



الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة 20 أوت سكيكدة



REPUBLIQUE ALGERIENNE DEMOCRATIQUE ET POPULAIRE

MINISTERE DE L'ENSEIGNEMENT SUPERIEUR ET DE LA RECHERCHE SCIENTIFIQUE

UNIVERSITE 20 AOUT 1955- SKIKDA

Faculté des sciences économique et
commerciale et sciences de gestion
Département de la science économique

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم العلوم الاقتصادية

عنوان المذكرة

أثر تقلبات سعر الصرف على المؤشر العام لأسعار الأسهم
في سوق الكويت للأوراق المالية
خلال الفترة 2016/2012

مذكرة مكتملة لنيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية تخصص: اقتصاد نقدي وبنكي

تحت إشراف الأستاذ:

د/ بوالكور نور الدين

إعداد الطالبة:

قاسمي ريمة حفيظة

أعضاء لجنة المناقشة:

الجامعة الأصلية	الرتبة	الصفة	اسم ولقب الخبير
جامعة 20 أوت 1955 سكيكدة	أستاذ محاضر (أ)	رئيسا	د/ شروق سمير
جامعة 20 أوت 1955 سكيكدة	أستاذ محاضر (أ)	مشرفا	د/ بوالكور نور الدين
جامعة 20 أوت 1955 سكيكدة	أستاذ محاضر (ب)	ممتحنا	د/ حناش حبيبة

السنة الجامعية: 2018-2017

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

دعاء

اللّهُمَّ لا تجعلني أصاب بالغرور إذا نجحت

وباليأس إذا أخفقت، ذكرني أنّ الإخفاق

هو التجربة التي تسبق النّجاح

اللّهُمَّ إذا أعطيتني نجاحا فلا تأخذ تواضعي

وإذا أعطيتني تواضعا فلا تأخذ اعتزازي بكرامتي

اللّهُمَّ آمين

شكر و عرفان

الحمد و الشكر لله تعالى نحمده ونستعينه الذي قدرنا ووقفنا على انجاز هذا العمل و الصلاة و السلام على حبيبنا و سيدنا المصطفى محمد صلى الله عليه و سلم.
كما نحمد الله على إلهامنا الصبر الذي اتخذناه سلاحا لنا في كل خطوة خطوناها، فكان لنا العون منه فنعم المولى و نعم النصير .

"العلم بنى بيوتا لا عماد لها....و الجهل هدم بيت العز و الشرف"

و لا يسعني وأنا أضع بحثي هذا إلا أن أتقدم بالشكر الجزيل و عظيم الامتنان إلى كل من ساعدني في إعداد هذا العمل خاصة إلى أستاذي الدكتور " بوالكور نور الدين " الذي تفضل بالإشراف على بحثي ، و على النصائح و التوجيهات القيمة بفضل متابعته العلمية ، و اثني على جهوده التي كانت خير عون في إكمال هذه الدراسة و إرساء دعائمها بفضل إرشاداته و توجيهاته السديدة ، فجزاه الله عني و عن العلم خير جزاء، و أمدّه الله سبحانه و تعالى بالصحة و العمر المديد.

و أتوجه باسمي عبارات العرفان و التقدير إلي والدي العزيزين اللذين تعبوا لأجل راحتي و تعليمي و إلي كل إخوتي و أخواتي الذين كان لهم بصمة في إتمام هذا العمل. و في الأخير نسال ربنا عز و جل أن يجعل عملي هذا خالصا لوجهه و مقبولا عنده و رافعا لأعمالنا و مزايا حسناته.

إهداء

إلى اعز الناس على قلبي أبي الحنون حفظه الله
وإلى منبع الحب والحنان الفيض واعز ما انعم الله عليا أُمي الغالية
أمدها الله بالصحة والعافية
إلى من جمعتني بهم ظلمة الرحم.... إلى من تقاسموا معي حلو الحياة ومرها إلي من هم سندي
و فخري واعتزازي ، إلى من يشاركني في فرحي وأحزاني
إلي من لهم مكانة في قلبي و حياتي إلى منبع الحب والحنان
إخوتي محمد رضا احمد عمار، أخواتي وردة أسماء الجميلتين حفظهم الله لي.
إلى زوجي الغالي و شريك حياتي حفظه الله لي و أطال لي في عمره .
إلي من هم بمثابة أخواتي وإخوتي عزة ، إيمان ،خلود، ندى، عصام ، عماد الدين ، خالد .
إلي اليرقات الصغيرة ادم سيرين ريتاج مروة آلاء .
إلى صديقاتي زينة ، ياسمين.
إلي جميع العائلة و الذي هم في قلبي و لم يسعهم قلبي

رِمة حفيظة

المخلص :

هدفت هذه الدراسة الى تحليل أثر تقلبات سعر صرف الدينار الكويتي على المؤشر العام لأسعار الأسهم خلال الفترة (2012M1 - 2016M12) ، و ذلك بإستخدام النماذج الإحصائية و القياسية الحديثة مثل نماذج ال ARCH.

و قد توصلت الدراسة الى أن تقلبات سعر الصرف الدينار الكويتي لها تأثير مباشر على المؤشر العام لأسعار الاسهم ، يبدأ ظهوره في المدى القصير و يستمر في المدى الطويل.

الكلمات المفتاحية : تقلبات أسعار الصرف ، المؤشر العام لأسعار الاسهم ، سعر صرف الدينار الكويتي ، بورصة الكويت للأوراق المالية .

Abstract :

This study aimed to analyze the impact of fluctuations in the exchange rate for the Kuwaiti dinar on the general price index during the period , the use of modern statistical and standard where geographically feasible .

This study found that the fluctuations of the exchange rate for the Kuwaiti dinar has a direct impact on the general price index starts his appearance in the short term and the long term .

Keywords : exchange rate fluctuations , the general price index , the exchange rate for the Kuwaiti dinar ,Kuwait stock exchange.

الصفحة	المحتويات
.I	الشكر
.II	الإهداء
.III	الملخص
.IV	فهرس المحتويات
.V	قائمة الجداول
.VI	قائمة الأشكال
6-1	المقدمة
	الفصل الأول: الإطار النظري و المعرفي لأسعار الصرف
08	تمهيد الفصل.....
09	المبحث الأول: الإطار المفاهيمي لأسعار الصرف.....
10	المطلب الأول: مفهوم سعر الصرف.....
17	المطلب الثاني: أنواع سعر الصرف ووظائفه.....
21	المطلب الثالث: أهمية سعر الصرف و خصائصه.....
22	المطلب الرابع: طرق تحديد سعر الصرف.....
25	المبحث الثاني: محددات أسعار الصرف.....
26	المطلب الأول: أنظمة سعر الصرف و معايير اختيارها.....
32	المطلب الثاني: نظريات تحديد أسعار الصرف.....
36	المطلب الثالث: العوامل المؤثرة في سعر الصرف.....
40	المطلب الرابع: سياسة سعر الصرف و أدواتها.....
43	المبحث الثالث: محددات تقلبات أسعار الصرف.....
44	المطلب الأول: مفهوم تقلبات أسعار الصرف.....
46	المطلب الثاني: أسباب تقلبات أسعار الصرف.....
47	المطلب الثالث: أساليب إدارة مخاطر تقلبات أسعار الصرف.....

51	المطلب الرابع: أهمية إدارة مخاطر أسعار الصرف.....
53	خاتمة الفصل.....
	الفصل الثاني: دراسة تحليلية للمؤشر العام لأسعار الأسهم
55	تمهيد الفصل.....
56	المبحث الأول: الإطار النظري للمؤشر العام لأسعار الأسهم.....
57	المطلب الأول: مفهوم المؤشر العام لأسعار الأسهم.....
60	المطلب الثاني: مزايا المؤشر العام لأسعار الأسهم.....
60	المطلب الثالث: فوائد استخدام المؤشر العام لأسعار الأسهم.....
61	المطلب الرابع: استخدامات المؤشر وعلاقته بالحالة الاقتصادية.....
63	المبحث الثاني: أنواع مؤشرات أسعار الأسهم وطرق تكوينها.....
64	المطلب الأول: أنواع مؤشرات أسعار الأسهم.....
65	المطلب الثاني: أهمية مؤشرات أسعار الأسهم.....
66	المطلب الثالث: استخدامات مؤشر أسعار الأسهم.....
67	المطلب الرابع: طرق بناء و تكوين مؤشرات أسعار الأسهم.....
74	المبحث الثالث: أهم مؤشرات أسواق الأوراق المالية العالمية.....
75	المطلب الأول: مفهوم سوق الأوراق المالية.....
88	المطلب الثاني: خصائص سوق الأوراق المالية و دورها في النشاط الاقتصادي.....
90	المطلب الثالث: كفاءة أسواق الأوراق المالية.....
94	المطلب الرابع: مؤشرات أسواق الأوراق المالية الدولية.....
101	خاتمة الفصل.....
	الفصل الثالث: تقدير العلاقة بين تقلبات أسعار الصرف و المؤشر العام لأسعار الأسهم لسوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة (2012 - 2016)
103	تمهيد الفصل.....
104	المبحث الأول : دراسة تحليلية لتطور سعر صرف الدينار الكويتي مقابل الدولار الأمريكي.
105	المطلب الأول : تطور سعر صرف الدينار الكويتي خلال الفترة(2012 - 2016).....

فهرس المحتويات

115	المطلب الثاني: نظام سعر الصرف المتبع في دولة الكويت.....
116	المطلب الثالث: سياسات سعر الصرف المتبعة في دولة الكويت.....
119	المبحث الثاني: دراسة تحليلية إحصائية للمؤشر العام لأسعار الأسهم لسوق الكويت للأوراق المالية.....
120	المطلب الأول: تعريف المؤشر العام لأسعار الأسهم لسوق الكويت للأوراق المالية.....
122	المطلب الثاني: كيفية حساب المؤشر العام لأسعار الأسهم لسوق الكويت للأوراق المالية.....
124	المطلب الثالث: تطور المؤشر العام لأسعار الأسهم لسوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة (2012-2016).....
135	المبحث الثالث: تحديد طبيعة العلاقة بين تقلبات أسعار الصرف و المؤشر العام لأسعار الأسهم لسوق الكويت للأوراق المالية.....
136	المطلب الأول: الاطار النظري والقياسي لنمذجة تقلبات اسعار صرف الدينار الكويتي
145	المطلب الثاني: نمذجة تقلبات سعر صرف الدينار الكويتي بالاعتماد على نماذج ARCH... ..
151	المطلب الثالث: تحليل استجابة المؤشر العام لأسعار الأسهم لتقلبات سعر صرف الدينار الكويتي
164	خلاصة الفصل.....
166	خاتمة.....
171	قائمة المراجع.....

قائمة الجداول	
رقم	الجدول
13	الجدول رقم (01): العملات الرئيسية في العالم
14	الجدول رقم (02): المتدخلون في سوق الصرف
15	الجدول رقم (03): أنواع أسواق الصرف الأجنبي.
28	الجدول رقم (04): أهم العوامل والمعايير المؤثرة في اختيار نظام الصرف الملائم.
30	جدول رقم (05): مقارنة بين نظام الصرف الثابت والمرن
68	الجدول رقم (06): معامل الارتباط بين مؤشرات الأسواق الأمريكية
70	الجدول رقم(07): حساب قيمة المؤشر وفق مدخل الأوزان حسب القيمة
73	الجدول رقم (08) : تصنيف لأهم المؤشرات العالمية على أساس معاملات المداخل (الترجيح).
106-105	الجدول رقم (09): تغير أسعار صرف الدولار الأمريكي مقابل كل من الدينار الكويتي و بعض العملات الرئيسية في نهاية كل من أشهر عام 2012
107-106	الجدول رقم(10): تغير أسعار صرف الدولار الأمريكي مقابل كل من الدينار الكويتي و بعض العملات الرئيسية في نهاية عام 2011 مقارنة بنهاية عام السابق.
108-107	الجدول رقم (11) :تغير أسعار صرف الدولار الأمريكي مقابل كل من الدينار الكويتي و بعض العملات الرئيسية في نهاية كل من أشهر عام 2013
108	الجدول رقم (12): سعر صرف الدولار الأمريكي مقابل الدينار الكويتي و بعض العملات الرئيسية من واقع البيانات اليومية خلال 2013
109	الجدول رقم (13):تغير أسعار الصرف الدولار الأمريكي مقابل الدينار الكويتي و بعض العملات الرئيسية من واقع البيانات اليومية خلال 2013
110	الجدول رقم (14) :تغير سعر صرف الدولار الأمريكي مقابل الدينار الكويتي و بعض العملات الرئيسية في نهاية عام 2014 مقارنة بنهاية العام السابق
111	الجدول رقم (15) :سعر صرف الدولار الأمريكي مقابل الدينار الكويتي و بعض العملات الرئيسية من واقع البيانات اليومية خلال عام 2014.

112	الجدول رقم (16): تغير أسعار صرف الدولار الأمريكي مقابل كل من الدينار الكويتي و بعض العملات الرئيسية في نهاية عام 2015 مقارنة بنهاية العام السابق
113	الجدول رقم (17): سعر صرف الدولار الأمريكي مقابل الدينار الكويتي و بعض العملات الرئيسية من واقع التداولات اليومية خلال عام 2015
114	الجدول رقم (18): أسعار صرف الدولار الأمريكي مقابل كل من الدينار الكويتي و بعض العملات الرئيسية في نهاية عام 2016 مقارنة بنهاية العام السابق
115-114	الجدول رقم (19): سعر صرف الدولار الأمريكي مقابل الدينار الكويتي و بعض العملات الرئيسية من واقع التداولات اليومية خلال عام 2016
118	الجدول رقم (20): متوسط سعر صرف الدينار الكويتي مقابل الدولار الأمريكي (فلس) للفترة (2010-2016)
121	الجدول رقم (21): مؤشرات سوق الكويت للأوراق المالية
129	الجدول رقم (22): مؤشرات الأسعار الرئيسية من فترة الربع الأخير لعام 2013 حتى فترات الأرباع لعام 2014
131	الجدول رقم (23): مؤشرات الأسعار الرئيسية من فترة الربع الأخير لعام 2014 حتى فترات الأرباع لعام 2015
134-133	الجدول رقم (24): مؤشرات الأسعار الرئيسية في نهاية الأرباع لعام 2016 (نقطة)
145	الجدول رقم (25): نتائج اختبار جذر الوحدة لديكي - فولر الموسع (ADF)
147	الجدول رقم (26): نتائج عمليات تقدير النموذج $AR(1)$
149	الجدول رقم (27): نتائج اختبار نموذج ARCH
151-150	الجدول رقم (28) نتائج تقدير النموذج $ARCH(1)$
155-152	الجدول رقم (29): بيانات متغيرات الدراسة خلال الفترة (2012M1 - 2016M12)
156	الجدول رقم (30): نتائج اختبار جذر الوحدة لديكي - فولر الموسع (ADF)
156	الجدول رقم (31): نتائج اختبار عدد فترات التباطؤ في نموذج الـ (VAR)

158-157	الجدول رقم (32): نتائج اختبار التكامل المشترك بين KSE و CSARCH
159	الجدول رقم (33): نتائج اختبار السببية بين تقلبات سعر صرف الدينار الكويتي (CSARCH) و المؤشر العام لأسعار الأسهم (KSE).
160	الجدول رقم (34): معامل الارتباط بين المؤشر العام لأسعار الأسهم (KSE) و تقلبات سعر صرف الدينار الكويتي (CSARCH)
162	الجدول رقم (35): تحليل التباين الثنائي بين كل من تقلبات سعر صرف الدينار الكويتي (CSARCH) و المؤشر العام لأسعار الأسهم (KSE)

قائمة الأشكال	
18	الشكل رقم (01): أقسام سعر الصرف
59	الشكل رقم (02): حركات أسعار واتجاهات السوق
79	الشكل رقم (03): السوق المالية وموقع سوق الأوراق المالية منه
85	الشكل رقم (04): أنواع الأسهم العادية.
86	الشكل رقم (05): أنواع الأسهم الممتازة.
100	الشكل رقم (06): حركة سوق الأوراق المالية
125	الشكل رقم (07): حركة مؤشر العام للأسعار في سوق الكويت للأوراق المالية 2012
126	الشكل رقم (08): حركة مؤشر الوزني في سوق الكويت للأوراق المالية. 2012
126	الشكل رقم (09): حركة مؤشر العام للأسعار في سوق الكويت للأوراق المالية 2013
127	الشكل رقم (10): حركة المؤشر الوزني لسوق الكويت للأوراق المالية. 2013
128	الشكل رقم (11): حركة المؤشر العام للأسعار في سوق الكويت للأوراق المالية 2014
128	الشكل رقم (12): حركة المؤشر الوزني لسوق الكويت للأوراق المالية 2014
130	الشكل رقم (13): حركة المؤشر العام للأسعار في سوق الكويت للأوراق المالية 2015
130	الشكل رقم (14): حركة المؤشر الوزني في سوق الكويت للأوراق المالية 2015
132	الشكل رقم (15): حركة مؤشر العام للأسعار في سوق الكويت للأوراق المالية 2016
133	الشكل رقم (16): حركة المؤشر الوزني للأسعار في بورصة الكويت 2016
146	الشكل رقم (17): بيان الارتباط الذاتي لسلسلة سعر صرف الدينار الكويتي (ER)
148	الشكل رقم (18): بيان الارتباط الذاتي للبواقي
161	الشكل رقم (19): استجابة المؤشر العام لأسعار الأسهم لصدمة في تقلبات سعر صرف الدينار الكويتي

مقدمة

المقدمة

تعاني كل اقتصاديات العالم من آثار التقلبات الحادة في سعر صرف العملات على المستوى الدولي، و ذلك نتيجة انهيار نظام بريتون وودز عام 1971، و تحول النظام من نظام الصرف الثابت إلى نظام الصرف العائم ، و ذلك جعل معظم الحكومات تسعى إلى انتهاج سياسات تهدف إلى ضمان استقرار سعر صرف عملاتها و ذلك لتجنب دولها التقلبات الحادة التي تمر بها العملات من فترة لأخرى ، و لذلك فقد حاولت العديد من النظريات إيجاد تفسير لكيفية تجديده و تكوينه و لعل من أهمها نظرية تعادل القوى الشرائية و تعادل أسعار الفائدة....الخ، و لذلك فان سعر صرف متغير أساسي و مؤشر هام في الاقتصاد و الحياة اليومية ، فهو يكتسي أهمية بالغة تؤثر على المالية الدولية. أما المؤشر العام لأسعار الأسهم هو عبارة عن مقياس يقيس مستوى الأسهم ككل و يعد من المؤشرات المهمة باعتباره قيمة رقمية تقيس التغيرات الحاصلة في الأسواق المالية باعتبارها موقع حيوي في النظم الاقتصادية و مصدر تمويل رئيسي الذي تعتمد عليه دول العالم المتقدم لتنفيذ سياسته الاقتصادية و المالية.

و على اعتبار أن الاقتصاد الكويتي لا يعيش بمنأى عن هذه التغيرات في سعر الصرف كونه مؤشر أساسي في الحياة الاقتصادية ، حيث أن الاقتصاد الكويتي يتأثر بالتغيرات التي تحصل على سعر الصرف و الذي يؤثر خاصة على المؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق الكويت للأوراق المالية ، و يسعى الاقتصاد الكويتي للمحافظة على اقتصاده و رفاهيته و ذلك بتجنب تقلباته من خلال انتهاج سياسات و تطبيقها للحد منه ، و للحد من التقلبات التي قد تمس الاقتصاد الكويتي و تجعله غير متوازن.

يعتبر مؤشر سعر الصرف مؤشر ذو أهمية بالغة في الأسواق المالية و الاقتصاد و يؤدي الى حدوث تغيرات و تقلبات طارئة و غير متوقعة بفعل تأثيراته المختلفة و الغير متوقعة الصعب التنبؤ بها ، و بما أن دولة الكويت تتأثر بمثل هذه التقلبات و يجب علينا معرفة العلاقة بين هذين المتغيرين و إيجاد حلول للحد من مثل هذه التقلبات.

1- إشكالية البحث :

إن تغير و تقلبات التي تحدث في سعر الصرف لا يتماشى و لا يخدم اقتصاديات الدول و الأسواق المالية، و هذا يؤدي إلى حدوث مخاطر و مشاكل تواجه المؤسسات المالية و الاقتصادية على اختلاف أنواعها، خاصة عندما تؤثر تقلبات سعر الصرف على المؤشر العام للأسعار لأي دولة باعتبار هذا الأخير مؤشر مهم بالنسبة للمستثمرين ، و هذا يجعل انه ليس هناك مجتمع يعيش بمنأى عن التأثير بالتغيرات الطارئة التي تحصل في سوق صرف العملات . و عليه:

- هل لتقلبات أسعار صرف الدينار الكويتي تأثير على المؤشر العام للأسعار الأسهم في سوق الكويت للأوراق المالية؟

و تندرج تحت الإشكالية الرئيسية مجموعة من الأسئلة الفرعية أهمها:

- ماهي العوامل المؤثرة على تقلبات أسعار الصرف؟
- ماهي محددات الاقتصادية للمؤشر العام لأسعار الأسهم؟
- ما هو دور و أهمية المؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق الكويت للأوراق المالية؟

2- فرضيات البحث:

على ضوء ما تم طرحه من إشكالية رئيسية و تساؤلات فرعية حول هذا الموضوع ، يمكن وضع الفرضيات التالية:

الفرضية الأولى : هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين تقلبات أسعار صرف الدينار الكويتي و المؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق الكويت للأوراق المالية .
الفرضية الثانية : لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين تقلبات أسعار صرف الدينار الكويتي و المؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق الكويت للأوراق المالية .

3- دوافع و مبررات الدراسة:

- ان اختيار موضوع هذه الدراسة كان نتيجة لعدة مبررات موضوعية يمكن اجمالها فيما يلي :
- الرغبة في البحث في مجال سعر الصرف و التعرف الى اهم النظريات المفسرة له و العوامل المؤثرة فيه.
- الاهتمام المتزايد من قبل المستثمرين و الدول بموضوع سعر الصرف و المؤشرات في الاسواق المالية الدولية و لما لهما انعكاس على النشاط الاقتصادي .

- الاهتمام بالأثر الذي ينجم عن تقلبات اسعار الصرف على المؤشر العام لأسعار الاسهم في سوق الكويت للأوراق المالية .
- يعتبر موضوع تقلبات اسعار الصرف و مؤشرات الاسواق المالية و من اهمهم المؤشر العام لأسعار الاسهم الذي يخص دراستنا من الموضوعات التي تشغل الحكومات الدول لما لها من اثر على الوضع الاقتصادي و الاجتماعي ، ذلك ان سعر الصرف ما هو الا المرآة العاكسة للوضع الاقتصادي و المالية الدولية لأي دولة .

4- أهمية البحث :

- تتعلق أهمية البحث من كونها تدرس و تعالج موضوعا ذو شان كبير في الاقتصاد لأي دولة من تحديد و معرفة تقلبات أسعار صرف الدولار لدينار الكويتي و تأثيرها على المؤشر العام لأسعار الأسهم و تكمن أهمية البحث فيمايلي :
- تساعد على معرفة العلاقة بين أسعار الصرف و المؤشر العام لأسعار الأسهم المستثمرين في اتخاذ القرارات الاستثمارية المناسبة.
- المساهمة في تقديم المقترحات و التوصيات لمتخذي القرار في البنك المركزي الكويتي و سوق الكويت للأوراق المالية لأخذ التدابير و السياسات المالية و الاقتصادية اللازمة التي تحافظ على استقرار سعر صرف الدينار الكويتي.

5- أهداف البحث :

- نهدف من وراء هذه الدراسة إلى ما يلي:
- دراسة اثر سلوك سعر الصرف على المؤشر العام لأسعار الأسهم.
- بيان اثر تقلبات سعر الصرف على سوق الأسهم ، و هل لهذه التقلبات أثار ملائمة أم غير ملائمة على حركة أسعار الأسهم .
- إبراز الإطار النظري لأسعار الصرف و المؤشر العام لأسعار الأسهم.
- التعرف على اتجاه التغيرات في المؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق الكويت للأوراق المالية و طبيعة اتجاه العلاقة مع التغيرات في أسعار صرف الدينار الكويتي مقابل الدولار؟

- اختبار الفرضيات التي تفسر طبيعة العلاقة بين تقلبات أسعار الصرف و المؤشر العام لأسعار الأسهم في دولة الكويت.

- إبراز التطورات الحاصلة في سعر الصرف و المؤشر العام لأسعار الأسهم في دولة الكويت خلال الفترة (2012 - 2016).

6-الاطار الزمني و المكاني للدراسة :

- لقد اقتصر البحث على اختيار سوق الكويت للأوراق المالية كعينة للدراسة في دولة الكويت باستخدام سعر الصرف و المؤشر العام لأسعار الأسهم .

- أما بالنسبة للحدود الزمنية تمتد مدة هذا البحث من الفترة سنة 2012 إلى سنة 2016.

7- منهج الدراسة :

محاولة منا للإجابة على التساؤلات و بغية اختبار صحة الفرضيات فإننا سنعتمد في دراستنا هذه على كل من المنهج الوصفي التحليلي فيما يتعلق بالإطار النظري و المعرفي لأسعار الصرف و الدراسة التحليلية للمؤشر العام لأسعار الاسهم ،كما استوجبت الدراسة استنباط النتائج و تحليلها مستخدمين في ذلك نماذج ARCH و منهجية BOX JENKINS باستخدام برنامج EViews لمعرفة أثر تقلبات سعر صرف الدينار الكويتي على المؤشر العام لاسعار الاسهم في سوق الكويت للأوراق المالية .

8-الدراسات السابقة:

تمكنا من خلال البحث من الاطلاع على عدة دراسات تمس جانبا من دراستنا ، و التي نشير

اليها فيمايلي :

- دراسة سليم رشيد عبود الزبيدي (2014) بعنوان اثر تقلبات اسعار الصرف على المؤشر العام لأسعار الاسهم في سوق الكويت للأوراق المالية ، هدفت هذه الدراسة الى معرفة اثر تقلبات سعر صرف الدينار العراقي ، على المؤشر العام لأسعار اسهم الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية و توضيح نوع العلاقة بين تلك التقلبات و المؤشر العام لأسعار الاسهم ، من خلال التطرق الى ماهية سعر الصرف ثم تخصص بعد ذلك في الاطار المفاهيمي و المعرفي للمؤشر العام لأسعار الاسهم ، و في الاخير توصل ان اي تقلب في سعر الصرف سيجد صداء في سوق الاسهم لان سعر الصرف يعد احد العوامل المؤثرة على

اداء سوق الاسهم بوصفه احد محددات النشاط الاقتصادي ، الا ان تأثير اسعار الصرف على اسواق الاسهم يتباين من بلد الى اخر و داخل نفس البلد بين قطاع و اخر و من شركة الى اخرى و داخل نفس القطاع، و يستخدم المؤشر العام لأسعار الاسهم في التنبؤ بالحالة الاقتصادية العامة للدولة فالأوضاع الاقتصادية تؤثر على ارباح الشركات حيث ان ربحية الشركة المحدد الرئيسي للقيمة السوقية للسهم الذي تصدره وهذا يعني ان الاوضاع الاقتصادية هي التي تؤثر في السهم الذي يباع به السهم في السوق

- دراسة دربال امينة (2014) بعنوان محاولة التنبؤ بمؤشرات الاسواق المالية العربية باستعمال النماذج القياسية دراسة حالة مؤشر سوق دبي المالي ، هدفت هذه الدراسة الى محاولة التعرف على النماذج التنبؤ الكلاسيكية و الحديثة و دراسة سلوك مؤشر سوق دبي المالي خلال فترة الدراسة و كذلك صياغة الجوانب الفكرية للأساليب الحديثة و الاستفادة منها في تطوير مفاهيم و معايير التنبؤ بمؤشرات الاسواق المالية العربية (مؤشر سوق دبي المالي) من خلال تطرق هذه الدراسة الى الادبيات النظرية و التطبيقية حول التنبؤ بمؤشرات الاسواق المالية و الجزء الثاني خصص للدراسة القياسية و في الاخير منم خلال الدراسة توصلت الى ان مؤشر سوق دبي المالي مر بانتكاسات متكررة ابرزها 2006، ازمة 2008 الامر الذي عزز ضرورة التنبؤ بهذه الازمات و ذلك بالاعتماد على مجموعة من النماذج القياسية المتمثلة في منهجية بوكس جنكينز ، نموذج الانحدار الذاتي المشروط بعدم تجانس الاخطاء و نموذج الشبكات العصبية الاصطناعية هذا الاخير الذي اعطى اقل قيمة لمعايير قياس الخطأ لتمثلة في معيار MSE و معيار AIC مما يترجم مدى قوته التنبؤية بعوائد مؤشر سوق دبي المالي ، و بعد ترشيح عدة صيغ من نماذج GARCH المتناظرة و غير المتناظرة لتمثيل الاخطاء و بالاستعانة بمعايير قياس الخطأ تبين انه ليس هناك فرق بين نماذج GARCH المتناظرة و غير المتناظرة ، هذا ما يدل على ان تأثير الصدمة في سوق دبي المالي يزداد بزيادة سعنها مهما كانت اشارتها بمعنى اخر هناك تأثير متساوي على التباين الشرطي بين الاخبار الجيدة (الصددمات الموجبة) و الاخبار السيئة (الصددمات السالبة).

9- هيكل الدراسة :

من اجل الإجابة على الإشكالية الرئيسية المطروحة و الأسئلة الفرعية المندرجة تحت الإشكالية ، ارتأينا تقسيم هذا البحث إلى ثلاثة فصول ، حيث خصص الفصل الأول لتوضيح الإطار النظري و المعرفي لأسعار الصرف و قد تم تقسيمه الى ثلاثة مباحث و هي:

المبحث الأول : الإطار المفاهيمي لأسعار الصرف.

المبحث الثاني : محددات أسعار الصرف.

المبحث الثالث : محددات تقلبات أسعار الصرف .

أما الفصل الثاني فقد جاء تحت عنوان دراسة تحليلية للمؤشر العام لأسعار الأسهم ، و تم تقسيمه إلى ثلاثة مباحث كالتالي :

المبحث الأول : الإطار النظري للمؤشر العام لأسعار الأسهم.

المبحث الثاني : أنواع مؤشرات أسعار الأسهم و طرق تكوينها.

المبحث الثالث : أهم مؤشرات أسواق الأوراق المالية العالمية.

و في الفصل الأخير تطرقنا من خلاله إلى الجانب التطبيقي بعنوان تقدير العلاقة بين تقلبات سعر الصرف و المؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق الكويت للأوراق المالية خلال الفترة (2012 – 2016) ، و تم تقسيمه الى المباحث التالية :

المبحث الأول : دراسة تحليلية لتطور سعر صرف الدينار الكويتي مقابل الدولار الأمريكي.

المبحث الثاني : دراسة تحليلية إحصائية للمؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق الكويت للأوراق المالية.

المبحث الثالث : تحديد طبيعة العلاقة بين تقلبات أسعار الصرف و المؤشر العام لأسعار الأسهم.

الفصل الأول

الإطار النظري والمعرفي لأسعار الصرف

تمهيد الفصل:

يعد سعر الصرف مؤشرا هاما و متغيرا أساسيا له بالغ الأثر في رخاء بلد معين و نظرا لأهميته الكبرى جعل العديد من الآراء تختلف حول ماهيته؟

فإن أهم الاختلافات بين التبادل الدولي و التبادل المحلي هو إن تسوية التبادل المحلي يتم بالعملة المحلية في حين يسوي التبادل الدولي بالعملات الأجنبية ،حيث يتم قياس و معادلة العملات المختلفة و من ثم تسويتها باستعمال ما يسمى :بسعر الصرف. فقد اعتبر أداة ربط بين الاقتصاد المفتوح و باقي اقتصاديات العالم ، و يهدف أيضا للمساهمة في تحقيق مجموعة من الأهداف الاقتصادية و المالية و لا ننسى أن معظم النظريات الحديثة كشفت النقاب على مدى تأثير سعر الصرف على استقرار حركة الاقتصاد و قد أصبحت دول العالم جميعا تبحث عن نظام صرف مناسب لعملتها، و تبرز أهمية دراسة سعر الصرف لمعالجة المسائل المتعلقة بتعدد العملات ، و مدى قبولها عالميا و بالتالي تحويلها فيما بينها في خضم المعاملات الاقتصادية والمالية و التجارية التي تجري في مختلف أقطار العالم سواء كانوا أفراد، شركات، بنوك،...الخ. و من الطبيعي أن يكون لسعر الصرف أهمية كبيرة لأي اقتصاد كان ،لكونه يؤثر علي المتغيرات الاقتصادية الكلية مثل تأثيره على نظام الأسعار في الاقتصاد الدولي. و عليه سنتطرق في هذا الفصل الأول النظري للدراسة، إلى الإطار النظري و المعرفي لأسعار الصرف و الذي تتدرج منه المباحث التالية:

- المبحث الأول : الإطار المفاهيمي لأسعار الصرف.
- المبحث الثاني : محددات سعر الصرف.
- المبحث الثالث : محددات تقلبات أسعار الصرف.

المبحث الأول: الإطار المفاهيمي لأسعار الصرف

يعد استقرار سعر صرف العملة من أولويات السياسة النقدية في مختلف الدول، و ذلك لأن هذا الاستقرار يعد أساسيا لتوفير البيئة المناسبة للاستثمار و جذب المدخرات و المحافظة على استقرار الأسعار، لذلك يكتسي سعر الصرف أهمية كبيرة في اقتصاديات جميع الدول، وهذا نتيجة للحكم الهائل من المعاملات الاقتصادية المختلفة للمجتمع الواحد مع القطاع الخارجي، ولا يمكن اتخاذ العملة المحلية لمعظم دول العالم كوسيط للتبادل، وكوسيلة للمدفوعات، بل يستلزم تحديد سعر صرفها بالنسبة للعملة الأجنبية، فسعر الصرف يعتبر العنصر المحوري في المالية الدولية، و يكتسب قيمة قوية في الاقتصاد و بين أفراد المجتمع لكونه مؤشر عالمي تنسم به أسواق الصرف و سنتطرق في هذا المبحث إلى:

- **المطلب الأول : مفهوم سعر الصرف.**
- **المطلب الثاني : أنواع سعر الصرف ووظائفه.**
- **المطلب الثالث : أهمية سعر الصرف وخصائصه.**
- **المطلب الرابع : طرق تحديد سعر الصرف.**

المطلب الأول: مفهوم سعر الصرف

يعتبر سعر الصرف أحد مقومات التي تقوم عليها التجارة الخارجية لتسوية المدفوعات حيث تظهر هنا ضرورة استعمال العملات الأجنبية عند قيام علاقات تجارية أو مالية بين شركات تعمل داخل الدول مع دول تعمل خارجها لذا تحتاج شركات المستوردة إلى عملة البلد المصدر لتسديد قيمة السلع المستوردة هذا من ناحية ومن ناحية أخرى تجد كذلك الأفراد الذين يتنقلون إلى بلد آخر وهم في هذه الحالة بحاجة لنقد الأجنبي ويجدون أنفسهم أمام عملية الصرف، ولهذا سنتطرق في هذا المطلب إلى تعريف الصرف قبل أن نعرف سعر الصرف.

الفرع الأول: تعريف الصرف

هو عبارة عن عملية تظهر عندما يتم تبادل مختلف العملات فيما بينها فكل دولة لها عملتها الخاصة تستعمل في عمليات الدفع الداخلية، وتظهر الضرورة إلى استعمال العملات الخارجية (عملات الدول الأخرى) عندما تقوم علاقات تجارية أو مالية بين شركات تعمل داخل الوطن مع شركات تعمل خارجه. حيث تحتاج الشركات المستوردة إلى عملة البلد لمصدر لتسديد السلع المستوردة¹.

الفرع الثاني: تعريف سعر الصرف

لسعر الصرف عدة تعاريف نذكر بعضها فيما يلي:

يعرف سعر الصرف على انه:

التعريف الأول: هو السعر الأجنبي للعملة (المحلية) أو سعر وحدة واحدة من العملة المحلية محتسبا أو معبرا عنه بالعملة الأجنبية وهو كمية العملة الأجنبية اللازمة لشراء وحدة واحدة من العملة المحلية² ، حيث هناك طريقتان لتسعير العملات هما³:

- التسعير المباشر: هو عدد الوحدات من العملة الأجنبية التي تجب دفعها للحصول على وحدة واحدة من العملة الوطنية.

¹ - الطاهر لطرش تقنيات البنوك، الطبعة السادسة ، لاديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2007، ص: 95.

² - حاتم جورج حاتم، دور سعر الصرف في تحديد المستوى العام للأسعار و اشكالية السياسة النقدية في العراق، مجلة بحوث اقتصادية عربية، العددان 59، 60، 2012، ص: 01.

³ - يمينة درقال، دراسة تقنيات اسعار الصرف المدى القصير، اختبار فرضية التعديل الزائد في دول المغرب العربي، رسالة الماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية و العلوم التجارية، جامعة ابي بكر بلقايد، تلمسان، الجزائر، 2010-2012، ص ص: 03، 04.

- التسعير غير المباشر: هو عدد الوحدات من العملة الوطنية الواجب دفعها للحصول على وحدة واحدة من العملة الأجنبية ومعظم الدول تستعمل هذه الطريقة في التسعير.

التعريف الثاني: هو عبارة عن العلاقة التي يتم على أساسها تبادل العملة الوطنية مقابل عملة أجنبية معينة ويتغير هذا السعر يوميا في سوق الصرف تبعا لتغير العرض والطلب على الصرف الأجنبي¹.

التعريف الثالث: يعرف حسب الاقتصادي جيمس انجرام بأنه بمثابة قاموس من كلمة واحدة يمكن أن تترجم بواسطة جميع الأسعار من لغة أجنبية إلى لغة محلية، إذن فهو ثمن كباقي الأثمان يتحدد بشكل أساسي بتفاعل قوى العرض والطلب والعوامل المؤثرة فيه².

ومن خلال التعاريف السابقة يمكن القول أن :

سعر الصرف هو سعر عملة بعملة أخرى، أو هو نسبته مبادلة عملتين، فإحدى العملتين تعتبر سلعة والعملة الأخرى تعتبر ثمنا لها، فسعر الصرف عبارة عن عدد الوحدات التي تجب دفعها من عملة معينة للحصول على وحدة من عملة أخرى، ويتكون سعر الصرف في سوق الصرف، حيث نستعرض لهذا الأخير فيما يلي:

1- مفهوم سوق الصرف

يتمثل سوق الصرف الأجنبي في المكان الذي يتم من خلاله تحويل العملات، أي في السوق الذي تباع فيه وتشتري منه مختلف العملات، ويعد سوق الصرف الأجنبي أكبر الأسواق في العالم، وهو ليس سوق منظما حيث لا يوجد له مكان مركزي ويجتمع فيه المتعاملون، ولا يشمل بلد واحد فقط، ويمكن القول انه عملية يتم بواسطتها الجمع بين مشتري وبياعي الصرف الأجنبي³.

وتتمثل أهم وظائف ومزايا سوق الصرف الأجنبي فيما يلي:

أ- وظائف سوق الصرف: إن أداء النقد لوظائفه في إطار النشاط الاقتصادي ينحصر في حدود دولته ويعجز عن أدائها في الدول الأخرى، ولكن الأداة التي تمكن مختلف العملات من أداء

¹- الطاهر لطرش، الاقتصاد النقدي والبنكي، ديوان المطبوعات، الجامعية، الجزائر، 2010، ص: 215.

²-سمير فخري نعمة، العلاقة التبادلية بين سعر الصرف و سعر الفائدة و انعكاساتها على ميزان المدفوعات، دار اليازوري العلمية للنشر و التوزيع، عمان، الأردن، 2011، ص : 15.

³ - السيد محمد احمد السيرتي، محمد غرت محمد غزلان، التجارة الدولية و المؤسسات المالية الدولية، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2012، ص: 245.

وظائفها خارج حدودها الوطنية هي سوق الصرف الأجنبي وعليه فان السوق يقوم بالوظائف الآتية¹ :

- تحويل القدرة الشرائية لبلد معين إلى بلد آخر.
- توفير ومنح الاعتمادات الملائمة لتسوية العملات التجارية.
- تقديم تسهيلات لإمكانية تغطية خطر الصرف.
- تحديد أسعار الصرف العملات المختلفة، يتم تحديد أسعار العملات الأجنبي من خلال تلاقي قوى العرض والطلب وتكوين نقطة التوازن².

ب- مزايا سوق الصرف الأجنبي

تتميز أسواق الصرف الأجنبية بالخصائص الآتية³:

- تعتبر سوق العملات الأجنبية أقدم واكبر وأوسع سوق مالية في العالم، فيعتبر السوق العالمي لصرف العملات الأجنبية وللتجارة فيها أضخم وأكثر الأسواق شفافية وسيولة مقارنة بجميع الأسواق الأخرى.
- بخلاف سوق الأوراق المالية، فان سوق الصرف الأجنبي يعمل على مدار 24 ساعة في اليوم و 6 أيام في الأسبوع، وبالرغم من السيولة الضخمة والاتساع الجغرافي، فان سوق العملات الأجنبية لديها القدرة على أن تخضع الأسواق المالية العالمية لسلطانها.
- تجري الصفقات في سوق الصرف الأجنبي في كل ساعات النهار والليل، وتشمل في اغلب الأحوال مؤسسات في مناطق اختصاص وطنية مختلفة.
- تتميز سوق العملات الأجنبية بالسيولة الشديدة، فالصفقات كبيرة وتنفذ بكثرة، حيث تكتسب المؤسسة العادية للسمرسة ما بين 3000 و 4000 تذكرة معاملات لصفقات في العملة الأجنبية خلال يوم متوسط من 24 ساعة.
- رغم الانتشار المتزايد للمشاركين في سوق العملات الأجنبية في كل أنحاء العالم، إلا أن اغلب الصفقات تتم في لندن ونيويورك وطوكيو.

¹-Alain siaene ,**monnaie et finance** ,éditions Ade bock, Bruxelles , Belgique, 1981, p : 237 .

² - عبد الحسين جليل عبد الحسن الغالبي، سعر الصرف وإدارته في ظل الصدمات الاقتصادية (نظرية وتطبيقات)، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2011، ص:38.

³ -السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية و النقدية في عالم متغير، الطبعة الأولى، دار الفكر ، عمان ، الأردن، 2010، ص ص : 267 266.

- تركيز السوق، حيث يعادل ما تُلثي صفقات العملات الأجنبية اليومية يحدث ما بين سمسرة البنوك، وحوالي 16% من المعاملات تخص العملاء غير المالكين، أما الجزء الباقي من المعاملات 20% فيشمل مؤسسات مالية خلاف سمسرة البنوك.

- ليس سوق الصرف مكان جغرافي محدد وهو سوق يحتوي على جميع عملات دول العالم¹.
غير هناك عملات رئيسية نذكرها كالتالي:

الجدول رقم (01): العملات الرئيسية في العالم

الرمز	العملات الرئيسية
USD	الدولار الأمريكي
EUR	اليورو
GPB	الجنية الاسترالي
JPB	الين الياباني
CHF	الفرنك السويسري
AUD	الدولار الاسترليني
CAD	الدولار الكندي

المصدر: بسام الحجار، نظام المنتدى العالمي وأسعار الصرف، الطبعة الأولى، دار المنهل اللبناني، بيروت، لبنان ، ص:98.

¹- عناني سعيد، أثار تقلبات سعر الصرف و تدابير المؤسسة الاقتصادية لمواجهتها، حالة مؤسسة الملح بسكرة، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية و العلوم التجارية، جامعة الحاج لخضر، باتنة، الجزائر، 2005-2006، ص: 06.

2- المتدخلون في سوق الصرف:

يتكون سوق الصرف الأجنبي من عدة متعاملين يتمثلون أساسا في الجدول التالي:

البنك المركزي	البنوك التجارية والمؤسسات المالية	السماسرة
<p>يتدخل البنك:</p> <ul style="list-style-type: none"> - بالقيام بعمليات السوق المفتوحة على العملات الأجنبية. - تنفيذ أوامر الحكومة باعتباره بنك الدولة ويكون هذا التدخل من قبل البنك المركزي من أجل: - حماية مركز العملة المحلية لأنه يعتبر مسؤولا عن سعر صرف العملة 	<p>حيث تتدخل البنوك التجارية والمؤسسات المالية في السوق وذلك لتنفيذ:</p> <ul style="list-style-type: none"> - أوامر زبائنها ولحسابها الخاص. 	<ul style="list-style-type: none"> - يعتبر سماسرة الصرف وسطاء نشطين يقومون: - بتجميع أوامر الشراء أو البيع للعملات الصعبة لصالح عدة بنوك أو متعاملين آخرين. - يقومون بضمان الاتصال بين البنوك - إعطاء معلومات عن التسعيرة المعمول بها في البيع والشراء بدون الكشف عن أسماء المؤسسات البائعة والمشتريّة لهذه العملات.

الجدول رقم (02): المتدخلون في سوق الصرف

المصدر: عبد العزيز بركة، تقلبات أسعار الصرف وانعكاساتها على الميزان التجاري، دراسة حالة الجزائر خلال الفترة (1999-2014) - دراسة الماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية و العلوم التجارية و علوم التسيير ، جامعة قاصدي مرياح، ورقلة، الجزائر، 2015-2016 ، ص ص: 25 26 .

3- أنواع سوق الصرف:

تنقسم أسواق الصرف الأجنبي إلى ثلاث أسواق نلخصها في الشكل التالي :

الجدول رقم (03):أنواع أسواق الصرف الأجنبي

أسواق الصرف الحاضرة أو الآنية	أسواق الصرف الآجلة	سوق مقايضة العملات
هي التي يتم فيها بيع وشراء العملة الأجنبية طبقاً للسعر الحالي وإتمام عملية التسليم والتسلم للعملة الأجنبية في الوقت نفسه	هي السوق التي يتم فيها الاتفاق على بيع عملة الأجنبية اليوم وفقاً للسعر الآجل والتسليم في وقت لاحق، وتخضع عملية الشراء والبيع في هذا السوق إذا تم الاتفاق على تسديد الأموال بعد أكثر من يومين في تاريخ لاحق	يعتبر هذا السوق امتداداً للسوق الآجل، ومقايضة العملات عبارة عن عملية تؤمن إمكانية شراء وبيع عملة مقابل عملة أخرى في آن واحد مع مواقيت دفع مختلفة، وعليه فعملية المقايضة هي صرف العملات مع وعد بإنجاز العملية المعاكسة في زمن يحدد سابقاً

المصدر: عبد القادر السيد متولي، الاقتصاد الدولي، الطبعة الأولى، دار الفكر ناشرون وموزعون، عمان، الأردن، 2010، ص: 122 123 .

4-أسباب تحويل العملات:

من الأسباب التي تدعو إلى تحويل العملات ما يلي¹ :

أ- 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 يبيعون للحصول على العملات الأجنبية في حد ذاتها. وإنما لأنه يمكن تحويلها في سوق الصرف إلى عملات محلية على أساس سعر الصرف السائد. ذلك أن العملات الأجنبية غير مقبولة في المعاملات الداخلية.

¹ - احمد فريد مصطفى، الاقتصاد النقدي والدولي، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 2009، ص: 376 377.

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 للصرف الخارجي للتعامل في بيع وشراء النقود الأجنبية .

ب- الاستثمارات الأجنبية: يؤدي قيام الاستثمارات الأجنبية في بلد ما إلى زيادة في الطلب على عملة هذه البلد من أجل الاتفاق الاستثماري بها، كذلك يؤدي بيع هذه الاستثمارات داخل هذه البلد إلى زيادة الطلب على العملات الأجنبية.

ج- دفع الفوائد والأرباح: تتحول الأموال من دولة إلى أخرى وذلك لدفع قيمة الديون وأرباح السندات حسب الاتفاق بين الدائن في الدولة والمدين في دولة أخرى .

د- المساعدات الأجنبية: كثيرا ما تقدم إحدى الدول المعنية مساعدات مادية لبعض الدول المتخلفة وفي هذه الحالة تحول عملة الدولة الأولى إلى الدولة الثانية، فالمساعدات التي تقدمها أمريكا لبعض الدول تستلزم تحويل الدولارات الأمريكية إلى العملات الوطنية لهذه الدول .

هـ- نفقات السفر والسياحة: يستلزم السفر والإقامة في دولة أجنبية الحصول على العملات الأجنبية ليتم الإنفاق على هذه المستلزمات.

5-عمليات سوق الصرف

تتمثل عمليات سوق الصرف فيما يلي¹:

أ - المضاربة: تقوم المضاربة في سوق الصرف على إجراء توقعات لتغيرات لأسعار العملات، فإذا ما توقع المتعاملون في سوق الصرف أن سعر عملة ما سيرتفع في المستقبل فسوف يتجه هؤلاء إلى شراء أكبر قدر من هذه العملة في الوقت الحالي ليبيعهما عندما يرتفع سعرها في المستقبل، ولذا ما توقعوا أن سعر إحدى العملات سينخفض مستقبلا فإنهم سيبيعون كل ما لديهم من هذه العملة والاتجاه لشراء عملة أخرى يتوقعون ارتفاع ثمنها مستقبلا .

ب- المراجعة: و تعتبر من أبرز العمليات التي تجرى في سوق الصرف العاجل و التي تعنى بشراء العملات في الأسواق المنخفضة السعر ، و إعادة بيعها في الأسواق المرتفعة السعر للحصول على ربح في ظرف دقائق معدودة. و المراجعة لا تلغي إمكانية تغير السعر و إنما تساعد في توحيد السعر بجميع

¹ - السيد متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص:123.

أسواق الصرف الدولية ، و من مميزاتها أنها لا تحتوي على مخاطر ، لان أسعار الصرف تكون معلنة و معروفة من طرف المتعاملين¹ .

المطلب الثاني: أنواع سعر الصرف ووظائفه

يأخذ سعر الصرف أنواع تتضح من خلالها القدرة التنافسية بين الدول إضافة إلى أخذه بعين الاعتبار إلى مختلف التدابير الحكومية مثل التعريفات الجمركية أو الرسوم والحوافز والإعانات المالية التي بها علاقة بالعملات الدولية، ويتمتع سعر الصرف بوظائف عديدة تخدم الاقتصاد.

الفرع الأول: أنواع سعر الصرف

هناك عدة أنواع لأسعار الصرف عادة ما يتم التمييز فيما بينها أهمها:

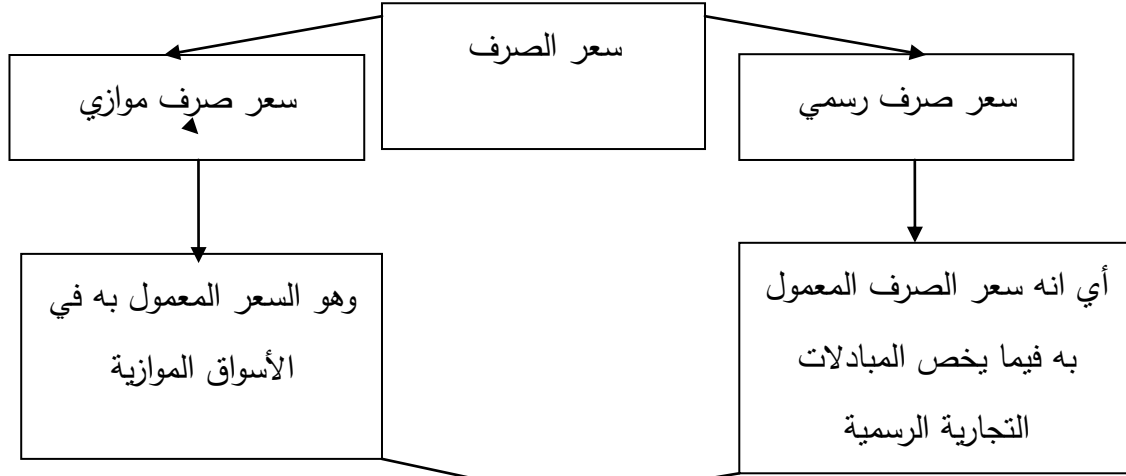
1- سعر الصرف الاسمي: هو مقياس لقيمة عملة إحدى البلدان التي تمكن تبادلها بقيمة عملة بلد آخر² ، ويتم تحديد سعر الصرف الاسمي بتفاعل قوى العرض والطلب على هذه العملات، وفي سوق الصرف في لحظة زمنية معينة وهو أيضا يتأثر بتغيرات هذه القوى إضافة إلى نظام الصرف المعتمد من طرف الدولة³ ، وينقسم سعر الصرف بدوره إلى قسمين الذي نلخصه في الشكل الموالي:

¹ - بشارف خيرة ، خلفاوي حنان، تطبيق نماذج ARCH على سعر الصرف الاسمي ، دراسة حالة الجزائر ، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية ، كلية العلوم الاقتصادية و العلوم التجارية و علوم التسيير ، جامعة د. الطاهر مولاي سعيدة ، الجزائر ، 2014-2015 ، ص 06.

² - عبد المجيد قدي، المدخل الى السياسات الاقتصادية الكلية، دراسة تحليلية تقييمية ، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2003 ، ص:103

³ - محمد زراقة، اثر تقلبات اسعار الصرف على ميزان المدفوعات، دراسة قياسية، حالة الجزائر 1990- 2014 ، مذكرة تخرج لنيل شهادة الماجستير في العلوم التجارية ، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير و العلوم التجارية، جامعة ابي بكر بلقايد، تلمسان، الجزائر، 2015-2016 ، ص: 09.

الشكل رقم (01): أقسام سعر الصرف



وهذا ما يظهر إمكانية وجود أكثر من سعر صرف اسمي في نفس الوقت لنفس العملة وفي نفس البلد

المصدر: رحيمة بن عيني، سياسة سعر الصرف وتحديدته، دراسة قياسية للدينار الجزائري، أطروحة لنيل الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير و العلوم التجارية، جامعة ابي بكر بلقايد، تلمسان، الجزائر، 2013-2014، ص:03.

2- **سعر الصرف الحقيقي**: هو سعر يعبر عن عدد الوحدات من السلع الأجنبية في مقابل وحدة واحدة من السلع المحلية. فلو أخذنا الولايات المتحدة الأمريكية والجزائر فيمكننا أن نكتب:

$$TCN = TCR \left(\frac{pus}{pdz} \right)$$

حيث،

TCR: سعر الصرف الحقيقي.

TCN: سعر الصرف الاسمي.

pus: مؤشر الأسعار في الولايات المتحدة الأمريكية .

pdz: مؤشر الأسعار في الجزائر .

فتحسن سعر الصرف الحقيقي هنا هو لفائدة الجزائر¹.

وتستعمل عدة مقاييس إحصائية لحساب سعر الصرف الحقيقي، كالحساب الشائع المعتمد على مؤشرات أسعار الاستهلاك، أما المقياس الثاني فهو السعر النسبي للسلع القابلة للتجارة P^T ، والسلع غير

¹ -الداوي البيامنة، إثر سعر الصرف على التجارة الخارجية، دراسة حالة الجزائر لفترة (1990-2014)، مذكرة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر اكاديمي، كلية العلوم الاقتصادية و العلوم التجارية ، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة ، الجزائر، 2015-2016، ص: 04 .

القابلة للإتجار p^N ، وهناك مقياس ثالث هو قيمة الأجور النسبية والمحسوبة بالدولار ويستعمل هذا المعيار لتفادي مشكلة المؤشرات النسبية التي تتغير من دولة لأخرى، وسعر الصرف الحقيقي محسوب كمؤشر أسعار، ولذا فان مستواه ليس له تفسير طبيعي وفي سنة الأساس يساوي واحد، ولذلك فان مستواه لا يفسر عند التغيير لكي يعطي مؤشرا اتجاه سعر الصرف الحقيقي اي ارتفاع السعر النسبي للسلع المحلية مقارنة بالأسعار الأجنبية¹.

3- سعر الصرف الفعال:

هو عبارة عن الرقم القياسي أو متوسط سعر عملة ما بالنسبة لمجموعة او سلة من العملات الأجنبية، حيث ترجع كل عملة بوزن معين طبقا لأهميتها في التجارة الخارجية، فعملات الدول لا تمثل أهمية كبيرة في التجارة الدولية تعطي وزنا منخفضا، بينما تعطي عملات الدول الهامة في التجارة الدولية وزنا اكبر، غالبا ما تستعمل سلة من العملات الرئيسية، وهذا فان سعر الصرف الفعال يتحدد بعاملين هما: عدد العملات الأجنبية المختارة لتمثل سلة العملات والأوزان النسبية التي تعطى لكل عملة أجنبية².

4- سعر الصرف الفعال الحقيقي:

الواقع أن سعر الصرف الفعلي هو سعر اسمي لأنه عبارة عن متوسط لعدة أسعار صرف ثنائية، ومن اجل أن يكون هذا المؤشر ذا دلالة ملائمة على تنافسية البلد اتجاه الخارج لا بد أن يخضع هذا المعدل الإسمي أن التصحيح بإزالة اثر تغيرات الأسعار النسبية، مع الأخذ بعين الاعتبار الاختلاف بين معدل التضخم لدولة ما والمتوسط المرجع لمعدلات التضخم الأجنبية³.

ولقراءة أسعار الصرف هناك نوع آخر يدرج ضمن أسعار الصرف السوقية وهذا النوع من أسعار الصرف تعتبر ثنائية واسمية وهي كالتالي⁴:

¹ - بلقاسم العباس، سياسات اسعار الصرف، مجلة جسر التنمية، المعهد العربي للتخطيط بالكويت، العدد، 23، نوفمبر 2003، ص: 04.

² - احمد مندور، مقدمة في الاقتصاد الدولي، الدار الجامعية، بيروت، لبنان، 1990، ص: 130.

³ - محمد ياسر زيدان النحال، اثر تقلبات أسعار الصرف على الأداء المالي للبنوك المدرجة ببورصة فلسطين للأوراق المالية، قدمت الدراسة استكمالا لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في إدارة أعمال، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، عنتره، فلسطين، 2016، ص: 30.

⁴ - سعيدة شطباني، محددات سعر الصرف الدينار الجزائري و دوره في تحقيق الاستقرار الاقتصادي، دراسة قياسية اقتصادية لحالة الجزائر فترة 1993-2010، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير و العلوم التجارية، جامعة مسيلة، الجزائر، 2011-2012، ص: 14.

أ- **سعر الصرف العاجل:** يعرف سعر الصرف العاجل بأنه السعر المطبق في عمليات الشراء والبيع للعملة الأجنبية مقابل التسليم في الحال، حيث تتم الصفقات باستخدام تاريخ التسوية الفورية، أي أن العملية سيتم تسويتها في أقل من يومين من تاريخ إبرام عقد الصفقة.

ب- **سعر الصرف الآجل:** هو السعر الذي يحدد في نفس تاريخ العقد من أجل شراء أو بيع العملات في وقت لاحق أو هو السعر الذي تتم على أساسه عقد صفقة لبيع أو شراء كمية محددة من عملة ما مقابل عملة أخرى بحيث يتم التسليم في تاريخ اجل محدد، ومدة التأجيل قد تكون في حدود شهر أو ثلاثة أشهر أو سنة على أكثر تقدير .

الفرع الثاني: وظائف سعر الصرف:

لسعر الصرف وظائف متعددة نذكر منها ما يلي¹:

1- **وظيفة قياسية:** يمثل سعر الصرف حلقة وصل بين الأسعار المحلية والأسعار العالمية، فالمنتجون المحليون يعتمدون على سعر الصرف لمقارنة الأسعار المحلية لسلعة ما مع أسعار السوق العالمية .

2- **وظيفة تطويرية:** يستخدم سعر الصرف في الرفع من حجم صادرات معينة إلى مناطق معينة من تخفيض سعر صرف عملة هذه الصادرات حتى تكون هذه الأخيرة أقل سعرا مقارنة بصادرات الشركاء التجاريين، مثل ما يحدث من تبادل تجاري بين الصين والولايات المتحدة الأمريكية حيث أن اليوان الصيني منخفض مقارنة بالدولار أدى إلى ارتفاع حجم الصادرات الصينية اتجاه الولايات المتحدة الأمريكية ودول أخرى مقارنة بالسلع الأمريكية نحو الصين ودول أخرى كذلك.

3- **وظيفة توزيعية:** يؤدي سعر الصرف وظيفة توزيعية على مستوى الاقتصاد الدولي من خلال إعادة توزيع الدخل القومي العالمي بين دول العالم، فإذا افترضنا أن اليابان تستورد القمح من الولايات المتحدة وارتفعت القيمة الخارجية للدولار الأمريكي مقابل الين فان اليابان ستضطر إلى دفع زيادة في الدولارات لقاء و وارداتها من القمح مما يؤثر على احتياطات اليابان من الدولارات الأمريكية في حين ترتفع الاحتياطات الأمريكية من الدولارات .

¹ - قاسم تيميزار، اثر تقلبات أسعار الصرف على المالي للبنوك التجارية، دراسة حالة البنك الجزائري الخارجي (B E A) وكالة ورقلة خلال الفترة (2005-2014)، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي، كلية العلوم الاقتصادية و العلوم التجارية ،جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2015-2016، ص ص : 06 05.

المطلب الثالث: أهمية سعر الصرف وخصائصه

بما أن سعر الصرف هو عملية تتم دولياً بين أعضاء مختلفة أو بين حكومات مختلفة، فهذه العملية تخضع لمعايير وبهذا فسعر الصرف يتصف بخصائص، ولذلك يكتسي سعر الصرف أهمية بالغة سواء على المستوى الداخلي أو على المستوى الخارجي، ولذلك سنتطرق في هذا المطلب إلى :

الفرع الأول: أهمية سعر الصرف

لسعر الصرف أهمية بالغة تتجلى في¹:

- سعر الصرف هو المرآة التي ينعكس عليها مركز الدولة التجاري مع العالم الخارجي من خلال العلاقة بين الصادرات والاستيرادات.
- سعر الصرف هو أداة ربط بين الاقتصاد المحلي والاقتصاد العالمي من خلال ثلاث أسواق (سوق الأصول، سوق السلع، سوق عوامل الإنتاج).
- سعر الصرف أداة ربط بين اقتصاد مفتوح وباقي اقتصاديات العالم ذلك من خلال معرفة التكاليف والأسعار الدولية .

- يساهم سعر الصرف في تحقيق الأهداف الاقتصادية الكلية المتمثلة بالتوازنين الداخلي والخارجي إذ أن:

- التوازن الداخلي : يتمثل في تحقيق الاستقرار في الأسعار والأجور والعمالة الكاملة.
- التوازن الخارجي: هو توازن ميزان المدفوعات بالمعنى الاقتصادي أي التوازن بين المدفوعات والإيرادات الخارجيتين.

- سعر الصرف يستخدم كمؤشر لقياس تنافسية البلد.

الفرع الثاني: خصائص سعر الصرف

هناك ثلاث خصائص لسعر الصرف ندرجها كما يلي² :

- 1- **المقاصة:** هي استعمال الحقوق في تسديد الديون أي أنها تركز على تسوية الحقوق والديون معا الناتجة عن عمليات التجارة المنظورة، و المقاصة في عملية الصرف تتمثل في تجنب استخدام

¹ - سمير فخري نعمة، مرجع سيق ذكره، ص ص: 15-17.

² - عبد الجليل هجيرة، اثر تغيرات سعر الصرف على الميزان التجاري، دراسة حالة الجزائر، مذكرة تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير ، جامعة ابي بكر بلقايد، تلمسان، الجزائر، 2011-2012، ص: 38 .

الصرف الأجنبي بين الدولتين المتعاقبتين، ويتم تسوية المبادلات التجارية بينهما باستخدام الحقوق لتسديد الديون.

ويحدد سعر الصرف بين الدولتين قبل فتح حساب المقاصة لأنه غالبا ما تكون المقاصة غير كاملة، أي عدم تساوي ديون دولة وحقوقها قبل الدولة الأخرى، ويتم تسوية الفرق وفقا للقواعد التي يتفق عليها الطرفان.

2- المضاربة: تكون من أجل تحقيق الربح، ويتم ذلك عن طريق الاستفادة من الفروق السعرية في سعر الصرف عملة بين سوقين أو أكثر في وقت واحد عن طريق شراء العملة في السوق ذات السعر المنخفض، وإعادة بيعها في السوق ذات السعر المرتفع، وتسمى هذه العملية بعملية التحكم بين العملات وقد ظهرت عمليات التحكم لسهولة وسرعة وسائل الاتصال بين المراكز التجارية في مختلف بقاع العالم.

3- التغطية: التغطية تتم عن طريق اللجوء إلى عمليات الصرف الآجلة وذلك لتفادي الأخطار الناجمة عن التقلبات في سعر الصرف، وهي عملية تأمين ضد ما يتوقعه المتعامل من انخفاض في قيمة العملات الأجنبية عن القيام بعمليات صرف آجلة¹.

المطلب الرابع: طرق تحديد سعر الصرف

بما أن سعر الصرف هو أداة ربط بين الاقتصاد المحلي والعالمي لذلك تجب معرفة طرق تحديد سعر الصرف وهذا ما سنتطرق له في مطلبنا وكما سنتطرق أيضا إلى العوامل التي تؤثر على قوى العرض والطلب بما أن سعر الصرف يتوقف عليهما.

الفرع الأول: طرق تحديد سعر الصرف و العوامل المؤثرة على قوى عرض و طلب العملات الاجنبية

يتحدد سعر الصرف وفق لإحدى الحالتين²:

¹ - محمود حميدات، مدخل التحليل النقدي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2000، ص:67.

² - جميل الجنابي هيل عجمي، التمويل الدولي والعلاقات النقدية الدولية، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2014، ص:94.

- تتدخل السلطة النقدية للبلاد بتحديد القيمة الخارجية لعملتها الوطنية (اي سعر صرفها) وفقا لتعليمات الاتحاد السوفياتي سابقا وجميع الأقطار الاشتراكية التي كانت تابعة له حينما كان سعر الصرف جزءا من الخطة الاقتصادية المركزية لكل من هذه الأقطار، كذلك فقد اعتمدته بعض الدول النامية كإحدى أدوات السياسة الاقتصادية.

- التحديد السوقي لسعر الصرف وهنا يتحدد سعر الصرف كأى سعر آخر من خلال تفاعل قوى العرض والطلب على العملة بما في ذلك الأخذ بعين الاعتبار جميع العوامل المؤثرة فيها مثل المضاربة ومستوى أسعار الفائدة، سعر الخصم...الخ.

الفرع الثاني: العوامل التي تؤثر على قوى العرض والطلب على العملات الأجنبية

العوامل التي تؤثر على قوى العرض والطلب على العملات الأجنبية هي كالتالي نذكرها¹:

1-الاستيراد والتصدير: عند قيام المستورد الأردني بشراء بضاعة من الخارج هو بمثابة طلب للعملة الأجنبية وعرض للعملة المحلية وبالتالي سوف يزداد سعر الصرف للعملة الأجنبية مع بقاء العوامل الأخرى ثابتة كما يلي:

والعكس تحدث عند قيام التاجر الأجنبي باستيراد سلعة معينة من الأردن فانه في نفس الوقت يطلب العملة المحلية ويعرض عملته الأجنبية وبالتالي فان سعر صرف العملة المحلية سوف يرتفع.

2- النفقات السياحية: فالسائح الأردني على سبيل المثال عندما يذهب إلى باريس فانه يعرض الدينار الأردني ويطلب الفرنك الفرنسي (أو اليورو حاليا)، وبالتالي سعر صرف العملة المحلية سوف ينخفض مقابل الفرنك الفرنسي والعكس صحيح.

3- تصدير واستيراد الخدمات الأخرى: ما ينطبق على استيراد السلع تصديرها ينطبق على استيراد الخدمات وتصديرها من حيث تأثيرها على أسعار الصرف.

4- أرباح الاستثمارات: عندما يحصل المستثمرون على عوائد استثماراتهم فإنهم يقومون بعرضها لشراء عملة محلية وبالتالي يزداد سعر صرف العملة الوطنية في الأسواق العالمية.

¹- موسى سعيد مطر، شقيري نوري موسى، و آخرون، التمويل الدولي، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008 ، ص 49-51.

- 5- **الحوالات دون مقابل:** عندما يقوم المواطنون غير المقيمين بتحويل الأموال إلى عائلاتهم فإنهم يعرضون عملة أجنبية مقابل الحصول على عملة وطنية، وبالتالي فإن سعر صرف العملة الوطنية سوف يرتفع مع بقاء العوامل الأخرى ثابتة.
- 6- **المساعدة الخارجية:** وهذه المساعدات التي ترد للدولة هي تحويلات دون مقابل فكلما زادت هذه المساعدات سواء كانت من المؤسسات الدولية أو غيرها فإنه سيتم تحويلها إلى العملة الوطنية وبالتالي يزداد عرض العملة الأجنبية وينخفض سعرها وفي المقابل يزداد سعر صرف العملة المحلية.
- 7- **التحويلات الرأسمالية والاستثمارات الأجنبية:** إن انتقال رؤوس الأموال من بلد إلى آخر بهدف الاستثمار وقد يكون هذا الاستثمار مباشر كإقامة مشاريع في الدول الأخرى أو غير مباشر مثل شراء الأصول المالية كالأسهم والسندات.
- 8- **القروض الدولية:** وهي القروض المقدمة من دولة إلى أخرى أو القروض التي تقدمها مؤسسات مالية دولية مثل صندوق النقد الدولي والبنك الدولي وغيرها .
- 9- **تحويل الأموال بقصد المضاربة:** وهي انتقال الأموال من بلد إلى آخر وذلك للاستفادة من فروقات أسعار الصرف بين البلدين وتحقيق أرباح رأسمالية، إن البلد المتلقي للأموال سوف يزداد لديها عرض العملة الأجنبية ويزداد الطلب على العملة الوطنية وبالتالي يرتفع سعر الصرف العملة المحلية وبنفس الوقت ينخفض سعر الصرف العملة الأجنبية.

المبحث الثاني: محددات أسعار الصرف

يعتبر سعر الصرف متغيرا اقتصاديا شديد الحساسية نظرا للمؤشرات الداخلية والخارجية التي يتعرض لها، لاسيما أمام اتساع دورة التجارة الخارجية وتطور الأسواق المالية الدولية، ولقد أصبح تركيز الاقتصاديين المعاصرين والمتخصصين في المالية الدولية ينصب على دراسة أنظمة أسعار الصرف وكذا العوامل التي تتحكم في تحديدها، وهذا كله بهدف تهدئة الأسواق المضطربة والوصول إلى تراكم كاف في احتياطات الصرف الأجنبي لبلوغ أسواق رأس المال الدولية، وسنتطرق في هذا المبحث إلى المطالب التالية:

- **المطلب الأول: أنظمة سعر الصرف ومعايير اختيارها.**
- **المطلب الثاني: نظريات تحديد أسعار الصرف.**
- **المطلب الثالث: العوامل المؤثرة في سعر الصرف.**
- **المطلب الرابع: سياسة سعر الصرف وأدواتها.**

المطلب الأول: أنظمة سعر الصرف ومعايير اختيارها

إن أنظمة أسعار الصرف تعد احد العناصر المهمة في سياسة الصرف الأجنبي وهي الأنظمة التي تعتمد على الدول في تحديدها واختيارها لمعدلات صرف عملتها.

الفرع الأول: أنظمة سعر الصرف

يعرف نظام الصرف بأنه: "مجموعة القواعد التي تحدد تدخل السلطات النقدية في سوق الصرف، وبالتالي سلوك سعر الصرف"¹، ولقد عرف نظام الصرف 03 أنظمة لسعر الصرف نذكرها كما يلي²:

1- أنظمة الصرف الثابتة:

وفيه يتم تثبيت سعر صرف العملة إما إلى عملة واحدة تتميز بمواصفات معينة كالقوة والاستقرار مثل الدولار أو اليورو، وإما إلى سلة من العملات انطلاقاً من عملات الشركات التجارية الأساسية في الدولة، ومن أهم الأسباب التي تدفع الدولة لاعتماد سعر الصرف ثابت هي:

- تخفيض المخاطرة.

- عدم اليقين المرتبط بتقلبات أسعار الصرف والذي يؤثر على القرارات الاقتصادية مثل الإنتاج والاستثمار والتجارة الدولية .

2- أنظمة الصرف المرنة أو التعويم:

يتحدد سعر الصرف في هذا النظام من خلال التوازن بين العرض والطلب في سوق النقد الأجنبي ووفقاً لبعض المؤشرات الاقتصادية، وقد تتبع الدولة نظام التعويم المدار حيث تقوم السلطات بتعديل أسعار صرفها على أساس مستوى الإحتياطي لديها من العملات الأجنبية والذهب في ميزان المدفوعات، أو

¹ - بشير باعمارة، اثر تقلبات أسعار الصرف على أداء البنوك، دراسة حالة بنك القرض الشعبي الجزائري لفترة 2002-2011، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماستر أكاديمي، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير و علوم تجارية، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2012-2013، ص:08.

² - معهد الدراسات المصرفية، إضاعات مالية ومصرفية، نشرة توعية اقتصادية العدد 12، الكويت، 2011، ص:03.

تستخدم نظام التعويم الحر الذي يسمح لقيمة العملات أن تتغير صعودا وهبوطا حسب السوق، وهذا النظام يسمح للسياسات الاقتصادية بالتححرر من قيود سعر الصرف، ويتميز بمرونته وقابليته للتعديل.

3- أنظمة الرقابة على الصرف: في نظام الرقابة على الصرف تتدخل السلطات النقدية في سوق الصرف أن تسيطر على موارد البلد من العملات الصعبة كما تتولى توزيع هذه الموارد وفقا لأولويات معينة، تهدف السلطات النقدية إلى تخفيض الكميات المطلوبة من الصرف الأجنبي إلى الحد اللازم لتحقيق التكافؤ بينها وبين الكميات المعروضة عند سعر صرف معين تحدده، إن الرقابة على الصرف تعتبر السبيل الوحيد أمام السلطات النقدية للمحافظة على ثبات سعر الصرف عند مستوى ملائم، هذا النظام نجده في كافة الدول الاشتراكية والدول النامية تلتزم السلطات النقدية بعدة أساليب للرقابة على الصرف أهمها:

- التزام بيع العملات الأجنبية إلى السلطات النقدية مثلا: إرغام المصدر على تسليم العملة الأجنبية للبنك المركزي.

- حظر تصدير العملات الأجنبية أو المعادن النفيسة أو الجواهر أو الأشياء الثمينة كاللوحات الفنية إلى الخارج.

- فرض رقابة حازمة على المبادلات الخارجية، ويتحقق ذلك عند قيام المصدر بتسليم ثمن ما يصدر إلى السلطات النقدية بالسعر الرسمي المقرر وكذلك بشأن الاستيراد وعادة لا تمنح هذه الرخص إلا باستيراد السلع الضرورية وليس السلع الكمالية¹.

¹ - شمعون شمعون، بورصة الجزائر، دار هومه للطباعة والنشر والتوزيع، الجزائر، 2005، ص ص: 144 145.

الفرع الثاني: أهم العوامل والمعايير المؤثرة في اختيار نظام الصرف الملائم:

تتلخص أهم العوامل والمعايير المؤثرة في اختيار نظام الصرف الملائم في الجدول التالي:

الجدول رقم (04): أهم العوامل والمعايير المؤثرة في اختيار نظام الصرف الملائم.

حجم ودرجة انفتاح الاقتصاد	كلما كانت درجة الانفتاح كبيرة كلما كانت نسبة التجارة كبيرة وبالتالي ملائمة نظام سعر الصرف الثابت لهذا النوع من الاقتصاد بسبب انعدام أو انخفاض تكاليف المبادلات أو التحويلات الدولية ونقص المخاطر المتعلقة بها.
مستوى التضخم	إذا كان للدولة مستوى تضخم أعلى من مستوى تضخم شركائها التجاريين فعلى الدولة اختيار نظام صرف مرن من أجل مواجهة الصدمات الخارجية
الصدمات داخلية، خارجية	إذا كان اقتصاد دولة مندمج ويتميز بحركية كبيرة لرؤوس الأموال، يوفر سعر الصرف أثمرت الحماية من الصدمات الخارجية، خاصة عندما تكون الأجور والأسعار المحلية بطيئة التغير.
درجة حركية رؤوس الأموال	كلما كانت حركية رؤوس الأموال كبيرة، كلما زادت صعوبة الحفاظ على نظام الصرف الثابت.
درجة مصداقية السلطات النقدية	كلما كانت فعالية البنك المركزي في مكافحة التضخم ضعيفة كلما زادت الحاجة إلى تبني نظام صرف ثابت
درجة مرونة الأسعار والأجور	كلما كانت الأجور حقيقية ثابتة كلما كانت الحاجة إلى مرونة نظام الصرف لمواجهة الصدمات الخارجية
نظام تثبيت الأسعار	عندما تكون الأسعار مثبتة بعملة المستهلك فانه في ظل نظام صرف مرن يبقى مستوى الاستهلاك مستقر ولكن يتغير مستوى الاستهلاك إذا كانت الأسعار مثبتة بعملة المنتج سواء في ظل ثبات أو مرونة أسعار الصرف

<p>وجود سلع قابلة للإتجار يزيد من درجة مرونة سعر الصرف بحيث في غياب صدمات العرض فإن التغيرات في مستوى الطلب تمتص عن طريق تغير أسعار السلع غير قابلة للإتجار.</p>	<p>السلع القابلة للإتجار والسلع غير قابلة للإتجار</p>
--	---

المصدر: برياطي حسين، زيدان محمد، خيارات نظم سعر الصرف ومدى تأثيرها على اقتصاديات الدول، دراسة حالة

الدول العربية، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، الجزائر، المجلد العاشر، العدد 02، 2016، ص: 47.

إن مسألة اختيار نظام سعر الصرف تعتبر مسألة معقدة وتخضع للظروف الاقتصادية بحيث تخلق اتساقا بين سياسة سعر الصرف وباقي السياسات الاقتصادية الأخرى، ونجد أن الدول تتباين فيما بينها في اختيار نظام سعر الصرف، أن يجب على أي متعامل في التجارة الخارجية معرفة نظام سعر الصرف السائد في بلده، ذلك أن نظام سعر الصرف في البلد هو الذي تحكم سعر الصرف فيه.

وبالتالي نظام سعر الصرف له تأثير كبير على حجم التجارة الخارجية وتدفقات رؤوس الأموال حيث أصبحت دول العالم جميعا تبحث عن نظام صرف مناسب لعملاتها. حيث يبين الجدول التالي أسس ومزايا وسلبيات كل من النظامين

جدول رقم (05): مقارنة بين نظام الصرف الثابت والمرن

نظام الصرف الثابت	نظام الصرف المرن	
<ul style="list-style-type: none"> - يكون البنك المركزي مستعدا لتوفير النقد الأجنبي. - يتدخل البنك المركزي من حين لآخر في سوق النقد الأجنبي للإبقاء على سعر الصرف داخل الحدود المعلنة سلفا 	<ul style="list-style-type: none"> - لا يلتزم البنك المركزي بتوفير نقد أجنبي. - قد يتدخل البنك المركزي في سوق النقد الأجنبي لتسهيل العمليات أو في حالة التقلبات الكبيرة 	الأسس
<ul style="list-style-type: none"> - يوفر نظام سعر الصرف الثابت ثقة في عملة البلد، باعتبار أن هذه العملة ترتبط بعملة معروفة أو سلة من العملات الأجنبية - يؤدي نظام الصرف الثابت، إلى نوع من الانضباط في السياسات الداخلية. - انخفاض تقلبات أسعار الصرف 	<ul style="list-style-type: none"> - يوفر مرونة اكبر للسياسات، في مواجهة الصدمات. - يتيح مجالا محدودا للهجمات المضاربية. - مرونة السياسات النقدية والضريبية للبلدان - عدم حاجة البنوك المركزية للاحتفاظ باحتياطات كبيرة من العملة الأجنبية. - في حالة حدوث اختلاف في المدفوعات فإنه من الممكن إجراء تصحيح اللازم في ميزان المدفوعات بتعديل سعر الصرف بدلا من تغيير العرض النقدي 	المزايا
<ul style="list-style-type: none"> - تقييد حرية السياسات النقدية. - تسهيل الهجمات المضاربية. - ضرورة أن تكون الاحتياطات من العملة الأجنبية كبيرة. 	<ul style="list-style-type: none"> - خطر التقلب الكبير لسعر الصرف، الأمر الذي يكون له انعكاس سلبي على التجارة الدولية. - انخفاض الثقة في العملة. 	السلبيات

<p>- إمكانية الحصول على أسعار صرف ذات مستويات متناقصة مع المعطيات الاقتصادية، وظهور السوق الموازية للصرف.</p>		
---	--	--

المصدر: برنة عبد العزيز، مرجع سبق ذكره، ص: 14.

وفي الأخير يمكننا أن نشير في هذا المطلب إلى أهم نظم الصرف الرئيسية في العالم.

1- نظم الصرف الرئيسية في العالم: تشير مراجع صندوق النقد الدولي إلى ثمانية نظم صرف

رئيسية تطبقها الدول الأعضاء مع اختلافها في الأهداف والأسس التي تعتمد عليها كل دولة لتحقيق ما ترى

انه السعر الأمثل لعملتها الوطنية وتنظم النظم الثمانية الرئيسية لأسعار الصرف ما يلي¹:

- السماح بتداول عملة دولة أخرى محليا كالدولار مثلا بدلا عن العملة الوطنية أو الانضمام إلى اتحاد نقدي يصدر عملة واحدة لكل الدول الأعضاء.

- التزام السلطة النقدية بربط العملة الوطنية بعملة أجنبية بسعر صرف ثابت غير قابل للتغيير أو التعديل تحت إشراف مجلس العملة .

- ربط سعر العملة الوطنية بعملة أجنبية واحدة أو مجموعة من العملات ويسمح هذا النظام بتحريك سعر العملة صعودا أو هبوطا بحد أقصى 1% فيها يعرف باسم التعويم المدار وهو أكثر النظم التي تلقى إقبالا بين الدول.

- ربط سعر الصرف بعملة أجنبية أخرى مثل السابق ولكن مع السماح بالتحرك صعودا أو هبوطا بنسبة تزيد عن 1%.

- نظام الربط المتحرك الذي يقتضي بإجراء تعديل دوري بسيط لسعر صرف العملة الوطنية طبقا لجدول معلن مسبقا أو استجابة لمؤشرات اقتصادية متفق عليها.

- نظام الهوامش المتحركة الذي يسمح بصعود وهبوط العملة في إطار سعر ثابت يجري تعديله طبقا لجدول معلن مسبقا أو استجابة لمؤشرات اقتصادية متفق عليها، وهو نظام يعتمد على استقرار الأسعار كأساس لتحديد سعر الصرف.

¹ - زاهر عبد الحليم خضر، تأثير سعر الصرف على المؤشرات الكلية للاقتصاد الفلسطيني(1994-2010)- أطروحة مقدمة لاستكمال متطلبات الحصول على شهادة الماجستير، كلية العلوم الاقتصادية و العلوم الإدارية ، جامعة الأزهر، غزة، فلسطين، 2012 ، ص:25.

- التعويم المحكوم أو المدار، حيث تقوم السلطات النقدية بموجبه بتوجيه أسعار الصرف من خلال التدخل المباشر بالبيع أو الشراء في أسواق النقد.
- التعويم الكامل طبقاً لحركة الأسواق حيث يقتصر دور البنك المركزي على امتصاص التقلبات الحادة وتحقيق الاعتدال المطلوب دون تدخل في اتجاه الأسعار صعوداً أو هبوطاً .

المطلب الثاني: نظريات تحديد أسعار الصرف

حاولت الكثير من النظريات الاقتصادية أن تقدم تفسير حول الاختلاف في أسعار الصرف بين الدول، وسنحاول في هذا المطلب التطرق إلى أهم هذه النظريات.

الفرع الأول: نظرية تعادل القوى الشرائية (purchasing-power parity/ppp):

صاحب هذه النظرية هو العالم السويدي جوستان كاسل (gustangassel) الذي يقول بان سعر الصرف بين عملتين أي دولتين يتحدد وفقاً للتغيرات في المستوى العام للأسعار في كل من الدولتين، ففي ظل سعر الصرف الحر فان أسعار السلع في أي بلد يجب أن تكون متساوية فإذا كانت السلعة A في أمريكا تشتري بمبلغ دولار واحد ونفس السلعة في أوروبا تشتري بمبلغ 2 يورو، فان سعر الصرف بين الدولار واليورو هو 2 يورو/ دولار، وإذا حصل ارتفاع مقداره 25% مثلاً في المستوى العام للأسعار في أوروبا معنى هذا أن هذه السلعة قد ارتفع سعرها إلى 2.50 يورو، وبذلك يصبح بإمكان أي مستثمر أن يستغل الاختلاف في السعر بين الدولتين ليقوم بشراء كميات كبيرة من السلعة في السوق الأرخص وبيعها في نفس الوقت في السوق الأعلى، وقد يظهر هذا الوضع بشكل مؤقت إلى حين نزول اختلافات الأسعار.

تستند نظرية تعادل القوة الشرائية (PPP) على مبدأ قانون السعر الواحد بإستثناء المواصلات والتكاليف العمليات الأخرى، تقوم الأسواق التنافسية بمعادلة سعر السلعة نفسها في بلدين مختلفين وذلك عند معاملة الأسعار بنفس العملة.

وهناك ثلاثة عوامل يجب أخذها بعين الاعتبار في قانون السعر الواحد:

- إن تكاليف المواصلات والحواجز أمام التجارة وتكاليف الأخرى يمكن أن تكون مؤثرة.
- تكون الأسواق تنافسية للبضائع والخدمات بين الدول.

- يطبق قانون السعر الواحد على البضائع القابلة للتداول بينما لا يمكن تداول بعض المواد بين الدول مثل: المنازل والكثير من الخدمات المحلية¹.

ويمكن تفسير نظرية تعادل القوى الشرائية بأسلوبين هما:

1- أسلوب النظرية المطلقة: الفكرة الأساسية التي تقوم عليها هو أن قيمة النقد تتحدد بكمية السلع والخدمات التي يمكن الحصول عليها في بلد إصدار هذا النقد مقارنة بما يمكن أن تشتريه من سلع وخدمات خارج بلد الإصدار، وحسب الصيغة المطلقة لتعادل القوة الشرائية ترى أن نفس السلع والخدمات يتعين أن تكون لها نفس التكلفة في جميع البلدان عندما يعبر عنها بعملة مشتركة².

2- أسلوب النظرية النسبية:

وهذه النظرية تعود على نسبة التغيرات في مستويات السعر أي نسب التضخم، وتقول هذه النظرية على أن نسبة ارتفاع سعر العملة يساوي الفرق في نسب التضخم بين الدولة الأجنبية ودولة العملة محل البحث، فعلى سبيل المثال: إذا كانت نسبة التضخم في منطقة اليورو (3%) وكان التضخم في الولايات المتحدة الأمريكية بنسبة (5%) فإن الدولار الأمريكي ينخفض مقابل اليورو بنسبة (2%) في السنة، وفي الأخير هذه النظرية نظرية PPP تقوم على تساوي سعر الصرف بين عملتين لدولتين مختلفتين عندما تكون قوتها الشرائية هي نفسها في كلا الدولتين، وتقول هذه النظرية على أن سعر الصرف بين عملة دولتين يجب أن تساوي نسبة مستوى سعر سلة ثابتة من البضائع والخدمات .

في كلا الدولتين، فعندما ترتفع الأسعار في إحدى الدولتين (تضخم) فإن قيمة عملتها يجب أن تنخفض لتتمكن من العودة لتعادل القوى الشرائية³ .

الفرع الثاني: نظرية تعادل معدلات الفائدة

تقوم هذه النظرية على أساس أن سعر الأجر للعملة "سعر الاستلام المؤجل أو سعر التسليم المؤجل" لعملة معينة يجب أن يعكس التباين أو الاختلاف في معدل الفائدة بين الدولتين، وبحسب هذه النظرية فإن المستثمر الذي سيوظف أمواله بالخارج في الدولة التي يكون فيها سعر الفائدة مرتفع بالنسبة لدولته

¹ - دريد كامل آل شيب، المالية الدولية، الطبعة الأولى، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2011، ص ص: 38-40.

² - لحو موسى بوخاري، سياسة الصرف الأجنبي وعلاقتها بالسياسة النقدية، الطبعة الأولى، مكتبة حسين العصرية للطباعة والنشر والتوزيع، بيروت، لبنان، 2010 ، ص: 155.

³ - دريد كمال آل شيب، مرجع سيق ذكره، ص: 40.

لن يحصل على معدل عائداً على من ذلك المعدل الذي يحصل عليه في دولته لان الاختلاف في العائد يجب أن يعوض من خلال الفرق بين السعر الفوري والسعر الآجل للعملة¹.

مثال على ذلك: إذا كان سعر الصرف الدولار مقابل المارك الألماني هو 1.9459، وكان معدل الفائدة السائد في ألمانيا بعد سنة هو 4.87 وسعر الفائدة السائد في الولايات المتحدة بعد سنة كذلك هو 5.67%، ففي هذه الحالة فان سعر صرف الدولار سوف ينخفض أمام المارك، ويمكن حساب سعر الصرف الجديد للدولار مقابل المارك بعد سنة كما يلي:

$$1\text{دولار} = 1.9459 \times [1 + (4.87\% - 5.67\%)]$$

$$1\text{دولار} = 1.9459 \times (0.008 - 1)$$

$$1\text{دولار} = 1.9309 \text{ مارك.}$$

ونلاحظ انه بعدما كان سعر صرف الدولار مقابل المارك يساوي 1.9459 فان ارتفاع معدل الفائدة في ألمانيا بعد سنة عنه في الولايات المتحدة قد أدى إلى انخفاض قيمة الدولار مقابل المارك، إذ أصبح لا يساوي بعد سنة 1.9303 مارك².

الفرع الثالث: نظرية توازن محفظة الأوراق الحالية

وهذه النظرية تقول على أن الطلب على المال يعتمد على الطلب على الأصول المالية وليس على العملة نفسها، لذلك فان ازدياد الطلب على نوع معين من الأصول في إحدى الدول سيؤدي إلى زيادة الطلب على عملة تلك الدولة مما يرفع من قيمتها في سوق الصرف الأجنبي، وكثيراً ما يحصل ذلك عندما يصبح نوع معين من الأصول مادياً للمستثمرين³.

الفرع الرابع: نظرية الأرصد (مميزات المدفوعات)

وهذه النظرية ترى أن سعر الصرف العملة يتحدد على أساس رصيد الدولة في ميزان مدفوعاتها، فإذا كان رصيدها موحداً فمعناه زيادة الطلب على العملة المحلية، وارتفاع قيمتها الخارجية، أي ارتفاع سعر

¹ - شقيري نوري موسى وآخرون، التمويل الدولي ونظريات التجارة الخارجية، الطبعة الأولى، دار الميسرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، 2012، ص: 172.

² - الطاهر لطرش، مراجع سيق ذكره، ص: 104.

³ - دريد كمال آل شيب، مراجع سيق ذكره، ص: 42.

صرفها، وإذا كان سلبيا فهذا يدل على زيادة عرض العملة المحلية وانخفاض قيمتها الخارجية، أي انخفاض سعر صرفها¹.

إذ تتلخص هذه النظرية بالآتي:

- بما أن ميزان المدفوعات وفقراته المختلفة هي المصادر الأساسية لطلب البلد على العملات الأجنبية ومن تم عرض البلد للعملة الوطنية، فإن وضع ميزان المدفوعات يعد العامل الحاسم في تحديد سعر الصرف للعملة الوطنية .

- يتحدد سعر الصرف كما يتحدد كل سعر آخر طبقا لقوى العرض والطلب على العملة المحلية والطلب الخارجي عليها .

- إن ميزان المدفوعات هو عامل مستقل وإن سعر الصرف هو عامل تابع أي هو العامل الذي يتأثر ولا يؤثر في ميزان المدفوعات².

الفرع الخامس: نظريات أخرى

بالإضافة إلى النظريات السابقة المفسرة لسعر الصرف هناك عدة نظريات نذكرها باختصار فيما يلي:

1- نظرية مستوى الإنتاجية

وتعتمد هذه النظرية على تفسير تغيرات سعر الصرف على مستوى الإنتاجية حيث عند ارتفاع مستوى الإنتاجية في دولة ما فهذا يجعل رؤوس الأموال تتجه نحو هذه الدولة بغرض الاستثمار في العمليات الإنتاجية أي زيادة الطلب على العملة المحلية وبالتالي ارتفاع سعر صرفها. وهناك نتيجة ثانية لارتفاع مستوى الإنتاجية بحيث تسمح هذه الزيادات في الإنتاج بتخفيض تكاليف المنتوجات وبالتالي زيادة تنافسية السلع المحلية في الأسواق الدولية وزيادة الطلب عليها أي زيادة صادرات الدولة، وينتج عليه زيادة الطلب على العملة المحلية مما يرفع من قيمتها مقابل العملات الأجنبية ويحدث العكس في حالة انخفاض مستوى الإنتاجية³.

2- نظرية التعديل الزائد لسعر الصرف

¹ - فليح حسن خلف، التمويل الدولي، الطبعة الأولى، الوراق للنشر والتوزيع، 2004، عمان، الأردن، ص:88.

² سمير فخري نعمة، مرجع سبق ذكره، ص:25.

³ مراد بن ياني، سعر الصرف ودوره في جلب الاستثمار الأجنبي المباشر، دراسة قياسية-حالة الجزائر، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، كلية العلوم الاقتصادية والتسيير و العلوم التجارية، جامعة ابي بكر بلقايد، تلمسان، الجزائر، 2011-2012، ص:21.

تبين نظرية التعديل الزائد لسعر الصرف أو التفاعل الزائد لسعر الصرف أو تجاوز الهدف التي قام بتطويرها R. durnàch سنة 1976 بان الأسعار في سوق السلع والخدمات جامدة بالنسبة للأسعار في الأسواق المالية (سعر الصرف، سعر الفائدة)¹.

نفرض انه يوجد في دولة صدمة نقدية غير معروفة مسبقا ناتجة عن زيادة في الكتلة النقدية ستؤدي إلى تخفيض مهم في سعر الصرف مما يوجب تحديد سعر الصرف التوازني الجديد فانه بعد فترة وبطريقة متزايدة يعود سعر الصرف إلى مستوى التوازن الحر وهذا ما يسميه بالتفاعل الزائد لسعر الصرف².

3- نظرية تقلبات أسواق الأصول المالية

تلائم هذه النظرية ظروف الدول التي تعتمد كلية على قوى السوق في تحقيق توازن سعر الصرف وميزان المدفوعات وتقوم على أساس دراسة محددات سعر الصرف في الأجل القصير ثم ضبط المعدل الفعلي لأثار العوامل المؤقتة بغية الوصول إلى تقدير لسعر التوازن في الأجل الطويل ويتم دراسة هذه النظرية من خلال أسس نظريات الاحتياطات النقدية في تحديد سعر الصرف التي تركز على الدور التوازني الذي يلعبه سعر الصرف في موازنة الطلب الأجنبي على الأصول الحالية المحلية والطلب المحلي على الأصول المالية الأجنبية³.

4- نظرية سعر الخصم

يقول wickall أن رفع سعر الخصم في بلد ما يؤدي إلى زيادة القيمة الخارجية لعملة ذلك البلد وذلك لان رفع سعر الخصم يؤدي إلى زيادة في سعر الفائدة فيعمل على جذب رؤوس الأموال الأجنبية، وبذلك يزداد طلب الأجانب على عملة ذلك البلد مما يؤدي الى ارتفاع في سعر صرفها ، والعكس يحدث إذا ما انخفض سعر الفائدة فيخفض الطلب على عملة تلك الدولة وبالتالي انخفاض قيمتها الخارجية اي انخفاض سعر صرفها⁴.

المطلب الثالث: العوامل المؤثرة في سعر الصرف

¹ - لحسن جديدين، تيسير خطر سعر الصرف. حالة الجزائر، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية و العلوم التجارية، جامعة تلمسان، الجزائري، 2004، ص: 29.

² - مراد بن باني، مرجع سبق ذكره، ص: 25.

³ - لعلو موسى بوخاري، مرجع سبق ذكره، ص ص : 130 131.

⁴ - جمال الدين لعويسات، العلاقة الاقتصادية والدولية والتنمية، دار هومه للطباعة والنشر والتوزيع، الجزائر، 2000، ص: 52.

يتأثر سعر الصرف بعدة عوامل اقتصادية، إذ أن سعر الصرف ما هو إلا مؤشر يستجيب بقوة للمؤشرات الاقتصادية الكلية وبدرجة أقل لغيرها، وعلى هذا الأساس نذكر أبرز العوامل التي تؤثر على سعر الصرف فيما يلي¹:

الفرع الأول: مستويات الأسعار النسبية

حسب نظرية تعادل القوة الشرائية، عندما ترتفع الأسعار المحلية ينخفض الطلب عليها ويتجه سعر العملة الوطنية نحو الانخفاض بحيث الطلب عليها ويتجه سعر العملة الوطنية نحو الانخفاض بحيث يمكن الاستمرار في بيع السلع المحلية بطريقة جيدة، والعكس صحيح.

الفرع الثاني: السياسات الضريبية

تؤثر في سعر الصرف كل من التعريفات الجمركية (الضرائب على السلع المستوردة مثلا) والحصص (القيود على كمية السلع التي يمكن استيرادها)، لأن ذلك يزيد من الطلب على السلعة المحلية.

الفرع الثالث: تفضيل السلع الأجنبية على السلع المحلية

زيادة الطلب على صادرات دولة ما يتسبب في ارتفاع عملتها على المدى الطويل، وزيادة الطلب على الواردات تسبب في انخفاض قيمة العملة الوطنية .

الفرع الرابع: الإنتاجية

في حال كانت الدولة أكثر إنتاجية من غيرها من الدول، يمكن ان تنخفض أسعار السلع المحلية بالنسبة لأسعار السلع الأجنبية، وتظل تحقق أرباحا، والنتيجة هي زيادة الطلب على السلع المحلية ووصول سعر السلعة المحلية إلى الارتفاع.

الفرع الخامس: ارتفاع معدلات صرف العملات الأجنبية

ارتفاع معدلات الصرف للعملات الأجنبية الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض قيمة العملة الوطنية اتجاه هذه العملات.

الفرع السادس: عوامل أخرى

عوامل أخرى تؤثر على سعر الصرف نذكرها كمايلي¹:

¹ - معهد الدراسات المصرفية، مرجع سبق ذكره، ص: 04.

1- الحروب والكوارث الطبيعية: الحروب والكوارث الطبيعية المؤثرة في الاقتصاديات الوطنية

للدول، إذ يؤثر ذلك في اختلال قوة الاقتصاد الوطني، مما يؤدي إلى انخفاض قيمة العملة الوطنية اتجاه العملات الأخرى.

2- **معدل التضخم:** يؤدي ارتفاع معدل التضخم في الاقتصاديات الوطنية إلى انخفاض قيمة العملة الوطنية اتجاه العملات الأخرى.

3- **أسعار الفائدة:** تؤثر أسعار الفائدة في أسعار الصرف بشكل غير مباشر، فانخفاض أسعار الفائدة مع توفر الفرص الاستثمارية، يؤدي إلى زيادة الطلب على رؤوس الأموال بهدف الاستثمار، مما ينشط الاقتصاد الوطني، ويؤدي إلى تحسن قيمة العملة الوطنية اتجاه العملات الأخرى. وفي حال ارتفاع أسعار الفائدة يضعف التوجه للاقتراض من قبل المثمرين وينتج عن ذلك انخفاض النمو الاقتصادي وينعكس ذلك على قيمة العملة الوطنية اتجاه العملات الأخرى.

4- **التدخلات الحكومية:** التدخلات الحكومية في أسعار الصرف سواء المباشرة أو غير المباشرة، التي تكون بسبب معالجة حدوث اختلال التوازن في ميزان المدفوعات².

إن سعر الصرف يحكمه قوانين العرض والطلب، فكلما زاد الطلب زاد سعر العملة، وكلما قل الطلب قل سعرها.

ومن أجل العودة للتوازن يعتمد البنك المركزي على مجموعة من الأدوات من خلال التأثير بطريقة توسعية أو انكماشية من خلال التأثير على عرض النقد حسب متطلبات الوضع الاقتصادي للبلد والتي تتمثل في :

أ- أدوات السياسة النقدية الكمية

تتمثل الأدوات الكمية في مجموعة من التقنيات التي يستعملها البنك المركزي للتحكم في كتلة النقود والقروض التي تصدرها البنوك التجارية وهي تتمثل في:

- **عمليات السوق المفتوح:** من أكثر الأدوات استخداما في الدول المتقدمة، حيث تتلخص في دخول البنك المركزي في السوق المالي بائعا أو مشتريا لسندات الحكومة. حيث يتدخل البنك المركزي بائعا

¹ -عبير حيدوسي، دراسة قياسية للعلاقة بين سعر الصرف و سعر الفائدة و التضخم في الجزائر خلال الفترة (1990- 2014)، ماستر أكاديمي، كلية العلوم الاقتصادية و العلوم التجارية و علوم التسيير، جامعة قاصدي مرياح ، ورقلة، الجزائر، 2015- 2016، ص: 05 06

² - معهد الدراسات المصرفية ، مرجع سبق ذكره، ص: 04.

لسندات الحكومة لتقليل حجم النقد المتداول في حالة وجود فجوة تضخمية او في حالة وجود تضخم لكبح الطلب وتقليل حجم الطلب، مما يؤدي إلى تراجع السيولة النقدية المتداولة في الاقتصاد وتسمى هذه الآلية بالسياسة الانكماشية، والعكس يؤدي إلى تراجع حيث يتدخل البنك المركزي مشتريا لسندات الحكومة بهدف زيادة السيولة النقدية المتداولة من اجل دفع عجلة النمو، وذلك في حالة وجود ركود اقتصادي وتسمى هذه السياسة بالسياسة التوسعية¹.

- **سعر إعادة الخصم:** هو سعر الفائدة الذي يحصل عليه البنك المركزي لقاء ما يعيد خصمه من أوراق مالية تقدمها البنوك التجارية للحصول على الأموال، أو هو سعر الفائدة التي يقدمها البنك المركزي للبنوك التجارية، ففي حالة إتباع سياسة توسعية لمعالجة الفجوة الركودية يقوم البنك المركزي بتخفيض سعر الفائدة الذي يتقاضاه على قروضه للجهاز المصرفي بمعنى انه يخفض سعر الخصم مما يحفز البنوك على الاقتراض منه فيزيد السيولة النقدية المتداولة في البلد، وعند الحاجة لسياسة انكماشية لمكافحة التضخم يقوم البنك المركزي برفع سعر إعادة الخصم أي انه سيقرض البنوك بأسعار أعلى مما يقلل رغبتها في الاقتراض مما يؤدي إلى رفع أسعار فوائدها الأمر الذي يقلل الطلب على النقود، والذي يؤدي إلى تراجع حجم السيولة المتداولة في اقتصاد البلد².

- **نسبة الاحتياطي القانوني:** فرض نسبة مئوية معينة من رأس مال البنوك التجارية تلتزم بالاحتفاظ بها لدى البنك المركزي دون أن يحصل على أي فوائد كوديعة تحت الطلب، ففي حالة اعتماد سياسة توسعية لمعالجة الفجوة الركودية يقوم البنك المركزي بتخفيض نسبة الاحتياطي الأمر الذي يرفع من قيمة حجم الطلب الكلي وتدوير عجلة الاقتصاد وتنتهي الفجوة الركودية، أما في حالة الحاجة إلى اعتماد سياسة انكماشية لمكافحة التضخم يقوم البنك المركزي برفع نسبة الاحتياطي النقدي مما يقلل قدرة البنك على خلق النقود و الإئتمان ويقلل حجم النقد المتداول ويساعد على حل مشكلة التضخم لانخفاض الطلب³.

ب- أدوات السياسة النقدية النوعية

¹ - سلمى دوحه، اثر تقلبات سعر الصرف على الميزان التجاري وسبل علاجها - دراسة حالة الجزائر - أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه، الطور الثالث في العلوم التجارية، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير، جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، 2014-2015، ص: 46.

² - بابا عبد القادر، السياسة النقدية في الجزائر بين الأداء والفعالية، الملتقى الوطني حول المنظومة المصرفية في الألفية الثالثة، جامعة جيجل، الجزائر، 6-7 جوان، 2005، ص: 02.

³ - سلمى دوحه، مرجع سبق ذكره، ص: 47.

نستخدم هذه الأدوات بهدف السيطرة على حجم النقد المتداول في اقتصاد البلد في الحالات التالية:

-**الرقابة على الائتمان:** سياسة السقوف الائتمانية بهدف الحد من قدرة البنك على منح الائتمان

وبالتالي خلق النقود في قطاعات اقتصادية معينة¹.

-**الرقابة على الأرصدة الأجنبية:** وذلك لتقليل احتفاظ البنك التجاري بأرصدة كبيرة أجنبية في الخارج

والهدف الأساسي من ذلك الحفاظ على استقرار سعر الصرف بتقليل حجم الضغوط عليه عبر آلية الطلب

على الدولار والأرصدة الأجنبية الأخرى².

ويتضح مما سبق أن البنك المركزي يعتمد على إتباع وسائل كمية ونوعية مختلفة لتحقيق أهداف

السياسة النقدية والتي هي جزء من السياسة الاقتصادية العامة.

المطلب الرابع: سياسة سعر الصرف وأدواتها

عندما يكون اختلال ميزان المدفوعات راجعاً إلى قوى راسخة وليس إلى سبب عارض أو مؤقت، فإنه

من الواجب على السلطات المبادرة باتخاذ قرارات وإتباع السياسات الكفيلة لمواجهة الاختلافات ذلك أنه لو

تجاهلت أو تباطأت في إتباع السياسات الكفيلة بتصحيحها لانتهى الأمر بدخول الدولة في قفص

المدىونية الخارجية بحيث تصل إلى حد لا تجد بعده من يقدم على إقراضها، حينها يصبح البلد في

وضعية حرجة لا يقدر على مواجهة التقلبات قصيرة الأجل في ميزان مدفوعاته.

الفرع الأول: سياسة سعر الصرف

تعتبر سياسة سعر الصرف من أهم أدوات السياسات الاقتصادية الكلية، وذلك لكونها تشكل إلى جانب

السياسات الأخرى آلية فعالة لحماية الاقتصاد المحلي من الصدمات الداخلية و الخارجية، و تختلف درجة

تأثير سياسة سعر الصرف في الاقتصاد على مدى استقرار السعر، إذ يلعب سعر الصرف دوراً مهماً في

الاقتصاد.

1- مفهوم سياسة سعر الصرف

هي سياسة اقتصادية تظهر أهميتها في كثير من الاستخدامات والمجالات تلجأ لها الدول من أجل

تحقيق مجموعة من الأهداف، كتنمية الصناعة المحلية، التشغيل، توزيع الدخل قصص الموارد، محاربة

¹- نفس المرجع السابق، ص: 47 .

²- محمد الحسن محمد احمد، دور البنوك المركزية في تحقيق الاستقرار المالي، مجلة المصرفي، إدارة البحوث، العدد ثمانية وخمسون، السودان، ديسمبر 2010، ص: 42.

التضخم وتعد سياسة الصرف من ضمن السياسات المتعددة التي تلجا إليها السلطات النقدية ببلدان العالم، بهدف ضبط وتسيير الاقتصاد ودعم نموه والحد من الخلل في توازناته¹.

2- أهداف سياسة سعر الصرف: تسعى سياسة سعر الصرف إلى تحقيق مجموعة من الأهداف أبرزها²:

أ- مقاومة التضخم: يؤدي تحسن سعر الصرف إلى تكوين ما يسمى بالحلقة الفاضلة للعملة القوية، وتم اعتمادها كأساس للسياسة المناهضة للتضخم التي تبنتها فرنسا انطلاقا من سنة 1983 وتتلخص هذه الظاهرة في المراحل التالية:

- انخفاض في مستوى التضخم المستورد بسبب انخفاض تكاليف الاستيراد.

- تحسن في مستوى تنافسية المؤسسات تضاعف الأرباح.

- تمكن المؤسسة من ترشيد أداء الإنتاج في المدى المتوسط وتحقيق عوائد إنتاجية .

- تمكن المؤسسات من إنتاج سلع ذات جودة عالية بما يعني تحسن تنافسيتها.

ب- تخصيص الموارد: يؤدي وصول السلطات النقدية لسعر الصرف الحقيقي عدة نتائج ايجابية نذكر منها:

- جعل الاقتصاد أكثر تنافسية وبالتالي تحويل الموارد إلى قطاع السلع الدولية(الموجهة للتصدير) وهذا ما يعمل على توسيع قاعدة السلع الدولية، بحيث يصبح عدد كبير من السلع قابلا للتصدير .

- تقليل عدد السلع التي تم استيرادها، وزيادة الإنتاج المحلي لسلع التي كانت تستورد (إحلال واردات) والسلع التي يمكن تصديرها.

ج- توزيع الدخل: يؤدي سعر الصرف الحقيقي دورا هاما في توزيع الدخل بين الفئات أو بين القطاعات المحلية فتوجد حالتين له هما:

- انخفاض سعر الصرف الحقيقي الذي ينتج عنه ارتفاع القدرة التنافسية لقطاع التصدير التقليدي (مواد أولية، زراعة) وبالتالي تتخفف القدرة الشرائية (انخفاض الدخل الحقيقي).

¹- بغداد زيان، تغيرات سعر صرف اليورو والدولار وأثرها على المبادلات التجارية الخارجية الجزائرية، مذكرة تخرج لنيل شهادة الماجستير في الاقتصاد، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير و العلوم التجارية، جامعة وهران، الجزائر، 2012-2013، ص:48.

² - فوزية صالح، انعكاسات تغير سعر الصرف على متغيرات الاقتصاد الكلي(النمو الاقتصادي، التضخم، حركة رؤوس الأموال الدولية)، دراسة حالة الجزائر خلال الفترة 2000-2015 ، مذكرة لنيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير و العلوم التجارية، جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2015-2016 ، ص:10.

- انخفاض سعر الصرف الاسمي (ارتفاع سعر الصرف الحقيقي) الذي ينتج عنه انخفاض القدرة التنافسية فيؤدي بدوره إلى ارتفاع القدرة الشرائية للأجور في الوقت الذي تتخفف فيه ربحية الشركات العاملة في قطاع السلع الدولية، فتقلص استثمارها.

د- **تنمية الصناعة المحلية:** يمكن للبنك المركزي اعتماد سياسة لتخفيض أسعار الصرف من أجل تشجيع الصناعة الوطنية من خلال تخفيض تكلفة المدخلات وبالتالي الأسعار، وصولاً لرفع القدرة على المنافسة¹.

الفرع الثاني: أدوات سياسة سعر الصرف

من أجل تحقيق أهداف سياسة سعر الصرف، تلجأ السلطات النقدية إلى استعمال العديد من الأدوات والوسائل أهمها²:

- 1- تعديل سعر صرف العملة: عندما ترغب السلطة في تعديل توازن ميزان المدفوعات فإنها تقوم بتخفيض العملة أو إعادة تقويمها في حالة سعر الصرف الثابت. أما في حالة سعر الصرف العائم فإنها تعمل على التأثير على التحسن أو تدهور العملة، وتستخدم سياسة تخفيض العملة على نطاق واسع لتشجيع الصادرات .
- 2- استخدام احتياطات الصرف: في ظل أسعار صرف ثابتة، تلجأ السلطات النقدية إلى المحافظة على سعر صرف عملتها، فعند انهيار عملتها تقوم ببيع العملات الصعبة لديها مقابل العملة المحلية، وعندما تتحسن العملة تقوم بشراء العملات الأجنبية مقابل العملة المحلية .
- 3- استخدام سعر الفائدة: عندما تكون العملة ضعيفة يقوم البنك المركزي باعتماد سياسة سعر الفائدة المرتفعة للتعويض خطر انهيار هذه العملة .
- 4- مراقبة الصرف: تقضي سياسة مراقبة الصرف بإخضاع المشتريات والمبيعات للعملة الصعبة إلى رخصة خاصة، ويتم استخدامها لمقاومة خروج رؤوس الأموال.
- 5- إقامة سعر صرف متعدد: يهدف نظام أسعار الصرف المتعدد إلى تخفيض آثار حدة التقلبات في الأسواق، وتوجيه السياسة التجارية لخدمة بعض الأغراض المحددة.

¹- محمد محمد زهير دكاش، مدى انعكاس سعر الصرف الحقيقي لليرة السورية على التوازن الاقتصادي الكلي، دراسة قياسية (1990-2010)، مذكرة ماجستير ، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، سوريا، 2016، ص:44.

²- حسن توكل احمد فضل، اثر السياسة المالية و النقدية في تحقيق الاستقرار بسعر الصرف في السودان (1980-2014)، مجلة الشمال للعلوم الإسلامية و التطبيقية، المجلد 1، العدد 02، 2016 ، ص: 89.

المبحث الثالث: محددات تقلبات أسعار الصرف

تعاني كل اقتصاديات العالم من آثار التقلبات الحادة في سعر الصرف العملات على المستوى الدولي، حيث تتميز أسعار الصرف بتقلبات مستمرة، وما يترتب من ذلك آثار سلبية بالغة الأهمية على معظم التغيرات الاقتصادية، سواء تعلق الأمر بالنشاط المالي أو الحقيقي على حد سواء وهذا ما انعكس على نشاط كثير من الممارسات الاقتصادية والمالية، حيث لا يمكن تحديد وقت لتلك التقلبات فهي تكون مفاجئة وتأتي دون إنذار مسبق و هذا ما يجعل الأسواق المالية و الاقتصاد معرض لمثل هذه التقلبات في سعر الصرف الأمر الذي يحتم ضرورة مواجهة تقلبات أسعار الصرف باكتشاف تقنيات متعددة للوقاية و تجنب تلك التقلبات، وسنتطرق في هذا المبحث إلى :

- **المطلب الأول : مفهوم تقلبات أسعار الصرف.**
- **المطلب الثاني : أسباب تقلبات أسعار الصرف.**
- **المطلب الثالث : أساليب إدارة مخاطر تقلبات أسعار الصرف.**
- **المطلب الرابع : أهمية إدارة مخاطر تقلبات أسعار الصرف.**

المطلب الأول: مفهوم تقلبات أسعار الصرف:

تعد تقلبات أسعار الصرف من المخاطر السوقية التي تواجه الشركات العاملة في المجال الدولي إذ تنشأ المخاطر السوقية (النظامية) بسبب حساسية الشركات للتقلبات لعوامل عديدة تتمثل في أسعار السلع وأسعار الصرف وأسعار الفائدة، وتلعب قوى السوق دورا كبيرا في تحديد تلك العوامل وقد تكون تقلبات أسعار الصرف مصدرا لمخاطر إضافية وان تتخفف تلك المخاطر وذلك يعتمد على حجم تلك التقلبات واتجاهاتها، وعليه فقد عرض التعرض لمخاطر سعر الصرف على انه حساسية سعر السهم للشركة مقاسا بالعملة المحلية، للتغير في قيمة تلك العملة¹

وستنطلق إلى مفهوم خطر سعر الصرف: بما أننا تطرقنا إلى مفهوم تقلبات أسعار الصرف.

الفرع الأول: مفهوم خطر سعر الصرف:

يعرف خطر سعر الصرف بأنه ذلك التغيير الإجمالي المتزايد في قيمة النقد الوطني الناتج عن تغيرات أسعار الصرف، وهو يمس القروض، التحويلات والديون بالعملة الصعبة². كما يعرف أيضا انه: تلك المخاطر التي يتأثر بها أداء المنشأة عن طريق التحركات التي تحصل في سعر الصرف³.

كما يعرف أيضا انه: على أن مخاطر الصرف تمثل احتمال تحمل الخسائر بسبب التغيرات غير المواتية في سعر صرف عملة معينة نسبة إلى العملات الأخرى، حيث يوضح هذا التعريف أن مخاطر الصرف تعكس مدى قدرة المنشأة على تحمل الخسائر الناجمة عن تقلبات أسعار الصرف في السوق⁴. وعليه فان خطر الصرف يدور حول الضرر الذي يلحق بالنتائج المالية للمؤسسات ذات العلاقات الاقتصادية مع الخارج من جراء التقلبات في أسعار الصرف عملات التقييم لأنشطة تلك المؤسسات، حيث يتعرض المصدر لخطر الصرف إذا كانت عقوده محددة بالعملة الصعبة غير العملة المحلية .

¹ - سليم رشيد عبود الزبيدة، اثر تقلبات أسعار الصرف على المؤشر العام للأسعار والأسهم في سوق الكويت للأوراق المالية، مجلة الإدارة والاقتصاد، المحور الاقتصادي، العدد الثاني عشر، 2014، ص: 137.

² - سلمى دوحه، مرجع سبق ذكره، ص: 48.

³ - عدنان تايه النعيمي، إدارة العملات الأجنبية، دار الميسرة للنشر والتوزيع والطباعة، الأردن، 2012، ص: 160.

⁴ - صبيحة قاسم هاشم وآخرون، التحوط المالي لمخاطرة أسعار الصرف باستعمال أدوات الهندسة المالية، المجلة العراقية للعلوم الإدارية، العدد خمسة وعشرون، العراق، 2005، ص: 03.

الفرع الثاني: أنواع مخاطر سعر الصرف

التعامل بالعملات ينطوي على عدة مخاطر تواجه المتعاملين ولا بد أن تأخذ بعين الاعتبار لتقادي أو تقليل أثارها، حيث يمكن أن التمييز بين حالتين من الخطر في سعر الصرف، الأولى في حالة انخفاض، وفي قيمة العملة الأجنبية التي تمت بها الفوترة في عقد التصدير، والحالة الثانية في حالة ارتفاع قيمة العملة الأجنبية والذي يؤثر بدوره على حجم الصادرات، وسنوضح فيما يلي أنواع مخاطر سعر الصرف:

1- المخاطر المالية: وهي تلك المخاطر الناتجة من التقلبات الحاصلة في سعر الصرف، والتي تتأثر بها كل أنواع المعاملات المستقبلية¹، وتنشأ هذه المخاطر بسبب التغيرات في قيمة العملة والتي تحدث فجأة وبحدة في بعض الأحيان وهي من أكثر المخاطر وضوحا وهذه التقلبات تتكرر باستمرار في ظل نظام تعويم أسعار الصرف².

2- مخاطر التمويل: وهي تلك مخاطر التمويل التي يتعرض لها البنك عندما تجد صعوبة في الحصول على الأرصدة، اللازمة لتمويل نشاطه المصرفي، فيضطر إلى تسداد أسعار فائدة باهظة على الودائع النقدية المودعة لمدة 24 ساعة من أجل تمويل احد الحسابات بالعملة الصعبة³.

3- مخاطر الائتمان: تنتج هذه المخاطر من عدم قدرة الطرف الآخر المتعاقد معه على الوفاء بالتزامه في الوقت المتفق عليه⁴.

قد تتغير القوانين مراقبة العملة الأجنبية في الدولة المتعاقدة مع البنوك العاملة فيها يؤدي إلى عدم مقدرتها على تحويل المبالغ المتعاقد عليها نتيجة فرض قيود على إخراج العملات الأجنبية.

4- مخاطر الأسعار: هناك نوعان من الأسعار التي تؤثر على عمليات التعامل بالعملات الأجنبية:

أ- وهي أسعار الفوائد على العملات وهو ما يؤثر على عمليات السوق النقدي عندما يكون استحقاق عمليات الإقراض والاقتراض غير متطابق، وعندما يكون اختلاف في تاريخ حق شراء وبيع العملة في عمليات المقايضة، وتحدث المخاطر نتيجة التغير العكسي المحتمل في أسعار الفائدة⁵.

¹ - عدنان تايه النعيمي، مرجع سبق ذكره، ص: 50.

² - مدحت صادق، النقود الدولية وعمليات الصرف الأجنبي، دار غريب، مصر، 1997، ص: 145.

³ - سلمى دوحه، مرجع سبق ذكره، ص: 50.

⁴ - نفس المرجع السابق، ص: 50.

⁵ - بلعزوز بن علي، إستراتيجيات إدارة المحاضر في المعاملات المالية، مجلة الباحث، العدد السابع، جامعة ورقلة، الجزائر، 2009- 2010، ص: 334.

ب- وهي أسعار العملات الأجنبية والمخاطرة فيها تظهر نتيجة التغير العكسي المحتمل في أسعار العملات خلال فترة الاحتفاظ بها¹

المطلب الثاني: أسباب تقلبات أسعار الصرف

كثير من الأسباب والعوامل وراء هذه التقلبات يمكن إيجازها بعبارة بسيطة وشاملة وهي : إن سعر الصرف ما لعملة معينة يتحدد في ضوء تفاعل العرض والطلب عليها، ومن هذه العبارة يتبين أن سعر صرف لعملة معينة يتحدد في ضوء ما هو معروض منها بالتداول ومقدار الطلب عليها، وهذه أساس نتيجة لمجموعة من العوامل تتحكم في مقدار المعروض من العملة وكذلك في الطلب عليها، وفيما يأتي توضيح لأهم تلك العوامل²:

الفرع الأول: الوضع العام لميزان المدفوعات للبلد

إن وجود عجز في ميزان المدفوعات يؤدي إلى انخفاض قيمة العملة نتيجة زيادة المعروض الذي تسبب عنه انخفاض سعر الصرف لها مقابل العملات الأخرى، أما إذا كان هناك فائض فان هذا يعني زيادة الطلب على العملة وبالتالي زيادة قيمتها ومن ثم ارتفاع سعر الصرف لها مقابل العملات الأخرى .

الفرع الثاني: التغيرات في قيمة الصادرات والواردات

أي وضع الصادرات والواردات من السلع والخدمات فإذا تحقق فائض في الحساب البحري فان الطلب على العملة يرتفع، أي إذا كان حجم الصادرات اكبر من حجم الواردات في البلد فان سعر صرف العملة يرتفع وذلك لزيادة الطلب عليها.

الفرع الثالث: التغير في معدلات الفائدة المحلية والأجنبية

يؤدي ارتفاع أسعار الفائدة إلى زيادة الطلب على العملة النقدية ومن ثم ترتفع قيمتها والعكس صحيح.

الفرع الرابع: التدخلات الحكومية

تدخل الحكومة عن طريق البنك المركزي بتدخله في السوق بيعا وشراء حسب ما يوافق السياسة المالية والاقتصادية .

¹ - توفيق عبد الرحيم يوسف حسن، الإدارة المالية الدولية والتعامل بالعملات الأجنبية، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010، ص 215 : 216 .

² - سليم رشيد عبد الزبيدي، مرجع سبق ذكره، ص: 138.

الفرع الخامس: معاناة بلد معين من التضخم

إن معاناة بلد معين من التضخم يعني ارتفاع الأسعار مما يؤدي إلى فقدان القدرة المنافسة مما ينتج عنه انخفاض قيمتها أي سعر الصرف لها مقابل العملات الأخرى .

الفرع السادس: العوامل السياسية والعسكرية

يتأثر سعر الصرف بالاضطرابات السياسية، فمن منطلق المقولة التي تقول أن رأس المال حدان فان أي اضطراب سيؤثر على تدفقات رأس المال من والي الدولة وثم رؤوس الأموال على التوجه إلى ونحو المناطق التي يشوبها الاضطراب وعدم الاستقرار .

المطلب الثالث: أساليب إدارة مخاطر تقلبات أسعار الصرف

يوجد العديد من الأساليب والإجراءات والتدابير من اجل التقليل أو تجنب الوقوع في خطر الصرف عن طريق التقليل من حجم الديون المحررة بالعملات الأجنبية أو التأثير على أجل الدفع أو غيرها من الإجراءات الأخرى، حيث توجد هناك مجموعتين من تقنيات إدارة خطر الصرف، تقنيات داخلية وأخرى خارجية :

الفرع الأول: الأساليب الداخلية لتغطية خطر الصرف

تتمثل هذه الأساليب في السياسات التي تنتهجها الإدارة المالية للمجموعة بالنسبة للوحدات التابعة لها دون اللجوء إلى أي طرف خارجي، وتتكون هذه الأساليب من :

1-التأثير على حجم الديون بواسطة عملية المقاصة: ويقصد بهذا الأسلوب إجراء المقاصة بين المستحقات والمطلوبات لكل مؤسسة اتجاه الأخرى دون الاحتفاظ بمراكز مكشوفة بالنقد الأجنبي في دفاتها، ويتم تسوية الصافي بسدادة للأطراف المستحقة، وهذا الأسلوب يعمل على التخفيض من عدد المدفوعات التي تتم بين الوحدات المختلفة داخل المجموعة، كما يعمل هذا الأسلوب أيضا على تخفيض المصاريف البنكية، كما يساعد على أحكام الرقابة على التسويات المالية الداخلية بين الوحدات المختلفة¹ ، وذلك من خلال إجراء مقاصة بين ذمة ودين محررين بنفس العملة ولهما نفس تاريخ الاستحقاق بحيث تقوم المؤسسة بتغطية متبادلة للمبلغ الأقل، وهنا يستمر احتمال تعرض المؤسسة لخطر الصرف بالنسبة

¹ - مدحت صادق، مرجع سبق ذكره، ص ص : 137 138.

للرصيد المتبقي فقط ويتم تطبيق هذا الأسلوب في الشركات التي تتعامل مع بعضها البعض داخل المجموعة¹.

2- أسلوب المطابقة: يقصد به مطابقة التدفقات النقدية الأجنبية الداخلة والخارجة من الوحدة الاقتصادية في نفس المواعيد تقريبا، بحيث يتم استخدام عملة أجنبية واحدة في سداد المدفوعات المطلوبة، ويمكن الفرق بين المقاصة والمطابقة في كون الأولى تستخدم في حالة التدفقات النقدية بين الوحدات الاقتصادية تضمها مجموعة واحدة أما المطابقة فتستخدم بين هذه الوحدات بعضها البعض أو بينها وبين طرف ثالث².

3- أسلوب التعجيل أو التباطؤ (تسيير آجال العملية): يتم تسيير آجال العملية إما عن طريق تأجيل أو تعجيل المقبوضات أو المدفوعات بالعملة الأجنبية حيث يتم سداد الالتزام المالي قبل فترة من تاريخ الاستحقاق وفق أسلوب التعجيل، وسداد مبلغ الالتزام بعد فترة من تاريخ لمستحقته وفق أسلوب التأجيل، وذلك من أجل الاستفادة من التغيرات المتوقعة لأسعار الصرف بالزيادة أو النقصان بما يتفق مع مصلحة الوحدة³.

4- إصدار الفواتير بعملة أجنبية قليلة التقلبات: في الكثير من الأحيان يلجأ المصدرين إلى إصدار فواتير بضاعتهم المعدة للتصدير بالعملة التي تعرف استقرار في قيمتها والتي يتقنون بها، أو بالعملة التي بها سوق صرف أجل حتى يتمكن من إجراء التغطية اللازمة، حيث أن كل من المصدر والمستورد يفضل أن يكون إصدار الفاتورة بعملة دولته حتى لا يتعرض لمخاطر الصرف، إلا أن المؤسسات في الدول النامية عادة ما تكون مضطرة لقبول عملات دولية مفروضة عليها وليس لها إمكانية اختيار عملة الفوترة إلا نادرا⁴.

¹ - عبد الحق بو عتروس، تقنيات إدارة مخاطر سعر الصرف، مداخلة مقدمة ضمن فعاليات المؤتمر الدولي: إدارة مخاطر واقتصاد المعرفة، كلية الاقتصادية والعلوم الإدارية، جامعة الزيتونة، الأردن، 16، 18، ماي، 2007، ص: 06.

² - مدحت صادق، مرجع سيق ذكره، ص: 195.

³ - عبد الحق بو عتروس، حول أهمية إدارة مخاطر الصرف حالة البلدان التي بمرحلة انتقال، مجلة البحوث والدراسات، العدد 12، جامعة قسنطينة، الجزائر، 1999، ص: 114.

⁴ - سلمى دوحه، مرجع سيق ذكره، ص: 54.

5-التأثير على التدفقات التجارية للمؤسسة: تلجأ المؤسسة إلى هذا الإجراء بناء على توقعاتها المستقبلية بشأن أسعار صرف العملة، فإذا توقعت حدوث تغيرا كبيرا في سعر صرف العملة خلال فترة قصيرة من الزمن تقوم بتعديل برنامج استيرادها من المستلزمات الإنتاجية، وذلك برفع الكميات المستوردة، وتسعى إلى تسريع طلبياتها تجنباً للخسارة المحتملة والعكس في حالة التصدير، حيث تقوم المؤسسات بزيادة التدفقات النقدية الداخلة للمؤسسة بعملة يتوقع ارتفاع قيمتها، وفي نفس الوقت يتم زيادة التدفقات النقدية الخارجة من المؤسسة بعملة نقدية من المتوقع انخفاض قيمتها، وينبغي أن يتم ذلك بدراسة وافية لإمكانيات المؤسسة المالية وكذا قدرتها التفاوضية والتخزينية وكذا قدرة العميل على تنفيذ الصفقة، وذلك من خلال رسم استراتيجية للمؤسسة بشأن الصادرات والواردات وتحقيق التوازن بينهما¹.

الفرع الثاني: الأساليب الخارجية لتغطية خطر الصرف

يقصد بالأساليب الخارجية لتغطية مخاطر الصرف الأجنبي، الدخول في علاقات تعاقدية مع طرف خارجي لتغطية مخاطر تقلبات أسعار الصرف، وذلك بعد فشل الأساليب الداخلية في تغطية هذه المخاطر، ومما يلي بعض الأساليب الخارجية لتغطية خطر الصرف²:

1- القروض المتقاطعة بالعملة الأجنبية

تتلخص هذه التقنية في قرضين متبادلين بنفس المدة وبنفس المبلغ، ويعملتين مختلفتين وهو يعني الدفع الفعلي للمبالغ المتفق بشأنها واسترجاعها في تاريخ الاستحقاق وعملية swap الخاصة بالعملة يمكن أن تكون محل تعاقد بين مؤسستين في نفس الدولة (مصدر ومستورد) لهما نفس الحاجة المتناظرة ولكن هذه الحالة نادرة الوقوع واغلب هذه العمليات في الحياة العملية تتم بين البنك وزبائنه³.

2- تسبيقات بالعملة الأجنبية

وهي تقنية موجهة للمؤسسات التي ترغب في تغطية حاجاتها من السيولة وتغطية خطر الصرف في نفس الوقت، هذين الهدفين يمكن التوصل إلى تحقيقهما بطريقة منفصلة عن طريق الاقتراض بالعملة المحلية واستعمال الصرف الأجل في نفس الوقت، وهناك أسلوب آخر يتمثل في الاقتراض بالعملة الأجنبية واستبدال المبلغ المقترض مباشرة بالعملة المحلية، فهذه الطريقة تمكن المصدر من الاستفادة من

¹ - سلمى دوحة ، مرجع سبق ذكره ، ص:54.

² - نفس المرجع السابق، ص:55.

³ - عبد الحق بو عتروس، مرجع سبق ذكره، ص:08.

ائتمان قصير الأجل يستعمله في تمويل عملياته، يقوم فيما بعد بتسديده بواسطة العملة الصعبة التي سيتلقاها من زبونه في تاريخ الاستحقاق إما إذا كانت رغبة هذه المؤسسة القضاء نهائياً على خطر الصرف فعليها ألا تقترض إلا المبلغ الذي إذا أضفنا إليه الفوائد يصبح نفس المبلغ المرتقب تحصيله من الزبون¹.

3- تغطية خطر الصرف عن طريق شركات التأمين على التجارة الخارجية

تعمل شركات التأمين المتخصصة على تقديم الضمانات ببعض المؤسسات الاقتصادية التي لا يمكنها استعمال أساليب التغطية السابقة نتيجة لوجود رقابة صارمة على سياسة الصرف، أو نتيجة عدم تمكنها من تغطية خطر الصرف بالنسبة لعملات معينة، وتختلف هذه الضمانات المقدمة من شركات التأمين من شركة إلى أخرى، بحيث قد تتعلق هذه الضمانات ب :

-ضمانات تطبق على الصادرات والواردات، حيث يتعلق الضمان في هذه الحالة على رقم الأعمال المرتقب (حجم صادراتها) أو حجم المشتريات المتوقع (الاستيراد)، فالمؤسسة طالبة الضمان يمكن لها ان تختار فترة التغطية التي تمتد من 03 إلى 18 شهراً وكذلك العملة المراد تغطيتها من بين العديد من العملات التي تغطيها هذه الشركات، وتجدر الإشارة إلى أن تكلفة التغطية تعتمد على ماهية العملة المغطاة ومدة التغطية (العمولة من 0.09% إلى 1.9%)، حيث أن سعر الصرف المغطى هو سعر الصرف الفوري في تاريخ التوقيع على الاتفاق بين المؤسسة وشركة التأمين، بالإضافة إلى أن المؤمن قد يستفيد من جزء الأرباح الناجمة في التميز الإيجابي لسعر الصرف، كما أن الضمانات المقدمة للمصدر لتغطية الخسائر المحتملة في حالة انخفاض سعر الصرف تكون بين تاريخ تقديم العرض إلى المصدر إلى زبونه، وتاريخ التوقيع الفعلي للعقد².

ومما سبق نستنتج أن إدارة مخاطر سعر الصرف تعتبر عملية على درجة كبيرة من التعقيد تهدف على ترشيد النتائج المالية للمؤسسات المعنية، وذلك لارتباطها بالتطورات المتجددة باستمرار بالأساليب المستعملة للوقاية من مخاطر التغيرات الحاصلة في العملات، مما يتطلب مراجعة قواعد العمل بصفة دورية ومنتظمة من قبل المكلفين بتأديتها، وذلك من خلال تسجيل عملية إدارة مخاطر الصرف ضمن الإستراتيجية العامة للمؤسسة، واختيار التقنية الأنسب حسب طبيعة النشاط ومحيط العمل، حيث تشكل

¹ - سلمى دوحة، مرجع سبق ذكره، ص:55.

² - عبد الحق بوعتروس، مرجع سبق ذكره، ص:56.

هذه الأساليب نظام متكامل لإدارة مخاطر الصرف بالنسبة لأي مؤسسة تعمل في مجال دولي يتميز بالتقلبات في سوقي النقد والمال بالنسبة لل عملات الأجنبية.

المطلب الرابع: أهمية إدارة مخاطر سعر الصرف

تتعرض مختلف المنشآت التي تعمل في المجال الدولي لمخاطر تحركات أسعار الصرف ما أدى إلى ضرورة معرفة مختلف أنواع هذه المخاطر وأهمية الإلمام بها من أجل تفادي الخسائر الناجمة عنها، وفيما يلي نوضح دواعي الاهتمام بإدارة مخاطر الصرف¹:

- اندماج بلدان العالم الثالث في المنظومة الاقتصادية الدولية (ظاهرة التدويل أو العولمة الاقتصادية) في إطار الإصلاحات الاقتصادية الشاملة والعمل في بيئة اقتصادية دولية تعتمد على الآليات النقدية خاصة وترجع إلى قانون السوق في جميع المجالات، مما يتطلب الاهتمام بقضايا سعر الصرف وما يرتبط به من مخاطر.
- بروز أنماط جديدة للتجارة الدولية والتدفقات الاستثمارية المتعلقة أساسا بظهور متعاملين جدد في الساحة الدولية كدول جنوب شرق آسيا والصين وما يرتبط بذلك من زيادة حدة التقلبات في أسواق الصرف لكثرة المعاملات.
- انعكاس أثار تقلبات سعر الصرف على مختلف وظائف المؤسسة الدولية النشاط (من تخطيط، تمويل، إنتاج، تسويق، تمويل، خزينة... الخ)
- تقلبات سعر الصرف يمكن أن تؤثر ليس فقط على الوضعية المالية للمؤسسة الدولية النشاط بل قد يمتد تأثيرها ليشمل التنمية الاقتصادية في الدول المعينة .
- إن التدفقات المالية والنقدية العديدة لمواجهة متطلبات التجارة والاستثمار في الدول الناشئة سوف تولد الحاجة الماسة إلى استراتيجية جديدة لإدارة خطر أسعار الصرف.
- تحسن القدرة التنافسية (في مجال السعر خاصة) للمؤسسات مرتبطة بمدى التحكم في خطر سعر الصرف وإدارته بفعالية وكفاءة على اعتبار أن هذا الخطر يعتبر عاملا هاما ومحددا لأسعار التكلفة خاصة في مثل دول العالم الثالث التي تستند في مدخلات عملياتها الإنتاجية إلى موارد أولية ووسيلة ومستوردة.

¹ - عبد الحق بوعتروس، مرجع سبق ذكره، ص ص: 3، 4 .

نستخلص مما سبق أن إدارة مخاطر العملات الأجنبية ذات أهمية كبيرة في الوقت الراهن خاصة بالنسبة لمؤسسات الدول النامية، وتلك التي عرفت تحولات في نظامها الاقتصادي نحو النظام المرنة حيث تقلب أسعار الصرف يوميا، وعلى المؤسسات والبنوك أن تضع هذه المخاطر في اعتبارها، وعلى الرغم من التعقيد المتزايد لهذه العملية إلا أنه من الممكن احتواء هذه المخاطر، وهو ما يستدعي إدارة تقلبات سعر الصرف بعناية فائقة وبكل حذر وفعالية وهذا من خلال انتقاء الأدوات أو التقنيات المستخدمة في هذا الشأن بحسب الوضع الاقتصادي وطبيعة المعاملات الاقتصادية لكل دولة .

خلاصة الفصل:

سعر الصرف يمثل أداة الربط بين الاقتصاد المحلي وباقي الاقتصاديات العالمية، فتغير سعر الصرف الاسمي يبين التغير في أسعار الصرف الرسمية والمعلنة بين هذين البلدين، أما التغير في سعر الصرف الحقيقي فهو يعبر عن التغير في سعر الصرف الاسمي مع الأخذ بعين الاعتبار فروقات معدلات التضخم بين البلدين، وبالتالي للقيمة الحقيقية لتلك العملة التي تؤثر على التنافسية للمنتجات المحلية وبالتالي على الصادرات والواردات المحلية، كما أن أنظمة سعر الصرف مرت بعدة محطات في مراحل تطورها، فهي بدأت من قاعدة الذهب وانتهت اليوم إلى نظام سعر الصرف الحر " العائم" الذي اتجهت معظم الدول المتقدمة والصناعية لتبنيه، وقامت تلك الدول بالتخلي عن نظام الرقابة والتنشيط لسعر الصرف، حيث أن قوة العملة المحلية لبلد ما هو إلا انعكاس لقوة الاقتصاد ذلك البلد، وارتفاع صادراته، وحاولت الكثير من النظريات تفسير الاختلاف في أسعار الصرف بين البلدان، وكان لكل نظرية فرضيات مختلفة عن النظريات الأخرى، ولكل نظرية نتائج مختلفة عن النظريات الأخرى، حيث أن تحركات سعر الصرف تؤثر في العديد من المتغيرات الاقتصادية مثل التضخم، وأسعار الفائدة... الخ، وعوامل أخرى تؤثر في تحركات سعر الصرف.

الفصل الثاني

دراسة تحليلية للمؤشر العام لأسعار الأسهم

تمهيد الفصل :

شهدت أسواق الأوراق المالية تطورا كبيرا في القرن الأخير، وازدادت أهميتها في الحياة الاقتصادية في البلدان المتطورة والنامية على حد سواء، كما ظهرت أدوات جديدة كالعقود المستقبلية وعقود الخيارات بالإضافة إلى السندات والأسهم، حيث تحظى أسواق الأسهم أهمية كبيرة لمعرفة طبيعة حركة الأسعار، وتحديد العوامل المؤثرة عليها وصولا إلى فهم أعمق للعمل هذه الأسواق ومدى تأثيرها وتأثيرها بالفروع الأخرى للاقتصاد، حيث أن قوى العرض والطلب على الأوراق المالية هي كفيلا بتحديد سعر الورقة المالية في السوق المالي، ولكن قرار المستثمر في شراء أو بيع ورقة مالية ما وفقا لسعر معين هو العامل الفاعل في تحديد تلك القوى وبذلك تمثل المؤشرات في البورصة جانب من المعلومات المهمة التي يستند إليها مجموعة المستثمرين في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية الصحيحة بخصوص الأوراق المالية المتداولة في إطار السوق، فالمؤشر العام لأسعار الأسهم من المؤشرات المهمة في الأسواق المالية والتي تكتسي أهمية كبيرة كأداة لتقسيم أداء السوق المالي، ومن خلال هذا التمهيد سنتطرق في فصلنا تحت عنوان دراسة تحليلية للمؤشر العام لأسعار الأسهم إلى المباحث التالية:

- المبحث الأول: الإطار النظري للمؤشر العام لأسعار الأسهم.
- المبحث الثاني: أنواع مؤشرات أسعار الأسهم وطرق تكوينها.
- المبحث الثالث: أهم مؤشرات أسواق الأوراق المالية العالمية.

المبحث الأول: الإطار النظري للمؤشر العام لأسعار الأسهم.

يعتبر المؤشر العام لأسعار الأسهم من المؤشرات الهامة التي تقيس التغيرات الحاصلة في الأسواق المالية بوصفها مركز حيويًا في النظم الاقتصادية المعاصرة، حيث تمثل المؤشرات في البورصة جانبًا من المعلومات المهمة التي يستند إليها مجموعة المستثمرين في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية الصحيحة بخصوص الأوراق المالية المتداولة في إطار السوق، والمؤشرات المرادفة لمصطلح (index) وجدت من أجل القيام بمهمة قياس حالة السوق من حيث كونها مقياسًا هاما يعكس الحالة الاقتصادية العامة ويقاس مستوى الأسعار في السوق.

حيث قمنا بالتطرق وتقسيم مبحثنا إلى:

- **المطلب الأول: مفهوم المؤشر العام لأسعار الأسهم.**
- **المطلب الثاني: مزايا المؤشر العام لأسعار الأسهم.**
- **المطلب الثالث: فوائد استخدام مؤشر أسعار الأسهم.**
- **المطلب الرابع: علاقة المؤشر العام لأسعار الأسهم بالحالة الاقتصادية.**

المطلب الأول: مفهوم المؤشر العام لأسعار الأسهم.

المؤشرات هي بمثابة مقاييس تغيرات القيمة مجموعة نموذجية من الأسهم ويتألف المؤشر من عدد محدد مسبقاً من الأسهم التي جرى تجميع أسعارها وتقسيم تلك الأسعار لما على عدد من الأرقام أو على سعر محدد مسبقاً، وهذه المؤشرات هي مقياس للحركة العامة لسوق رأس المال يتألف على الأغلب من مجموعة الأوراق المالية التي تعكس حالة السوق بكاملها ويفترض أنه عند رفع مؤشر الأسهم فإن السوق ككل سيرتفع وعندما ينخفض فإن السوق ينخفض ككل، وبذلك قبل أن نتطرق إلى مفهوم المؤشر العام بأسعار الأسهم سنعرف ما هو مفهوم المؤشر أولاً.

الفرع الأول: تعريف المؤشر.

- هو عامل أو متغير كمي أو نوعي يوفر أساساً بسيطاً وموثوقاً لتقييم الإنجاز أو التغير أو الأداء، وهو يعتبر وحدة معلومات مقيسة على مدى فترة زمنية يمكن أن تساعد في إظهار التغيرات الحاصلة في حالة معينة، فالمؤشر يمثل مقياس الحرارة بالنسبة للسوق¹. وقد يكون للهدف ذو الغرض الواضح مؤشرات عديدة، فمؤشر الأسهم مثلاً هو عبارة عن جدول أو رسم بياني أو كلاهما يعرض التسلسل الزمني لكل عملية متاجرة لسلعة معينة، كما يعرض المؤشر اتجاه تحركات السوق، توجد مؤشرات للمتاجرة اليومية موضحة التحركات اليومية بينما توجد مؤشرات تعرض المؤشرات التاريخية للتحركات الطويلة المدى، يميل المتاجرون إلى استخدام الرسومات البيانية والتي تعرض اتجاه تحركات السوق بطريقة مبسطة وسهلة².

- المؤشر هو محصل للتغيرات التي حدثت في أسعار الأسهم خلال فترة زمنية معينة مما يساعد على كشف الاتجاه العام للسوق، كما يقوم المؤشر على عينة من أسهم الشركات التي تتداول في أسواق المال المنظمة والغير منظمة وغالباً ما يتم اختيار العينة بطريقة تسمح للمؤشر بعكس الحالة التي عليها البورصة³، ويعتمد المؤشر عند بنائه على النقاط التالية⁴:

- عينة كافية لإعطاء نتيجة جيدة.

¹ - سمير الشويكي، **المعجم الإداري**، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، الاردن، 2010، ص: 270.

² - محمود علي عطوان، **معجم العلوم المالية و المحاسبية و المصرفية**، الطبعة الأولى، دار اسامة للنشر و التوزيع ،عمان ، الاردن ، 2013 ، ص: 692.

³ - سارة عبدلي، **أساليب قياس أداء حافظلة الأوراق المالية**، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات نيل شهادة الماستر في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير، جامعة قاصدي مرياح، ورقلة، الجزائر، 2011-2012، ص: 07.

⁴ - نفس المرجع السابق، ص: 07.

- تحديد أوراق لكل مفردة من العينة.

- طريقة رياضية واضحة لحساب المؤشر .

الفرع الثاني: مفهوم المؤشر العام لأسعار الأسهم.

- هو عبارة عن مؤشر إحصائي يستخدم لقياس الأداء الكلي للسوق ، و الذي يتكون من معدل أسعار مجموعة من الأسهم يفترض أن تستخدم كمقياس للحركة العامة للسوق المالي¹ .

- المؤشر العام لأسعار الأسهم هو عبارة عن قيمة رقمية تقيس التغيرات في سوق المال ومنها سوق الأسهم، فهو بالنسبة للمستثمر عبارة عن مقياس لقياس مستوى الأسهم ككل وأيضا لقياس أداء سهم معين بالنسبة للسوق ككل²، هو مؤشر مستخدم لقياس وبيان التغيرات في قيمة مجموعة مختارة من الأسهم³ .

فالمؤشر العام لأسعار الأسهم في السوق المالي يعد من المؤشرات السابق للأحداث باعتبار أن أسعار الأسهم هي انعكاس لتوقعات الأحداث الاقتصادية التي ستسود مستقبلا وعليه فإن التحرك في مستوى المؤشر سوق يعكس الوضع الاقتصادي الذي سيسود وبالتالي يساعد رسمي السياسة الاقتصادية من اتخاذ التدابير الصحيحة، فالبورصة تؤدي دورا هاما في الحياة الاقتصادية، فالأسواق المالية تعمل كمرآة للاقتصاد وذلك من خلال تعامل قوى العرض والطلب وتأثر هذه القوى بالحالة الاقتصادية⁴.

الفرع الثالث: أنواع حركات المؤشرات في السوق.

يتحرك المؤشر في أي سوق مالي ثلاث حركات تتباين وفقا لأمدها الزمني وهي⁵ :

1- الحركة الرئيسية: إذ تمثل الحركة الرئيسية خط الاتجاه الواسع وتمتد من عدة شهور إلى عدد من السنين، وتشير هذه الحركة أساسا إلى السوق الصاعد والسوق الهابط وحالما يحدد الاتجاه الرئيسي، فإنه يبقى تأثيره حتى يعكس اتجاه، إن ميل مؤشر السوق إلى التحرك في ناحية معينة عبر خط مستقيم لمدة من الوقت (دقائق، أيام، شهور) يطلق عليه بميل السوق ويبقى هذا الاتجاه قائما إلى أن تتغير، وعندما

¹ - مداحي محمد ، ترقو محمد ، العلاقة التبادلية بين مؤشرات السوق المالي (الاسلامي و التقليدي)، دراسة قياسية لمؤشري LQ45 و JII **بيورصة اندونيسيا** ، مجلة ميلاف للبحوث و الدراسات ، المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف ، ميله ، الجزائر، العدد الخامس ، جوان 2017 ، ص: 99.

² - سليم رشيد عبود الزبيدي، مرجع سبق ذكره، ص: 138.

³ - محمود علي عطوان، مرجع سبق ذكره ، ص: 692 .

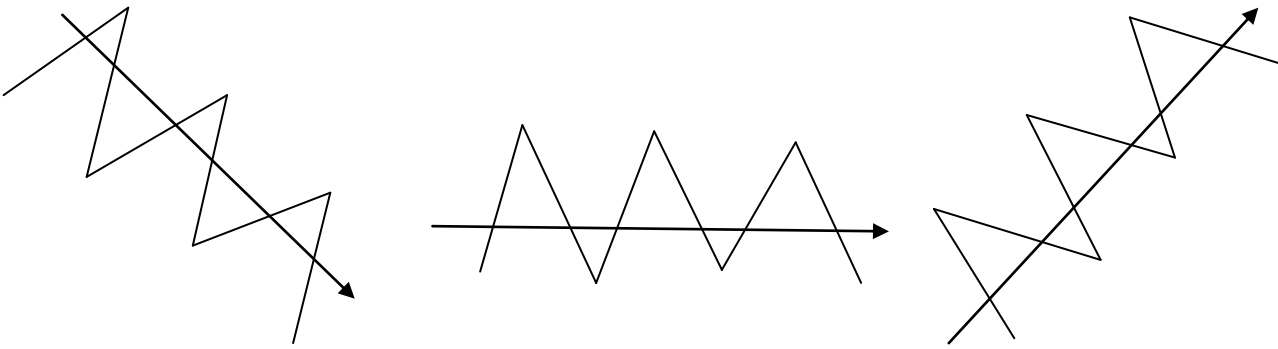
⁴ - نفس المرجع السابق ، ص: 508

⁵ - بشار ذنون محمد الشكرجي، ميادة صلاح الدين تاج الدين، **علاقة مؤشر الأسهم في السوق المالية بالحالة الاقتصادية**، دراسة تحليلية لسوق الرياض لأوراق المالية ، كلية الإدارة و الاقتصاد، جامعة الموصل ، مجلة الرافدين ، العدد 30 ، 2008 ، ص ص: 09 10.

تشكل التحركات في المؤشر سلسلة تصاعدية من الارتفاعات أو الانخفاضات التي يمكن الوصل بينها بخط يشير إلى أعلى يكون اتجاه السوق إلى الأعلى ويدل عندئذ بالسوق الصاعدة، وإذ تزداد حركة الشراء عن حركة البيع، أما إذا كانت تحركات المؤشر في اتجاه أفقي فإن السوق تكون ساكنة، أما إذا كانت تحركات المؤشر سلسلة تنازلية فإن اتجاه السوق يكون عندئذ للأسفل.

والشكل التالي يعكس حركات الأسعار واتجاه السوق:

الشكل رقم(02):حركات أسعار واتجاهات السوق.



المصدر: بشار دنون الشكري، ميادة صلاح تاج الدين، مرجع سبق ذكره، ص: 09.

2- الحركة الثانوية:

وهي رد الفعل الذي يعمل على تصحيح الاتجاه الرئيسي في السوق الصاعدة، والتي تعد حركة تصحيحية، وفي السوق النازلة تدعى الحركات الثانوية في بعض الأحيان برودود الفعل.

3- تكون التقلبات اليومية:

وهي مهمة إذا ما تم النظر إليها بوصفها مجموعة وليست منفردة، يشترط أن يعبر المؤشر عن حالة مجمل السوق وليس شركات بحد ذاتها، فمجموع التقلبات اليومية تكون الاتجاهات الثانوية في السوق. وبناء على ذلك يمكن القول بأن الاتجاه الرئيسي يبقى سائدا لأكثر من سنة وقد يدوم لسنوات، أما الاتجاهات الثانوية فهي ردود فعل متوسط إصلاحية للاتجاه الرئيس، تستمر ردود الفعل من شهر إلى ثلاثة أشهر، أما الاتجاهات أو التقلبات اليومية فهي حركات قصيرة الأجل تدوم من يوم واحد إلى ثلاثة أسابيع، وتتكون الاتجاهات الثانوية من عدد من الاتجاهات اليومية التي تكون على الغالب عرضة للمضاربة.

المطلب الثاني: مزايا المؤشر العام لأسعار الأسهم.

- يتمتع المؤشر العام لأسعار الأسهم بمزايا عديدة نذكر منها ما يلي¹ :
- يلخص أداء السوق الإجمالي إذا كان معبرا تعبيرا صادقا عن جميع المفردات في بنائه.
- من المؤشرات التي تقيس التغيرات الحاصلة في الأسواق المالية.
- هو أحد الوسائل التي يسترشد به المستثمرون في أواق رأس المال.
- يستخدم وعلى نحو متزايد هذا المؤشر في تقييم أداء الأسواق.
- معرفة اتجاهات الأداء في السوق ومقارنتها بالأداء لغيرها من الأسواق فضلا عن المعلومات التي يوفرها هذا المؤشر والتي تستخدم في قياس مدى تحقيق هذه الأسواق لأهدافها.
- ومن أجل هذه المزايا يعتبر المؤشر العام لأسعار الأسهم من المؤشرات الهامة في السوق والاقتصاد.

المطلب الثالث: فوائد استخدام مؤشرات أسعار الأسهم.

- لاستخدامات المؤشر العام لأسعار الأسهم فوائد كثيرة، يمكن تلخيصها بصورة خاصة ومؤشرات الأدوات المالية بصورة عامة كالآتي² :
- يستخدم المؤشر العام لأسعار الأسهم لمتابعة أداء السوق أو القطاع من السوق الذي يمثله.
- زيادة عن استخدام هذا المؤشر لقياس العلاقة بين مؤشرات الأدوات المالية المختلفة ولدول مختلفة وهذا الأمر تبرز أهميته عند إنشاء المحافظ المالية التي تركز سياستها الاستثمارية على توزيع الاستثمار بين مختلف الأدوات وبين العديد من الدول.
- إن القائمين على وضع السياسات والتشريعات المالية والاقتصادية يستخدمون هذا المؤشر للحكم على مدى الأثر الذي سببته تشريعه معين على أداء السوق.
- بواسطة المؤشر العام لأسعار الأسهم يقاس ما يعرف بالمخاطر النظامية لأي أداة مالية وذلك من خلال استخدامه في حساب معامل بيتا.
- أصبحت المؤشرات تستخدم كأساس ببعض أدوات المشتقات، وبالتالي استخدامها لغايات التحوط أو المعيارية ودون الحاجة للتعامل مع الأسهم المكونة لهذا المؤشر.

¹ - سليم رشيد عبود الزبيدي، مرجع سبق ذكره، ص: 138 139.

² - نفس المرجع السابق، ص: 139.

ومن الفوائد العامة لمؤشر العام لأسعار الأسهم أنه أداة لتقييم أداء السوق المالي ويكون ذلك من خلال أن تقييم أداء الأسواق المالية يقتضي الوقوف على مجموعة من المؤشرات يحكم من خلالها على نشاط هذه الأسواق تتمثل هذه المؤشرات فيما يلي¹ :

1- حجم السوق:

وينقسم هذا المؤشر بدوره إلى مؤشرين هما:

أ- **مؤشر رسملة السوق:** وهو عبارة عن نسبة قيمة الأوراق المالية المتداولة إلى قيمة الناتج الداخلي الخام، ويعبر هذا المؤشر على قدرة الاقتصاد إجمالاً على تعبئة رؤوس الموال، فكلما ارتفع هذا المؤشر كلما دل ذلك على زيادة الطلب على الأوراق المالية، وهذا يعكس أداء جيد للسوق المالي.

ب- **عدد الشركات المقيدة:** يعتبر هذا المؤشر على حجم السوق المالي من حيث عدد الشركات المسجلة فيه.

2- السيولة:

وينقسم مؤشر السيولة إلى مؤشرات هما:

أ- **معدل التداول:** يقيس نسبة مجموع الأسهم المتداولة إلى الناتج الداخلي الخام، ومنه نمو يعكس سيولة الاقتصاد ككل، وكلما ارتفعت نسبة هذه كلما كان أداء السوق المالي جيد.

ب- **معدل الدوران:** يقيس نسبة مجموع الأسهم المتداولة إلى إجمالي رسملة السوق، وكلما ارتفعت هذه النسبة كلما دل ذلك على أداء جيد للسوق المالي.

3- المؤشر العالم للأسعار:

في كل سوق مالي نجد عدد هائل من الأوراق المالية المقيدة، تتطور باتجاهات مختلفة، ولأجل قيس اتجاه السوق عامة لجأت بعض المنظمات كالمراكز الاقتصادية والإحصائية الرسمية، الصحافة، الوسطاء الماليون... الخ، بمعنى اتجاه حركة جميع الأسهم في السوق المالي.²

المطلب الرابع: استخدامات المؤشر وعلاقته بالحالة الاقتصادية.

طالما أن نشاط الشركات التي تم تداول أوراقها المالية في سوق رأس المال يمثل الجانب الأكبر من النشاط الاقتصادي في الدولة، وفي حالة اتسمت سوق رأس المال بقدر من الكفاءة فإن المؤشر المصمم

¹ - رمضان الشراح ، دور الاسواق المالية في تحقيق التنمية التكاملية لدول مجلس التعاون الخليجي، بنك الكويت الصناعي ، العدد 18 ،

2000، ص ص : 73- 77.

² - حشايشي سليمة، مرجع سبق ذكره، ص: 101.

بعناية لقياس حالة السوق ككل من شأنه أن يكون مرآة للحالة الاقتصادية العامة للبلد الذي تعمل فيه السوق، كما يمكن لمؤشرات أسعار الأسهم، فضلا عن ذلك، التنبؤ بالحالة الاقتصادية المستقبلية وذلك قبل حدوث أي تغير قبل فترة زمنية، والسؤال الذي ينبغي دائما طرحه هو: هل أن المؤشر يعكس حركة جميع الأسهم بالتساوي، أو هل أن انخفاض أو ارتفاع أي سهم يؤثر بالمؤشر؟!، ولقد تباينت وجهات النظر فيما يخص وبتعلق بتبرير استخدام المؤشر العام لأسعار الأسهم بوصفه قائدا للتغيرات الحاصلة في النشاط الاقتصادي، إن تعتمد وجهة النظر الأولى على أن: النموذج التقليدي لتحديد سعر السهم بوصفه القيمة الحالية للتدفقات النقدية فكما ارتفعت توقعات الأرباح ارتفعت أسعار الأسهم، كما أن الانخفاض في الأسعار يمكن أن يحدث حتى لو لم يكن هناك توقع بانخفاض الأرباح، ليصبح من الممكن السوق رأس المال في هذه الحالة إن يبعث بإشارات خاطئة عن مستقبل الوضع الاقتصادي العام. أما وجهة النظر الثانية: فتركز حول التأثيرات النفسية لتغيرات أسعار الأسهم، لن ترى أن أسعار الأسهم تذبذب مع حالات التفاؤل والتشاؤم، لذلك أن أسعار الأسهم تبدأ بالارتفاع عندما يشعر الأفراد بأن الوضع الاقتصادي في حالة انتعاش، مما يزيد من رغبتهم في الاستثمار ذات المخاطرة العالية كالأسهم وبذلك تصبح الموثوقية وليس أرباح الشركة هي المحرك الأساسي لأسعار الأسهم¹.

¹ - بشار دنون محمد الشكرجي، مرجع سبق ذكره، ص ص: 04 05.

المبحث الثاني: أنواع مؤشرات أسعار الأسهم وطرق تكوينها.

يستخدم الاقتصاديون المؤشرات الاقتصادية للتعرف على الحالة الاقتصادية للدولة، وتفيد في التعريف السريع على ما يجري في الأسواق وإعطاء صورة سريعة وعامة عن تطورها كونها متوسطات وأرقام قياسية، ويمثل مؤشر السوق مقياس شاملا لاتجاه السوق، ويعكس الاتجاه العام لتحركات أسعار الأوراق المالية، كما تستخدم مؤشرات الأسواق كمعايير للأداء، غير أن المؤشرات تختلف في استخداماتها وكذلك في أنواعها حسب وظيفتها، ويتم من خلال هذا المبحث أنواع مؤشرات أسعار الأسهم وطرق تكوينها للتطرق إلى المطالب التالية:

- **المطلب الأول: أنواع مؤشرات أسعار الأسهم.**
- **المطلب الثاني: أهمية مؤشرات أسعار الأسهم.**
- **المطلب الثالث: استخدامات مؤشر أسعار الأسهم.**
- **المطلب الرابع: طرق بناء وتكوين مؤشرات أسعار الأسهم.**

المطلب الأول: أنواع مؤشرات أسعار الأسهم.

يعتبر الرقم القياسي أو المؤشر الممثل به عبارة عن معدل أو نسبة من المتوسطات الخاصة بمجموعة من الأوراق المالية، وهذا يعني أن السلسلة الزمنية للأرقام القياسية تعد من ذات القاعدة من المعلومات بهدف أن تكون هذه الأرقام القياسية صالحة للمقارنة، لذلك يتم اختيار فترة ماضية والتي تعتبر بمثابة سنة الأساس والتي منها تحسب القيم الأصلية للرقم القياسي ومعه تنتقل إلى فترة مستقبلية، فالمؤشرات هي أداة تستعمل للتعرف على اتجاهات وسلوك السوق المالية بصدق، أو كأداة لقياس التغيرات في الأسعار ومحاولة التنبؤ بها من خلال استخدام المؤشرات التي تتميز بعدة أنواع وتنقسم حسب عدة معايير التي نوجزها فيما يلي:

الفرع الأول: المؤشرات حسب الوظيفة.

وهذا النوع من المؤشرات ينقسم إلى نوعين هما¹:

- 1- مؤشرات عامة: هذه المؤشرات تهتم بحالة السوق ككل، أي تقيس اتجاه السوق بمختلف القطاعات الاقتصادية، ولذلك تحاول أن تعكس الوضعية الاقتصادية للدولة المعينة، خاصة إذا كانت العينة تتكون من جميع السهم المتداولة وأن جميع القطاعات ممثلة تمثلا يعكس مساهمتها في الناتج المحلي الإجمالي.
- 2- مؤشرات قطاعية: حيث تقتصر على قياس سلوك السوق بالنسبة لقطاع معين كقطاع الصناعة أو قطع صناعة النقل أو قطاع الخدمات أو غيره من القطاعات، ومن الأمثلة على هذه المؤشرات: مؤشر داوجونز لصناعة النقل، مؤشر ستاندرد آندبور للخدمات العامة.

الفرع الثاني: مؤشرات الأسواق.

إذا كانت الدولة توفر أسواق ثانوية ليتم فيها تداول أسهم الشركات متوسطة الحجم وأسهم الشركات صغيرة الحجم، فيمكن حساب مؤشر لتلك الأسواق بقصد معرفة اتجاهها².

¹ - زيان سعاد، دور مؤشرات أسواق الأوراق المالية في إدارة المنظمة الاستثمارية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة ماستر في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير، جامعة البويرة، الجزائر، 2014-2015، ص: 42.

² - سمير مصطفى منصور متولي، تحليل ومقارنة أساليب تصميم مؤشرات أسواق الأوراق المالية مثال مؤشرات أسواق الولايات المتحدة ومصر، المجلة العربية للعلوم ونشر الأبحاث، المجلد الثاني، العدد 06، 2016، ص: 04.

الفرع الثالث: المؤشرات من حيث إمكانية التداول.

تقسم المؤشرات من حيث إمكانية التداول إلى ثلاث أنواع هي¹:

1- المؤشرات غير قابلة للتداول: وهي المؤشرات التقليدية والهدف منها هو معرفة أداء بورصة الأوراق

المالية ومدى كفاءة العمل بها وتنقسم هذه المؤشرات إلى:

أ- مؤشرات البورصة: وتصدرها الجهة الرسمية.

ب- مؤشرات الجهات الخاصة: وهي تصدر من جهات غير رسمية ويكون الهدف منها متابعة سلوك

البورصة، وقد تصدر من جهات صحفية مثل (Don Jones) أو قد تصدر من جهات مثل

المعاهد الإحصائية والمؤسسات المالية.

ج- مؤشرات دولية: توضح الأداء الكلي لبورصات العالمية وتنتشر من بيوت سمسرة دولية مثل:

مورجان ستانلي وميريل لنش وفينتش أيبিকা.

2- مؤشرات المتاجرة: هذه المؤشرات تسمح بالمتاجرة في أسواق المشتقات وسوق الخيارات Option

merkers وسوق المستقبلات Futur market، وتمكن هذه المؤشرات الإدارة من تغطية أخطار محفظة

الأوراق المالية وكذلك المضاربة والمراجحة في الأسواق المختلفة، وفي حقيقة الأمر تتميز هذه المؤشرات

بتوافر المعلومات الكاملة من حيث يتعرف عليها المتعاملون في السوق لحظة بلحظة.

3- مؤشرات صناديق الاستثمار Mutulfunds: حيث تكون هناك شركة مكونة لإدارة مثل هذه

الصناديق وتقوم بتكوين محافظ من الأصول المالية التي تعد نفس الوقت مؤشرا ماليا.

المطلب الثاني: أهمية مؤشرات أسعار الأسهم.

تعتبر مؤشرات الأسواق المالية من المقاييس المهمة التي تعكس حجم الاقتصاد ومستويات الشفافية

والكفاءة في التشغيل والإدارة، ويؤثر استقرار الأسواق المالية ونموها على الصورة العامة للدولة من حيث

قدرتها على جذب الاستثمارات وزيادة الاستقرار المالي ودهم النمو الاقتصادي، كما أنها توفر لنا منظور

تاريخي عن أداء السوق حيث يمد المستثمرين بنظرة أكثر شمولية ودقة عن قراراتهم الاستثمارية،

فالمستثمرون يمكن أن يساعدهم المؤشر في عملية اتخاذ قراراتهم الاستثمارية.

¹ - نفس المرجع السابق ، ص: 04.

اتسمت الأسواق المالية بقدر من الكفاءة، فإن المؤشر المصمم بعناية لقياس حالة السوق ككل تمكن أن يكون مرآة للحالة الاقتصادية العامة للدولة، كما نجد أن مؤشر أسعار الأسهم يعتبر أداة للتنبؤ بالحالة الاقتصادية العامة في الدولة، كما أن الحالة والظروف الاقتصادية تؤثر على مؤشرات السوق¹.

المطلب الثالث: استخدامات مؤشرات أسعار الأسهم.

المؤشر يستخدم بوصفه أداة للتنبؤ بالنشاط الاقتصادي، إذ أنه تمكن أن يعطي تنبؤا مسبقا عند حدوث انتعاش أو انكماش اقتصادي، أي أنه يتجه نحو التغير ارتفاعا أو انخفاضاً قبل حدوث أي تغيير في النشاط الاقتصادي في البلد الذي تعمل فيه السوق المالية، وبذلك يعتبر لمؤشرات سوق الأوراق المالية استخدامات عديدة نذكر منها ما يلي²:

الفرع الأول: إعطاء فكرة سريعة عن أداء المحفظة.

حيث تمكن للمستثمر أو مدير الاستثمار تكوين وجه مقارنة بين التغير في عائد المحفظة وأوراقه المالية مع التغير الذي طرأ على مؤشر السوق بوصفه يعكس محفظة جيدة التنوع، وذلك دون حاجة إلى متابعة أداء كل ورقة على حدة، وإذا كانت استثماراته (للمستثمر) في صناعة معينة لها مؤشر خاص بها، حينئذ يكون من الفضل له متابعة ذلك المؤشر.

الفرع الثاني: الحكم على أداء المديرين المحترفين.

تمكن للمستثمر وفقا لفكرة التنوع الساذج (Nave diversification) والذي يكون يملك محفظة من الأوراق المالية المختارة عشوائيا إن تحقق عائدا يعادل تقريبا عائد السوق (متوسط معدل العائد على الأوراق المتداولة في السوق) الذي يعكسه المؤشر وهذا يعني، بأن المدير المحترف، الذي يستخدم أساليب متقدمة في التنوع يتوقع منه أن تحقق عائدا أعلى من متوسط عائد السوق.

الفرع الثالث: التنبؤ بالحالة التي ستكون عليه السوق.

إذا أمكن للمحلل معرفة طبيعة العلاقة بين بعض المتغيرات الاقتصادية وبين المتغيرات التي تطرأ على المؤشرات (ما يعرف بالتحليل الأساسي) بأنه يمكن التنبؤ مقدما بما ستكون عليه حال السوق في المستقبل، كما أن إجراء تحليل فني وتاريخي للمؤشرات التي تقيس حالة السوق قد تكشف عن وجود نمط للمتغيرات

¹ - سمر مصطفى منصور متولي، مرجع سبق ذكره، ص: 04.

² - عصام حسن، أسواق الأوراق المالية (البورصة)، دار أسامة للنشر، عمان، الأردن، 2010، ص: 39 40.

التي تطراً عليه، إذ ما توصل المحلل إلى معرفة هذا النمط، تمكنه عندئذ التنبؤ بالتطورات المستقبلية في اتجاه حركة الأسعار في السوق.

الفرع الرابع: تقدير مخاطر المحفظة.

تمكن استخدام المؤشرات لقياس المخاطر النظامية لمحفظة الأوراق المالية، وهي العلاقة بين معدل العائد الأصول خطرة (Riskysassets) ومعدل العائد لمحفظة السوق المكونة من أصول خطرة.

الفرع الخامس: التنبؤ بالحالة الاقتصادية.

يشير بعض الباحثين في الاقتصاد إلى أنه إذ أمكن للمحللين الاقتصاديين الوقوف على طبيعة العلاقة بين بعض المتغيرات الاقتصادية، وبعض التغيرات التي تطراً على المؤشرات وهو ما يشار عليه عادة بالتحليل الأصيل، تمكن من التنبؤ مقدماً بما سيكون عليه حال السوق في المستقبل، وهذا من شأنه اتخاذ القرار السليم، تمكن للمستثمرين مقارنة أداء مؤشر أسواق الأوراق المالية المحلية بمؤشرات أسواق الأوراق المالية الدولية، وسوف يؤدي ذلك إلى تحديد اتجاهات السوق مقارنة بأسواق أخرى، مما قد ينجر عنه زيادة الاستثمارات الأجنبية خاصة في حالة ما إذا كان السوق من الأسواق الواعدة¹.

المطلب الرابع: طرق بناء وتكوين مؤشرات أسعار الأسهم.

يقوم المؤشر العام للأسعار الأسهم على الأسهم المتداولة في السوق كافة أو يستخرج من عينة مختارة من الأسهم التي تتداول في السوق، وفي هذه الحالة يفترض أن يتم اختيار طريقة تتيح للمؤشر أن يعكس الحالة التي عليها السوق المستهدفة، حيث في الأخير تتفق المؤشرات في كونها أدوات لقياس أداء أو مخاطر الأسواق أو الصناعات غير أنها تختلف عن بعضها في طريقة بنائها.

الفرع الأول: بناء المؤشرات .

تختلف المؤشرات عن بعضها البعض في طريقة بنائها وذلك من حيث العينة المكونة للمؤشر والأوزان النسبية لكل سهم داخل هذه العينة وكذلك طريقة حساب متوسط المؤشر، ولكي يكون المؤشر أكثر تعبيراً عن وضع السوق مجالا يجب إتباع الخطوات التالية عن صياغته وهي²:

1- **العينة:** يقصد بالعينة عدد الأصول المالية المستخدمة في حساب المؤشر، إذ ينبغي أن تكون

ملائمة من حيث ثلاثة جوانب هي:

¹ - زيان سعاد، مرجع سبق ذكره، ص: 45.

² - منير إبراهيم الهندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأ المعارف، الإسكندرية، مصر، 1997، ص: 249.

أ- الحجم: كلما زاد عدد الأسهم التي تضمها العينة، كلما كان المؤشر أكثر تمثيلا لحالة السوق، فهناك بعض المؤشرات الشاملة لكافة الأسهم المتداولة في السوق كمؤشر البورصة الأمريكية، وبالتالي فهو يعبر عن أداء السوق تعبيراً جيداً، غير أن هناك بعض المؤشرات المحسوبة على عينات صغيرة لكنها تعبر بدقة عن أداء السوق المالي شأنها شأن المؤشرات الشاملة، وهذا راجع لسببين أساسيين هما:

■ قيمة الأسهم الممثلة للعينة، والتي عادة ما تمثل نسبة مرتفعة من رسملة السوق، ومثال ذلك مؤشر Standard and poors 500 حيث تمثل نسبة رسملة الشركات المأخوذة أسهمها كتمثيل للعينة فيه 80% من رسملة السوق ككل، كذلك فإن هذه المؤشرات عملياً أثبتت كفاءتها في قياس حالة السوق.

■ انطلاقاً من أن أسعار تتغير في نفس الاتجاه عامة، أما ارتفاعاً، أو انخفاضاً، فإن اختيار عينة صغيرة تضم عدداً من الأسهم المتداولة في السوق سوف تعكس لا محالة الوضعية العامة للسوق، وفي هذا المجال أجريت عدة دراسات ميدانية أثبتت بالفعل أن المؤشرات التي تضم كافة الأسهم المتداولة قد أعطت نفس النتائج التي حققتها المؤشرات المبنية على عينة ممثلة للمجتمع. وقد تم حساب معامل الارتباط بين قيم ثلاثة مؤشرات تختلف من حيث عدد المفردات التي تضمها، وأظهرت النتائج المتوصل إليها الترابط الكبير فيما بينها¹ كما يبينه الجدول التالي:

الجدول رقم (06): معامل الارتباط بين مؤشرات الأسواق الأمريكية.

المؤشر	ستاندرد آندبور	وولشير	بورصة نيويورك
داوجونز	0.96	0.96	0.96
بورصة نيويورك	0.99	0.99	-
وولشير	0.99	-	-

المصدر: منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص: 251.

¹ - جنابة حسان، دور الخصوصية وبورصة الأوراق المالية في تمويل الاقتصاد دراسة حلة الاقتصاد الجزائري، رسالة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في الاقتصاد، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، 2004-2005، ص: 148.

تعكس معاملات الارتباط التي يظهرها الجدول أعلاه بوضوح الارتباط الشبه التام بين المؤشرات من حيث النتائج التي تعكسها رغم تباينها في عدد السهم التي تضمها، حيث يضم مؤشر دوجونز لمتوسط الصناعة ثلاثون سهما، ويضم مؤشر ستاندرد أندبور 500 سهم، في حين يضم مؤشر وولشير 5000 سهم، ومؤشر بورصة نيويورك الذي يضم كافة أسهم البورصة وبدون استثناء.

ب- الاتساع: يقصد به أن تغطي العينة المختارة جميع القطاعات المكونة للاقتصاد الوطني إذا كانت المؤشرات تهدف إلى قياس حالة السوق ككل، أما إذا كان خاص بصناعة معينة، فيجب أن يكون ممثلا لجميع الشركات المقيدة في هذه الصناعة.

ج- المصدر: إذ ينبغي أن يكون مصدر الحصول على أسعار الأصول المالية المكونة للعينة هو السوق ذاته المقيدة فيه.

2- الأوزان النسبية لمفردات العينة:

ويقصد بها القيمة النسبية للسهم داخل العينة، وتوجد ثلاث طرق أو مداخل لتحديد ما يلي¹:

أ- مدخل الوزن على أساس أسعار الأسهم:

أي نسبة سعر السهم الواحد للشركة إلى مجموع أسعار الأسهم الفردية الخرى التي يقوم عليها المؤشر، ومما يؤخذ على هذا المدخل إن الوزن النسبي يقوم على سعر السهم وحده في حين أن مصدر السهم قد لا يكون مؤشر على أهمية الشركة أو حجمها.

ومن الانتقادات الموجهة لهذا المدخل:

- سعر السهم لا يعبر عن قيمة الشركة حيث أن قيام هذا المدخل على سعر السهم في حساب الوزن النسبي داخل المؤشر مجحف في حق بعض الشركات التي تتساوى مع شركات أخرى في إجمالي القيمة السوقية للأسهم ولكنها تزيد عنها في عدد الأسهم المصدرة، وبالتالي تكون أسعار الأسهم الشركات الأخرى أعلى من أسعار أسهم هذه الشركة على الرغم من تساوي القيمة السوقية هذه الشركة على الرغم من تساوي القيمة السوقية الإجمالية للإصدارين، وبذلك فسعر السهم قد لا يكون مؤشرا عن أهمية المنشأة أو حجمها

¹ - حشاشي سليمة، دراسة العلاقة بين أداء السوق المالي والوضع الاقتصادي العام في ظل نظرية كفاءة الأسواق المالية دراسة مقارنة بين **حالة فرنسا ومصر**، مذكرة مقدمة كجزء من متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم التجارية كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير ،جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، 2004-2005، ص ص: 104 105.

ب- مدخل الأوزان المتساوية لأسهم المؤشر:

وفقا لهذا المدخل يتم إعطاء نسبة متساوية لكل سهم داخل المؤشرة، هذه القيم عادة لا تكون مساوية لوحدة نقدية معينة، إذ تساوي الأوزان في ظل تباين أسعار الأسهم يتطلب حساب كمية وهمية تتحدد بمقلوب السعر، فإذا كان لدينا ثلاث أسهم A، B، C أسعارها على التوالي 50، 40، 10، وفي ظل هذا المدخل وعند حساب المؤشر نأخذ كمية وهمية قيمتها 50/1 من السهم A و 40/1 من السهم B، و 10/1 من السهم C، لكن ما يعاب على هذا المدخل أنها تعطي أوزان متساوية للأسهم، ورغم احتمال تباين حجم وأهمية المنشآت التي أصدرتها.

ج- مدخل الأوزان حسب القيمة:

أي إعطاء وزنا للسهم على أساس القيمة السوقية الكلية لعدد الأسهم العادية لكل شركة ممثلة في المؤشر، وهذا يعني تجاوز وتجنب العيب الأساسي في مدخل السهم إذ لم يعد سعر السهم هو المحدد الوحيد للوزن النسبي داخل المؤشر بصرف النظر عن سعر السهم أو عدد الأسهم المصدرة، هذا بدوره يعني أن اشتقاق الأسهم لن يحدث أي خلل في المؤشر، ويمكن توضيح ذلك من خلال معطيات الجدول الموالي:

الجدول رقم (07): حساب قيمة المؤشر وفق مدخل الأوزان حسب القيمة.

السهم	عدد أسهم المؤسسة N	سعر سهم المؤسسة P	القيمة السوقية لأسهم المؤسسة V
A	60	50	3000
B	70	40	2800
C	120	10	1200
قيمة المؤشر	250	100	7000

المصدر: منير إبراهيم هندي، نفس المرجع السابق، ص: 256.

ويتم حساب مؤشر الأوزان حسب القيمة بالطريقة التالية¹:

¹ - عصام حسن، مرجع سبق ذكره، ص: 43.

$$Index_t = \frac{\sum P_t Q_t}{\sum P_b Q_b} \times \text{beginning index value}$$

حيث:

$Index_t$: قيمة المؤشر في الفترة t.

P_t : إقبال أسعار الأسهم في الفترة t.

Q_t : عدد وحدات الأسهم في الفترة t.

P_b : إقبال أسعار الأسهم في يوم الأساس.

Q_b : عدد وحدات السهم في يوم الأساس.

3- وحدة القياس:

أن قيمة المؤشر المحتسب يجب أن تتم بوحدات قياس سهلة الفهم وقادرة على التعبير عن طبيعة الحركة الحاصلة في السوق فهناك مؤشرات تحسب قيمتها على أساس الأرقام القياسية، وهناك مؤشرات تحسب قيمتها على أساس متوسط أسعار الأسهم التي يتكون منها المؤشر، ويحسب المتوسط على أساس المتوسط الحسابي أو على أساس المتوسط الهندسي.¹

وطريقة الحساب على أساس المتوسط والأرقام القياسية كالتالي:²

- فالمؤشر الذي تحسب على أساس المتوسط الحسابي يكون كالتالي:

$$I_t = \sum C_i^t / N$$

I_t : قيمة المؤشر.

$\sum C_i^t$: مجموع قيم الأسهم المشكلة للعينة، محسوبة بإحدى المذكورة سابقا.

N : عدد الأسهم المشكلة للعينة.

- أما إذا حسبت قيمة المؤشر على أساس الأرقام القياسية يكون كالتالي:

$$I_1 \left[I_0 \frac{\sum_{i=1}^N q_t^i P_t^i}{\sum_{i=1}^N q_{t-1}^i} \right]$$

حيث:

I_0 : مستوى المؤشر في سنة الأساس (رقم قياسي يعطي للمؤشر سنة الأساس).

¹- سليم رشيد عيود الزبيدي، مرجع سبق ذكره، ص: 141.

²- حشاشي سليمة، مرجع سبق ذكره، ص: 104 105.

$q_t^i p_t^i$: قيمة الإقفال يوم حساب المؤشر، ومجموعها يعبر عن قيم الإقفال لجميع الأسهم المكونة للعينة.

q_{t-1}^i : قيمة الإقفال ليوم سابق لليوم الذي نحن بصدد حساب المؤشر فيه، ومجموعها يعبر عن قيم الإقفال ليوم سابق لجميع الأسهم المكونة للعينة.

في الأخير تحتل المؤشرات في البورصات العالمية في وقتنا الحالي مكانة حساسة بين المستثمرين حيث تعتبر الأساس لكل القرارات التي يتخذونها لذلك تهتم كل وسائل الإعلام بنشر المؤشرات الأكثر شيوعا، وتحديد مستويات أدائها بشكل مستمر، والملاحظ هو أن المؤشرات تمكن أن تقسم بناء على طرق حسابها إلى ثلاثة أقسام، ويوضح الجدول التالي التقسيمات الثلاثة للمؤشرات على أساس طريقة حسابها إضافة إلى تصنيف لأهم المؤشرات على أساس طريقة حسابها إضافة إلى تصنيف لأهم المؤشرات العالمية على نفس الأساس. ويمثل المؤشرات التي تشترك في طريقة حسابها¹.

¹ - بلجبلية سمية، اثر تقلبات التضخم على عوائد الاسهم: دراسة تطبيقية لاسهم مجموعة من الشركات المسعرة في بورصة عمان

للفترة 1996-2006، مذكرة تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة ماجستير في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، الجزائر، 2009-2010، ص: 52.

الجدول رقم (08) : تصنيف لأهم المؤشرات العالمية على أساس معاملات المداخل (الترجيح).

مؤشرات العالمية	معياري التقييم
<ul style="list-style-type: none"> - مؤشر داو جونز لمتوسط الصناعة (DJIA). - مؤشر داو جونز لشركات النقل. - مؤشر داو جونز لشركات المنافع العامة. - المؤشر العام للسوق (Major Market index) 	<p>مؤشرات مرجحة على أساس السعر السوقي للسهم.</p>
<ul style="list-style-type: none"> - مؤشر ستندر أندبور 500 (S&P500). - مؤشر ويلشار 5000 (the welchere 5000). - مؤشر بورصة نيويورك (Nyx). - مؤشر البورصة الأمريكية (AMEX). وسلسلة مؤشرات نازداك للأسواق الغير المنتظمة. 	<p>مؤشرات مرجحة على أساس القيمة السوقية الإجمالية</p>
<ul style="list-style-type: none"> - فينتنثال تايمز 30 (Financial times 30). 	<p>مؤشر مرجحة بأوزان متساوية</p>

المصدر: بلجبلية سمية، مرجع سبق ذكره، ص: 52.

المبحث الثالث: أهم مؤشرات أسواق الأوراق المالية.

للمال دور أساسي في تحريك عجلة التنمية الاقتصادية، ولتلبية ذلك كان من الضروري توفير أسواق مالية مختلفة، من أهمها أسواق الأوراق المالية (البورصة) فوجود هذه الأسواق في أي بلد يعتبر المرآة التي تعكس الوجه الحضاري الحديث لاقتصاديات الدول وتقدمها فهي تعد من أهم أجهزة ومكونات الأسواق المالية، ونظرا لما تمثله البورصة من أهمية وضرورة حيوية فكان يجب أن تتوفر أداة تمكن من متابعة أداء ذلك الكيان الأساسي لأي اقتصاد، فلجأت كافة الدول إلى وضع الأسس والقواعد التي يتم بموجبها تأسيس "مؤشر للبورصة" يحظى بثقة المتعاملين في البورصة، فيكون بمثابة دليل أو مرشد للتنبؤ بحجم النشاط والتعامل في السوق، وتقدير مخاطر السوق والتنبؤ بالحالة الاقتصادية للدولة، ومتابعة أداء إنتاجية الصناعات والقطاعات الاقتصادية بالدولة، وبالتالي يصبح من الضروري معرفة كيف يتم تصميم تلك المؤشرات وما هي الأسس المستخدمة في حسابها، وسنتطرق إلى ما ذكر في مبحثنا من خلال:

- **المطلب الأول: مفهوم سوق الأوراق المالية.**
- **المطلب الثاني: خصائص لسوق الأوراق المالية ودورها في النشاط الاقتصادي.**
- **المطلب الثالث: كفاءة أسواق الأوراق المالية.**
- **المطلب الرابع: مؤشرات أسواق الأوراق المالية.**

المطلب الأول: مفهوم سوق الأوراق المالية.

إن الدور المتعاظم لأسواق الأوراق المالية أدى إلى اهتمام المفكرين الاقتصاديين بهذا الموضوع، حيث يرتبط مفهوم سوق الأوراق المالية بما يوفره من رؤوس أموال لغرض إنتاج السلع والخدمات اللازمة للاقتصاد ولقد كان الاستثمار الشركات المساهمة وإقبال الحكومات على الاقتراض أثرا في إيجاد حركة قوية للتعامل بالأوراق المالية، مما أدى إلى ظهور وتطور أسواق الأوراق المالية. وقبل أن نتطرق إلى أسواق الأوراق المالية نشير قبل ذلك إلى الأسواق المالية.

الفرع الأول: مفهوم الأسواق المالية.

الأسواق المالية مصطلح مركب من جزئين هما: السوق والمال.

1- تعريف السوق: هو المكان الذي تتجه إليه البضائع بمختلف أنواعها، حيث يتم مبادلتها أو بيعتها أو استهلاكها، وهو المكان الذي يتم فيه نقل ملكية السلع¹.

2- تعريف المال: هو كل ما ينتفع به على وجه من وجوه النفع، كما يعد كل مما يقوم بثمن مالا، أيا كان نوعه أو قيمته، فكل شيء يمكن أن يعرض في السوق وتقدر له قيمة فهو مال².

3- تعريف الأسواق المالية:

تعرف الأسواق المالية على أنها:

- تعتبر الأسواق المالية الآلية التي يتم من خلالها تحويل الفوائض المالية المتراكمة إلى استخدامات إنتاجية مما يؤدي إلى زيادة الحقول الإنتاجية، وبالتالي زيادة فرص العمالة فالدخل القومي، ومن ثم إلى مستوى الرقاة الاقتصادي، عادة ما يطلق على مسوق المال إذا أطلق بدون تحديد إلى سوق الأوراق المالية، أي سوق الأسهم والسندات وهو المفهوم السائد سوق المال ويطلق على سوق الأوراق المالية كذلك اسم البورصة أو بورصة القيم المتداولة أو بورصة القيم المنقولة³.

¹ - مصطفى كمال طه، شريف مصطفى كمال طه، بورصات الأوراق المالية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2009، ص: 10.

² - مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، الطبعة، دار كنوز اشبيلي، الجزء، المملكة العربية السعودية، 2005، ص ص: 32 33.

³ - عبد الله بن الضب، كفاءة الأسواق المالية وتكاملها، دراسة قياسية بالبورصات العربية (بورصة عمان، بورصة الكويت، بورصة دار البيضاء، البورصة المصرية)، مذكرة لاستكمال متطلبات شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص لمنحة اقتصادية، جامعة قاصدي مرباح، ورقة، الجزائر، 2010-2011، ص: 03.

- يمثل السوق المالي في المجال الذي يتم فيه الالتقاء بين رغبات الوحدات الاقتصادية ذات الفائض المالي، والوحدات الاقتصادية ذات العجز المالي من خلال وسطاء سوق المال، أو ما يطلق عليهم الوسطاء الماليون ويمثلون في البنوك وشركات التأمين، وصناديق المعاشات¹.

- فهي تساعد على انتقال الأموال من وحدات ذات الفائض إلى الوحدات ذات العجز من خلال المنشآت المالية والأدوات المالية لصعوبة انتقال الأموال مباشرة بين الطرفين².

وتعرف الأسواق المالية أيضا على أنها: الأماكن التي يتم فيها تدفق الأموال من تلك الوحدات المدخرة إلى الوحدات المستثمرة، حيث تنتقل الأموال من الوحدات التي تقوم بالادخار ولديها فائض مالي وليس فرص استثمارية كافية لاستخدام هذه الأموال إلى الوحدات التي لديها فرص استثمارية، ولكن لا تتوافر لديها الأموال الكافية لاستغلال هذه الفوائض³.

وهناك ما يعرفها أيضا على أنها: الإطار الذي من خلاله تلتقي الوحدات الاستثمارية مع وحدات الادخار وذوي الفوائض المالية لعقد الصفقات القصيرة أو الطويلة الأجل من خلال تداول الأداة المالية المناسبة⁴.

4- هيكل الأسواق المالية:

يشكل هيكل الأسواق المالية من سوقين هما:

أ- **السوق النقدية:** هو سوق الأموال القصيرة الأجل ولذا سمي بالسوق النقدي ليس لأنه يتعامل بالنقد الحقيقية، ومع أنه يتعامل بها كلن لأنه يتعامل بصورة رئيسية بأدوات مالية تعتبر بديلة للنقد وتسمى عادة أشبه بالنقد، ووظيفة السوق النقدي الأساسية هي تحويل النقود من المقروضين إلى المقترضين⁵.

وتعتبر الأسواق النقدية ذات أهمية كبرى بالنسبة لكافة دول العالم فهي تلعب دورا اقتصاديا هاما وأساسيا في اقتصاديات أي دولة مهما كان نشاطهما وتتميز بعدة خصائص ومميزات حيث هي أسواق مالية تتعامل بأدوات استثمارية قصيرة الأجل سهلة التحويل إلى سيولة⁶ والتي من أهمها: ادونات الخزينة

¹ - السيد محمد أحمد السريتي، علي عبد الوهاب نجا، اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2011، ص: 97.

² - صلاح الدين جودة، بورصة الأوراق المالية، مطبعة الإشعاع الفنية، مصر، 2000، ص: 20.

³ - عصام فهد العريبي، الاستثمار في بورصات الأوراق المالية (بين النظرية والتطبيق)، دار الرضا للنشر، 2006، ص: 09.

⁴ - أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية إطار في تنظيم وتقييم الأدوات، دار البازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الاردن، 2010، ص: 92.

⁵ - نوري موسى شقيري وآخرون، المؤسسات المالية المحلية الدولية، الطبعة الأولى، دار المسير، عمان، الأردن، 2009، ص: 27.

⁶ - بوضياف عبيد، سوق الأوراق المالية في الجزائر، مذكرة تخرج ضمن متطلبات نيل شهادة الدراسات العليا المتخصصة PGS، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير ، جامعة منتوري، قسنطينة، الجزائر، 2007، ص: 05.

والقبولات المصرفية ودوافع قابلة للتفاوض يورو دولار والقروض والأوراق التجارية التجارية وخطابات الضمان¹، وهي أيضا أسواق ما بين البنوك وهي أسواق الجبل القصير، وتنتشر في اقتصاد تمويل بالاستدانة².

ب- سوق رأس المال: هو مجموع المؤسسات والأفراد الذين يتعاملون في الأدوات المالية طويلة الأجل، أي إقراض الأموال واستثمارها لفترة تتجاوز السنة الواحدة، ويكون إقراض الأموال أو استثمارها لأجل طويل بهدف استغلال أموال متاحة لفترة طويلة من أجل تحقيق عائد منها، كما يكون الهدف من الحصول على هذه الأموال هو تمويل استثمارات رأسمالية طويلة الأجل³. وهناك من يرى أو سوق رأس المال هو سوق رؤوس الأموال طويلة الأجل الذي يمثل مجموع العروض والطلبات على رؤوس الأموال من أجل الاكتتاب في رأس المال الاجتماعي للمؤسسات ومن أجل التوظيفات طويلة الأجل وأن هذه الأسواق تسمح بالتقاء المتعاملين الاقتصاديين الذين لديهم فائض في الأموال والمتعاملين الذين يكونون بحاجة إلى التمويل⁴.

5- أهمية و دور الأسواق المالية في الاقتصاد:

تأتي أهمية الأسواق المالية من الدور الرئيسي الذي تلعبه في الموازنة بين وحدات الفائض ووحدات العجز أو القطاعات المدخرة التي ترغب في استثمار أموالها والقطاعات التي بحاجة إلى تلك الأموال أو الموارد، كما تساعد في جذب رؤوس الأموال الأجنبية وفي تمويل المشاريع الكبيرة وخاصة الحكومية بطرح أسهم وسندات المشاريع في الأسواق المالية للاكتتاب بها، كذلك تعتبر وسيطا جيدا في تغطية الفجوة التي يعاني منها كثير من القطاعات والمستثمرين المتمثلة الفجوة التي يعاني منها كثير من القطاعات والمستثمرين المتمثلة في عدم مقدرة البنوك التجارية على منح الائتمان متوسط وطويل الأجل، بالإضافة

¹ مستجير رمزي شاكر، دور سوق المال ويورصة الأوراق المالية تشجيع الاستثمارات، دار الكتاب الحديث، القاهرة، مصر، 2010، ص: 53.

² يحي عيسى، أداء المراكز الحالية الدولية في تسويق الخدمات المالية، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، مجلة العلوم الاقتصادية، العدد 05، 2005، ص: 43.

³ محروس حسن، الأموال المالية والاستثمارات المالية، جامعة عين شمس، مصر، 1993، ص: 40 41.

⁴ لطرش سميرة، كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم دراسة حالة مجموعة من أسواق رأس المال العربية، أطروحة مقدمة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه، في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، الجزائر، 2009-2010، ص: 20.

إلى أنها تلعب دوراً هاماً في تشجيع صغار المدخرين أو المستثمرين على استثمار أموالهم في عملية تداول الأوراق المالية بيعاً وشراءً مما له أثراً مهماً في تنمية ثروتهم¹.

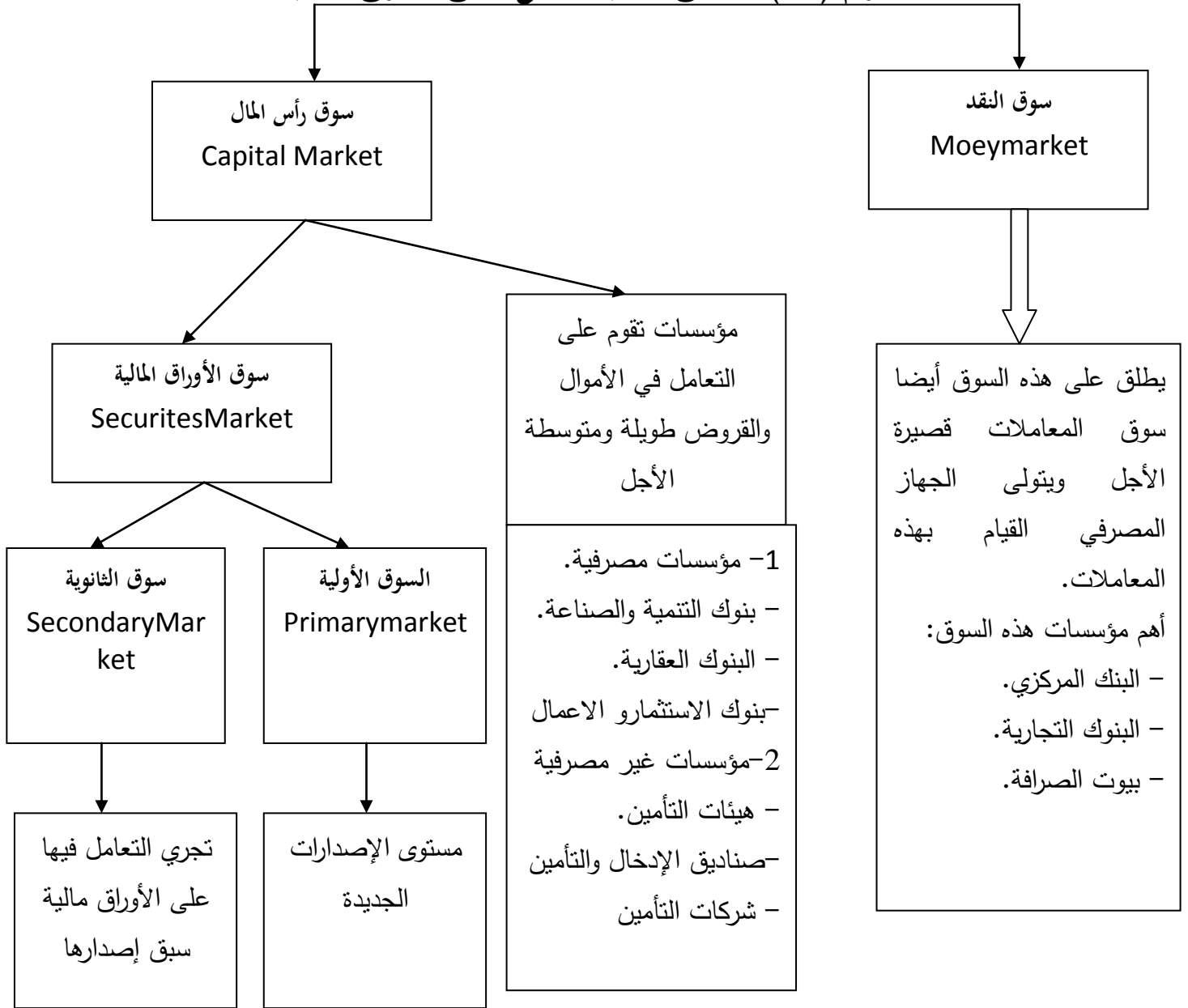
وفي الواقع أن أهم نقطة في هذا السياق التي تمكن أن نتطرق إليها هي أن رجال الأعمال دوماً يقررون دخول مجالات أسواق رؤوس المال أو أسواق الفوائد الثابتة على الديون الطويلة الأجل وعمماً إذا بالإمكان قيامهم بدخول مشاريع ذات مردود يتحقق على مدى عشرين عاماً والتعرض للكثير من جوانب مجهولة آفاق المستقبل بالنسبة لمثل هذه المشاريع وأقل ما يمكن تناوله في المجال مثل هذا القرار هو كلفة رأس المال، أي الاقتراض لمدة عشرين عاماً بمعدل ثابت من الفائدة بحيث يساعد على اتخاذ القرار بشكل دقيق وربما يكون هناك توافق بين مدة المشروع ومدة الاقتراض لكي يتم تفادي دورية التمويل أو أن يكون التمويل بنفس فترة الاقتراض للمشروع وإكمال المشروع لتفادي كلفة مثل هذا التدوير للتمويل في متوسط فترة المشروع مع عدم معرفة وضع معدلات الفائدة من خلال مثل هذا التقاطع في الفترة لما بين الاقتراض وإكمال المشروع وهي لنقل 20 سنة².

والشكل التالي يمثل ويوضح موقع الأوراق المالية على خريطة السوق المالية:

¹ - صباح أسامة علي شراب، أثر الإعلان عن توزيعات الأرباح على أسعار الأسهم الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية دراسة تطبيقية، رسالة مقدمة لاكمال متطلبات الحصول على درجة الماجستير في المحاسبة والتمويل، كلية التجارة، جامعة الإسلامية، غزة، فلسطين، 2006، ص: 22 23.

² - غازي عبد الرزاق النقاش، التمويل الدولي والعمليات المصرفية الدولية، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر والطباعة، عمان، الأردن، 2001، ص: 163164.

الشكل رقم (03): السوق المالية وموقع سوق الأوراق المالية منه.



المصدر: سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية، الطبعة الأولى، المعهد العالمي للفكر

الإسلامي، القاهرة، مصر، 1996، ص: 36.

الفرع الثاني: مفهوم أسواق الأوراق المالية.

يطلق الاقتصاديون على سوق الأوراق المالية عدة أسماء تشير إلى مدلول واحد، كسوق الأسهم والسندات، وسوق رأس المال، والسوق المالية والأسماء التي شاع إطلاقها على سوق الأوراق المالية اسم بورصة الأوراق المالية حيث أن الأسواق الأوراق المالية عرفت بتعريفات عدة منها:

- المكان الذي يتم فيه التداول بالأوراق المالية نقد أو بالقسط على يد وسطاء رسميين ويقال أيضا بورصة القيم المنقولة، وهي سوق منظمة لتداول الأوراق المالية ويحكم المتعاملين فيها تشريعات ولوائح معينة تقوم على إدارتها هيئة تتولى الإشراف على تنفيذ اللوائح والتشريعات¹.

- هو عبارة عن نظام يتم بموجبه الجمع بين البائعين والمشتريين لنوع معين من الأوراق المالية أو الأصل مالي معين، حيث يتمكن بذلك المستثمرون من بيع وشراء عدد من الأسهم والسندات داخل السوق إما عن طريق السماسرة أو الشركات العاملة في هذا المجال².

- هو عبارة عن السوق الذي يتعامل بالأوراق المالية من أسهم وسندات، والأسواق قد تكون منظمة أو غير منظمة ففي الأولى تتم الصفقات ببيع وشراء الأوراق المالية في مكان جغرافي واحد معين يعرف بـ "البورصة"، أما السوق غير المنظم فيتكون من عدد من التجار والسماسرة يباشرون كل منهم نشاطه في مقره ويتصلون بعضهم بواسطة الحاسوب، كما أن الأسواق قد تكون محلية أو عالمية ففي الأولى تتداول الأوراق المالية للمنشآت والهيئات المحلية، أما الثانية فتتسع لوجود المستثمرين الأجانب، وتداول أوراق مالية لمنشآت وهيئات من دول أجنبية³.

- سوق الأوراق المالية هو ذلك الإطار الذي يجمع بائعي الأوراق المالية بمشتري تلك الأوراق، بشرط توفر قنوات اتصال فعالة فيما بين المتعاملين في السوق⁴.

وستنطلق في الفرع الثاني إلى أقسام سوق الأوراق المالية والأدوات المتداولة فيها.

¹ عرفات إبراهيم، فراس رشيد البياتي، إدارة البنوك وبيورصات الأوراق المالية، الطبعة الأولى، دار السوافي للنشر. 2015، ص: 44.

² عصام حسين، مرجع سبق ذكره، ص ص: 16 17.

³ ضياء مجيد، البيورصات وأسواق المال وأدواتها الأسهم والسندات، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2008، ص ص: 67.

⁴ محمد مطر، إدارة الاستثمارات الإطار النظري والتطبيقات العملية، الطبعة الثالثة، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2004، ص:

1- أقسام سوق الأوراق المالية:

تنقسم سوق الأوراق المالية إلى:

أ- **السوق الأولية:** وهي مجموعة النظم والمؤسسات اللازمة لولادة أو لطرح وتسجيل الأوراق المالية قبل أن تنتقل للتبادل بين المستثمرين، ويساعد هذا السوق على إصدار الأوراق المالية وتسويقها، وتباع الإصدارات الجديدة من أسهم أو سندات أو غيرها في السوق الأولى، أي أنه يعتبر السوق الذي يصدر شهادة الميلاد للورقة المالية بعد تأسيس الشركة، وطرح أسهمها للاكتتاب العام، أو إصدارها لأدوات دين (سندات)، ومن خلال السوق الأولى يحصل مصدر الورقة المالية على التمويل اللازم نظير بيعه لتلك الأوراق المالية الجديدة (سهم أو سند أو غيره) بينما يحصل المشتري على الورقة المالية الجديدة¹. و تعتبر البنوك الاستثمارية الطرف الرئيسي في السوق الأولى و تقوم في العادة بالوظائف الآتية²:

- تنفيذ الإصدار الفعلي، وما تطلبه من إجراءات وعمليات اتصال مع الجمهور.
- توجيه النصح و المشورة بشأن حجم الإصدارات و التوقيت المناسب لها.
- التعهد بتصريف الإصدارية بالكامل أو ضمن حد أدنى متفق عليه، وقد يكون التعهد مقابل عمولة أو وكيل بالبيع.

- قد تتولى مجموعة بنوك رئيسية وفرعية توزيع الإصدارية لاسيما إذا كانت حجمها كبيرا.

- قد تستخدم بنوك الاستثمار زمر للبيع لضمان التوزيع الجغرافي للإصدارية، وتحقيق الاستقرار في أسعار الورقة المصدرة من خلال المتابعة لحركة تقلبات الأسعار ويطلق على السوق الأولية سوق الإصدار أيضا.

ب- **السوق الثانوية:** هي تلك السوق التي يتم تداول الأسهم القديمة فيها، ويترتب على هذا التداول مجرد تغيير ملكية الاستثمارات الحقيقية القائمة، وأن جميع الأسهم التي يتم تداولها في السوق

¹ - حسن أبو لبدة، الاستثمار في البورصة خطوطك الثانية، سوق فلسطين للأوراق المالية، برنامج التوعية الاستثمارية، نابلس ريفيدا، فرع رام الله، حزيران 2006، ص ص: 78.

² - صلاح الدين شريط، دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية دراسة تجربة جمهورية مصر العربية مع إمكانية تطبيقها على الجزائر، أطروحة دكتوراه العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2011-2012، ص: 83.

الثانوية تمر على السوق الأولية¹، أو هي السوق التي تختص بالأوراق المالية التي صدرت في الماضي و مازالت قائمة حيث تتمثل الوظيفة الأساسية لهذه الأسواق في توفير السيولة للمستثمرين²، وهذه السوق تسمى سوق التداول أيضا³.

وتوفر الأسواق الثانوية للمستثمرين عاملين رئيسيين هما⁴:

العامل الأول هو السيولة، والعامل الثاني هو فرض الربح، حيث تمثل السيولة لحاصل السند إمكانية بيعه سرعة وتحويله إلى نقد، أما فرص الربح فتنشأ عندما ترتفع قيمة السند أو السهم، فيبيعه حامله بسعر أفضل من السعر الذي اشتراه به وبذلك يحقق ربحاً رأسمالياً. وتقسم الأسواق الثانوية إلى:

• **السوق المنظمة:** وهي البورصات التي تخضع للقوانين والقواعد التي تضعها الجهات الرقابية، وتتداول فيها عائدة الأوراق المالية المسجلة، والتي تتحد أسعارها من خلال قانون العرض والطلب، ويجري التعامل في مكان مادي محدد ويتم تسجيل الأوراق المالية في هذا السوق وفق شروط تختلف من دولة إلى أخرى، عادة ما تتعلق بأرباح الشركة، حجم أصولها، والحصة المتاحة من خلال الاكتتاب العام... الخ⁵.

• **السوق غير المنظمة:** وهي سوق التداول خارج البورصة ويطلق عليها السوق غير الرسمية والسوق الموازية وتتميز هذه السوق بعدم وجود مكان محدد لإجراء التعامل، وإنما يتم الاتصال بين المتعاملين وعقد الصفقات من خلال شبكة كبيرة من أجهزة الاتصال القوية، كالخطوط الهاتفية، أو أطراف الحاسب الآلي، وغيرها من الوسائل الاتصال السريعة التي تربط بين المتعاملين⁶.

ويتواجد داخل السوق غير المنظمة نوعان من الأسواق:

¹ - هنادي بنت محمد عمر سراج قمر، دراسة استراتيجية الاستثمار في سوق المال للأسرة السعودية، رسالة مقدمة إلى قسم السكن وإدارة المنزل للحصول على درجة دكتوراه الفلسفة في الاقتصاد المنزلي، كلية التربية للاقتصاد المنزلي، جامعة أم القرى، المملكة العربية السعودية، 2007، ص: 98.

² - عمر محمد فهمي السراج، تقدير نماذج التنبؤ بأسعار الأسهم في أسواق الأوراق المالية العربية و اختبار دقتها، رسالة هي جزء ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير، جامعة الوصل، 2005، ص: 19

³ - عرفات ابراهيم، فارس رشيد البياتي، مرجع سبق ذكره، ص: 49

⁴ - لطرش سميرة، مرجع سبق ذكره، ص: 43.

⁵ - فزة ياسمين، فقيه عمارية، كفاءة الأسواق المالية دراسة حالة مؤشر سوق دبي المالي من الفترة 2014/03/05 إلى غاية 2016/05/04، مذكرة مقدمة لاكمال متطلبات ماستر أكاديمي في علوم التسيير، كلية العلوم و علوم التسيير، جامعة الطاهر مولاي سعيدة، الجزائر، ص: 05.

⁶ - مبارك بن سليمان آل فواز، الأسواق المالية من منظور إسلامي، الطبعة الأولى، مركز النشر العلمي، جامعة الملك عبد العزيز، المملكة العربية السعودية، جدة، 2010، ص: 09.

- **السوق الثالث:** هي قطاع من السوق غير المنظمة وتتكون من بيوت السمسرة من غير أعضاء الأسواق المنظمة وإذا كان لهم الحق في التعامل في الأوراق المالية المسجلة في تلك الأسواق، وتتميز معاملات هذا السوق بصغر تكلفة المعاملات فيه ومسرعة تنفيذها، حيث يمكن التفاوض في مقدار العمولة التي تحصل عليها أعضاء بيوت السمسرة من خارج البورصة، وبيوت السمسرة تكون دائما على استعداد لشراء أو بيع الأوراق المالية بأي كمية صغيرة أو كبيرة، وتمارس هذه بيوت السمسرة دورا منافسا للمتخصصين أعضاء السوق المنظمة¹.

- **السوق الرابعة:** يتعامل فيها المؤسسات الاستثمارية الكبرى المملوكة للأغنياء الذين يتعاملون فيما بينهم في شراء و بيع الأدوات المالية و يتم اللقاء بين البائعين و المشترين من خلال وسيط يعمل لإتمام الصفقة التي في ظل السوق الرابع تتم بسرعة اكبر ، و ذلك لأن الاتصال يكون مباشرة و بتكلفة اقل².

2- الأدوات المتداولة في سوق الأوراق المالية:

تعتبر الأوراق المالية أدوات تمويل في سوق الأوراق المالية وتعتبر أصول مالية من جهة نظر المستثمرين فيها، حيث يتضمن الاستثمار المالي عملية توظيف الأموال بالأوراق المالية، حيث تصنف إلى أدوات ملكية الأسهم وأدوات مديونية (السندات) والتي سنتطرق إليها فيما يلي:

أ- مفهوم الأسهم (مفاهيم أساسية حول الأسهم)

تمثل الأسهم حقوق ملكية في الشركات التي تقوم بطرحها في السوق عند التأسيس أو عندما تحتاج إلى تمويل إضافي لتوسيع أنشطتها الاستثمارية ، و لهذا سنشير في هذا الفرع إلى تعريف الأسهم و أنواعه و خصائصه.

• تعريف السهم:

السهم هو حصة من رأس مال الشركة المساهمة، وقد أوجب القانون أن تكون الأسهم اسمية³ ، وهو صك يمثل جزء من رأس مال الشركة¹، ويتضمن عدة حقوق تعطى لملك هذه الأسهم منها²:

¹ - منير إبراهيم، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية "الأسهم والسندات"، منشأة المعارف، مصر، 2008، ص: 45.

² - لعقبي نوال، مخلوف أحلام، التحوط ضد مخاطر الاستثمار في الأسواق المالية باستخدام الخيارات، دراسة تطبيقية على بورصة شيكاغو (CBOE) خلال الفترة 2007-2016، مذكرة مقدمة لنيل شهادة ماستر اكايمي في العلوم الاقتصادية ، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير ، جامعة د.الطاهر مولاي ، سعيدة ، الجزائر، 2016 -2017 ، ص : 11.

³ - عبد الغفار حنفي، عبد السلام أبو قحف، الإدارة الحديثة في البنوك التجارية، الدار الجامعية، بيروت، لبنان، 1991، ص: 435.

- حق الإدارة: من حق كل مساهم أن يكون ضمن مجلس الإدارة الشركة في حال انتخابه.
- حق الإصلاح: له الحق في الاطلاع على جميع المعلومات التي لها علاقة بأعمال ونتائج الشركة.
- الحق بحصة من الأرباح في حال تقرر توزيعها كلياً أو جزئياً وللشهم قيم عديدة تتمثل فيما يلي³:
- القيمة الاسمية: وهي القيمة التي تكون مبنية على السهم والتي يدفعها المساهمين حصة لاشتراكهم عند تأسيس الشركة.
- القيمة الإصدار: وهي القيمة التي تصدر بها الأسهم الجديدة.
- القيمة الحقيقية: وهي المقدرة الذي يستحقه السهم في جميع أموال الشركة.
- القيمة الدفترية: يمثل الفرق بين مجموع الأصول المحاسبية الصافية وبين مجموع ديون الشركة.⁴
- القيمة السوقية: وهي القيمة التي يحددها التعامل بالأسهم في السوق الثانوية للأوراق المالية.⁵

• خصائص الأسهم:

تتمتع الأسهم بعدة خصائص نوجزها فيما يلي⁶:

- تساوي القيمة الاسمية وذلك لأن رأس المال يقسم إلى أسهم متساوية القيمة.
- القابلية للتداول والتصرف فيها بالبيع والتنازل والشراء والرهن، وعدم قابلية للتجزئة إذ تمكن لأكثر من مساهم أن يشترك فيه.
- لها قيمة اسمية محددة بالقانون.

• أنواع الأسهم:

تنقسم أنواع الأسهم إلى:

- الأسهم العادية: هي الأسهم التي تعطي لحاملها الحق في الاشتراك في إدارة الشركة، كما أنها لا تمنح لحاملها أية ميزة عن غيره من المساهمين وهي حصة في ملكية الشركة،¹ كما أنها أداة ملكية ذو صفة مالية قابلة للتداول³²

¹ ناجي جمال، إدارة محفظة الأوراق المالية، الطبعة الأولى، المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع، بيروت، لبنان، 1998، ص: 13.

² جمال عبد الناصر، المعجم الاقتصادي، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010، ص: 213.

³ شعبان محمد إسلام البرواري، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، الطبعة الأولى، دار الفكر، دمشق، 2002، ص: 99-100.

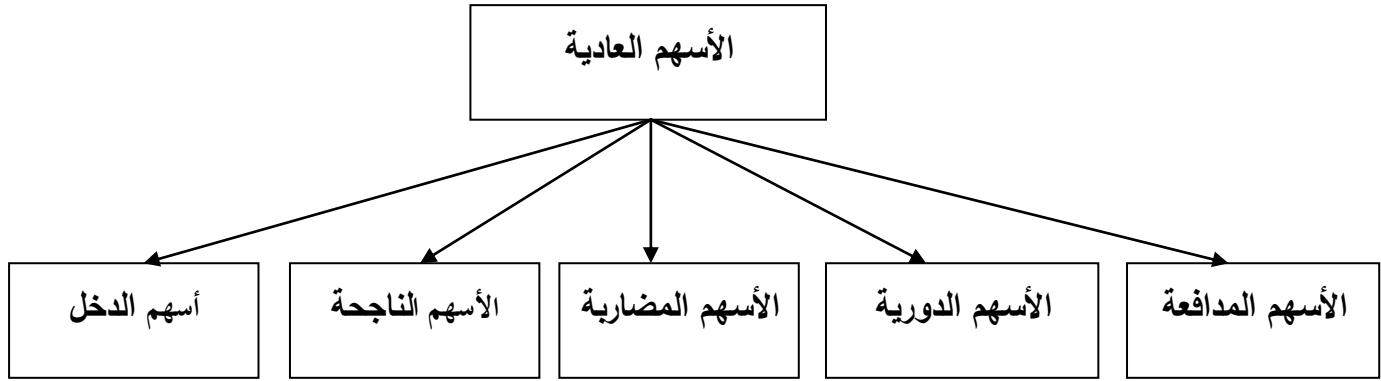
⁴ حشاشي سليمة، مرجع سبق ذكره، ص: 25.

⁵ محمود أمين زويل، بورصة الأوراق المالية، دار الوفاء لدينا للطباعة والنشر، الإسكندرية، مصر، 2000، ص: 49.

⁶ نبيل خليل طه سمور، سوق الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، قدمت هذه الدراسة لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في إدارة الأعمال، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية فترة 2007، ص: 44-45.

ومن خصائصها أنها⁴: تشكل الجزء الأساسي من حساب حقوق الملكية في الميزانية العمومية كما أنها تعطي الحق الاطلاع على حسابات الشركة وكذلك الحق في اختيار أعضاء الفريق الإداري للشركة، والحق في الاكتتاب في الأسهم الجديدة، وللأسهم العادية أنواع نلخصها في الشكل المولي:

الشكل رقم (04): أنواع الأسهم العادية.



المصدر: إبراهيم يعقوب إسماعيل، هلال يوسف صالح، مرجع سبق ذكره، ص: 06.

-الأسهم الممتازة: شأنها شأن السهم العادي وهي مستندة ملكية له قيمة اسمية وقيمة دفترية وقيمة سوقية، وتجمع بين سمات الأسهم العادية والسندات، وهي أسهم شبه الأسهم العادية.⁵

وما يميز الأسهم الممتازة هي أنها⁶: يحق لحملة الأسهم تحويلها إلى أسهم عادية ولهم نصيب محدد من أرباح الشركة، ولا يتمتعون بحق التصويت في الجمعية العمومية للمساهمين، كما لهم الأولوية في الحصول على الأرباح الموزعة في حالة اتخاذ الشركة في توزيع أرباح على المساهمين، وتتميز بصفة تجميعها للأرباح، وللأسهم الممتازة أنواع تميزها عن الأنواع الأخرى من الأسهم نلخصها في الشكل التالي:

¹ إبراهيم يعقوب إسماعيل، هلال يوسف صالح، إمكانية تطبيق نماذج القيمة العادلة في قياس القيمة الحقيقية للأسهم العادية دراسة تطبيقية على عينة من المصارف السودانية المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا، مجلة العلوم الاقتصادية، المجلد 17، العدد 02، 2016، ص: 06.

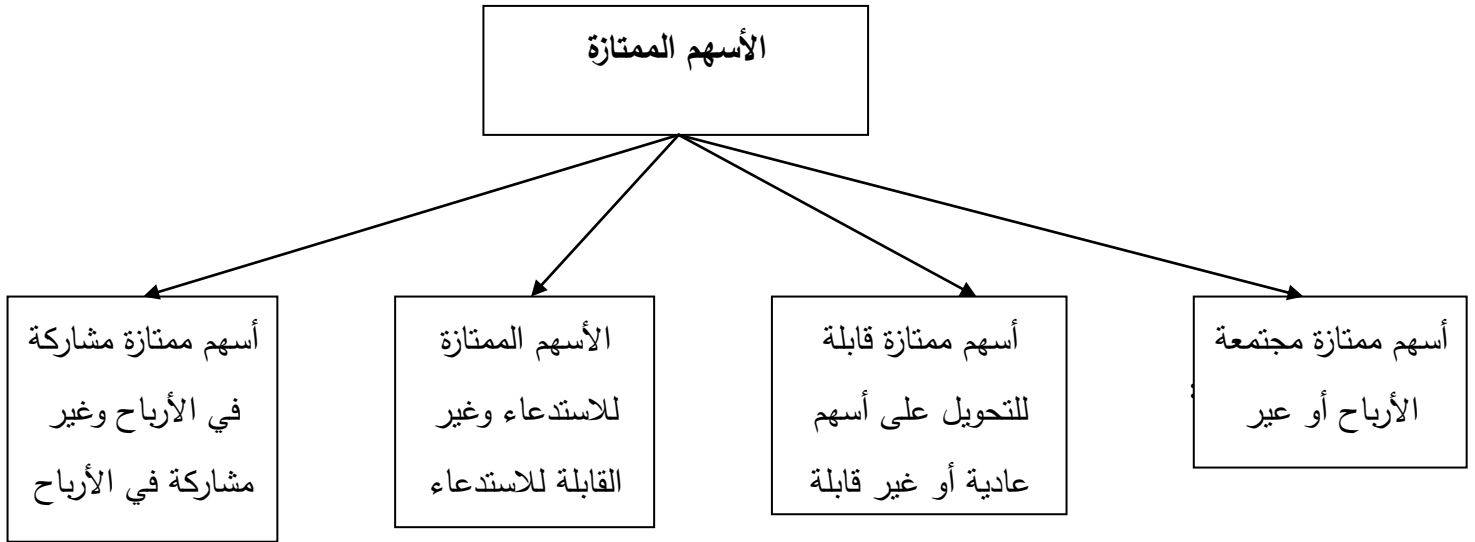
² أرشد فؤاد التميمي، أسامة غرمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية (تحليل وإدارة)، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع، الأردن، عمان، 2004، ص: 30.

³ عدنان تايه النعيمي، أرشد فؤاد التميمي، الإدارة المالية المتقدمة، دار البازوري للنشر والتوزيع، الأردن، عمان، 2012، ص: 319.

⁴ إبراهيم الكراسنة، إرشادات عملية في تقييم الأسهم والسندات، معهد السياسات الاقتصادية، صندوق النقد الدولي، أبو ظبي، 2010، ص: 13.

⁵ خبابة حسان، مرجع سبق ذكره، ص: 103.

الشكل رقم (05): أنواع الأسهم الممتازة.



المصدر: من إعداد الطالبة باعتماد على:

- طارق عبد العال حماد، دليل التعامل في البورصة، الدار الجامعية، مصر، 2007، : 13 14.

- سمية بلجبلية، مرجع سبق ذكره ، ص:16

ب- مفهوم السندات

تعتبر السندات وثيقة تتضمن وعدا من شركة أو هيئة رسمية بتسديد مبلغ قرض عند حلول اجل استحقاقه ، بالإضافة إلى دفع مبالغ محددة على فترات متتالية تمثل الفائدة . و من خلال هذا المفهوم للسندات سنشير في هذا الفرع إلى تعريف السندات و خصائصها و أنواعها .

• تعريف السندات:

في حالة اقتنائك لسندات شركة ما تكون (أنت) بمثابة "مقرض" للشركة، والشركة تعدك برد قيمة السند بعد عدد محدد من السنوات، بالإضافة إلى مبلغ الفائدة المنفق عليه مسبقا والذي يتم دفعه كل فترة (3 أشهر، 6 أشهر، 12 شهرا)، ومن أنواع السندات أن تكون حكومية تصدرها الحكومة أو شركات وهي سندات تصدرها شركات المساهمة العامة أو الخاصة، والسندات الحكومية تكون أقل مخاطرة من سندات الشركات،¹ والسندات تعتبر صك قابل للتداول تصدره الشركات والمؤسسات ذات الشخصية الاعتبارية عن

¹ - حسن أبو ليدة، مرجع سبق ذكره، ص: 11.

طريق الدعوة للاكتتاب العام.¹ وتمنح هذه السندات لحملها حقوق كحق في بيع السندات لاسترجاع الموال المستثمرة قبل تاريخ الاستحقاق، الحق في إقامة دعوة إفلاس على المؤسسة في حالة تأخرها من دفع قيمة السند في تاريخ الاستحقاق، والأولوية في الحصول على جزء من أموال المؤسسة عند التصفية.²

• خصائص السندات:

للسندات خصائص كما يلي نذكرها:³

- تحقق السندات ميزة ضريبية للشركة المصدرة.
- لحامل السند الحق في الحصول على العائد.
- يعتبر السند دين لحامله على الجهة المقترضة، ولا يحق لحامل السند التدخل في إدارة الشركة وتصريف شؤونها.
- تحمل وثيقة إصدار بيانات تطمئن المستثمرين على مدخراتهم منها: اسم المصدر، عدد السندات المصدرة... الخ.⁴

المطلب الثاني: خصائص سوق الأوراق المالية ودوره في النشاط الاقتصادي.

سوق الأوراق المالية هي أداة فعالة في تحريك الاقتصادي وجذب الفائض المالي عبر المستثمر فهي تعتبر ضرورة ملحة في كل الاقتصاديات متطورة والنامية فهي تضمن مجالات توظيف مناسبة لكل الفئات وبذلك فإن تميز سوق الأوراق المالية بخصائص ووظائف تميزها عن غيرها من الأسواق تنطبق لهما في هذا المطلب كالتالي:

الفرع الأول: خصائص سوق الأوراق المالية.

لسوق الأوراق المالية عدة خصائص تتميز بها عن غيرها من الأسواق نذكر منها:¹

¹ - أحمد محي الدين أحمد حسن، سوق الأوراق المالية وآثارها الائتمانية في الاقتصاد الإسلامي، بحث مقدم لنيل شهادة الدكتوراه في الاقتصاد الإسلامي، جامعة أم القرى، السعودية، 1989، ص: 44.

² - ياسين بوعلمي، الخصوصية ودور السوق المالية في تفعيلها دراسة بعض التجارب المغاربية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة قسنطينة، الجزائر، 2009-2010، ص: 48.

³ - سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية، دار النشر المعهد العالي للفكر الإسلامي، 1996، ص: 29.

⁴ - ليلي بوشنين، أثر نشاط صناديق الاستثمار على أداء الأسواق المالية، دراسة حالة بعض الصناديق الخليجية، مقدمة كجزء من متطلبات نيل الماجستير في العلوم التجارية، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، 2007-2008، ص: 80.

- سوق الأوراق المالية تتسم بكونها أكثر تنظيماً من باقي الأسواق المالية الأخرى، نظراً لكون المتعاملين فيه من الوكلاء المتخصصين، وهناك شروط وقيود قانونية لتداول الأوراق المالية في هذه السوق.
 - يتطلب سوق الأوراق المالية وجود سوق ثانوية، يتم فيها تداول الأدوات التي تم إصدارها من قبل، بما يكفل توفير السيولة.
 - التداول في سوق الأوراق المالية الثانوية خاصة يتم من خلال الوسطاء ذوي خبرة في الشؤون المالية.
 - الاستثمار في سوق الأوراق المالية يتطلب توفر المعلومات السوقية، واتخاذ القرارات الاستثمارية الرشيدة.
 - سوق الأوراق المالية ترتبط بالأوراق المالية طويلة الأجل، وتكتسب أهمية خاصة في تمويل المشروعات الإنتاجية التي تحتاج إلى أموال تسدد على أمد طويل.
 - الاستثمار في سوق الأوراق المالية يعتبر ذا عائد مرتفع نسبياً، وبالتالي فإن اهتمام المستثمرين في سوق الأوراق المالية يكون نحو الدخل أكثر منه السيولة والمخاطرة.
 - سوق الأوراق المالية تتميز بالمرونة، وبإمكانية استفادة من تكنولوجيا الاتصالات، فإن ذلك يعطي خاصة للأسواق المالية يكونها تتميز عن غيرها من الأسواق السلع بأنها أسواق واسعة تتم فيها صفقات كبيرة وممتدة قد يتسع نطاقها لسمل أجزاء عدة من العالم في نفس الوقت.
 - الاستثمار في سوق الأوراق المالية قد يكون أكثر مخاطرة وأقل سيولة من الاستثمار في السوق النقدي، نظراً لكون أدوات الاستثمار فيه، مثل السندات طويلة الأجل يحتمل مخاطر سعرية، سوقية وتنظيمية مختلفة، ومذلك الأسهم على الرغم من أنها ذات عائد أكبر نسبياً إلا أن مخاطرها كبيرة أيضاً.
- الفرع الثاني: دور سوق الأوراق المالية في النشاط الاقتصادي.**

تعمل هذه الأسواق على تحقيق موازنة فعالة بين قوى العرض والطلب، وتتيح الحرية الكاملة لإجراء كافة المعاملات والمبادلات، وتزداد أهمية أسواق الأوراق المالية في الدول التي تتسم بحرية الاقتصادي، فهي تستمد أهميتها من وجودها ومن دورها المتعدد الأوجه، فهي أداة غير محدود في الاقتصادي ومجالاته في الوقت عينه تتأثر به، ويتمثل دور سوق الأوراق المالية في النشاط الاقتصادي فيما يلي:²

¹- بوكساني رشيد، معلومات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، رسالة نيل درجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة الجزائر، 2004-2005، ص ص: 34 35.

²- غربة محمد نجيب أبو عمر، تقييم تجربة بالنل للإدراج المزدوج وتأثيرها على سوق فلسطين للأوراق المالية، قدمت استكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في إدارة الأعمال، كلية التجارة -إدارة الأعمال، جامعة الإسلامية، غزة، فلسطين، 2008، ص ص: 30 31.

- تعمل أسواق الأوراق المالية دور بالغ الأهمية في جذب الفائض في رأس المال غير الموظف وغير المعبأ في الاقتصاد القومي وتحوله من مال عاطل خامل إلى رأسمال موظف وفعال في الدورة الاقتصادية، وذلك من خلال عمليات الاستثمار التي يقوم بها الأفراد أو الشركات في الأسهم والسندات والصكوك التي يتم طرحها في أسواق الأوراق المالية.
- تعمل أسواق الأوراق المالية على توفير الموارد الحقيقية لتمويل المشروعات من خلال طرح الأسهم أو السندات أو إعادة بيعها ومن ثم تأكيد أهمية إدارة الموارد النقدية للمشروعات.
- توفر أسواق الأوراق المالية قنوات ومداخل سليمة أمام الأفراد لاسيما صغار المستثمرين.
- تعتبر أسواق الأوراق المالية أداة رئيسية لتشجيع التنمية الاقتصادية في الدول وتحقيق جملة من المنافع الاقتصادية، مثل منافع الحيازة والتملك والانتفاع والعائد الاستثماري المناسب.
- تمثل أسواق الأوراق المالية حافزا مهما للشركات المدرجة أسهما في تلك الأسواق على متابعة التغيرات الحاصلة في أسعار أسهمها إلى تحسين أدائها وزيادة ربحيتها لتحسين أسعار هذه الأسهم.
- أسواق الأوراق المالية تساعد في زيادة مستويات الإنتاج في الاقتصاد من خلال تمويل الفرص الاستثمارية التي تؤدي إلى رفع مستويات انفتاح وبالتالي مستويات التشغيل والتوظيف.
- وكلما كانت أسواق الأوراق المالية فعالة كلما كانت أكثر قدرة على تحقيق أهدافها ودورها في دعم وتوطيد للاقتصاد والدولة.
- ويؤدي كذلك سوق الأوراق المالية دورا اقتصاديات مهما يتمثل في تحويل لمخدرات الأفراد واستثماراتهم إلى الشركات والحكومة اللازم لتمكين مشاريع الأعمال أو الحكومة من إنتاج السلع والخدمات التي يحتاجها الأفراد، كما تزود أسواق الأوراق المالية الشركات بالخدمات التي تساعد على التوسع عندما تريد ذلك، ويتم تمويل التوسع بإصدار أسهم أو سندات تباع في أسواق الأوراق المالية.
- وتعد السندات الحكومية أكبر إصدار يباع في سوق الأوراق الحالية وغالبا ما توصف هذه السندات "بالسندات المذهبة"¹.

المطلب الثالث: كفاءة سوق الأوراق المالية.

من أهم شروط قيام سوق أوراق مالية فعالة هي توافرها على درجة عالية من السيولة والكفاءة قصد استقطاب أكبر عدد من المتعاملين فيها، ونتيجة التطورات التي شهدتها سوق الأوراق المالية ظهر مفهوم

¹ - إبراهيم بدر شهاب الخالدي، معجم الإدارة، الطبعة الأولى، دار أسامة للنشر والتوزيع، الأردن، عمان، 2011، ص: 265 266.

الكفاءة كضرورة حتمية، إذ أن المبدأ الذي يقوم عليه السوق الكفاء هو الانعكاس السريع للمعلومات التي ترد إلى السوق على سعر الورقة الحالية.

الفرع الأول: مفهوم كفاءة سوق الأوراق المالية.

تعرف بأنها السوق التي تتداول فيها عدد كبير من المشاركين ذوي الدراية على الحكم العقلاني، الهادفين لتعظيم الأرباح المنافسين منافسة حرة نشطة، الذين يسعون للخروج بتوقعات حول أسعار الأسهم المستقبلية، بحيث تكون المعلومات موجودة كافة و متاحة للجميع بشكل متساوي و دون أي تكاليف¹، وفي الأسواق المالية ذات الكفاءة تقوم أسعار الورقة المالية برد فعل فوري وبشكل غير متحيز على استيعاب كافة المعلومات الجديدة وبهذه الطريقة لا تترك فرصة للمشاركين في السوق لكسب باستمرار عوائد غير اعتيادية².

1- تعريف السوق الكفاء: يتصف السوق الكفاء باستجابة أسعار الأوراق المالية على نحو سريع للمعلومات الجديدة التي تحصل عليها أطراف السوق مما يؤدي إلى تحديد القرارات الاستثمارية بناء على هذه المعلومات، أي تعكس أسعار الأوراق المالية لجميع المعلومات المعروفة وهي المعلومات التاريخية مثل: سلسلة المعلومات التاريخية وهي المعلومات المعتلة للعامة، كما تعكس المعلومات التي يحصل عليها أطراف السوق من خلال تحليل ومعالجة المعلومات التاريخية والجارية³.

أو يعرف السوق الكفاء على أنه "هو سوق يعكس سعر سهم المنشأة المعلومات المتاحة عنها سواء كانت تلك المعلومات على شكل: قوائم مالية، أو تعاملات نفذتها الشركة أو معلومات تبثها وسائل الإعلام، أو تحليلات وتقارير حول الحالة الاقتصادية العامة على أداء المنشأة، كما يعكس سعر السهم في ظل سوق الكفاء توقعات المستثمرين بشأن المكاسب المستقبلية وبشأن المخاطر التي تتعرض لها هذه المكاسب، ولكن رغم توافر المعلومات لجميع المتعاملين في السوق، إلا أنه لا يعني بالضرورة لا تطابق تقديراتهم المستقبلية والمخاطر المحيطة بها تماما، وعليه فيمكن القول بأن السوق الكفاء تكون

¹-خيرة الداوي، بولربا غريب، علاقة كفاءة سوق الأوراق المالية بالمعلومات المحاسبية في ظل حوكمة الشركات، المجلة الجزائرية للتنمية الاقتصادية، العدد: 07، 2017، ص: 158.

²- عدي عباس عبد الأمير الكريطي، تجهيز العلاقة بين القيمة السوقية للأسهم وكفاءة سوق دراسة مقارنة بين أسواق (العراق والدوحة ولندن) للأوراق المالية للمدة (2008-2012)، رسالة مقدمة إلى مجلس كلية الإدارة والاقتصاد وهي جزء من متطلبات نيل درجة الماجستير في علوم إدارة الأعمال، جامعة الكوفة، 2013، ص: 16.

³- بن أحمد بن حاسين، الحسن جديدين و اخرون، كفاءة الأسواق المالية في الدول النامية دراسة حالة بورصة السعودية، عمان، تونس، والمغرب، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، العدد 02، 2012، ص: 236.

القيمة السوقية للسهم فيه قيمة عائلة تعكس قيمته الحقيقية التي يكون العائد من الاستثمار موازنا للمخاطر المتوقعة منه.¹

نستنتج مما سبق تعريف كفاءة سوق الاوراق المالية في ظل فرضية السوق الكفاء يتوفر توافر المعلومات لكل المتعاملين الاقتصاديين حتى لا يكون هناك مشاكل عدم تماثل المعلومات.

وبشكل عام توجد ثلاث مقومات أساسية للسوق الكفاء حسب رأي Feilly، ويضيف Bemstieu، سمة رابعة هي عدالة السوق نذكرهم فيما يلي:²

أ- **دقة وسرعة وصول المعلومات:** إن دقة وسرعة وصول المعلومات في سوق الأوراق المالية تعمل على زيادة كفاءة تخصص الموارد في الاقتصاد بتوجيهها نحو المؤسسات ذات الكفاءة أو القطاعات ذات المزايا النسبية، وهو ما يعني تحقيق كفاءة السوق وبدورها تؤدي إلى تحقيق الكفاءة الاقتصادية.

ب- **كفاءة التشغيل والتسعير:** أو ما تسمى بمتطلبات السوق ويقصد بكفاءة التشغيل أو بالكفاءة الداخلية قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض والطلب دون تحمل أطراف السوق لتكاليف مرتفعة ودون تحقيق التجار لأرباح غير عادية، أما كفاءة التسعير يقصد بها الكفاءة الخارجية وهي المعلومات الجديدة تصل إلى المتعاملين في السوق بسرعة دون فاصل زمني كبير مما يجعل أسعار الأسهم صورة تعكس كافة المعلومات المتاحة وذلك دون أن يتحمل المتعاملين تكاليف مرتفعة مما يعني إتاحة الفرصة للجميع.

ج- **السيولة:** يقصد بها أن يستطيع كل من البائع والمشتري من إبرام الصفقة بسرعة وبسعر قريب من السعر الذي إبرام الصفقة بسرعة وبسعر قريب من السعر الذي أبرمت به آخر صفقة على تلك الورقة المالية، إن للسيولة أهمية كبيرة في زيادة كفاءة السوق المالي، وذلك أن المعلومات المتاحة تنعكس بسرعة كبيرة على أسعار الأوراق المالية التي تتميز بالسيولة، وفي حالة عدم وصول معلومات جديدة إلى السوق يعني هذا أن السيولة تتطلب بالإضافة إلى سهولة التسويق توفر سمة الانتظام أي استقرار الأسعار وعدم تعرضها لتغيرات كبيرة من صفقة أخرى.

¹ عبد الله بن محمد الرزين، **الكفاءة الاقتصادية للأسواق المالية وارتباطها باقتصاد المعرفة**، بحث مقدم إلى المؤتمر الدولي المستوي الخامس اقتصاد المعرفة والتنمية الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الزيتونة، عمان، الأردن، 16-18 (03-1426هـ)، ص: 05.

² بن عمر بن جابين، الحسن جديدين و اخرون ، **مرجع سبق ذكره**، ص ص: 236 237.

د- عدالة السوق: تعنى إتاحة فرص متساوية لجميع المتعاملين في الأوراق المالية سواء من ناحية الوقت أو توفير المعلومات، حيث أنه في جميع الأسواق المالية تعمل اللجنة المكلفة بمراقبة عمليات سوق الأوراق المالية تعمل على نشر المعلومات وإتاحتها لجميع المتعاملين بالتساوي، كما أنه في حالة وجود خلل بين العرض والطلب لورقة مالية معينة فإن هذه اللجنة عادة ما تلجأ إلى إيقاف التعامل على تلك الورقة لفترة قصيرة، (ساعة أو أكثر) من أجل إعطاء فرصة متساوية لجميع المتعاملين لاستغلالها.

2- أهمية كفاءة الأسواق المالية:

سوق الأوراق المالية هو مؤشر النشاط الاقتصادي داخل أي دولة إذا توافرت الكفاءة له، والغرض الأساسي من وجود أسواق الأوراق المالية في الاقتصاد هو توزيع المدخلات بكفاءة على الاستخدامات والاستثمارات، ففي الاقتصاديات الحديثة تحتاج الشركات المستثمرة إلى رؤوس أموال تفوق مدخراتها، كما تزيد مدخرات الكثير من الوحدات الاقتصادية أو الأفراد عن استثماراتهم، حيث إن مجرد وجود سوق الأوراق المالية ليس كافياً لتحقيق التنمية المالية والاقتصادية وخصوصاً في الدول النامية، فكما تمكن أن تلعب أسواق الأوراق المالية دوراً كبيراً في دفع عملية التنمية فإنها أيضاً تمكن أن تمثل عائقاً لعملية التنمية وخصوصاً في الدول النامية التي قد لا تتمتع أسواق الأوراق المالية فيها بالكفاءة والعدالة مما قد يعمل على هدر المدخرات خسارة المستثمرين.

يتضح أن الكفاءة هي التي تحدد قدرة السوق على جذب رؤوس الأموال سواء من الداخل أو الخارج، وكذلك قدرته على التوزيع الأمثل لتلك الأموال، فكفاءة سوق الأوراق المالية تمكن المستثمر العادي من معرفة القيم الحقيقية للاستثمارات المختلفة بما يجعله يتجه تلقائياً نحو المجالات الأكثر ربحية والمنشآت التي تتاح لها فرص استثمار واعدة ومربحة وهذا يؤدي في النهاية إلى تحقيق التوزيع الأمثل للموارد والتعامل بالسوق الكفاء دائماً تكون مباراة عادلة بين جميع الأطراف، وبذلك يوفر السوق الكفاء الحماية والثقة التي يرغبها أي مستثمر، وهنا يشجع المستثمرين من الداخل والخارج على الدخول في الاستثمار بهذا السوق¹.

3- أنواع الكفاءة في سوق الأوراق المالية:

للكفاءة في سوق الأوراق المالية نوعين نذكرهما:

¹ - سميحة بن يحيوي، دور الأسواق المالية العربية في تمويل التجارة الخارجية، دراسة حالة بعض الدول العربية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة الجزائر، 2014-2015، ص ص: 55 56.

أ- **الكفاءة الكاملة:** يقصد بها عدم وجود فاصل زمني بين تحليل المعلومات الواردة إلى السوق وبين الوصول إلى نتائج محددة، بشأن سعر السهم حيث يؤدي إلى تغيير فوري في السعر، فتوقعات المستثمرين متماثلة، والمعلومات متاحة للجميع وبدون تكاليف.¹

ولكي يسمى مفهوم كفاءة السوق بالكفاءة الكاملة يقتضي توافر الشروط التالية:²

- شفافية المعلومات وسرعة انتقالها للجميع وبدون تكاليف.
- حرية المعاملات من أي قيود كتكاليف المعاملات أو الضرائب، ولا قيود على دخول أو خروج أي مستثمر من السوق، أو على بيعه أو شرائه لأي كمية من الأسهم وللشركة التي يرغب فيها.
- تواجد عدد كبير من المستثمرين بما يؤدي إلى عدم تأثير تصرفات بعضهم على أسعار الأسهم.
- اتصاف المستثمرين بالرشد، أي أنهم يسعون إلى تعظيم المنفعة التي تحصلون عليها وراء استغلال ثرواتهم.

ب- **الكفاءة الاقتصادية:** وتستند إلى فرضية السعي المستمر للمستثمر في تعظيم منفعته الخاصة، وبالتالي يظل في سباق مع المتعاملين الآخرين في الحصول على المعلومات التي تساعده على تحقيق هذا الهدف، ويكون من المتوقع وجود فترة تباطؤ زمني بين المعلومات الجديدة التي تصل إلى السوق وبين انعكاس أثرها على الأسعار السوقية، فاستناد إلى مفهوم الكفاءة الاقتصادية، فإن السوق الكفاء للأوراق المالية هو ذلك السوق الذي يتمتع بقدر عال من المرونة يسمح بتحقيق استجابة سريعة في أسعار الأوراق المالية للتغيرات في نتائج تحليل المعلومات المتدفقة إلى السوق، مما يؤدي في النهاية إلى تحقيق التعادل بين القيمة السوقية والقيمة المحورية للورقة المالية.³

وتحقق شروط الكفاءة الاقتصادية تعني أن تلك الأسواق تساعد على التخصيص الأمثل للموارد

الاقتصادية بين الاستخدامات المختلفة وتحقيق ذلك يتطلب شرطين:⁴

- أن يكون استخدام الأسواق من قبل المتعاملين بأقل تكلفة ممكنة للتبادل.

¹ - صالح مفتاح، معارفي فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية، دراسة لواقع الأوراق المالية العربية و سبل رفع كفاءتها، مجلة الباحث العدد 07، 2009-2010، ص: 182.

² - نفس المرجع السابق، ص : 182.

³ - مريم زابدي، متطلبات كفاءة الأسواق المالية العربية، دراسة حالة سوق الأسهم السعودي، بورصة تونس، بورصة مصر، بورصة الجزائر، المنتدى الدولي الثالث للصناعة المالية المعنون بـ "إشكالية اندماج المنتجات المالية الإسلامية في السوق المالي الجزائري" المنعقد يومي 12-13 أبريل 2016، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر، ص: 04.

⁴ - عبد الله بن محمد الرزين، مرجع سبق ذكره، ص ص: 04 05.

- هو أن تعكس الأوراق المالية المتبادلة في تلك الأسواق القيم الحقيقية للأصول المالية، وحيث تكون متناسبة مع معدلات العوائد المردودة خلال حياة كل استثمار في تلك الأصول. وعليه يمكن باختصار أن تعرف الكفاءة الاقتصادية لسوق الأوراق المالية بأن أسعار الأوراق المالية تعكس بكل مصداقية حقيقة الوضع المالي للشركات المتداولة.

المطلب الرابع: مؤشرات الأسواق الأوراق المالية الدولية.

ظهرت مؤشرات أسواق الأوراق المالية في البداية لغرض قياس تحركات السوق في الأجل القصير من أجل التنبؤ باتجاهات السوق وسرعة تحركاته، ولم يدخل ضمن حساب تلك المؤشرات قياس أداء السوق، قياس أداء المحافظ أي المخاطر المنتظمة للمحافظ الاستثمارية، توزيعات الأرباح ومع تطور البيئة الاستثمارية في الدول الصناعية وذلك من حيث الأدوات المالية وحجم التداول وظهور شركات الأوراق المالية وصناديق الاستثمار والمساهمات العلمية في هذا المجال، وقد صاحب هذا التطور السريع في التكنولوجيا المعلومات والاتصالات ظهور العديد من المؤشرات لقياس أداء البورصات والتي يتم نشرها بواسطة البورصات ذاتها عن طريق المؤسسات الصناعية أو المعاهد الإحصائية أو المؤسسات المالية، وتقوم كل جهة من هذه الجهات بتصميم مؤشرات لها لتتدفق مع الحاجات المتنوعة للمستفيدين منها، وتختلف مؤشرات أسواق المالية من دولة إلى أخرى ويرجع السبب في ذلك لاختلاف الأوراق المالية المتداولة في السوق من جهة وإلى الأوراق المالية التي تدخل في حساب المؤشر العام من جهة أخرى، كذلك تختلف المؤشرات أسواق الأوراق المالية تبعاً لأساليب بناءها، ولهذا سنحاول في هذا المطلب التطرق إلى بعض أهم المؤشرات الأسواق المالية الدولية وأهميتها.

الفرع الأول: أهم مؤشرات الأسواق المالية الدولية.

وسنتطرق في هذا الفرع إلى أهم المؤشرات المتداولة في الأسواق المالية الدولية على النحو التالي:

1- تعريف مؤشر داو جونز Dow Jones:

يعد هذا المؤشر من أقدم المؤشرات وأكثرها شيوعاً إذ نشر لأول مرة في صحيفة وول ستريت في 03 جويلية من عام 1884 وذلك باسم الشخص الذي صممه وهو Charles Dow الذي أصبح فيما بعد محرراً لتلك الصحيفة¹.

وهذا المؤشر يعكس يومياً معدل تطور أسعار أسهم 30 من الشركات الصناعية الأمريكية الكبرى في بورصة نيويورك تمثل نحو 12% من الناتج المحلي الإجمالي الأمريكي، ويعطي صورة واضحة لنشاط البورصة، ومستوى التداول اليومي فيها، وقد أوجد هذا المؤشر لأول مرة مكوناً من 12 شركة لإنتاج المداخن، ومن أحداثه الشهيرة هبوطه بنسبة 69 نقطة أو 24% في يومي 28 و 29/10/1929، وكذلك هبوطه بنسبة 22.6% في 19/10/1987².

ويتكون هذا المؤشر من أربعة مؤشرات فرعية، كل واحد منها يهتم بقطاع معين باستثناء واحد هو مؤشر مركب يشمل السوق ككل وهي كالتالي³:

1- تعريف مؤشر داو جونز Dow Jones الصناعي: قام المؤشر في البداية على عينة مكونة من

تسعة أسهم لتسع شركات صناعية، ارتفع حجمها إلى 12 سهم في 26 ماي 1898 ثم إلى 20 سهم في عام 1916، وفي عام 1928 ارتفع حجم العينة ليصل إلى 30 سهماً، ومنذ ذلك التاريخ لم يضاف أي سهم إلى العينة، وتتمثل المؤشرات الثلاثة الباقية في⁴:

أ- مؤشر داو جونز لوسائل النقل: يتكون هذا المؤشر من عشرين شركة مختصة في مجال النقل بأنواعه.

ب- مؤشر داو جونز للمرافق: يتألف هذا المؤشر من خمسة عشرة شركة مختصة في هذا المجال.

ج- مؤشر داو جونز المركب: يتكون هذا المؤشر من خمسة وستين شركة هي مجموع الشركات التي تضمنتها المؤشرات الفرعية السابقة.

¹- نودرين بومدين، صناعة الهندسة وأثرها في تطوير الأسواق المالية العربية، رسالة مقدمة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية

العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، الجزائر، 2014-2015، ص:30.

²- سميح مسعود، الموسوعة الاقتصادية، الطبعة الثانية، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008، ص:705.

³- منير إبراهيم هندي، أساليب الاستثمار في الأوراق المالية، توزيع منشأة المعارف، الإسكندرية، 1989، ص:142.

⁴- نودرين بومدين، مرجع سبق ذكره، ص:30.

ويعتبر مؤشر داو جونز الصناعي على انه مؤشر خاص بسوق نيويورك يتم حسابه بواسطة المتوسط الحسابي للأسعار أو يتم تعديله بالأخذ في الحساب عملية إحلال الأوراق المالية داخل المجموعة المعتمدة في حساب المؤشر، ويتم حسابه كل نصف ساعة، ويتم حساب المؤشر على أساس سعر الإقفال للأوراق المالية المكونة المعتمدة في حساب المؤشر ويتم الإعلان عنه بواسطة مجموعة من النقاط تتغير طبقا لحالة سوق الأوراق المالية، كما تتميز الأسهم بـ:

- ارتفاع قيمتها.

- أكثر انتشارا ومعرفة.

- ضخامة عدد المساهمين.

ولقد وجهت عدة انتقادات موضوعية من حيث قدرة هذه العينة التي تتكون من 30 سهما وهي عينة صغيرة على تمثيل مجتمع الدراسة أي السوق، ولحسم هذه الانتقادات هناك ثلاث معايير على مدى ملائمة مؤشر داو جونز تتمثل في حجم معامل الارتباط، قيمة المؤشر مع قيمة المؤشرات الأخرى، ودرجة التقلب في المؤشر مقارنة بدرجة التقلب في قيم المؤشرات الأخرى¹.

2- مؤشر ستاندرد أندبور 500.

تم بناء هذا المؤشر انطلاقا من عينة مكونة من 500 سهم تمثل 500 شركة أمريكية كبرى تمارس أنشطة مختلفة منها الصناعية والمالية والخدمية، ويختلف من مؤشر داو جونز لمتوسط الصناعة من حيث كونه رقما قياسيا اتخذ سنة 1941 كسنة أساس، يقوم في طريقة حسابه على مدخل القيمة ويتخذ قيمة جزافية مقدارها 10 في سنة الأساس، وما يعيب هذا المؤشر من وجهة نظر الدارسين أنه يعتمد على مدخل القيمة (valu weighting) في حساب الأوزان النسبية للأسهم داخل العينة، وهو المدخل الذي وفقه يتحيز المؤشر في جميع تغيراته للأسهم الأكبر قيمة لشركات تضمها العينة التي تكون المؤشر، ومؤشر ستاندرد اندبور مؤشر جيد شأنه من شأن المؤشرات الأخرى ولاسيما الأمريكية منها وكافة المؤشرات التي ترتبط ببورصات عالمية كمؤشر فاينانشال تايمز ومؤشر كاك 40، وغيرها التي صممت بطريقة جيدة ودقيقة يمكنها أن تعكس بوضوح الحالة المستقبلية للأوضاع الاقتصادية العامة².

¹- بوكساني رشيد، مرجع سبق ذكره، ص ص: 84 85.

²- خياية حسان، مرجع سبق ذكره، ص ص: 154 155.

هذا المؤشر يعتبر دليلاً وليس متوسطاً، ويتم الترجيح فيه على أساس القيمة السوقية للشركات الداخلة في البديل، وبسبب كبر القيمة في هذا المؤشر فإن المحللين الماليين، يعتبرونه ممثلاً لسوق الأوراق المالية.¹ و يحسب في أي لحظة باستخدام العلاقة الموالية²:

$$\text{قيمة المؤشر} = \frac{N \times}{N \times P^*} \times 10$$

حيث يمثل:

N: عدد الأسهم التي يتكون منها رأس مال الشركات المكونة للمؤشر.

P: سعر الأفعال لأسهم الشركات المكونة للمؤشر يوم حسابه.

P*: سعر السهم في اليوم السابق لحسابه.

10: القيمة الجزافية التي اتخذها المؤشر في سنة الأساس.

3- مؤشر نيكاي الياباني Nikkei stock average:

مؤشر سوق الأسهم الياباني ويشتمل على 225 سهم من الأسهم الممتازة يتم تداولها في سوق طوكيو للأسهم، ويعتبر مؤشر نيكاي مثل مؤشر داو جونز الصناعي، ومؤشر نيكاي هو الأكثر شيوعاً للأسهم اليابانية، ويعد مؤشر نيكاي 225 المدعو غالباً بنيكاي فقط، مؤشراً لسوق الأسهم خاص بسوق طوكيو للأوراق المالية، يتم حسابه يومياً من قبل صحيفة نيهون كيزاي شيمبون منذ عام 1971 وهو يقيس السوق بشكل عام ولا يركز على قطاع معين ويعتبر مؤشر نيكاي حالياً أكثر مؤشرات الأسهم اليابانية تداولاً، مثل مؤشر داو جونز الصناعي الأمريكي، بدأ مؤشر نيكاي 225 في 7 سبتمبر من عام 1950، ووصل معدله لأعلى مستوياته في 29 ديسمبر من عام 1989 عندما وصلت فقاعة ارتفاع أسعار الأصول اليابانية إلى ذروتها، وعندما وصل المؤشر إلى 38.957.44 في تداولاته اليومية قبل أن يغلق على 38.915.87 نقطة، وبعد ارتفاع مؤشر نيكاي إلى هذا المستوى خلال عقد من الزمن، عاد فهبط بنسبة 70% ليصل إلى قيمته الحالية عند 10.000.00 تقريباً في 27 يوليو 2011، ومؤشر نيكاي حالياً هو أحد أكثر النماذج الكلاسيكية الاستمرارية اعتماداً وقوة على الإطار الزمني اليومي، ومن العوامل المؤثرة على سوق مؤشر نيكاي تأثير حالة الاقتصاد على سوق الأسهم عبر الآثار التي تتركها على أرباح الشركات، فعندما يكون الاقتصاد في حالة ركود والبطالة مرتفعة تنخفض أرباح الشركات، ويؤدي

¹ - رفعت السيد العوضي، الأسواق المالية في الاقتصاد المعاصر والاقتصاد الإسلامي، الدورة العشرون للمجمع الفقهي الإسلامي المنعقدة في مكة المكرمة، كلية التجارة، جامعة الأزهر، 25-29 ديسمبر 2010، ص:18.

² - خبابة حسان، مرجع سبق ذكره، ص:154.

هذا الانخفاض في الأرباح إلى انخفاض في أسعار الأسهم وبالطبع إلى انخفاض في مؤشرات البورصة بشكل عام، وعندما يكون الاقتصاد متعافياً، ترتفع أرباح الشركات مما يؤدي إلى ارتفاع في أسعار الأسهم.¹

4- مؤشر كاك CAC40:

مؤشر كاك40 هو مؤشر لأسهم 40 شركة من كبرى الشركات الفرنسية، وهو مؤشر يعكس معدل تطور أسعار أسهمها المتداولة في بورصة باريس، أو هو مؤشر يحسب انطلاقاً من عينة لأربعين شركة فرنسية تمتلك أسهم مسعرة في بورصة باريس.²

5- مؤشر فاينانشال تايمز financial times index:

هو مؤشر سوق لندن للأوراق المالية ويعد من أشهر المؤشرات العالمية ويقاس التغيرات في متوسط قيم أسهم ثلاثين شركة كبرى التي تقود السوق واتجاهاتها يومياً ذات النشاط الصناعي والتجاري والمسجلة في بورصة لندن وفي عام 1984 تم إنشاء مؤشر FT-SE 100 financial times stock exchange ويعد المؤشر أكثر شهرة ويحتوي أسهم مائة شركة انجليزية كبرى، ويمثل قرابة 70% من إجمالي القيمة السوقية، ويستخدم كأداة للمتاجرة في الأسواق الآجلة والمستقبليات والخيارات وتم توحيد كافة المؤشرات في بريطانيا في مجموعة موحدة المفاهيم والأساليب تحت عنوان مؤشر FTActuaries-All phar في عام 1993، وهو يحتوي على حوالي سبعمائة ورقة مالية تمثل 80% من إجمالي القيمة السوقية ويتألف هذا المؤشر من ثلاثين مؤشراً قطاعياً.³

6- مؤشر فاليو لاين 1400 (value line):

أنشئ هذا المؤشر في عام 1963 بعينة تتكون من 1400 شركة مقسمة على مختلف القطاعات كما يلي:

¹ - محمود علي عطوان، مرجع سبق ذكره، ص: 690 691.

² - سميح مسعود، مرجع سبق ذكره، ص: 706.

³ - نوردين بومدين، نفس المرجع، ص: 34.

1217 شركة صناعية، 154 شركة تابعة لقطاع الخدمات و 29 شركة لقطاع النقل، أعطيت له قيمة 100 في سنة الأساس (1961) وهو موزون على أساس السعر وبالتالي يعدل كما كان هناك رفع برأس المال أو غيره من العمليات المالية¹.

الفرع الثاني: أهمية المؤشرات وعلاقتها بالحالة الاقتصادية:

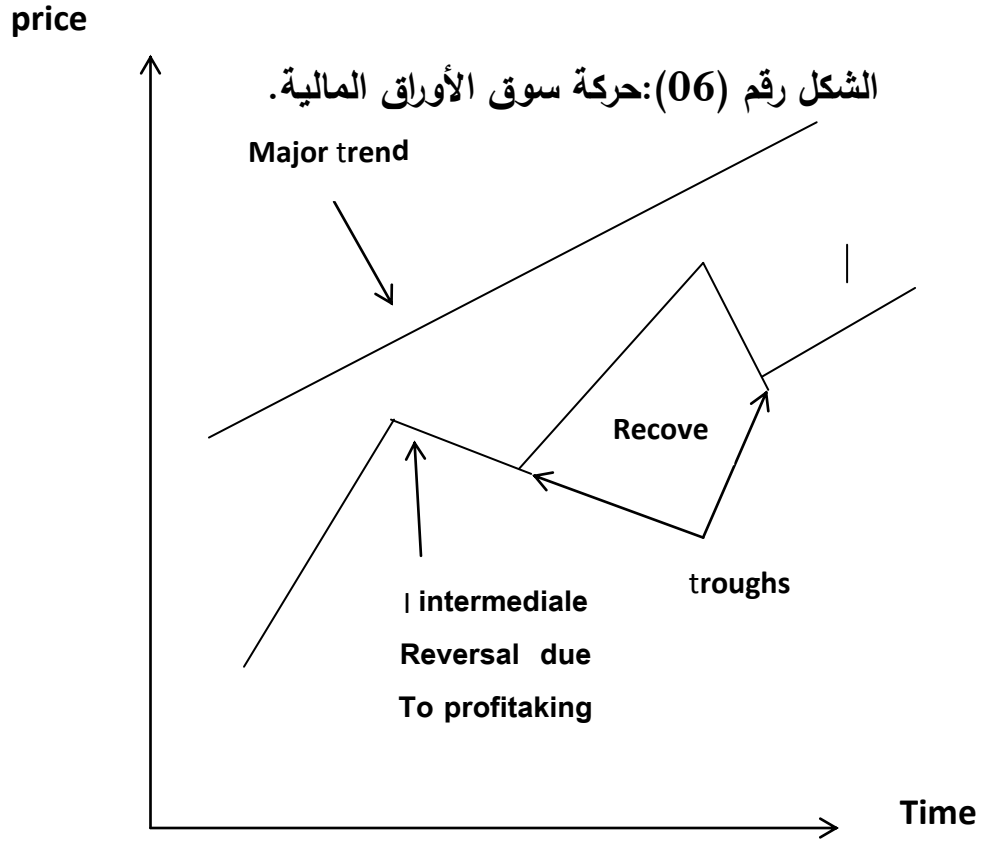
تتمثل علاقة المؤشرات بالحالة الاقتصادية في أن كون المؤشر مبني على أساس أسهم مجموعة من أهم الشركات المسعرة في البورصة فإن قياس أداء هذه الأسهم يعكس أداء هذه الشركات في حد ذاتها وعادة ما تكون هذه الشركات تحتل الجانب الأكبر في النشاط الاقتصادي داخل الدولة، لذلك فالمؤشر المبني على أساس عينة ممثلة تمثيل كامل لكل الشركات المسعرة في البورصة يقدر في أغلب الأحيان على قياس الأداء الاقتصادي للدولة ككل ويمكن أن يتنبأ بالأزمات والانتكاسات وذلك يتحقق فقط إذا ما اتسمت سوق رأس المال بقدر من الكفاءة². هناك سمات تطلق على أسواق الأوراق المالية، فعندما تكون حركة مؤشر أسعار الأسهم المتوقعة تتجه نحو الصعود، فإنه حينئذ يطلق على سوق الأوراق المالية السوق الصعودي (bull market)، أما حينما تكون حركة المؤشر المتوقعة تتجه نحو الهبوط أو التراجع، فإنه عند ذلك يطلق عليه السوق النزولي (Bearmarket)، ويطلق عليه بأنه صعودي عندما يزيد معدل العائد الذي يحققه وفقا للمؤشر على العائد على الاستثمار الحالي من المخاطر (Riskless security). أما السوق النزولي فهو حين يكون معدل العائد الذي يحققه السوق وفقا للمؤشر أقل من العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر، وعادة ما يوصف المضاربون في السوق على هذا الأساس، أي عندما يعتقد المضارب بأن السوق سوق تأخذ منحني الصعود فإنه يوصف المضارب على الصعود (Bullish) أما إذا اعتقد بأن الأسعار متجهة إلى الهبوط حينئذ يطلق عليه المضارب على الهبوط (Bearish)³، وسنتطرق إلى ما سبق في الشكل التالي:

¹ - حسين قبان، مؤشرات أسواق الأوراق المالية، دراسة حالة مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية، كلية الاقتصاد، قسم الاقتصاد، جامعة

دمشق، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد 11، 2011، ص: 105.

² - بلجبلية سمية، مرجع سبق ذكره، ص: 47.

³ - عصام حسين، مرجع سبق ذكره، ص: 38.



المصدر: عصام سين، مرجع سبق ذكره، ص: 38

خلاصة الفصل:

سوق الأوراق المالية تعتبر أداة هامة في تقويم اقتصاد أي دولة وعنصرا أساسيا أيضا في تقويم الشركات والمشروعات، حيث أنها تساهم في زيادة وعي المستثمرين وتبصيرهم بوضع الشركات والمشروعات، خلال ذلك يتم الحكم عليها بالنجاح أو الفشل، فانخفاض أسعار الأسهم لشركة ما هو دليل واضح على عدم نجاحها بل على ضعف مركزها المالي مما يتطلب لجراء تعديلات على مديرتها وإدارتها، وبذلك يستخدم في سوق الأوراق المالية ما يسمى مؤشر سوق الأوراق المالية، فقد تتغير أسعار الأسهم بين يوم وآخر وقد لا تتغير كما قد تتغير أسعار بعض الأسهم وتبقى أسعار أسهم أخرى ثابتة، إلا أن حركة السوق بصفة عامة مؤشر مهم للمستثمرين، فعندما تزداد ثقة المستثمرين في سوق الأوراق المالية فإنهم يشترون الأسهم وبالتالي ترتفع الأسعار والعكس صحيح إذا تنخفض الأسعار عندما نقل الثقة في السوق، وبذلك إن أهمية المؤشر العام للأسعار تتبع من كونه أداة تعمر عن الأداء العام للسوق المالي وذلك من خلال قياس تطور أسعار الأصول المالية المسجلة فيه بطريقة مستمرة ومنظمة، فالمؤشر المصمم تصميميا جيدا أو الممثل تمثيلا جيدا للعينة يمكنه قياس أداء السوق المالي بدقة فالمؤشر أسعار الأسهم يعطي لنا بيانا يوميا وعاما عن حركة أسهم الشركة المقيدة في السوق المالي، وفي كل سوق مالية يكون هناك مؤشر كمؤشر الأشهر في الأسواق الأوراق المالية في الولايات المتحدة "داو جونز" ومؤشر فاينانشال تايمز في بورصة لندن الدولية.

الفصل الثالث

تقدير العلاقة بين تقلبات أسعار الصرف والمؤشر العام [أسعار الأسهم

لسوق الكويت للأوراق المالية (2012-2016)

الفصل الثالث تقدير العلاقة بين تقلبات أسعار الصرف و المؤشر العام لأسعار الأسهم لسوق الكويت للأوراق المالية (2012 – 2016)

تمهيد الفصل :

بعد التطرق في الجانب النظري إلى المفاهيم الأساسية حول سعر الصرف و المؤشر العام لأسعار الأسهم سنحاول من خلال هذا الفصل الذي هو بمثابة الجزء التطبيقي لدراستنا إسقاط الجانب النظري على الجانب التطبيقي من خلال تحديد طبيعة العلاقة بين اثر تقلبات سعر الصرف و المؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق الكويت للأوراق المالية باستعمال البيانات التاريخية الشهرية للمؤشر العام لأسعار الأسهم و سعر الصرف في سوق الكويت خلال الفترة من 2012 إلى 2016 حيث تعتبر دولة الكويت من الدول التي تأثرت بتقلبات أسعار الصرف على المؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية في دولة الكويت ومن أجل معرفة طبيعة العلاقة بين سعر الصرف و المؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق الكويت للأوراق المالية قمنا باستخدام الطرق القياسية و الإحصائية ، و لتتم معالجة هذا الفصل قمنا بتقسيمه إلى ثلاثة مباحث على النحو التالي :

- المبحث الأول : دراسة تحليلية لتطور سعر صرف الدينار الكويتي مقابل الدولار
الدولار الأمريكي.
- المبحث الثاني : دراسة تحليلية إحصائية للمؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق
الكويت للأوراق المالية.
- المبحث الثالث : تحديد طبيعة العلاقة بين تقلبات أسعار الصرف و المؤشر
العام لأسعار الأسهم لسوق الكويت للأوراق المالية.

الفصل الثالث تقدير العلاقة بين تقلبات أسعار الصرف و المؤشر العام لأسعار الأسهم لسوق الكويت للأوراق المالية (2012 - 2016)

المبحث الأول : دراسة تحليلية لتطور سعر صرف الدينار الكويتي مقابل الدولار الأمريكي.

مر سعر صرف الدينار الكويتي خلال الفترة 2012-2016 على العديد من التطورات حيث خلال هذه السنوات اعتمد بنك الكويت المركزي نفس نظام سعر الصرف القائم على ربط سعر صرف الدينار الكويتي بسلة خاصة موزونة من عملات أهم الدول التي ترتبط معها دولة الكويت بعلاقات تجارية و مالية رئيسية، و كانت سياسة بنك المركزي الخاصة بسعر صرف الدينار الكويتي تهدف إلى المحافظة على الاستقرار النسبي لسعر صرف الدينار الكويتي مقابل العملات الأخرى و تعزيز هذا الاستقرار ، و تم في هذا المبحث الاعتماد على المعلومات الموجودة في بنك الكويت المركزي فيما يخص تطور سعر صرف الدينار الكويتي و النظام المتبع و كذلك سياسة سعر الصرف المتبعة في دولة الكويت و بذلك و حسب المعلومات المتوفرة في بنك الكويت المركزي قسمنا المبحث على النحو التالي:

- **المطلب الأول: تطور سعر صرف الدينار الكويتي خلال الفترة(2012-2016).**
- **المطلب الثاني: نظام سعر الصرف المتبع في دولة الكويت .**
- **المطلب الثالث: سياسات سعر الصرف المتبعة في دولة الكويت.**

الفصل الثالث تقدير العلاقة بين تقلبات أسعار الصرف و المؤشر العام لأسعار الأسهم لسوق الكويت للأوراق المالية (2012 - 2016)

المطلب الأول : تطور سعر صرف الدينار الكويتي خلال الفترة 2012- 2016.

تطورات سعر صرف الدينار الكويتي خلال سنوات الدراسة المذكورة تشير إلى مواصلة بنك المركزي إلى تطبيق سياسة سعر الصرف المعمول بها في دولة الكويت اعتباراً من 20 مايو 2007 ، و في هذا الصدد نشير و نتطرق إلى تطورات سعر صرف الدينار الكويتي خلال (2012_ 2016) في الفروع التالية لهذا المطلب

الفرع الأول : تطور سعر صرف الدينار الكويتي لسنة 2012.

على صعيد التطورات المرتبطة بسعر صرف الدينار الكويتي خلال عام 2012، فقد واصل بنك الكويت المركزي تطبيق سياسة سعر الصرف المعمول بها اعتباراً من 20 مايو 2007 ، والقائمة على أساس ربط سعر صرف الدينار الكويتي مقابل العملات الأخرى بسلة موزونة من عملات أهم الدول التي ترتبط بعلاقات تجارية و مالية مؤثرة مع دولة الكويت . و الجدول التالي يبين أسعار الصرف مقابل الدولار الأمريكي من كل من الدينار الكويتي في نهاية كل ا شهر من عام 2012.

الجدول رقم (09): تغير أسعار صرف الدولار الأمريكي مقابل كل من الدينار الكويتي و بعض العملات

الرئيسية في نهاية كل من أشهر عام 2012

نهاية الفترة	دينار كويتي	اليورو	ين ياباني	فرنك سويسري	جنيه إسترليني
يناير	277,15	0,756	76,690	0,912	0,636
فبراير	277,75	0,754	80,110	0,910	0,638
مارس	277,65	<u>0,750</u>	82,940	<u>0,904</u>	0,627
ابريل	277,60	0,756	81,135	0,909	0,618
مايو	280,10	0,798	79,465	0,959	0,938
يونيو	280,20	0,800	79,480	0,961	0,640
يوليو	281,40	<u>0,812</u>	78,435	<u>0,975</u>	0,635
أغسطس	281,85	0,796	78,590	0,956	0,632

الفصل الثالث تقدير العلاقة بين تقلبات أسعار الصرف و المؤشر العام لأسعار الأسهم
لسوق الكويت للأوراق المالية (2012 - 2016)

0,619	0,940	77,715	0,777	281,00	سبتمبر
0,627	0,932	79,840	0,770	281,15	أكتوبر
0,625	0,931	81,800	0,773	281,65	نوفمبر
0,620	0,913	85,820	0,756	281,15	ديسمبر

المصدر: بنك الكويت المركزي على الموقع: www.cbk.gov.kw

وفي هذا الصدد ، تشير البيانات إلى أن تحركات سعر صرف الدولار الأمريكي مقابل الدينار الكويتي قد انحصرت ضمن هامش ضيقة نسبياً مقارنة بمعدلات تغير سعر صرف الدولار الأمريكي مقابل العملات الرئيسية الأخرى و قد بلغت قيمة الفارق بين أعلى و أدنى سعر للدولار الأمريكي مقابل الدينار الكويتي كما في نهاية كل من أشهر عام 2012 ما قيمته 4,7 فلوس و نسبته 1,7% و من جهة أخرى تشير البيانات إلى حدوث تقلبات واضحة في سعر صرف الدولار الأمريكي مقابل العملات الرئيسية الأخرى ضمن هامش واسعة نسبياً حيث وصل الفارق بين أعلى سعر و أدنى سعر للدولار الأمريكي مقابل العملات الرئيسية الأخرى إلى معدلات بلغت 12,637% مقابل الين الياباني و 11,671% مقابل اليورو و 11,232% مقابل الفرنك السويسري و 6,334% مقابل الجنيه الإسترليني.

أما الجدول الثاني بين أسعار صرف الدولار الأمريكي مقابل الدينار الكويتي و بعض العملات الرئيسية في نهاية العام السابق.

الجدول رقم(10): تغير أسعار صرف الدولار الأمريكي مقابل كل من الدينار الكويتي و بعض العملات الرئيسية في نهاية عام 2011 مقارنة بنهاية عام السابق.

نهاية الفترة	دينار كويتي(فلس)	اليورو	ين الباني	فرنك سويسري	جنيه الإسترليني
2011	277,90	0,765	77,810	0,934	0,639
2012	281,15	0,756	85,825	0,913	0,620
التغير	3,25	0,01-	8,02	0,021-	0,02-

الفصل الثالث تقدير العلاقة بين تقلبات أسعار الصرف و المؤشر العام لأسعار الأسهم
لسوق الكويت للأوراق المالية (2012 - 2016)

2,98-	2,25-	10,3	1,23-	1,17	معدل التغير
-------	-------	------	-------	------	-------------

المصدر: بنك الكويت المركزي على الموقع: www.cbk.gov.kw

أما على صعيد التغيرات في سعر صرف الدولار الأمريكي مقابل كل من الدينار الكويتي من جانب و بعض العملات الرئيسية الأخرى من جانب آخر في نهاية عام 2012 مقارنة بنهاية العام السابق ، فيلاحظ ارتفاع سعر صرف الدولار الأمريكي مقابل الدينار الكويتي بما قيمته 3,25 فلوس و معدله 1,16%، في حين يسجل سعر صرف الدولار الأمريكي انخفاضا مقابل الجنيه الإسترليني بما نسبته 2,98%، و الفرنك السويسري بما نسبته 2,25%، و اليورو بما نسبته 1,23%.

الفرع الثاني: تطور سعر صرف الدينار الكويتي لسنة 2013.

واصل بنك الكويت المركزي خلال عام 2013 تطبيق نظام سعر الصرف الدينار الكويتي المعمول به اعتبارا من 27 مايو 2007 ، و القائم على ربط سعر صرف الدينار الكويتي بسلة خاصة و موزونة من عملات أهم الدول التي ترتبط معها دولة الكويت بعلاقات مالية و تجارية رئيسية ، و يساهم نظام سلة العملات في المحافظة على الاستقرار النسبي لسعر الصرف الكويتي ، الأمر الذي يعزز قدرة البنك المركزي على رسم و تنفيذ سياسته النقدية الرامية إلى الحد من الضغوط التضخمية المستوردة الناجمة عن تقلبات أسعار صرف ، و في هذا الصدد بين الجدول التالي تغير أسعار صرف الدولار الأمريكي مقابل كل من الدينار الكويتي و بعض العملات الرئيسية في نهاية كل من أشهر عام 2013.

الجدول رقم (11) : تغير أسعار صرف الدولار الأمريكي مقابل كل من الدينار الكويتي و بعض العملات

الرئيسية في نهاية كل من أشهر عام 2013

نهاية الفترة	دينار كويتي (فلس)	اليورو	ين الياباني	فرنك سويسري	جنيه إسترليني
يناير	281,50	0,743	90,910	0,927	0,637
فبراير	282,85	0,754	93,470	0,929	0,658
مارس	284,85	0,779	94,855	0,949	0,660

الفصل الثالث تقدير العلاقة بين تقلبات أسعار الصرف و المؤشر العام لأسعار الأسهم
لسوق الكويت للأوراق المالية (2012 - 2016)

0,646	0,943	98,070	0,767	284,60	ابريل
<u>0,665</u>	<u>0,976</u>	102,325	0,778	<u>286,50</u>	مايو
0,649	0,938	97,815	0,765	284,95	يونيو
0,650	0,929	97,845	0,735	284,25	يوليو
0,644	0,918	97,130	0,747	283,60	أغسطس
0,622	0,910	98,785	0,739	282,90	سبتمبر
0,621	0,896	97,575	<u>0,726</u>	281,75	أكتوبر
0,619	0,911	101,495	0,739	282,9	نوفمبر
0,609	0,892	105,170	0,728	282,25	ديسمبر

المصدر: بنك الكويت المركزي على الموقع: www.cbk.gov.kw

في هذا الصدد و من خلال الجدول تشير البيانات إلى أن تحركات سعر صرف الدولار الأمريكي مقابل الدينار الكويتي خلال عام 2013 كانت ضمن هوامش ضيقة نسبياً، حيث بلغ الفرق بين أعلى سعر و أدنى سعر للدولار الأمريكي مقابل الدينار الكويتي كما في نهاية كل من أشهر عام 2013 ما قيمته 5 فلوس و نسبته 1,7%. و من جهة أخرى، تشير البيانات إلى تقلبات واضحة في سعر صرف الدولار الأمريكي مقابل العملات الرئيسية الأخرى.

الجدول رقم (12) : سعر صرف الدولار الأمريكي مقابل الدينار الكويتي و بعض العملات الرئيسية من

واقع البيانات اليومية خلال 2013

العملات	أعلى	أدنى	الفرق	التغير
دينار كويتي (فلس)	286,80	280,95	0,85	2,1
جنيه إسترليني	0,6724	0,6067	0,07	10,8
اليورو	0,7824	0,7243	0,06	8,0
فرنك سويسري	0,9770	0,8850	0,09	10,4
ين الياباني	105,170	86,005	19,17	22,3

المصدر: بنك الكويت المركزي على الموقع: www.cbk.gov.kw

الفصل الثالث تقدير العلاقة بين تقلبات أسعار الصرف و المؤشر العام لأسعار الأسهم

لسوق الكويت للأوراق المالية (2012 - 2016)

من خلال الجدول نلاحظ ، تقلب سعر صرف الدولار الأمريكي مقابل كل من الدينار الكويتي و بعض العملات الرئيسية من واقع البيانات اليومية خلال عام 2013، حيث و صل الفرق بين أعلى سعر و أدنى سعر للدولار الأمريكي مقابل الدينار الكويتي نحو 2,1%، أما العملات الرئيسية الأخرى ، فقد وصلت إلى معدلات بلغت 22,3% مقابل الين الياباني ، و 18,8% مقابل الجنيه الإسترليني و 10,4% مقابل الفرنك السويسري ، و 8% مقابل اليورو .

أما على الصعيد التغيرات في سعر صرف الدولار الأمريكي مقابل كل من الدينار الكويتي من جهة ، و بعض العملات الرئيسية الأخرى من جهة أخرى ، في نهاية عام 2013 مقارنة بنهاية العام السابق نتطرق له حسب الجدول التالي:

الجدول رقم (13): تغير أسعار الصرف الدولار الأمريكي مقابل الدينار الكويتي و بعض العملات

الرئيسية من واقع البيانات اليومية خلال 2013

نهاية الفترة	دينار كويتي(فلس)	اليورو	ين ياباني	فرنك سويسري	جنيه إسترليني
2012	281,15	0,756	85,825	0,913	0,620
2013	282,250	0,728	105,170	0,892	0,607
التغير	1,1	-0,028	19,34	-0,021	-0,013
معدل التغير%	0,39	-3,7	22,53	-2,3	-2,096

المصدر: بنك الكويت المركزي على الموقع: www.cbk.gov.kw

فيلاحظ من خلال الجدول ارتفاع سعر صرف الدولار الأمريكي مقابل الدينار الكويتي بما قيمته 1,1 فلوس و معدله 0,39% ، كما سجل سعر صرف الدولار الأمريكي ارتفاعا مقابل كل من الين الياباني بما نسبته 22,53% ، في حين سجل سعر صرف الدولار الأمريكي انخفاضا مقابل اليورو بما نسبته 3,7%، و الفرنك السويسري بما نسبته 2,3% ، و الجنيه الإسترليني بما نسبته 2,096%.

الفصل الثالث تقدير العلاقة بين تقلبات أسعار الصرف و المؤشر العام لأسعار الأسهم
لسوق الكويت للأوراق المالية (2012 - 2016)

الفرع الثالث : تطور سعر صرف الدينار الكويتي لسنة 2014.

شهد عام 2014 العديد من التطورات و المستجدات النقدية و المصرفية التي تعكس في مجملها استمرار جهود بنك الكويت المركزي بما ينسجم مع تطورات الأوضاع الاقتصادية المحلية و تطورات الأسواق العالمية، و جاءت التطورات المرتبطة بسعر صرف الدينار الكويتي جلال عام 2014 لتعكس جهود البنك الكويت المركزي في مجال المحافظة على الاستقرار النسبي في سعر صرف الدينار الكويتي مقابل العملات الرئيسية الأخرى.

واصل بنك الكويت المركزي خلال عام 2014 تطبيق نظام سعر صرف الدينار الكويتي المعمول به سنة 2007، فعلى صعيد التغيرات في سعر صرف الدولار الأمريكي مقابل كل من الدينار الكويتي من جهة و بعض العملات الرئيسية الأخرى من جهة أخرى ، و في نهاية عام 2014 مقارنة بنهاية العام السابق و الذي سنوضحه من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم (14) :تغير سعر صرف الدولار الأمريكي مقابل الدينار الكويتي و بعض العملات الرئيسية في نهاية عام 2014 مقارنة بنهاية العام السابق.

نهاية الفترة	دينار كويتي(فلس)	اليورو	ين ياباني	فرنك سويسري	جنيه إسترليني
2013	282,250	0,728	105,170	0,892	0,607
2014	292,800	0,821	120,3	0,987	0,642
التغير	10,550	0,093	15,130	0,095	0,036
معدل التغير %	3,738	12,75	14,368	10,677	5,851

المصدر: بنك الكويت المركزي على الموقع: www.cbk.gov.kw

من خلال الجدول يلاحظ ارتفاع سعر صرف الدولار الأمريكي مقابل الدينار الكويتي بما قيمته 10,550 فلس و معدله 3,7 % ، كما سجل سعر صرف الدولار الأمريكي خلال

الفصل الثالث تقدير العلاقة بين تقلبات أسعار الصرف و المؤشر العام لأسعار الأسهم

لسوق الكويت للأوراق المالية (2012 - 2016)

ذات الفترة ارتفاعا مقابل كل من اليورو بما نسبته 12,8%، و الفرنك السويسري بما نسبته 10,4%، و الجنيه الإسترليني بما نسبته 5,8%، و الين الياباني بما نسبته 14,4%.

و حيث بين الجدول التالي تحركات سعر صرف الدولار الأمريكي مقابل كل من الدينار الكويتي و بعض العملات الرئيسية.

الجدول رقم (15) : سعر صرف الدولار الأمريكي مقابل الدينار الكويتي و بعض العملات الرئيسية من واقع البيانات اليومية خلال عام 2014.

العملات	أعلى	أدنى	الفرق	التغير %
دينار كويتي(فلس)	292,800	280,500	12,300	4,39
جنيه إسترليني	0,644	0,583	0,061	10,47
اليورو	0,821	0,718	0,104	14,45
فرنك سويسري	0,988	0,873	0,115	13,21
ين الياباني	121,510	101,170	20,340	20,10

المصدر: بنك الكويت المركزي على الموقع: www.cbk.gov.kw

تشير بيانات هذا الجدول إلى أن تحركات سعر صرف الدولار الأمريكي مقابل كل من الدينار الكويتي و بعض العملات الرئيسية من واقع البيانات اليومية خلال عام 2014 كانت ضمن هامش ضيقة نسبيا ، حيث بلغ الفرق بين أعلى سعر و أدنى سعر للدولار الأمريكي مقابل الدينار الكويتي نحو 4,4% ، أما العملات الرئيسية الأخرى ، فتشير البيانات إلى تقلبات ملموسة ، حيث و صلت إلى معدلات بلغت 20,1% مقابل الين الياباني ، و 10,5% مقابل الجنيه الإسترليني ، و 13,2% مقابل الفرنك السويسري ، و 14,5% مقابل اليورو .

الفصل الثالث تقدير العلاقة بين تقلبات أسعار الصرف و المؤشر العام لأسعار الأسهم
 لسوق الكويت للأوراق المالية (2012 - 2016)

الفرع الرابع : تطور سعر صرف الدينار الكويتي لسنة 2015.

شهد عام 2015 العديد من التطورات و المستجدات النقدية و المصرفية التي تعكس في مجملها استمرار جهود بنك الكويت المركزي في مجال السياسة النقدية و برامج الإشراف و الرقابة المصرفية و المتابعة لمستجدات الأوضاع الاقتصادية من جانب و التطورات في الأسواق العالمية من جانب آخر ، حيث واصل بنك الكويت المركزي خلال عام 2015 تطبيق نظام سعر الصرف الدينار الكويتي نفسه المتبع خلال السنوات المذكورة سابقا المعمول به اعتبارا من 20 مايو 2007، و في الجدول الموالي أهم تغيرات أسعار صرف الدولار الأمريكي مقابل الدينار الكويتي و العملات الرئيسية يلاحظ ارتفاع سعر صرف الدولار الأمريكي.

الجدول رقم (16): تغير أسعار صرف الدولار الأمريكي مقابل كل من الدينار الكويتي و بعض العملات الرئيسية في نهاية عام 2015 مقارنة بنهاية العام السابق

نهاية الفترة	دينار كويتي(فلس)	اليورو	ين ياباني	فرنك سويسري	جنيه إسترليني
2014	292,800	0,821	120,3	0,987	0,642
2015	303,30	0,911	120,33	0,988	0,671
التغير	10,5	0,09	0,025	0,001	0,029
معدل التغير %	3,6	11,0	0,02	0,1	4,5

المصدر: بنك الكويت المركزي على الموقع www.cbk.gov.kw

فعلى صعيد التغيرات في سعر صرف الدولار الأمريكي مقابل كل من الدينار الكويتي من جهة ، و بعض العملات الرئيسية من جهة أخرى ، في نهاية عام 2015 مقارنة بنهاية العام السابق يلاحظ ارتفاع سعر صرف الدولار الأمريكي مقابل الدينار الكويتي بما قيمته 10,5 فلوس و معدله 3,6% ، كما سجل سعر صرف الدولار الأمريكي خلال ذات الفترة ارتفاعا مقابل كل من اليورو بما نسبته 11,0% ، و الجنيه الإسترليني بما نسبته 4,5% ، و الفرنك السويسري بما نسبته 0,1% ، و الين الياباني بما نسبته 0,02%.

الفصل الثالث تقدير العلاقة بين تقلبات أسعار الصرف و المؤشر العام لأسعار الأسهم لسوق الكويت للأوراق المالية (2012 - 2016)

وفي هذا الصدد ، تشير البيانات إلى أن تحركات سعر صرف الدولار الأمريكي مقابل كل من الدينار الكويتي و بعض العملات الرئيسية من واقع التداولات اليومية خلال عام ، حيث كانت ضمن هوامش ضيقة نسبيا ، و هذا ما يبينه الجدول التالي:

الجدول رقم (17): سعر صرف الدولار الأمريكي مقابل الدينار الكويتي و بعض العملات الرئيسية من واقع التداولات اليومية خلال عام 2015

العملات	أعلى	ادنى	الفرق	التغير %
ديناركويتي (فلس)	304,4	293,6	10,8	3,68
جنيه إسترليني	0,684	0,629	0,056	8,83
اليورو	0,953	0,837	0,116	13,86
فرنك سويسري	1,031	0,858	0,174	20,23
ين الياباني	125,6	117,1	8,545	7,30

المصدر: بنك الكويت المركزي على الموقع: www.cbk.gov.kw

نلاحظ من خلال الجدول انه بلغ الفرق بين اعلي سعر و أدنى سعر للدولار الأمريكي مقابل الدينار الكويتي نحو 3,7% أما مقابل العملات الرئيسية الأخرى فتشير البيانات إلى تقلبات ملموسة حيث وصلت إلى معدلات بلغت 20,2% مقابل الفرنك السويسري و 13,9% مقابل اليورو و 8,8% مقابل الجنيه الإسترليني و 7,3% مقابل الين الياباني .

الفرع الخامس: تطور سعر صرف الدينار الكويتي لسنة 2016:

واصل بنك الكويت المركزي خلال عام 2016 تطبيق نظام سعر صرف الدينار الكويتي المعمول به اعتبارا من 20 مايو 2007 و جاءت التطورات المرتبطة بسعر صرف الدينار الكويتي خلال عام 2016 لتعكس الجهود بنك الكويت المركزي في مجال المحافظة على الاستقرار البنكي في المجال الكويتي مقابل العملات الرئيسية الأخرى ، و ذلك وفقا لسياسة ربط سعر صرف الدينار الكويتي التي حددها المرسوم رقم 147 لسنة 2007 ، و تقوم تلك السياسة على أساس ربط سعر صرف الدينار الكويتي بسلة خاصة موزونة من عملات الدول التي ترتبط بعلاقات تجارية و مالية رئيسية مع دولة الكويت.

الفصل الثالث تقدير العلاقة بين تقلبات أسعار الصرف و المؤشر العام لأسعار الأسهم لسوق الكويت للأوراق المالية (2012 – 2016)

فعلى صعيد التغيرات في سعر صرف الدولار الأمريكي مقابل كل من الدينار الكويتي من جهة ،وبعض العملات الرئيسية الأخرى من جهة أخرى، وفي نهاية عام 2016 مقارنة بنهاية العام السابق حسب الجدول التالي:

الجدول رقم (18): أسعار صرف الدولار الأمريكي مقابل كل من الدينار الكويتي و بعض العملات الرئيسية في نهاية عام 2016 مقارنة بنهاية العام السابق.

نهاية الفترة	ديناركويتي(فلس)	اليورو	ين ياباني	فرنك سويسري	جنيه إسترليني
2015	303,30	0,911	120,33	0,988	0,671
2016	306,15	0,955	117,63	1,028	0,814
التغير	2,85	0,04	-2,70	0,04	0,14
معدل التغير %	0,94	4,84	-2,24	3,99	21,31

المصدر: بنك الكويت المركزي على الموقع: www.cbk.gov.kw

نلاحظ من خلال الجدول ارتفاع سعر صرف الدولار الأمريكي مقابل الدينار الكويتي بما قيمته 2,85% فلسا و معدله 0,94% كما سجل سعر صرف الدولار الأمريكي خلال ذات الفترة ارتفاعا مقابل كل من الجنيه الإسترليني بما نسبته 21,31% و اليورو بما نسبته 4,84% و الفرنك السويسري بما نسبته 3,99% في حين سجل سعر صرف الدولار الأمريكي إ انخفاضاً مقابل الين الياباني بما نسبته 2,24%.

و في هذا الصدد تشير البيانات إلى أن تحركات سعر صرف الدولار الأمريكي مقابل الدينار الكويتي من واقع التداولات اليومية خلال عام 2016 كانت ضمن هوامش ضيقة نسبيا و هذا ما يبينه الجدول التالي:

الجدول رقم (19): سعر صرف الدولار الأمريكي مقابل الدينار الكويتي و بعض العملات الرئيسية من

واقع التداولات اليومية خلال عام 2016

العملات	أعلى	أدنى	الفرق	التغير %
دينار كويتي(فلس)	306,2	298,3	7,9	2,6
جنيه إسترليني	0,822	0,674	0,15	22,2

الفصل الثالث تقدير العلاقة بين تقلبات أسعار الصرف و المؤشر العام لأسعار الأسهم
 لسوق الكويت للأوراق المالية (2012 - 2016)

10,9	0,09	0,897	0,029	اليورو
8,0	0,08	0,953	1,029	فرنك سويسري
21,2	21,2	100,0	121,2	ين ياباني

المصدر: بنك الكويت المركزي على الموقع: www.cbk.gov.kw

من خلال الجدول نلاحظ انه بلغ الفرق بين اعلي سعر و أدنى سعر للدولار الأمريكي مقابل الدينار الكويتي نحو 2,6% ، أما مقابل العملات الرئيسية الأخرى فتشير البيانات إلى تقلبات ملموسة ، حيث وصلت إلى معدلات بلغت 22% مقابل الجنيه الإسترليني و 21,2% مقابل الين الياباني ، و 10,9% مقابل اليورو ، و 8% مقابل الفرنك السويسري .

المطلب الثاني : نظام سعر الصرف المتبع في دولة الكويت :

تمثل نظام سعر الصرف المتبع في دولة الكويت في انه:

- يشكل نظام سعر صرف الدينار الكويتي بموجب المرسوم رقم 147 لسنة 2007 إطار عمل السياسة النقدية لبنك الكويت المركزي في المرحلة الحالية .حيث أن السياسة النقدية هي مجموع الإجراءات و النظم و العمليات التي يقوم بها البنك المركزي لترسيخ الاستقرار النقدي ،للمحافظة على القوة الشرائية الداخلية للعملة الوطنية (مكافحة التضخم) ،و القوة الخارجية لها (سعر الصرف)، لتكوين متانة أوضاع الجهاز المصرفي و المالي ،و تعزيز معدلات النمو الاقتصادي، حيث تركز السياسة النقدية لبنك الكويت المركزي على ما ورد بنص المادتين (15) ، (26) من القانون رقم 32 لسنة 1968 في شأن النقد و بنك الكويت المركزي و تنظيم المهنة المصرفية، حيث تتمثل أغراض البنك المركزي حسب المادة (15) في العمل على تأمين ثبات النقد الكويتي ، و على حرية تحويلية إلى العملات الأجنبية الأخرى و كذلك العمل على توجيه سياسة الائتمان بما يساعد على التقدم الاقتصادي و الاجتماعي و زيادة الدخل القومي. و حيث تتمثل مهام مجلس إدارة البنك المركزي في رسم سياسة لبنك النقدية و الائتمانية. وتحديد معدل الخصم و إعادة الخصم و الفوائد و العمولات التي يتقاضاها البنك عن القروض و السلف و خصم الأوراق التجارية .

الفصل الثالث تقدير العلاقة بين تقلبات أسعار الصرف و المؤشر العام لأسعار الأسهم لسوق الكويت للأوراق المالية (2012 - 2016)

- يتمثل النظام في ربط سعر صرف الدينار الكويتي بسلة خاصة و موزونة من عملات اهم الدول التي ترتبط معها دولة الكويت بعلاقات تجارية و مالية رئيسية.
- يساهم نظام سلة العملات في تحقيق استقرار نسبي لسعر صرف الدينار الكويتي مقابل العملات الأخرى.
- يستجيب نظام سعر صرف لطبيعة الاقتصاد الكويتي (صغير الحجم ، يعتمد على تصدير النفط كمصدر للدخل و الإيرادات العامة و العملة الأجنبية ، و على الواردات لتلبية احتياجاته من السلع و حرية التدفقات الرأسمالية).
- اعتبار من 20 مايو 2007 قام بنك الكويت المركزي بربط سعر صرف الدينار الكويتي بسلة خاصة من عملات الدول التي ترتبط معها دولة الكويت بعلاقات مالية و تجارية مؤثرة في إطار مساعيه المتواصلة للقيام بدوره في مجال رسم و تنفيذ السياسة النقدية الرامية لتعزيز أجواء الاستقرار النقدي في الاقتصاد الوطني ، و المحافظة على القوة الشرائية للعملة الوطنية في مواجهة الضغوط التضخمية المستوردة.
- العمل بنظام السلة الخاصة الموزونة في تحديد سعر صرف الدينار الكويتي مقابل العملات الأخرى يوفر للبنك المركزي مساحة اكبر من المرونة النسبية في مجال رسم و تنفيذ السياسة النقدية ، و هي المرونة التي يسعى البنك المركزي من خلالها لترسيخ أجواء الاستقرار النقدي في الاقتصاد المحلي ، و المساهمة في امتصاص اثر تقلبات الحادة أحيانا في أسعار صرف العملات العالمية مقابل بعضها البعض الأمر الذي يعزز جهود البنك المركزي للحد من الضغوط التضخمية المستوردة المرتبطة بتطورات أسعار صرف العملات العالمية¹.

المطلب الثالث : سياسات سعر صرف المتبعة في دولة الكويت.

تهدف سياسة بنك الكويت المركزي الخاصة بسعر صرف الدينار الكويتي (KD) إلى المحافظة على الاستقرار النسبي لسعر صرف الدينار الكويتي مقابل العملات الأخرى و تعزيز هذا الاستقرار ، و كذلك

¹ - سامي الانبجي ، السياسة النقدية لبنك الكويت المركزي ، بنك الكويت المركزي ، 4 مايو ، 2013 ، ص ص : 4 - 8 .

الفصل الثالث تقدير العلاقة بين تقلبات أسعار الصرف و المؤشر العام لأسعار الأسهم

لسوق الكويت للأوراق المالية (2012 - 2016)

حماية الاقتصاد المحلي من اثار التضخم المستورد ، مما يعكس أهمية سعر الصرف بالنسبة للاقتصاد الكويتي الذي لا يفرض أية قيود على حركة رؤوس الأموال.

و قد انتهج بنك الكويت المركزي طوال الفترة الممتدة من 18 مارس 1975 حتى نهاية العام 2002 ، سياسة ربط سعر صرف الدينار الكويتي بسلة مرجحة من العملات العالمية ، و طبقا لهذه السياسة يقوم البنك الكويت المركزي بتحديد سعر صرف الدينار بناء على سلة خاصة مرجحة من عملات الدول التي ترتبط بعلاقات تجارية و مالية مهمة مع دولة الكويت.

و قد اثبتت تلك السياسة فعاليتها غي تحقيق درجة عالية من الاستقرار النسبي في سعر الصرف الدينار الكويتي مقابل العملات العالمية الرئيسية.

و خلال الفترة من 5 يناير 2003 حتى 19 مايو 2007 ، تم ربط الدينار الكويتي بالدولار الأمريكي ضمن هوامش محددة بموجب المرسوم الأميري رقم 266/2002، الذي ينص على ربط سعر صرف الدينار الكويتي بالدولار الأمريكي ضمن هوامش حول سعر التعادل و ذلك مع بداية العام 2003، فكان المحافظة في ذلك الوقت ، سعادة الشيخ سالم عبد العزيز الصباح قد أعلن سعر التعادل لصرف الدينار الكويتي مقابل الدولار لأول يوم عمل من يناير 2003 و الموافق الأحد 5 يناير 2003، حيث حدد سعر الصرف عند 299,63 فلس لكل دولار و بهامش (- / +) 3,5% ، و ذلك استناد إلى نفس الأسس و الاعتبارات التي بدا بنك الكويت المركزي على تطبيقها في تحديد سعر صرف الدينار الكويتي بموجب نظام سلة العملات ، و ذلك لضمان سلاسة الانتقال من ربط سعر صرف الدينار بسلة من العملات المرجحة الى ربط ه بالدولار الأمريكي ضمن هوامش محددة .

و بدء من 20 مايو 2007 و بموجب المرسوم رقم 147/2007، و تم إعادة ربط سعر صرف الدينار الكويتي بسلة غير مفصح عنها و مرجحة من العملات العالمية لأهم الشركاء التجاريين و المالىين لدولة الكويت ، إن العودة لسياسة سعر الصرف المتبعة قبل 2003 جاءت بهدف المحافظة على القوة الشرائية للعملة الوطنية و احتواء أثار الضغوط التضخمية على الاقتصاد المحلي . و ذلك بعد استفاد جميع المحاولات لامتناس الآثار غير المواتية من الانخفاض المتواصل للدولار الأمريكي آنذاك مقابل العملات الرئيسية الأخرى.

و الجدول الموالي يظهر لنا متوسط سعر صرف الدينار الكويتي مقابل الدولار الأمريكي (فلس)

الفصل الثالث تقدير العلاقة بين تقلبات أسعار الصرف و المؤشر العام لأسعار الأسهم
لسوق الكويت للأوراق المالية (2012 – 2016)

الجدول رقم (20): متوسط سعر صرف الدينار الكويتي مقابل الدولار الأمريكي (فلس) للفترة (2010-

(2016

سعر الصرف	المدة
302,16	2016
300,79	2015
284,49	2014
283,57	2013
279,91	2012

المصدر: بنك الكويت المركزي على الموقع: www.cbk.gov.kw

الفصل الثالث تقدير العلاقة بين تقلبات أسعار الصرف و المؤشر العام لأسعار الأسهم لسوق الكويت للأوراق المالية (2012 – 2016)

المبحث الثاني: دراسة تحليلية إحصائية للمؤشر العام لأسعار الأسهم لسوق الكويت للأوراق المالية

تتميز السوق المالية الكويتية بعراقتها و التطور المستمر لسوق الكويت للأوراق المالية جعلها من بين أحسن الأسواق المالية العربية من حيث التنظيم و الأداء على حد سواء ، كما أن القيمة السوقية لها تتجاوز 110مليار دولار في آخر سنة 2010مما يؤكد على أهمية هذا السوق .و على أهمية المؤشرات المتداولة في السوق التي تعكس الحالة الاقتصادية للدولة و من أهم مؤشرات سوق الكويت مؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق الكويت للأوراق المالية ،و في هذا المبحث سنتطرق إلى مفاهيم أساسية حول المؤشر العام لأسعار الأسهم الذي خصصناه في دراستنا من خلال التطرق إلى:

- **المطلب الأول : تعريف مؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق الكويت
للأوراق المالية**
- **المطلب الثاني: كيفية حساب مؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق الكويت
للأوراق المالية**
- **المطلب الثالث : تطور المؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق الكويت
للأوراق المالية خلال الفترة (2012-2016)**

الفصل الثالث تقدير العلاقة بين تقلبات أسعار الصرف و المؤشر العام لأسعار الأسهم لسوق الكويت للأوراق المالية (2012 - 2016)

المطلب الأول: تعريف المؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق الكويت للأوراق المالية.

يعتبر المؤشر العام لأسعار الأسهم من بين المؤشرات المالية المهمة في سوق الكويت للأوراق المالية التي تعكس الأوضاع المالية لمجموعات من الوحدات في دولة الكويت . يعرف المؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق الكويت للأوراق المالية kse بأنه مؤشر لأسعار الأسهم ، و مرجح بالقيمة السوقية لـ 35 شركة¹.

يقوم سوق الكويت للأوراق المالية باحتساب مؤشر الأسعار ،طبقا للطريقة التي تقوم على معادلة المتوسطات الحسابية ،و تعتمد هذه الطريقة على المعايير المعترف بها عالميا لاحتساب المؤشر و هي تقوم بالتوافق تلقائيا مع توزيعات الأرباح بطريقة دقيقة². و يتم احتساب المؤشرات خلال ساعات التداول في ايام العمل الرسمية و تقوم بورصة الكويت باحتساب و نشر أسعار المؤشرات بشكل فوري و تقوم بتحديثها بناء على الصفقات التي تتم في السوق ،كما تقوم أيضا باستخدام سعر الإغلاق الرسمي لاحتساب مؤشرات بورصة الكويت الوزنية في نهاية التداول، حيث يعتبر سعر الإغلاق هو سعر السهم الرسمي ، في حال عدم إتمام أي صفقة في مزاد الإغلاق فيعتمد على سعر آخر صفقة في التداول ،و في حال عدم تداول السهم فينظر إلى السعر المرجعي للسهم عند احتساب المؤشر، و لا يجوز ضم الشركات المدرجة في البورصة التي تتداول بعملة غير الدينار الكويتي في أي من المؤشرات ،كما يجوز للبورصة الكويتية أن تحدد القيمة الدنيا للصفقة التي يتم حسابها ضمن أي من مؤشراتهما، تستمد بيانات المؤشر من المعلومات المتوفرة من نظام التداول ، و افصاحات الشركات المدرجة و كذلك أي إجراءات أو استحقاقات على الأسهم وفق معلومات و وكالة المقاصة³.

و تشمل قائمة المؤشرات في سوق الأوراق المالية على مؤشرات السوق العامة و مؤشرات قطاعات السوق المختلفة على النحو التالي:

¹-حسين قبلان ،مرجع سبق ذكره ، ص:107

² -غراية زهير ، ترزو محمد،التحليل القياسي لاستجابة مؤشرات الاسواق المالية لديناميكية مؤشر "داو جونز"الصناعي ،مجلة اداء المؤسسات الجزائرية ، العدد02، 2013، ص : 144.

³ - بورصة الكويت ، قواعد بورصة الكويت ،الإصدار الأول ،ابريل 2018، ص ص: 55-57.

الفصل الثالث تقدير العلاقة بين تقلبات أسعار الصرف و المؤشر العام لأسعار الأسهم
لسوق الكويت للأوراق المالية (2012 - 2016)

الجدول رقم (21): مؤشرات سوق الكويت للأوراق المالية.

اسم المؤشر	القيمة الاسمية
المؤشرات العامة	
مؤشر السوق الأول	5000
مؤشر السوق الرئيسي	5000
مؤشر السوق العام	5000
مؤشرات القطاعات	
مؤشر النفط و الغاز الوزني	1000
مؤشر المواد الأساسية الوزني	1000
مؤشر الصناعة الوزني	1000
مؤشر السلع الاستهلاكية الوزني	1000
مؤشر الرعاية الصحية الوزني	1000
مؤشر الخدمات الاستهلاكية الوزني	1000
مؤشر الاتصالات الوزني	1000
مؤشر المنافع الوزني	1000
مؤشر البنوك الوزني	1000
مؤشر التأمين الوزني	1000
مؤشر العقار الوزني	1000
مؤشر الخدمات المالية الوزني	1000
مؤشر التكنولوجيا الوزني	1000

المصدر: بورصة الكويت ، مرجع سبق ذكره ، ص: 54 55.

و من بين المؤشرات المهمة و البديلة في سوق الكويت للأوراق المالية مؤشر كويت 15 و رمزه KSX و هو مؤشر قياس أداء سوق الكويت للأوراق المالية ، و قد صمم هذا المؤشر ليكون المقياس الرائد للاقتصاد الكويتي ، و ليتابع أداء سوق الكويت للأوراق المالية ككل

الفصل الثالث تقدير العلاقة بين تقلبات أسعار الصرف و المؤشر العام لأسعار الأسهم لسوق الكويت للأوراق المالية (2012 - 2016)

مما يعكس أقصى حالة ممكنة لوضع التداول و بغرض تسهيل تداول المشتقات في السوق¹، و من خصائصه انه مؤشر وزني للقيمة الرأسمالية قابل للتداول، يساهم المؤشر كأساس للأدوات المرتبطة بالمؤشرات مثل مؤشر المشتقات ، و مؤشر الصناديق ، و الصناديق القابلة للتداول².

المطلب الثاني: كيفية حساب المؤشر العام للأسعار الأسهم في سوق الكويت للأوراق المالية

تقوم البورصة باحتساب مؤشراتها ذات العائد السعري و الكلي بناء على وزن قيمتها السوقية بالنسبة و التناسب مع إجمالي القيمة السوقية³، و تتم كيفية حساب مؤشر سوق الكويت للأوراق المالية كمايلي:
الفرع الأول: مؤشر السوق السعري.

يتم حساب المؤشر السعري بأخذ متوسط أسعار الشركات التي يغطيها المؤشر و تكون الأوزان المجددة متناسبة مع التغير في أسعار الأسهم مقارنة بتاريخ الأساس، و يعد المؤشر السعري لسوق الكويت للأوراق المالية هو احد الأمثلة للمؤشر السعري ، و من نقاط قوته انه هو الأكثر شيوعا في الكويت ، هذا المؤشر اقل عرضه للانحراف المفرط الذي تتسبب فيه القيم السوقية الضخمة جدا لبعض الشركات فهو مدفوع بالأداء السعري أكثر من القيمة السوقية و يعني ذلك أن الوراق المالية ذات الأداء الأفضل ، كما انه يتم تعديل الأرباح النقدية عند حساب هذا المؤشر و يعتبر مفيد للمحافظ المالية المبنية على شراء عدد مساو من حصة الأسهم الممثلة في المؤشر ، كما انه يعتبر المؤشر السعري من أكثر الأدوات المفيدة في التداول اليومي (المضاربات)⁴.

¹ -الموقع الالكتروني : <https://www.tjarifb.com>

² -الموقع الالكتروني : <http://www.kuwaitse.com/A/ASE/launch.aspx>

³ - بورصة الكويت، مرجع سبق ذكره، ص:55.

⁴ - الموقع الالكتروني : www.indexsignal.com

الفصل الثالث تقدير العلاقة بين تقلبات أسعار الصرف و المؤشر العام لأسعار الأسهم لسوق الكويت للأوراق المالية (2012 - 2016)

و تنص المعادلة المستخدمة في احتساب مؤشر السوق سعري على¹:

$$\frac{\sum_{i=1}^n [(price/base_i) \times corrector_i] \times multiplier}{n}$$

حيث:

n: عدد الأسهم المشتركة في المؤشر

Price: سعر السهم الحالي

Base: سعر الأساس أي سعر إقبال السهم في تاريخ الأساس

Corrector: المصحح لاحتساب اثر توزيعات الأسهم و تصحح كالتالي:

توزيعات الأرباح: المصحح=المصحح×(السعر-الأرباح)

توزيعات الأسهم: المصحح=المصحح× التوزيعات %100

Multiplier: 1.000 نقطة

الفرع الثاني : مؤشر السوق الوزني

يعكس المؤشر الوزني القيمة السوقية لكل شركة ، لذلك فان الشركات ذات القيمة السوقية الأكبر تسود هذا النوع من المؤشرات ، و أحد الأمثلة على هذه المؤشرات هو مؤشر "جلوبل" العام، و من مميزات هذا المؤشر انه يتميز بدقة اكبر في لظهار حالة السوق حيث يتم الأخذ في الاعتبار القيمة السوقية الخاصة بكل سهم في المؤشر عند حسابه ، فيكون وزن كل سهم متناسبا مع القيمة السوقية الإجمالية لها ، كما يتيح المؤشر الوزني للمستثمرين النقاط كل تغير على حدة في تقييم الشركات بالمؤشر ، كما أن المؤشر الوزني

¹ -محمود مقدم ، تأثير الأزمة المالية العالمية 2008 على أداء الأسواق المالية العربية ، دراسة حالة الأسواق المالية لكل من السعودية-و الكويت-و مسقط خلال الفترة2007-2010، مذكرة لاستكمال متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم التجارية ،كلية العلوم الاقتصادية و العلوم التجارية و علوم التسيير،جامعة قاصدي مرياح ، ورقلة ، الجزائر،2016-2017، ص ص :90 91.

الفصل الثالث تقدير العلاقة بين تقلبات أسعار الصرف و المؤشر العام لأسعار الأسهم لسوق الكويت للأوراق المالية (2012 – 2016)

يعتبر مفيد للمحافظ المالية المبنية على تحديد وزن معين (نسبة) لكل من الاوراق المالية التي تشتريها في مقابل قيمتها السوقية¹ .

المعادلة المستخدمة في احتساب مؤشر السوق الوزني هي كالآتي²:

$$\frac{\text{price}_i \times \text{weight}_i}{\sum_{i=1}^n}$$

Index divisor

حيث:

Price : سعر السهم الحالي

Weight : عدد الأسهم القائمة للسهم

تستخدم معادلة مؤشر السوق الوزني لاحتساب مؤشر كويت15.

معظم المؤشرات تعتمد في حسابها على طريقة الوزن السعري أو القيمة السوقية . فبالنسبة للمؤشر الوزني ، فان أسهم الشركات ذات القيمة السوقية الأعلى تحظى بالوزن الأكبر على المؤشر . في حين الأسهم صاحبة أعلى تغير في السعر (بالمقارنة بالسعر في تاريخ الأساس) هي المحرك الأساسي في المؤشر السعري³.

المطلب الثالث: تطور المؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق الكويت للأوراق المالية

خلال الفترة(2012-2016)

مر المؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق الكويت للأوراق المالية بتطورات عديدة خلال الفترة

2012-2016 و هذا ما سيتم التطرق له خلال الفروع التالية:

¹ - الموقع الالكتروني : www.indexsignal.com

² - محمود مقدم ، مرجع سبق ذكره ، ص: 91.

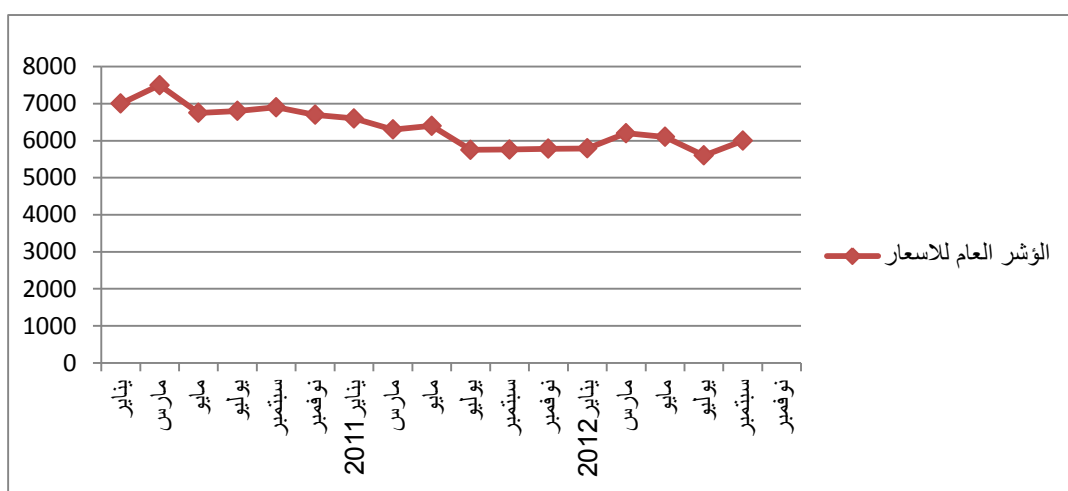
³ - الموقع الالكتروني ، مرجع سبق ذكره.

الفصل الثالث تقدير العلاقة بين تقلبات أسعار الصرف و المؤشر العام لأسعار الأسهم لسوق الكويت للأوراق المالية (2012 – 2016)

الفرع الأول: تطورات مؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق الكويت سنة 2012.

سجلت مؤشرات حركة التداول و مستويات السعار الرئيسية في سوق الكويت للأوراق المالية ارتفاعا خلال عام 2012 و ساهم تزايد حركة التداول في دفع مستويات السعار نحو الصعود الذي تتركز معظمه في الربع الأول من العام ، و اقلل المؤشر العام الأسعار التعاملات مرتفعا نسبته معينة ، سجل المؤشر الوزني ارتفاعا في عام 2012، و ستتناول في هذا الجزء تطورات المؤشر العام لأسعار لسوق الكويت و هذا ما يبينه الشكل التالي :

الشكل رقم (07): حركة مؤشر العام للأسعار في سوق الكويت للأوراق المالية 2012



المصدر: بنك الكويت المركزي على الموقع: www.cbk.gov.kw

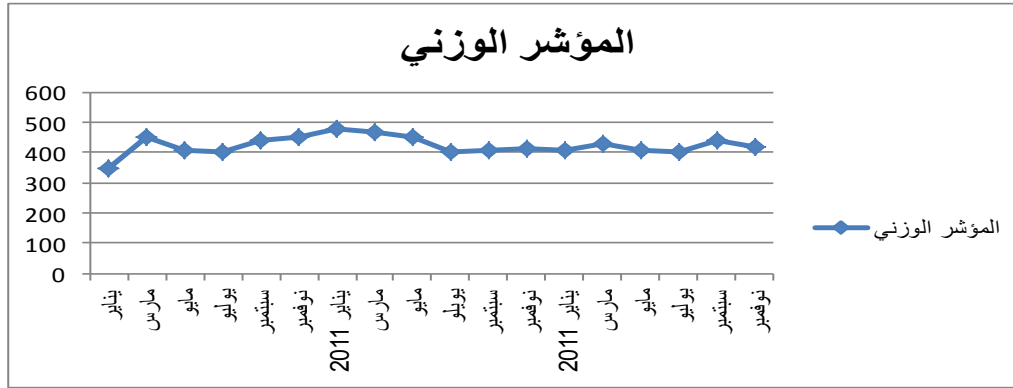
سجل المؤشر العام للأسعار في سوق الكويت لأوراق المالية (29 / 12 / 1993 : نقطة) في نهاية عام 2012 ارتفاعا ، حيث اقلل تداولات العام عند مستوى 5934,28 نقطة مقابل نحو 5814,20 نقطة في نهاية عام 2011 ، مرتفعا بنحو 120,08 نقطة و بنسبة 2,04% بعد تراجع مقداره 1141,30 نقطة و نسبته 16,41% في نهاية عام 2011 عن مستوى إقفاله في نهاية عام 2012. كذلك اتخذ المؤشر الوزني للأسعار في السوق اتجاها أكثر وضوحا نحو الارتفاع ، حيث اقلل عند مستوى 417,65 نقطة في نهاية عام 2012 مقابل 405,62 نقطة في نهاية عام 2011 ، و بما يمثل ارتفاعا بنحو 12,03 نقطة و بنسبة 2,97% في حين سجل المؤشر الوزني انخفاضا مقداره 78,55 نقطة و بنسبة 16,22% في نهاية عام 2011 عن نهاية عام 2010.

و خلال عام 2012 صدر مؤشر جديد ضمن مؤشرات سوق الكويت للأوراق المالية وهو " مؤشر كويت 15 " الذي سجل فيه المؤشر ارتفاعا طفيفا في نهاية عام 2012 ، ليقلل عند مستوى

الفصل الثالث تقدير العلاقة بين تقلبات أسعار الصرف و المؤشر العام لأسعار الأسهم لسوق الكويت للأوراق المالية (2012 – 2016)

1009,09 نقطة مرتفعا بها مقداره 9,09 نقطة و نسبة 0,91% مقارنة لقيمة الأساس لهذا المؤشر
(2012/5/13=1000 نقطة). و هذا ما يبينه الرسم البياني التالي للمؤشر الوزني

الشكل رقم (08): حركة مؤشر الوزني في سوق الكويت للأوراق المالية.2012.



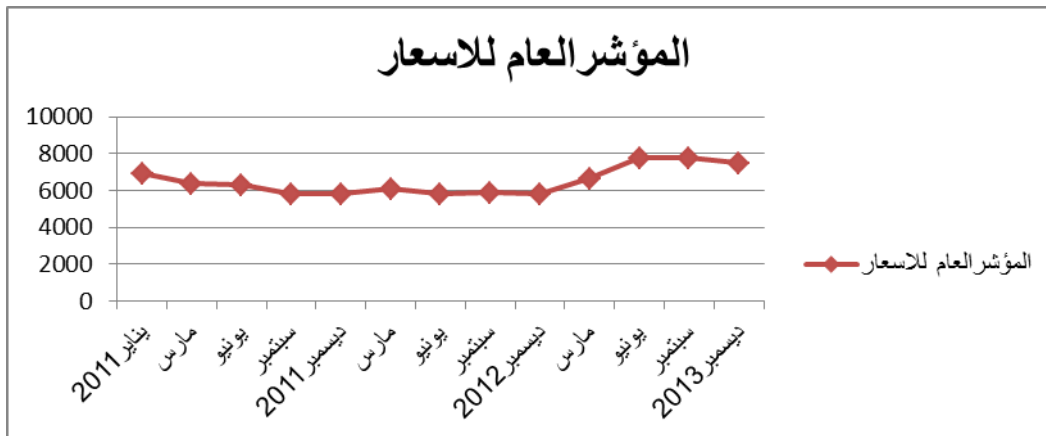
المصدر: بنك الكويت المركزي على الموقع : www.cbk.gov.kw

الفرع الثاني: تطور مؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق الكويت للأوراق المالية سنة

2013

ارتفعت مؤشرات حركة التداول ومستويات الأسعار الرئيسية في سوق الكويت للأوراق المالية بشكل ملحوظ خلال عام 2013 ، و في هذا الصدد اقل المؤشر العام للأسعار التعاملات مرتفعا بنسبة 27,22% مقارنة بإقبال عام 2012، كما صاحبه ارتفاع غي المؤشر الوزني بنسبة اقل في نهاية عام 2013 و بنسبة 8,43% مقارنة عام 2012 ، و الشكل التالي بين حركة مؤشر العام للأسعار .

الشكل رقم(09):حركة مؤشر العام للأسعار في سوق الكويت للأوراق المالية2013

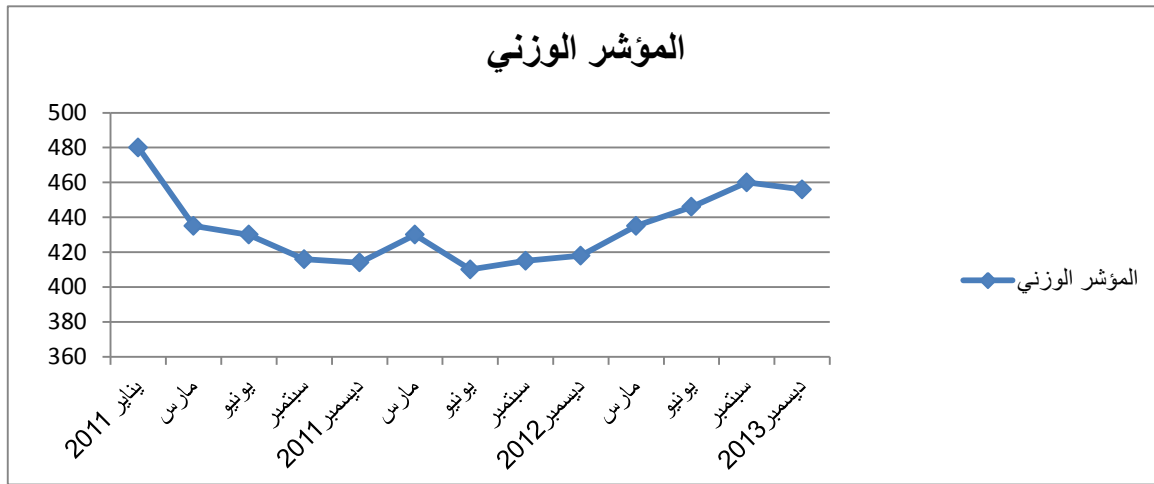


المصدر: بنك الكويت المركزي على الموقع : www.cbk.gov.kw

الفصل الثالث تقدير العلاقة بين تقلبات أسعار الصرف و المؤشر العام لأسعار الأسهم لسوق الكويت للأوراق المالية (2012 – 2016)

سجل المؤشر العام للأسعار في سوق الكويت للأوراق المالية (1999/12/29=1000 نقطة) ارتفاعاً ملموساً خلال عام 2013، حيث انقل تداولات العام عند مستوى 7549,52 نقطة مقابل نحو 5934,28 نقطة في نهاية عام 2012 مرتفعاً نحو 1615,24 نقطة و بنسبة 27,22% .
كذلك ارتفع المؤشر الوزني للأسعار في السوق و هذا ما سيبينه الشكل التالي:

الشكل رقم (10): حركة المؤشر الوزني لسوق الكويت للأوراق المالية 2013



المصدر: بنك الكويت المركزي على الموقع : www.cbk.gov.kw

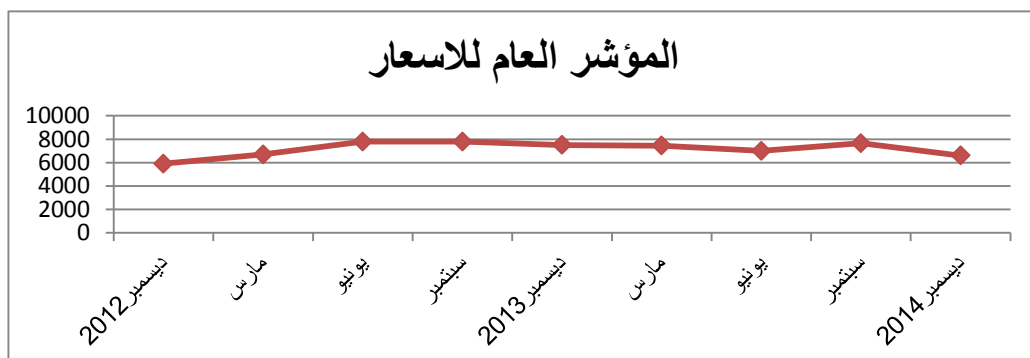
ارتفع المؤشر الوزني للأسعار في السوق ليقتل عند مستوى 452,86 نقطة في نهاية عام 2013 مقابل 417,65 نقطة في نهاية عام 2012 ، و بما يمثل ارتفاعاً بنحو 35,21 نقطة و بنسبة 8,43% ، و في هذا الاتجاه ارتفع مؤشر الكويت 15 ، حيث انقل تداولات العام عند مستوى 1068,42 مقابل نحو 1009.09 في نهاية عام 2012 مرتفعاً بما مقداره 59,33 نقطة و نسبته 5,88% .

الفرع الثالث: تطور مؤشر العام للأسعار في سوق الكويت للأوراق المالية سنة 2014

تراجعت مؤشرات التداول و مستويات الأسعار الرئيسية في سوق الأوراق المالية بشكل ملحوظ خلال عام 2014 ، حيث انقل العام للأسعار التعاملات في نهاية عام 2014 منخفضاً بنسبة 13,43% مقارنة بإقبال عام 2013 و الشكل التالي يبين حركة المؤشر العام للأسعار.

الفصل الثالث تقدير العلاقة بين تقلبات أسعار الصرف و المؤشر العام لأسعار الأسهم لسوق الكويت للأوراق المالية (2012 – 2016)

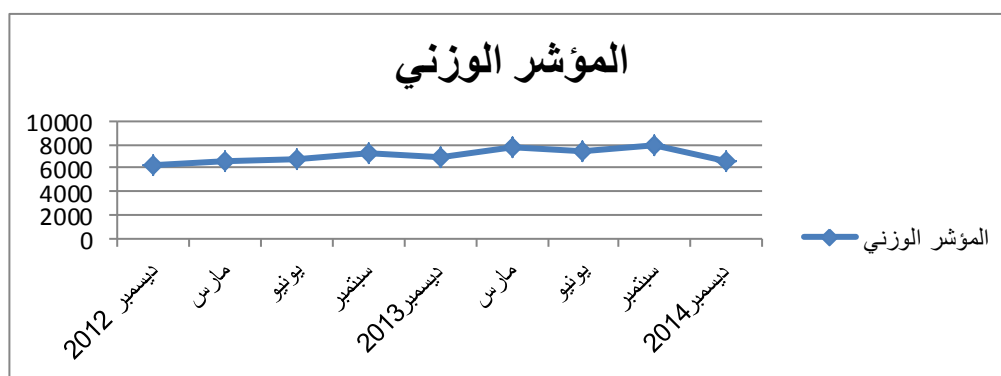
الشكل رقم (11): حركة المؤشر العام للأسعار في سوق الكويت للأوراق المالية 2014



المصدر: بنك الكويت المركزي على الموقع : www.cbk.gov.kw

سجل المؤشر العام للأسعار في سوق الكويت للأوراق المالية (1993/12/29=1000 نقطة) في نهاية عام 2014 انخفاضا ملموسا ، حيث اقل تداولات العام عند مستوى 6535,72 نقطة مقابل نحو 7549,52 نقطة في نهاية عام 2013 ، منخفضا بنحو 1013,80 نقطة و بنسبة 13,43% . كذلك انخفض المؤشر الوزني للأسعار في السوق - و إن كان بنسبة اقل من المؤشر العام للأسعار - و هذا ما يبينه الشكل التالي:

الشكل رقم (12): حركة المؤشر الوزني لسوق الكويت للأوراق المالية 2014



المصدر: بنك الكويت المركزي على الموقع : www.cbk.gov.kw

انخفض المؤشر الوزني للأسعار في السوق و إن كان بنسبة اقل من المؤشر العام للأسعار ، ليقفل في نهاية عام 2014 عند مستوى 438,88 نقطة مقابل 452,86 نقطة في نهاية عام 2013، و بما يمثل انخفاضا بنحو 13,98 نقطة و بنسبة 3,09% ، و في ذات الاتجاه ، انخفض مؤشر الكويت 15 خلال عام 2014 ليصل إلي مستوى 1059,95 مقابل نحو 1068,42 في نهاية عام 2013 متراجعا بما مقداره 8,47 نقاط و نسبته 0,79% .

الفصل الثالث تقدير العلاقة بين تقلبات أسعار الصرف و المؤشر العام لأسعار الأسهم
لسوق الكويت للأوراق المالية (2012 – 2016)

و خلال أرباع عام 2014 سجلت مؤشرات الأسعار الرئيسية تراجعاً و هذا ما يبينه الجدول التالي:
الجدول رقم (22): مؤشرات الأسعار الرئيسية من فترة الربع الأخير لعام 2013 حتى فترات الأرباع لعام

2014

الفترة	المؤشر العام	المؤشر الوزني	مؤشر كويت 15
الربع الاخير 2013	7549,52	452,86	1068,42
الربع الأول 2014	7572,81	483,13	1175,11
%	0,31+	6,68+	9,99+
الربع الثاني 2014	6971,44	469,75	1140,05
%	7,94-	2,77-	2,98-
الربع الثالث 2014	7621,51	494,44	1203,82
%	9,32+	5,26+	5,59+
الربع الرابع	6535,72	438,88	1059,95
%	14,25-	11,24-	11,95-

% تعبر عن التغير بين الربع الحالي عن الربع السابق للمؤشرات الرئيسية.

المصدر: بنك الكويت المركزي على الموقع: www.cbk.gov.kw

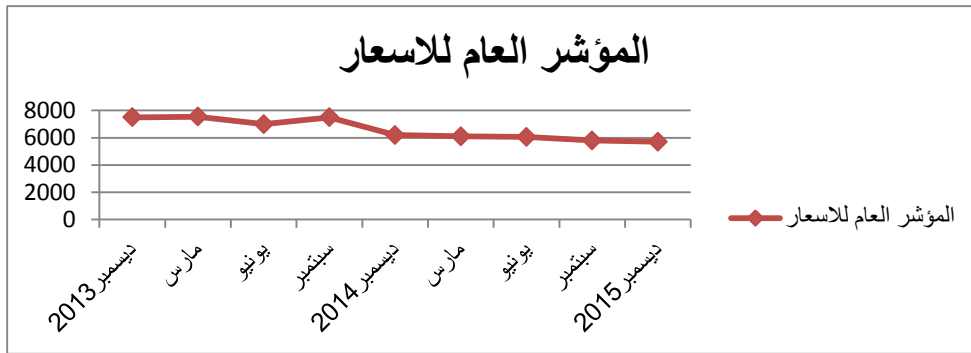
الفرع الرابع: تطور مؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق الكويت للأوراق المالية لسنة

2015

شهدت مؤشرات التداول و مستويات الأسعار الرئيسية في سوق الأوراق المالية تراجعاً ملحوظاً
خلال عام 2015، حيث انقل المؤشر العام للأسعار التعاملات في نهاية عام 2015 منخفضاً بنسبة
14,09% مقارنة بإقبال عام 2014 و الشكل التالي يبين حركة المؤشر العام للأسعار في سنة 2015

الفصل الثالث تقدير العلاقة بين تقلبات أسعار الصرف و المؤشر العام لأسعار الأسهم لسوق الكويت للأوراق المالية (2012 – 2016)

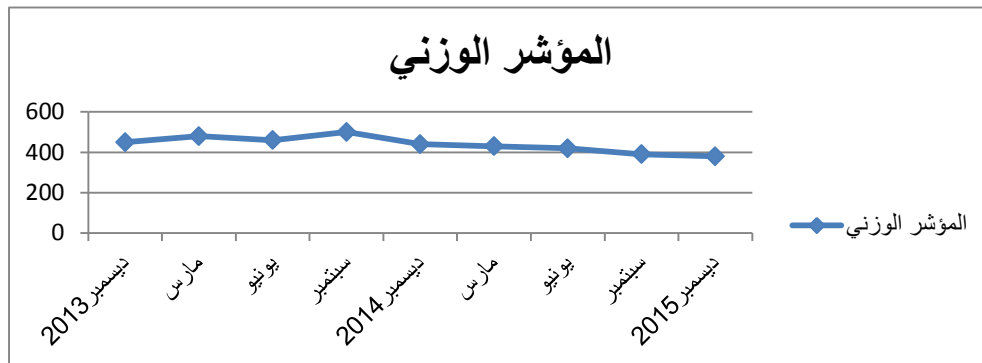
الشكل رقم(13):حركة المؤشر العام للأسعار في سوق الكويت للأوراق المالية 2015



المصدر: بنك الكويت المركزي على الموقع: www.cbk.gov.kw

سجل المؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق الكويت للأوراق المالية (1993/12/29=1000 نقطة) في نهاية عام 2015 انخفاضا ملموسا، حيث اقل تداولات العام عند مستوى 5615,12 نقطة مقابل نحو 6535,72 نقطة في نهاية عام 2014، منخفضا بنحو 920,60 نقطة و بنسبة 14,09%، و سجل المؤشر العام للأسعار في سوق الكويت للأوراق المالية خلال عام 2015 أعلى مستوى يومي له في 8 فبراير 2015 عند مستوى 6755,14، فيما سجل المؤشر أدنى مستوى يومي له في 29 ديسمبر 2015 عند مستوى 5571,93 نقطة، و بهذا يصبح الفرق بين أعلى و أدنى مستوى لإقفال اليومي خلال عام 2015 هو 21,24%. كما سجل المؤشر الوزني للسوق تراجعا في نهاية 2015 مقارنة بإقفال عام 2014 و هذا مايبينه الشكل التالي:

الشكل رقم (14):حركة المؤشر الوزني في سوق الكويت للأوراق المالية 2015



المصدر: بنك الكويت المركزي على الموقع : www.cbk.gov.kw

الفصل الثالث تقدير العلاقة بين تقلبات أسعار الصرف و المؤشر العام لأسعار الأسهم لسوق الكويت للأوراق المالية (2012 - 2016)

انخفض المؤشر الوزني للأسعار في السوق (2000/12/26=100نقطة) ليقل في نهاية عام 2015 عند مستوى 381,70 نقطة مقابل 437,77 نقطة في نهاية عام 2014، و بما يمثل انخفاضا بنحو 57,18 نقطة و بنسبة 13,03% . و في ذات الاتجاه ، انخفض مؤشر الكويت 15 (2013/5/13=1000نقطة) في نهاية عام 2015 ليصل الى مستوى 900,43 نقطة مقابل نحو 1059,95 نقطة في نهاية عام 2014 متراجعا بما مقداره 159,52 نقطة و نسبته 15,05%.

و خلال أرباع عام 2015، سجلت مؤشرات الأسعار الرئيسية تراجعا ملموسا في الربع الثالث من العام ،حيث سجل كل من المؤشر العام للأسعار و المؤشر الوزني و مؤشر الكويت 15 انخفاضا بما نسبته (7,69%، و 7,51% ، 8,06%) على الترتيب مقارنة بالربع الثاني من عام 2014 و هذا مايبينه الجدول التالي:

الجدول رقم(23) : مؤشرات الأسعار الرئيسية من فترة الربع الأخير لعام 2014حتى فترات الأرباع لعام 2015

الفترة	المؤشر العام	المؤشر الوزني	مؤشر الكويت 15
الربع الأخير 2014	6535,72	438,88	1059,95
الربع الاول 2015	6282,46	427,18	1021,43
%	3,88-	2,67-	3,63-
الربع الثاني 2015	6202,95	419,94	1017,02
%	1,27-	1,67-	0,43-
الربع الثالث 2015	5725,96	388,40	935,06
%	7,69-	7,51-	8,06-
الربع الرابع 2015	5615,12	381,70	900,43
%	1,94-	1,73-	3,70-

المصدر: بنك الكويت المركزي على الموقع: www.cbk.gov.kw

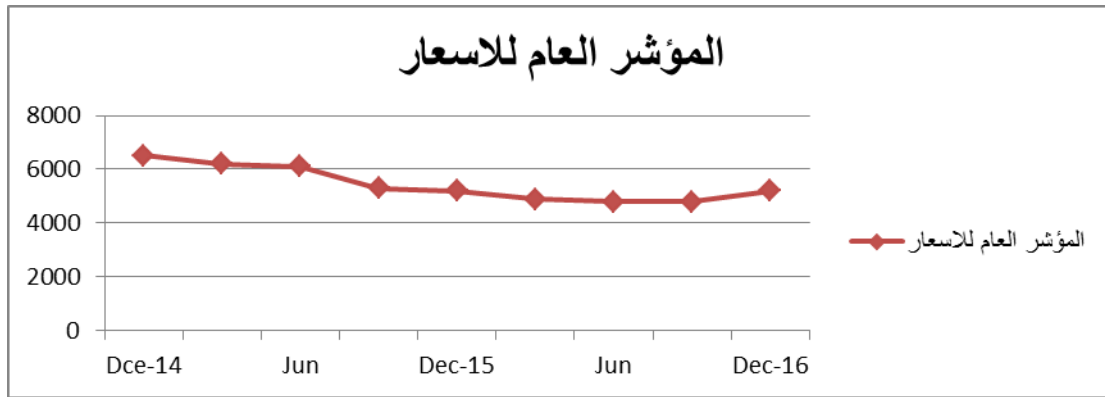
الفصل الثالث تقدير العلاقة بين تقلبات أسعار الصرف و المؤشر العام لأسعار الأسهم لسوق الكويت للأوراق المالية (2012 – 2016)

الفرع الخامس: تطور المؤشر العام للأسعار الأسهم في سوق الكويت للأوراق المالية

سنة 2016

تباين أداء مؤشرات التداول و مستويات الأسعار الرئيسية في بورصة الكويت خلال عام 2016 ، حيث اقل المؤشر العام للأسعار في نهاية عام 2016 مرتفعا بنسبة 2,37% مقارنة بإقفال عام 2015 و هذا ما يبينه الشكل التالي:

الشكل رقم (15): حركة مؤشر العام للأسعار في سوق الكويت للأوراق المالية 2016

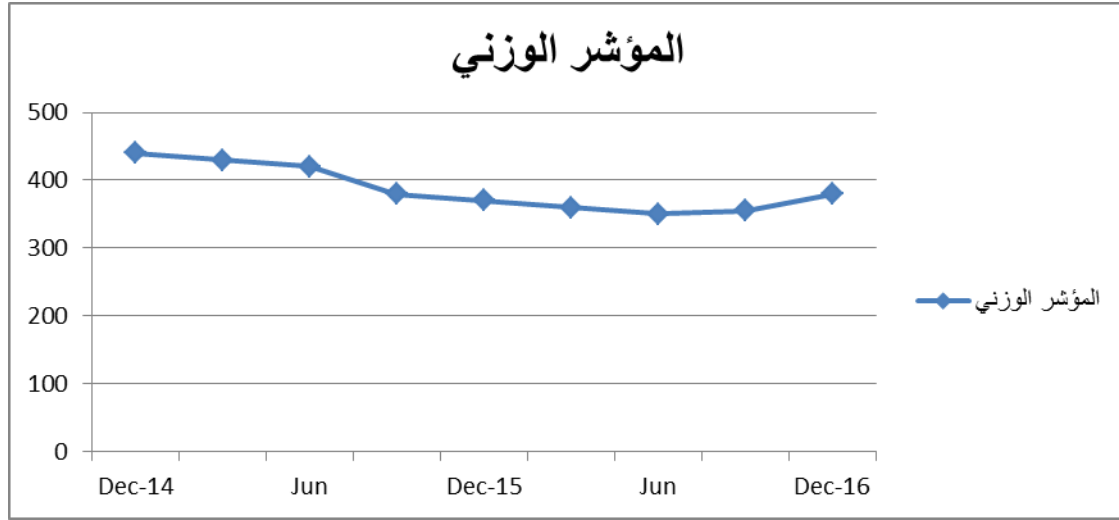


المصدر: بنك الكويت المركزي على الموقع : www.cbk.gov.kw

سجل المؤشر العام للأسعار في بورصة الكويت (1993/12/29=1000 نقطة) في نهاية عام 2016 ارتفاعا ملموسا ، حيث اقل تداولات العام عند مستوى 5748,09 نقطة مقابل نحو 5615,12 نقطة في نهاية عام 2015، مرتفعا بنحو 132,97 نقطة و بنسبة 2,37%، و سجل المؤشر العام للأسعار في بورصة الكويت خلال عام 2016 أعلى مستوى يومي له في 28 ديسمبر 2016 عند مستوى 5753,36 نقطة ، فيما سجل المؤشر أدنى مستوى يومي له في 26 يناير 2016 عند مستوى 4936,51 نقطة ، و بهذا يصبح الفرق بين أعلى و أدنى مستوى للإقفال اليومي خلال عام 2016 نحو 816,8 نقطة ، أي ما نسبته 16,55% و في المقابل انخفض المؤشر الوزني في البورصة و هذا ما يبينه الشكل الموالي :

الفصل الثالث تقدير العلاقة بين تقلبات أسعار الصرف و المؤشر العام لأسعار الأسهم
لسوق الكويت للأوراق المالية (2012 – 2016)

الشكل رقم (16): حركة المؤشر الوزني للأسعار في بورصة الكويت 2016



المصدر: بنك الكويت المركزي على الموقع : www.cbk.gov.kw

انخفض المؤشر الوزني في لبورصة (2000/12/26=100نقطة) بشكل طفيف ليقفل في نهاية عام 2015 عند مستوى 380,09 نقطة مقابل 381,70 نقطة في نهاية عام 2015، و بما يمثل انخفاضا بنحو 1,61 نقطة و بنسبة 0,42%، و في ذات الاتجاه انخفض مؤشر كويت 15 (2012/5/13=1000نقطة) في نهاية عام 2016 ليصل إلى مستوى 885,02 نقطة مقابل نحو 900,43 نقطة في نهاية عام 2015 متراجعا بما مقداره 15,41 نقطة و نسبته 1,71%. و خلال عام 2016، سجلت مؤشرات الأسعار الرئيسية ارتفاعا ملحوظا في الربع الرابع من العام و هذا ما يبينه الجدول التالي:

الجدول رقم (24): مؤشرات الأسعار الرئيسية في نهاية الأرباع لعام 2016 (نقطة)

الفترة	المؤشر العام	المؤشر الوزني	مؤشر كويت 15
الربع الأخير 2015	5615,12	381,70	900,43
الربع الأول 2016	5391,81	366,28	863,33
%	3,98-	40,4-	4,12-
الربع الثاني 2016	5364,57	351,44	805,71
%	0,51-	4,05-	6,67-
الربع الثالث 2016	5398,39	351,87	814,1

الفصل الثالث تقدير العلاقة بين تقلبات أسعار الصرف و المؤشر العام لأسعار الأسهم
 لسوق الكويت للأوراق المالية (2012 - 2016)

1,04+	0,12+	0,63+	%
885,02	380,09	5748,09	الربع الرابع 2016
8,71+	8,02+	6,48+	%

المصدر: بنك الكويت المركزي على الموقع : www.cbk.gov.kw

سجلت مؤشرات الأسعار الرئيسية من خلال الجدول ارتفاعا ملحوظا في الربع الرابع من العام ، حيث سجل كل من المؤشر العام للأسعار و المؤشر الوزني و مؤشر كويت 15 ارتفاعا بما نسبته (6,48% ، و 8,02% ، و 8,71%) على الترتيب مقارنة بالربع الثالث من عام 2016.

الفصل الثالث تقدير العلاقة بين تقلبات أسعار الصرف و المؤشر العام لأسعار الأسهم لسوق الكويت للأوراق المالية (2012 - 2016)

المبحث الثالث : تحديد طبيعة العلاقة بين تقلبات أسعار الصرف و المؤشر العام لأسعار الأسهم لسوق الكويت للأوراق المالية

في معظم تحليلات العمليات العشوائية و الإحصائية للبيانات المتسلسلة زمنيا ، تكون نماذج الانحدار الذاتي $AR, ARMA, MA$ و أنواعها و درجاتها المختلفة هي الأكثر استخداما و الملائمة للكثير من الظواهر و الحالات للسلاسل الزمنية أو التي لها بيانات تاريخية ، و التي تعتمد أسلوب التحليل فيها على فرضية أن التباين ثابت مع ماضي سلسلة البيانات ، و أن المتوسط يتغير مع الزمن . و لكن هناك الكثير من البيانات في مختلف المجالات تتميز بكثرة تغيرها الزمني مما يجعل فرضية ثبات التباين غير ملائمة و يؤثر و يغير في الدالة الاحتمالية فيصبح شكلها البياني مثلا أكثر تفرطحا ، مما يضعف كفاءة النموذج ، لذلك فقد اتجهت الدراسات في العقود الأخيرة إلى استخدام نماذج الانحدار ذات التباين الشرطي غير المتجانس $ARCH$ و ثبت منطقيتها و كفاءتها . و هي تتكون من شقين الأول AR : (الانحدار الذاتي للوسط) يمثل تقنية التغذية العكسية ، و بموجبه نحصل على المشاهدة الحالية من السابقة لها ، أما الآخر فهو التباين CH عدم ثبات التباين تعني أن التباين له اعتمادية على الماضي السلسلة و انه يتغير من الزمن ، و في دراستنا سوف نقوم بحساب اثر تقلبات سعر الصرف على المؤشر العام لأسعار الأسهم من خلال نماذج $ARCH$ لذلك سوف نقوم بنمذجة قياسية لأثر تقلبات أسعار الصرف على المؤشر العام لأسعار الأسهم خلال الفترة الممتدة من 2012 إلى 2016، و بناء على ماسبق قمنا بتقسيم المبحث إلى :

▪ **المطلب الأول : الإطار النظري و القياسي لنمذجة تقلبات اسعار صرف الدينار الكويتي**

▪ **المطلب الثاني : نمذجة تقلبات سعر صرف الدينار الكويتي بالاعتماد على نماذج**

ARCH

▪ **المطلب الثالث: تحليل استجابة المؤشر العام لأسعار الأسهم لتقلبات سعر صرف الدينار الكويتي**

الفصل الثالث تقدير العلاقة بين تقلبات أسعار الصرف و المؤشر العام لأسعار الأسهم لسوق الكويت للأوراق المالية (2012 - 2016)

المطلب الأول : الاطار النظري القياسي لنمذجة تقلبات اسعار الصرف

تطورت الدراسات في العلوم الاقتصادية من الوصف و التحليل الانشائي نحو التحليل الرياضي الاحصائي و ذلك بإنشاء قوانين و اساليب تستعمل في دراسة العلاقة الاقتصادية و ايجاد طرق و نظريات مناسبة تساهم في تحليل هذه العلاقات ، و لهذا سوف نقوم في هذا المطلب بحساب تقلبات سلسلة سعر صرف الدينار الكويتي مقابل الدولار الأمريكي من خلال النماذج ARCH، و ذلك من خلال القيام بنمذجة قياسية لسعر صرف الدينار الكويتي خلال الفترة الممتدة من 2012M1 حتى 2016M12، معتمدين في ذلك على المراحل التالية:

المرحلة الأولى: دراسة استقراره سعر صرف الدينار الكويتي.

المرحلة الثانية: نمذجة سعر صرف الدينار الكويتي باستخدام منهجية بوكس - جانكينيس، التي تركز على نماذج تحليل السلاسل الزمنية ذات الانحدار الذاتي و المتوسطات المتحركة و النماذج المختلطة .ARIMA.

المرحلة الثالثة: نمذجة تباين سلسلة بواقي سعر صرف الدينار الكويتي باستخدام نموذج ARCH و GARCH.

المرحلة الرابعة: حساب سلسلة تقلبات سعر صرف الدينار الكويتي.

الفرع الاول : استقراره السلسلة

تعرف السلسلة الزمنية بأنها مستقرة إذا كانت تتذبذب حول وسط حسابي ثابت مستقل عن الزمن، أما إذا كانت البيانات في حالة نمو أو هبوط وتعتمد على اتجاه زمني تكون السلسلة الزمنية غير مستقرة، وهذا يؤدي إلى وجود ارتباط زائف بين المتغيرات. ويعد اختبار فيليب - بيرون من الاختبارات المهمة لمعرفة استقرارية السلسلة الزمنية، والذي يعتمد على الفرق الأول في السلسلة باستخدام التصحيح اللامعلمي، و يسمح بوجود وسط لا يساوي الصفر و اتجاه خطي للزمن كالتالي:

$$\Delta Y_t = \alpha_0 + \rho Y_{t-1} + \mu_t \dots \dots \dots 1$$

$$\Delta Y_t = \alpha_1 + \alpha_2 t + \rho Y_{t-1} + \mu_t \dots \dots \dots 2$$

ويقوم اختبار فيليب - بيرون على اختبار t للمعلمة (ρ) إذ يتم اختبار الفرضيتين الآتيتين:

- فرضية العدم وتدل على عدم استقرارية السلسلة الزمنية: $H_0: \rho = 0$

- القرض البديل والذي يدل على استقرارية السلسلة الزمنية: $H_1: \rho \neq 0$

الفصل الثالث تقدير العلاقة بين تقلبات أسعار الصرف و المؤشر العام لأسعار الأسهم

لسوق الكويت للأوراق المالية (2012 - 2016)

فإذا كانت (ρ) سالبة ومعنوية نقبل الفرض البديل و العكس إذا كانت غير معنوية، إلا أن الاختبار الأكثر شيوعاً في اختبار استقرارية السلسلة الزمنية هو اختبار ديكي - فوللر البسيط و الموسع، و الذي يأخذ الصيغة التالية (إذا كانت المعادلة 1 تعاني من مشكلة الارتباط الخطي):

$$\Delta Y_t = \beta_1 + \beta_2 t + \delta Y_{t-1} + \alpha_i \sum_{i=0}^m \Delta Y_{t-1} + \mu_t \dots\dots\dots 3$$

μ_t يمثل المتغير العشوائي غير المرتبط ذاتياً :

وتنص فرضية العدم: $\delta = 0$ ، بعدم استقرار السلسلة الزمنية. و الفرض البديل $\delta \neq 0$ ، و التي تعني استقرارية السلسلة الزمنية¹..

الفرع الثاني : نماذج الانحدار الذاتي $AR(p)$

في نموذج الانحدار الذاتي من الدرجة p تكون الملاحظة الحالية t مفسرة بواسطة متوسط الترجيح للملاحظات الماضية حتى إلى الفترة p و هذا على النحو التالي:

$$AR(1): y_t = \theta_1 y_{t-1} + \varepsilon_t$$

$$AR(2): y_t = \theta_1 y_{t-1} + \theta_2 y_{t-2} + \varepsilon_t$$

.....

$$AR(p): y_t = \theta_1 y_{t-1} + \theta_2 y_{t-2} + \dots + \theta_p y_{t-p} + \varepsilon_t \dots\dots\dots 4$$

حيث:

$\theta_1, \theta_2, \dots, \theta_p$: معاملات يتم تقديرها و يمكن أن تكون سالبة أو موجبة.

: عبارة عن الخطأ العشوائي و يسمى بحد الاضطراب الأبيض. ε_t

و يتميز نموذج الانحدار الذاتي $AR(p)$ بالخصائص التالية:

دالة الارتباط الذاتي البسيطة في حالة الاستقرار تبقى مستمرة في التناقص.

فقط P الأوائل من معاملات بيان الارتباط الذاتي الجزئي تختلف جوهرياً عن الصفر².

¹ - حسن كريم حمزة ، العولمة المالية و النمو الاقتصادي ، الطبعة الاولى ، دار صفاء للنشر و التوزيع ، عمان ، الاردن ، 2011 ، ص:151 .

² -Bourbonnais R ، Econométrie manuel et exercices corrigés , dunod , paris , 4 me édition , 2002,p :240 .

الفصل الثالث تقدير العلاقة بين تقلبات أسعار الصرف و المؤشر العام لأسعار الأسهم
 لسوق الكويت للأوراق المالية (2012 – 2016)

الفرع الثالث: نماذج المتوسطات المتحركة $MA(q)$

في نماذج المتوسطات المتحركة من الدرجة q كل مشاهدة y_t تكون مفسرة بمتوسط مرجح للأخطاء العشوائية إلى الفترة q . وتكتب الصياغة العامة لهذا النموذج على النحو التالي:

$$MA(1): y_t = \varepsilon_t - \alpha_1 \varepsilon_{t-1}$$

$$MA(2): y_t = \varepsilon_t - \alpha_1 \varepsilon_{t-1} - \alpha_2 \varepsilon_{t-2}$$

.....

$$MA(q): y_t = \varepsilon_t - \alpha_1 \varepsilon_{t-1} - \alpha_2 \varepsilon_{t-2} - \dots - \alpha_q \varepsilon_{t-q} \dots \dots \dots 5$$

حيث:

$\alpha_1, \alpha_2, \dots, \alpha_q$: معاملات يتم تقديرها و يمكن أن تكون سالبة أو موجبة.

ε_t : عبارة عن الخطأ العشوائي و يسمى بحد الاضطراب الأبيض.

في دالة الارتباط العادي للنموذج $MA(q)$ فقط المعاملات q الأولى هي التي تختلف عن الصفر¹.

الفرع الرابع : النماذج المختلطة $ARMA(p, q)$

تتشكل هذه النماذج من جزأين، جزء الانحدار الذاتي $AR(p)$ بدرجة p ، و جزء المتوسطات المتحركة $MA(q)$ بدرجة q ، و بالتالي فإن النماذج المختلطة هي نماذج مفسرة بتركيبية تتكون من القيم الماضية و الأخطاء الماضية.

و تعرف نماذج $ARMA(p, q)$ بالمعادلة التالية:

$$ARMA(p, q): y_t = \theta_1 y_{t-1} + \dots + \theta_p y_{t-p} + \varepsilon_t - \alpha_1 \varepsilon_{t-1} - \dots - \alpha_q \varepsilon_{t-q} \dots \dots \dots 6$$

يتميز النموذج $ARMA(p, q)$ بالخصائص التالية:

دالة الارتباط الذاتي البسيطة لا تنعدم و تبقى مستمرة في التناقص.

دالة الارتباط الذاتي الجزئية لا تنعدم و تبقى مستمرة في التناقص².

¹ – Bourbonnais R, op.cite,p :241.

²-ibid, p:241.

الفصل الثالث تقدير العلاقة بين تقلبات أسعار الصرف و المؤشر العام لأسعار الأسهم لسوق الكويت للأوراق المالية (2012 - 2016)

الفرع الخامس : مراحل تحليل السلسلة الزمنية وفق منهجية بوكس - جانكينس

من أجل اختبار $ARMA$ الملائم فقد اقترح بوكس - جانكينس منهجية تتم من خلال خطوات يتعين إتباعها، و تتمثل هذه الخطوات في: مرحلة التعرف، مرحلة تقدير النموذج، مرحلة اختبار جودة النموذج، مرحلة التنبؤ.

1-مرحلة التعرف

تعتبر مرحلة التعرف أهم و أصعب مرحلة في تحليل بوكس - جانكينس، فهي تسمح بتحديد النموذج الملائم من ضمن النماذج $ARIMA(p, d, q)$ أي تحديد المعلمات (p, d, q) و هي درجات الانحدار الذاتي، و عدد الفروق المطبقة لإرجاع السلسلة مستقرة، و درجات المتوسطات المتحركة على الترتيب. و بعد نزع الموسمية و تحويل السلسلة الزمنية إلى سلسلة مستقرة بالاعتماد على اختبارات الجذور الوحودية، يمكن التعرف على المعلمات (q) للنموذج $ARMA$ و هذا بالاستعانة بخصائص دالة الارتباط الذاتي البسيطة و الجزئية.

- إذا كان في بيان الارتباط الذاتي الجزئي فقط p الأوائل تختلف فقط عن الصفر، و كان بيان الالذاتي البسيط يتناقص ببطء، هذا يعني أن السلسلة من نوع $AR(p)$.

- إذا كان بيان الارتباط الذاتي البسيط و الجزئي يتناقصان ببطء و يبقيان مستمرين في التناقص، فإن السلسلة الزمنية تكون من $ARMA$ ، و من أجل تحديد الدرجات p, q يتم تقدير كل النماذج التي تكون عندها p و q تختلف جوهريا عن الصفر، و يتم اختيار النموذج $ARMA(p, q)$ الذي يقوم بتدنية

معيار المعلومات AKAIKE¹

2 - مرحلة تقدير النموذج

بعد تحديد درجة النموذج $ARMA(p, q)$ ينبغي تقدي معلمات النموذج، و تختلف طريقة التقدير و هذا تبعا للنموذج المشخص.

في حالة الانحدار الذاتي $AR(p)$ يمكن تقدير المعلمات باستخدام طريقة المربعات الصغرى أو باستخدام معادلة يول - ولكر و التي تعطى بالشكل الآتي:

¹- سيدي محمد شكوري ، وفرة الموارد الطبيعية و النمو الاقتصادي ، دراسة حالة الاقتصاد الجزائري ، رسالة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه ، جامعة ابي بكر بلقايد ، تلمسان ، الجزائر ، 2010-2011 ، ص: 55.

الفصل الثالث تقدير العلاقة بين تقلبات أسعار الصرف و المؤشر العام لأسعار الأسهم

لسوق الكويت للأوراق المالية (2012 - 2016)

$$R(p): \begin{cases} r_1 = \theta_1 + \theta_2 r_1 + \dots + \theta_p r_{p-1} \\ r_2 = \theta_1 r_1 + \theta_2 + \dots + \theta_p r_{p-2} \quad \dots \dots \dots \\ r_p = \theta_1 r_{p-1} + \theta_2 r_{p-2} + \dots + \theta_p \dots \dots \dots 7 \end{cases}$$

حيث:

(r_1, r_2, \dots) معاملات الارتباط، و يمكن تقدير المعلمات ($\theta_1, \theta_2, \dots$) بحل جملة المعادلات المحصل عليها، و تستخدم هذه المعادلات لتقدير معاملات أي نموذج انحدار ذاتي من أي درجة. أما بالنسبة لتقدير معاملات النموذج $MA(q)$ فقد أقتراح بوكس و جانكينس استخدام طريقة تقدير تكرارية¹.

3. مرحلة اختبار جودة النموذج

تتمثل هذه المرحلة في فحص النموذج المختار و التأكد من أنه النموذج الصحيح، و ذلك بالتأكد من أن النموذج خال من تركيبة الارتباط الذاتي أو تركيبة المتوسطات المتحركة، أو بعبارة أخرى التأكد من أن حد الخطأ لهذا النموذج مطابق لشروط حد الخطأ الأبيض.

و يتم عادة فحص النموذج عن طريق معاملات الارتباط الذاتي و معاملات الارتباط الذاتي الجزئي للبقاقي في النموذج المقدر و ليس السلسلة الأصلية، فإذا كانت جميع المعاملات تقع داخل فترة الثقة (95%) فإن الارتباط الذاتي بين حدود الحد العشوائي غير معنوي، كما يمكن استخدام إحصائية Q السابقة أو اختبار جذر الوحدة لبقاقي النموذج المقدر. كذلك يمكن استخدام مجموع مربعات أخطاء التنبؤ، حيث يتم تقدير النموذج لأكثر العينة ثم يستخدم النموذج للتنبؤ ببقي مشاهدات العينة و بعد ذلك يحسب خطأ التنبؤ بين القيم المتوقعة و الحقيقية للسلسلة².

خامسا: نماذج الانحدار الذاتي المشروطة بعدم ثبات تباينات الأخطاء (النماذج ARCH)

لقد كانت نماذج القياس الاقتصادي الكلاسيكية تفترض ثبات تباين الأخطاء ، غير أن هذه الفرضية تعتبر غير واقعية خاصة عندما يتعلق الأمر بالسلاسل المالية ، حيث ان معظم المتغيرات المالية بما فيها عائد الأصول المالية تتميز بديناميكية و عدم ثبات التباين الأخطاء عبر الزمن و بظاهرة عدم التناظر. لكن منذ 1982 جاء انجل بفئة جديدة من النماذج أطلق عليها ARCH أي نماذج انحدار

¹ - op.cite , p : 240.

² - حمد بن عبد الله الغنام ، تحليل السلسلة الزمنية لمؤشر أسعار الاسهم في المملكة العربية السعودية : باستخدام منهجية بوكس جنكيس ، مجلة جامعة الملك عبد العزيز ، كلية الادارة و الاقتصاد ، المجلد 17 ، العدد 2 ، المملكة العربية السعودية ، 2003 ، ص : 12.

الفصل الثالث تقدير العلاقة بين تقلبات أسعار الصرف و المؤشر العام لأسعار الأسهم

لسوق الكويت للأوراق المالية (2012 - 2016)

ذاتي بعدم تجانس مشروط ظن تتميز هذه النماذج بأن لها متوسط يساوي الصفر ، غير مرتبطة و تباينها غير ثابتة و مشروطة بالماضي بهذه الطريقة فقد تم إدراج نموذج الانحدار بأخطاء تتبع نموذج ARCH . و قد تم تعميم هذا النموذج من طرف بولرسلوف 1986 و الذي اقترح ما يسمى بنموذج معمم انحداري ذاتي بعدم تجانس مشروط و هو ما يرمز له ب (GARCH)¹. و هو أول نموذج ارتباط ذاتي مشروط بعدم تجانس تباينات الأخطاء ، و يدعى أحيانا (هجينة التباين) حيث التغير في التباين او التطاير (volatility) خلال الزمن ممكن نمدجتها ، لذلك علينا أن نأخذ في الاعتبار حقيقة ان التباين المشروط قد يكون متأثرا إلى حد كبير من قيم مربعات سلسلة البواقي للفترات السابقة $x_{t-1}^2 , x_{t-2}^2 \dots x_{t-p}^2$ ، و من خلالها يمكن توضيح عدم التجانس المشروط في بيانات السلسلة و تقديم تفسير لاستمرار التذبذبات فيها² ، النماذج من نوع ARCH تسمح بنمذجة السلاسل الزمنية التي تتميز بعدم ثبات تباين الخطأ أو التطاير و التي تقدم مجموعة من النماذج الخطية و غير الخطية لتباين الخطأ العشوائي.

1- النماذج ARCH(q):

، و تقدم صياغة النموذج ARCH(p) بالعلاقة التالية:

$$\sigma_t^2 = \alpha_0 + \sum_{i=1}^p \alpha_i \varepsilon_{t-i}^2 \dots \dots \dots 8$$

$$\sigma_t^2 = \alpha_0 + \alpha_2 \varepsilon_{t-1}^2 + \alpha_3 \varepsilon_{t-2}^2 + \dots \dots \dots \alpha_q \varepsilon_{t-q}^2 \dots \dots \dots 9$$

حيث:

σ_t^2 : التباين الشرطي للخطأ العشوائي ε_t ، و الذي يمثل مؤشر قياس تطاير السلسلة الزمنية ، و حسب المعادلة أعلاه فان التباين الشرطي في الزمن t ل ε_t يعتبر دالة خطية لمربع القيم الماضية q للخطأ العشوائي ε_{t-1}^2 ، و هذا يعني انه إذا كانت ε_{t-1} مرتفعا من حيث القيمة المطلقة يتوقع أن يكون

¹ - دربال أمينة ، محاولة التنبؤ بمؤشرات الأسواق المالية العربية باستعمال النماذج القياسية ، دراسة حالة مؤشر سوق دبي المالي ، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية ، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير و العلوم التجارية ، جامعة أبي بكر بلقايد ، تلمسان ، الجزائر ، 2014 ، ص : 72.

² - هبة لقمان أمين ، صفاء يونس الصفاوي ، استخدام نماذج ARCH(P) و GARCH(p,q) لتمثيل البيانات اليومية لمرضى الأطفال ، كلية علوم الحاسوب و الرياضيات ، جامعة الموصل ، مجلة تنمية الرافدين ، المجلد 35 ، العدد 114 ، 2013 ، ص : 158.

الفصل الثالث تقدير العلاقة بين تقلبات أسعار الصرف و المؤشر العام لأسعار الأسهم لسوق الكويت للأوراق المالية (2012 - 2016)

التباين الشرطي (التباين) ε_t هو كذلك مرتفع (القيمة المطلقة)، بمعنى أن الصدمات الكبيرة (صغيرة) تتجه لتتبع بصدمات كبيرة (صغيرة) سواء كانت موجبة أو سالبة .

المعاملات حيث $\alpha_0 > 0$ و $\alpha_i \geq 0$ ، القيود المفروضة على المعاملات تضمن ايجابية التباين الشرطي ، و في حالة $\alpha_i = 0$ ($i=1, 2, 3, \dots, q$) يكون التباين الشرطي ثابت $\varepsilon_t^2 = \alpha_0$ و بالتالي تصبح سلسلة الخطأ العشوائي ε_t ثابتة التباين الشرطي¹.

و يوجد نوعان من هذه النماذج² :

- نماذج ARCH الخطية : اقترح بوليرزاف سنة 1986 نماذج ARCH المعممة التي تسمح بتقديم ARMA و التباين الشرطي . ادخل انجل ليليام روبنس سنة 1986 النماذج ARCH-M حيث يصبح التباين الشرطي متغيرة مفسرة في المتوسط الشرطي تركز على الميزة التريبيعية للتباين الشرطي للاضطرابات .

- نماذج ARCH غير الخطية : خاصيتها أن الاضطرابات لديها مميزات غير متناسقة ابن القيمة و إشارة القيم السابقة مأخوذة بعين الاعتبار .

2- النماذج GARCH(p, q):

يمكن توسيع نموذج ARCH بنموذج آخر أكثر تعميماً يدعى النموذج GARCH(p, q) فانه غالباً ما يتطلب الكثير من المعلمات لتصف بدقة عملية عدم التجانس في السلسلة ، ويتكون هذا النموذج من الحد الثابت (α_0) ، و قيم مربعات سلسلة البواقي للفترة السابقة ، و قيم التباين للفترة السابقة و الصيغ الرياضية له³، في هذا النموذج يكون التباين الشرطي للخطأ العشوائي دالة خطية لمربع القيم الماضية للخطأ العشوائي و للتباين نفسه مؤخر بـ j خطوة زمنية.. و في سنة 1986 اقترح بولرسلوف نماذج GARCH ، حيث قام بتغيير نموذج AR ليصبح على النحو التالي :

$$Z_t^2 = \alpha_0 + \sum_{i=1}^p \alpha_i \mu_{t-1}^2 + \sum_{j=1}^q \beta_j Z_{t-j}^2 \dots\dots\dots$$

¹- Philip Hans Frances ,dick van dijk, nonlinear time series models in empirical , Cambridge university press, 2003 ,P P: 136 137.

² - بشارف خيرة ، خلفاوي حنان ، مرجع سبق ذكره ، ص : 44 .

³ - هبة لقمان أمين ، صفاء يونس الصفاوي، مرجع سبق ذكره، ص : 159.

الفصل الثالث تقدير العلاقة بين تقلبات أسعار الصرف و المؤشر العام لأسعار الأسهم لسوق الكويت للأوراق المالية (2012 - 2016)

صيغة GARCH تكتب كالتالي : $GARCH(p, q)$.

في حالة $q=0$ تصبح $ARCH(p) = GARCH(p, 0)$ ¹ .

و حسب هذه النماذج يكتب عائد أي أصل مالي محل التعاقد في الزمن المستمر² . و يفترض هذا النموذج ان التباين الحالي هو دالة لتباينات الفترات السابقة ، و هذه التباينات تعتمد على مربعات البواقي للفترات السابقة³ تسمح نماذج ARCH بنمذجة المتغيرات المالية التي تحتوي على تباين شرطي غير ثابت للأخطاء العشوائية حيث يعتمد هذا الاختبار على مضاعف لاغرانج LM ، و توجد ثلاثة خطوات للاختبار حيث إحصائية مضاعف لاغرانج $LM=(n-q)*R$ تتبع توزيع χ^2 بدرجة حرية q .

إذا كان $(n-q)*R$ اكبر من $\chi^2(q)$ (القيمة الحرجة لتوزيع χ^2 بنسبة معنوية α)، فاننا نرفض H_0 ، أي إذا كان هناك على الأقل معامل واحد من معاملات معادلة ARCH يختلف عن الصفر فان التباين الشرطي للأخطاء غير متجانس⁴ .

و اختبارات نموذج GARCH/ARCH هو عبارة عن اختبار معنوية معالم معادلة التباين أي اختبار الارتباط الذاتي للأخطاء ، و هنا يجب الإشارة إلى انه لا نكتفي باختبار الخطأ فقط بل نلجأ إلى اختبار المربعات الأخطاء تعود هذه الفكرة ل (granger and anderson 1978) الذين لاحظوا ان السلاسل الزمنية التي تم نمذجتها في دراسة (box and jenkins 1978) لم تبدو الأخطاء مرتبطة ذاتيا عبر الزمن بينما مربعاتها كانت مرتبطة ذاتيا.

¹ - بوساق عبد المجيد، التنبؤ بالمبيعات باستخدام السلاسل الزمنية ، دراسة حالة مؤسسة ،مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماستر أكاديمي في العلوم الاقتصادية ،كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير ، جامعة محمد بوضياف ، المسيلة ، الجزائر ، 2016-2017 ، ص: 32.

² - بن الصب علي ، استخدام نماذج GARCH للتنبؤ بالصدمات في البورصات العربية كألية لإدارة الأزمات ، المركز الجامعي لعين تموشنت، مجلة الدراسات الاقتصادية الكمية ، العدد 1 ، 2015، ص : 13.

³ - محمد طه احمد الغانم ، نمذجة عدد الوفيات الشهرية باستخدام العمليات GARCH ، AR - GARCH ، مجلة تكريت للعلوم الإدارية و الاقتصادية ، المجلد 11 ، العدد 33 ، 2015 ، ص : 396 .

⁴ - جقلو موني ، دراسة قياسية لتقلبات أسعار الأسهم ، دراسة حالة سوق تونس للأوراق المالية خلال الفترة (2012-2014)،مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي ، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير، جامعة قاصدي مرياح ، ورقلة ، الجزائر ، 2012-2015 ، ص : 32.

الفصل الثالث تقدير العلاقة بين تقلبات أسعار الصرف و المؤشر العام لأسعار الأسهم

لسوق الكويت للأوراق المالية (2012 – 2016)

تعتبر إحصائية box pierce1970 و إحصائية box ljung1978، من الوسائل المعتمد عليها كخطوة أولى لدراسة الارتباط الذاتي للأخطاء إلا أن هذه الطريقة غير كافية بل يتم اللجوء لطريقة مضاعف لاغرانج¹.

3. اختبار النماذج من نوع ARCH:

قبل تقدير نموذج ARCH لا بد من إجراء اختبار للتأكد أولاً من أن تباين البواقي غير ثابت عبر الزمن و من بين هذه الاختبارات نجد اختبار ARCH و الذي يتم عن طريق اختبار فرضيتين:

الفرضية العدمية و هي فرضية ثبات التباين أي: $H_0: \alpha_1 = \alpha_2 = \dots = \alpha_p = 0$

الفرضية البديلة لعدم ثبات التباين الشرطي: على الأقل معامل $(i = 1, \dots, q)$ تختلف عن الصفر

أي لا تختلف أي: لا تختلف كلها جوهرياً عن الصفر $\alpha_1: 1$

في حالة قبول الفرضية العدمية H_0 يكون تباين الخطأ ثابت عبر الزمن $\sigma_t^2 = \alpha_0$ و في الحالة

العكسية أي رفض الفرضية العدمية أي أن تباين الخطأ غير ثابت عبر الزمن، و يصبح الخطأ يتبع

سيرورة من نوع $ARCH(q)$. (Bourbounnis, Terraza, 1998, 249–250)

يتم إجراء الاختبار عبر المراحل التالية:

المرحلة الأولى: يتم حساب $\hat{\varepsilon}$ باقي نموذج الانحدار (أو باقي نموذج ARMA إذا كان الأمر يتعلق بسلسلة متغير واحد).

المرحلة الثانية: يتم حساب $\hat{\varepsilon}^2$.

من قيمه الماضية (يحتفظ فقط q على لثابت و على $\hat{\varepsilon}^2$ المرحلة الثالثة: يتم إجراء الانحدار الذاتي

بالأخطاء المعنوية)، بحيث:

$$\varepsilon_t^2 = \alpha_0 + \sum_{i=1}^p \alpha_i \varepsilon_{t-i}^2 \dots \dots \dots 11$$

المرحلة الرابعة: يتم حساب إحصائية مضاعف لاغرو نج $LM = n \times R^2$ ، حيث أن:

n : عدد المشاهدات المستخدمة في حساب الانحدار للمرحلة الثالثة.

R^2 : معامل التحديد للمرحلة الثالثة.

¹ - دربال امينة ، مرجع سبق ذكره ، ص: 74.

الفصل الثالث تقدير العلاقة بين تقلبات أسعار الصرف و المؤشر العام لأسعار الأسهم لسوق الكويت للأوراق المالية (2012 – 2016)

في ظل الفرضية العدمية لثبات التباين تتبع إحصائية LM توزيع كاي تربيع بدرجة حرية p لذا يتم تحديد قيمة LM_{tab} الجدولية، و اتخاذ القرار كما يلي:

- $LM < \chi^2$ هذا يعني قبول الفرضية العدمية أي أن تباين الأخطاء ثابت عبر الزمن.

- $LM > \chi^2$ يتم رفض الفرضية العدمية و قبول الفرضية البديلة، أي فرضية عدم ثبات التباين الشرطي، و هذا يعني أن الخطأ من نوع $ARCH(p)$.

يسمح اختبار معنوية المعاملات α_i للانحدار ϵ_t^2 على ϵ_{t-p}^2 بتحديد الدرجة p للصيغة $ARCH(p)$ ، و يتم تحديد معامل التأخر p بالنسبة للنموذج $ARCH$ انطلاقاً من معيار $AKAIKE$ حيث أن الدرجة $p = 3$ تعتبر كدرجة قصوى و إذا حدث ذلك يتم الانتقال إلى نموذج $GARCH$.

فيما يخص الطريقة الثانية تتمثل في إجراء بيان الارتباط الذاتي لعملية مربع البواقي للنموذج الأساسي، و إذا كانت إحصائية $Ljung - Box$ تختلف معنوياً عن الصفر (أصغر من 5%) فهذا يدل على أنه من الممكن أن تكون سلسلة البواقي من الصيغة $ARCH$ أو $GARCH$ ، ثم يتم حساب إحصائية مضاعف لاغرو نج $LM = n \times R^2$ (Lardic, Mignon, 2002, 298).

المطلب الثاني : نمذجة تقلبات سعر صرف الدينار الكويتي بالاعتماد على نماذج $ARCH$
من خلال هذا المطلب سوف نقوم باستعراض نتائج الاختبارات المستخدمة في نمذجة تقلبات اسعار صرف الدينار الكويتي و ذلك بالاعتماد على الاختبارات الملائمة للمراحل الاربعة السابقة الذكر باستخدام برنامج $EVIIEWS 7$

الفرع الاول : دراسة استقراريه سلسلة سعر صرف الدينار الكويتي.

نتائج اختبارات جذر الوحدة لسلسلة سعر صرف الدينار الكويتي يتضح من خلال الجدول الآتي:

الجدول رقم (25): نتائج اختبار جذر الوحدة لديكي - فولر الموسع (ADF)

Pr	None	Pr	Trend and intercept	Pr	Intercept	P.P	الخصائص
							المتغيرات
0.9974	2.593004	0.8291	-1.460943	0.9196	-0.290447	T	I(0) سعر صرف
0.0000	-6.318358	0.0000	-6.875576	0.0000	-6.932597	T	I(1) الدينار الكويتي (ER)

المصدر: من إعداد الطالبة بناء على برنامج $EVIIEWS 7$

الفصل الثالث تقدير العلاقة بين تقلبات أسعار الصرف و المؤشر العام لأسعار الأسهم لسوق الكويت للأوراق المالية (2012 – 2016)

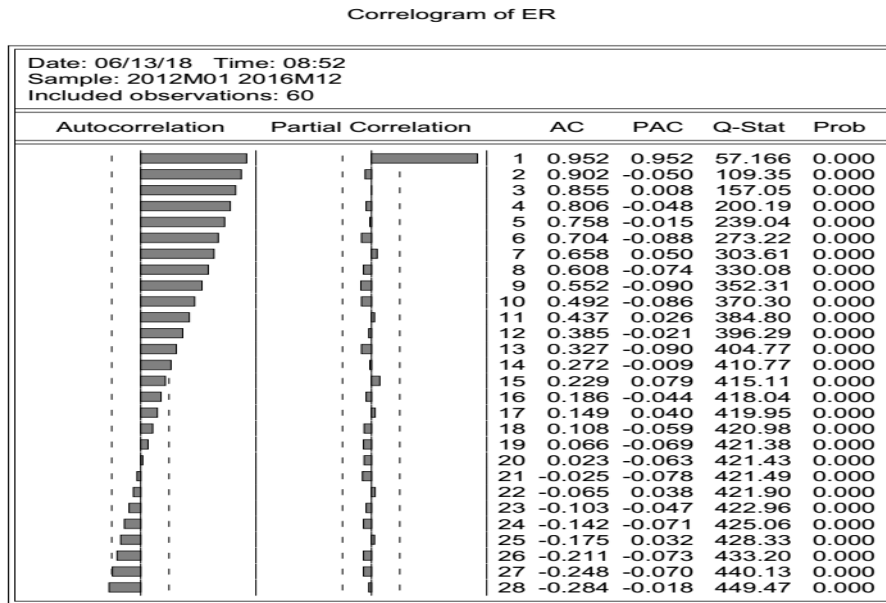
من خلال الجدول رقم نجد:

- السلسلة الزمنية لمتغير (ER) غير ساكنة في المستوى (قيمة t الجدولية عند معنوية 5% أكبر من قيمة t المحسوبة)، لكن عندما أخذنا بالفرق الأول أصبحت ساكنة (قيمة t الجدولية عند معنوية 5% أقل من قيمة t المحسوبة). أي سلسلة سعر صرف الدينار الكويتي مستقرة في التفاضل الأول و عليه فهي متكاملة من الدرجة الأولى.

الفرع الثاني : نمذجة سعر صرف الدينار الكويتي باستخدام منهجية Box- Jenkins التي تركز على نماذج تحليل السلاسل الزمنية ذات الانحدار الذاتي و المتوسطات المتحركة و النماذج المختلطة .ARIMA

في البداية يتم تحديد الدرجات p و q للنموذج ARMA و هذا بالاستعانة ببيان الارتباط الذاتي الارتباط الذاتي الجزئي لسلسلة سعر صرف الدينار الكويتي (ER).

الشكل رقم (17): بيان الارتباط الذاتي لسلسلة سعر صرف الدينار الكويتي (ER)



المصدر: من إعداد الطالبة بناء على برنامج 7 EViews

يتبين من خلال بيان الارتباط الذاتي و الارتباط الذاتي الجزئي المبين في الشكل أن دالة الارتباط الذاتي غير منعدمة و مستمرة في التناقص، بينما دالة الارتباط الذاتي الجزئية فقط p الأول يختلف جوهريا عن الصفر، و هذا يعني أن سلسلة سعر صرف الدينار الكويتي يمكن أن تكون على شكل نموذج انحدار

ذاتي من الدرجة p أي $AR(p)$.

الفصل الثالث تقدير العلاقة بين تقلبات أسعار الصرف و المؤشر العام لأسعار الأسهم
 لسوق الكويت للأوراق المالية (2012 – 2016)

و بعد المفاضلة بين عدة نماذج $AR(p)$ اعتمادا على تدنية المعيار $AKAIKE$ و معنوية المعاملات توصلنا إلى أن النموذج $AR(1)$ هو المناسب لنمذجة سعر صرف الدينار الكويتي.

1- تقدير و اختبار جودة النموذج $AR(1)$:

تظهر نتائج تقدير الانحدار الذاتي من الدرجة الأولى لسعر صرف الدينار الكويتي $AR(1)$ في الجدول التالي:

الجدول رقم (26): نتائج عمليات تقدير النموذج $AR(1)$

Dependent Variable: ER				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
AR(1)	1.001662	0.000641	1562.78 8	0.0000
R-squared	0.978444	Mean dependent var		0.290751
Adjusted R-squared	0.978444	S.D. dependent var		0.009739
S.E. of regression	0.001430	Akaike info criterion		-10.24573
Sum squared resid	0.000119	Schwarz criterion		-10.21052
Log likelihood	303.2491	Hannan-Quinn criter.		-10.23199
Durbin-Watson stat	1.842914			

المصدر: من إعداد الطالبة بناء على برنامج **EVIIEWS 7**

نلاحظ أن الاحتمال المناظر لإحصائية t تساوي صفر، و منه فإن المعلمة المقدره للنموذج تختلف

الفصل الثالث تقدير العلاقة بين تقلبات أسعار الصرف و المؤشر العام لأسعار الأسهم لسوق الكويت للأوراق المالية (2012 - 2016)

جوهريا عن الصفر. ومن خلال استخدام بيان الارتباط الذاتي للبواقي يمكن التأكد بأن بواقي عملية التقدير تحاكي تشويشا أبيض.

الشكل رقم (18): بيان الارتباط الذاتي للبواقي

Correlogram of Residuals

Date: 06/13/18 Time: 09:01 Sample: 2012M01 2016M12 Included observations: 59 Q-statistic probabilities adjusted for 1 ARMA term						
Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob	
		1	0.077	0.077	0.3684	
		2	0.053	0.048	0.5490	0.459
		3	0.185	0.179	2.7590	0.252
		4	0.165	0.143	4.5488	0.208
		5	0.068	0.038	4.8594	0.302
		6	-0.072	-0.128	5.2134	0.390
		7	0.092	0.044	5.7958	0.446
		8	0.065	0.026	6.0905	0.529
		9	-0.239	-0.247	10.209	0.251
		10	-0.006	0.018	10.212	0.334
		11	-0.199	-0.233	13.186	0.213
		12	-0.224	-0.186	17.032	0.107
		13	-0.152	-0.062	18.837	0.093
		14	-0.177	-0.090	21.333	0.067
		15	-0.129	-0.064	22.695	0.065
		16	-0.244	-0.117	27.692	0.024
		17	-0.155	-0.090	29.762	0.019
		18	0.078	0.127	30.299	0.024
		19	-0.136	-0.002	31.968	0.022
		20	0.030	0.080	32.050	0.031
		21	-0.063	-0.108	32.423	0.039
		22	0.061	0.003	32.790	0.049
		23	0.038	-0.074	32.930	0.063
		24	-0.016	-0.063	32.958	0.082

المصدر: من إعداد الطالبة بناء على برنامج 7 EViews

من خلال الشكل نلاحظ أن النموذج مقبول إحصائيا و ذلك لكون معاملات الارتباط الذاتي البسيطة و الجزئية تقع داخل مجال ثقتها و بالتالي بواقي عملية التقدير تحاكي تشويشا أبيض، و منه يمكن أن يكون بسلسلة سعر صرف الدينار الكويتي، أثر ARCH.

الفرع الثالث : نمذجة تباين سلسلة بواقي سعر صرف الدينار الكويتي باستخدام نموذج ARCH و GARCH.

1- اختبار وجود ARCH:

من أجل اختبار أثر ARCH ينبغي إجراء الانحدار الذاتي لمربع البواقي p و قبل إجراء هذا الانحدار الذاتي ينبغي حساب عدد التأخيرات، و قد تبين أن عدد التأخير هو 1. و تظهر نتائج تقدير النموذج كما يلي:

الفصل الثالث تقدير العلاقة بين تقلبات أسعار الصرف و المؤشر العام لأسعار الأسهم
لسوق الكويت للأوراق المالية (2012 – 2016)

الجدول رقم (27): نتائج اختبار نموذج ARCH

Heteroskedasticity Test: ARCH				
F-statistic	187.6964	Prob. F(1,57)		0.0000
Obs*R-squared	45.25644	Prob. Chi-Square(1)		0.0000
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	9.58E-06	7.10E-06	1.349061	0.1827
RESID^2(-1)	0.906516	0.066168	13.70023	0.0000
R-squared	0.767058	Mean dependent var		9.33E-05
Adjusted R-squared	0.762972	S.D. dependent var		5.70E-05
S.E. of regression	2.78E-05	Akaike info criterion		18.11201
Sum squared resid	4.40E-08	Schwarz criterion		18.04158
Log likelihood	536.3042	Hannan-Quinn criter.		18.08452
F-statistic	187.6964	Durbin-Watson stat		1.859375
Prob(F-statistic)	0.000000			

المصدر: من إعداد الطالبة بناء على برنامج EViews 7

تبين نتائج الاختبار أن إحصائية LM تساوي (45.25644) و بالتالي فهي ذات دلالة إحصائية، لذا فإننا سنرفض الفرضية الأساسية القائلة بعدم وجود أثر ARCH من الدرجة الأولى، مع ملاحظة أن

$$.LM = n \times R^2 = 59 \times 0.767058 = 45.25644$$

كما أن احتمالية إحصائية LM_{cal} (Obs*R-squared) أقل من 5% و هذا ما يجعلنا نقبل الفرضية البديلة بعدم ثبات التباين الشرطي، أي وجود أثر ARCH.

الفصل الثالث تقدير العلاقة بين تقلبات أسعار الصرف و المؤشر العام لأسعار الأسهم
 لسوق الكويت للأوراق المالية (2012 – 2016)

3- تقدير النموذج ARCH:

من أجل تقدير معادلة التباين، فقد قمنا بتقدير مجموعة من النماذج و اتضح لنا أن النموذج المقبول لتمثيل التباين الشرطي (التقلبات) لسعر صرف الدينار الكويتي هو النموذج ARCH(1) و تظهر نتائج التقدير في الجدول التالي:

الجدول رقم (28): نتائج تقدير النموذج ARCH(1)

Dependent Variable: ER				
GARCH = C(2) + C(3)*RESID(-1)^2				
Variable	Coefficient	Std. Error	z-Statistic	Prob.
C	0.281798	0.000181	1559.938	0.0000
	Variance Equation			
C	3.87E-07	4.11E-07	0.943333	0.3455
RESID(-1)^2	1.226435	0.508884	2.410046	0.0160
R-squared	0.804401	Mean dependent var	0.290525	
Adjusted R-squared	0.804401	S.D. dependent var	0.009813	
S.E. of regression	0.013181	Akaike info criterion	7.632923	
Sum squared resid	0.010251	Schwarz criterion	7.528205	
Log likelihood	231.9877	Hannan-Quinn criter.	7.591962	

الفصل الثالث تقدير العلاقة بين تقلبات أسعار الصرف و المؤشر العام لأسعار الأسهم
لسوق الكويت للأوراق المالية (2012 - 2016)

Durbin-Watson			
stat	0.012908		

المصدر: من إعداد الطالبة بناء على برنامج 7 EViews

من خلال الجدول أعلاه نستطيع كتابة معادلة التباين كمايلي:

$$ARCH(1): h_t^2 = 3.87E - 07 + 1.226435 \varepsilon_{t-1}^2$$

الفرع الرابع : حساب سلسلة تقلبات سعر صرف الدينار الكويتي.

من أجل دراسة تأثير تقلبات سعر صرف الدينار الكويتي، سوف نعلم على الانحراف المعياري الشرطي لسعر صرف الدينار الكويتي الذي تحصلنا عليه بعد النمذجة القياسية لسعر صرف الدينار الكويتي خلال الفترة (2012M1 - 2016M12)، معتمدين في ذلك على النموذج ARCH(1).

المطلب الثالث : تحليل استجابة المؤشر العام لأسعار الأسهم لتقلبات سعر صرف الدينار الكويتي

بعد النمذجة القياسية لتقلبات اسعار صرف الدينار الكويتي سوف نقوم بدراسة استجابة المؤشر العام لأسعار الاسهم لتقلبات اسعار الصرف ، لمعرفة ماهي الاثار المترتبة عن ذلك ، ومن اجل ذلك نمر بمجموعة من الخطوات و هي : اختبار استقراريه متغيرات الدراسة ، اختبار التكامل المشترك بين المتغيرات ثم تحليل دوال الاستجابة الدفعية لصدمة في تقلبات اسعار صرف الدينار الكويتي ، و في الاخير نقوم بتحليل التباين و اختبار السببية.

الفرع الاول :التعريفات الإجرائية لمتغيرات الدراسة

من اجل دراسة علاقة اسعار تقلبات اسعار صرف الدينار الكويتي و المؤشر العام لاسعار الاسهم في سوق الكويت للأوراق المالية ، فانه يتم الاعتماد على مجموعة من المتغيرات و التي ينبغي تعريفها و من اجل ذلك سيتم التطرق في هذا المطلب الى تعريف متغيرات و حدود الدراسة .

1-متغيرات الدراسة

تتمثل متغيرات الدراسة التي تطرقنا اليها في :

KSE: يعبر عن المؤشر العام لأسعار الأسهم في بورصة الكويت للأوراق المالية، و يعكس وضعية

البورصة طوال فترات نشاطها.

الفصل الثالث تقدير العلاقة بين تقلبات أسعار الصرف و المؤشر العام لأسعار الأسهم لسوق الكويت للأوراق المالية (2012 - 2016)

CSARCH: يعبر عن تقلبات سعر صرف الدينار الكويتي و نعبر عنه في دراستنا بمؤشر الانحراف المعياري (التباين) الشرطي لسعر صرف الدينار الكويتي الذي تحصلنا عليه بعد النمذجة القياسية لسعر صرف الدينار الكويتي خلال الفترة (2012M1 - 2016M12)، معتمدين في ذلك على النموذج ARCH(1).

2- حدود الدراسة

اقتصرت هذه الدراسة على مؤشرات الاقتصاد الكويتي و المتمثلة بالدرجة الأولى في: سعر صرف الدينار الكويتي (ER)، المؤشر العام لأسعار الأسهم (KSE)، تقلبات سعر صرف الدينار الكويتي (CSARCH). كما اقتصرت الدراسة على بيانات هذه المؤشرات خلال الفترة (2012M1 - 2016M12).

الفرع الثاني : المنهجية الدراسة و إجراءاتها

1- مصادر البيانات: تم جمع البيانات البحثية حول متغيرات الدراسة (سعر صرف الدينار الكويتي (ER)، المؤشر العام لأسعار الأسهم (KSE)، تقلبات سعر صرف الدينار الكويتي (CSARCH) من الجهات المتخصصة مثل: صندوق النقد العربي، اتحاد البورصات العربية. وكانت النتيجة كما هو موضح في الملحق رقم (01):

الجدول رقم (29): بيانات متغيرات الدراسة خلال الفترة (2012M1 - 2016M12)

السنوات	ER	CSARCH	KSE
2012 M1	0,2772	1.95E-05	5869,1
2012 M2	0,2771	2.62E-05	6126,9
2012 M3	0,2777	2.74E-05	6165
2012 M4	0,2775	2.09E-05	6368,6
2012 M5	0,2808	2.30E-05	6193,8
2012 M6	0,2802	1.61E-06	5789,2
2012 M7	0,2819	3.52E-06	5720,4
2012 M8	0,2821	3.52E-06	5862,4
2012 M9	0,2808	5.02E-07	5982,7

الفصل الثالث تقدير العلاقة بين تقلبات أسعار الصرف و المؤشر العام لأسعار الأسهم
لسوق الكويت للأوراق المالية (2012 - 2016)

5767	1.61E-06	0,2811	2012 M10
5943,9	9.90E-07	0,2810	2012 M11
5934,3	1.17E-06	0,2815	2012 M12
6245,1	5.02E-07	0,2811	2013 M1
6465	9.90E-07	0,2833	2013 M2
6721,5	3.14E-06	0,2856	2013 M3
7430,5	1.80E-05	0,2846	2013 M4
8300,5	9.97E-06	0,2856	2012 M5
7772,9	1.80E-05	0,2851	2013 M6
8070,2	1.37E-05	0,2847	2013 M7
7632,6	1.07E-05	0,2855	2013 M8
7767,0	1.71E-05	0,2832	2013 M9
7946,4	2.79E-06	0,2822	2013 M10
7785,5	5.87E-07	0,2828	2013 M11
7549,5	1.61E-06	0,2823	2013 M12
7755,8	6.97E-07	0,2829	2014 M1
7692,8	1.87E-06	0,2816	2014 M2
7572,8	4.41E-07	0,2819	2014 M3
7407,7	4.04E-07	0,2813	2014 M4
7291,1	6.97E-07	0,282	2014 M5
6971,4	4.41E-07	0,2824	2014 M6
7130,9	8.32E-07	0,2834	2014 M7
7430,5	3.52E-06	0,2848	2014 M8
7621,5	1.14E-05	0,2885	2014 M9

الفصل الثالث تقدير العلاقة بين تقلبات أسعار الصرف و المؤشر العام لأسعار الأسهم
لسوق الكويت للأوراق المالية (2012 - 2016)

7361,6	5.52E-05	0,2901	2014 M10
6752,9	8.46E-05	0,2917	2014 M11
6535,7	0.000120	0,2929	2014 M12
6572,3	0.000151	0,2953	2015 M1
6601,4	0.000223	0,2963	2015 M2
6282,5	0.000257	0,2976	2015 M3
6377,0	0.000305	0,302	2015 M4
6292,5	0.000499	0,3031	2015 M5
6203,0	0.000555	0,3021	2015 M6
6253,7	0.000504	0,3031	2015 M7
5820,6	0.000555	0,3022	2015 M8
5726,0	0.000509	0,3022	2015 M9
5775,4	0.000509	0,303	2015 M10
5802,4	0.000550	0,3047	2015 M11
5615,1	0.000641	0,3036	2015 M12
5114,5	0.000581	0,3009	2016 M1
5207,4	0.000446	0,3008	2016 M2
5228,8	0.000441	0,3037	2016 M3
5391,8	0.000586	0,3009	2016 M4
5400,3	0.000446	0,3009	2016 M5
5364,6	0.000446	0,3009	2016 M6
5451,0	0.000446	0,3022	2016 M7
5419,7	0.000509	0,302	2016 M8
5398,4	0.000499	0,3015	2016 M9

الفصل الثالث تقدير العلاقة بين تقلبات أسعار الصرف و المؤشر العام لأسعار الأسهم
لسوق الكويت للأوراق المالية (2012 - 2016)

5401,1	0.000475	0,3032	2016 M10
5554,5	0.000560	0,3051	2016 M11
5748,1	0.000664	0,3058	2016 M12

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على:

- تقارير مختلفة لصندوق النقد العربي.

- إتحاد البورصات العربية.

2- معالجة البيانات: لقد تم الاعتماد على الحاسوب باستخدام برنامج (EViews7) لمعالجة

البيانات المنشورة من أجل تحديد أثر تقلبات سعر صرف الدينار الكويتي على المؤشر العام

لأسعار الأسهم.

الفرع الثالث : نتائج اختبار مدى استجابة المؤشر العام لأسعار الاسهم في سوق الكويت للاوراق

المالية لأسعار صرف الدينار الكويتي

من خلال هذا الفرع سيم توضيح كيفية تأثير صدمات تقلبات اسعار الصرف الدينار الكويتي على

المؤشر العام لأسعار الاسهم في سوق الكويت للأوراق المالية و ذلك من خلال القيام بمجموعة من

الاختبارات و هي : اختبار استقراريه المتغيرات ، اختبار التكامل المشترك بين المتغيرات ، تحليل دوال

الاستجابة الدفعية لصدمة تقلبات اسعار صرف ، تحليل التباين و اختبار السببية .

1- اختبار استقراريه المتغيرات

يتم استخدام اختبار جذر الوحدة للتعرف على درجة تكامل السلسلة الزمنية للمتغيرات الاقتصادية محل

الدراسة، لمعرفة ما إذا كانت المتغيرات مستقرة أم لا. وسوف تعتمد هذه الدراسة على اختبار فرضية عدم

(ADF) لديكي فولر الموسع القائلة بوجود جذر الوحدة أي عدم استقرار السلاسل الزمنية. نتائج

اختبارات جذر الوحدة للمتغيرات محل الدراسة، و التي تشمل: تقلبات سعر صرف الدينار الكويتي

(CSARCH)، المؤشر العام لأسعار الأسهم (KSE)، يتضح من خلال الجدول الآتي:

الفصل الثالث تقدير العلاقة بين تقلبات أسعار الصرف و المؤشر العام لأسعار الأسهم
لسوق الكويت للأوراق المالية (2012 – 2016)

الجدول رقم (30): نتائج اختبار جذر الوحدة لديكي - فولر الموسع (ADF)

Pr	None	Pr	Trend and intercept	Pr	Intercept		ADF	الخصائص
								المتغيرات
0.6074	-0.207328	0.7457	-1.684643	0.7119	-1.096019	t	I(0)	KSE
0.0000	-6.661516	0.0000	-6.610425	0.0000	-6.606465	t	I(1)	
0.9378	1.184637	0.7268	-1.726773	0.9707	0.204047	t	I(0)	CSARCH
0.0000	-6.602464	0.0000	-6.974644	0.0000	-6.838984	t	I(1)	

المصدر: من إعداد الطالبة بناء على برنامج 7 EViews

من خلال الجدول نجد:

- السلسلة الزمنية للمتغير (*KSE*) هي أيضا غير ساكنة في المستوى و عند احتساب الفروق الأولي لهذه السلسلة هي أيضا أصبحت ساكنة (قيمة *t* الجدولية عند معنوية 5% أقل من قيمة *t* المحسوبة).
- السلسلة الزمنية للمتغير (*CSARCH*) هي أيضا غير ساكنة في المستوى و عند احتساب الفروق الأولي لهذه السلسلة هي أيضا أصبحت ساكنة (قيمة *t* الجدولية عند معنوية 5% أقل من قيمة *t* المحسوبة).

2- تحديد فترات الإبطاء:

من الجدول يتضح أن خمس معايير اختاروا فترة إبطاء واحدة و هما *HQ*، *SC*، *LR*، *AIC*، *FPE*. لذا سنختار فترة إبطاء واحدة.

الجدول رقم (31): نتائج اختيار عدد فترات التباطؤ في نموذج الـ (*VAR*)

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	666.0004	NA	5.75e-13	-22.50849	-22.43806	-22.48100
1	819.3135	291.0351*	3.64e-15*	-27.56995*	-27.35868*	-27.48748*

المصدر: من إعداد الطالبة بناء على برنامج 7 EViews.

الفصل الثالث تقدير العلاقة بين تقلبات أسعار الصرف و المؤشر العام لأسعار الأسهم لسوق الكويت للأوراق المالية (2012 – 2016)

3- اختبار التكامل المشترك بين المتغيرات:

يشير مفهوم التكامل المشترك بين متغيرين أو أكثر من الناحية الإحصائية إلى وجود توازن طويل المدى بين هذين المتغيرين، وأصبح يستعمل بشكل خاص في الحالات التي تؤثر فيها علاقات المدى الطويل في القيمة الحالية للمتغير الذي يتم دراسته، وكان يستخدم في دراسة العلاقة السببية بين المتغيرات الاقتصادية. وقد عرف كل من أنجل وجرانجر التكامل المشترك بأنه يدرس استقرار العلاقات الطويلة الأجل بين المتغيرات غير الساكنة لنموذج معين. ويعتمد هذا الأسلوب على أساس أن النظرية الاقتصادية تفترض وجود كثير من المتغيرات المرتبطة مع بعضها البعض في الأجل القصير. ويمتد ذلك الأثر إلى الأجل الطويل، ومثال ذلك الأزواج الاقتصادية، فالتغير الأجور والأسعار، والتغير في سعر الصرف وحجم الصادرات. وإذا حدث اختلال في هذه المتغيرات في الأجل القصير، يمكن أن تتدخل الحكومة لعلاج ذلك، أي أن هذا الأسلوب يختبر ما إذا كانت هناك علاقة ديناميكية بين متغيرات الدراسة، خصوصا في الأجل الطويل. ويتميز هذا الأسلوب بأنه لو كانت هناك سلاسل زمنية غير ساكنة، وتم تجميعها معا بصورة خطية، وبالترتيب نفسه، فإنها تعطي سلسلة زمنية جديدة متكاملة، يمكن استخدامها في تحليل الانحدار من دون الخوف من النتائج المترتبة. ويتطلب اختبار وجود تكامل مشترك بين متغيرات النموذج المستخدم، إجراء اختبارين، هما: اختبار الأثر (Trace Statistic)، واختبار الإمكانية العظمى (Max-Eigen Statistic).

وبتطبيق اختبار التكامل المشترك بين كل من: تقلبات سعر صرف الدينار الكويتي (CSARCH)، و المؤشر العام لأسعار الأسهم (KSE)، كما هو موضح بالجدول التالي:

الجدول رقم (32): نتائج اختبار التكامل المشترك بين CSARCH و KSE

Unrestricted Cointegration Rank Test (Trace)				
Hypothesized		Trace	0.05	
No. of CE(s)	Eigenvalue	Statistic	Value	Prob.**
None *	0.407120	49.06085	15.49471	0.0000

الفصل الثالث تقدير العلاقة بين تقلبات أسعار الصرف و المؤشر العام لأسعار الأسهم
لسوق الكويت للأوراق المالية (2012 – 2016)

At most 1 *	0.286771	19.26330	3.841466	0.0000
Hypothesized		Max-Eigen	0.05	
No. of CE(s)	Eigenvalue	Statistic	Critical Value	Prob.**
None *	0.407120	29.79755	14.26460	0.0001
At most 1 *	0.286771	19.26330	3.841466	0.0000

المصدر: من إعداد الطالبة بناء على برنامج EViews 7

تشير نتائج اختبار التكامل المشترك إلى رفض فرض العدم والذي يعني بعدم وجود أي متجه للتكامل المشترك، وقبول الفرض البديل القائل بوجود متجه تكامل مشترك واحد، مما يدل على وجود علاقة طويلة الأجل بين تقلبات سعر صرف الدينار الكويتي (CSARCH)، و المؤشر العام لأسعار الأسهم (KSE)، هذه النتيجة تعكس التأثير الذي يمارسه تقلبات سعر صرف الدينار الكويتي (CSARCH) على المؤشر العام لأسعار الأسهم (KSE). و بناء على هذه النتائج سوف يتم الاعتماد على نموذج تصحيح الخطأ من أجل معرفة تأثير تقلبات سعر صرف الدينار الكويتي (CSARCH) على المؤشر العام لأسعار الأسهم (KSE).

4- اختبار السببية:

الهدف من اختبار السببية هو معرفة فيما إذا كانت هناك علاقة معنوية في المدى القصير بين تقلبات سعر صرف الدينار الكويتي (CSARCH)، و المؤشر العام لأسعار الأسهم (KSE).
يوضح الجدول نتائج اختبار العلاقة السببية بين المتغيرات محل الدراسة: تقلبات سعر صرف الدينار الكويتي (CSARCH)، و المؤشر العام لأسعار الأسهم (KSE).

الفصل الثالث تقدير العلاقة بين تقلبات أسعار الصرف و المؤشر العام لأسعار الأسهم
لسوق الكويت للأوراق المالية (2012 – 2016)

الجدول رقم (33): نتائج اختبار السببية بين تقلبات سعر صرف الدينار الكويتي (CSARCH) و المؤشر العام لأسعار الأسهم (KSE).

Null Hypothesis:	Obs	F-Statistic	Prob.
CSARCH does not Granger Cause KSE	59	5.16254	0.0269
KSE does not Granger Cause CSARCH		0.04859	0.8263

المصدر: من إعداد الطالبة بناء على برنامج 7 EViews

تشير نتائج التقدير للعلاقة السببية بين متغيرات الدراسة، في الجدول بين كل من:

- تقلبات سعر صرف الدينار الكويتي (CSARCH)، و المؤشر العام لأسعار الأسهم (KSE)، أن F بلغت 5.16254 باحتمال قدره 0.0269، وعليه فإننا نقبل الفرضية البديلة القائلة: بأن التغير في تقلبات سعر صرف الدينار الكويتي (CSARCH) يتسبب حسب مفهوم جرانجر في التغيرات الحاصلة في المؤشر العام لأسعار الأسهم (KSE). (CSARCH → KSE)

- المؤشر العام لأسعار الأسهم (KSE) و تقلبات سعر صرف الدينار الكويتي (CSARCH)، حيث أن F بلغت 0.04859 باحتمال قدره 0.8263 وعليه فإننا نقبل الفرضية العدمية القائلة: أن التغير في المؤشر العام لأسعار الأسهم (KSE) لا يسبب حسب مفهوم جرانجر التغيرات الحاصلة في تقلبات سعر صرف الدينار الكويتي (CSARCH).

هذه النتائج تبين لنا أن لتقلبات سعر صرف الدينار الكويتي (CSARCH) تأثير مباشر على المؤشر العام لأسعار الأسهم لبورصة الكويت للأوراق المالية (KSE).

5 - تحديد طبيعة العلاقة بين المؤشر العام لأسعار الأسهم (KSE) و تقلبات سعر صرف الدينار

الكويتي (CSARCH) R* KSE SCARCH: بالاستعانة ببرنامج (7 EViews) و باستخدام التطبيق

CORRELATION، تحصلنا على النتيجة التالية:

الفصل الثالث تقدير العلاقة بين تقلبات أسعار الصرف و المؤشر العام لأسعار الأسهم
لسوق الكويت للأوراق المالية (2012 - 2016)

الجدول رقم (34): معامل الارتباط بين المؤشر العام لأسعار الأسهم (KSE) و تقلبات سعر صرف

الدينار الكويتي (CSARCH)

	KSE	CSARCH
KSE	1	-0.668447
CSARCH	-0.668447	1

المصدر: من إعداد الطالبة بناء على برنامج 7 EViews

أي أن معامل الارتباط بين المؤشر العام لأسعار الأسهم (KSE) و تقلبات سعر صرف الدينار الكويتي (CSARCH) هو:

$$R_{KSE\ CSARCH}^* = -0.668447$$

أي أن العلاقة بين المؤشر العام لأسعار الأسهم (KSE) و تقلبات سعر صرف الدينار الكويتي (CSARCH) هي علاقة عكسية.

6- تحليل دوال الاستجابة الدفعية لصدمة في تقلبات سعر صرف الدينار الكويتي (CSARCH):

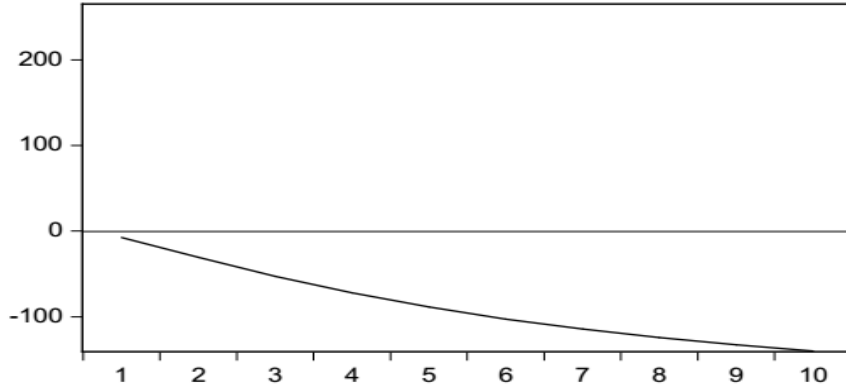
سوف نقوم بتحليل أثر تقلبات سعر صرف الدينار الكويتي (CSARCH) على المؤشر العام لأسعار الأسهم (KSE)، و هذا من خلال الاستعانة بدوال الاستجابة الدفعية لمدة تتبؤ 10 سنوات، و الشكل الآتي يبين الاستجابة الدفعية لمؤشر العام لأسعار الأسهم لصدمة في تقلبات سعر صرف الدينار الكويتي للفترة (2012M1-2016M12).

الفصل الثالث تقدير العلاقة بين تقلبات أسعار الصرف و المؤشر العام لأسعار الأسهم

لسوق الكويت للأوراق المالية (2012 – 2016)

الشكل رقم(19): استجابة المؤشر العام لأسعار الأسهم لصدمة في تقلبات سعر صرف الدينار الكويتي

Response of KSE to CSARCH



المصدر: من إعداد الطالبة بناء على برنامج EViews 7

- يظهر من خلال منحنى استجابة المؤشر العام لأسعار الأسهم (KSE)، أن صدمة موجبة في تقلبات سعر صرف الدينار الكويتي المعبر عنه بالانحراف المعياري الشرطي لسلسلة سعر صرف الدينار الكويتي (CSARCH)، أدت إلى انخفاض في المؤشر العام لأسعار الأسهم (KSE)، بداية من الفترة الأولى و استمر هذا التأثير السلبي على المؤشر مدة عشر فترات.

الأمر الذي يبين لنا أن أثر صدمة سالبة في تقلبات سعر صرف الدينار الكويتي ستكون لها تأثير إيجابي خلال العشر فترات الأولى.

من خلال هذه النتائج و بمأنه لا توجد هناك أسبقية التحرك في المؤشر العام لأسعار الأسهم مقارنة بالتغير في تقلبات سعر صرف الدينار الكويتي فإنه لا يمكن اعتبار مؤشر سوق الأسهم لسوق الكويت للأوراق المالية، كمؤشر عام يعبر عن اتجاه النشاط الاقتصادي الحالي و المستقبلي في الكويت.

7- تحليل التباين:

إن الهدف من تحليل التباين هو معرفة نسبة التنبؤ في تباين الخطأ الذي يفسر بالصددمات في المتغير نفسه و المتغيرات الأخرى، و في دراستنا لتحليل التباين سوف نحاول معرفة نسبة التغيرات المستقبلية في المؤشر العام لأسعار الأسهم (KSE)، التي تفسر بصددمات تقلبات سعر صرف الدينار الكويتي (CSARCH)، كما يبينه الجدول الآتي:

الفصل الثالث تقدير العلاقة بين تقلبات أسعار الصرف و المؤشر العام لأسعار الأسهم
لسوق الكويت للأوراق المالية (2012 – 2016)

الجدول رقم (35):تحليل التباين الثنائي بين كل من تقلبات سعر صرف الدينار الكويتي

(CSARCH) و المؤشر العام لأسعار الأسهم (KSE)

	تباين KSE		
	S.E	KSE	CSARCH
1	259.0411	100.0000	0.000000
2	371.3867	99.61888	0.381118
3	440.3527	98.62623	1.373768
4	487.0807	97.00552	2.994484
5	521.5826	94.79509	5.204911
6	549.1020	92.07338	7.926623
7	572.5909	88.94471	11.05529
8	593.7806	85.52497	14.47503
9	613.7003	81.92865	18.07135
10	632.9558	78.25906	21.74094

المصدر: من إعداد الطالبة بناء على برنامج 7 EViews

يظهر الجدول دوال تحليل مكونات التباين لصدمة عشوائية مقدارها انحراف معياري واحد في المؤشر العام لأسعار الأسهم (KSE) و تقلبات سعر صرف الدينار الكويتي (CSARCH)، فعند تحليل مكونات تباين المؤشر العام لأسعار الأسهم (KSE)، نجد بأنه يفسر 100% من تباينه في السنة الأولى، و لا نجد أي مساهمة لتقلبات سعر صرف الدينار الكويتي (CSARCH) في تفسير تباين المؤشر العام لأسعار الأسهم (KSE)، لكن الأمر يختلف في السنوات اللاحقة، إذ نجد بأن مساهمة تقلبات سعر صرف الدينار الكويتي (CSARCH) في تفسير تباين المؤشر العام لأسعار الأسهم (KSE) ترتفع بالتدرج لتصل إلى 21.74% كحد أقصى في السنة العاشرة، بينما بدأت نسبة مساهمة المؤشر العام لأسعار الأسهم (KSE) بالانخفاض بداية من السنة الثانية لتصل في السنة العاشرة إلى 78.26%. هذا التحليل يبين لنا أن المؤشر العام لأسعار الأسهم (KSE) يعتبر متغير خارجي (من وجهة نظر السياسة الاقتصادية الكلية في الكويت)، لذا فإن تأثير تقلبات سعر صرف الدينار الكويتي (CSARCH) لا

الفصل الثالث تقدير العلاقة بين تقلبات أسعار الصرف و المؤشر العام لأسعار الأسهم لسوق الكويت للأوراق المالية (2012 - 2016)

ينعكس بصورة أنية على المؤشر العام لأسعار الأسهم (KSE)، و إنما أثاره على المؤشر العام لأسعار الأسهم (KSE) يزاولها في السنوات اللاحقة لتفسير التقلبات فيه و بصورة ضعيفة. كما أنها تبين كبر درجة عدم التأكد التي تواجه صانعي السياسات الاقتصادية الكلية في الكويت في المدى الطويل خاصة في ظل عدم الاستقرار الذي تعرفه أسعار البترول، ضف إلى ذلك حجم التحدي الكبير الذي واجهها عند انخفاض أسعار صرف الدولار الأمريكي، بسبب ربط عملتها الدينار الكويت به، إبان الأزمة الأخيرة، ناهيك عن التحديات المستقبلية التي سوف تواجهها الكويت في حالة عجزها عن فك الارتباط الكبير لعملتها مع الدولار الأمريكي، و عدم قدرتها على تنويع اقتصادها ومنتجاتها. كذلك تعتبر هذه النتائج كمؤشر صريح على ضعف سوق الكويت للأوراق المالية و عدم تطورها بالشكل الكبير، مقارنة بالدول المتقدمة، و انخفاض كفاءتها الاقتصادية و السعيرية، الأمر الذي أعاقها على أن تكون مرآة عاكسة للوضع الاقتصادية للكويت، و أعاق مؤشرها على أن يكون كمؤشر عام لوضعية النشاط الاقتصادي في الكويت.

الفصل الثالث تقدير العلاقة بين تقلبات أسعار الصرف و المؤشر العام لأسعار الأسهم لسوق الكويت للأوراق المالية (2012 - 2016)

خلاصة الفصل

تعاني دولة الكويت من التقلبات في اسعار الصرف الدينار الكويتي و خاصة انعكاساتها التي تؤثر في المؤشر العام لأسعار الاسهم في سوق الكويت للأوراق المالية و الذي بدوره يؤثر في النشاط الاقتصادي و الأهداف المستقبلية لدولة الكويت ، غير ان هذا الاخير لا يعبر حقيقة عن الوضع الاقتصادي لدولة الكويت ، فهو يعتبر عامل واحد من بين العوامل الكثيرة التي هي بدورها تعتبر من المؤشرات المهمة التي تعكس بصورة واضحة التغيرات و الاثار التي تؤثر في تطور النشاط الاقتصادي او تدهوره والانعكاسات الناجمة عن جميع هذه المؤشرات في سوق الكويت، و من خلال دراستنا لهذا الفصل توصلنا الى مايلي :

- و جود علاقة عكسية بين سعر الصرف الدينار الكويتي و المؤشر العام لأسعار الاسهم في سوق الكويت للأوراق المالية.
- لتقلبات سعر صرف الدينار الكويتي تأثير مباشر على المؤشر العام لأسعار الأسهم و يبدأ ظهور هذا الأثر في المدى القصير، و يستمر في المدى الطويل .
- تعتبر تقلبات سعر صرف الدينار الكويتي أحد محددات المؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق الكويت للأوراق المالية.
- وجود علاقة توازنه طويلة الأجل بين المؤشر العام لأسعار الأسهم و تقلبات سعر صرف الدينار الكويتي.
- لا يمكن اعتبار مؤشر سوق الأسهم لسوق الكويت للأوراق المالية، كمؤشر عام يعبر عن اتجاه النشاط الاقتصادي الحالي و المستقبلي في دولة الكويت.

خاتمة

في اقتصاديات دول العالم يعتبر سعر الصرف من المؤشرات الهامة في سوق الأوراق المالية و في النشاط الاقتصادي عامة لكل دولة و ذلك لما يلعبه من دور فعال في ازدهار النشاط الاقتصادي لأي دولة و لما يعطيه لكل دولة من قوة لاقتصادها لتحظى بمكانة قوية ضمن الدول المتقدمة فهو المرآة العاكسة للنشاط الاقتصادي للدول ، غير ان التقلبات المفاجئة فيه و التي يصعب التنبؤ بها و المخاطر الناجمة عنه جعلت جميع بلدان العالم تعتبره من المؤشرات التي يجب وضع له سياسات و استراتيجيات للتنبؤ به او على الاقل تقليص حجم الاخطاء و الخسائر التي تتجم عنه كونه مرتبط بالدولار الامريكي الذي يعتبر من العملات القوية في العالم ، حيث دولة الكويت من بين الدول الكثيرة التي تعاني من التقلبات في سعر صرف الدينار الكويتي على المؤشر العام لأسعار الاسهم في سوق الكويت للأوراق المالية و لما لهما من انعكاسات على الاقتصاد الكويتي خاصة عدم قدرة دولة الكويت على تنويع منتوجاتها و اقتصادها و ربط الدينار الكويتي بالدولار الامريكي فقط الذي ممكن في اي لحظة ان تنخفض اسعار صرف الدولار الامريكي و هذا ما يؤثر على دولة الكويت ، و عدم قدرة صانعي السياسات الاقتصادية الكلية في دولة الكويت بالتنبؤ و التأكد من التقلبات و التغييرات الممكنة الحدوث في ظروف عدم استقرار اسعار البترول ، لا يمكن اعتباره مؤشر سوق الأسهم لسوق الكويت للأوراق المالية، كمؤشر عام يعبر عن اتجاه النشاط الاقتصادي الحالي و المستقبلي في الكويت، خاصة و ان دولة الكويت تعتمد بشكل كبير في اقتصادها على الدولار الامريكي و هذا ما يفسر ارتباط عملتها بالدولار الامريكي بكثرة. و هذا ما يدل على ضعف سوق الكويت للأوراق المالية و عدم تطورها بالشكل الكبير، مقارنة بالدول المتقدمة، و انخفاض كفاءتها الاقتصادية و السعيرية، الأمر الذي أعاقها على أن تكون مرآة عاكسة للوضع الاقتصادية للكويت، و أعاق مؤشرها على أن يكون كمؤشر عام لوضع النشاط الاقتصادي في الكويت.

و ضمن هذا السياق جاءت هذه الدراسة لمحاولة معرفة مدى انعكاس اثر تقلبات اسعار الصرف على المؤشر العام لأسعار الاسهم في سوق الكويت للأوراق المالية في سوق الكويت للأوراق المالية ، و قادتنا دراستنا الى النتائج التالية :

- يمثل سعر الصرف المرآة التي تعكس مركز الدولة التجاري مع العالم الخارجي و ذلك من خلال العلاقة بين الصادرات و الاستيرادات ، لذلك تعتبر و تعد اداة ربط بين بين اقتصاد مفتوح و باقي

اقتصاديات العالم فمن خلاله يتم معرفة التكاليف و الاسعار الدولية و بذلك يقوم بتسهيل المعاملات الدولية المختلفة و تسويتها .

- يستخدم المؤشر العام لأسعار الاسهم في التنبؤ بالحالة الاقتصادية العامة للدولة فالأوضاع الاقتصادية تؤثر على ارباح الشركات حيث ربحية الشركة المحدد الرئيسي للقيمة السوقية للسهم الذي تصدره و هذا يعني ان الاوضاع الاقتصادية هي التي تؤثر في السهم الذي يباع به السهم في السوق .

- ان أي تقلب في سعر الصرف سيجد صداه في سوق الاسهم لان سعر الصرف يعد احد العوامل المؤثرة على اداء سوق الاسهم بوصفه احد محددات النشاط الاقتصادي ، الا ان تأثير سعر الصرف على اسواق الاسهم يتباين من بلد لآخر و داخل نفس البلد بين قطاع و اخر و من شركة لأخرى داخل نفس القطاع.

- كشفت نتائج اختبار استقراريه كل من: المؤشر العام لأسعار الأسهم (KSE)، تقلبات سعر صرف الدينار الكويتي (CSARCH). بأن هذه المتغيرات مستقرة في الفرق الأول، مما يؤكد على أن كل سلسلة زمنية متكاملة من الدرجة الأولى.

- كشف اختبار التكامل المشترك على وجود علاقة توازنه طويلة الأجل بين متغيري الدراسة، مما يدل على وجود علاقة طويلة الأجل بين المؤشر العام لأسعار الأسهم (KSE)، و تقلبات سعر صرف الدينار الكويتي (CSARCH)، هذه النتائج تعكس تأثير تقلبات سعر صرف الدينار الكويتي (CSARCH) على المؤشر العام لأسعار الأسهم (KSE).

- اتضح من خلال مصفوفة الارتباط، وجود علاقة عكسية بين تقلبات سعر صرف الدينار الكويتي (CSARCH) و المؤشر العام لأسعار الأسهم (KSE).

- يعتبر تقلبات سعر صرف الدينار الكويتي (CSARCH) أحد محددات المؤشر العام لأسعار الأسهم (KSE)، حيث أظهرت دوال الاستجابة الدفعية أن استجابة المؤشر العام لأسعار الأسهم (KSE) لصدمة موجبة في تقلبات سعر صرف الدينار الكويتي (CSARCH) كانت سالبة، الأمر الذي يعرضها لآثار الصدمات السالبة في تقلبات سعر صرف الدينار الكويتي (CSARCH).

- بينت نتائج اختبار السببية لجرانجر، أن لتقلبات سعر صرف الدينار الكويتي (CSARCH) تأثير مباشر على المؤشر العام لأسعار الأسهم (KSE)، و يبدأ ظهور هذا الأثر في المدى القصير، و يستمر في المدى الطويل.

من خلال نتائج دراستنا تمكنا من ان نتوصل الى اختبار فرضيات الدراسة كما يلي :
الفرضية الأولى و التي مفادها ان هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين تقلبات أسعار الصرف و المؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق الكويت للأوراق المالية اذ أثبتت الدراسة الاحصائية و القياسية انه يوجد علاقة عكسية بين تقلبات سعر صرف الدينار الكويتي (CSARCH) و المؤشر العام لأسعار الأسهم (KSE). اي ان تقلبات سعر صرف الدينار الكويتي اثر على المؤشر العام لأسعار الاسهم و هذا ما تثبته صحة الفرضية .

الفرضية الثانية و التي مفادها لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين تقلبات أسعار الصرف و المؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق الكويت للأوراق المالية اذ أثبتت الدراسة الاحصائية و القياسية انه توجد علاقة ذات دلالة احصائية بين سعر الصرف الدينار الكويتي و المؤشر العام لأسعار الاسهم في سوق الكويت للأوراق المالية، و هذا ما ينفي صحة الفرضية.

الاقتراحات :

من الجانب التطبيقي للدراسة و النتائج التي تم التوصل لها في الجانب التطبيقي توصلت الى عدة من الاقتراحات :

- يلعب سعر الصرف دورا هاما في مستوى النشاط الاقتصادي ، اذا لابد ان يكون في مستواه الحقيقي ، و بالتالي للمحافظة على استقراره قيمة الدينار الكويتي .
- وضع استراتيجية محددة لتحسين سعر صرف الدينار الكويتي اتجاه الدولار الامريكي .
- لابد من تنويع دولة الكويت لمنتجاتها و اقتصادها و عدم ربط سعر صرفها و اقتصادها بالدولار الامريكي فقط.
- اهمية وجود ادارة للتخطيط و الرقابة و التوجيه على مستوى الشركة العاملة على نطاق عالمي فيما يتعلق بالتغيرات التي تحدث في اسعار الصرف ، الامر الذي يمكنها من مواجهة اي خطر قد تتعرض له نتيجة هذه التغيرات ، و هنا يكون الحديث على مستوى الشركة التي ترغب الدخول الى الاسواق العالمية .

- انشاء مراكز خاصة داخل سوق الكويت للأوراق المالية ، هدفها اطلاع المستثمرين على المعلومات المتعلقة بالإجراءات التي يتخذها البنك المركزي الكويتي بشأن سياسة سعر الصرف بما يدعم قرارات البيع و الشراء داخل السوق.
- ضرورة اجراء البحوث و الدراسات المعمقة حول الموضوع و بعينات اكبر و اشمل و اوسع لتوفير بيانات اكثر دقة للمتغيرات الاقتصادية في الكويت لان ذلك سيجعل نتائج الدراسات اكثر دقة و يمكن الاستفادة منها لتحسين الوضع الاقتصادي في العراق و تجنب تقلبات الحاصلة في سعر الصرف و المؤثرة بدورها على المؤشر العام لأسعار الاسهم في سوق الكويت للأوراق المالية .
- يمكن اعتماد نتائج التحليل القياسي التي توصلت اليها الدراسة في امكانية استخدام سياسة سعر الصرف في التأثير على النشاط الاقتصادي ، من خلال التأثير في مؤشرات سوق الاوراق المالية و منها المؤشر العام لأسعار الاسهم ، و بالتالي توجيه سياسة سعر الصرف بالشكل الصحيح.

قائمة المراجع

أولا : قائمة المراجع باللغة العربية

أ- المعاجم

1. إبراهيم بدر شهاب الخالدي، معجم الإدارة، الطبعة الأولى، دار أسامة للنشر والتوزيع، الأردن، عمان، 2011
2. جمال عبد الناصر، المعجم الاقتصادي، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010
3. سميح مسعود، الموسوعة الاقتصادية، الطبعة الثانية، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008
4. سمير الشوبكي، المعجم الإداري، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان ، الاردن، 2010
5. محمود علي عطوان، معجم العلوم المالية و المحاسبية و المصرفية ، الطبعة الأولى، دار اسامة للنشر و التوزيع ، عمان ، الاردن، 2013

ب- الكتب:

1. احمد فريد مصطفى، الاقتصاد النقدي والدولي، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 2009
2. آل شيب دريد كامل ، المالية الدولية، الطبعة الأولى، دار اليازوي العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2011
3. آل فواز مبارك بن سليمان ، الأسواق المالية من منظور إسلامي، الطبعة الأولى، مركز النشر العلمي، جامعة الملك عبد العزيز، المملكة العربية السعودية، جدة، 2010
4. البرواري شعبان محمد إسلام ، بورصة الأوراق المالية من منظور إسلامي، الطبعة الأولى، دار الفكر، دمشق، 2002
5. بوخاري لحو موسى ، سياسة الصرف الأجنبي وعلاقتها بالسياسة النقدية، الطبعة الأولى، مكتبة حسين العصرية للطباعة والنشر والتوزيع، بيروت، لبنان، 2010

6. تايه النعيمي عدنان ، إدارة العملات الأجنبية، دار الميسرة للنشر والتوزيع والطباعة ،عمان، الأردن،2012
7. تايه النعيمي عدنان ، أرشد فؤاد التميمي، الإدارة المالية المتقدمة، دار اليازوري للنشر والتوزيع، الأردن، عمان، 2012
8. التميمي أرشد فؤاد ، أسامة غرمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية (تحليل وإدارة)، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع، الأردن، عمان، 2004
9. التميمي أرشد فؤاد ، الأسواق المالية إطار في تنظيم وتقييم الأدوات، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان، الاردن، 2010
10. توفيق عبد الرحيم يوسف حسن، الإدارة المالية الدولية والتعامل بالعملات الأجنبية، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010
11. الجنابي هيل عجمي جميل ، التمويل الدولي والعلاقات النقدية الدولية، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2014
12. جودة صلاح الدين ، بورصة الأوراق المالية، مطبعة الإشعاع الفنية، مصر، 2000
13. الحجار بسام ، نظام المنتدى العالمي وأسعار الصرف، الطبعة الأولى، دار المنهل اللبناني، بيروت، لبنان
14. حسن كريم حمزة ، العولمة المالية و النمو الاقتصادي ، الطبعة الاولى ،دار صفاء للنشر و التوزيع ، عمان ، الاردن ، 2011
15. حميدات محمود ، مدخل التحليل النقدي، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2000
16. زويل محمود أمين ، بورصة الوراق المالية، دار الوفاء لدينا للطباعة والنشر، الإسكندرية، مصر، 2000

17. سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية ودورها في تمويل التنمية الاقتصادية، دار النشر المعهد العالي للفكر الإسلامي
18. سمير عبد الحميد رضوان، أسواق الأوراق المالية، الطبعة الأولى، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، القاهرة، مصر، 1996
19. سمير فخري نعمة، العلاقة التبادلية بين سعر الصرف و سعر الفائدة و انعكاساتها على ميزان المدفوعات، دار اليازوري العلمية للنشر و التوزيع، عمان، الأردن، 2011
20. السيد السريتي محمد أحمد ، علي عبد الوهاب نجا، اقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2011،
21. السيد متولي عبد القادر ، الاقتصاد الدولي، الطبعة الأولى، دار الفكر ناشرون وموزعون ، عمان، الأردن، 2010
22. السيرتي السيد محمد احمد ، محمد غرت محمد غزلان، التجارة الدولية و المؤسسات المالية الدولية، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية ،مصر، 2012
23. شقيري نوري موسى وآخرون، التمويل الدولي ونظريات التجارة الخارجية، الطبعة الأولى، دار الميسرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الأردن، 2012 ،
24. شمعون شمعون، بورصة الجزائر، دارهومه للطباعة والنشر والتوزيع، الجزائر، 2005
25. عبد الحسين جليل عبد الحسن الغالبي، سعر الصرف وادارته في ظل الصدمات الاقتصادية(نظرية وتطبيقات)، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2011
26. عبد العال حماد طارق ، دليل التعامل في البورصة، الدار الجامعية، مصر، 2007
27. عبد الغفار حنفي، عبد السلام أبو قحف، الإدارة الحديثة في البنوك التجارية، الدار الجامعية، بيروت، لبنان، 1991

28. العريبي عصام فهد ، الاستثمار في بورصات الأوراق المالية (بين النظرية والتطبيق)، دار الرضا للنشر، 2006
29. عرفات إبراهيم، فراس رشيد البياتي، إدارة البنوك وبورصات الأوراق المالية، الطبعة الأولى، دار السوافي للنشر .2015
30. عصام حسن، أسواق الأوراق المالية (البورصة)، دار أسامة للنشر، عمان، الأردن، 2010
31. فليح حسن خلف، التمويل الدولي ، الطبعة الأولى، الوراق للنشر والتوزيع، 2004، عمان، الأردن
32. قدي عبد المجيد ، المدخل الى السياسات الاقتصادية الكلية، دراسة تحليلية تقييمية ، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2003
33. لطرش الطاهر ، الاقتصاد النقدي و البنكي، ديوان المطبوعات ، الجامعية، الجزائر، 2010
34. لطرش الطاهر، تقنيات البنوك، الطبعة السادسة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2007
35. لعويصات جمال الدين ، العلاقة الاقتصادية والدولية والتنمية، دار هومه للطباعة والنشر والتوزيع، الجزائر، 2000
36. مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، الطبعة، دار كنوز اشبيلي، الجزء، المملكة العربية السعودية، 2005،
37. متولي عبد القادر، لأسواق المالية و النقدية في عالم متغير، الطبعة الأولى ،دار الفكر ، عمان ، الأردن ، 2010
38. مجيد ضياء ، البورصات وأسواق المال وأدواتها الأسهم والسندات، مؤسسة شباب الجامعة، مصر، 2008
39. محروس حسن، الأموال المالية والاستثمارات المالية، جامعة عين شمس، مصر، 1993
40. مدحت صادق، النقود الدولية وعمليات الصرف الأجنبي، دار غريب، مصر، 1997

41. مستجير رمزي شاكر، دور سوق المال ويورصة الأوراق المالية تشجيع الاستثمارات، دار الكتاب الحديث، القاهرة، مصر، 2010
42. مصطفى كمال طه، شريف مصطفى كمال طه، بورصات الأوراق المالية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2009
43. مطر محمد ، إدارة الاستثمارات الإطار النظري والتطبيقات العملية، الطبعة الثالثة ، دار وائل للنشر، عمان ، الأردن، 2004
44. مندور احمد ، مقدمة في الاقتصاد الدولي، الدار الجامعية، بيروت، لبنان، 1990
45. موسى سعيد مطر، شقيري نوري موسى، و آخرون، التمويل الدولي، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008
46. ناجي جمال، إدارة محفظة الأوراق المالية، الطبعة الأولى، المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع، بيروت، لبنان، 1998،
47. نوري موسى شقيري وآخرون، المؤسسات المالية المحلية الدولية، الطبعة الأولى، دار المسير، عمان، الأردن، 2009
48. الهندي منير إبراهيم ، أساليب الاستثمار في الأوراق المالية، توزيع منشأة المعارف، الإسكندرية، 1989
49. الهندي منير إبراهيم ، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 1997
50. الهندي منير إبراهيم، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية "الأسهم والسندات"، منشأة المعارف، مصر، 2008

ج- المذكرات و الرسائل العلمية :

1. أحمد محي الدين أحمد حسن، سوق الأوراق المالية وآثارها الائتمانية في الاقتصاد الإسلامي، بحث مقدم لنيل شهادة الدكتوراه في الاقتصاد الإسلامي، جامعة أم القرى، السعودية، 1989
2. باعمارة بشير، اثر تقلبات أسعار الصرف على أداء البنوك، دراسة حالة بنك القرض الشعبي الجزائري لفترة 2002-2011 ، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماستر أكاديمي، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير وعلوم تجارية ،جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2013-2012
3. بركة عبد العزيز ، تقلبات أسعار الصرف وانعكاساتها على الميزان التجاري، دراسة حالة الجزائر خلال الفترة(1999-2014)- دراسة الماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية و العلوم التجارية و علوم التسيير ، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة،الجزائر،2016-2015
4. بشارف خيرة ، خلفاوي حنان ،تطبيق نماذج ARCH على سعر الصرف الاسمي ، دراسة حالة الجزائر،مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية ، كلية العلوم الاقتصادية و العلوم التجارية و علوم التسيير ، جامعة د. الطاهر مولاي سعيدة ، الجزائر ، 2014-2015
5. بغداد زيان، تغيرات سعر صرف اليورو والدولار وأثرها على المبادلات التجارية الخارجية الجزائرية، مذكرة تخرج لنيل شهادة الماجستير في الاقتصاد، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير و العلوم التجارية، جامعة وهران، الجزائر، 2012-2013
6. بلجبلية سمية، اثر تقلبات التضخم على عوائد الاسهم،دراسة تطبيقية لاسهم مجموعة من الشركات المسعرة في بورصة عمان للفترة1996-2006 ،مذكرة تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة ماجستير في علوم التسيير ، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة منتوري ،قسنطينة ، الجزائر ، 2009-2010
7. بن الضب عبد الله ، كفاءة الأسواق المالية وتكاملها، دراسة قياسية بالبورصات العربية (بورصة عمان، بورصة الكويت، بورصة ، دار البيضاء، البورصة المصرية)، مذكرة لاستكمال متطلبات

- شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص لمنحة اقتصادية، جامعة قاصدي مرباح، ورقة، الجزائر، 2010-2011
8. بن عيني رحيمة ، سياسة سعر الصرف وتحديد، دراسة قياسية للدينار الجزائري، أطروحة لنيل الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير و العلوم التجارية، جامعة ابي بكر بلقايد، تلمسان، الجزائر، 2013-2014،
9. بن محمد الرزين عبد الله ، الكفاءة الاقتصادية للأسواق المالية وارتباطها باقتصاد المعرفة، بحث مقدم إلى المؤتمر الدولي المستوي الخامس اقتصاد المعرفة والتنمية الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و العلوم الاقتصادية، جامعة الزيتونة، عمان، الأردن، 16-18 (03-1426هـ)
10. بن ياني مراد ، سعر الصرف ودوره في جلب الاستثمار الأجنبي المباشر، دراسة قياسية-حالة الجزائر، رسالة مقدمة لنيل شهادة الماجستير، كلية العلوم الاقتصادية و التسيير و العلوم التجارية ، جامعة ابي بكر بلقايد، تلمسان، الجزائر، 2011-2012
11. بن يحيوي سميحة ، دور الأسواق المالية العربية في تمويل التجارة الخارجية، دراسة حالة بعض الدول العربية، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة محمد خيضر، بسكرة الجزائر، 2014-2015
12. بوساق عبد المجيد، التبؤ بالمبيعات باستخدام السلاسل الزمنية ، دراسة حالة مؤسسة ،مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماستر أكاديمي في العلوم الاقتصادية ،كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير ، جامعة محمد بوضياف ، المسيلة ، الجزائر ، 2016-2017
13. بوشنين ليلي ، أثر نشاط صناديق الاستثمار على أداء الأسواق المالية، "دراسة حالة بعض الصناديق الخليجية"، مقدمة كجزء من متطلبات نيل الماجستير في العلوم التجارية، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، 2007-2008
14. بوضياف عيبر، سوق الأوراق المالية في الجزائر، مذكرة تخرج ضمن متطلبات نيل شهادة الدراسات العليا المتخصصة PGS، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير ، جامعة منتوري، قسنطينة، الجزائر، 2007

15. بوعاملي ياسين ، الخصوصية ودور السوق المالية في تفعيلها "دراسة بعض التجارب المغربية"، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة قسنطينة، الجزائر، 2009-2010
16. بوكساني رشيد، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها ، رسالة نيل درجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير ،جامعة الجزائر، 2004-2005
17. بومدين نودرين ، صناعة الهندسة وأثرها في تطوير الأسواق المالية العربية، رسالة مقدمة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، الجزائر، 2014-2015
18. تيميزار قاسم ، اثر تقلبات أسعار الصرف على المالي للبنوك التجارية، دراسة حالة البنك الجزائري الخارجي (B E A) وكالة ورقلة خلال الفترة (2005-2014)، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي، كلية العلوم الاقتصادية و العلوم التجارية ،جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2015-2016
19. جديدين لحسن ، تيسير خطر سعر الصرف.حالة الجزائر، رسالة ماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية و العلوم التجارية، جامعة تلمسان، الجزائري ،2004
20. جقلو موني ، دراسة قياسية لتقلبات أسعار الأسهم ، دراسة حالة سوق تونس للأوراق المالية خلال الفترة (2012-2014)،مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي ، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح ، ورقلة ، الجزائر ،2012-2015،
21. جنابة حسان، دور الخصوصية وبورصة الأوراق المالية في تمويل الاقتصاد دراسة حلة الاقتصاد الجزائري، رسالة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في الاقتصاد، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، 2004-2005
22. حشايشي سليمة، دراسة العلاقة بين أداء السوق المالي والوضع الاقتصادي العام في ظل نظرية كفاءة الأسواق المالية دراسة مقارنة بين حالة فرنسا ومصر، مذكرة مقدمة كجزء من متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم التجارية كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير ،جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، 2004-2005

23. حيدوسي عبير ، دراسة قياسية للعلاقة بين سعر الصرف و سعر الفائدة و التضخم في الجزائر خلال الفترة (1990-2014)، ماستر أكاديمي، كلية العلوم الاقتصادية و العلوم التجارية و علوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح ، ورقلة، الجزائر، 2015-2016
24. خضر زاهر عبد الحليم ، تأثير سعر الصرف على المؤشرات الكلية للاقتصاد الفلسطيني(1994-2010)- أطروحة مقدمة لاستكمال متطلبات الحصول على شهادة الماجستير، كلية العلوم الاقتصادية و العلوم الإدارية ، جامعة الأزهر، غزة، فلسطين، 2012
25. الداوي اليامنة، اثر سعر الصرف على التجارة الخارجية، دراسة حالة الجزائر لفترة (1990-2014)، مذكرة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر اكاديمي، كلية العلوم الاقتصادية و العلوم التجارية ، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة ، الجزائر، 2015-2016،
26. دريال أمينة ، محاولة التنبؤ بمؤشرات الأسواق المالية العربية باستعمال النماذج القياسية ، دراسة حالة مؤشر سوق دبي المالي ، أطروحة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية ، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير و العلوم التجارية ، جامعة أبي بكر بلقايد ، تلمسان ، الجزائر ، 2014
27. درفال يمينة ، دراسة تقلبات اسعار الصرف المدى القصير ،اختبار فرضية التعديل الزائد في دول المغرب العربي،رسالة الماجستير في العلوم الاقتصادية ، كلية العلوم الاقتصادية و العلوم التجارية ،جامعة ابي بكر بلقايد، تلمسان،الجزائر،2010-2012
28. دوحة سلمى، اثر تقلبات سعر الصرف على الميزان التجاري وسبل علاجها - دراسة حالة الجزائر-أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه، الطور الثالث في العلوم التجارية، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير،،جامعة محمد خيضر بسكرة، الجزائر، 2014-2015
29. زراقة محمد ، اثر تقلبات اسعار الصرف على ميزان المدفوعات، دراسة قياسية، حالة الجزائر1990-2014، مذكرة تخرج لنيل شهادة الماجستير في العلوم التجارية ، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير و العلوم التجارية، جامعة ابي بكر بلقايد، تلمسان، الجزائر،2015-
- 2016

30. زهير دكاش محمد محمد ، مدى انعكاس سعر الصرف الحقيقي لليرة السورية على التوازن الاقتصادي الكلي، دراسة قياسية(1990-2010)، مذكرة ماجستير ، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق، سوريا، 2016
31. زيان سعاد، دور مؤشرات أسواق الأوراق المالية في إدارة المنظمة الاستثمارية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات الحصول على شهادة ماستر في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير، جامعة البويرة، الجزائر، 2014-2015
32. زيدان النحال محمد ياسر ، اثر تقلبات أسعار الصرف على الأداء المالي للبنوك المدرجة ببورصة فلسطين للأوراق المالية، قدمت الدراسة استكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في إدارة أعمال، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية، عنتره، فلسطين، 2016
33. السراج عمر محمد فهمي ، تقدير نماذج التنبؤ بأسعار الأسهم في أسواق الأوراق المال العربية و اختبار دقتها ، رسالة هي جزء ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير ،جامعة الوصل ، 2005،
34. سيدي محمد شكوري ، وفرة الموارد الطبيعية و النمو الاقتصادي ، دراسة حالة الاقتصاد الجزائري ، رسالة مقدمة لنيل شهادة الدكتوراه ، جامعة ابي بكر بلقايد ، تلمسان ، الجزائر ، 2010-2011
35. شريط صلاح الدين ، دور صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية دراسة تجربة جمهورية مصر العربية مع إمكانية تطبيقها على الجزائر، أطروحة دكتوراه العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة الجزائر 3، 2011-2012
36. شطباني سعيدة ، محددات سعر الصرف الدينار الجزائري و دوره في تحقيق الاستقرار الاقتصادي، دراسة قياسية اقتصادية لحالة الجزائر فترة 1993-2010، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير و العلوم التجارية، جامعة مسيلة ،الجزائر، 2011-2012
37. صالحى فوزية ، انعكاسات تغير سعر الصرف على متغيرات الاقتصاد الكلي(النمو الاقتصادي، التضخم، حركة رؤوس الأموال الدولية)، دراسة حالة الجزائر خلال الفترة 2000-2015 ، مذكرة

- لنيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير و العلوم التجارية
جامعة محمد خيضر، بسكرة، الجزائر، 2015-2016
38. طه سمور نبيل خليل ، سوق الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق دراسة حالة سوق رأس المال الإسلامي في ماليزيا، قدمت هذه الدراسة لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في إدارة الأعمال، كلية التجارة، الجامعة الإسلامية فترة 2007
39. عبدلي سارة ، أساليب قياس أداء حافظة الأوراق المالية، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات نيل شهادة الماستر في علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2011-2012
40. علي شراب صباح أسامة ، أثر الإعلان عن توزيعات الأرباح على أسعار الأسهم الشركات المدرجة في سوق فلسطين للأوراق المالية دراسة تطبيقية، رسالة مقدمة لاكتمال متطلبات الحصول على درجة الماجستير في المحاسبة والتمويل، كلية التجارة ، جامعة الإسلامية، غزة، فلسطين، 2006
41. عناني سعيد، أثار تقلبات سعر الصرف و تدابير المؤسسة الاقتصادية لمواجهتها، حالة مؤسسة الملح بسكرة، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية و العلوم التجارية، جامعة الحاج لخضر، باتنة، الجزائر، 2005-2006
42. غربة محمد نجيب أبو عمر، تقييم تجربة بالتل للإدراج المزدوج وتأثيرها على سوق فلسطين للأوراق المالية، قدمت استكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في إدارة الأعمال، كلية التجارة - إدارة الأعمال ، جامعة الإسلامية، غزة، فلسطين، 2008
43. فزة ياسمين، فقيه عمارية، كفاءة الأسواق المالية دراسة حالة مؤشر سوق دبي المالي من الفترة 2014/03/05 إلى غاية 2016/05/04، مذكرة مقدمة لاكتمال متطلبات ماستر أكاديمي في علوم التسيير ، كلية العلوم و علوم التسيير، جامعة الطاهر مولاي سعيدة، الجزائر،
44. الكريطي عدي عباس عبد الأمير ، تجهيز العلاقة بين القيمة السوقية للأسهم وكفاءة سوق دراسة مقارنة بين أسواق (العراق والدوحة ولندن) للأوراق المالية للمدة (2008-2012)، رسالة مقدمة إلى مجلس كلية الإدارة والاقتصاد وهي جزء من متطلبات نيل درجة الماجستير في علوم إدارة الأعمال، جامعة الكوفة، 2013

45. لطرش سميرة، كفاءة سوق رأس المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم دراسة حالة مجموعة من أسواق رأس المال العربية، أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه، في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، الجزائر، 2009-2010
46. لعقبي نوال ، مخلوف أحلام ،التحوط ضد مخاطر الاستثمار في الأسواق المالية باستخدام الخيارات، دراسة تطبيقية على بورصة شيكاغو (CBOE) خلال الفترة 2007-2016 ،مذكرة مقدمة لنيل شهادة ماستر اكايمي في العلوم الاقتصادية ، كلية العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير ، جامعة د.الطاهر مولاي ، سعيدة ، الجزائر، 2016-2017
47. مقدم محمود ، تأثير الأزمة المالية العالمية 2008 على أداء الأسواق المالية العربية ، دراسة حالة الأسواق المالية لكل من السعودية-و الكويت-و مسقط خلال الفترة 2007-2010، مذكرة لاستكمال متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم التجارية ،كلية العلوم الاقتصادية و العلوم التجارية و علوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح ، ورقلة ، الجزائر، 2016-2017
48. هجيرة عبد الجليل ، اثر تغيرات سعر الصرف على الميزان التجاري،دراسة حالة الجزائر، مذكرة تدخل ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير، كلية العلوم الاقتصادية و علوم التسيير ، جامعة ابي بكر بلقايد، تلمسان، الجزائر، 2011-2012
49. هنادي بنت محمد عمر سراج قمره، دراسة استراتيجية الاستثمار في سوق المال للأسرة السعودية، رسالة مقدمة إلى قسم السكن وإدارة المنزل للحصول على درجة دكتوراه الفلسفة في الاقتصاد المنزلي، كلية التربية للاقتصاد المنزلي ، جامعة أم القرى، المملكة العربية السعودية، 2007

د- المجالات العلمية :

1. إبراهيم يعقوب إسماعيل، هلال يوسف صلاح، إمكانية تطبيق نماذج القيمة العادلة في قياس القيمة الحقيقية للأسهم العادية دراسة تطبيقية على عينة من المصارف السودانية المدرجة في سوق الخرطوم للأوراق المالية، جامعة السودان للعلوم والتكنولوجيا، مجلة العلوم الاقتصادية، المجلد 17، العدد 02، 2016،

2. برياطي حسين، زيدان محمد، خيارات نظم سعر الصرف ومدى تأثيرها على اقتصاديات الدول، دراسة حالة الدول العربية، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، الجزائر، المجلد العاشر، العدد 02، 2016
3. بلعزوز بن علي، استراتيجيات إدارة المحاضر في المعاملات المالية، مجلة الباحث، العدد السابع، جامعة ورقلة، الجزائر، 2009-2010
4. بلقاسم العباس، سياسات اسعار الصرف، مجلة جسر التنمية، المعهد العربي للتخطيط بالكويت، العدد، 23، نوفمبر 2003
5. بن أعر بن حاسين، الحسن جديدين و اخرون، كفاءة الأسواق المالية في الدول النامية دراسة حالة بورصة السعودية، عمان، تونس، والمغرب، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، العدد 02، 2012
6. بن الضب علي، استخدام نماذج GARCH للتنبؤ بالصدمات في البورصات العربية كآلية لإدارة الأزمات ، المركز الجامعي لعين تموشنت، مجلة الدراسات الاقتصادية الكمية ، العدد 1 ، 2015
7. بورصة الكويت ، قواعد بورصة الكويت ، الإصدار الأول ،ابريل 2018
8. بوعتروس عبد الحق ، حول أهمية إدارة مخاطر الصرف حالة البلدان التي بمرحلة انتقال، مجلة البحوث والدراسات، العدد 12، جامعة قسنطينة، الجزائر، 1999
9. حاتم جورج حاتم ، دور سعر الصرف في تحديد المستوى العام للأسعار و اشكالية السياسة النقدية في العراق ،مجلة بحوث اقتصادية عربية ،العددان 59 60 ، 2012
10. حسن توكل احمد فضل ، اثر السياسة المالية و النقدية في تحقيق الاستقرار بسعر الصرف في السودان(1980-2014)،مجلة الشمال للعلوم الإسلامية و التطبيقية، المجلد 1، العدد 02، 2016

11. حمد بن عبد الله الغنام ، تحليل السلسلة الزمنية لمؤشر اسعار الاسهم في المملكة العربية السعودية : باستخدام منهجية بوكس جنكيس ، مجلة جامعة الملك عبد العزيز ، كلية الادارة و الاقتصاد ، المجلد 17 ، العدد 2 ، المملكة العربية السعودية ، 2003
12. خيرة الداوي ، بولريا غريب، علاقة كفاءة سوق الأوراق المالية بالمعلومات المحاسبية في ظل حوكمة الشركات، المجلة الجزائرية للتنمية الاقتصادية، العدد : 07 ، 2017
13. سمير مصطفى منصور متولي، تحليل ومقارنة أساليب تصميم مؤشرات أسواق الأوراق المالية مثال مؤشرات أسواق الولايات المتحدة ومصر، المجلة العربية للعلوم ونشر الأبحاث، المجلد الثاني، العدد 06، 2016
14. الشراح رمضان ، دور الاسواق المالية في تحقيق التنمية التكاملية لدول مجلس التعاون الخليجي، بنك الكويت الصناعي ، العدد 18 ، 2000
15. صالح مفتاح، معارفي فريدة، متطلبات كفاءة سوق الأوراق المالية، دراسة لواقع الأوراق المالية العربية و سبل رفع كفاءتها، مجلة الباحث العدد07، 2009-2010
16. صبيحة قاسم هاشم وآخرون، التحوط المالي لمخاطرة أسعار الصرف باستعمال أدوات الهندسة المالية، المجلة العراقية للعلوم الإدارية، العدد خمسة وعشرون، العراق، 2005
17. عبود الزبيدة سليم رشيد ، اثر تقلبات أسعار الصرف على المؤشر العام للأسعار والأسهم في سوق الكويت للأوراق المالية، مجلة الإدارة والاقتصاد، المحور الاقتصادي، العدد الثاني عشر، 2014
18. غراية زهير ، ترقو محمد، التحليل القياسي لاستجابة مؤشرات الاسواق المالية لديناميكية مؤشر "داو جونز" الصناعي، مجلة اداء المؤسسات الجزائرية ، العدد02، 2013
19. قبلان حسين ، مؤشرات أسواق الأوراق المالية، دراسة حالة مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية، كلية الاقتصاد، قسم الاقتصاد، جامعة دمشق، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، العدد11، 2011

20. لقمان أمين هبة ، صفاء يونس الصفاوي ، استخدام نماذج ARCH(P) و GARCH(p) ،
q. لتمثيل البيانات اليومية لمرضى الأطفال ، كلية علوم الحاسوب و الرياضيات ، جامعة الموصل
 ،مجلة تنمية الرافدين ، المجلد 35 ، العدد 114 ، 2013
21. محمد الحسن محمد احمد، دور البنوك المركزية في تحقيق الاستقرار المالي، مجلة المصرفي،
 إدارة البحوث، العدد ثمانية وخمسون، السودان، ديسمبر 2010
22. محمد الشكرجي بشار ذنون ، ميادة صلاح الدين تاج الدين، علاقة مؤشر الأسهم في السوق
 المالية بالحالة الاقتصادية، دراسة تحليلية لسوق الرياض لأوراق المالية ، كلية الإدارة و الاقتصاد،
 جامعة الموصل ، مجلة الرافدين ،العدد 30 ، 2008
23. محمد طه احمد الغانم ، نمذجة عدد الوفيات الشهرية باستخدام العمليات GARCH ،
AR-GARCH، مجلة تكريت للعلوم الإدارية و الاقتصادية ، المجلد 11 ، العدد 33، 2015
24. مداحي محمد ، ترقو محمد ، العلاقة التبادلية بين مؤشرات السوق المالي (الاسلامي و
 التقليدي)، دراسة قياسية لمؤشري LQ45 و JI ببورصة اندونيسيا ، مجلة ميلاف للبحوث و
 الدراسات ، المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف ،ميلة ، الجزائر، العدد الخامس ، جوان 2017
25. يحي عيسى، أداء المراكز الحالية الدولية في تسويق الخدمات المالية، جامعة فرحات عباس،
 سطيف، الجزائر، مجلة العلوم الاقتصادية، العدد 05، 2005

ه-الملتقيات و الندوات العلمية:

1. أبو لبة حسن ، الاستثمار في البورصة خطوتك الثانية، سوق فلسطين للأوراق المالية،
 برنامج التوعية الاستثمارية، نابلس رفيديا، فرع رام الله، حزيران 2006
2. بابا عبد القادر، السياسة النقدية في الجزائر بين الأداء والفعالية ، الملتقى الوطني حول
 المنظومة المصرفية في الألفية الثالثة، جامعة جيجل، الجزائر، 6-7 جوان، 2005

3. بوعتروس عبد الحق ، تقنيات إدارة مخاطر سعر الصرف، مداخلة مقدمة ضمن فعاليات المؤتمر الدولي: ادارة مخاطر واقتصاد المعرفة، كلية الاقتصادية والعلوم الادارية، جامعة الزيتونة، الأردن،18،16ماي، 2007

4. زايدي مريم ، متطلبات كفاءة الأسواق المالية العربية، دراسة حالة سوق الأسهم السعودي، بورصة تونس، بورصة مصر، بورصة الجزائر، الملتقى الدولي الثالث للصناعة المالية المعنون بـ "إشكالية اندماج المنتجات المالية الإسلامية في السوق المالي الجزائري" المنعقد يومي 12-13 أبريل 2016، المدرسة العليا للتجارة، الجزائر

5. السيد العوضي رفعت ، الأسواق المالية في الاقتصاد المعاصر والاقتصاد الإسلامي، الدورة العشرون للمجمع الفقهي الإسلامي المنعقدة في مكة المكرمة ، كلية التجارة ، جامعة الأزهر ، 25-29 ديسمبر 2010

6. الكراسنة إبراهيم ، إرشادات عملية في تقييم الأسهم والسندات، معهد السياسات الاقتصادية، صندوق النقد الدولي، أبو ظبي، 2010

7. معهد الدراسات المصرفية، إضاعات مالية ومصرفية، نشرة توعية اقتصادية العدد 12، الكويت، 2011

و- المنشورات و المراسيم و النصوص القانونية :

1. تقارير مختلفة لصندوق النقد العربي

2. اتحاد البورصات العربية

ثانيا: المراجع باللغة الاجنبية

LES LIVRES :

1. Alain siaene ,monnaie et finance ,éditions Ade bock, Bruxelles , Belgique, 1981,
2. Philip Hans Frances ,dick van dijk, nonlinear time series models in empirical , Cambridge university press, 2003 ,P P: 136 137.

3. Bourbonnais R , Econométrie manuel et exercices corrigés, dunod , paris , 4 me édition , 2002

ثالثا : المواقع الإلكترونية

1. www.indexsignal.com
2. www.kuwaitse.com/A/ASE/launch.aspx /http:/
3. www.tjarifb.com ://https
4. www.cbk.gov.kw بنك الكويت المركزي على الموقع
5. www.cbk.gov.kw سامي الانبجي ، السياسة النقدية لبنك الكويت المركزي ، 2013

قائمة الملاحق:

الملحق الأول : بيانات متغيرات الدراسة خلال الفترة (2016M12 - 2012M1)

KSE	CSARCH	ER	السنوات
5869,1	1.95E-05	0,2772	2012 M1
6126,9	2.62E-05	0,2771	2012 M2
6165	2.74E-05	0,2777	2012 M3
6368,6	2.09E-05	0,2775	2012 M4
6193,8	2.30E-05	0,2808	2012 M5
5789,2	1.61E-06	0,2802	2012 M6
5720,4	3.52E-06	0,2819	2012 M7
5862,4	3.52E-06	0,2821	2012 M8
5982,7	5.02E-07	0,2808	2012 M9
5767	1.61E-06	0,2811	2012 M10
5943,9	9.90E-07	0,2810	2012 M11
5934,3	1.17E-06	0,2815	2012 M12
6245,1	5.02E-07	0,2811	2013 M1
6465	9.90E-07	0,2833	2013 M2
6721,5	3.14E-06	0,2856	2013 M3
7430,5	1.80E-05	0,2846	2013 M4
8300,5	9.97E-06	0,2856	2012 M5
7772,9	1.80E-05	0,2851	2013 M6
8070,2	1.37E-05	0,2847	2013 M7
7632,6	1.07E-05	0,2855	2013 M8
7767,0	1.71E-05	0,2832	2013 M9
7946,4	2.79E-06	0,2822	2013 M10
7785,5	5.87E-07	0,2828	2013 M11
7549,5	1.61E-06	0,2823	2013 M12

الملاحق

7755,8	6.97E-07	0,2829	2014 M1
7692,8	1.87E-06	0,2816	2014 M2
7572,8	4.41E-07	0,2819	2014 M3
7407,7	4.04E-07	0,2813	2014 M4
7291,1	6.97E-07	0,282	2014 M5
6971,4	4.41E-07	0,2824	2014 M6
7130,9	8.32E-07	0,2834	2014 M7
7430,5	3.52E-06	0,2848	2014 M8
7621,5	1.14E-05	0,2885	2014 M9
7361,6	5.52E-05	0,2901	2014 M10
6752,9	8.46E-05	0,2917	2014 M11
6535,7	0.000120	0,2929	2014 M12
6572,3	0.000151	0,2953	2015 M1
6601,4	0.000223	0,2963	2015 M2
6282,5	0.000257	0,2976	2015 M3
6377,0	0.000305	0,302	2015 M4
6292,5	0.000499	0,3031	2015 M5
6203,0	0.000555	0,3021	2015 M6
6253,7	0.000504	0,3031	2015 M7
5820,6	0.000555	0,3022	2015 M8
5726,0	0.000509	0,3022	2015 M9
5775,4	0.000509	0,303	2015 M10
5802,4	0.000550	0,3047	2015 M11
5615,1	0.000641	0,3036	2015 M12
5114,5	0.000581	0,3009	2016 M1
5207,4	0.000446	0,3008	2016 M2
5228,8	0.000441	0,3037	2016 M3
5391,8	0.000586	0,3009	2016 M4

الملاحق

5400,3	0.000446	0,3009	2016 M5
5364,6	0.000446	0,3009	2016 M6
5451,0	0.000446	0,3022	2016 M7
5419,7	0.000509	0,302	2016 M8
5398,4	0.000499	0,3015	2016 M9
5401,1	0.000475	0,3032	2016 M10
5554,5	0.000560	0,3051	2016 M11
5748,1	0.000664	0,3058	2016 M12

المصدر: من إعداد الطالبة بالاعتماد على:

- تقارير مختلفة لصندوق النقد العربي.

- إتحاد البورصات العربية.