرار في سوق العملات، وبالضبط استقرار عملتها، يمكنها فرض رقابة على الصرف للحد من المضاربة وهروب رؤوس الأموال بإخضاع المشتريات والمبيعات بالعملات الأجنبية إلى رخصة تمنح من قبل السلطات المختصة. تلجأ الدولة إلى هذه الإجراءات في حالات الاضطرابات المالية التي قد تستمر لفترة طويلة نسبياً وتزامنها مع شح في العملات الصعبة. إذ قد تضطر الدولة التي تعيش أزمة عملة إلى تخصيص القدر المتوفر لديها من العملات الأجنبية حسب الأولويات التي يملها الاقتصاد الوطني واحتياجات قطاعاته من العملة الصعبة. وحماية لعملتها واقتصادها بصفة عامة، قد تلجأ الدول في حالات الأزمات المالية إلى تعديل سعر صرف عملتها بغرض تشجيع الصادرات أو أي إجراء قد يؤدي إلى الاستقرار.

**1-2- العوامل المؤثرة في أسعار الصرف:** تؤثر جملة من العوامل الاقتصادية وغير الاقتصادية على أسعار الصرف، الأمر الذي يجعل العملات تتذبذب صعوداً ونزولاً، نذكر أهمها فيما يلي:

**أ- سعر الفائدة:** فمع زيادة تشابك الاقتصاديات العالمية في إطار العمولة المالية وحرية حركة رؤوس الأموال عبر الحدود، أصبح لسعر الفائدة دوراً هاماً في تحديد أسعار الصرف، إذ بمجرد ارتفاع سعر الفائدة في بلد معين تنهافت إليه رؤوس الأموال الأجنبية للتوظيف في السوق المحلية، الشيء الذي يزيد في الطلب على العملة المحلية ويرتفع سعر صرفها إلى أن يحدث نوع من التوازن بين أسعار الفائدة (العوائد) في الدولة المستقبلة لرؤوس الأموال والدول المصدرة

لها. كما أنه يحدث العكس في حالة انخفاض سعر الفائدة في ذلك البلد، أي عندما ينخفض سعر الفائدة يقل الطلب على تلك العملة وينخفض سعر صرفها وهكذا.. وهذا ما يعرف بوضعية تعادل أسعار الفائدة Interest Parity Condition، والتي تعني أنه في عالم تسوده حرية حركة رؤوس الأموال فإن العوائد على مختلف الاستثمارات متساوية في البلدان المعنية<sup>7</sup>.

**ب- معدل التضخم:** يؤثر الاختلاف بين معدلات التضخم بين الدول المختلفة على أسعار صرف عملاتها، على اعتبار أن المستوى العام للأسعار في أي دولة يؤثر مباشرة على القوة الشرائية للعملة الوطنية ارتفاعا وانخفاضا، الشيء الذي ينعكس على قيمتها مقارنة ببقية العملات. وعليه فزيادة معدل التضخم في دولة معينة تؤدي إلى تدهور سعر صرف عملتها مقارنة بعملات شركائها التجاريين، وانخفاضه يؤدي إلى العكس وهكذا..

ولقد كان للاقتصادي Gustav Cassel الفضل في دراسة العلاقة بين معدل التضخم في بلد ما وبين سعر صرف عملته، وذلك فيما يعرف بنظرية تعادل القوة الشرائية Theory of purchasing power parity: PPP، والتي تُظهر بأن أسعار الصرف بين عملتي دولتين تتغير باستمرار أو تستجيب Adjust لتعكس التغيرات في مستويات الأسعار فيهما<sup>8</sup>. ومع افتراض حرية التبادل بين هاتين الدولتين وانعدام تكاليف الصفقات، يستمر التعديل في مستويات الأسعار إلى حد تتساوى عنده أسعار السلع والخدمات والأصول المالية في البلدين، وهذا ما يعرف بقانون السعر الوحيد Law of One Price.

**ج- ميزان المدفوعات:** ميزان المدفوعات: م.م Balance of Payments هو جدول يعكس تدفقات السلع والخدمات والأدوات المالية وكذا رؤوس الأموال، والتي يقوم بها الأعوان الاقتصاديون لبلد ما مع الأعوان الاقتصاديين في بقية دول العالم. إذ تسجل فيه كافة الصفقات النقدية الدولية التي يجريها بلد ما مع الخارج خلال فترة معينة. يتكون م.م من عدة حسابات أهمها الحساب الجاري Current Account وحساب رأس المال Capital Account وعمليات البنك المركزي<sup>9</sup>. يجب أن يكون م.م دائما في حالة توازن، فكل عملية تجارية أو مالية تحتاج إلى تمويل، حيث يسجل في الجانب المدين Debit الصفقات التي ينتج عنها مصاريف تُدفع للدول الأجنبية وفي الجانب الدائن Credit العوائد المحصلة من الخارج.

تؤثر وضعية م.م، أي الصادرات والواردات من سلع وخدمات وأصول مالية على أسعار الصرف، على اعتبار أنه كلما سُجل عجز في م.م يعني أن البلد قد استورد أكثر مما صدر وهذا يؤدي إلى تدهور قيمة العملة والعكس إذا سجل م.م فائضا، حيث يؤدي ذلك إلى زيادة قيمة العملة وارتفاع سعر صرفها. بعبارة أخرى كلما كان سعر صرف العملة منخفضا كلما كان ذلك في صالح المنتجات الموجهة للتصدير وكلما كان مرتفعا كان ذلك في صالح المنتجات المستوردة.

**د- عوامل أخرى:** يوجد العديد من العوامل الأخرى المؤثرة على أسعار صرف العملة مثل كمية النقود وتأثيرها على مستوى الأسعار، مستوى العرض والطلب على العملة للأسباب الاقتصادية والمالية المعروفة، السياسة النقدية والسياسة المالية وهل الحكومة تتبع سياسة انكماشية أو سياسة توسعية، الاضطرابات السياسية والأزمات الاقتصادية والمالية التي تؤدي إلى فقدان الثقة في العملة وبالتالي إلى تدهور سعر صرفها، التعريفات الجمركية والضرائب على الواردات وتخصيصها، فروق الإنتاجية، العوامل النفسية وغيرها من العوامل التي تؤثر سلبا (انخفاض سعر صرف العملة) أو إيجابا (ارتفاع سعر صرفها).

في الأخير، تجدر الإشارة إلى أن هناك عددا لا بأس به من المواضيع المهمة المرتبطة بأسعار الصرف ولم نتناولها في هذه الورقة مثل مخاطر أسعار الصرف، تهديف أسعار الصرف Targeting، تخفيض قيمة العملة أو رفع قيمتها، الحجم المثالي للسيولة في العالم والسيولة الدولية، تحرير أسعار الصرف، كفاءة سوق الصرف، المضاربة وهروب رؤوس الأموال، وغيرها من جوانب اقتصاديات الصرف، والتي تتجاوز حدود هذه الورقة.

**2- الأسواق المالية<sup>10</sup>:** السوق المالية هي تلك السوق التي يتم فيها بيع وشراء مختلف الأصول المالية من أسهم وسندات ومشتقات وغيرها من أدوات الاستثمار والتحوط. ويساهم كل من الوسطاء والسماسرة والهيئات المرخصة للتعامل في المنتجات المالية بقطر وافر في تنشيط تلك السوق تحت رقابة السلطات المالية. ففيها يلتقي الأعوان الاقتصاديون الذين يسجلون فائضا مع الأعوان الاقتصاديين الذين يسجلون عجزا (التقاء العرض والطلب على رؤوس الأموال)، وباستعمال ميكانيزمات السوق، لاسيما تقنية التوريق Securitisation وإصدار الأوراق المالية، تنتقل تلك الأموال من الفئة الأولى إلى الفئة الثانية، الأمر الذي يعني تمويل الأنشطة الاقتصادية المختلفة. وعليه فالسوق المالية هي أيضا مكان التقاء العرض والطلب على تلك الأوراق المالية وبذلك تتحدد أسعارها وفقا لقوى السوق.

يتوجه إلى الأسواق المالية المتقدمة والناشئة وبعض الأسواق النامية جزء هام من المدخرات العالمية الضخمة التي أصبحت تنتقل عبر الحدود بسهولة تامة بعد رفع الحواجز أمامها ضمن برامج التحرير المالي والعولمة المالية التي أصبحت تميز الاقتصاد العالمي.

ومن الناحية التاريخية يمكن القول أن البورصات في العالم قد عرفت تطورا كبيرا قبل أن تصل إلى ما هي عليه الآن. وقد أخذ هذا التطور أشكالا متعددة منها ما خص تطور الهياكل Structures والتشريعات Legislation، ومنها ما خص ظهور منتجات مالية جديدة Financial Products. أما أصل كلمة "بورصة" فيرجع للاسم العائلي للأسرة

البلجيكية Van der Beurze القاطنة بمدينة Bruges غرب بلجيكا وذلك في القرن الخامس عشر. ففي منزل تلك العائلة أنشئت أول نواة للبورصة في العالم.

**1-2- تصنيف الأسواق المالية:** نظرا للتنوع الكبير الذي تمتاز به تلك الأسواق نحاول أن نصنفها، وفقا لمعايير محددة نأمل أن تكون جامعة لكل نوع من تلك الأسواق على حده ويظهر كل تصنيف الفرق الموجود بينها، على الرغم من أنها متداخلة في كثير من الأحيان، كما سنرى فيما بعد. أهم هذه التصنيفات على الإطلاق هو تصنيفها إلى، انظر الشكل رقم 1 في الملاحق):

**1-1-2- السوق الأولية (Primary Market):** هي جزء من السوق المالية أين يتم بيع الأسهم والسندات وغيرها من الأوراق المالية التي تطرح لأول مرة للتعامل أو المصدرة حديثا. وبذلك يمكن للمؤسسات أن تجمع الأموال التي تحتاجها للإنشاء والتوسع، خاصة إذا كانت تتمتع بسمعة لا بأس بها لدى الجمهور والمؤسسات المالية المختصة. كما تستعمل من قبل الحكومة لتمويل المشاريع وتغطية العجز في الميزانية، (انظر الشكل رقم 01 بالملاحق).

من الشكل رقم 01 يمكن ملاحظة أن السوق الأولية ما هي إلا ملتقى طرفين: المالكون لرؤوس الأموال والمدخرات من بنوك وجمهور ومؤسسات مالية مختصة وشركات استثمار وصناديق توظيف مختلفة، والمحتاجون لتلك الأموال من هيئات ومؤسسات حكومية وخاصة تطرح أوراقا مالية لأول مرة بغرض تجميع الأموال وتوجيهها للمشاريع الأكثر مردودية، مما يرشد استخداماتها بكفاءة، أي كفاءة التخصيص Allocation Efficiency.

**1-2-2- السوق الثانوية (Secondary Market):** هي ذلك الجزء من السوق المالية الذي يتم فيه تداول الأسهم والسندات وغيرها من الأوراق المالية التي سبق إصدارها. وعليه فإن السوق الثانوية هي مكان لقاء الباعة والمشتريين (المستثمرين) لأوراق مالية سبق وأن بيعت في السوق الأولية. من هنا تأتي أهمية هذه المؤسسة المالية في توفير السيولة للأوراق المالية المتداولة. تعرف هذه السوق لدى عامة الناس بالبورصة. وسنركز عليها في هذه الورقة دون غيرها من الأسواق، خاصة في الجانب التطبيقي.

**1-3- تقسيمات أخرى:** يوجد العديد من التصنيفات الأخرى مثل تقسيم تلك الأسواق حسب معيار آجال العمليات إلى السوق النقدية وسوق رؤوس الأموال وتقسيمها حسب معيار طبيعة المنتجات المتداولة إلى بورصات السلع، أسواق الأوراق المالية، وأسواق القروض، وحسب معيار المجال الجغرافي المغطى إلى: أسواق رأس المال الدولية، أسواق المال الإقليمية، وأسواق المال المحلية، وغيرها من التقسيمات.

يبقى أن نشير إلى أنه، على الرغم من وجود نوع من التقاطع أو التداخل بين بعض التقسيمات السابقة، فإنها تبقى ذات فائدة بالنسبة للمستثمر للتوجه للسوق المناسبة لتحقيق أهدافه الاستثمارية وبالنسبة للسلطات المالية لممارسة الرقابة على تلك الأسواق.

## 2-2- أهداف السوق المالية: للسوق المالية مجموعة من الأهداف نذكر أهمها فيما يلي<sup>11</sup>:

**أ- تجميع وتجنيد الادخار:** لاسيما الادخار المالي L'épargne financière وهو جزء من الادخار الوطني والدولي، والذي يتوجه إلى السوق المالية بطريقة أو بأخرى، لاسيما نتيجة التعامل بالأوراق المالية. وعليه فإن السوق المالية هي تلك المؤسسة التي تقوم بمهمة تجميع الادخار وتوظيفه وجعله منتجا (غير جامد) بإقامة وتوسيع الأنشطة الاقتصادية المنتجة، أي محاولة تنظيمه عبر قنوات Channels محكمة قصد تجنيده واستعماله في تمويل تلك الأنشطة.

**ب- نشر رأس مال الشركات:** إن رأس المال ما هو إلا مجموع الأسهم التي بيعت في السوق المالية أو المكتتب بها لصالح شركة ما. إن نشر رأس المال لأي مؤسسة يعني وصول أوراقها المتداولة، لاسيما الأسهم، إلى الجمهور الذي يرغب في الاستثمار فيها. يتيح القيام بهذه العملية، عبر السوق المالية بإمكاناتها المادية والبشرية وميكانيزماتها المتطورة، للشركة المعنية انتشار أوراقها (ملكيتها) بصورة واسعة.

**ج- المساعدة على تطور التجمعات الصناعية والتجارية والخدمية.** وذلك عبر عمليات وصفقات ضخمة مثل: الاندماج، الاستيلاء، الامتصاص، والصفقات التي تتم لأغراض الرقابة.

**د- قياس وضعية الاقتصاد الوطني:** لقد وجدت علاقة وطيدة دائمة بين الأسواق المالية ومجموع الشركات العاملة في أي بلد يتوفر على سوق مالية نشيطة. وعليه فإن للسوق المالية دور هام في تنشيط تلك الشركات وتنميتها وبالتالي لها أيضا دور في تنشيط وتمويل الاقتصاد الوطني ككل. فالبورصة تؤثر وتتأثر بالاقتصاد الوطني والمحيط الدولي، ويظهر ذلك جليا في تطور المؤشر العام لها. لهذا عادة ما يقال أن السوق المالية هي المرآة التي تعكس وضعية الاقتصاد الوطني وحتى الدولي، بفعل العولمة المالية والارتباط بين الاقتصاديات والأسواق المالية العالمية.

**هـ- تنويع مصادر التمويل:** عادة ما تحاول الشركات استعمال مصادرها الخاصة في تمويل كل من الاستغلال والاستثمار، أي اللجوء إلى التمويل الذاتي. غير أن هذا الأخير قد لا يكفي لتغطية كافة الاحتياجات، مما يجعل إدارة الشركة مضطرة للجوء إلى التمويل الخارجي بمختلف أشكاله، وبما يضمن لها المرونة والاستقلالية وكذا الاستفادة من كافة مزايا تلك الأشكال من التمويل. من هنا تأتي أهمية تقييد الشركات في السوق المالية بغرض تنويع مصادر التمويل.

**و- أهداف أخرى للسوق المالية:** للسوق المالية العديد من الأهداف الأخرى، سواء المتعلقة بالاقتصاد ككل مثل أنها سوق مستمرة، توفير السيولة لكافة المتعاملين، تقديم الإرشادات وتوعية للمستثمرين، آلية فعالة لتحديد الأسعار

لمختلف الأدوات المالية المتاحة، مثل تحقيق الشهرة للشركات المقيدة، ضمان استمرارية الشركة، تسهيل مساهمة العمال وهيكل المساهمين، وتسهيل البيع لصغار المساهمين.

**2-3- المنتجات المالية:** لقد تميزت البورصات قديماً بتداول الأسهم والسندات فقط إلا أن البورصات الحديثة أصبحت تتميز بكثرة المنتجات المالية المتداولة إلى درجة أن المصدرين أصبحوا يطرحون منتجاً مالياً لكل شريحة من المكتسبين بمرونة فائقة. المهم أن يجلب الإصدار جزءاً ولو يسيراً من الأرباح وتوظيفه بما يضمن العائد المجزي والتوزيع الفعال لمصادر التمويل المتاحة، أي كفاءة التوزيع Allocation Efficiency. فالأوراق المالية هي مصدر من مصادر التمويل طويل الأجل بالنسبة للشركات والمؤسسات والحكومات. ويُتداول في البورصات والأسواق المالية العديد من الأدوات المالية نتعرض لأهمها فيما يلي:

**أ- منتجات الملكية:** تتمثل هذه المنتجات أساساً في تلك الأدوات المالية التي تمثل مساهمة في رأس مال الشركات المُصدرة (شركات المساهمة) وتتكون من:

**\* الأسهم العادية:** يمثل هذا النوع من الأسهم Common Stock مقدار المساهمة (الاشتراك) في رأسمال شركة المساهمة، أي هو المقدار المملوك من رأسمال الشركة Ownership من طرف مستثمر ما، فهي من الأموال الخاصة الدائمة من الناحية التقنية فإن الأسهم هي عبارة عن شهادات متداولة مرقمة تسلسلياً ليس لها تاريخ استحقاق تحمل قيمة تعرف بالقيمة الاسمية للسهم، بالإضافة إلى المعلومات المتعلقة بالشركة المصدرة. قد يكون السهم لحامله، بمعنى أن الشركة المصدرة لا تعرف من بحوزته ذلك السهم في أي لحظة، ولذلك فتداوله يتم بانتقاله من مشترٍ لآخر دون المرور بالشركة المعنية. كما قد يكون السهم اسمياً أي حاملاً لاسم المساهم، حيث يصبح هذا الأخير معروفاً لدى الشركة. وقد تكون الأسهم العادية محررة تماماً، أي دفع ثمنها بالكامل، كما قد تكون محررة جزئياً فقط، أي تم دفع جزء من الثمن أثناء الإصدار، على أن يُدفع الباقي في فترات قادمة متفق عليها ضمن مخطط مستقبلي. للمساهمين العاديين حقوق أهمها: الحق في الأرباح الموزعة، حضور الجمعيات العامة والتصويت، وبالتالي المساهمة في إدارة الشركة، الأولوية في الاكتتاب والتوزيع، بيع الأسهم، الإطلاع على وثائق الشركة، والاستفادة من موجودات الشركة بعد التصفية.

**\* الأسهم الممتازة:** هي شهادات تصدرها الشركات للتزود برؤوس الأموال عند الحاجة، مثلها في ذلك مثل الأسهم العادية، إذ تمثل هي الأخرى ملكية المساهم الممتاز لجزء من الشركة وهي أيضاً من الأموال الخاصة الدائمة. يختلف المساهم العادي عن المساهم الممتاز في كون أن لهذا الأخير الأولوية في الحصول على الأرباح الموزعة واسترجاع أمواله المستثمرة عند تصفية الشركة أو بيعها وله أيضاً الحق في أرباح سنوية تحدد بنسبة مئوية من القيمة الاسمية للسهم. إلا أنه ليس للمساهمين الممتازين حق التصويت في الجمعيات العامة والمساهمة في إدارة الشركة.

**ب- منتجات المديونية:** إن أهم المنتجات المالية التي تمثل ديناً على الحكومة أو الشركة المصدرة هي السندات بمختلف أنواعها. والسند هو ورقة متداولة تمثل ديناً طويل (أو متوسط) الأجل على الشركة أو أي هيئة مصدرة أخرى، وهو جزء من الدين الكلي لها. وعليه فإن السندات هي تلك الأدوات المالية التي تمثل وسيلة تستعملها الشركات (أو الحكومة أو الهيئات المحلية) للحصول على رؤوس الأموال في شكل ديون ط.أ. أو م.أ. لحملة السندات الأسبقية في حالات التصفية والبيع والحصول على الفوائد. وعلى العكس من الأسهم فإن للسندات دخل ثابت سنوي في الغالب ويدفع المبلغ الأصلي في تاريخ الاستحقاق.

لقد تميزت السندات على غيرها من الأوراق المالية بكثرتها ومن أهمها السندات التقليدية، السندات القابلة للتحويل إلى أسهم (OBSA)، السندات بكوبونات الاكتتاب في السندات (OBSO)، السندات بمعدل فائدة متغير، السندات المرتبطة بمؤشر، وغيرها من الأنواع.

**ج- المنتجات المالية الهجينة:** تجمع هذه المنتجات من حيث الخصائص بين الأسهم التي تمثل ملكية جزء من الشركة وبين السندات التي تمثل ديناً عليها. المنتجات المالية الهجينة، هي الأخرى، كثيرة العدد أهمها: شهادات المشاركة، السندات بقسيمات الاكتتاب في الأسهم، وشهادات الاستثمار.

**د- المنتجات المالية المشتقة:** لقد دخلت الأدوات المالية المشتقة Derivatives الأسواق وبصورة مكثفة، لاسيما منذ عشرية الستينات من القرن الماضي، وبذلك أصبحت تلك الأسواق لا تقتصر على الأدوات المالية التقليدية فقط مثل الأسهم والسندات. من الأمثلة على هذه الأدوات نجد الخيارات بمختلف أنواعها، العقود الآجلة، العقود المستقبلية، وعقود المبادلة. سميت هذه المنتجات المالية بالمشتقات لأن قيمها أو أسعارها (قيم وأسعار العقود) تتوقف أو تشتق من تلك الأصول المرتبطة بها Underlying Assets. فهي أدوات مالية لا تُصدر بغرض جمع رؤوس الأموال، كما هو الحال بالنسبة للأسهم والسندات، وإنما لأغراض التحوط والمضاربة وغيرها.

**هـ- المنتجات المالية المركبة:** عرفت لجنة البورصة والأوراق المالية الأمريكية SEC المنتجات المالية المركبة أو المهيكلة (م.م.م) Structured Financial Products بأنها "الأدوات المالية التي تتوقف تدفقاتها المالية على مؤشر أو أكثر ويحتوي على عقود آجلة أو خيارات أو أوراق مالية، حيث يحصل المستثمرون على عائد من قبل المصدرين، والذي له حساسية عالية تجاه التغيرات في قيمة الأصول المعنية Underlying Assets، أو المؤشرات أو أسعار الفائدة أو التدفقات النقدية"<sup>12</sup>. كما عرفت بورصة اليباسيفيك م.م.م بأنها "الأدوات التي تم اشتقاقها من/ أو المرتكزة على ورقة أو مجموعة من الأوراق المالية أو سلة من الأسهم، أو مؤشر أو سلعة أو دين مُصدر أو عملة أجنبية أو غيرها من الأدوات"<sup>13</sup>.

وعليه فإن م.م.م هي فئة من المنتجات المالية التي يتوقف العائد المحصل منها على أداء أصل أو مجموعة من الأصول. هذه الأخيرة قد تكون سلعة، أو سهم، أو مؤشر، خيارات، عقود، بما في ذلك عقود المبادلة، صناديق، أسعار فائدة، سلة من الأوراق المالية، أو غيرها من الأصول. فحسب خصوصيات كل منها، تُصدر م.م.م بأشكال قانونية مختلفة، أي قد تصدر كأدوات دين أو حصص صناديق، حيث تتراوح مدد استحقاقها من عدة ثلاثيات إلى عدة سنوات (6-8 سنوات). ولقد كان لظاهرة الإبداعات المالية الدور الفعال في ظهور وانتشار هذه الأدوات الخطرة المعقدة والمتطورة، لاسيما قبل الأزمة المالية العالمية لسنة 2008. كما ساهم في التوسع في استعمالها والاستثمار فيها أن الكثير منها يمتاز بضمان المبلغ الأصلي المستثمر Protected Principal، بالإضافة إلى أن عائدها مغري، خاصة إذا احتفظ المستثمر بها إلى تاريخ الاستحقاق<sup>14</sup>.

شكليا تتكون معظم م.م.م من شقين أو مكونين Two Components. الأول عبارة عن قسيمة Note والثاني مشتق مالي (خيار في أغلب الأحيان). إذ تستعمل القسيمة لدفع الفوائد للمستثمر بنسبة محددة وفي آجال متفق عليها، بينما يستعمل المشتق المالي لتسديد المبلغ الأصلي عند الاستحقاق. تُسوق م.م.م للمستثمرين من قبل المؤسسات المختصة، على أساس أنها أدوات دين أو حصص في معظم الحالات، وهذا بالرغم من اختلاف مكوناتها<sup>15</sup>.

**و- المنتجات المالية الإسلامية<sup>16</sup>.** يتداول في الأسواق المالية عدد لا بأس به من الخدمات والمنتجات المالية الإسلامية، حيث يحاول المصدرون تلبية احتياجات المستثمرين الذين يسعون للتنوع في اتجاه تلك المنتجات المتوائمة مع الشريعة الإسلامية. تتمثل هذه الخدمات والمنتجات في حزمة من الأدوات المدعومة بأصول ملموسة كالعقارات، الآلات، أو العربات، أو غيرها من الأصول المادية، نلخص أهمها فيما يلي:

**- الأسهم العادية:** الأسهم العادية Common Stocks المتوافقة مع الشريعة الإسلامية هي شهادات بقيم متساوية تمثل الملكية في الشركة المصدرة، فالمساهمون هم ملاكها (ملاك رأس المال) والمسؤولون عن إدارتها. وتسمح الشريعة الإسلامية للشركات المساهمة بإصدار الأسهم العادية، ما عدى تلك الشركات التي تعمل في حقل أو نشاط غير مشروع مثل الكحول، القمار، التأمين التجاري، والأنشطة غير الأخلاقية، والخدمات المالية الوضعية كالإقراض بفائدة، وغيره من الأنشطة المحرمة شرعا. وتجدر الملاحظة هنا إلى أن الأسهم العادية المتوافقة مع الشريعة Shariah-Compliant هي أدوات متداولة في الأسواق المالية الثانوية الإسلامية ويمكن للهيئات التابعة لهذه الأسواق وكذا المعاهد المتخصصة إنشاء مؤشرات الأسهم الإسلامية، لاستعمالها في الأغراض المختلفة.

**- الصكوك:** الصكوك Sukuk أو السندات الإسلامية Islamic bonds هي أوراق مالية بقيم متساوية تمثل، هي الأخرى، ملكية أصل ملموس من الأصول Ownership، أي تعكس حقوق المساهمة فيه. ولقد عرفت منظمة المحاسبة والتدقيق للمؤسسات المالية الإسلامية AAOIFI الصكوك بأنها "شهادات بقيم متساوية تمثل أسهما غير قابلة للتجزئة لملكية أصول ملموسة، أو حق التمتع المؤقت (الاستعمال) Usufruct أو خدمات أو في ملكية أصول تابعة لمشاريع خاصة أو أنشطة استثمارية خاصة"<sup>17</sup>.

لقد حاول الأكاديميون والممارسون والمختصون في حقل المالية الإسلامية بصفة عامة، تصميم صكوك أشبه ما تكون بالسندات الوضعية غير أنها متوافقة مع الشريعة الإسلامية، أي مرتبطة بأداء أصول معينة أو استثمارات ملموسة، حيث يُعرف المستثمرون في هذا النوع من الأدوات المالية الإسلامية بحملة الصكوك Sukukholders. تطورت أسواق الصكوك في العشرية الماضية تطورا هائلا، حيث اعتبرت هذه الصكوك بمثابة المنتجات المالية الإسلامية المركبة م.م.إ.م. إذ تم إصدار 47.77 مليار دولار في 2010 في أسواق الصكوك العالمية، أي أكثر من 144 مرة قيمة الإصدار في 2000<sup>18</sup>، الأمر الذي جعل هذه الأدوات وسيلة هامة في تمويل التنمية. في هذا المنحى اعتبر (Siddiqi, 2008) أن للصكوك "دورا كبيرا في تطوير ظاهرة اقتسام المخاطر، وليس نقل المخاطر كما هو الحال في أدوات الدين الوضعية، الشيء الذي يحسن من استقرار الادخار والاستثمار وبالتالي زيادة النمو والرفاهية..."<sup>19</sup>. يتوفر الآن في الأسواق المالية العديد من أنواع الصكوك أهمها صكوك المضاربة، صكوك المشاركة، صكوك المرابحة، صكوك الاستصناع، صكوك الإجارة، صكوك السلم، الصكوك الهجينة (مثل الصكوك القابلة للتحويل إلى أسهم)، والصكوك الدائمة Perpetual Sukuk، وغيرها.

**- صناديق الاستثمار الإسلامية:** صناديق الاستثمار الإسلامية Islamic Investment Funds: IIFs هي صناديق تعمل وتدار وفقا لمبادئ الشريعة الإسلامية مثل تحريم الربا والغرر وبيع ما لا يملك وغيره من المبادئ. وتعتبر الصناديق الإسلامية للأسهم IIEFs أشهر هذه الصناديق، حيث تستثمر في الأسهم العادية التي تتماشى مع الشريعة الإسلامية. سوق هذه الصناديق من أسرع الأسواق المالية الإسلامية نموا، إذ لم يكن يتجاوز عددها 10 صناديق قبل 1995، ولكن منذ 1996 فقد تضاعف عددها كل سنة تقريبا ليصل إلى أكثر من 120 صندوقا برؤوس أموال قاربت 20 مليار دولار في 2007، مسجلة نموا سنويا تراوح بين 12 و15%<sup>20</sup>.

**4-2- الإبداعات المالية:** إن تعرضنا إلى أنواع معينة من الأدوات المالية، فيما سبق من هذه الورقة، لا يعني بالمرّة أنها الأدوات الوحيدة المتداولة في الأسواق المالية المختلفة، فعلى الرغم من تعرضنا إلى الأسهم والسندات والمنتجات المالية الهجينة، والمنتجات المشتقة، والمنتجات المالية المركبة، م.م.م والمنتجات المالية الإسلامية، فإن هناك العشرات، بل المئات من الأوراق والأصول المالية المصدرة من قبل الشركات، الحكومات والسلطات المحلية، بيوت



السمرة والمؤسسات المالية، وصناديق الاستثمار، والتي لا يسعنا المجال هنا للتعرض لها. هذا ما عرف في الأدبيات المالية خلال العقود الأربعة الأخيرة بالإبداعات المالية Financial Innovation.

إذ تعتبر هذه التعبيرات والاختراعات بمثابة الثورة في تجديد وتطوير وابتداع الأدوات والمؤسسات المالية. من الأمثلة على تلك الإبداعات المتعلقة بالأصول المالية نسجل السندات الدولية، السندات بأسعار فائدة متغيرة، السندات الصفرية Zero Coupon Bonds، شهادات الاستثمار، أوراق المشاركة، الأسهم المرفقة بوصل الاككتاب في الأسهم ABSA، الخيارات يشتى أنواعها، العقود المستقبلية والعقود الآجلة، والمنتجات المالية المركبة، م.م.م والصكوك الإسلامية وغيرها من الأدوات المالية.

لم تقف حركة الاختراعات المالية عند هذا الحد. فلقد امتدت إلى ميدان المؤسسات والهيكل، حيث أنشئت أسواق خاصة بتلك الأصول التي لاقت رواجاً لتوفير السيولة لها. كما أنه من بين أسباب إنشاء بعض الأسواق المالية هو إتاحة الفرصة للشركات التي لم تتمكن من الدخول للأسواق الرسمية. من الأمثلة على ذلك إنشاء السوق الثانية، الثالثة والرابعة في الولايات المتحدة، السوق الثانية الفرنسية، سوق المؤسسات الصغيرة والمتوسطة البريطانية AIM، وأسواق الخيارات، أسواق العقود المستقبلية وغيرها من الهياكل والأسواق.

**2-5- التنوع الدولي:** يدخل التنوع الدولي International Diversification، شأنه في ذلك شأن بقية الأشكال من التنوع ضمن عملية اختيار الأدوات المالية التي تتضمنها المحفظة وتحليلها وكذا تخصيص الموارد المتاحة على مختلف فئات الأصول Asset Allocation. إذ بإمكان المستثمر في أدوات مالية أجنبية أن يخفض إلى حد كبير من المخاطر المنتظمة التي تتعرض لها محفظته الكلية أو الإجمالية. ويشترط أيضاً في نجاح التنوع أن يختار الأدوات الاستثمارية الأجنبية التي لها عوائد ترتبط ارتباطاً سالباً تاماً أو على الأقل قليلة الارتباط بعوائد الأدوات الاستثمارية المحلية. كما يستحسن أن ينوع المستثمر في اتجاه البلدان التي تكون الدورات الاقتصادية لها Business Cycles قليلة الارتباط بالدورات الاقتصادية المحلية، فذلك ما يؤدي إلى التقليل من التقلبات في أسعار العملات. فإذا ما سجل تراجع في السوق المحلية عوض المستثمر من ازدهار الأسواق الأجنبية وهكذا. بالإضافة إلى ذلك فإن للتنوع الدولي مزايا أخرى مثل توسيع الفرص المتاحة أمام المستثمرين لتحقيق عوائد إضافية وتحسين مداخيلهم، لاسيما على الأمد الطويل، حيث يتوقف هذا التوسيع في المحافظ على هدف المستثمر ومخصصاته المالية المراد استثمارها في الخارج وكذا على موقفه (سلوكه) من المخاطر وخبرته في المجال الاستثماري والمالي.

وعلى الرغم من هذه المزايا وغيرها فإن للتنوع في اتجاه الاستثمارات الدولية لا يخلو من جملة من المخاطر مثل مخاطر أسعار الصرف وتذبذب قيم العملات، المخاطر السياسية، خاصة المخاوف من التأميم وعدم ثبات التشريعات والاضطرابات السياسية، مخاطر اختلاف الممارسات المحاسبية، وعراقيل تحويل رؤوس الأموال والأرباح المحققة (ضمن الرقابة على الصرف الأجنبي)، ارتفاع تكاليف بعض المعاملات في الدول الأجنبية وتكاليف الحصول على المعلومات من الشركات الأجنبية والتكاليف الإضافية إذا ما ارتفع عدد الأصول في المحفظة عن حد معين، أي ارتفاع تكاليف إدارة المحفظة.

وفي موضوع العلاقة بين أسعار الصرف والمحافظ الاستثمارية المنوعة دولياً يرى Teulié et Topsacalian، 1997 أن نظرية المحفظة تقتضي أنه "فيما يتعلق بأسعار الصرف، ولتخفيض مخاطر المحفظة، على المستثمر أن يستعمل عملات مختلفة بمخاطر متقابلة Risques Opposés<sup>21</sup>". وعلى اعتبار أن حركة رؤوس الأموال تسمح بتوازن سوق الصرف في الأمد القصير، فإن مدخل نظرية المحفظة يكمل في هذا المجال نظرية تعادل أسعار الفائدة PPP التي سبق التعرض لها. ويشير Häberle، 1999 إلى أن مساهمة أسعار الصرف في المخاطر الكلية لمحفظة منوعة دولياً "لا تتوقف فقط على تباين أسعار الصرف وإنما على ارتباطها بتغيرات عوائد الأسهم المقيمة بالعملة المحلية أيضاً. فارتباط غير تام بين تلك الأسعار وتلك العوائد يؤدي إلى تخفيض المخاطر الكلية بفعل التنوع. كما يشير نفس الكاتب إلى أن مساهمة سعر الصرف في المخاطر الكلية للمحفظة الدولية تزداد بزيادة عدد الأدوات الاستثمارية في المحفظة مثل أدوات السوق النقدية، السندات، العقارات<sup>22</sup>، ...

## II. الطريقة والأدوات المستخدمة:

**1- عينة البحث:** تتكون العينة التي شملتها الدراسة من متغيرات البحث المفسرة والتابعة المتمثلة في مؤشرين أمريكيين، مؤشرين آسيويين و3 مؤشرات أوروبية، وهي مؤشرات الأسواق المالية العالمية الكبرى، من جهة، ومؤشرات أهم الأسواق المالية العربية وأكثرها نشاطاً وأعلىها رسماً وأحسنها تنظيمًا واستعمالاً لوسائل التداول والاتصال الحديثة، من جهة ثانية. بالإضافة إلى ذلك شملت العينة أسعار صرف عملات الدول العربية المعنية مقابل الدولار الأمريكي، وأسعار صرف الدولار الأمريكي مقابل اليورو وكذا أسعار صرف هذا الأخير مقابل الدولار. كل ذلك بغرض دراسة تأثيرها على الأسواق المالية العربية. (أنظر الجدولين رقم 01 و02 بالملاحق).

**2- البيانات وفترة الدراسة:** تتمثل المعلومات المستعملة في دراسة أثر أسعار صرف العملات على الأسواق المالية وارتباطها، تتمثل في قيم المؤشرات لكافة أفراد العينة، سواء تعلق الأمر بمؤشرات الأسواق المالية العربية أو الأجنبية، وأسعار صرف العملات العربية مقابل الدولار الأمريكي، سعر صرف الدولار مقابل اليورو وكذا سعر



صرف هذا الأخير مقابل الدولار. أما فيما يتعلق بفترة الدراسة، فسنركز في هذا البحث على السداسي الأول من سنة 2015، أي 181 مشاهدة في معظم الحالات.

**3- أدوات البحث:** ولمعرفة اتجاه التغير، نستعمل نموذج الانحدار البسيط والمتعدد، ولقياس المرونة أو مدى الاستجابة النسبية للمتغيرات التابعة إذا ما تغيرت المتغيرات المستقلة بنسب معينة، نلجأ إلى النموذج اللوغاريتمي من الشكل:

$$\beta_1 \log X_i + \epsilon_i + \beta_0 = \log Y_i$$

حيث يمثل:

$Y_i$  المتغير التابع وهو متغير داخلي (endogenous)،

$X_i$  المتغير المستقل أو المفسر وهو متغير خارجي (exogenous)،

$\beta_0$  هو الثابت أي مقدار  $Y_i$  عندما يكون  $X_i = 0$ ،

$\beta_1$  هو الميل أو معامل الاتجاه العام،

$\epsilon_i$  هو عنصر التشويش أو الخطأ العشوائي ويفترض أن يتبع التوزيع الطبيعي وحدوده غير مرتبطة.

من الناحية التطبيقية سنرى أن المتغير الداخلي ما هو في الغالب إلا مؤشرا من مؤشرات الأسواق المالية العربية أو العالمية وأن المتغير الخارجي هو أحد أسعار صرف العملات العربية أو سعر صرف الدولار أو سعر صرف اليورو. فحسب الغرض من التحليل نستخدم تلك المتغيرات لمعرفة تأثير أسعار الصرف على الأسواق المالية.

بالإضافة إلى ذلك تجدر الإشارة إلى المسائل المنهجية التالية، والتي رأينا ضرورة أخذها بعين الاعتبار للحصول على نتائج أكثر دقة في بحثنا هذا:

- نظرا لاختلاف عطلة نهاية الأسبوع بين الدول العربية والدول الغربية، والتي تعلق أثنائها كافة الأسواق المالية، فقد تم حل الإشكال كما يلي: بالنسبة لبورصات الدول المتقدمة، وعلى اعتبار أنها ذات كفاءة وبالتالي فإن المعلومات الواردة إليها أثناء عطلة نهاية الأسبوع تنعكس في الأسعار يوم الاثنين الموالي في الغالب، تم اعتبار أن قيم مؤشراتنا يومي السبت والأحد هي قيمها يوم الاثنين الموالي. أما بالنسبة لبورصات العربية، والتي لم يرق مستوى الكفاءة فيها إلى مستوى البورصات المتقدمة، فقد حسبت قيم مؤشراتنا يومي الخميس والجمعة من متوسط قيم تلك المؤشرات للأسبوع الموالي لكل عطلة نهاية أسبوع وهكذا...

- نظرا لوجود فارق زمني كبير نسبيا بين بلدان آسيا والشرق الأوسط من جهة والولايات المتحدة من جهة أخرى، حيث أنه عندما تفتح أسواق آسيا والشرق الأوسط تكون بورصات الولايات المتحدة مغلقة وتفتح بعد عدة ساعات من بدء التداول هناك، فقد لجأنا إلى المتغيرات المبطنة (Lagged Variables, Y(-1) لتجاوز هذا الإشكال.

- في العمليات الحسابية وتقدير المعلمات والمقاييس الإحصائية لمتغيرات الدراسة ودوال الانحدار البسيط والمتعدد واللوغاريتمي، تم استعمال برامج E-Views.

### III. النتائج ومناقشتها:

نحاول في هذا الجزء الأخير من البحث أن نختبر مدى تأثير الأسواق المالية، المتقدمة والعربية على حد سواء، بتقلبات أسعار العملات الوطنية، بالإضافة إلى تأثيرها ببعض العملات العالمية الرائدة والمتمثلة في هذه الدراسة في الدولار واليورو.

**1- أثر أسعار صرف العملات العربية على الأسواق المالية العربية:** شهدت أغلب العملات العربية استقرارا شبيه تام خلال فترة الدراسة، ولم نسجل أي مضاربات على تلك العملات في تلك الفترة. فمن الملحق رقم 2 (الذي يبين المقاييس الإحصائية لأسعار صرف العملات العربية مقابل الدولار والدولار مقابل اليورو وكذا اليورو مقابل الدولار خلال السداسي الأول من سنة 2015)، يتضح جليا الاستقرار شبه التام للعملات العربية خلال فترة البحث، حيث اقتربت قيمة الانحراف المعياري من الصفر في حالات العملات السعودية، والكويتية والأردنية والإماراتية والقطرية والبحرينية، وبالتالي استقلاليتها عن الأسواق المالية. والآتي جملة من الأمثلة عن ذلك:

في حالة العلاقة بين الريال السعودي و سوق الأسهم السعودية، فقد جاء معامل الارتباط مساويا  $r = 0.277$ ، وهذا يعني أن الارتباط ضعيف إلى حد ما بين الريال السعودي وسوق الأسهم السعودية، كما يعني معامل التحديد  $r^2 = 0.0768$  أن 7.68 % فقط من أسباب تحرك سوق الأسهم السعودية تعود إلى تطور العملة الوطنية (الريال) وتعود النسبة الباقية، أي أكثر من 92 %، إلى بقية العملات والعوامل. ولقد جاءت هذه النتائج شبيهة بمثيلاتها في بعض البحوث المنشورة<sup>23</sup>.

بالنسبة للعلاقة بين الريال السعودي والدينار الكويتي من جهة وسوق الأسهم السعودية من جهة ثانية، فقد جاء معامل الارتباط مساويا  $r = 0.51$ ، وهذا يعني أن الارتباط متوسط بين الريال السعودي والدينار الكويتي من جهة وسوق الأسهم السعودية من جهة أخرى، كما يعني معامل التحديد  $r^2 = 0.266$  أن 26.6 % من أسباب تحرك سوق الأسهم السعودية تعود إلى تطور الريال السعودي والدينار الكويتي معا، وتعود النسبة الباقية، أي 73.4 %، إلى بقية العملات والعوامل، (انظر الجدول رقم 3 في الملاحق)..

بالنسبة للكويت، جاء معامل الارتباط مساويا  $r = 0.7601$ ، وهذا يعني أن الارتباط قوي بين الدينار الكويتي والسوق المالية الكويتية، كما يعني معامل التحديد  $r^2 = 0.5778$  أن 57.78 % من أسباب تحرك السوق المالية الكويتية تعود إلى تطور العملة الوطنية (الدينار) وتعود النسبة الباقية، أي 42.22 %، إلى بقية العملات والعوامل<sup>24</sup>.

أما بالنسبة لتونس، فجاء معامل الارتباط مساويا  $r = 0.2611$ ، وهذا يعني أن الارتباط ضعيف إلى حد ما بين الدينار التونسي والسوق المالية التونسية. كما يعني معامل التحديد  $r^2 = 0.0681$  أن 6.82 % فقط من أسباب تحرك السوق المالية التونسية تعود إلى تطور العملة الوطنية (الدينار) وتعود النسبة الباقية، أي 93.12 %، إلى بقية العملات والعوامل، (انظر الجدول رقم 4 في الملاحق).

وبتطبيق الصيغة اللوغاريتمية لمعرفة مدى مرونة السوق التونسية بالنسبة لعملتها لسنة 2015، نجد:

$$\log(TI) = 8.06 + 0.81 \log(TD)$$

$$(59.65) \quad (3.97)$$

$$r^2 = 0.0811 \quad n = 180$$

وهذا يعني أن تغيرا بمقدار 1 % في الدينار التونسي يؤدي إلى تغير إيجابي بمقدار 0.81 % في مؤشر بورصة تونس، ويبقى النموذج جيدا من الناحية الإحصائية والارتباط منخفضا نسبيا ( $r = 0.284$ ).

وما يدعم أكثر فكرة عدم تأثير العملات العربية في معظمها على الأسواق المالية العربية ما نلاحظه في حالتي الدينار الأردني والدرهم الإماراتي، أي، (انظر الجدول رقم 5 في الملاحق):

بالنسبة للأردن، جاء معامل الارتباط مساويا  $r = 0.0017$ ، وهذا يعني أن الارتباط ضعيف جدا بين الدينار الأردني والسوق المالية الأردنية، كما يعني معامل التحديد  $r^2 = 0.000003$  أنه لا يوجد أي أثر تقريبا للعملة الوطنية (الدينار) على السوق المالية.

أما بالنسبة لدبي، فجاء معامل الارتباط مساويا  $r = 0.0158$ ، وهذا يعني أن الارتباط ضعيف جدا بين الدرهم الإماراتي وسوق دبي المالي. كما يعني معامل التحديد  $r^2 = 0.00025$  أنه لا يوجد أي أثر تقريبا للعملة الوطنية (الدرهم) على السوق المالية.

أما بالنسبة لأبوظبي، فجاء معامل الارتباط مساويا  $r = 0.0036$ ، وهذا يعني أن الارتباط ضعيف جدا أيضا بين الدرهم الإماراتي وسوق أبوظبي المالي. كما يعني معامل التحديد  $r^2 = 0.000007$  أنه لا يوجد أي أثر للعملة الوطنية (الدرهم) على السوق المالية، (انظر الجدول رقم 6 في الملاحق).

بالنسبة للأردن، جاء معامل الارتباط مساويا  $r = 0.1685$ ، وهذا يعني أن الارتباط ضعيف إلى حد ما بين الريال السعودي والجنه المصري من جهة، وسوق المال الأردني من جهة ثانية. كما يعني معامل التحديد  $r^2 = 0.0284$  أن 2.84 % فقط من أسباب تحرك السوق المالية الأردنية تعود إلى تطور عمليتي السعودية ومصر معا وتعود النسبة الباقية، أي أكثر من 97 %، إلى بقية العملات والعوامل.

أما بالنسبة لتونس، فجاء معامل الارتباط مساويا  $r = 0.7218$ ، وهذا يعني أن الارتباط قوي إلى حد ما بين الدينار التونسي والدرهم المغربي من جهة، والسوق المالية التونسية من جهة أخرى. كما يعني معامل التحديد  $r^2 = 0.5211$  أن 52.11 % من أسباب تحرك السوق المالية التونسية تعود إلى تطور عمليتي تونس والمغرب وتعود النسبة الباقية، أي حوالي 48 %، إلى بقية العملات والعوامل. والجدول التالي يلخص أثر العملات العربية على أسواق المال العربية، (انظر الجدول رقم 7 في الملاحق).

من ذلك الجدول يتضح جليا أنه لم يكن تقريبا أي أثر للعملات العربية المكونة للعينة على الأسواق المالية العربية. فباستثناء الكويت، حيث ظهر ارتباط قوي بين الدينار الكويتي وسوق المال الكويتي، فقد لوحظت استقلالية تلك العملات في مجملها عن الأسواق المالية. كل ذلك بسبب استقرار تلك العملات، حيث جاء الانحراف المعياري قريبا جدا من الصفر في معظم الحالات.

**2- أثر أسعار صرف الدولار واليورو على الأسواق المالية العربية:** وعلى اعتبار أن الدولار هو عملة تقييم عائدات النفط العربي وأن مجموعة لا بأس بها من العملات العربية مرتبطة بالدولار، ارتأينا التعرض لتأثير العملة الأمريكية (ثم اليورو بعد ذلك)، على الأسواق المالية العربية، (انظر الجدول رقم 8 في الملاحق).

من ذلك الجدول يتضح جليا استقلالية الأسواق المالية العربية عن العملات العالمية الرئيسية، حيث لم تظهر أي علاقة مع الدولار الأمريكي أو اليورو على مدى فترة الدراسة (السداسي الأول من سنة 2015). وهذا يعني أن تقلبات هاتين العملتين في أسواق الصرف العالمية لم تؤثر على الأسواق المالية العربية إطلاقا. كدليل على ذلك يمكن القول أن الدولار الأمريكي لم يساهم إلا ب 2 % في تغير سوق الأسهم السعودي، ويرجع الجزء الآخر الذي يعادل 98 % إلى بقية العملات والعوامل. وجاء معامل الارتباط بين السوق السعودية، باعتبارها أكبر سوق مالية عربية، والدولار مساويا 0.14 فقط. كما يعود 1.6 % فقط من أسباب تغير بورصة دبي (2.3 % في المغرب و 0.6 % في مصر) إلى الدولار وتعود النسبة

العظمى إلى بقية العملات والعوامل. وهذا راجع، كما سبقت الإشارة إلى ذلك، إلى الاستقرار شبه التام للعملات العربية وعدم ارتباط الأسواق المالية العربية بالأسواق العالمية، بما في ذلك أسواق الصرف العالمية.

### 3- أثر أسعار صرف الدولار واليورو على الأسواق المالية العالمية

وعلى سبيل المقارنة، نقوم باختبار مدى ارتباط الأسواق المالية العالمية الرئيسية بالدولار واليورو، (انظر الجدول رقم 9 في الملاحق).

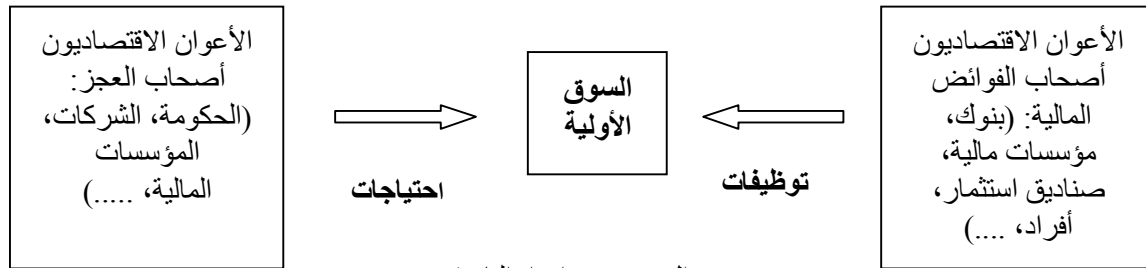
ومن الجدول السابق يتبين بشكل واضح أن تأثير تقلبات أسعار صرف العملات الرئيسية على الأسواق المالية للدول المتقدمة أعلى بكثير من تأثير العملات العربية على الأسواق المالية العربية، وإن كانت متوسطة على العموم، بسبب الاستقرار النسبي للعملتين العالميتين أيضاً خلال فترة الدراسة. إذ جاء معامل ارتباط بورصة نيويورك بالدولار مساوياً 0.50، وارتباط ستاندر أند بورز 0.46، وبورصة طوكيو 0.58، وبورصة لندن 0.66. كما لوحظ أن هناك ارتباطاً قوياً بين الدولار واليورو وبورصتي فرانكفورت وباريس (0.89 و 0.83 على التوالي). وهذا راجع بطبيعة الحال إلى أن الأدوات المالية المتداولة في الأسواق المالية الغربية مقيمة بتلك العملات الرئيسية، وإلى التشابك بين الأنظمة المالية لتلك الدول.

### IV. الخلاصة:

لقد أظهرت هذه الدراسة أن تقلبات أسعار صرف العملات العربية التي شملتها العينة، مقابل العملات العالمية، لم تؤثر إطلاقاً على اتجاهات تطور الأسواق المالية العربية، معبرا عنها بالمؤشرات العامة لتلك الأسواق. إذ أظهرت الاختبارات والمؤشرات الإحصائية تدني معاملات التحديد وبالتالي الارتباط بين تلك العملات والأسواق. ولقد كان للاستقرار شبه التام للعملات العربية في مجملها الأثر البالغ على تلك الاستقلالية بين الأسواق المالية العربية وعملاتها الوطنية (حيث جاء الانحراف المعياري لتذبذب أسعار صرف العديد من العملات العربية قريبا جدا من الصفر). وذلك على الرغم من أن السداسي الأول من سنة 2015 قد شهد انهيارين كبيرين. تمثل الأول في انهيار العملة الأوروبية، اليورو، مقابل الدولار إلى ما دون قيمته في 2003. وتمثل الثاني في انهيار أسعار النفط، حيث فقد أكثر من 50% من قيمته مقارنة بما كان عليه قبل سنة. بالإضافة إلى كل ذلك شهدت منطقة الشرق الأوسط ومصر أحداثا سياسية وعسكرية على قدر كبير من الأهمية خلال فترة الدراسة، أهمها "عاصفة الحزم" أو الحرب التي خاضها التحالف العربي بقيادة المملكة العربية السعودية ضد مليشيات الحوثي في اليمن، والاضطرابات السياسية التي عاشتها مصر. كما أظهرت الاختبارات أيضا انعدام الارتباط بين مؤشرات الأسواق المالية العربية وتذبذب أسعار صرف العملات العالمية (الدولار واليورو)، وذلك ربما راجع إلى تقييم الأدوات المالية العربية في معظمها بالعملات المحلية من جهة وقلة المستثمرين الأجانب في البورصات العربية من جهة أخرى. وعلى سبيل المقارنة فقد أظهرت الاختبارات أن هناك ارتباطاً أقوى بين أسعار صرف العملات العالمية والأسواق المالية للدول المتقدمة للأسباب السابقة الذكر.

### - ملحق الجداول والأشكال البيانية:

#### الشكل رقم 1: السوق الأولية وعلاقتها بالمتعاملين الاقتصاديين



المصدر: من إعداد الباحث

#### الجدول رقم (1): المؤشرات المكونة لعينة البحث

البيان	الرمز	البيان	الرمز
Egypt	EG	Dow Jones, USA	DJ
Jordan	JR	Std & Poors, USA	SP
Qatar	QT	Nikkei, Japan	NK
Dubai	DB	Kospi, South Korea	KP
Abu Dhabi	AD	Fin. Times, G.B.	FT
Bahrain	BH	Dax, Germany	DX
Morocco	MR	CAC 40, France	CA
Tunisia	TI	Saudi Arabia	SA
		Kuwait	KW

المصدر: من إعداد الباحث

الجدول رقم (2): العملات المكونة لعينة البحث (مقابل الدولار الأمريكي)

البيان	الرمز	البيان	الرمز
Bahrainian Dinar	BD	Saudi Real	SR
Morrocan Dirham	MD	Kuwaiti Dinar	KD
Tunisian Dinar	TD	Egyptian Pound	EP
Dollar	SE*	Jordanian Dinar	JD
Euro	ES*	Qatari Real	QR
		UAE Dirham	UD

\*SE= Dollar to the Euro, ES=Euro to the Dollar.

المصدر: من إعداد الباحث

الجدول رقم (3): أثر تطور الريال السعودي والدينار الكويتي على سوق الأسهم السعودية في 2015 (نموذج انحدار متعدد)

DV	IV	$\beta_0$	$\beta_1$	$\beta_2$	r	r <sup>2</sup>	n
SA	SR, KD	-	-1377 (-2.94)	48786 (8.23)	0.5161	0.2664	181

DV=dependant variable, IV= independant variable.

المصدر: من إعداد الباحث

الجدول رقم (4): أثر تطور الدينار الكويتي على سوق المال الكويتي وأثر تطور الدينار التونسي على بورصة تونس في 2015

DV	IV	$\beta_0$	$\beta_1$	r	r <sup>2</sup>	n
KW	KD	13927 (29.07)	-25382 (-15.65)	0.7601	0.5778	181
TI	TD	-	2807 (381.5)	0.2611	0.0682	180

DV=dependant variable, IV= independant variable.

المصدر: من إعداد الباحث

الجدول رقم (5): أثر تطور الدينار الأردني على سوق المال الأردني وأثر الدرهم الإماراتي على بورصتي دبي وأبو ظبي

DV	IV	$\beta_0$	$\beta_1$	r	r <sup>2</sup>	n
JR	JD	-	-18.26 (-0.021)	0.001732	0.000003	181
DB	UD	-	1057 (244.6)	0.0158	0.00025	181
Log(DB)	Log(UD)	18.83 (0.70)	-8.12 (-0.39)	0.02966	0.00088	181
AD	UD	3332 (0.03)	33637 (0.09)	0.00364	0.000007	181

المصدر: من إعداد الباحث

الجدول رقم (6): أثر تطور الريال السعودي والجنه المصري على سوق المال الأردني وأثر الدينار التونسي والدرهم المغربي على بورصة تونس

DV	IV	$\beta_0$	$\beta_1$	$\beta_2$	r	r <sup>2</sup>	n
JR	SR, EP	-	541.6 (19.38)	16.99 (1.22)	0.1685	0.0284	181
Log(JR)	Log(SR), Log(EP)	4.03 (2.99)	2.63 (2.62)	0.077 (1.58)	0.2083	0.0434	181
TI	TD, MD	35.39 (4.27)	3246 (7.61)	0.43 (-12.87)	0.7218	0.5211	180

المصدر: من إعداد الباحث

الجدول رقم (7): معاملات التحديد r<sup>2</sup> بين الأسواق المالية العربية والعملات الوطنية لسنة 2015 (السداسي الأول)

IV / DV	SA	KW	EG	JR	QT	DB	AD	BH	MR	TI
NC	0.0767	0.5778	0.0225	0.000003	0.0335	0.001	0.000007	0.0029	0.004	0.0682
الريال	4.13	29.07	7.08	3.59	3.06	0.483	0.092	2.11	9.8	-
الدينار	-3.85	-15.6	-2.03	-0.029	-2.59	-0.0433	0.034	0.73	0.85	381.5
النموذج	جيد	جيد	جيد	غير مقبول	جيد	غير مقبول	غير مقبول	غير مقبول	غير مقبول	جيد

IV= independant variable, DV=dependant variable, NC= national currencies.

المصدر: من حساب الباحث.

الجدول رقم (8): معاملات التحديد  $r^2$  بين الأسواق المالية العربية والدولار واليورو لسنة 2015 (السداسي الأول)

IV / DV	SA	KW	EG	JR	QT	DB	AD	BH	MR	TI
SE	0.0200	0.2025	0.0068	0.0315	0.1574	0.0162	0.0075	0.0095	0.023	0.070
ES	0.0310	0.2028	0.0068	0.0294	0.1497	0.0121	0.0047	0.0072	0.0226	0.0812
SE, ES	0.0591	0.2028	0.0068	0.0517	0.1807	0.0634	0.0510	0.0902	0.02	0.1450

IV= independant variable, DV=dependant variable, SE= Dollar to the Euro, ES= Euro to the Dollar.

المصدر: من إعداد الباحث

الجدول رقم (9): معاملات التحديد  $r^2$  بين الأسواق المالية العالمية والدولار واليورو لسنة 2015 (السداسي الأول)

IV / DV	DJ(-1)	SP(-1)	NK	KP	FT	Dx	CA
SE	0.2664	0.2223	0.3375	0.3144	0.4400	0.7924	0.6940
ES	0.2815	0.2422	0.3508	0.3244	0.4565	0.8054	0.7124
SE, ES	0.4059	0.3884	0.4238	0.3682	0.5429	0.8318	0.7779

IV= independant variable, DV=dependant variable, SE= Dollar to the Euro, ES= Euro to the Dollar.

المصدر: من إعداد الباحث

الجدول رقم (10): المقاييس الإحصائية لمؤشرات الأسواق المالية المكونة للعينة خلال فترة الدراسة

(من 01/01/2015 إلى 30/06/2015، أي 181 مشاهدة، إلا بعض الاستثناءات)

المؤشر	المتوسط $\bar{X}$	الانحراف المعياري $\delta$	الأدنى Min	الأعلى Max
DJ	17909	239.84	17164	18312
SP	2082	33.08	1994	2130
NK	19109	1142	16864	20719
KP	2029	77.30	1882	2173
FT	6855	164.54	6366	7103
DX	11291	681.69	11422	12374
CA	4882	278.34	4083	5268
SA	9248	458.66	8057	9834
KW	6429	161.82	6387	6865
EG	9098	481.42	8260	10045
JR	2159	28.42	2095	2236
QT	12084	308.31	11410	12692
DB	3882	213.45	3407	4270
AD	4566	98.73	4280	4821
BH	1415	36.78	1360	1482
MR	10026	308.19	9501	10627
TI	5420	198.01	5052	5770

حيث يدل  $\bar{X}$  على الوسط الحسابي للمؤشرات على مدى فترة الدراسة (181 مشاهدة في أغلب الأحيان)،  $\delta$  الانحراف المعياري، Min القيمة الدنيا و Max القيمة القصوى.

المصدر: مواقع البورصات العربية وبعض البنوك المركزية على شبكة الانترنت وعمليات حسابية للباحث بالاستعانة ببرنامج E-Views.

الجدول رقم (11): المقاييس الإحصائية لأسعار صرف العملات العربية مقابل الدولار، والدولار مقابل اليورو، واليورو مقابل

الدولار خلال الفترة (من 01/01/2015 إلى 30/06/2015، أي 181 مشاهدة، إلا بعض الاستثناءات)

الرمز	البيان	$\bar{x}$	$\delta$	Min	Max
SR	الريال السعودي	3.74	0.003	3.74	3.75
KD	الدينار الكويتي	0.295	0.004	0.29	0.30
EP	الجنيه المصري	7.56	0.149	7.13	7.65
JD	الدينار الأردني	0.70	0.002	0.70	0.709
QR	الريال القطري	3.638	0.003	3.63	3.64
UD	الدرهم الإماراتي	3.67	0.0003	3.67	3.673
BD	الدينار البحريني	0.37	0.002	0.37	0.377
MD	الدرهم المغربي	9.67	0.220	9.05	10.06
TD	الدينار التونسي	1.93	0.024	1.86	2.00
SE	الدولار / اليورو	0.90	0.028	0.82	0.95
ES	اليورو / الدولار	1.11	0.035	1.05	1.21

حيث يدل  $\bar{x}$  على الوسط الحسابي لأسعار الصرف على مدى فترة الدراسة (181 مشاهدة في أغلب الأحيان)،  $\delta$  الانحراف المعياري، Min القيمة الدنيا و Max القيمة القصوى.

المصدر: مواقع البورصات العربية وبعض البنوك المركزية على شبكة الانترنت وعمليات حسابية للباحث بالاستعانة ببرنامج E-Views.

## الإحالات والمراجع:

- <sup>1</sup>. Thomas, L.B., Money, **Banking, and Financial Markets**, Thomson, 2006, P.14.
- <sup>2</sup>. بنك الجزائر، تعليمة أسعار الصرف التي ترسلها إلى البنوك العاملة فوق التراب الجزائري ليوم 2015/08/15.
- <sup>3</sup>. Ikes, B.W., Lecture Note on the Real Exchange Rate, 2004, p. 1, available at: [econ.la.psu.edu/~bickes/realex.pdf](http://econ.la.psu.edu/~bickes/realex.pdf), (Visited on Feb., 12, 2015).
- <sup>4</sup>. Hallwood, P. & R. MacDonald, **International Money: Theory, Evidence and Institutions**, Brasil Blackwell, 1986, P.13.
- <sup>5</sup>. Anastopoulos, M., **Theories of Exchange rate determination**, International Finance, undated, p 1, available at: [www.m-anastopoulos.gr/.../International%20finance...](http://www.m-anastopoulos.gr/.../International%20finance...) (Visited on Jan., 6, 2015).
- <sup>6</sup>. Thomas, L.B., Money, **Banking, and Financial Markets**, Thomson, 2006, P.178.
- <sup>7</sup>. Mishkin, S. F., **The Economics of Money, Banking, and Financial Markets**, 6<sup>th</sup> ed., Addison-Wiley, 2001, pp. 162, 163.
- <sup>8</sup>. Teulié, J., Topsacalian, P., **Finance**, 2è ed., Vuibert, 1997, PP.577- 578.
- <sup>9</sup>. More details are available on Mishkin, 2001, Op.Cit., P.484.
- <sup>10</sup>. اعتمدنا بشكل أساسي في إعداد هذا الجزء من الورقة على كتاب: أ.د. جبار محفوظ، أسواق رؤوس الأموال: الهياكل، الأدوات والإستراتيجيات، الجزء الثاني: الأسواق والأدوات المالية، دار الهدى، 2011.
- <sup>11</sup>. المرجع السابق، ص. 432-456.
- <sup>12</sup>. Pinedo, A.T., **Legal and Regulatory Developments Relating to Structured Products**, The Review of Securities and Commodities Regulation, Vol. 39, N° 11, June 2006, p. 109.
- <sup>13</sup>. National Association of Securities Dealers (NASD), **Structured Products**, Notice to Members, Sept. 2005, P.8, available at: [www.finra.org/Industry/Regulation/Notices/2005/p014998](http://www.finra.org/Industry/Regulation/Notices/2005/p014998); (Visited on Jan., 6, 2015).
- <sup>14</sup>. جبار محفوظ، المرجع السابق، ص. 790-812.
- <sup>15</sup>. للوقوف على تنوع هذه المنتجات ودورها في الأزمان المالية العالمية ارجع إلى: جبار محفوظ، 2011، الجزء الثاني، أو إلى: Christl, J., **Financial Instruments: Structured Products Handbook**, Oesterreichische Nationalbank, 2011, available at: [www.oenb.at/en/img/phb\\_internet\\_tcm16-11173.pdf](http://www.oenb.at/en/img/phb_internet_tcm16-11173.pdf); (Visited on Mar., 3<sup>rd</sup>, 2015).
- <sup>16</sup>. اعتمدنا بشكل أساسي في إعداد هذا الجزء من البحث على المقال الذي نشرناه في المجلة الأوروبية: Prof. Mahfoud DJEBBAR, **Islamic Financial Markets : Achievements, Prospects, and Challenges**, Eurasian Economic Review, N° 3, 2011, P.P.160-176.
- <sup>17</sup>. Alvi, I.A., et al, **A comprehensive Study of the International Sukuk market: Sukuk Report**, 1<sup>st</sup> ed., IIFM, 2009, p. 5, available at: [www.iifm.net/media/pdf](http://www.iifm.net/media/pdf); (Visited on Mar., 10, 2015).
- <sup>18</sup>. Zin MZM. et al, **The effectiveness of sukuk in Islamic Finance Market**, Australian Journal of Basic and Applied Sciences 5 (12), 2011, 475.
- <sup>19</sup>. Siddiqi, M.N., **A Note on Sukuk and their role in Islamic Finance**, LSE/ HIFP Seminar, February 7, 2008, p. 3, available at: [www.Siddiqi.com/mns](http://www.Siddiqi.com/mns).; (Visited on Mar., 10, 2015).
- <sup>20</sup>. Djebbar, M., op. cit., 2011, P.16.
- <sup>21</sup>. Teulié, J., et Topsacalian, P., Op.Cit., 1997, P.582.
- <sup>22</sup>. Häberle, R., Risque de change, **entreprise et investisseur : Le cas du marché suisse des actions**, Doctorat d'Etat, 1999, P. 7, available at: [ethesis.unifr.ch/theses/downloads.php?file=HaeberleR.pdf](http://ethesis.unifr.ch/theses/downloads.php?file=HaeberleR.pdf) ; (Visited on Mar., 15, 2015).
- <sup>23</sup> - Zubair, A., Causal Relationship between Stock Market Index and Exchange Rate: Evidence from Nigeria, CBN Journal of Applied Statistics, Vol. 4, N° 2, Dec. 2013.
- <sup>24</sup> - وهذا متسق مع ما جاء في دراستين هما:  
. Dimitrova, D., The relationship between Exchange Rates and Stock Prices : studied in a multivariate Model, Issues in Political Economy, Vol. 14, August 2005; and  
. Tabak, B.M., The Dynamic Relationship between Stock Prices and Exchange Rates: Evidence from Brazil, Working Paper Series, Banco Central Do Brazil, Nov. 2006.