

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
وزارة التعليم العالي و البحث العلمي
المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف ميله



معهد العلوم الاقتصادية و التجارية و علوم التسيير
قسم: العلوم الاقتصادية والتجارية

المرجع :/2018

الميدان: العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية

فرع: العلوم الاقتصادية

التخصص: إقتصاد نقدي وبنكي

مذكورة بعنوان:

أثر سعر الصرف على أداء الأسواق المالية

دراسة حالة: السوق المالي السعودي للفترة الممتدة بين 2000-2017

مذكرة مكتملة لنيل شهادة الماستر في العلوم الاقتصادية (ل.م.د) تخصص " إقتصاد نقدي وبنكي "

إشراف الأستاذ(ة):

أبو بكر بوسالم

إعداد الطالب:

حمزة طيوان

لجنة المناقشة:

الصفة	الجامعة	اسم ولقب الأستاذ
رئيسا	المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف ميله	زواوي فرحات سليمان
مناقشا	المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف ميله	قربي عمار
مشرفا ومقررا	المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف ميله	بوسالم أبو بكر

السنة الجامعية: 2017-2018

شكر و تقدير



الحمد لله رب العالمين، أحمده تعالى حمدا كثيرا طيبا مباركا فيه، ملاً السماوات وملاً الأراضين وملاً ما بينهما وملاً ما شاء الله من شيء بعد، فهو تعالى أهل الحمد و أهل الشكر والثناء، لا مانع لما أعطى ولا معطي لما منع، مسبب الأسباب، لا إله إلا هو سبحانه وبعد :

جاء في الحديث الصحيح عن النبي عليه الصلاة والسلام أنه قال: "من لم يشكر الناس لم يشكر الله". وقال أيضا: " من صنع إليكم معروفا فكافئوه فإن لم تجدوا ما تكافئوه فادعوا له حتى تروا أنكم قد كافأتموه " .

فإنه من الواجب على المسلم أن يذكر أهل الفضل بفضلهم، و إن يخص بعضهم بالذكر، لما لهم من فضل ومنزلة بين الخلق كافة، وبيني وبينهم خاصة، لهذا فإنني أتقدم بخالص شكري وتقديري وامتناني إلى الأستاذ والأخ والصديق المشرف: د. بوسالم أبو بكر

الذي كان لي عوناً وسنداً وأخاً وصديقاً في رحلة بحثي هذه التي سأكتبها بماء الذهب، مهما كثرت وتعددت الكلمات التي لا ولن تعبر عما يخالج صدري من شكر وامتنان لما قدمه لي، لهذا أسأل الله جل وعلا أن يجازيه عنا خير الجزاء فهو ولي ذلك والقادر عليه.

كما أتقدم بالشكر الجزيل لكل من كان سنداً وعوناً ومحباً للخير لي من قريب أو من بعيد كل باسمه من أساتذة وموظفين وطلبة وأصدقاء وغيرهم.

الإهداء



أهدي هذا العمل المتواضع

إلى كل طالب علم مجتهد

راجين من المولى عز وجل

أن ينفع بهذا العمل غيرنا

مضمونا ومنهجنا.

المُلخَص :

يهدف هذا البحث إلى دراسة أثر تغيرات أسعار الصرف على أداء الأسواق المالية بشكل عام وعلى أداء السوق المالي السعودي بشكل خاص، وكعينة لهذه الدراسة قمنا بدراسة قياسية حول مؤشرات قياس الأداء للسوق المالي السعودي المتمثلة في خمس أو ست مؤشرات تعكس وتعبّر عن أداء السوق المالي بدقة، والمتمثلة في القيمة السوقية (الرسملة)، وحجم التداول (القيمة المتداولة) وعدد الأسهم المتداولة، وعدد الشركات المدرجة في السوق، إضافة لمؤشري عدد الصفقات المنفذة ومعدل الدوران.

وخلصت الدراسة إلى أن نظام الصرف المتبع في السوق المالي السعودي هو نظام صرف ثابت، حيث قامت المملكة ب تثبيت الريال مقابل الدولار لاعتماد صادراتها على النفط، ومن جهة أخرى قامت بتعويم الريال مقابل سلة من العملات ، وقد اعتمدنا في دراستنا على سعر الصرف المعوم، باختيار عملة اليورو مقابل الريال كعينة لمعرفة أثر تغير سعر صرف الريال مقابل اليورو على أداء السوق المالي السعودي على المدى الطويل، وكانت النتيجة أن لتغير سعر الصرف الريال مقابل اليورو تأثير على أداء السوق المالي السعودي على المدى الطويل وهو تأثير متوسط، بحيث أن القدرة التفسيرية متوسطة، إضافة لوجود متغيرات اقتصادية أخرى مستقلة كذلك لها تأثير على أداء السوق.

الكلمات المفتاحية : أسعار الصرف، أداء السوق المالي، حجم التداول، الرسملة، معدل الدوران.

Abstract :

The objective of this study is to study the impact of exchange rate changes on the performance of the financial markets in general and on the performance of the Saudi financial market in particular. As a sample of this study, we conducted a standard study on performance indicators for the Saudi financial market in five or six indicators that reflect and reflect the performance of the financial market accurately, (Capitalization), trading volume (traded value), number of traded shares, number of companies listed in the market, in addition to the number of transactions executed and the turnover rate.

The study concluded that the system of exchange in the Saudi financial market is a fixed exchange system. The Kingdom stabilized the riyal against the dollar to approve its exports of oil. On the other hand, it floated the riyal against a basket of currencies. In our study, The exchange rate of the riyal against the euro has had an effect on the performance of the Saudi financial market over the long term, which is a medium effect, so that the explanatory power is medium, adding The existence of other independent economic variables also has an impact on the performance of the market.

Keywords: exchange rates, financial market performance, volume, capitalization, turnover.

الفهرس

-	الإهداء.....
-	الشكر.....
-	الملخص.....
I	الفهرس.....
II	قائمة الجداول.....
III	قائمة الأشكال.....
IV	قائمة الملاحق.....
IV	قائمة الاختصارات والرموز.....
أ	المقدمة.....
الفصل الأول: الإطار النظري والتطبيقي لسعر الصرف والأسواق المالية	
02	المبحث الأول: الأدبيات النظرية حول سعر الصرف.....
02	المطلب الأول: مفاهيم أساسية حول سعر الصرف.....
05	المطلب الثاني: خطر الصرف وأهم العوامل المؤثرة على سعر الصرف.....
06	المطلب الثالث: أنظمة سعر الصرف.....
09	المبحث الثاني: الأدبيات النظرية حول الأسواق المالية.....
09	المطلب الأول: مفاهيم أساسية حول الأسواق المالية.....
11	المطلب الثاني: أهمية ووظائف السوق المالية.....
14	المطلب الثالث: المؤشرات الأساسية لقياس أداء السوق المالي.....
17	المبحث الثالث: الأدبيات التطبيقية (دراسات سابقة حول سعر الصرف والأسواق المالية).....
17	المطلب الأول: فعالية سعر الصرف على أداء السوق المالي.....
18	المطلب الثاني: الدراسات السابقة.....
25	المطلب الثالث: علاقة الدراسات السابقة بالبحث محل الدراسة.....
26	خلاصة الفصل الأول.....

الفصل الثاني: الدراسة القياسية لأثر سعر الصرف على أداء السوق المالية السعودية	
28	المبحث الأول : نظام الصرف السعودي وتحليل أداء السوق المالية السعودية 2000-2017.
28	المطلب الأول : نشأة السوق المالية السعودية، خصائصها ونظامها.....
31	المطلب الثاني : نظام الصرف المتبع في المملكة العربية السعودية.....
32	المطلب الثالث : تحليل أداء السوق المالية السعودية خلال الفترة من 2000-2017.....
41	المبحث الثاني : الطريقة والأدوات المستخدمة في الدراسة.....
41	المطلب الأول : الطريقة المتبعة في الدراسة.....
42	المطلب الثاني : الأدوات المستخدمة في الدراسة.....
44	المطلب الثالث: اختبار فرضيات الدراسة.....
49	المبحث الثالث: عرض ومناقشة النتائج المتوصل إليها.....
49	المطلب الأول: عرض ومناقشة نتائج الدراسة.....
52	المطلب الثاني: التوصيات والاقتراحات.....
53	المطلب الثالث: آفاق الدراسة.....
54	خلاصة الفصل.....
55	الخاتمة.....
56	المراجع.....
59	الملاحق.....

الإطار العام للدراسة:

قائمة الجداول:

رقم الجدول	عنوان الجدول	الصفحة
(1 - 1)	تطور مؤشرات أداء السوق المالية السعودية خلال الفترة من 2000-2017	25
(1 - 2)	تغيرات أسعار صرف الريال مقابل اليورو خلال الفترة من 2000-2017	34

قائمة الأشكال البيانية:

رقم المنحنى	عنوان الشكل	الصفحة
(1 - 1)	آلية تحديد سعر صرف العملة في نظام سعر الصرف المرن	07
(2 - 1)	آلية تحديد سعر صرف العملة في نظام سعر الصرف الثابت	07
(1 - 2)	تطور المؤشر العام TASI للسوق المالية السعودية خلال الفترة من 2000-2017	26
(2 - 2)	تطور مؤشر القيمة السوقية للسوق المالية السعودية خلال الفترة من 2000-2017	27
(3 - 2)	تطور عدد الشركات المدرجة في السوق المالية السعودية الفترة من 2000-2017	28
(4 - 2)	تطور مؤشر حجم التداول في السوق المالي السعودي الفترة 2000-2017	29
(5 - 2)	تطور مؤشر عدد الصفقات المنفذة في السوق المالي الفترة 2000-2017	29
(6 - 2)	تطور مؤشر معدل الدوران في السوق المالي السعودي الفترة من 2000-2017	30

قائمة الملاحق:

رقم الملحق	عنوان الشكل	الصفحة
الملحق (01)	نتائج انحدار سعر الصرف على القيمة السوقية في السوق المالي السعودي	44
الملحق (02)	نتائج انحدار سعر الصرف على عدد الشركات المدرجة في السوق السعودي	44
الملحق (03)	نتائج انحدار سعر الصرف على حجم التداول الكلي في السوق المالي السعودي	45
الملحق (04)	نتائج انحدار سعر الصرف على عدد الأسهم المتداولة في السوق المالي السعودي	45
الملحق (05)	نتائج انحدار سعر الصرف على عدد الصفقات في السوق المالي السعودي	46
الملحق (06)	نتائج انحدار سعر الصرف على معدل الدوران في السوق المالي السعودي	46

قائمة الاختصارات والرموز:

الاختصار أو الرمز	الدلالة باللغة العربية
LVLM	لوغاريتم القيمة السوقية للأسهم
LNf	لوغاريتم عدد الشركات المدرجة
LVLS	لوغاريتم حجم التداول الكلي
LNST	لوغاريتم عدد الأسهم المتداولة
LNT	لوغاريتم عدد الصفقات المنفذة
LTR	لوغاريتم معدل الدوران

المقدمة

مقدمة:

تحظى أسواق الأوراق المالية باهتمام كبير في الدول المتقدمة والنامية باعتبارها مرجع حيوي في الاقتصاديات المعاصرة، كما تتمتع بأهمية بالغة للدور الهام في استقطاب رؤوس الأموال وتوجيهها إلى تمويل الاستثمارات التي تساعد على زيادة معدلات النمو الاقتصادي، ومن هنا تعتبر الأسواق المالية ذات أهمية كبرى للاقتصاد القومي والمستثمرين والشركات المصدرة للأوراق المالية، باعتبارها منبع للأموال التي تنلقاها الشركات في تكوين رؤوس أموال مشروعاتها الاستثمارية وممول لعمليات النمو والتوسع في الشركات القائمة فضلا عن كونها أحد متطلبات الإصلاح الاقتصادي.

والأسواق المالية كغيرها تتأثر بمجموعة من العوامل الداخلية والخارجية، التي قد يكون للبعض منها تأثير إيجابي أو سلبي، وتعرض للعديد من المخاطر المالية فقد أصبحت هذه الأسواق تنشط في ظل بيئات محفوفة بالمخاطر وخاصة بعد انفتاح الأسواق المالية على بعضها، ومن أبرز المخاطر التي تواجه هذه الأسواق خطر تقلب سعر الصرف مقابل العملة المحلية للدولة، حيث يعد من المخاطر الأكثر تأثيرا على أسعار، وقيمة الأصول المالية المتداولة داخل الأسواق، وبالخصوص على أسعار الأسهم من خلال عوائد الشركات المدرجة مما ينعكس على أداء سوق الأوراق المالية.

ويعد سعر صرف العملة لأي دولة محور مبادلاتها الاقتصادية والمالية ومعيار المقارنة بين أسعار منتجاتها ومنتجات الدول الأخرى، ويؤدي تغييره إلى التأثير على مختلف القطاعات التي لها علاقة مع العالم الخارجي خاصة الأسواق المالية بسبب انفتاحها التام على العالم. ولا يقتصر هذا التأثير على الدولة صاحبة العملة المتغيرة قيمتها فقط، بل يمتد ليشمل مختلف الشركاء الاقتصاديين والماليين الرسميين وغير الرسميين وهذا ينعكس تأثيره على أداء الأسواق المالية.

وعلى غرار الأسواق المالية تعتبر السوق المالية السعودية أنموذجا جديدا للنشأة يعاني هو الآخر من أزمات وعراقيل مختلفة تحول دون تحوله إلى مصاف الأسواق المالية الدولية المتقدمة، إلا أن تجربته قد وضعت من أفضل الأسواق المالية في الخليج العربي، نظرا للتطورات والمكانة التي يحتلها بين أسواق الدول العربية، حيث يعد أكبر الأسواق العربية من حيث القيمة السوقية وأفضلها من حيث الكفاءة، إضافة إلى تهيئته ليكون في مصاف الأسواق الدولية الناشئة. ومن بين أهم المخاطر التي تواجه السوق المالية السعودية مخاطر تقلبات أسعار الصرف، لهذا لجأت المملكة السعودية لوضع بعض الحلول منها محاولة ضبط والتقليل من مخاطر الصرف تثبيت سعر صرف الريال مقابل الدولار، نظرا لحجم المبادلات التجارية البترولية الضخمة التي تتم بالدولار، مقابل تعويم عملتها مع باقي العملات الأخرى.

أولاً: إشكالية البحث: من خلال ما تقدم يمكننا أن نطرح السؤال المحوري:

- هل يؤثر تغير سعر الصرف على أداء السوق المالي السعودي خلال الفترة الممتدة من سنة 2000-2017 ؟ وللاجابة على السؤال الرئيسي يمكننا طرح أسئلة فرعية حول ما هو:
- تأثير أسعار الصرف على القيمة السوقية للأسهم المتداولة في السوق السعودي الفترة 2000-2017 ؟
- تأثير أسعار الصرف على عدد الشركات المدرجة في السوق السعودي خلال الفترة من 2000-2017 ؟
- تأثير أسعار الصرف على حجم الأسهم المتداولة في السوق السعودي خلال الفترة من 2000-2017 ؟
- تأثير أسعار الصرف على عدد الأسهم المتداولة في السوق السعودي خلال الفترة من 2000-2017 ؟
- تأثير أسعار الصرف على عدد الصفقات المنفذة في السوق السعودي خلال الفترة من 2000-2017 ؟
- تأثير أسعار الصرف على معدل الدوران في السوق السعودي خلال الفترة الممتدة من 2000-2017 ؟

ثانياً: فرضيات البحث:

الفرضية الرئيسية:

- نعم يؤثر سعر الصرف على أداء السوق المالي السعودي خلال الفترة الممتدة من 2000-2017.

الفرضيات الجزئية:

- تؤثر أسعار الصرف على القيمة السوقية للأسهم المتداولة في السوق المالي السعودي الفترة 2000-2017.
- تؤثر أسعار الصرف على عدد الشركات المدرجة في السوق المالي السعودي خلال الفترة من 2000-2017.
- تؤثر أسعار الصرف على حجم الأسهم المتداولة في السوق المالي السعودي خلال الفترة من 2000-2017.
- تؤثر أسعار الصرف على عدد الأسهم المتداولة في السوق المالي السعودي خلال الفترة من 2000-2017.
- تؤثر أسعار الصرف على عدد الصفقات المنفذة في السوق المالي السعودي خلال الفترة من 2000-2017.
- تؤثر أسعار الصرف على معدل الدوران في السوق المالي السعودي خلال الفترة الممتدة من 2000-2017.

ثالثاً: مبررات اختيار الموضوع:

- الدور الذي تلعبه الأسواق المالية في دفع عجلة التنمية الاقتصادية .
- ارتباط أسعار الصرف بأداء الأسواق المالية، وهو ما يدفع إلى الاهتمام بها والإلمام بالعوامل المؤثرة فيها، حتى يمكن أن نضمن تحسين الأوضاع الاقتصادية واستقرار واستدامة التحسن.

- توجه الدول الكبرى لاستعمال سعر صرف عملتها للتأثير على مختلف الأسواق الحقيقية والمالية من أجل تحسين اقتصادياتها، ما يطلق عليه باسم "حرب العملات" وهو ما يزيد من الاهتمام بمعرفة تأثير هذه التغيرات على مختلف الأسواق ومن بينها الأسواق المالية.
 - اندراج البحث في إطار المواضيع التي نذر التطرق إليها لصعوبتها.
 - الرغبة في التعرف على الموضوع، والتحكم أكثر في المفاهيم المتعلقة به من الناحية النظرية.
- رابعاً: حدود الدراسة:** تتمثل حدود الدراسة في:

البعد النظري: نظراً للتشعب الحاصل في الجانب النظري لمتغيرات بحثنا فإننا سنتطرق بشكل مختصر للمتغيرين محل الدراسة للإلمام والإحاطة بالجوانب الأساسية لهما (سعر الصرف، أداء الأسواق المالية).

البعد الزمكاني: تتم الدراسة حول موضوعنا من خلال جمع البيانات السنوية من الموقع الرسمي للسوق المالي السعودي خلال الفترة الزمنية من 2000 حتى 2017.

خامساً: أهداف الدراسة:

بالإضافة إلى الإجابة على التساؤلات المطروحة سلفاً يمكن تحقيق أهداف أخرى نذكر منها:

- محاولة إبراز أثر تقلبات أسعار الصرف ومدى تأثيرها على أداء السوق المالي.
- الوقوف على أثر وأبعاد العلاقة بين تغيرات أسعار الصرف ومؤشرات تقييم أداء السوق المالي.
- فتح المجال للباحثين في المجال لدراسات أعمق واستخراج عوامل أخرى تؤثر على الأسواق المالية.

سادساً: أهمية الدراسة:

تكتسي دراسة الأسواق المالية والعوامل المؤثرة فيها أهمية بالغة خاصة مع تزايد حجم المعاملات فيها وتداخلها مع المتغيرات الداخلية والخارجية والتي يعتبر سعر صرف العملة من أهمها، ومن هنا تتبلور أهمية دراستنا في:

- تعرض الأسواق المالية للالتزامات المستمرة منذ نهاية القرن الماضي، وانعكاس ذلك على المؤسسات الفاعلة في الاقتصاد وامتداد تأثيراتها إلى اقتصاديات الدول الأخرى، وبالتالي وجب البحث في مدى تأثير سعر الصرف على أداء السوق المالي لما يكتسبه هذا الأخير من أهمية بالغة للمستثمرين داخل وخارج الدولة.

- امتلاك سعر الصرف لخصائص تمكنه من التأثير على كافة الأسواق المالية، وتتأتى هذه الخصائص من وظائف سعر الصرف كمرآة تعكس الأوضاع الاقتصادية من وجهة نظر محلية ودولية، وبالتالي فتحليل العلاقة بين أسعار الصرف والأسواق المالية مهم لاتخاذ كمؤشر يقاس ويتحوط على أساسه للمستقبل.

سابعاً: المنهج المتبع في الدراسة:

للتمكن من الإجابة على الأسئلة الرئيسية والفرعية سنحاول استخدام المناهج المعتمدة في الدراسات المالية و الاقتصادية، و عليه فإن المنهج المستخدم سيكون المنهجال وصفي الذي يمكن من توضيح الجوانب النظرية للموضوع ،من خلال التعرف على مفاهيم عامة حول أسعار الصرف و أداء الأسواق المالية ، وكذا سنستخدم المنهج التاريخي والتجريبي في الجانب التطبيقي الذي سنحدد من خلالهما الإجراءات اللازمة لاختبار الفروض والوصول إلى حل الإشكالية والتحقق منها، وسنستعين بأدوات التحليل القياسي وبرنامج EViews10 ليساعدنا في التحقق من الفرضيات أو نفيها .

ثامناً: صعوبات الدراسة:

- صعوبة جمع وتحصيل البيانات خاصة البيانات التاريخية التي تم حذفها من المواقع الرسمية.
- عدم وجود دراسات سابقة لنفس الموضوع.

تاسعاً: هيكل البحث:

نظراً لتشعب البحث من الجانب النظري قمنا بالاهتمام والتركيز على الدراسة والإجابة على إشكاليته، وقد تم تقسيم البحث إلى فصلين مستهل بمقدمة ومنتهي بخاتمة، حيث خصص الفصل الأول للجانب النظري أما الثاني للجانب التطبيقي، ويمكن استعراض هيكل البحث كما يلي :

عنوان الفصل الأول: "الإطار النظري والتطبيقي لسعر الصرف والأسواق المالية " تم تقسيمه إلى ثلاثة مباحث، الأول بعنوان "الأدبيات النظرية حول سعر الصرف" خصص للمفاهيم الأساسية حول سعر الصرف، أما المبحث الثاني بعنوان "الأدبيات النظرية حول الأسواق المالية" فقد خصص لتسليط الضوء على المفاهيم الأساسية حول الأسواق المالية، أما المبحث الثالث بعنوان " الأدبيات التطبيقية (دراسات

سابقة) " خصص لاستعراض موجز لأهم الدراسات السابقة المشابهة التي تناولت الموضوع بشكل جزئي وتم فيه كذلك مقارنتها بالموضوع محل الدراسة.

عنوان الفصل الثاني : " الدراسة القياسية لأثر سعر الصرف على أداء السوق المالي السعودي " الذي يحوي دراسة أثر تغير سعر الصرف على أداء السوق المالي السعودي، حيث تم تقسيم الفصل إلى ثلاثة مباحث، تم التطرق في المبحث الأول إلى " نظام الصرف السعودي وتقييم أداء السوق المالية السعودية" تبيان نظام الصرف المتبع من قبل المملكة ومعلومات عن هيكل وتحليل السوق"، وفي المبحث الثاني " الطريقة والأدوات المستخدمة في الدراسة" الطريقة المتبعة والأدوات المستخدمة في تحليل معطيات الدراسة، وتناول المبحث الثالث " عرض ومناقشة النتائج" المتوصل إليها. وفي الأخير خاتمة البحث التي تضمنت النتائج وأهم التوصيات وآفاق البحث المستخلصة.

الفصل الأول

الإطار النظري والتطبيقي

لسعر الصرف والأسواق المالية

تمهيد:

من المعلوم أن للأسواق المالية دورا مهما في اقتصاديات الدول المتقدمة والنامية، للأهمية البالغة التي تتمتع بها هذه الأسواق على المستوى المحلي و الدولي، وهذا من خلال النظر إلى الدور الهام في حشد وتعبئة المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمارات التي تعمل على دعم وتنمية الاقتصاديات. لذلك أصبحت حاجة الدول خاصة النامية إلى أسواق مالية تتمتع بكفاءة وأداء جيد يجعل منها قطب تمويلي استثماري للمستثمرين المحليين والأجانب أمر إلزامي، وذلك لأهمية هذه الأسواق بالنسبة للمشروعات والانجازات الاقتصادية، لهذا تسعى هذه الدول إلى إقامة هذه الأسواق ودعمها والرفع من أدائها حتى يكون لها دور فعال في التنمية الاقتصادية.

إلا أن الأسواق المالية لا تزال تعاني من أزمات ومخاطر تعصف بها من حين لآخر رغم الجهود الدولية المبذولة في محاولة للتخفيف والتقليل من المخاطر التي تواجهها، ومن بين أهم المخاطر التي قد تواجه الأسواق المالية مخاطر تقلبات أسعار الصرف، حيث لا يزال علماء الاقتصاد يسعون جاهدين في اقتراح الحلول و وضع التنظيمات والقوانين وإيجاد نظريات علمية تفسر الإختلالات الموجودة والعلاقات التي تربط أسعار الصرف بجوانب الأسواق المالية.

ولهذا سوف نتعرض من خلال هذا الفصل إلى التعرف على الأسواق المالية وذلك من خلال التعرض إلى الأدبيات الأساسية حول سعر الصرف والأسواق المالية، والأدبيات التطبيقية التي تمثلت في الدراسات السابقة التي لها صلة مباشرة بموضوع الدراسة، فتم تقسيم الفصل الأول كالتالي:

المبحث الأول: الأدبيات النظرية حول سعر الصرف

المبحث الثاني: الأدبيات النظرية حول الأسواق المالية

المبحث الثالث: الأدبيات التطبيقية (الدراسات السابقة)

المبحث الأول: الأدبيات النظرية حول سعر الصرف

لقد أدى تشابك العلاقات الاقتصادية والمالية و الأنشطة التجارية بين الدول التي تتعامل كل منها بعملة نقدية مختلفة، إلى وجود ما يعرف بسعر الصرف الذي يحظى باهتمام كبير من قبل الاقتصاديين و المستثمرين وجميع المؤسسات والشركات، باعتباره مؤشر هام جدا للتنبؤ المستقبلي للعمليات الاستثمارية وكمؤشر على تقييم العملات الوطنية ومدى حركية الأسواق المالية وغيرها، لذلك سنحاول في هذا المبحث أخذ أساسيات ومفاهيم حول أسعار الصرف.

المطلب الأول: مفاهيم أساسية حول سعر الصرف

لقد أدى النمو المطرد في التجارة الدولية خلال العشريتين القليلة الماضية وتشابك العلاقات الاقتصادية والتجارية بين مختلف الدول والتكتلات الإقليمية والدولية بفعل الانفتاح الاقتصادي ورفع الحواجز أمام حركة السلع والخدمات الأجنبية، وكذا تحرير صناعة الخدمات المالية في إطار العولمة المالية، إلى زيادة تدفق رؤوس الأموال عبر الحدود، الأمر الذي جعل أسعار صرف العملات من أهم وأدق المواضيع التي استحوذت على اهتمام الأكاديميين ومتخذي القرارات على حد سواء.

أولاً: مفهوم سعر الصرف

يعرف سعر الصرف بأنه عدد وحدات العملة الوطنية التي يستلزم دفعها لشراء وحدة واحدة من العملة الأجنبية، أو هو عدد وحدات العملة الأجنبية اللازمة لشراء وحدة واحدة من العملة الوطنية.⁽¹⁾ ويعرف أيضا بأنه سعر عملة بعملة أخرى أو هو نسبة مبادلة عمليتين، فأحد العمليتين تعتبر سلعة و العملة الأخرى تعتبر ثمنها لها ، كما يعرف بأنه ذلك المعدل الذي يتم على أساسه تبادل عملة دولة ما ببقية عملات دول العالم.⁽²⁾

ومنه نستنتج بأن سعر الصرف هو قيمة العملة المحلية بدلالة عملة أجنبية وأن هناك علاقة عكسية بينهما، فكلما ارتفعت قيمة العملة المحيلة انخفض سعر صرفها أمام العملة الأجنبية.

ثانياً: خصائص سعر الصرف:

01-التحكيم أو الموازنة (Arbitrage):

إن سعر عملة معينة مقارنة بعملة أخرى تتغير بشكل مستمر في اليوم وفي مختلف المراكز المالية الدولية، وقد يؤدي هذا التغير إلى ظهور أسعار مختلفة لعملة ما مقارنة بعملة أخرى في مراكز مالية مختلفة. إن هذا الاختلاف في الأسعار يدفع وكلاء الصرف إلى القيام بعمليات التحكم Opérations

¹ . موسى سعيد مطر، شقيري نوري موسى و ياسر المومني، المالية الدولية، الطبعة 01، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن 2008، ص 43.
² . لخلو موسى بوخاري، سياسة الصرف الأجنبي و علاقتها بالسياسة النقدية، مكتبة الحسن العصرية للطباعة والنشر والتوزيع، لبنان 2010، ص : 120.

الفصل الأول: الإطار النظري والتطبيقي لسعر الصرف والأسواق المالية

D'arbitrage ما بين الأسعار في مختلف المراكز المالية ثم المبادرة بالشراء في المركز المالي حيث سعر العملة منخفضا وإعادة البيع في المركز المالي حيث سعر العملة مرتفعا. وإذا كانت الأسعار هي نفسها في مركزين ماليين فلا معنى لعملية التحكيم، ولن يكون هناك أي بيع أو شراء للاستفادة من فرق السعر، ولكي لعملية التحكيم معنى يكفي أن يكون سعر البيع في أحد المراكز المالية أكبر من سعر الشراء في مركز مالي آخر.

02- المضاربة: (Spéculation):

يقصد بالتعاقد على شراع عملة أجنبية بسعر معين وبيعها في موعد آجل بسعر أعلى بناء على التوقعات، وبالتالي فإنه من المحتمل أن يتعرض المضارب إلى الخسارة الناشئة عن الفرق في سعر الصرف تلك العملة بين فترتين متباعدتين. المضارب يكون مقبلا و باحثا عن مخاطر الصرف على أمل الحصول على الربح.⁽³⁾

03- التغطية (Hedging):

التغطية تتم عن طريق اللجوء إلى عمليات الصرف الآجل 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 آجلة.⁽⁴⁾ أو بمعنى آخر هي تجنب الخسارة في سعر الصرف أي الخسارة الناشئة على تقلبات سعر الصرف، وهو ما يطلق عليها أحيانا بتغطية الوضع المفتوح (Open position) للمتعامل في أسواق الصرف الأجنبية.

ثالثا: أنواع سعر الصرف

هناك عدة أنواع لسعر الصرف حيث يتم تقسيمها إلى فئتين :

أولا: أسعار الصرف الثنائية : وتنقسم إلى نوعين:

1- سعر الصرف الاسمي:⁽⁵⁾ يتم تحديد سعر الصرف السمي لعملة ما تبعا للطلب و العرض عليها في سوق الصرف في لحظة زمنية ما، ويؤدي التعادل بين عنصري العرض و الطلب في أسواق الصرف الأجنبي إلى وضع أسعار صرف إسمية يتم على أساسها تبادل العملات . و يمكن التعبير عن سعر الصرف الاسمي في حالتين:

➤ حالة التأكد: أي عدد وحدات العملة الأجنبية مقابل وحدة من العملة الوطنية.

➤ حالة عدم التأكد: أي عدد وحدات العملة المحلية مقابل وحدة واحدة من العملة الأجنبية.

³ عرفان تقي الحسني، التمويل الدولي " دار مجدلاوي للنشر- الطبعة الثانية - عمان الأردن 2002، ص 184.

⁴ Sidi Ali bouk rami . Vade mecum de la finance. office des publication universitaire ben aknoun 1992 p 183

⁵ محمد البشير بن عمر، دراسة أثر بعض التغيرات المالية و الإقتصادية على أسعار الأسهم (حالة بورصة الأردن)، مذكرة مقدمة لإستكمال متطلبات شهادة الماجستير في علوم التسيير، غير منشورة، جامعة ورقلة، الجزائر، 2009-2010، ص: 4-5.

الفصل الأول: الإطار النظري والتطبيقي لسعر الصرف والأسواق المالية

2- سعر الصرف الحقيقي: يعرف سعر الصرف الحقيقي على أنه نسبة مستوى السعر العالمي للسلع المتاجر بها إلى الأسعار المحلية مقاسا بعملة مشتركة، أو هو عدد الوحدات من السلع الأجنبية اللازمة لشراء وحدة واحدة من السلع المحلية، و بالتالي يعد مؤشرا مناسباً يقيس لنا القدرة التنافسية الدولية⁽⁶⁾، و تجدر الإشارة إلى أن الارتفاع في سعر الصرف الحقيقي يقابله انخفاض في القدرة التنافسية لاقتصاد ما مقارنة بالشريك التجاري المعني، فلو أخذنا بلدين كالجزائر والولايات المتحدة الأمريكية يكون سعر الصرف كالتالي⁽⁷⁾:

$$TCR = \frac{TCN * Pus}{PdZ}$$

حيث:

TCN : سعر الصرف الاسمي

TCR: سعر الصرف الحقيقي

PdZ : مؤشر الأسعار بالجزائر؛

Pus: مؤشر الأسعار بأمريكا

كلما ارتفع سعر الصرف الحقيقي كلما زادت القدرة التنافسية للجزائر.

ثانيا: أسعار الصرف الفعلية: و ينقسم بدوره إلى :

- 1- سعر الصرف الفعلي الاسمي⁽⁸⁾: يعبر سعر الصرف الفعلي الاسمي على العلاقة الكلية الناشئة بين سعر الصرف الفعلي لعملة محلية معبرا عنها بالقيمة المجمعة لسلة عملات أجنبية أخرى في فترة زمنية ما، و هو يدل على مدى تطور عملة بلد ما بالنسبة لمجموعة من العملات، و كذا تفسير تغير القيمة الاسمية لسلة ثابتة من العملات نتيجة لتحركات سعر الصرف الاسمي.
- 2- سعر الصرف الفعلي الحقيقي⁽⁹⁾: سعر الصرف الفعلي الحقيقي هو سعر صرف فعلي إسمي لأنه عبارة عن متوسط لعدة أسعار صرف ثنائية، معدلا بالفرق المرجح للأسعار الأجنبية و المحلية، و يعتبر هذا المؤشر ذو دلالة ملائمة على تنافسية البلد تجاه الخارج.

⁶ عبدالحسين جليل عبدالحسن الغالي، سعر الصرف وإدارته في ظل الصدمات الاقتصادية (نظرية وتطبيقات)، ط1، دار صفاء للطباعة والنشر والتوزيع الأردن 2011، ص:27.

⁷ عبد المجيد قدي، المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية (دراسة تحليلية تقييمية)، ط 3، ديوان المطبوعات الجامعية الجزائر، 2006 ص104-105.

⁸ عبد الحسين جليل عبد الحسن الغالي، نفس المرجع أعلاه، ص: 29 .

⁹ . لخلو موسى بونخاري ، مرجع سبق ذكره ، ص : 120.

المطلب الثاني: خطر الصرف وأهم العوامل المؤثرة على سعر الصرف

أولاً: خطر سعر الصرف

يرتبط خطر الصرف بتغيرات سعر عملة الدفع أو القبض باستمرار، فعندما تكون عملة التسوية ليست العملة المحلية والتسوية لا تكون آنية، حينها ينشأ خطر الصرف. أي أنه خطر الفقد بسبب التقلبات المحتملة لسعر الصرف، وهو يصيب التحويلات الحقيقية أكثر من الاستثمارات المالية.⁽¹⁰⁾ وعلى مستوى الاستثمارات المالية يكون التعرض لخطر الصرف من خلال شكلين:⁽¹¹⁾

1- خطر التحويل: وهو الأكثر شيوعاً، وينشأ من التغيرات بين قيمة العملة التي تم بها إصدار الورقة المالية، و العملة المرجعية بالنسبة للمستثمر.

2- خطر القيمة: حيث تكون الورقة المالية دائماً عرضة لمخاطر الصرف (ماعداد الأصول المالية العديمة المخاطر). ويعكس هذا الخطر تأثير تغيرات سعر الصرف على قيمة الورقة المالية، فنجد مثلاً أن قيمة سهم IBM المسجل في سويسرا بالفرنك السويسري يتأثر بسعر الصرف دولار.

وبالتالي فيجب على كل متعامل إقتصادي تحديد وضعيته بالنسبة لسعر الصرف، إذا كان في وضعية طويلة أي أن حقوقه بعملة أجنبية معينة أكبر من ديونه من نفس العملة، أو في وضعية قصيرة أي أن حقوقه أقل من ديونه من نفس العملة. وعلى أساس تحديد الوضعية تجاه مختلف العملات، يتخذ المتعاملون بعض الإجراءات للتغطية والتحوط ضد مخاطر الصرف، ومن هذه الإجراءات والتقنيات نذكر:

(أ) **الشراء والبيع الآجل للعملة:** بحيث يقوم المتعاملون بشراء العملة بسعر معين يحدد آنيا وتسلم العملة في تاريخ لاحق إذا كانت هناك توقعات بارتفاع سعر عملة الدفع والعكس صحيح.

(ب) **إبرام عقود مبادلة العملات:** وهي عبارة عن إتفاق بين طرفين يقضي بتبادل مبالغ متساوية من عملة معينة ومدفوعات فائدتها خلال فترة زمنية محددة.

(ج) **إبرام عقود مستقبلية:** إذا ما توقع أحد المتعاملين إرتفاع سعر عملة الدفع في تاريخ الدفع، فإنه يقوم بشراء عقد مستقبلي لشراء مبلغ العملة المعنية وتغطية خطر الصرف المصاحب لها والعكس صحيح.

(د) **إبرام عقود خيارات:** وهي عبارة عن عقود ثنائية تعطي الحق لمشتري العقد ببيع (في حالة خيار البيع) أو بشراء (في حالة خيار الشراء) مبلغ معين من عملة أجنبية معينة خلال فترة زمنية معينة (إذا كان الخيار أمريكياً) أو عند تاريخ محدد (إذا كان الخيار أوروبياً) بسعر يتفق عليه عند إبرام العقد.

¹⁰ . Martine PEYARD.MOULARD: Les paiements internationaux: monnaie-finance.Ellipes/Edition Marketing S.A, Paris ,1996.P43.

¹¹ . Rainer HABERLE :Risque de chage,entreprise.Le cas du marché suisse des actions.Thèse pour l'obtention du grade de docteur és sciences économique et sociales, présentée à la Faculté des sciences économiques et sociales de l'Université de Fribourg(Suisse).Fribourg 1999; P72.

ثانياً: أهم العوامل المؤثرة على سعر الصرف

يتأثر سعر صرف عملة ما بحجم العرض والطلب منها وعليها، وهذان العاملان يتحكمان فيهما عناصر كثيرة منها ما يلي: (12)

- تكاليف الإنتاج المحلي والأسعار المحلية: فمع افتراض ثبات تكاليف الإنتاج والأسعار في الخارج، فإن ارتفاع تكاليف الإنتاج المحلي ومن ثم ارتفاع أسعاره في السوق المحلية يؤدي إلى إحداث أثر تحويلي في سلوك المستهلك المحلي، إذ يتجه إلى المنتجات الأجنبية والتي تصبح أرخص نسبياً بالمقارنة مع المنتجات المحلية، وكنتيجة لذلك يزيد الطلب المحلي على الصرف الأجنبي.

- الدخول الحقيقية: يختلف الأمر في حالة تغير الدخل الحقيقي في دولة ما عن الدخل الحقيقي في الدول الأخرى. فمع بقاء العوامل الأخرى على ما هي عليه، نجد أن زيادة الدخل الوطني تؤدي إلى زيادة الواردات، وبالتالي زيادة الطلب على العملات الأجنبية ومنه ارتفاع أسعار الصرف.

- محفزات وعوائق التجارة الخارجية: من المعروف أن التعريفية الجمركية وعوائق التجارة الأخرى تقيد من حركة السلع بين الدول ومن ثم تقيد من مقدرة المقيمين في دولة ما على شراء السلع المنتجة في دول أخرى، وبالتالي ينخفض طلب العملات الأجنبية.

- أسعار الفائدة: إذا زادت أسعار الفائدة المحلية مقارنة بتلك السائدة في العالم الخارجي، يكون ذلك دافعا لزيادة تدفقات رأس المال للداخل وهبوطها بالنسبة للدول الأخرى، ويترتب على ذلك بالضرورة زيادة الطلب على العملة الوطنية مقارنة بالعملات الأجنبية فيرتفع سعرها.

- التوقعات المستقبلية لأسعار الصرف: فإذا ما توقع المضاربون في أسواق الصرف ارتفاع قيمة عملة معينة في المستقبل فإنهم سيلجؤون إلى زيادة مشترياتهم منها مقابل التخلص من العملات المتوقعة انخفاض قيمها، وهذا ما يؤدي إلى رفع سعر العملة.

المطلب الثالث: أنظمة سعر الصرف

يعرف نظام الصرف على أنه ذلك النظام المؤسسي الذي يوضع من أجل ضمان درجة معينة من المرونة في سعر صرف العملة المحلية مقابل العملات الأجنبية.¹³ تتواجد هناك عدة أنواع من أنظمة الصرف، والتي تتوزع بين حدين أساسيين هما: أسعار الصرف الثابتة وأسعار الصرف المرنة (المعومة) .

¹² محمد كمال الحمزاوي، سوق الصرف الأجنبي. منشأة المعارف، الإسكندرية، 2004. ص 41.

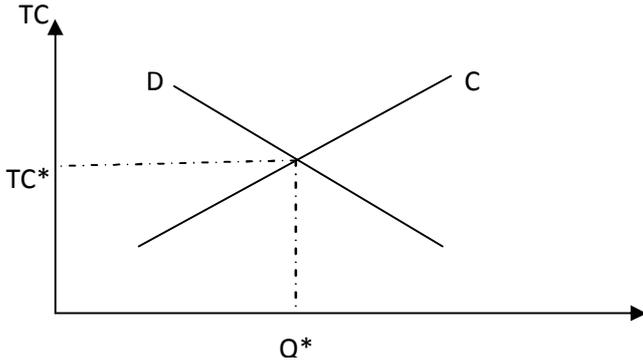
¹³ Philippe D'ARVISSENT, Jean-pierre PETIT : Echanges et finance internationale : les acteurs, les cooperation internationale, l'Europe, l'2 - Amina LAHREVHE-REVIL : L'économie mondiale 2000Euro. La revue Banque Editeur, Paris (sans date de publication). P122. : Les regimes de change. Edition la Découverte, Collection Repères, Paris, 1999. P93.

الفصل الأول: الإطار النظري والتطبيقي لسعر الصرف والأسواق المالية

أولاً: نظام سعر الصرف المرن: وهو ذلك النظام الذي يترك فيه سعر العملة يتحدد على أساس العرض والطلب عليها من طرف المتعاملين على مستوى سوق الصرف.

ويمكن تمثيل كيفية إتخاذ العملة لسعر صرف معين في إطار نظام سعر الصرف الحر من خلال المنحنى البياني:

المنحنى البياني (1-1): آلية تحديد سعر صرف العملة في نظام سعر الصرف المرن



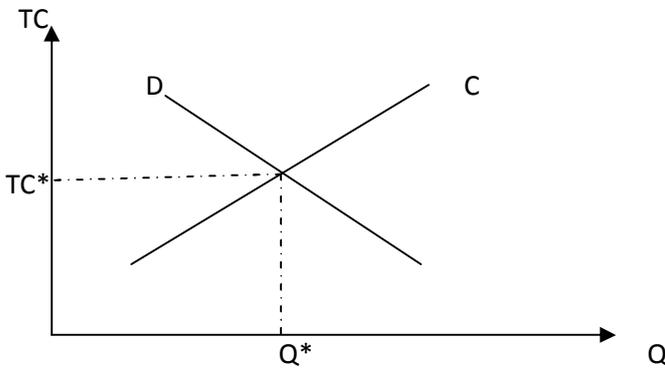
المصدر: مشهور هذلول بربور: العوامل المؤثرة .

أطروحة دكتوراه مقدمة على قسم المصارف والمصارف الإسلامية، كلية العلوم المالية والمصرفية، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، 2008، ص 33.

يتحدد سعر صرف العملة بتلاقي منحنى العرض مع منحنى الطلب عليها دون أي تدخل رسمي للسلطات النقدية في السوق.

ثانياً: نظام سعر الصرف الثابت:⁽¹⁴⁾ وهو يعبر عن ذلك النظام الذي يكون فيه سعر الصرف مثبتاً إلى عملة واحدة، إذ تثبت الدول عملتها إلى عملة دولية رئيسية دون تعديلات إلا في حالات نادرة، وتعلن مسبقاً التعديل مقابل عملة الإرتكاز. كما يمكن أن تثبت الدولة سعر صرف عملتها إلى سلة من العملات تعكس عملات الشركاء التجاريين الرئيسيين أو تلجأ إلى تثبيت سعر صرف عملتها مقابل وحدة معيارية مثل حقوق السحب الخاصة.

المنحنى البياني (2-1): آلية تحديد سعر صرف العملة في نظام سعر الصرف الثابت



المصدر: مشهور هذلول بربور، مرجع سابق، ص 38.

¹⁴. مشهور هذلول بربور: مرجع سابق، ص 37.

الفصل الأول: الإطار النظري والتطبيقي لسعر الصرف والأسواق المالية

فإذا ارتفع الطلب على العملة المحلية أو الأجنبية أو العكس، فإن السلطات النقدية تقوم بالتدخل من خلال زيادة عرض أو طلب العملة المحلية والأجنبية لإعادة التوازن في سوق العملات عند السعر التوازني TC^* .

ثالثاً: أنظمة سعر الصرف الوسيطة

بين نظامي أسعار الصرف المرنة وأسعار الصرف الثابتة يتواجد عدد من الأنظمة الوسيطة نذكر أهمها فيما يلي:

- **نظام التعويم المدار:** وتكون فيه أسعار الصرف عائمة، و لكن مع تدخلات محددة للبنوك المركزية في أسواق الصرف لإعادة سعر الصرف إلى الحالة العادية في حالة تغيره.

- **نظام الربط الزاحف:** تعدل قيمة العملة وفقاً لهذا النظام تعديلاً دورياً طفيفاً بمعدل ثابت أو استجابة للتغيرات في مؤشرات كمية مختارة، ويمكن تحديد سعر الصرف الزاحف بحيث يتعدل تلقائياً لاستبعاد أثر التضخم (على أساس إسترجاعي)، أو تحديده بسعر صرف ثابت معلن سلفاً و/ أو عند مستوى أقل من فروق التضخم المتوقعة (على أساس استشرافي)، و يفرض نظام الربط الزاحف نفس القيود التي يفرضها نظام الربط الثابت على السياسة النقدية.⁽¹⁵⁾

ويعتمد اختيار نظام الصرف في دولة معينة على عدة عوامل منها ما يلي:⁽¹⁶⁾

- حجم الاقتصاد، فكلما كان كبر حجم الاقتصاد، قوي المبرر لاستخدام سعر الصرف المرين.
- الانفتاح، فكلما كان الاقتصاد أكثر انفتاحاً، قلّ الإقبال على سعر الصرف المرين.
- تنوع هيكل الصادرات، فكلما زاد تنوع الاقتصاد أصبح سعر الصرف المرين أكثر جدوى.
- إختلاف معدل التضخم المحلي عن المعدل العالمي.
- حرية حركة رأس المال، فكلما زاد مدى الحرية في حركة رأس المال زادت صعوبة الاحتفاظ بنظام لأسعار الصرف المربوطة والقابلة للتعديل.

¹⁵ . روبا دوتغوتينا، غيلدا فرنانديز، وسيم كاراكا داغ: التحرك نحو مرونة سعر الصرف: كيف، ومتى، وبأي سرعة . صندوق النقد الدولي، 2006. ص3.

¹⁶ . ماجدة قنديل: محاضرة : أنظمة وسياسات الصرف . معهد صندوق النقد الدولي، قسم الشرق الأوسط. ص21.

المبحث الثاني: الأدبيات النظرية حول الأسواق المالية

تشهد الأسواق المالية تطورات عديدة وذلك على صعيد بنيتها وأدائها، حيث أنتجت صور إبداعية لأدوات الاستثمار، مما شكلت عاملا لجذب العديد من المستثمرين (أفراد وشركات)، فضلا عن دورها الحيوي في المجتمع، كونها تمثل قناة اتصال مهمة بين أصحاب العجز وأصحاب الفائض في رؤوس الأموال، ومن خلالها كذلك تستطيع الوحدات العاملة في الاقتصاد الوطني من سد احتياجاتها المالية.

المطلب الأول: مفاهيم أساسية حول الأسواق المالية

تلعب الأسواق المالية دورا مهما في الاقتصاد، حيث تتمتع هذه الأسواق بأهمية كبرى سواء كان ذلك على مستوى الدول المتقدمة أو الدول النامية، وهذا راجع إلى ما تقوم به هذه الأسواق من دور هام في حشد وتعبئة المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمارات التي تعمل على دعم الاقتصاد الوطني.

أولاً: مفهوم السوق المالي

تعريف 01: تعرف السوق المالية على أنها المكان الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية بأشكالها المختلفة كالأسهم والسندات والمشتقات المالية، تنظمه قوانين وأنظمة ولوائح تضمن إتمام المبادلات بيع وشراء بسرعة وسهولة وأمان.⁽¹⁷⁾

تعريف 02: يعرف السوق المالي على أنه ذلك الإطار الذي يجمع بائعي الأوراق المالية بمشتري تلك الأوراق، وذلك بغض النظر عن الوسيلة التي يتحقق بها هذا الجمع أو المكان الذي يتم فيه، لكن بشرط توفر قنوات اتصال فعالة فيما بين المتعاملين في السوق بحيث تجعل فيه الأسعار السائدة في أي لحظة زمنية معينة واحدة بالنسبة لأي ورقة مالية متداولة فيها.⁽¹⁸⁾

إذن السوق المالي هو عبارة عن المكان الذي يتم فيه تبادل الأوراق المالية المختلفة، بحيث ينظم هذا السوق وفق قواعد وقوانين من أجل ضمان السير الحسن للسوق وحماية المتعاملين داخله وتوفير الوسائل والقنوات التي تسهل عمليات التبادل داخله.

ثانياً: خصائص الأسواق المالية

- ارتفاع حجم المعاملات الخاصة بالأدوات الاستثمارية الأجنبية في سوق مالية وطنية معينة.
- ارتفاع نسبة مساهمة بلد أو عدد محدد من البلدان بشكل عام وأسواق معينة بشكل خاص في القيمة الكلية للتبادلات الدولية.

¹⁷ .رئيسة أحمد أبو موسى ، الأسواق المالية والنقدية، دار المعتر للنشر والتوزيع الأردن 2005 ، ص 11.

¹⁸ .وليد ناصف، انس البكري، الأسواق المالية والدولية، دار المستقبل للنشر والتوزيع الأردن 2009، ص 16.

الفصل الأول: الإطار النظري والتطبيقي لسعر الصرف والأسواق المالية

- اعتماد شبكات الاتصالات الدولية في التعاقدات الدولية ومتابعة إجراءات تنفيذها. تزايد دور التعاملات غير نظامية.
- غالبية الأسواق تسودها المضاربة فتعاني من تقلبات شديدة وحساسية للشائعات.⁽¹⁹⁾
- مصدر لتمويل الاقتصاد الوطني ومكان للتعاملات.
- أداة لقياس قيمة الأصول.

ثالثا: شروط إنشاء سوق مالية

- من أجل قيام سوق مالية فإنه ينبغي توفر مجموعة من الشروط نذكر البعض منها:⁽²⁰⁾
- **توفير مناخ استثماري ملائم:** ويشمل هذا المناخ الأوضاع السياسية والاجتماعية والاقتصادية والتشريعية، لذا يجب تكيفها بطريقة تخدم الاستثمار وتؤثر في ثقة المستثمر، ويأتي المناخ المناسب من عاملين عامل الثقة وعامل التنظيم.
 - **انتشار الوعي الادخاري والاستثماري:** إن وجود وعي ادخاري واستثماري يعد من المتطلبات الأساسية لقيام سوق مالية فهو يوفر العديد من الفرص لتدفق المدخرات نحو المشاريع.
 - **وجود حجم كاف من المدخرات المعروضة للاستثمار:** من خلال أجهزة السوق، يقابله وجود طلب كاف على المدخرات المعروضة.
 - **كثرة عدد الشركات المساهمة وتنوع الأوراق وأدوات الاستثمار المالي:** يساعد هذا التنوع والعدد الكبير من الشركات في إعطاء مزايا مختلفة، بحيث تضمن للسوق أكثر توسعا وفعالية.
 - **الإفصاح المالي وإشهار المعلومات:** تعتبر المعلومات الأساس الذي يعتمد عليه المستثمرون لأجل اتخاذ القرارات الاستثمارية الرئيسية، لذلك أصبحت الشفافية في سير المعلومات ومصداقيتها شرطا لازما. ونتيجة للأهمية المعلومة أصبح الإفصاح المالي مسألة قانونية، أي وضعت قوانين تجبر الشركات بنشر المعلومات في أوقات محددة كل سنة.

¹⁹ . هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع الاردن 2003 ، ص 84.

²⁰ . جابلة صبرينة، آليات تفعيل السوق المالي الجزائري، مذكرة ماجستير، علوم التسيير، جامعة الجزائر، 200 ، ص 51-52.

المطلب الثاني: أهمية ووظائف السوق المالية

تحظى الأسواق المالية بأهمية بالغة خاصة بعد انفتاح هذه الأسواق على بعضها البعض بفضل تكنولوجيا المعلومات والاتصال وعولمة الأسواق المالية، حيث أصبحت الدول تعتمد على اقتصاديات التمويل بدل اقتصاديات الاستدانة.

أولاً: أهمية السوق المالي

تحظى الأسواق المالية بأهمية بالغة على مستوى الاقتصاد و على الأفراد و المؤسسات المالية وتكمن هذه الأهمية فيما يلي:⁽²¹⁾

أ- أهمية الأسواق المالية بالنسبة للاقتصاد:

- تمويل خطط التنمية الاقتصادية التي لا تقدر على تمويلها الدولة والبنوك، وذلك بتوفير رؤوس الأموال من خلال تعبئة المدخرات وتوجيهها إلى الاستثمارات المنتجة، بدل اللجوء إلى الاقتراض الخارجي، فتطرح مشاريعها النقدية في الأسواق المالية المنظمة لتمويل عملياتها التنموية باشتراك القطاع الخاص في تمويل هذه المشاريع بواسطة طرح أسهم هذه المشاريع في الأسواق للاكتتاب فيها.²²
- يعتبر السوق المالي معيار للوضع الاقتصادي إذ أن حجم العمليات و مستوى الأسعار يعد مؤشر لقوة الاقتصاد و ضعفه أو لقطاع من قطاعاته.
- تساعد على تحديد الاتجاهات العامة في عملية التنبؤ التي تساعد المستثمرين على الاستثمار بالأوراق المالية.
- وضع التشريعات و التعليمات اللازمة لحماية أسعار الأسهم الجديدة و المتداولة من التأثيرات الخارجية ومن ثم إعداد آلية تلقائية لإصدار الأسهم و السندات.
- تعتبر الأسعار المرآة العاكسة للحالة الاقتصادية المستقبلية إن المعرفة التغيرات الحاصلة في أسعار الأوراق المالية يسمح بمعرفة كيفية سير العمل في المشاريع الاقتصادية و بالتالي الاستثمار.
- إن وجود سوق مالي من شأنه أن يمهد إلى المزج بين السياسة المالية و السياسة النقدية.
- تمثل حافزا للشركات التي تمتلك أسهم في هذه الأسواق لمتابعة التغيرات الحاصلة في أسعار أسهمها ودفعها إلى تحسين أدائها وزيادة ربحيتها.
- المساهمة في تعبئة الموارد المالية المعطلة، وتوجيهها نحو قنوات الاستثمار المناسبة الطويلة والمتوسطة الأجل، وللمساعدة على جذب رؤوس الأموال الأجنبية.⁽²³⁾

²¹ . جابلة صبرينة، آليات تفعيل السوق المالي الجزائري، مذكرة ماجستير، علوم التسيير، جامعة الجزائر، 2008، ص 23-25.

²² . جمال لعمارة، ريس حدة، تحديات السوق المالي الاسلامي، مداخلة في المنتدى الدولي لسياسات التمويل وأثرها في اقتصاديات المؤسسات، دراسة حالة الجزائر والدول النامية، بكرة يومي 21-22 نوفمبر 2006، ص 03.

²³ . حسين بني هاني، الأسواق المالية (طبيعتها، تنظيمها، أدائها المشتقة) دار الكندي للنشر الأردن 2002، ص 11.

الفصل الأول: الإطار النظري والتطبيقي لسعر الصرف والأسواق المالية

- إن الأسواق المالية كثيرا ما تتعامل بالأوراق المالية القابلة للتداول بالعملة القابلة للتحويل مما يساعد ذلك على تحويل هذه السوق من محلية إلى دولية، حيث يمكن لتلك الأسواق من طرح الأسهم و السندات لشركات من جنسيات مختلفة، وبالتالي تصبح السوق أداة تجذب رؤوس الأموال الأجنبية.

- تقوم السوق المالي على تنظيم و مراقبة إصدار الأوراق المالية مما يضمن سلامة التعامل و سهولته و هذا بدوره يضمن حماية البلاد و صغار المدخرين، وبالتالي يحقق التكافؤ والتوازن للسوق من خلال انتقال أدوات الملكية بين المستثمرين.

ب - أهمية الأسواق المالية بالنسبة للأفراد والمؤسسات:

- تقوم الأسواق المالية بتحديد الأسعار وذلك وفق قوى السوق (الطلب و العرض).
- القدرة على توفير وإعادة تدوير كم مناسب من الأموال لتحقيق السيولة اللازمة للمجتمع، ودعم الاستثمارات بمختلف الآجال.
- توفير الحوافز والدافع الحيوي لدى المستثمرين من خلال تحقيق السعر العالي للأوراق المتداولة في السوق وحماية الأطراف المتبادلة.
- تداول الأوراق المالية لمن يرغب في الاستثمار، كما توفر للمدخر مكانا لاستثمار مدخراته.
- رفع درجة الوعي الجماهيري بأهمية التعامل في الأسواق المالية وتحويلهم إلى مستثمرين فاعلين. (24)
- توسيع عملية الاختيار بالنسبة للمستثمر مما يمكنه من تنويع استثماراته وهذا يؤدي إلى تقليل المخاطر.
- إمكانية تحويل الأوراق المالية إلى سيولة، مما يمكن البنوك والشركات من أن تحوز على كميات كبيرة من الأوراق كاحتياط.
- تمكن أصحاب المشاريع من الحصول على رؤوس الأموال اللازمة لإنشاء مشاريع جديدة وتوسيع طاقة مشاريع موجودة.
- تعد مجالا واسعا لتسهيل عمليات تبادل الأصول الاستثمارية فيما بين الأسر والمؤسسات والدولة كأطراف اقتصادية رئيسية.
- تساهم في رفع الكفاءة الاقتصادية بالمشروعات، وذلك لإصدار الشركات نتائجها المالية بصفة دورية، وتكون محل متابعة وتقييم من جانب المساهمين.

²⁴. عصام حسين، أسواق الأوراق المالية (البورصة)، دار أسامة للنشر والتوزيع الأردن 2008، ص 84.

ثانياً: وظائف السوق المالي

إن للأسواق المالية عدة وظائف سواء تعلق ذلك بالمؤسسات أو المستثمرين أو بالاقتصاد، و تتمثل هذه الوظائف فيما يلي: (25)

تعبئة المدخرات: وذلك من خلال الأدوات المالية التي توفرها للمدخرين (الأسهم والسندات) بالإضافة إلى إتاحة فرص الربح للمدخر والمستثمر، مما يجعل المدخرات تنتقل إلى مجالات الاستثمار المختلفة التي تؤدي إلى ارتفاع النمو الاقتصادي.

الاحتفاظ بالثروة: تعمل سوق رأس المال من خلال الأدوات التي توفرها على القيام بدور مخزن القيمة أو مخزن الثروة، حيث تتسم هذه الأدوات بأنها لا تتعرض للإهلاك، كما أنها تولد دخلاً خلال فترة الاحتفاظ بها.

توفير السيولة: من أهم الوظائف التي توفرها سوق رأس المال هي توفير السيولة، بمعنى إمكانية تحويل الأدوات المالية بسهولة وسرعة إلى نقدية سائلة مع انخفاض المخاطر مما يعكس سهولة زيادة الاستثمار ونموه في المجتمع.

توفير التمويل للاستثمار: تقوم سوق رأس المال بتوفير التمويل اللازم للاستثمار من خلال إمكانية طرح المؤسسات للأوراق المالية والحصول على التمويل اللازم للاستثمار أو للتوسع، حيث يتميز هذا التمويل بأنه طويل الأجل.

تخفيض المخاطر وإرشاد المستثمر: تعمل سوق رأس المال على تخفيض المخاطر من خلال فرص التنويع التي توفرها، حيث تمكن سوق رأس المال من بناء محفظة تضم أوراقاً مالية لقطاعات مختلفة ومؤسسات متنوعة مما يعمل على تخفيض المخاطر، كما يكون التنويع على المستوى الدولي مما يتيح فرص أكبر لتخفيض المخاطر.

حيث نجد كل مؤسسة تعمل على تحسين وضعها والاستفادة من ارتفاع أسعار أوراقها المالية الذي يعني انخفاض تكلفة التمويل من جهة، وبضع الثقة في تعاملاتها من جهة أخرى.

تحقيق الاستقرار الاقتصادي: تعد سوق رأس المال أداة مهمة من أدوات السياسة الاقتصادية لتنفيذ الحكومات مهامها للوصول إلى الاستقرار الاقتصادي، وتجنب التضخم والكساد، وذلك من خلال التأثير في معدلات الفائدة، وبالتالي تغيير مستويات الاقتراض والاستثمار في الاقتصاد.

²⁵ إيهاب الدسوقي، اقتصاديات كفاءة البورصة، ط 1، دار الجامعة للنشر والتوزيع، الإسكندرية، 2000، ص 87-88.

المطلب الثالث: المؤشرات الأساسية لقياس أداء السوق المالي

يستخدم الاقتصاديون العديد من المؤشرات للاستدلال على طبيعة أداء السوق المالية خلال فترة زمنية معينة، وتمكن تحليل هذه المؤشرات من معرفة درجة تطور السوق ونضجها ومدى تحقيقها لأهدافها، ونذكر بعضها في النقاط التالية:

أولاً: مؤشر أسعار الأسهم ومؤشر درجة التركيز

(أ). **المؤشر العام لأسعار الأسهم:** وهو مؤشر إحصائي يستخدم لقياس الأداء الكلي للسوق المالية، ويتكون من معدل أسعار مجموعة من الأسهم التي يفترض أن تعبر تحركاتها عن الحركة العامة للسوق المالية⁽²⁶⁾.

وعادة ما تنتشر المجالات العالمية يوميا قائمة بمختلف المؤشرات التي تنتشر التطورات اللحظية التي تطرأ على أسعار الأسهم، الأمر الذي يعطي صورة واضحة للمستثمرين عن أوضاع استثماراتهم، وبالتالي يسهم في زيادة مقدرتهم على توجيه أموالهم إلى الأسواق الأكثر كفاءة واستقرارا.

(ب). **مؤشر درجة تركيز التداول:** ويقاس مدى تركيز التداول في حجم معين من الأوراق المالية لعدد معين من الشركات المقيدة في السوق، أو إذا كان موزعا على عدد كبير من الأوراق المالية. ويمكن قياس درجة التركيز من خلال حساب نصيب أكبر عشر شركات من إجمالي السوق وإجمالي قيمة التداول.

ثانياً: مؤشرات حجم السوق

يتم من خلال هذه المؤشرات التعرف على حجم السوق المالية بالاعتماد على مؤشرين أساسيين وهما مؤشر القيمة السوقية ومؤشر عدد الشركات.

(أ). **مؤشر القيمة السوقية (معدل رسملة السوق):** يقصد برسملة السوق المالية مجموعة من الأسهم المدرجة في السوق مأخوذة بمتوسط أسعارها في نهاية المدة، وهناك من يفسرها بأنها تمثل قيمة أسهم الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية تبعا لسعر السوق، ويقاس بالمعادلة:

$$\text{الرسملة السوقية} = \text{قيمة الأسهم المدرجة في السوق} / \text{الناتج المحلي الإجمالي}$$

وتعكس رسملة السوق مستوى نشاطها، فكلما ارتفعت قيمتها دل ذلك على ارتفاع مستوى نشاط السوق (كبر حجم السوق) سواء من حيث زيادة عدد الأسهم وعدد الشركات المدرجة فيها، أو ارتفاع الأسعار الذي قد يكون انعكاسا لاتساع حجم المعاملات المالية، أو كليهما معا، وبالتالي يكون ذلك انعكاسا لارتفاع النشاط الإقتصادي.

²⁶ عباس كاظم الدعيمي، أثر السياسات النقدية والمالية في مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية (دراسة تطبيقية في مصر والولايات المتحدة الأمريكية للفترة 1990-2006) أطروحة دكتوراه فلسفة في العلوم الإقتصادية. 1429-2008 مقدمة إلى مجلس الإدارة والإقتصاد جامعة الكوفة. ، ص 174-175.

الفصل الأول: الإطار النظري والتطبيقي لسعر الصرف والأسواق المالية

(ب) **مؤشر عدد الشركات:** يسمح هذا المؤشر بمعرفة عدد الشركات المقيدة في السوق المالية، والتي يتم التداول في الأوراق المالية التي تصدرها، وبالتالي فكلما كان هذا المؤشر مرتفعا كلما كان حجم السوق كبير والعكس صحيح. وتؤشر الزيادة في عدد الشركات المقيدة في السوق المالية على تطورها ، ويكون هذا دالا كذلك على زيادة النشاط الاقتصادي داخل البلد. ويكتمل الاستدلال الذي يعطيه هذا المؤشر بحساب مؤشر القيمة السوقية، حيث أنه قد يكون هناك عدد كبير من الشركات المقيدة في السوق المالية، غير أن قيمتها السوقية تكون صغيرة، وبالتالي لا تصبح المعلومة التي يعطيها مؤشر عدد الشركات ذات دلالة اقتصادية كبيرة.

ثالثا: مؤشرات سيولة السوق

تعني سيولة السوق القدرة على شراء الأوراق المالية وبيعها في السوق الثانوية بسهولة، وهناك مؤشران لقياس سيولة السوق هما مؤشر حجم التداول ومؤشر معدل الدوران.

(أ). **مؤشر حجم التداول:** يقصد بحجم التداول قيمة ما يتم تداوله من أسهم وسندات بمختلف الأسعار خلال مدة زمنية عادة ما تكون سنة، ويقاس معدل التداول من خلال قسمة مجموع الأسهم المتداولة في السوق المالية على الناتج المحلي الإجمالي. ويقاس هنا مؤشر التداول لأسهم الشركات كنسبة من الناتج المحلي، وبالتالي فهو يعكس السيولة في الاقتصاد بصفة عامة. ويكمل هذا المؤشر مؤشر رسملة السوق، إذ يعكس هذا الأخير حجم السوق، فعلى الرغم من أن السوق قد تكون كبيرة إلا أن حجم التداول قد يكون صغيرا، ومن ثم يتعين استخدام المؤشرين معا وذلك للتمكن من الحصول على معلومات سليمة عن سوق الأوراق المالية المحلية.⁽²⁷⁾

(ب). **مؤشر معدل الدوران:** يقيس هذا المؤشر النسبة المئوية لتداول أسهم شركة معينة أو مجموعة شركات داخل قطاع واحد للتعرف على نشاط هذه الأسهم في السوق المالية خلال مدة زمنية معينة. ويمكن استخراج معدل الدوران من خلال العلاقة:⁽²⁸⁾

معدل دوران السهم = إجمالي الأسهم المتداولة (حجم التداول) / رسملة السوق (القيمة السوقية)

ويستخدم هذا المؤشر في الغالب كمقياس لانخفاض تكلفة المعاملات، كما أنه يكمل مؤشر رسملة السوق في توضيح درجة نشاطه، إذ أنه من الممكن أن تكون هناك سوق كبيرة ولكنها غير نشيطة، إذا كانت رسملتها السوقية كبيرة ولكن معدل الدوران فيه منخفض.

²⁷. Ross LEVINE and Sara ZERVOS: Capital contrdiberalisation and stock development. The Policy Research Woring Paper, 1996, P04

²⁸. عباس كاظم جاسم الداعي، مرجع سابق، ص 175.

الفصل الأول: الإطار النظري والتطبيقي لسعر الصرف والأسواق المالية

ومن المؤشرات أيضا ما يعرف بالمؤشر العام للسوق، حيث أن هناك مؤشرات كثيرة ومختلفة تعتمد على الأسواق لمعرفة درجة كفاءة وأداء السوق المالي، ومن أشهر هذه المؤشرات الرئيسية العالمية نذكر بعضها:

1- الولايات المتحدة الأمريكية

- مؤشر داوجونز (Dow Jons Industrial Avantage DJIA) هو عبارة عن متوسط 30 سهم من الأسهم المسجلة لدى بورصة نيويورك، وبذلك يمثل داوجونز 30 ورقة مالية أي 30% من بورصة نيويورك.

- مؤشر ستاندر آندبور 500 (88 P 500): يحتوي على 500 ورقة مالية تمثل 80% من القيمة السوقية للأسهم المتداولة في بورصة نيويورك وهناك (S8p 100) (S8p 400).

2- إنجلترا: مؤشر FTSE100: المؤشر الأكثر شهرة ويحتوي على 100 ورقة مالية تمثل 70% من إجمالي رسملة السوق.

03- فرنسا: مؤشر cac40: يتكون من 40 ورقة مالية للشركات الهامة في بورصة باريس.

04- اليابان: مؤشر Nikkei: يحتوي على 225 ورقة مالية تمثل حوالي 70% من رسملة بورصة طوكيو.

5- مؤشرات الأسواق العربية

ASE	- الأردن	BSE	- البحرين
MSM	- عمان	CMA	- مصر
		TASI	- السعودية

المبحث الثالث: الأدبيات التطبيقية (دراسات سابقة حول سعر الصرف والأسواق المالية)

هناك عدة دراسات نظرية وتطبيقية تناولت موضوعي الاسواق المالية وأسعار الصرف، حيث اسقطتا على العديد من المتغيرات لمرفة الأثر و العلاقة بينها وبين عدة متغيرات وحتى بين بعضها البعض، حيث خلصت الدراسات إلى عدة نتائج متباينة نتيجة اختلاف المعطيات وأساليب الدراسة والمتغيرات وغيرها.

المطلب الأول: فعالية سعر الصرف على أداء السوق المالي

تبرز أهمية سعر الصرف بوصفه أحد العوامل المؤثرة في أداء الأسواق المالية، كونه أحد محددات النشاط الاقتصادي، ولما كان نشاط السوق المالي جزءا مهما من النشاط الاقتصادي، فإن أي تقلب في أسعار الصرف سيجد صداه فورا في هذه السوق.

إن الدراسات الاقتصادية والقياسية التي تناولت العلاقة بين أسعار الصرف والأسواق المالية اتسمت بالندرة، بسبب تباين أثر سعر الصرف في الأسواق المالية من بلد لآخر، إلى جانب تعدد أنظمة الصرف المتبعة ودرجة التطور الاقتصادي والمالي، والفلسفة الاقتصادية المتبعة من بلد لآخر.

وقد وضحت العديد من الدراسات العلاقة التي تربط سوق الأوراق المالية بأسعار الصرف عن طريق حالتين، الأولى انخفاض قيمة عملة بلد ما، من شأنه أن يجعل أسعار الموجودات المالية المحمية كالأسهم أرخص نسبيا للمستثمرين الأجانب، مما يزيد من طلب المستثمرين الأجانب على الموجودات المحمية، وتزداد سرعة تداول هذه الموجودات ويرتفع أسعارها تباعا.

الثانية فإن انخفاض قيمة البلد المعني يؤدي إلى دفع بعض المستثمرين المحميين الذين يحتفظون بأرصدة نقدية محمية، إلى التخلص منها والتوجه صوب الموجودات المالية الأخرى (كالأسهم) ومن ثم زيادة الطلب على هذه الموجودات وارتفاع أسعارها، وبالطريقة نفسها يؤثر ارتفاع قيمة عملة هذا البلد باتجاه تخفيض الطلب على الموجودات المالي، وبالتالي انخفاض أسعارها.⁽²⁹⁾

²⁹. محمود صالح عطية، تحميل العوامل الموضوعية المؤثرة في سوق الأوراق المالية مع الإشارة إلى سوق العراق، مجلة ديالي العراق 2012 العدد 54، ص 16.

المطلب الثاني: الدراسات السابقة

سنحاول استعراض بعض الدراسات التي توافق وتشبه دراستنا ونقارن بين النتائج المتوصل إليها في كل الدراسة لمعرفة أوجه الشبه والاختلاف، ومن بين الدراسات نذكر التالي:

1- دراسة محفوظ جبار 2016: ورقة بحثية منشورة في مجلة الباحث العدد 16/2016 بكلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير جامعة سطيف 1 بعنوان أثر تقلبات أسعار الصرف على الأسواق المالية - دراسة إحصائية لبعض الأسواق المتقدمة والنامية خلال السداسي الأول لسنة 2015.

يهدف الباحث من خلال دراسته إلى توضيح أثر التغير في أسعار الصرف على الأسواق المالية في بعض الدول التي تتميز بأسواق متقدمة و دول ذات أسواق مالية ضعيفة، فقد اعتمد الباحث في دراسته على المنهج الوصفي التحليلي المقارن الذي ساعده على وصف تحليل العلاقة بين المتغيرين وإبراز وجه المقارنة بين الأسواق محل الدراسة، وقد استخدم بعض الأدوات الإحصائية والقياسية باستعمال نموذج الانحدار الخطي والمتعدد، وقد خلصت الدراسة أن العملات العربية المكونة للعينة قد تميزت بالاستقرار شبه التام لمعظمها خلال فترة الدراسة، الأمر الذي جعلها مستقلة عن تطور الأسواق المالية العربية في أغلب الحالات، وبالتالي لم يكن لها أي تأثير يذكر على تلك الأسواق. لقد تزامن ذلك مع انهيار سعر البترول وتراجع اليورو أمام الدولار وكذا الاضطرابات السائدة في المنطقة خلال السداسي الأول من سنة 2015 وأخيرا، وعلى سبيل المقارنة، بينت الدراسة أن هناك تأثيرا أقوى للعملات الرئيسية في العالم، أي الدولار واليورو، على الأسواق المالية العالمية.

2- دراسة أشرف لطفي السيد 2012: تحليل أثر تقلبات أسعار الصرف على الصادرات في مصر، جامعة طنطا.

حاول الباحث في هذه الدراسة التحقق من العلاقتين طويلة وقصيرة الأجل بين الصادرات المصرية وبين التقلبات في سعر صرف، باستخدام بيانات ربع سنوية للفترة من 1980 إلى 2010 وتم تطبيق كلا من نموذج الإنحدار الذاتي ونموذج تصحيح الخطأ VECM من أجل التحقق من هدف الدراسة، وبناء على هذين النموذجين أوضحت النتائج أن تقلبات سعر الصرف تؤثر تأثيرا سلبيا على نمو الصادرات المصرية، حيث تؤدي حالة عدم التأكد الناشئة عن التقلبات في أسعار الصرف إلى تفضيل المتعاملين في التجارة في الداخل عن التجارة في السوق الدولية.

ومن خلال الدراسة القياسية وجد أن جميع متغيرات الدراسة متكاملة فيما بينها، وهو ما يعني أن هذه المتغيرات لن تتحرف كثيرا في الأجل الطويل، كما اتضح أن سياسة سعر الصرف للتأثير على الصادرات لن تكون سياسة جيدة، حيث إن تخفيض قيمة الجنيه المصري لن يتبعه زيادة الصادرات وذلك في الأجل القصير، ومع ذلك فإن سياسة تخفيض قيمة الجنيه ستؤدي إلى زيادة الصادرات في الأجل الطويل.

الفصل الأول: الإطار النظري والتطبيقي لسعر الصرف والأسواق المالية

3- دراسة حميدات عمر 2011، أثر تقلبات سعر الصرف على ميزان المدفوعات -حالة الجزائر، رسالة ماجستير، غير منشورة، جامعة الجزائر 3

من خلال هذه الدراسة حاول الباحث الإجابة على الإشكالية التالية: إلى أي مدى يؤثر نقل سعر الصرف في ميزان المدفوعات؟ وما هي نتائج تقلبات أسعار الصرف الدولار مقابل اليورو على ميزان المدفوعات الجزائري؟ حيث تم الاعتماد على المنهج الوصفي ومجموعة من الإحصائيات التي لها علاقة بالبحث وتحليلها لتوضيح أبعاد الدراسة، خلال الفترة 1998 - 2008، وتوصل إلى النتائج التالية:

-الفائض المحقق في ميزان المدفوعات ليس له علاقة بوضعية سعر الصرف، فالميزان التجاري حقق فائضا بسبب تحسن أسعار النفط، بينما حساب رأس المال عرف عجزا بسبب قلة رؤوس الأموال الموجهة إلى الجزائر وتسديد الديون الخارجية.

- التقلبات الحاصلة في سعر صرف الدولار مقابل اليورو تؤثر سلبا على الاقتصاد الجزائري، فبرغم من تنوع العملات المشكلة للدين الخارجي، غير أن الخسائر التي يمكن أن تنتج عن الارتفاع في عملة الدين المشكل من اليورو أكبر من المكاسب التي تنتج عن انخفاض عملة الدين المشكل من اليورو.

-الانحراف الحاصل في سعر صرف الدولار مقابل اليورو له تأثير على الاقتصاد الجزائري والذي يمس بالدرجة الأولى تدهور القدرة الشرائية لعائدات النفط، وحدث تدهور على مستوى ميزان المدفوعات وارتفاع قيمة الواردات بسبب ارتفاع عملة الدفع، خاصة وأن أغلبها تتم باليورو.

4- دراسة (D.Umoru and O.Odjegba, 2013) بعنوان تصحيح اختلال سعر الصرف وضبط ميزان المدفوعات في نيجيريا.

Exchange rate misalignment and balance of payments adjustment in Nigeria.

حاول الباحثان في هذه الدراسة الإجابة على الإشكالية التالية: كيف أثر اختلال سعر الصرف على وضع ميزان المدفوعات في نيجيريا خلال الفترة الممتدة من 1973 إلى 2012 ، حيث تم الاعتماد على تقديرات نموذج تصحيح الخطأ (VECM) واختبار جرينجر للسببية (Test Causality Granger) لتحديد اتجاه السببية بين المتغيرات، حيث أشارت نتائج اختبار جرينجر للسببية أحادية الاتجاه، وذلك عند مستوى 1% ، وأتضح من نتائج هذه الأخيرة بأنه لا توجد علاقة سببية بين المتغيرات، حيث تم التوصل إلى أن اختلال سعر الصرف النيجيري في المدى القصير ظهر له أثر إيجابي على ميزان المدفوعات، وتتمثل النتيجة الرئيسية في هذه الدراسة هو حقيقة أن اختلال سعر الصرف أظهر وجود علاقة إيجابية مع رصيد ميزان المدفوعات في نيجيريا، وفي دراسة أخرى لـ: Prince Umor et all 2013 قامت بتحليل العلاقة بين سعر الصرف وميزان المدفوعات في الاقتصاد النيجيري، استخدمت أسلوا الانحدار الخطي البسيط في تحليل السلاسل الزمنية المستمدة من منشورات البنك المركزي النيجيري ومكتب إدارة الدين والمكتب الوطني للإحصاء، حيث شملت الدراسة الفترة 1986 - 2008، وفي شرح الاختلافات

الفصل الأول: الإطار النظري والتطبيقي لسعر الصرف والأسواق المالية

في الحسابات الجارية والرأسمالية لميزان المدفوعات، ظهر أن معاملات المؤشر إيجابية لسعر الصرف والاحتياطات الخارجية، ولكن سلبية على الدين الخارجي.

5- دراسة S.Günes, 2013 : تأثير سعر الصرف على التجارة الدولية في تركيا.

The Effect of Exchange Rate on the International Trade in Turkey

في هذا البحث تم تحليل العلاقة بين تقلب سعر الصرف والصادرات والواردات (أسعار الصرف على نمط التجارة الدولية في تركيا من خلال تطبيق إجراءات التكامل المشترك ونموذج تصحيح الخطأ VECM على البيانات الشهرية للفترة (2003:01 - 2012:08) وتطبيق تحليل الانحدار الاتجاهي المترابط والذي يستخدم في حال كون المعلومات غير ثابتة، حيث تم التوصل إلى أن أسعار الصرف والصادرات والواردات هي مترابطة، وبالتالي لا يمكن أن يكون الانحراف متباعد جدا في تركيا، وعلاوة على ذلك يبين تحليل نموذج تصحيح الخطأ أن طويلة المدى السببية تمتد من الصادرات والواردات لتبادل أسعار الفائدة.

كما أن بعض الدراسات الأخرى التي أجريت لتركيا، وجدت أن تقلبات سعر الصرف الاسمي يؤثر بشكل إيجابي على الصادرات (الصادرات التركية الحقيقية تميل إلى الانخفاض عند زيادة أسعار الصرف الحقيقية)، وفي دراسة قام بها Fidan, 2006 حاولت دراسة اتجاه العلاقة بين سعر الصرف الفعلي الحقيقي وكلا من الصادرات والواردات الزراعية في الاقتصاد التركي، ومن أجل معرفة ذلك التأثير واتجاهه تم استخدام منهجية التكامل المشترك لجوهانسون، بعد إجراء اختبار السببية لجرانجر لمعرفة اتجاه العلاقة، وقد أخذت الدراسة نموذجين:

النموذج الأول للدراسة يشكل نموذج الصادرات الزراعية التركية، أما النموذج الثاني للدراسة متعلق بنموذج الواردات الزراعية التركية وتوصلت الدراسة إلى أن تأثير سعر الصرف على كلا من الصادرات والواردات الزراعية لا يكون له تأثير كبير في المدى القصير، ولكن الأثر الإيجابي لتغيرات سعر الصرف ظهرت بعد السنة العاشرة، وأن هناك علاقة طردية بين سعر الصرف الحقيقي الفعال والصادرات السلعية في الاقتصاد التركي، وأن هناك علاقة عكسية بين سعر الصرف الحقيقي الفعال والواردات الزراعية التركية.

6- دراسة عامر عمران كاظم المعموري، سليم رشيد عبود الزبيدي، ورقة بحثية منشورة في مجلة الإدارة والاقتصاد العدد 12 المجلد الثالث بجامعة كربلاء كلية الإدارة والاقتصاد، بعنوان أثر تقلبات أسعار الصرف على المؤشر العام لأسعار الأسهم دراسة تطبيقية - في سوق العراق للأوراق المالية 2005 - 2011 يهدف هذا البحث إلى معرفة أثر تقلبات سعر صرف الدينار العراقي ، على المؤشر العام لأسعار أسهم الشركات، المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، و توضيح نوع العلاقة بين تلك التقلبات والمؤشر العام لأسعار الأسهم. وقد تم الاستعانة بمنهجية (جوهانسن- جسيوس) للتكامل المشترك ومتمجه الانحدار الذاتي وسببية (جرانجر) لاختبار العلاقة بين سعر الصرف والمؤشر العام لأسعار الأسهم في العراق للمدة 2005-2011.

الفصل الأول: الإطار النظري والتطبيقي لسعر الصرف والأسواق المالية

خلصت نتائج التحليل عن وجود علاقة سببية ثنائية الاتجاه بين المتغيرات المذكورة ، تتجه من سعر الصرف إلى المؤشر العام للأسعار من جهة ، ومن المؤشر العام لأسعار الأسهم إلى سعر الصرف من جهة أخرى ، وهذا ينسجم مع الجانب التحليلي للبحث، والمؤكد على أسبقية التحرك في المؤشر العام لأسعار الأسهم مقارنة بالتغير بتقلبات أسعار الصرف وبالتالي إمكانية اعتبار مؤشر سوق الأسهم كمؤشر عام حول اتجاه النشاط الاقتصادي المستقبلي . كما بينت نتائج متجه الانحدار الذاتي . إن لتقلبات أسعار الصرف تأثير متباين و باتجاهات مختلفة على المؤشر العام لأسعار الأسهم من شهر إلى آخر، وحسب المدة المبحوثة لسوق المالي عينة البحث . وهذا يعني إمكانية استخدام سياسة سعر الصرف في التأثير على النشاط الاقتصادي من خلال التأثير في مؤشرات سوق الأوراق المالية ومنها المؤشر العام للأسعار ، وبالتالي توجيه سياسة سعر الصرف بالشكل الصحيح.

7- دراسة عباس كاظم جاسم الدعي 2008: أطروحة دكتوراه بعنوان أثر السياسات النقدية والمالية في مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية (دراسة تطبيقية في مصر والولايات المتحدة الأمريكية 1990- 2006) وقد درس الكاتب العلاقة بين عناصر السياسات النقدية والمالية في البلدين كمتغيرات مستقلة ومؤشرات أداء الأسواق المالية فيهما كمتغيرات تابعة، واستنتج في الأخير أن السياسة النقدية أكثر تأثيراً من السياسة المالية في مؤشرات سوق مصر المالية، بينما جاء تأثير السياسة المالية أكبر من تأثير السياسة النقدية في مؤشرات أداء سوق نيويورك المالية.

8- دراسة مناصرية خولة 2016: أطروحة لنيل شهادة دكتوراه بعنوان أثر السياسة المالية على أداء سوق الأوراق المالية دراسة حالة الأردن خلال الفترة 1990 - 2014. تتمثل أهداف هذا البحث في تحديد أثر السياسة المالية على أداء أسواق الأوراق المالية، ومختلف الأساسيات المرتبطة بكل منهما، ثم الربط بين المتغيرين السابقين من خلال التعرض إلى قنوات ومحاور تأثير السياسة المالية على مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية، وقد خلصت الدراسة إلى وجود علاقة ارتباط طردي قوي بين النفقات العامة والمؤشر العام لسعر السهم المرجح بالقيمة السوقية لسوق عمان، ووجود علاقة ارتباط ضعيف بين النفقات العامة و حجم التداول ومعدل الدوران لسوق عمان، وخلصت على عدم وجود أثر للدين العام الداخلي على مؤشر حجم التداول لسوق عمان.

9- دراسة بوعبد الله علي 2014: رسالة دكتوراه: أثر الأسواق المالية الناشئة على استقرار أسعار الصرف في الدول العربية.

حاولت هذه الدراسة معالجة الإشكالية المتعلقة بتأثير نشاط الأسواق المالية (الاستثمارات الأجنبية في المحفظة المالية) على استقرار أسعار الصرف في الدول العربية مع الإشارة إلى مصر بالتحليل والقياس، وخلصت الدراسة إلى أن هناك علاقة تأثير وتأثر بين سوق الأوراق المالية وسوق الصرف (أسعار

الفصل الأول: الإطار النظري والتطبيقي لسعر الصرف والأسواق المالية

الصرف) من خلال نشاط أو سلوك الاستثمار الأجنبي في المحفظة المالية، وهذا ما تبين في تحليل الأزمات المالية في جنوب شرق آسيا سنة 1997.

10- دراسة محمد ياسر زيدان النحال 2016: أطروحة لنيل شهادة الماجستير بعنوان أثر تقلبات

أسعار الصرف على الأداء المالي للبنوك المدرجة ببورصة فلسطين للأوراق المالية.

هدف الدراسة التعرف على أثر تقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية الرئيسية المتداولة في فلسطين على الأداء المالي للبنوك المدرجة في بورصة فلسطين للأوراق المالية، حيث تم الاعتماد على مؤشرات الأداء المالي التالية: العائد على الأصول العائد على حقوق المساهمين و عائد السهم الواحد و معدل دوران السهم والقيمة السوقية لسهم البنك. خلال الفترة الممتدة من عام 2006 إلى عام 2014، إذ شمل مجتمع الدراسة البنوك المدرجة في بورصة فلسطين للأوراق المالية والبالغ عددها سبعة بنوك، وتم اجراء مسح شامل لكافة مفردا مجتمع وعينة الدراسة، ولتحقيق أهداف الدراسة اتبع الباحث المنهج الوصفي التحليلي كونه المنهج الأكثر مناسبة للظاهرة محل الدراسة، واستخدم الباحث العديد من الأساليب الإحصائية المختلفة مثل: المتوسطات الحسابية ومعامل الارتباط بيرسون، ونموذج تحليل الانحدار الخطي المتعدد لتحليل البيانات والتحقق من صحة فرضيات الدراسة، وخلصت الدراسة إلى مجموعة من النتائج أهمها:

عدم وجود أثر ذو دلالة إحصائية لتقلبات أسعار الصرف عند مستوى معنوية (الفا ≥ 0.05) على أي من مؤشرات الأداء المالي للبنوك عينة الدراسة (العائد على الأصول و العائد على حقوق المساهمين و عائد السهم الواحد و معدل دوران السهم و القيمة السوقية لسهم البنك)، وقد كانت نتائج الدراسة مغايرة لنتائج العديد من الدراسات السابقة.

11- دراسة (زاهر عبد الحليم خضر 2012) : رسالة ماجستير بعنوان تأثير سعر الصرف على

المؤشرات الكلية للاقتصاد الفلسطيني للفترة 1994 - 2010.

هدف الدراسة إلى إيضاح الآثار الاقتصادية لتغيرات أسعار صرف العملات المتداولة في مناطق السلطة الفلسطينية على المؤشرات الكلية للاقتصاد الفلسطيني خلال الفترة 1994-2010، وتحديد اتجاه تلك الآثار وطبيعة تأثيرها على الإيرادات والنفقات العامة وكذلك إجمالي الصادرات والواردات وتوضيح العلاقة بين سعر الصرف والتضخم و ولتحقيق هذه الأهداف فقد تم استخدام الأساليب الإحصائية المناسبة من نماذج الانحدار الخطي البسيط ونماذج السلاسل الزمنية لتحليل البيانات واختبار الفرضيات و وخصت الدراسة إلى وجود علاقة طردية بين إجمالي الواردات الفلسطينية وسعر الصرف الفعلي الحقيقي للواردات، ووجود علاقة عكسية بين سعر الصرف الاسمي ومعدل التضخم، وأن عدم وجود عملة وطنية يجعل سلطة النقد الفلسطينية لا تتحكم بأسعار الفائدة التي يفرضها الجهاز المصرفي على الودائع و التسهيلات،

الفصل الأول: الإطار النظري والتطبيقي لسعر الصرف والأسواق المالية

حيث أن معدل الفائدة الذي تفرضه البنوك على القروض تبلغ ضعف معدلا الفائدة التي تفرضها بنوك الدول التي تصدر تلك العملات.

12- دراسة (باعمارة بشير، 2013): بعنوان أثر تقلبات أسعار الصرف على أداء البنوك دراسة حالة بنك القرض الشعبي الجزائري للفترة 2002-2011.

هدف هذه الدراسة إلى معرفة تأثير التغيرات في سعر الصرف على أداء البنوك التجاري، وكما هدفت إلى الوقوف على طبيعة وأبعاد العلاقة بين إيرادات البنوك من نشاطه الرئيسي إيراداته من النشاط الثانوي، والتعرف على مدى توجه البنوك الجزائرية في تمويل التجارة الخارجية، وعلى هذا الأساس تم اختيار بنك القرض الشعبي الجزائري كعينة للدراسة لفترة 2002-2011 وتم استخدام المنهج الوصفي والتحليلي للجانب النظري و التاريخي والتجريبي لدراسة الحالة، وبالاعتماد على أدوات التحليل الإحصائي وقد تم استخدام الأساليب الإحصائية مثل تحليل الانحدار لتحليل البيانات واختبار الفرضيات، وذلك بالاستعانة ببرنامج اكسل وقد خلصت الدراسة إلى أن إيرادات الصرف تساهم وبشكل جيد في الرفع من صافي الدخل للبنك، وأوصت الدراسة بضرورة التحكم في المؤشرات النقدية وتنويع مصادر الحصول على العملة الصعبة وتشجيع الصادرات الوطنية.

13- دراسة (خرباش منية، 2012) : شهادة ماستر بعنوان أثر مخاطر سعر الصرف على أداء محفظة الأوراق المالية - دراسة حالة بورصتي عمان والسعودية لفترة 2010.

هدف الدراسة إلى معرفة أثر مخاطر سعر الصرف على أداء محفظة الأوراق المالية في بورصتي عمان والسعودية و تحليل واقع محافظ الأوراق المالية في بورصة الأوراق المالية وتحليل العوائد والمخاطر المالية المتعلقة بها بالاعتماد على الأساليب الإحصائية، و كما هدف إلى دراسة إمكانية تخفيض المخاطر النظامية عن طريق إستراتيجية التنويع الدولي في بورصتي عمان والسعودية وبيان الأثر الايجابي او السلبي لمخاطر سعر الصرف على عوائد أسعار الأسهم في البورصة، وتم اختيار عينة الدراسة من أسهم أفضل الشركات المدرجة في كل من بورصة عمان والسعودية خلال سنة 2010، واتبعت الدراسة المنهج الوصفي التحليلي في تجميع البيانات والمعلومات مستخدمة الأساليب الإحصائية مثل الإحصاءات الوصفية ومعاملات الارتباط لتحليل البيانات والتحقق من صحة الفرضيات، وخلصت الدراسة إلى أن عدد الأصول المالية الداخلة في تكوين المحفظة وكذلك معامل الارتباط بين عوائد الأصول المالية المكونة لمحفظة الأوراق المالية يساهم إلى حد كبير في تخفيض المخاطر النظامية، و كما أظهرت النتائج أن المخاطر الناجمة عن تقلبات أسعار الصرف تؤثر على أداء محفظة الأوراق المالية، وأوصت الدراسة بضرورة التعرف على أنواع المخاطرة بالسوق وتحليلها بشكل دقيق قبل اتخاذ قرار الاستثمار، وبضرورة القيام بمراجعة دورية لمحفظة الأوراق المالية في ظل التدفق المستمر للمعلومات، واختيار سياسة مناسبة لتغطية مخاطر الصرف حسب الظروف الاقتصادية.

الفصل الأول: الإطار النظري والتطبيقي لسعر الصرف والأسواق المالية

14- دراسة MBUBI AMOS MBITHI 2013: بعنوان أثر أسعار صرف العملات الأجنبية على الأداء المالي للشركات المدرجة بسوق نيروبي للأوراق المالية للفترة 2002-2012.

The effect of foreign exchange rates on the financial performance of firms listed at the Nairobi securities exchange.

هدفت هذه إلى معرفة تأثير التغيرات بأسعار صرف العملات الأجنبية على الأداء المالي للشركات المدرجة بسوق نيروبي للأوراق المالية، كما هدفت إلى التعرف على أثر مخاطر سعر الفائدة على الشركات المدرجة بالسوق، وتكون مجتمع الدراسة من جميع الشركات المدرجة بسوق نيروبي للأوراق المالية وعددها 46 باستثناء الشركات المالية وشركات الاستثمار خلال الفترة 2002-2012، وقد اتبعت الدراسة المنهج الوصفي التحليلي لمعالجة الجانب النظري، والتطبيقي استخدمت الأساليب الإحصائية، وخلصت الدراسة إلى أن الأداء المالي للشركات المدرجة بسوق نيروبي يتأثر بتقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية المتداولة، حيث بينت أن له تأثير على تكاليف الاستيراد والحسابات الدائنة وصافي الدخل، وكذلك الصادرات السنوية، وأوصت الدراسة بضرورة أن تعمل الشركات على استكشاف سبل لتعزيز قدرتها على إدارة مخاطر العملات الأجنبية وتطوير سياسة التحوط للحد من الآثار السلبية للصرف.

15- دراسة يعقوبي محمد 2012: أطروحة ماجستير بعنوان تأثير تغيرات أسعار صرف العملات على مؤشرات أسعار الأسهم في الأسواق المالية العالمية.

هدفت هذه الدراسة إلى معرفة الأثر الذي تتركه تغيرات أسعار الصرف على الأسواق المالية، حيث حاولنا إبرازه من خلال دراسة العلاقة بين أسعار صرف العملات كمتغير مفسر وأحد أهم مؤشرات قياس الأداء في الأسواق المالية ألا وهو مؤشر أسعار الأسهم كمتغير تابع. وقد كان التعرض للموضوع من خلال التطبيق على عدد من العملات ومؤشرات أسعار الأسهم في ثلاثة مجموعات من الدول هي: الدول المتقدمة صاحبة العملات القيادية، عينة من الدول الناشئة، وعينة من الدول العربية.

وقد خلصت الدراسة إلى أن أسعار صرف العملات تؤثر على مؤشرات أسعار الأسهم، ويأتي هذا من خلال تأثيرها على أسعار الأوراق المالية المصدرة بها، حيث أثبتت الدراسة أن سعر الصرف يؤثر على أسعار الأوراق المالية من خلال اتجاهين، الاتجاه الأول هو التأثير على قيم الشركات في السوق المالية، فقد أثبتت الدراسات التطبيقية السابقة بأن سعر الصرف يؤثر على أسعار الأوراق المالية بشكل عكسي، أي أن ارتفاع سعر الصرف يؤدي إلى انخفاض أسعار الأوراق المالية والعكس صحيح، والاتجاه الثاني فهو اتجاه الاقتصاد الكلي حيث يلعب سعر الصرف دور الموازن بين العرض والطلب على الأوراق المالية.

المطلب الثالث: علاقة الدراسات السابقة بالبحث محل الدراسة

من خلال عرض الدراسات السابقة، نلاحظ انه يوجد اختلاف واضح بين طريقة معالجة كل دراسة و نتائجها، ولكن يمكن القول أن كل دراسة من الدراسات السابقة اتسمت بخاصية معينة فكل واحدة منها تناولت الموضوع من زاوية مختلفة عن الأخرى، ودراستنا تختلف عن الدراسات السابقة كلها من حيث دراسة أثر متغير مستقل واحد (سعر الصرف) على عدة متغيرات (مؤشرات أداء السوق المالي) ، كما انه حاولنا الربط بين مختلف أفكار وأهداف هذه الدراسة.

و يمكن تلخيص مميزات هذه الدراسة عن الدراسات السابقة في النقاط التالية:

من حيث الهدف: إبراز أثر تغير سعر الصرف لبلد معين على مؤشرات قياس أداء السوق المالي.

من حيث مجتمع الدراسة و العينة: يتمثل مجتمع الدراسة في السوق المالي السعودي، وعينة الدراسة في مؤشرات أداء السوق المالي السعودي خلال الفترة من 2000-2017.

من حيث زمن الدراسة: حداثة الدراسة بالنسبة لعدة دراسات سابقة في نفس الموضوع، حيث تم الاعتماد على بيانات أخذت من التقارير الثلاثية للسوق المالي السعودي من سنة 2000-2017.

خلاصة الفصل:

تناولنا في هذا الفصل أهم الأدبيات النظرية المتعلقة بأسعار الصرف وبعض المفاهيم المتعلقة بالمتغير، كما تم التطرق إلى أدبيات عامة حول الأسواق المالية، وقد تبين من خلال الفصل الأول خاصة المطلب الثالث العلاقة بين تغيرات أسعار الصرف و الأسواق المالية، وهو ما يؤكد علاقة التأثير والتأثير بين المتغيرين.

فرغم اختلاف النتائج التي تعزو إلى اختلاف المعطيات بين الأسواق وحتى اقتصاديات وسياسات الدول، إضافة لاختلاف المدة الزمنية لكل دراسة يبقى المجال مفتوح لدراسات في نفس الموضوع بمعطيات جديدة، للحصول على نتائج أدق وربما تختلف عن سابقتها.

ورغبة منا في الإحاطة بالجوانب الممكنة من الدراسة والإلمام بما توفر من معلومات خاصة بالموضوع تؤكد العلاقة بين المتغيرين، خصصنا الفصل الثاني لمعرفة وجود أو عدم وجود تأثير لتغير سعر صرف الريال على أداء السوق المالي السعودي خلال الفترة من 2000-2017.

الفصل الثاني

الدراسة القياسية لأثر سعر الصرف

على أداء السوق المالية السعودية

تمهيد:

تهدف هذه الدراسة إلى محاولة تقدير ومعرفة أثر أسعار الصرف على أداء السوق المالية السعودية خلال الفترة الممتدة من 2000-2017، فبعد التطرق في الفصل السابق لمختلف المفاهيم الأساسية المتعلقة بسعر الصرف وأنظمتها ومخاطر الصرف، وإلى أهم المفاهيم المتعلقة بالأسواق المالية، كما استعرضنا وناقشنا بعض الدراسات السابقة التي لذا علاقة بالموضوع محل الدراسة.

سنحاول في هذا الفصل دراسة أثر تقلبات أسعار الصرف على مؤشرات قياس أداء السوق المالية السعودية، حيث تعتبر الدراسة الميدانية مجالاً لجمع المعطيات من الواقع الاقتصادي المراد دراسته، وذلك استناداً إلى قواعد وإجراءات منهجية وإلى الأدوات الملائمة للبحث، قصد الوصول إلى الغاية والأهداف المرجوة من الدراسة. ومن خلال هذا الفصل سنقوم بالتعريض على السوق المالي السعودي وأدائه خلال الفترة محل الدراسة، ثم نقوم بتحديد كيفية إنجاز هذه الدراسة، من اختيار مجتمع الدراسة وعينته وتحديد المتغيرات وكيفية تلخيص المعطيات، كذلك نبين الأدوات التي تم استخدامها في جمع المعطيات والأدوات الإحصائية لتحليلها كما سنبين البرامج المستخدمة في دراسة المعطيات، وأخيراً سنرى النتائج المتوصل إليها بعرضها وتفسيرها وتحليلها ومناقشتها ومقارنتها بالفرضيات.

الفصل الثاني: الدراسة القياسية لأثر سعر الصرف على أداء السوق المالية السعودية

المبحث الأول: نظام الصرف السعودي و تقييم أداء السوق المالية السعودية

سنقدم في هذا الفصل التطبيقي عرض مختصر حول السوق المالي السعودي إضافة لنظام الصرف الذي تتبعه المملكة العربية السعودية، من أجل الإحاطة بالموضوع ومعرفة طبيعة العلاقة التي تربط بين المتغيرين سعر الصرف والأسواق المالية.

المطلب الأول: نشأة السوق المالية السعودية، خصائصها ونظامها

رغم أن بداية تاريخ الشركات في المملكة العربية السعودية خلال الثلاثينيات إلا أنه يمكننا تحديد بداية ظهورها إلى نهاية السبعينيات عندما تزايد عدد الشركات بشكل ملحوظ، وقامت الحكومة بدمج بعضها، كما أن نشأة السوق السعودي يعود لخمسينيات، وذلك بتداول أسهم عامة لأول مرة، واستمر الحال إلى أن وضعت تنظيمات أساسية للسوق في الثمانينيات.

أولاً: نشأة السوق المالية السعودية:

تعود بداية السوق المالي السعودي إلى الثلاثينيات سنة 1932، حيث أنشأت أول شركة مساهمة الشركة العربية للسيارات، وتوالت إنشاء شركات أخرى خاصة في السبعينيات عام 1975 كان حوالي 14 شركة مساهمة، ومع ازدياد عدد الشركات تم إنشاء سوق غير رسمي للأسهم من خلال 32 مكتب وساطة أسهم بعدد 40 شركة مساهمة بحجم رؤوس أموال مستثمرة 35 مليار ريال سعودي، ولقد وضعت بعض الأنظمة والقواعد التي تحكم وتراقب سير عمليات التداول أقرتها اللجنة الوزارية المكلفة بتنظيم تداول الأسهم SSRE في ديسمبر 1984.

وقد اعتبرت مؤسسة النقد العربي السعودي الجهة المعنية بتنظيم ومراقبة السوق حتى تأسيس هيئة السوق المالية بتاريخ 31 جويلية 2003 التي تبنت دور المؤسسة من خلال إصدار اللوائح والقواعد الهادفة لحماية المستثمرين وضمان العدالة والكفاءة في السوق.

وبتاريخ يوم الاثنين 29 صفر 1428 الموافق لـ 19 مارس 2007 تم تأسيس شركة مساهمة سعودية باسم شركة السوق المالية السعودية (TADAWUL) بقرار ملكي تنفيذي للمادة 20 من نظام السوق المالية التي تقضي بأن تكون الصفة النظامية للسوق المالية شركة مساهمة.⁽¹⁾

¹ . <http://www.tadawul.com.sa>

الفصل الثاني: الدراسة القياسية لأثر سعر الصرف على أداء السوق المالية السعودية

يعمل السوق المالي السعودي (تداول) من يوم الأحد إلى يوم الخميس على فترة واحدة من الساعة العاشرة صباحاً (10:00^{هـ}) حتى الساعة الثالثة عصراً (15:00^{هـ}).

كما أن عدد الشركات المدرجة في السوق السعودي قد بلغ 176 شركة في نهاية سنة 2016، وتعكف مجموعة عمل مشتركة تضم 20 جهة حكومية، بينها هيئة السوق المالية، وشركة السوق المالية السعودية "تداول"، وعدد من الوزارات، لتحديد شركات القطاع الخاص المؤهلة للإدراج في سوق الأسهم السعودية، للوصول إلى 270 شركة مدرجة خلال الخمس سنوات المقبلة.⁽²⁾

مؤسسات السوق المالية السعودية:

أ - **هيئة السوق المالية:** تأسست هيئة السوق المالية بتاريخ 1424/6/2 هـ الموافق 2003/7/31 بموجب نظام السوق المالية. و تتولى الهيئة الإشراف على تنظيم وتطوير السوق المالية، وإصدار اللوائح والقواعد والتعليمات اللازمة لتطبيق أحكام نظام السوق المالية تهدف توفير المناخ الملائم للاستثمار في السوق، وزيادة الثقة به، والتأكد من الإفصاح الملائم والشفافية للشركات المساهمة المدرجة في السوق، وحماية المستثمرين والمتعاملين بالأوراق المالية من الأعمال غير المشروعة في السوق.⁽³⁾

ب - **شركة السوق المالية السعودية (تداول):** نص نظام السوق المالية على إنشاء السوق المالية السعودية كشركة مساهمة، وهي الجهة الوحيدة المصرح لها بمزاولة تداول الأوراق المالية في المملكة.

ج - **مركز إيداع الأوراق المالية:** نص نظام السوق المالية على إنشاء مركز إيداع الأوراق المالية لتنفيذ عمليات إيداع ونقل وتسويه ومقاصة وتسجيل ملكية الأوراق المالية المتداولة في السوق. حيث يمكن للمساهم الاستعلام عن شهادات الأسهم التي يملكها والتي لم يتم إيداعها في محفظته الاستثمارية. وفي حالة وجود شهادات يمكن للمساهم إيداعها في المحفظة الاستثمارية في السوق من خلال تعبئة نموذج طلب إيداع شهادة.⁽⁴⁾

² . <https://www.alarabiya.net/ar/aswaq/financial-markets/2018/05/27>

³ . المرسوم الملكي رقم (م/30) وتاريخ 1424/6/2 هـ الموافق 2003/7/31 م المتعلق بنظام السوق المالية .

⁴ . هيئة السوق المالية، قواعد مركز إيداع الأوراق المالية، قرار رقم (2012/17/2) بتاريخ 2012/04/29.

الفصل الثاني: الدراسة القياسية لأثر سعر الصرف على أداء السوق المالية السعودية

ثانياً: خصائص السوق المالية السعودية:

تتميز السوق المالية السعودية بحدائثة النشأة مقارنة مع أسواق الدول المتقدمة، كما تتصف بقلّة الشركات المدرجة أسهمها بالنظر لحجم الاقتصاد السعودي الكبير، كما يعد حجم المعاملات محدود نسبياً مقارنة بعدد الأسهم المصدرة في السوق ما يؤدي إلى تقلبات كبيرة في أسعار الأسهم. كما أن هناك جملة من العوامل والمتغيرات تؤثر في أسعار الأسهم المتداولة منها الأوضاع الاقتصادية المحلية، النمو الاقتصادي، التضخم والبطالة، السياسات الاقتصادية المحلية التي تتبعها الدولة من ناحية الصرف والإنفاق الحكومي على الخدمات والمشاريع، وكذلك كمية النقود المتداولة في الاقتصاد.⁽⁵⁾

ثالثاً: نظام التداول في السوق المالي السعودي:

سعت السوق المالية السعودية (تداول) منذ تأسيسها إلى تطبيق أحدث أنظمة التداول الإلكترونية، حيث كان أول أنظمتها نظام ESIS للتداول الإلكتروني الذي تم تشغيله في سنة 1990، و في عام 2001 تم استبدال الأنظمة الإلكترونية القديمة بأخرى أحدث منها وأكبر في قدراتها الاستيعابية والتقنية، وكتب ذلك إضافة أنواع جديدة من الأوامر وخصائصها و ميزة التسوية الفورية (T+0) التي تم تطبيقها والعمل بها لأول مرة.

ونظراً للتوسع المتوقع في سوق الأوراق المالية السعودي على المدى الطويل، قامت تداول في عام 2006 بتوقيع عقد تصميم وتنفيذ أنظمة الجيل الجديد على مراحل مع شركة OMX السويدية، الرائدة في صناعة الأنظمة الإلكترونية وتقنية الأسواق المالية. لتشغيل أنظمة تداول الجديدة من خلال من برامج التشغيل الإلكترونية الحديثة التي تتولى معالجة العمليات والإجراءات الخاصة بتنفيذ عمليات التداول، من صفقات، تسويات وتقاص، بالإضافة إلى قدرتها على إكمال العمليات المتعلقة بإدخال ومعالجة الأوامر المضافة في السوق وتنفيذها بالكامل دون تدخل يدوي. كما ترتبط الأنظمة الخاصة بشركات الوساطة بنظام السوق الذي يتيح لها إدخال وصيانة جميع أوامر البيع والشراء، وكذلك الحصول على معلومات السوق والأخبار اليومية بشكل آني ومباشر، مما يساعد المستثمرين على اتخاذ القرار المناسب.

التسوية والمقاصة: يتم تسوية الأوراق المالية المدرجة في نظام الإيداع والتسوية و مقاصتها بطريقة إلكترونية فبالنسبة للأسهم ووحدات صناديق المؤشرات المتداولة تكون التسوية آنية T+0. أما لأدوات الدين بعد يومين من تاريخ تنفيذ الصفقة T+2.⁽⁶⁾

⁵ . حسام مسعودي، واقع التداول الإلكتروني في السوق المالية السعودية خلال الفترة 2000-2009، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير تخصص مالية وأسواق، جامعة قاصدي مرباح ورقة 2012، ص 106.

الفصل الثاني: الدراسة القياسية لأثر سعر الصرف على أداء السوق المالية السعودية

المطلب الثاني: نظام الصرف المتبع في المملكة العربية السعودية

لقد ارتبط الريال السعودي منذ عام 1960 م بعلاقة ثابتة مع بقية العملات الدولية الرئيسية التي كانت جميعها مرتبطة بالدولار، وكان سعر التبادل هو 4.5 ريال لكل دولار. ولكن بعد خروج أمريكا عن قاعدة الذهب بدأ سعر الدولار في الانخفاض فقررت مؤسسة النقد السعودية تخفيض سعر الدولار بالنسبة للريال بمقدار 8.57% وذلك في كانون الأول عام 1971 م. فتم تخفيض الدولار من 4.5 إلى 4.14 ريال، إلا أن استمرار تدهور الدولار في الأسواق العالمية، دفع مؤسسة النقد السعودية إلى تخفيض سعر الدولار مجدداً في شباط 1973 م بنسبة 11% وفي آب 1973 م بنسبة 5%، فأصبح يساوي 3.55 ريالاً.

وفي آذار 1975 م، ومع استمرار انخفاض الدولار، قررت فك الارتباط نهائياً مع الدولار الأمريكي واستعمال وحدة حقوق السحب الخاصة التي يصدرها صندوق النقد الدولي ويحدد قيمتها بناء على سلة من العملات، وكذلك تحديد قيمة الريال التبادلية مع بقية العملات. فأصبح الريال السعودي مرتبطاً إسمياً بوحدة حقوق السحب الخاصة بـ 4.2825 ريال لكل وحدة حسابية من وحدات حقوق السحب الخاصة مع توافر هوامش تحدث ضمنها تقلبات الأسعار. إلا أن المؤسسة احتفظت لنفسها بحق تحديد سعر الريال مع الدولار الأمريكي بشكل رسمي، وذلك للمحافظة على قيمة الريال من التذبذب اليومي. فيما تركت سعر الريال يتحدد تجاه بقية العملات الدولية الأخرى على أساس سعر السوق الحرة. فأصبحت المؤسسة من حين لآخر تحدد قيمة الدولار بالنسبة للريال على حسب ما تراه ملائماً لمصلحة البلد الاقتصادي دون التقيد بأي هامش. وقد تلت عمليات تخفيض قيمة الدولار الأمريكي تجاه الريال لأول مرة في سنة 1983 م حيث شهدت هذه السنة أربع تخفيضات متتالية، وبعد 1983 م عدة تخفيضات أخرى لسعر صرف الريال، منها ثلاثة في سنة 1985 م في 2/27 و 3/7 و 6/10 حملت سعر صرف الريال تجاه الدولار من 3.58 ريال إلى 3.65 ريالاً، ومنذ 1986 م ربطت المملكة العربية السعودية الريال بالدولار الأمريكي بسعر وسيط يقدر بـ 3.7450 ريالاً للدولار كسعر صرف ثابت، وقد اعتمد رسمياً منذ يناير 2003 مقابل تعويم باقي العملات إعمالاً لقراري مجلس الأمن رقم 1267 و 1373، كما ينبغي إبلاغ الصندوق بهذه القيود المرتبطة بالنواحي الأمنية إعمالاً لقرار الصندوق رقم 144 - (51/52).⁽⁷⁾

⁶. هيئة السوق المالية، قواعد مركز إيداع الأوراق المالية، قرار رقم (2012/17/2) بتاريخ 2012/04/29.

⁷. ريتشارد إميل حايك، مقال بعنوان الأنظمة النقدية الخليجية بين الاستقلالية والوحدة، مجلة دراسات الخليج والجزيرة العربية، العدد 51.

الفصل الثاني: الدراسة القياسية لأثر سعر الصرف على أداء السوق المالية السعودية

المطلب الثالث: تحليل أداء السوق المالية السعودية الفترة الممتدة من 2000-2017

من أجل تقييم أداء السوق المالية السعودية ، نقوم بتحليل البيانات التاريخية لمؤشرات قياس أداء السوق السعودية.

الجدول رقم (1-1): تطور مؤشرات أداء السوق المالية السعودية خلال الفترة من 2000-2017

الوحدات: مليون ريال، نقطة، %، صفقة، شركة

السنوات	عدد الأسهم المتداولة	قيمة الأسهم المتداولة (مليون)	القيمة السوقية للأسهم (مليون)	عدد الشركات المدرجة	المؤشر TASI (1000 نقطة)	معدل الدوران %	عدد الصفقات
2000	555	65293	255000	75	2258,29	25,61	498135
2001	692	83601	275000	76	2430,11	30,40	605035
2002	1736	133787	281000	68	2518,08	47,61	1033669
2003	5566	596510	590000	70	4437,58	101,10	3763403
2004	10298	1773859	1149000	73	8206,23	154,38	13319523
2005	12281	4138696	2438000	77	16712,64	169,76	46607951
2006	68515	5261851	1226000	86	7933,29	429,19	96095920
2007	57829	2557713	1946000	111	11175,96	131,43	65665500
2008	58727	1962946	924530	126	4802,99	212,32	52135929
2009	56686	1264011	1195510	135	6121,76	105,73	36458326
2010	33255	759184	1325390	146	6620,75	57,28	19536143
2011	48545	1098836	1270840	150	6417,73	86,47	25546933
2012	86006	1929318	1400340	158	6801,22	137,77	42105048
2013	52306	1369666	1752900	163	8535,60	78,14	28967694
2014	70118	2146512	1812890	166	8333,30	118,40	35761091
2015	65920	1660622	1579000	172	6911,76	105,17	30444203
2016	64488	1156986	1681500	176	7210,43	68,81	11426606
2017	43298	836260	1689600	188	7226,32	49,49	12905963

المصدر: من إعداد الباحث بناءً على نشرات من الموقع الرسمي لمؤسسة النقد العربي السعودي <http://www.sama.gov.sa> وصندوق النقد العربي

<http://amf.org.ae>

01- تطور المؤشر العام السعودي TASI:

تعريف المؤشر: يعرف المؤشر على أنه أداة تستعمل للتعرف على اتجاهات وسلوك السوق المالية بصدق، أو كأداة لقياس التغيرات في الأسعار ومحاولة التنبؤ بها من خلال استخدام المؤشرات المالية.

تعريف المؤشر العام TASI (Tadawul All Share Index) حددت قيمته سنة 1985 كسنة الأساس بـ 100 نقطة، وتم تعديلها سنة 1999 لتصبح 1000 نقطة، وهو يعكس التغير في القيمة السوقية لأسهم جميع الشركات المتداولة في سوق الأسهم السعودي، إذن هو يعكس نشاط السوق

الفصل الثاني: الدراسة القياسية لأثر سعر الصرف على أداء السوق المالية السعودية

وازدهارها، كما يعكس الأداء العام للاقتصاد الوطني خصوصا فيما يتعلق بربحية الشركات و ثقة الجمهور والجهات المالية الاستثمارية بالمستقبل الاستثماري للبلاد، وكذا توفير السيولة المالية لدى المستثمرين. ويتم حساب المؤشر في أي يوم أو وقت معين عن طريق تعديل أو ترجيح قيمة المؤشر في يوم سابق، بواسطة التغير في القيمة السوقية لجميع الشركات المتداولة في السوق، ويحسب بالعلاقة التالية:

$$\text{المؤشر} = \frac{\text{مجموع القيم السوقية للأسهم الحرة لليوم}}{\text{مجموع القيم السوقية للأسهم الحرة لليوم السابق}} \times \text{قيمة المؤشر لليوم السابق}$$

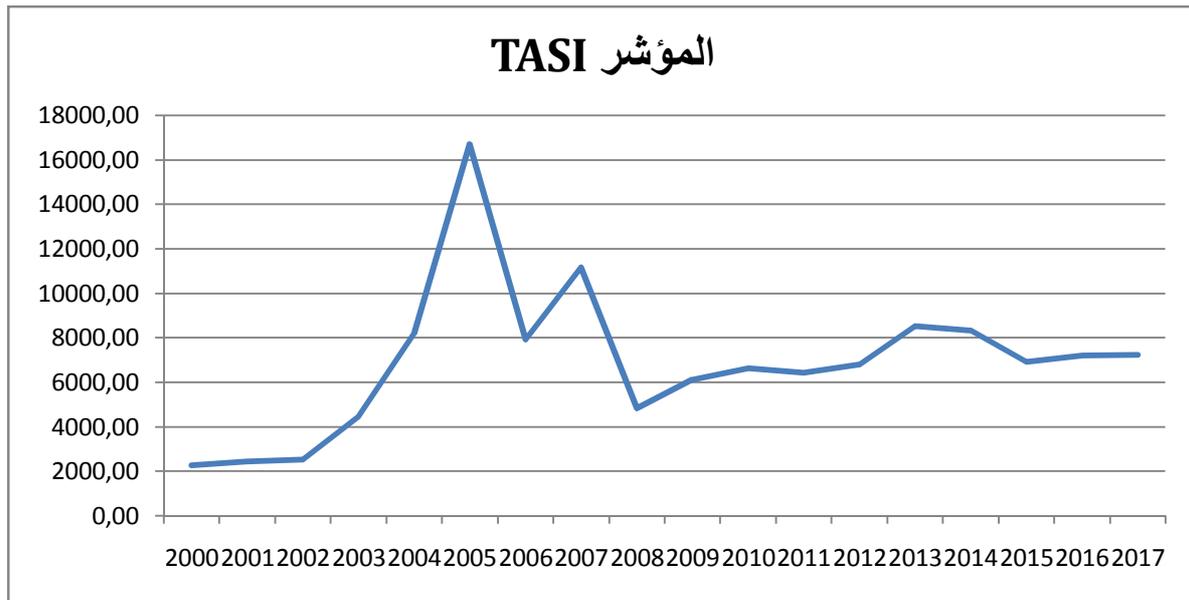
والقيمة السوقية للشركة = عدد الأسهم

قيمة السوق = مجموع القيم السوقية لكل شركات السوق

المصدرة للشركة X سعر السهم

المنحنى البياني رقم (2-1): تطور المؤشر العام TASI للسوق المالية السعودية

خلال الفترة من 2000-2017



المصدر: من إعداد الباحث بناء على مستخرجات Excel من الجدول 01

من خلال المنحنى البياني نلاحظ أن المؤشر خلال الفترة محل الدراسة في اتجاه تصاعدي مستمر طيلة الفترة إذ ارتفع من 2258,29 نقطة سنة 2000 إلى أعلى مستوى له سنة 2005 بـ 16712,64 نقطة، وهي أعلى نقطة حققها مؤشر السوق السعودي منذ نشأته لغاية اليوم وهذا راجع إلى تضخم أسعار الشركات وتشجيع المواطنين على الاستثمار في السوق بسبب ازدهار السوق وجاذبيته، حيث قامت شركة الاتصالات السعودية بطرح 30% من أسهمها للاكتتاب العام سنة 2002، إضافة إلى رفع الطاقة الانتاجية للنفط سنة 2004 إلى 12 مليون برميل في اليوم حيث ارتفع معدل الشراء وانتعش المؤشر

الفصل الثاني: الدراسة القياسية لأثر سعر الصرف على أداء السوق المالية السعودية

بالزيادة، ليعود وينخفض سنة 2006 إلى 7933,29 نقطة وهذا راجع إلى أزمة انهيار السوق المالي السعودي حيث خسر حوالي 3.1 تريليون ريال بنسبة تقدر بـ 65% من قيمته، بسبب ارتفاع وتيرة التعاملات القائمة على أساس المضاربات العشوائية بشكل ملحوظ جداً، دون النظر إلى أساسيات التحليل الاقتصادي والمالي للقطاعات وللشركات المساهمة المدرجة في السوق، كما زاد من مستويات المخاطرة في السوق حالة الإفراط في منح القروض والتسهيلات من القطاع البنكي، وكذلك التلاعبات في أسعار الأسهم وغياب أجهزة الرقابة، إضافة إلى وجود مشكل عدم الإفصاح والشفافية من قبل الشركات والمساهمين في السوق.

وفي سنة 2007 عاود المؤشر إلى الانتعاش بسبب الإجراءات السريعة و الناجعة التي سارعت هيئة السوق إلى اتخاذها أثناء أزمة 2006 وبعدها، حيث انتقل إلى 11175,96 نقطة ، كما أنه في سنة 2008 إثر الأزمة المالية العالمية انخفض المؤشر إلى 4802,99 نقطة متأثراً بتداعيات الأزمة العالمية 2008، والتي طالت السوق المالية السعودية لعدة سنوات، حيث سجل فيها المؤشر عدة تددبات. ولوحظ في السنوات الأخيرة تحسن للمؤشر وهذا راجع إلى تنفيذ حزمة من الإصلاحات الاقتصادية والبرامج، والإصلاحات في سوق رأس المال على مدى العامين الأخيرين، مع إطلاق رؤية المملكة العربية السعودية 2030 من أجل إدراج السوق السعودي في مؤشرات «مورجان ستانلي» للأسواق الناشئة العالمية بما يعرف بمؤشر فوتسي راسيل والذي سيشجع المستثمرين الأجانب، ويجذب حوالي 5 مليار دولار عند اكتماله في ديسمبر 2019، وكذلك فتح السوق للاستثمار الأجنبي وتغيير طريقة التداول فيه بالسماح بالبيع على المكشوف، وتغيير النظام المحاسبي السعودي من «T+0» إلى نظام التسوية «T+2»، وكذا برنامج التحول الوطني 2020 بهدف توسيع التنوع الاقتصادي وتعزيز سهولة الاستثمار في المملكة وفي السوق المالي السعودي بجعله ضمن أهم 10 أسواق عالمية، إضافة لعدة تسهيلات وتنظيمات وخصخصة الشركات وارتفاع أسعار البترول واستقرارها، كل هذه العوامل كان لها الأثر الإيجابي في تطور السوق، وإلى تحسن الوضع الاقتصادي السعودي، كما زادت من تعزيز ثقة المستثمرين في المملكة وقادت إلى بعض التحسن في أداء سوق الأسهم السعودي والذي يعتبر أفضل الأسواق من حيث الأداء في الخليج العربي. وقد شهدت سنتي 2014-2015 انخفاض في قيمة المؤشر بسبب توتر السوق بانخفاض أسعار البترول، واعتماد سياسة النقشف من قبل الدولة، الأمر الذي أثار بعض المخاوف لدى الجمهور.

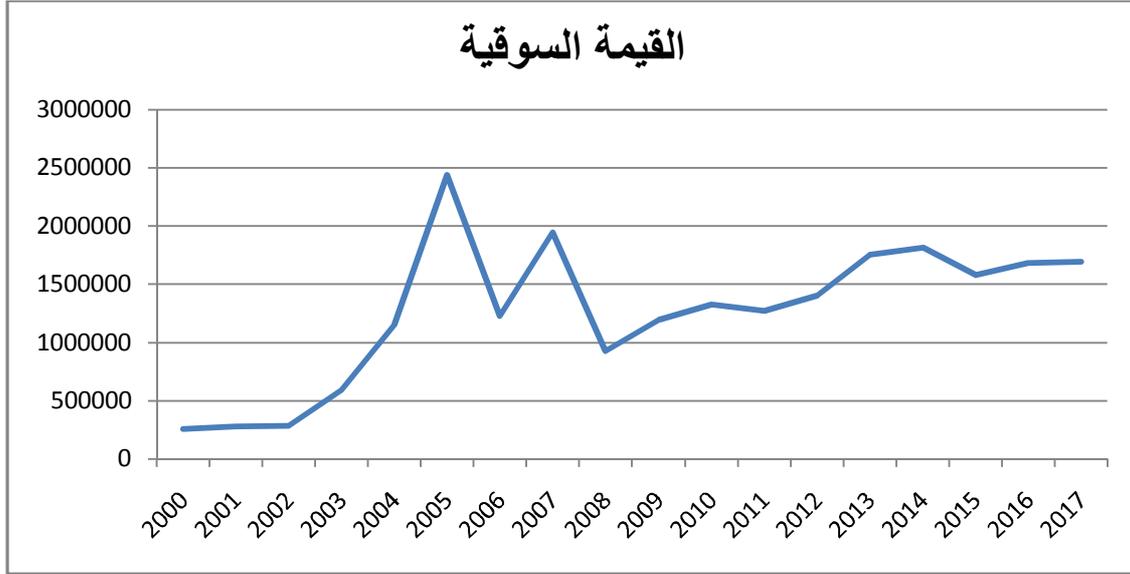
02- تطور مؤشر حجم السوق المالية السعودية خلال الفترة من 2000-2017:

• تطور مؤشر القيمة السوقية خلال الفترة من 2000-2017:

يمكن توضيح تطور مؤشر القيمة السوقية للسوق المالي السعودي وفق المنحنى البياني التالي:

المنحنى البياني رقم (2-2): تطور مؤشر القيمة السوقية للسوق المالية السعودية

خلال الفترة من 2000-2017



المصدر: من إعداد الباحث بناء على مستخرجات Excel من الجدول 01

نلاحظ من المنحنى أن هناك انخفاض صغير في القيمة السوقية خلال سنتي 2001 و 2002 مقارنة بسنة 2000 بنسبة تغير 10.19% وهذا راجع إلى خروج 07 شركات من السوق إضافة إلى خفض حجم إنتاج النفط وأحداث سبتمبر 2001 حيث بلغت خسائر السوق حوالي 13.2% من أعلى قيمة حققها السوق، كما أن إعلان المملكة عن اقتراب افتتاح سوق مالي رسمي اثر أيضا على أسعار الأسهم.

وفي 2003 ارتفعت القيمة السوقية إلى 590 مليار ريال بعد أن كانت 28.1 مليار ريال سنة 2002، وقد بلغت أعلى قيمة لها سنة 2005 بمبلغ قدره: 2438 مليار ريال بنسبة ارتفاع 313%، وهذا راجع لقيام هيئة السوق المالي بمزاولة مهام الرقابة والإشراف مما عزز الثقة في السوق. وقد انخفضت القيمة السوقية مرة أخرى سنة 2006 بسبب الأزمة التي عصفت بالسوق، كما سجل ارتفاع ملحوظ سنة 2007 بنسبة 58.77% مقارنة بسنة 2006 بسبب إدراج 23 شركة جديدة بقيمة 209.22 مليار ريال ما نسبته 10.75% من إجمالي القيمة السوقية، ليعود إلى الانخفاض سنة 2008 بسبب الأزمة المالية العالمية

الفصل الثاني: الدراسة القياسية لأثر سعر الصرف على أداء السوق المالية السعودية

بنسبة انخفاض 52.49%، ليعاود إلى الارتفاع بمعدلات متناقصة، ففي 2013 ارتفعت القيمة السوقية إلى 1752.9 مليار ريال بسبب إدراج أسهم شركة الجزيرة تكافل برأسمال 350 مليون ريال إضافة إلى تحسن أسعار الشركات. وقد بلغت القيمة السوقية أعلى مستوى لها سنة 2014 بما يساوي 1812.89 مليار ريال، ليحقق انخفاض بمعدل 4.29% سنة 2017 بقيمة 1689.6 مليار ريال، وهذا راجع لأزمة انخفاض أسعار البترول سنة 2014.

• تطور مؤشر عدد الشركات خلال الفترة من 2000-2017:

تتوزع الشركات المدرجة في السوق المالي السعودي على خمسة عشر (15) قطاعاً أهمها قطاع المصارف والخدمات المالية وقطاع الصناعة وقطاع البتروكيماوية، حيث أغلب الشركات تنتمي لهذه القطاعات، وبالرغم من قلة الشركات المدرجة فيه إلا أنه يعتبر أكثر الأسواق العربية نشاطاً.

المنحنى البياني رقم (2-3): تطور عدد الشركات المدرجة في السوق المالية السعودية

خلال الفترة من 2000-2017



المصدر: من إعداد الباحث بناء على مستخرجات Excel من الجدول 01

من المنحنى البياني (03) نلاحظ التطور البطيء في عدد الشركات المدرجة في السوق المالي السعودي خاصة في الفترة الممتدة من 2000 حتى 2006 حيث تم انسحاب بعض الشركات من السوق وإدراج شركات أخرى، وهذا راجع إلى إعادة هيكلة السوق المالية وإنشاء هيئة السوق المالي التي تتمتع بالاستقلالية المالية والإدارية، إضافة إلى قيام المملكة بالإعلان الرسمي عن اقتراب فتح سوق التداول الرسمي وهو ما شكل مخاوف لدى الشركات من تبعيات ذلك.

الفصل الثاني: الدراسة القياسية لأثر سعر الصرف على أداء السوق المالية السعودية

وفي سنة 2007 تم إدراج 23 شركة موزعة بين قطاع التأمين والخدمات وقطاع الصناعة، ليصبح مجموع الشركات المدرجة 111 شركة ، بهدف توفير خيارات متنوعة للمستثمرين في قطاعات السوق تلبي حاجة المستثمرين بشكل خاص وتوفر لهم أفضل الخيارات من خلال إدراج شركات ذات نشاط واسع إضافة إلى محاولة انتشال السوق من حالة الضعف التي يعيشها.

وبعد سنة 2007 تم إدراج العديد من الشركات ذات الطابع العائلي إضافة لبعض الشركات الاستثمارية القليلة معظمها شركات في قطاع التأمين والخدمات المالية والصناعة ليصل عدد الشركات المدرجة إلى 188 شركة سنة 2017، بنسبة 110% خلال السنوات العشر منذ 2007، كما تتطلع هيئة السوق إلى رفع عدد الشركات المدرجة إلى 250 شركة آفاق سنة 2020.

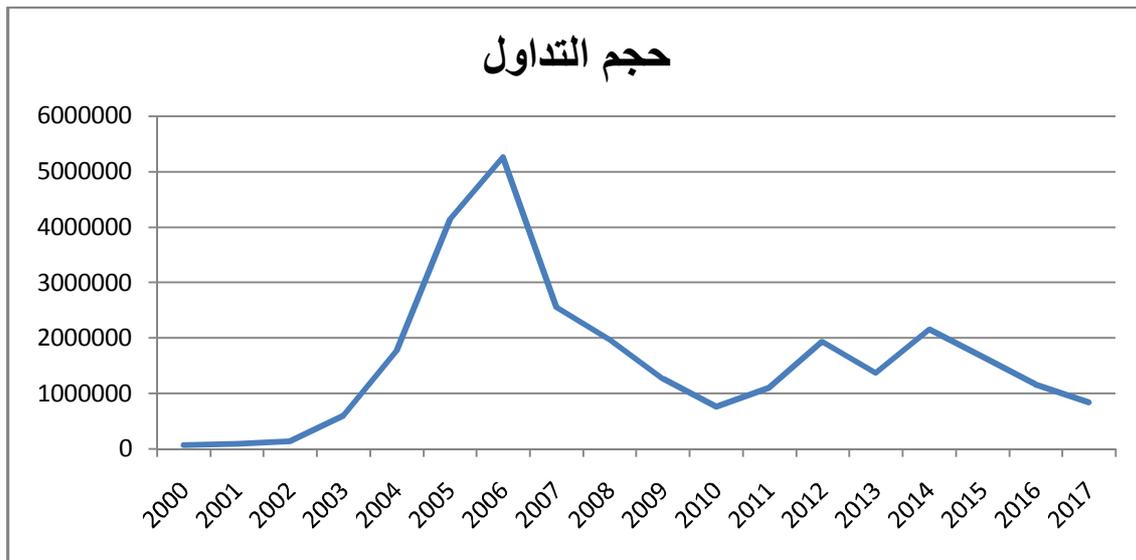
رغم التطور البطيء في عدد الشركات المدرجة بسبب تخوف الشركات الاستثمارية من الدخول إلى السوق نتيجة عدم الاستقرار السياسي وضعف الثقة في السوق، إضافة لعدم وجود الدعم الحكومي للسوق إلا أنه يوجد إقبال ضعيف للولوج إلى السوق.

03- تطور مؤشر سيولة السوق المالية السعودية خلال الفترة من 2000-2017:

• تطور مؤشر حجم التداول خلال الفترة من 2000-2017:

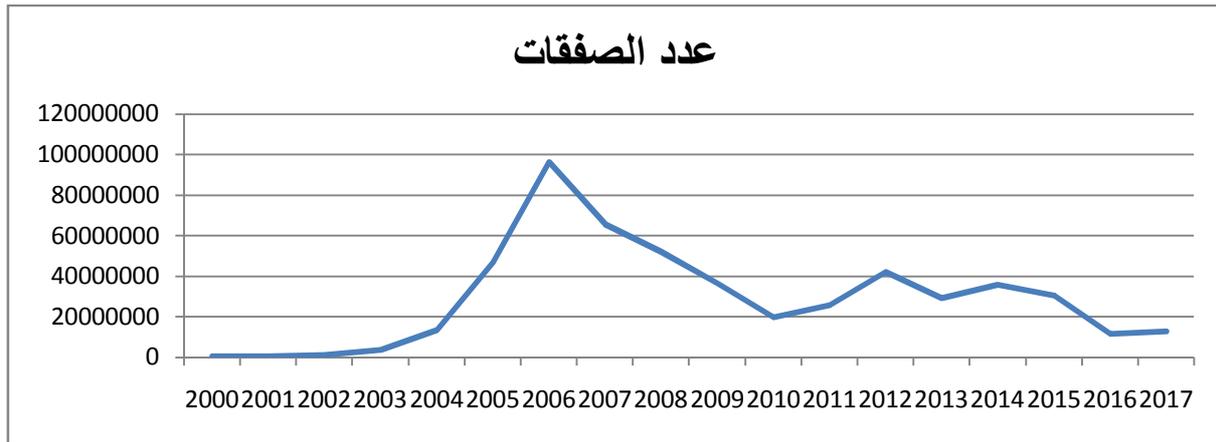
المنحنيان البيانيين (2-4) و(2-5): تطور مؤشر حجم التداول وعدد الصفقات في السوق المالي

السعودي الفترة 2000-2017



المصدر: من إعداد الباحث بناء على مستخرجات Excel من الجدول 01

الفصل الثاني: الدراسة القياسية لأثر سعر الصرف على أداء السوق المالية السعودية



المصدر: من إعداد الباحث بناء على مستخرجات Excel من الجدول 01

نلاحظ من المنحنيين أنه يمكننا تقسيم تطور حجم التداول وعدد الصفقات في السوق السعودي إلى مرحلتين:

الفترة الأولى: من 2000 حتى 2006: تميزت هذه الفترة بارتفاع ملحوظ في حجم التداول حيث بلغ أعلى قيمه له سنة 2006 بحجم يقدر بـ 5261.85 مليار ريال بعد أن كان يقدر بـ 65.29 مليار ريال سنة 2000 فقط، وهذا يرجع إلى انتعاش ارتفاع أسعار النفط مما أدى إلى إنعاش السوق المالي وإدراج العديد من الشركات التي قامت بطرح أسهمها للاكتتاب العام، حيث بلغ عدد الصفقات 9.60 مليون صفقة سنة 2006 مقابل 498 ألف صفقة سنة 2000، إضافة لاسترجاع ثقة المستثمرين.

الفترة الثانية: من 2007 حتى 2017: شهد حجم التداول سنة 2007 انخفاض محسوس بمعدل 51.39%، حيث بلغ عدد الصفقات المنفذة 65.67 مليون صفقة بمعدل انخفاض 31.67% مقارنة بسنة 2006، وهذا راجع لتداعيات أزمة 2006 الناتجة عن قرار هيئة السوق المالية رقم (1-141-2006) بتاريخ 23 فبراير 2006م القاضي بتخفيض نسبة التذبذب اليومي في أسعار أسهم جميع الشركات المدرجة في السوق إلى 5% بدلا من 10%. وبعد قيام هيئة السوق المالي السعودية بوضع عدة ضوابط واتخاذ عدة إجراءات من أجل تدارك تداعيات الأزمة، والتي نجحت إلى حد ما، حيث لوحظ عودة حجم التداول إلى الارتفاع، فقد بلغ 1264.01 مليار ريال سنة 2009، لينخفض إلى 759.18 مليار ريال سنة 2010 بمعدل انخفاض 66.5%، وسجلت 36.45 مليون صفقة سنة 2009 مقابل 19.53 مليون صفقة سنة 2010 كان لقطاع التأمين الحظ الأوفر بـ 4.90 مليون صفقة، ويعود سبب هذا التراجع إلى انخفاض الشركات المدرجة وتحفظ الشركات والمكتتبين اتجاه تداعيات الأزمة العالمية.

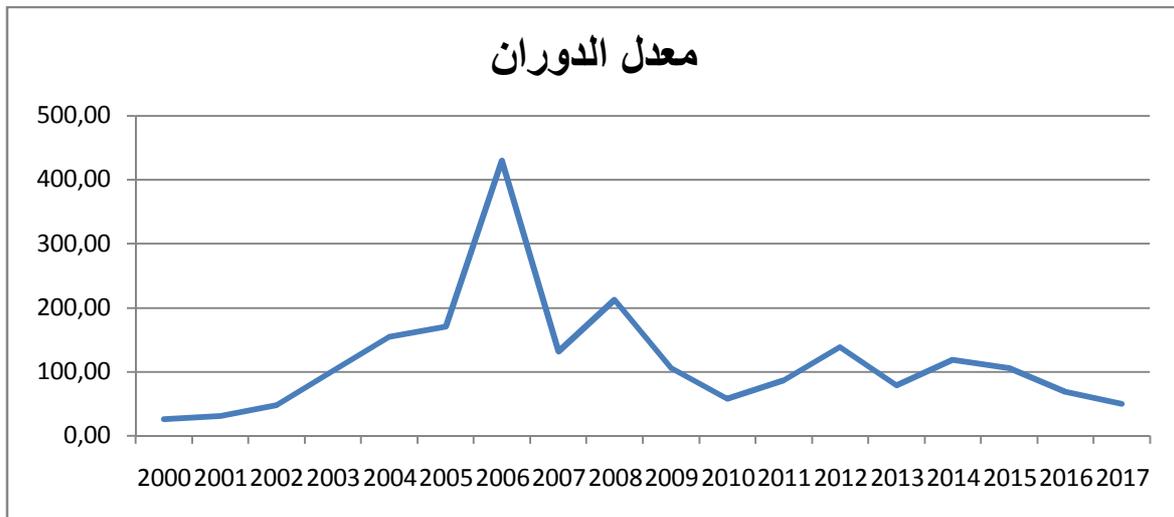
الفصل الثاني: الدراسة القياسية لأثر سعر الصرف على أداء السوق المالية السعودية

وفي الفترة من 2011 حتى 2017 شهد حجم التداول في السوق السعودي تدبب طفيف، حيث ارتفع حجم التداول بنسب صغيرة مقارنة بالسنوات السابقة بسبب انخفاض مستوى الأمان المتعلق بالاستثمار في هذه السوق، وغياب الشركات الاستثمارية عن التداول في سوق الأسهم المحلية في البلاد واعتمادها على الأفراد، وعدم وجود دعم حكومي واضح لهذه السوق، بالإضافة إلى عدم استقرار الأوضاع السياسية في المنطقة خلال السنوات الماضية قبل 2012، حيث سجل ارتفاع بمعدل 95.34% سنة 2014 مقارنة ب 2011، وسجل سنة 2015 انخفاض بمعدل 22.63% بسبب قيام شركة الاتصالات زين بتخفيض رأسمالها ب 46% ليصل إلى 5.83 مليار ريال إضافة لتركز التعاملات في أربع قطاعات رئيسية (قطاع المصارف والخدمات، قطاع الصناعة البتر وكيميائية، قطاع التأمين، قطاع التطوير العقاري)، ليعود حجم التداول إلى الانخفاض سنة 2017 بالرغم من تعديل المدة الزمنية لتسوية الصفقات للأوراق المالية واتباع نموذج اليومي عمل T+2 الذي يتوافق أكثر مع المعايير الدولية والأسواق العالمية إضافة إلى تطبيق المعايير المحاسبية الدولية لتتوافق مع الأسواق العالمية، فقد سجل انخفاض بمعدل 61.04%، وهذا بسبب تراجع أسعار النفط في السوق الدولية وكذا التوترات التي تمر بها منطقة الخليج العربي، أما بالنسبة لعدد الصفقات فقد بلغ 35.76 مليون صفقة سنة 2014 مقارنة ب 25.54 مليون صفقة في 2011، وبقيمة 12.90 مليون صفقة في 2017 ، وسجل انخفاض بمعدل 63.91% مقارنة ب 2014.

• تطور مؤشر معدل الدوران خلال الفترة من 2000-2017:

المنحنى البياني رقم (2-6): تطور مؤشر معدل الدوران في السوق المالي السعودي

خلال الفترة من 2000-2017



المصدر: من إعداد الباحث بناء على مستخرجات Excel من الجدول 01

الفصل الثاني: الدراسة القياسية لأثر سعر الصرف على أداء السوق المالية السعودية

يمثل معدل دوران السهم قيمة الأسهم المتداولة خلال فترة على القيمة السوقية للأسهم المكتتب بها نهاية الفترة، ويعكس لنا هذا المؤشر درجة سيولة السوق ومستوى تكاليف إتمام الصفقات والمعاملات، وكذلك معرفة درجة نشاط السوق.

خلال الفترة من 2000-2006: أخذ معدل الدوران اتجاها تصاعديا حيث انتقل من 25.61% سنة 2000 إلى 429.19% سنة 2006 محققا بذلك أعلى قيمة له في تاريخ السوق السعودي، وهذا راجع إلى ارتفاع القيمة السوقية وحجم التداول في السوق كنتيجة لارتفاع سعر النفط.

وفي الفترة من 2007-2012: سجل معدل الدوران تراجعا محسوسا حيث سجل قيمة 131.41% سنة 2007 بسبب تخوف المستثمرين والجمهور من الاكتتاب و الاستثمار في الأسهم بعد أزمة 2006، وفي سنة 2008 سجل ارتفاعا بمعدل 212.32% ليعود إلى الانخفاض إلى معدل 57.28% سنة 2010 حيث يعتبر أدنى معدل يسجل منذ سنة 2000، وهذا بسبب تأثير تداعيات الأزمة المالية العالمية. وفي سنة 2011 ارتفع المعدل إلى 86.47% بسبب إطلاق منظومة خدمات تداولاتي التي تشمل خدمات للمستثمرين والشركات المدرجة وغير المدرجة التي لاقت استحسانا من قبل المستثمرين.

وفي سنة 2012 بعد انتعاش السوق والتخلص من تداعيات الأزمة إضافة لانتعاش أسعار البترول وبلوغ أسعار قياسية الأمر الذي شجع المستثمرين والجمهور على الاكتتاب في الأسهم، حيث ارتفع معدل الدوران إلى 137.77% ليعود إلى الانخفاض في 2013 بمعدل 78.14%، وهذا راجع لانخفاض أسعار البترول والتخوف من انتقال الأزمة إلى الأسواق المالية.

وفي السنتين الأخيرتين 2016-2017 سجل المعدل انخفاضا ملحوظا ففي سنة 2017 كان 49.49% مقارنة بـ 118.40% سنة 2014 بمعدل انخفاض 58.19%، وهذا راجع إلى انخفاض القيمة السوقية وحجم التداول في السوق اللذان تأثرا بالاضطرابات السياسية والأمنية في المنطقة.

الفصل الثاني: الدراسة القياسية لأثر سعر الصرف على أداء السوق المالية السعودية

المبحث الثاني: الطريقة والأدوات المستخدمة في الدراسة

تلعب الطريقة والأدوات المستخدمة في الدراسة الميدانية دوراً مهماً في الاستخدام الأمثل للمعلومات وإثبات مصداقيتها من حيث جمعها ودراستها وتحليلها مما يعطي للبحث قيمة علمية ومصداقية وكفاءة، ومن خلالها كذلك يتسنى للباحث إثبات أو نفي فرضياته، والخروج بنتائج الدراسة في نهاية البحث.

حيث سنوضح في هذا المبحث الطريقة المتبعة في جمع بيانات الدراسة من مجتمع العينة و أدوات الدراسة ومتغيرات الدراسة و الأساليب الإحصائية المستخدمة في ذلك.

المطلب الأول : الطريقة المتبعة في الدراسة

يتناول هذا المطلب فرعين من خلال اختيار عينة الدراسة و طريقة جمع البيانات، و تحديد متغيرات الدراسة.

أولاً: اختيار عينة الدراسة

إن مجتمع الدراسة يعتبر الركيزة الأساسية لإجراء الدراسات الميدانية والتطبيقية الهادفة، وهذا من خلال عملية جمع المعلومات اللازمة التي تساعد على قياس وتحليل الآثار المترتبة عن الدراسة. وكما رأينا فإن البحث يناقش أثر تقلبات أسعار الصرف على أداء الأسواق المالية، إذ أن مجتمع الدراسة الميداني يتمثل في الأسواق المالية لتوافر البيانات والمعلومات المستحدثة عنه، وقد تم اختيار السوق المالي السعودي كعينة منها لإجراء الدراسة عليها، وفي المقابل تم اعتماد سعر صرف الريال مقابل اليورو، وهذا لكون المملكة قامت بتثبيت سعر صرف الريال مقابل الدولار، بينما قامت بتحرير الريال مقابل العملات الأخرى منها اليورو.

ثانياً: طريقة جمع البيانات وتلخيص المعطيات

لقد تم الاعتماد على مجموعة من البيانات ذات العلاقة المباشرة بموضوع الدراسة، وبغرض تنفيذ أهداف الدراسة واختبار فرضياتها، فقد تم جمع المعطيات المتمثلة في البيانات خلال الفترة موضوع الدراسة من النشرات السنوية التي يصدرها صندوق النقد العربي على الموقع الرسمي (<http://www.amf.org.ae>) ولمؤسسة النقد العربي السعودي <http://www.sama.gov.sa>.

الفصل الثاني: الدراسة القياسية لأثر سعر الصرف على أداء السوق المالية السعودية

تحديد المتغيرات:

- المتغير المستقل (مفسر بـ X): ويتمثل في سعر الصرف.
- المتغيرات التابعة (المفسر بـ Y): ويتمثل في مؤشرات قياس أداء السوق المالي.

تلخيص المعطيات:

تتمثل المعطيات المجمعّة الخاصة بالدراسة حول تطبيق النموذج الخطي البسيط من أجل دراسة اثر تقلبات أسعار الصرف على أداء السوق المالية السعودية، وذلك من أجل معرفة مدى أهمية تطبيق النموذج في السوق المالي السعودي.

المطلب الثاني : الأدوات المستخدمة في الدراسة

أولاً: الأدوات المستخدمة: وتتمثل في:

- مؤشرات قياس أداء السوق المالي لاستخدامها في التحليل ومناقشة النتائج.
- استخدام برنامج **EViews10** لاستخراج النتائج المراد دراستها، وهو برنامج إحصائي دقيق، يعد من البرمجيات التفاعلية للتحليل الاقتصادي القياسي، المتخصص في تحليل السلاسل الزمنية ذات المتغير الوحيد أو متعددة المتغيرات و يتم الاعتماد عليه في جل الدراسات التجريبية وخاصة الأسواق المالية لدقة نتائجه.

ثانياً: تحديد النموذج المستخدم في الدراسة :

يتمثل النموذج المستخدم في الدراسة في نموذج الخطي البسيط من اجل دراسة اثر تقلبات أسعار الصرف على أداء السوق المالي السعودي، ذلك من أجل معرفة أثر تقلبات أسعار الصرف على أداء السوق المالي السعودي.

- نموذج الانحدار الخطي البسيط :

هو عبارة عن أسلوا إحصائي يقوم بصياغة أثر عدة ظواهر مؤثرة على ظاهرة معينة على شكل دالة رياضية بغرض توقع قيم غير معروفة لها"، ونسمى الدالة الرياضية المصاغة باسم دالة الانحدار وتكون على الصورة: (8)

⁸. مكيد علي ،الاقتصاد القياسي دروس ومسائل محلولة ،الطبعة الثانية، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2011، ص:18-19.

الفصل الثاني: الدراسة القياسية لأثر سعر الصرف على أداء السوق المالية السعودية

$$\hat{y} = \beta_0 + \beta_1 x_1$$

حيث أن $\hat{\beta}_1$ تحسب بالعلاقة التالية

$$\beta_1 = \frac{\sum x_i y_i - n \bar{x}_i \bar{y}_i}{\sum x_i^2 - n(\bar{x}_i)^2}$$

و $\hat{\beta}_0$ تحسب بالعلاقة التالية: $\beta_0 = \bar{y} - \hat{\beta}_1 \bar{x}$ حيث:

(i): رقم المشاهد (i=0.5.3.....n) y_i : قيمة المشاهد (i) الخاصة بالمتغير

التابع.

X_i : قيمة المشاهد (i) الخاصة بالمتغير المستقل β_0, β_1 : معاملات النموذج والتي تحدد طبيعة العلاقة بين المتغيرات.

- المتوسط الحسابي لكل متغيرات الدراسة.

$$\bar{Y} = \frac{\sum Y_i}{n} \quad \bar{X} = \frac{\sum X_i}{n}$$

- الانحدار الخطي البسيط استخدام (R^2): معامل التحديد للنموذج وذلك للتعرف على تأثير المتغير المستقل المتمثل بحجم المعاملات الخارجية في المتغير التابع والمتمثل في إيرادات البنك الرئيسية.

$$R^2 = \beta_1^2 \frac{\sum x_i^2 - n\bar{X}^2}{\sum y_i^2 - n\bar{Y}^2}$$

كذلك تم استخدام معامل ارتباط بيرسون لمعرفة قوة العلاقة بين المتغير المستقل والمتغير التابع .

$$r_{xy} = \frac{\sum (x_i - \bar{X}) \cdot \sum (y_i - \bar{Y})}{\sqrt{\sum (x_i - \bar{X})^2 \cdot \sum (y_i - \bar{Y})^2}}$$

إضافة إلى ما سبق يتم استخدام اختبار (F) لتقييم جودة تميل معادلة الانحدار المقترحة واختبار موضوعية معامل التحديد .

$$F_{réel} = \frac{R^2 \cdot (n-m-1)}{(1-R^2) \cdot m}$$

الفصل الثاني: الدراسة القياسية لأثر سعر الصرف على أداء السوق المالية السعودية

m: عدد المتغيرات المستقلة R^2 : معامل التحديد n: عدد المشاهدات (عدد عناصر العينة المدروسة)

ولاستخراج (F_{tab}) الجدولية من جدول التوزيع ليفشر نضع: $V_2=n-m-1$ و $V_1=m$
 $\alpha = 5\%$ أي بمستوى معنوية $P = 0.05$

المطلب الثالث: اختبار فرضيات الدراسة

بغية الأخذ بعين الاعتبار التجانس بين البيانات متغيرات الدراسة، تم إدخال اللوغاريتم على المتغيرات، والغرض من ذلك أن الصيغة في شكلها اللوغاريتمي تكون سهلة التقدير ودقيقة النتائج، وبالتالي تفسير النتائج يكون أدق وأصدق.

سيتم اختبار الفرضيات بالاعتماد على نموذج الانحدار البسيط كما سيأتي:

أولاً: تغيرات أسعار صرف الريال مقابل اليورو:

الجدول رقم (04): تغيرات أسعار صرف الريال مقابل اليورو

خلال الفترة من 2000-2017

الوحدة: 1 € = SAR

السنوات	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
SAR/EUR	3,4847	3,3078	3,9326	4,7363	5,1015	4,4239	4,9388	5,5095	5,2189
السنوات	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
SAR/EUR	5,4022	4,9800	4,8521	4,9437	5,1686	4,5528	4,0826	3,9529	4,4764

المصدر: من إعداد الباحث بناء إلى نشرات من الموقع الرسمي لمؤسسة النقد العربي السعودي <http://amf.org.ae>

من خلال الجدول رقم (04) نلاحظ أن سعر صرف الريال السعودي مقابل الأورو خلال الفترة الممتدة من 2000 حتى 2009 في انخفاض، حيث بلغ قيمة 5.5095 مقابل وحدة واحدة من الأورو سنة 2007 مقارنة بـ 3.4847 مقابل وحدة واحدة من الأورو سنة 2000 بمعدل انخفاض يقدر بـ 58.10%، وهذا راجع لأزمة الخليج في التسعينات التي أثرت على الاقتصاد السعودي إضافة إلى اعتماد الاقتصاد السعودي على الربع البترولي بشكل كبير الأمر الذي أثر سلبا على قيمة الريال بسبب نقص الطلب عليه في الأسواق المالية العالمية.

الفصل الثاني: الدراسة القياسية لأثر سعر الصرف على أداء السوق المالية السعودية

وبعد سنة 2007 أخذ الريال في الارتفاع أمام اليورو ليصل إلى قيمة 4.9437 ريال مقابل وحدة من اليورو سنة 2012، وفي سنة 2013 سجل انخفاض بمعدل 4.5% مقارنة بسنة 2012، ليعاود الارتفاع حيث سجل أعلى قيمة له مقابل اليورو سنة 2016 بقيمة 3.9529 ريال مقابل وحدة من اليورو بمعدل ارتفاع 23.52% مقارنة بسنة 2013، كما انه سجل انخفاض بمعدل 11.69% سنة 2017 مقارنة بسنة 2016 حيث بلغ سعر صرف الريال 4.4764 مقابل وحدة واحدة من اليورو.

ثانياً: اختبار أثر سعر الصرف على القيمة السوقية للأسهم في السوق المالي السعودي

خلال الفترة 2000-2017

يمكن أن نلخص نتائج التقدير الخاصة بانحدار سعر الصرف على القيمة السوقية للأسهم في السوق المالي السعودي على الشكل التالي: (9)

$$LVLM_t = 9.33 + 2.98 LER_t$$

(6.58) (3.21)

$$R^2 = 0.3926 \quad F - Stat = 10.34 \quad DW = 1.75$$

من خلال الدالة المقدرية يتضح لنا أن القيمة السوقية للأسهم ترتبط طردياً مع سعر الصرف، حيث أن التغير في سعر الصرف بوحدة واحدة ينتج عنه تغير في القيمة السوقية بـ 2.98 وحدة. من الناحية الإحصائية معاملات الدالة المقدرية مقبولة إحصائياً عند مستوى معنوية $\alpha = 5\%$ ، معامل التحديد R^2 يبين أن 39.26% من التغيرات التي تحدث في القيمة السوقية للأسهم سببها التغيرات التي حدثت في سعر الصرف الريال مقابل اليورو، والباقي 61.74% يعزى إلى أسباب وعوامل أخرى، ومنه القدرة التفسيرية للنموذج متوسطة. إحصائية فيشر تشير إلى المعنوية الكلية للنموذج عند مستوى الدلالة $\alpha = 5\%$. بينما إحصائية Durbin-Watson تشير إلى غياب الارتباط الذاتي للأخطاء من الدرجة الأولى.

⁹ - للمزيد من التفاصيل أنظر الملحق (01)

**ثالثًا: اختبار أثر سعر الصرف على عدد الشركات المدرجة في السوق المالي السعودي
خلال الفترة 2000-2017**

نتائج التقدير الخاصة بانحدار سعر الصرف على عدد الشركات المدرجة في السوق المالي السعودي جاءت على النحو التالي: (10)

$$LNF_t = 3.63 + 0.73 LER_t$$

(3.86) (1.18)

$$R^2 = 0.08 \quad F - Stat = 1.41 \quad DW = 1.79$$

من خلال الدالة المقدره يتضح لنا أن عدد الشركات المدرجة في السوق المالي يرتبط طرديا مع سعر الصرف، حيث أن التغير في سعر الصرف بوحدة واحدة ينتج عنه تغير في عدد الشركات المدرجة بنسبة 0.73%.

من الناحية الإحصائية معلمات الدالة المقدره غير مقبولة إحصائيا عند مستوى معنوية $\alpha = 5\%$ ، معامل التحديد يبين أن 8% من التغيرات التي تحدث في عدد الشركات المدرجة في السوق سببها التغيرات التي حدثت في سعر الصرف الريال مقابل اليورو، والباقي 92% يعزى إلى أسباب وعوامل أخرى، ومنه القدرة التفسيرية للنموذج ضعيفة جدا. إحصائية فيشر تشير إلى غياب المعنوية الكلية للنموذج عند مستوى الدلالة $\alpha = 5\%$. بينما إحصائية Durbin-Watson تشير إلى غياب الارتباط الذاتي للأخطاء من الدرجة الأولى.

**رابعًا: اختبار أثر سعر الصرف على حجم التداول الكلي في السوق المالي السعودي
خلال الفترة 2000-2017**

بالنسبة لنتائج التقدير الخاصة بانحدار سعر الصرف على حجم التداول الكلي في السوق المالي السعودي فقد جاءت وفق الصيغة التالية: (11)

$$LVLS_t = 4.43 + 6.16 LER_t$$

(2.04) (4.33)

$$R^2 = 0.5403 \quad F - Stat = 18.81 \quad DW = 1.88$$

¹⁰ - للمزيد من التفاصيل أنظر الملحق (02)

¹¹ - للمزيد من التفاصيل أنظر الملحق (03)

الفصل الثاني: الدراسة القياسية لأثر سعر الصرف على أداء السوق المالية السعودية

من خلال نتائج التقدير يتضح لنا أن حجم التداول الكلي يرتبط طردياً مع سعر الصرف، حيث أن التغير في سعر الصرف بوحدة واحدة ينتج عنه تغير في حجم التداول الكلي بـ 6,16%. من الناحية الإحصائية معلمات الدالة المقدره مقبولة إحصائياً عند مستوى معنوية $\alpha = 5\%$ ، معامل التحديد يبين أن 54.03% من التغيرات التي تحدث في حجم التداول في السوق المالي سببها التغيرات التي حدثت في سعر الصرف الريال مقابل اليورو، والباقي 45.97% يعزى إلى أسباب وعوامل أخرى، ومنه القدرة التفسيرية للنموذج متوسطة. إحصائية فيشر تشير إلى المعنوية الكلية للنموذج عند مستوى الدلالة $\alpha = 5\%$. بينما إحصائية Durbin-Watson تشير إلى غياب الارتباط الذاتي للأخطاء من الدرجة الأولى.

خامساً: اختبار أثر سعر الصرف على عدد الأسهم المتداولة في السوق المالي السعودي خلال الفترة 2000-2017

نتائج التقدير الخاصة بانحدار سعر الصرف على عدد الأسهم المتداولة في السوق المالي جاءت موضحة وفق الصيغة التالية: (12)

$$LNSt_t = 2.18 + 7.98 LER_t$$

(2.16) (4.05)

$$R^2 = 0.5063 \quad F - Stat = 16.40 \quad DW = 1.74$$

من خلال نتائج التقدير يتضح لنا أن عدد الأسهم المتداولة في السوق المالي السعودي يرتبط طردياً مع سعر الصرف، حيث أن التغير في سعر الصرف بوحدة واحدة ينتج عنه تغير في عدد الأسهم المتداولة بـ 7,98%.

من الناحية الإحصائية معلمات الدالة المقدره مقبولة إحصائياً عند مستوى معنوية $\alpha = 5\%$ ، معامل التحديد يبين أن 50.63% من التغيرات التي تحدث في عدد الأسهم المتداولة في السوق سببها التغيرات التي حدثت في سعر الصرف الريال مقابل اليورو، والباقي 49.37% يعزى إلى أسباب وعوامل أخرى، ومنه القدرة التفسيرية للنموذج متوسطة.

إحصائية فيشر تشير إلى المعنوية الكلية للنموذج عند مستوى الدلالة $\alpha = 5\%$. بينما إحصائية Durbin-Watson تشير إلى غياب الارتباط الذاتي للأخطاء من الدرجة الأولى.

¹² - للمزيد من التفاصيل أنظر الملحق (04)

الفصل الثاني: الدراسة القياسية لأثر سعر الصرف على أداء السوق المالية السعودية

سادسا: اختبار أثر سعر الصرف على عدد الصفقات المنفذة في السوق المالي السعودي خلال الفترة 2017-2000

بالنسبة لنتائج التقدير الخاصة بانحدار سعر الصرف على عدد الصفقات المنفذة فقد جاءت على النحو التالي: (13)

$$LNt_t = 7.56 + 1.93 LER_t$$

(4.12) (4.91)

$$R^2 = 0.6012 \quad F - Stat = 24.12 \quad DW = 1.89$$

من خلال نتائج التقدير يتضح لنا أن عدد الصفقات المنفذة في السوق المالي السعودي ترتبط طرديا مع سعر الصرف، حيث أن التغير في سعر الصرف بوحدة واحدة ينتج عنه تغير في عدد الصفقات المنفذة بـ 1,93%.

من الناحية الإحصائية معاملات الدالة المقدره مقبولة إحصائيا عند مستوى معنوية $\alpha = 5\%$ ، معامل التحديد يبين أن 60.12% من التغيرات التي تحدث في عدد الصفقات المنفذة في السوق المالي سببها التغيرات التي حدثت في سعر الصرف الريال مقابل اليورو، والباقي 39.88% يعزى إلى أسباب وعوامل أخرى، ومنه القدرة التفسيرية للنموذج مرتفعة.

إحصائية فيشر تشير إلى المعنوية الكلية للنموذج عند مستوى الدلالة $\alpha = 5\%$. بينما إحصائية Durbin-Watson تشير إلى غياب الارتباط الذاتي للأخطاء من الدرجة الأولى.

سابعا: اختبار أثر سعر الصرف على معدل دوران الأسهم في السوق المالي السعودي خلال الفترة 2017-2000

بالنسبة لنتائج التقدير الخاصة بانحدار سعر الصرف على معدل الدوران فقد جاءت على النحو التالي:

$$LNt_t = 4.55 + 0.05 LER_t$$

(3.39) (0.18)

$$R^2 = 0.0020 \quad F - Stat = 0.0328 \quad DW = 1.87$$

من خلال نتائج التقدير يتضح لنا أن معدل الدوران في السوق المالي السعودي يرتبط طرديا مع سعر الصرف، حيث أن التغير في سعر الصرف بوحدة واحدة ينتج عنه تغير في معدل الدوران بـ 0,05%.

¹³ - للمزيد من التفاصيل أنظر الملحق (05)

¹⁴ - للمزيد من التفاصيل أنظر الملحق (06)

الفصل الثاني: الدراسة القياسية لأثر سعر الصرف على أداء السوق المالية السعودية

من الناحية الإحصائية معلمات الدالة المقدره غير مقبولة إحصائيا عند مستوى معنوية $\alpha = 5\%$ ، معامل التحديد يبين أن 0.2% من التغيرات التي تحدث في معدل الدوران في السوق المالي سببها التغيرات التي حدثت في سعر الصرف الريال مقابل اليورو، والباقي 99.98% يعزى إلى أسباب وعوامل أخرى، ومنه القدرة التفسيرية للنموذج منعدمة.

إحصائية فيشر تشير إلى غياب المعنوية الكلية للنموذج عند مستوى الدلالة $\alpha = 5\%$. بينما إحصائية Durbin-Watson تشير إلى غياب الارتباط الذاتي للأخطاء من الدرجة الأولى.

المبحث الثالث: عرض ومناقشة النتائج المتوصل إليها

المطلب الأول: عرض ومناقشة نتائج الدراسة

سنحاول عرض نتائج الدراسة حسب مستخرجات برنامج Eviews المبينة في الملاحق، حسب

الفرضيات الفرعية:

الفرضية 01: يوجد أثر ضعيف نوعا ما لسعر صرف الريال مقابل اليورو على القيمة السوقية للأسهم في السوق المالي السعودي خلال الفترة 2000-2017، حيث أن قيمة المعنوية بلغت 0.54 وهي قيمة اقل من القيمة المعنوية 5%، وهذا ما يؤكد وجود ارتباط متوسط بين العملات الأجنبية وسوق الأسهم السعودي خاصة مع عملة اليورو بسبب عدم ارتباط السوق السعودي بالأسواق المالية العالمية وخاصة أسواق الصرف العالمية.

وهذه النتيجة عكس ما توصل إليه محفوظ جبار في ورقته البحثية المنشورة في مجلة الباحث العدد 2016/16 حيث توصل إلى أن تقلبات أسعار الصرف لا تؤثر في الأسواق المالية على المدى القصير.

إذن نقبل الفرضية التي تقول بأن سعر الصرف له تأثير على القيمة السوقية للأسهم في السوق المالي السعودي خلال فترة الدراسة.

الفرضية 02: لا يوجد أثر لسعر صرف الريال مقابل اليورو على دخول وخروج الشركات في السوق المالي السعودي خلال الفترة 2000-2017، حيث أن قيمة المعنوية بلغت 25.22 وهي قيمة أكبر من القيمة المعنوية 5%، ويعود السبب إلى عدم انفتاح السوق السعودي على العالم الخارجي باعتباره سوق

الفصل الثاني: الدراسة القياسية لأثر سعر الصرف على أداء السوق المالية السعودية

محلي لم يرق لمصاف الأسواق الناشئة بعد، وتعزى عدم تأثير سعر الصرف في دخول وخروج الشركات من السوق إلى أسباب أخرى تتمثل في القوانين الهشة وضعف الأجهزة الرقابية للحماية والمشاكل السياسية التي تتخبط فيها المملكة، ما يضعف من ثقة الشركات وتخوفهم من الاستثمار في السوق.

إذن نرفض الفرضية التي تقول بأن سعر الصرف له تأثير على عدد الشركات المدرجة في السوق المالي السعودي خلال فترة الدراسة، ونقبل الفرضية البديلة التي تقول بأن سعر الصرف ليس له تأثير على دخول الشركات للسوق المالي السعودي.

الفرضية 03: يوجد أثر لسعر صرف الريال مقابل اليورو على حجم التداول الكلي في السوق المالي السعودي خلال الفترة 2000-2017، حيث أن قيمة المعنوية بلغت 0.05 وهي قيمة اقل بكثير من القيمة المعنوية 5%، فنسبة 54.03% من التغيرات في حجم التداول سببها التغير في سعر الصرف، إذ أنه في حالة ارتفاع سعر صرف الريال مقابل اليورو سيدفع بالطلب على الأوراق المالية للزيادة من أجل إعادة بيعها في حال انخفاض سعر صرف العملة المحلية، بينما ينقص عرض الأوراق المالية للاكتتاب من طرف الشركات خوفاً من انهيار أو تراجع قيمة العملة المحلية أي ينخفض سعر الصرف.

إذن نقبل الفرضية التي تقول بأن سعر الصرف له تأثير على حجم التداول الكلي في السوق المالي السعودي خلال فترة الدراسة.

الفرضية 04: يوجد أثر لسعر صرف الريال مقابل اليورو على عدد الأسهم المتداولة في السوق المالي السعودي خلال الفترة 2000-2017، حيث أن قيمة المعنوية بلغت 0.09 وهي قيمة اقل بكثير من القيمة المعنوية 5%، حيث أن نسبة 50.63% من التغيرات في عدد الأسهم سببها التغير في سعر الصرف، حيث أنه كلما ارتفع سعر صرف الريال أدى ذلك إلى تشجيع المكتتبين على شراء الأسهم والسندات أي زيادة الطلب عليها، وبالتالي ينخفض عدد الأسهم المطروحة من قبل الشركات للاكتتاب لأن قيمة العملة المحلية مرتفعة أي ينخفض عرض الأوراق المالية للاكتتاب فيها داخل السوق.

إذن نقبل الفرضية التي تقول بأن سعر الصرف له تأثير على عدد الأسهم المتداولة في السوق المالي السعودي خلال فترة الدراسة.

الفصل الثاني: الدراسة القياسية لأثر سعر الصرف على أداء السوق المالية السعودية

الفرضية 05: يوجد أثر كبير لسعر صرف الريال مقابل اليورو على عدد الصفقات المنفذة في السوق المالي السعودي خلال الفترة 2000-2017، حيث أن قيمة المعنوية بلغت 0.02 وهي قيمة أقل بكثير من القيمة المعنوية 5%، حيث تعزى نسبة 60.12% من التغيرات في عدد الصفقات المنفذة إلى التغيرات في سعر الصرف، بحيث كلما كان التغير الحاصل في سعر الصرف كبير ومستمر يشجع المستثمرين والمضاربين على تنفيذ الصفقات سواء لتحقيق الربح بالنسبة للمضارب إذا انخفض سعر صرف العملة الوطنية (الريال) مقابل اليورو ببيع الأوراق المالية، أو للتحوط و الاستثمار في حالة ارتفاع سعر الصرف بالشراء.

إذن نقبل الفرضية التي تقول بأن سعر الصرف له تأثير على عدد الصفقات المنفذة في السوق المالي السعودي خلال فترة الدراسة.

الفرضية 06: لا يوجد أثر لسعر صرف الريال مقابل اليورو على معدل دوران الأسهم في السوق المالي السعودي خلال الفترة 2000-2017، حيث أن قيمة المعنوية بلغت 85.85 وهي قيمة أكبر بكثير من القيمة المعنوية 5%، وهذا راجع إلى كون نشاط السوق المالي يرجع إلى كبر و صغر حجم السوق من حيث عدد المكتتبين وعدد الشركات المدرجة فيه، وكذلك إلى درجة كفاءة السوق، فكلما كانت درجة الكفاءة عالية كان معدل الدوران كبير والعكس، كما أن درجة نشاط السوق تعتمد على مدى التغيرات في أسعار الأوراق المالية بالعملة الوطنية لا في تغيرات أسعار صرف العملة.

إذن نرفض الفرضية التي تقول بأن سعر الصرف له تأثير على معدل الدوران في السوق المالي السعودي خلال فترة الدراسة، ونقبل الفرضية البديلة التي تقول بأن سعر الصرف ليس له تأثير على معدل الدوران للسوق المالي السعودي.

الفصل الثاني: الدراسة القياسية لأثر سعر الصرف على أداء السوق المالية السعودية

المطلب الثاني: التوصيات والاقتراحات

من خلال النتائج المتوصل إليها لهذه الدراسة نقترح مجموعة من التوصيات والاقتراحات التي يمكن أخذها في عدة نقاط:

- العمل على توفير بيئة اقتصادية وسياسية ملائمة لتسهيل التعامل في السوق المالي السعودي وتجذب المستثمر الأجنبي.
- تنويع الاقتصاد السعودي خارج قطاع المحروقات، من أجل تقوية الاقتصاد والنهوض به إلى مصاف الاقتصاديات المتقدمة.
- تشجيع الشركات على الولوج إلى السوق المالي السعودي من خلال تسهيل مراحل الدخول، وسن قوانين وتنظيمات تساهم في تحفيز الشركات على الدخول.
- محاولة التخلص من آثار الأزمة العالمية وحتى أزمة 2006 التي لا تزال تداعياتها تؤثر على السوق المالي السعودي.
- الرفع من كفاءة السوق وتوفير أجهزة مراقبة متقدمة، تعمل على حماية المكتسبين في السوق وتزيد من ثقة المتعاملين فيه.
- إدراج متغيرات أخرى التي من الممكن أن يكون لها تأثير أو أهمية بموضوع الدراسة.
- تطوير الآليات والأساليب الهادفة إلى رفع كفاءة السوق المالي والتخفيف من حدة التقلبات السعرية، والتي تجعل المستثمرين أكثر قدرة على التخطيط ورسم الاستراتيجيات الاستثمارية الفعالة، من خلال وضع إجراءات لضبط حركة السوق.
- سن القوانين والتنظيمات التي من شأنها أن تساعد على تطوير وتحسين المعاملات في السوق والرفع من كفاءته، مما يساعد على كسب المزيد من ثقة المستثمرين اتجاه السوق.
- تطبيق نفس الدراسة على أسواق مالية عربية، والقيام بمقارنة النتائج للخروج بتوصيات ذات أهمية.
- إجراء دراسات تطبيقية حول هذا الموضوع باستعمال طرق قياس أخرى مثل نماذج تحليل التباين المتعدد MANOVA.

المطلب الثالث: آفاق الدراسة

إن موضوع تأثير تقلبات أسعار الصرف على أداء السوق المالي في المجال المالي والاقتصادي والذي يحظى باهتمام الكثير من قبل المنظرين الماليين والاقتصاديين، والذي لا يزال يحتاج إلى دراسات ونتائج من شأنها توضيح أثر تقلبات أسعار الصرف على أداء الأسواق المالية، فهذه الدراسة تعرف ندرة كبيرة، لما للأسواق المالية من أهمية باعتبارها أداة فاعلة لتحسين ودعم الاقتصاد الوطني من عدة جوانب. وبعد النتائج المتوصل إليها والتوصيات المقدمة حول موضوع دراستنا، نقدم للباحثين عدة إشكاليات يمكن البحث فيها ولها علاقة بالموضوع لشح الدراسات في الموضوع ولأهميته بالنسبة للمستثمر وحتى الخبراء والدولة، ومن بين هذه الآفاق نذكر منها:

- قياس مدى تأثير تغيرات سعر الصرف على مؤشرات قياس أداء السوق المالي.
- أثر السياسة المالية و النقدية على أداء الأسواق المالية.
- دراسة مقارنة بين أداء الأسواق المالية العربية.
- أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على أداء الأسواق المالية (حالة السعودية).
- آفاق السوق المالية السعودية في جعلها ضمن قائمة الأسواق المالية الناشئة.

خلاصة الفصل:

يعد السوق المالي السعودي من أهم وأفضل الأسواق العربية القوية والذي يتمتع بكفاءة عالية وأداء جيد، حيث شهد السوق مجموعة من التطورات والتحويلات التي ساهمت في احتلاله لهذه المكانة، غير أن طموح المملكة في جعله في مصاف الأسواق المالية العالمية الناشئة قريب المنال، فقد حددت المملكة خطوات جيدة جعلت من الخبراء يتفائلون بذلك في أقرب الآجال خاصة مع تطبيق مشروع رؤية المملكة 2030 الذي يهدف إلى إدراج السوق السعودي في مؤشرات «مورجان ستانلي» للأسواق الناشئة العالمية ويعرف بمؤشر فوتسي راسيل.

- وبعد الدراسة التحليلية والإحصائية التي قمنا بها في هذا الفصل وصلنا إلى نتيجة مفادها أن نظام الصرف المعموم المتبع من قبل المملكة له أثر على أداء السوق المالي السعودي، وذلك من خلال إثبات صحة الفرضيات التي تثبت أن مؤشرات قياس أداء السوق تتأثر بتغيرات سعر صرف الريال مقابل اليورو كعملة مختارة للاختبار، إلا أن التأثير يبقى متوسط، لوجود متغيرات أخرى تؤثر أيضا على مؤشرات قياس أداء السوق.

الخاتمة

الخاتمة:

يعد سوق المال السعودي من أبرز وأفضل الأسواق المالية العربية القوية والأكثر تنظيمًا، حيث شهد هذا السوق مجموعة من التطورات خاصة في السنوات الأخيرة، نتيجة إطلاق مشروع رؤية المملكة العربية السعودية 2030 من أجل إدراج السوق السعودي في مؤشرات «مورجان ستانلي» للأسواق الناشئة العالمية بما يعرف بمؤشر فوتسي راسيل، وكذلك فتح السوق للاستثمار الأجنبي وتغيير طريقة التداول فيه بالسماح بالبيع على المكشوف، وتغيير النظام المحاسبي السعودي من «T+0» إلى نظام التسوية «T+2»، وكذا برنامج التحول الوطني 2020 بهدف توسيع التنوع الاقتصادي وتعزيز سهولة الاستثمار في المملكة وفي السوق المالي السعودي بجعله ضمن أهم 10 أسواق عالمية. كل هذه التطورات والتنظيمات جعلت من السوق المالي السعودي أهم الأسواق العربية، وأفضلها بالنسبة للمستثمرين المحليين و قبلة جديدة للمستثمرين الأجانب.

وقد تعرضنا في بحثنا هذا إلى معرفة الأثر الذي تتركه تغيرات أسعار الصرف على أداء الأسواق المالية كمحور أساسي لهذه الدراسة، حيث حاولنا إبرازه من خلال دراسة أثر سعر صرف الريال مقابل اليورو كمتغير مفسر ومؤشرات قياس الأداء في الأسواق كمتغير تابع. وقد توصلنا إلى نتيجة مفادها أن لتقلبات أسعار الصرف المعمومة أثر على أداء السوق المالي السعودي بدرجة متوسطة على المدى الطويل، حيث أن الدراسة اعتمدت على بيانات تاريخية محصورة بين سنة 2000 و 2017 مدة 18 سنة، بالرغم من كون بعض الدراسات خلصت إلى أن سعر الصرف لا يؤثر على أداء السوق المالي على المدى القصير، كما أن هناك دراسة أخرى أثبتت عدم وجود أثر لسعر الصرف الثابت على أداء السوق المالي السعودي، يعود الاختلاف إلى النتائج إلى مدة الدراسة وطبيعة نظام الصرف أو سعر الصرف الذي يختاره الباحث، وبهذا تكون دراستنا صحيحة انطلاقًا من اختلاف المعطيات بين الدراسات.

كما خلصنا إلى أن أداء السوق المالي السعودي يتأثر بعوامل اقتصادية أخرى هي محل دراسة أو تم دراستها من قبل بعض الباحثين والذين خلصوا إلى أن من المتغيرات الاقتصادية الكلية ما يؤثر على أداء السوق المالي منها السياسة النقدية، التضخم، الإنفاق العام، الضرائب، ميزان المدفوعات وغيرها من المتغيرات كل حسب درجة تأثيره وتأثره.

المراجع

المراجع:

- 1- المرسوم الملكي رقم (م/30) وتاريخ 1424/6/2 هـ الموافق لـ 2003/7/31م المتعلق بنظام السوق المالية .
- 2- إيهاب الدسوقي، اقتصاديات كفاءة البورصة، الطبعة 1، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، 2000 .
- 3- جابلة صبرينة، آليات تفعيل السوق المالي الجزائري، مذكرة ماجستير، علوم التسيير، جامعة الجزائر، 2000.
- 4- جمال لعمارة، ريس حدة، تحديات السوق المالي الاسلامي، مداخلة في الملتقى الدولي سياسات التمويل وأثرها في اقتصاديات المؤسسات، دراسة حالة الجزائر والدول النامية، بسكرة يومي 21-22 نوفمبر 2006.
- 5- حسام مسعودي، واقع التداول الالكتروني في السوق المالية السعودية خلال الفترة 2000-2009، مذكرة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير تخصص مالية وأسواق، جامعة قاصدي مرباح ورقلة سنة 2012.
- 6- حسين بني هاني، الأسواق المالية (طبيعتها، تنظيمها، أدواتها المشتقة) دار الكندي للنشر الأردن 2002.
- 7- رميسة أحمد أبو موسى، الأسواق المالية والنقدية، دار المعتر للنشر والتوزيع الأردن سنة 2005 .
- 8- روبا دوتغويتا، غيلدا فرنانديز، وسيم كاراكا داغ: التحرك نحو مرونة سعر الصرف: كيف، ومتى، وبأي سرعة، صندوق النقد الدولي، سنة 2006.
- 9- ريتشارد ايميل هايك، مقال بعنوان الأنظمة النقدية الخليجية بين الاستقلالية والوحدة، مجلة دراسات الخليج والجزيرة العربية، العدد رقم 51.
- 10- عباس كاظم الدعيمي، أثر السياسات النقدية والمالية في مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية (دراسة تطبيقية في مصر والولايات المتحدة الأمريكية للمدة 1990 -2006). أطروحة دكتوراه فلسفة في العلوم الاقتصادية. 1429-2008 .
- 11- عبد الحسين جليل عبد الحسن الغالبي، سعر الصرف وإدارته في ظل الصدمات الاقتصادية (نظرية وتطبيقات)، ط1، دار صفاء للطباعة والنشر والتوزيع الأردن 2011.
- 12- عبد المجيد قدي، المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية (دراسة تحليلية تقييمية)، الطبعة 3، ديوان المطبوعات الجامعية الجزائر، 2006 .
- 13- عرفان تقي الحسني، التمويل الدولي " دار مجدلاوي للنشر - الطبعة الثانية - عمان الأردن 2002.
- 14- عصام حسين، أسواق الأوراق المالية (البورصة)، دار أسامة للنشر والتوزيع الأردن 2008.
- 15- لحو موسى بوخاري، سياسة الصرف الأجنبي وعلاقتها بالسياسة النقدية، مكتبة الحسن العصرية للطباعة والنشر والتوزيع، لبنان 2010 .
- 16- ماجدة قنديل: محاضرة : أنظمة وسياسات الصرف . معهد صندوق النقد الدولي، قسم الشرق الأوسط، 2004
- 17- محمد كمال الحمزاوي، سوق الصرف الأجنبي. منشأة المعارف، الإسكندرية، 2004.
- 18- محمود صالح عطية، تحميل العوامل الموضوعية المؤثرة في سوق الأوراق المالية مع الإشارة إلى سوق العراق، مجلة ديالي العراق 2012 العدد 54.

19- محمد البشير بن عمر، دراسة أثر بعض التغيرات المالية و الاقتصادية على أسعار الأسهم (حالة بورصة الأردن)، مذكرة مقدمة لإستكمال متطلبات شهادة الماجستير في علوم التسيير، غير منشورة، جامعة ورقلة، الجزائر، 2009-2010.

20- مشهور هذلول بريور: العوامل المؤثرة على انتقال أثر أسعار صرف العملات الأجنبية على مؤشر الأسعار في الأردن (1985-2006). أطروحة دكتوراه مقدمة على قسم المصارف والمصارف الإسلامية، كلية العلوم المالية والمصرفية، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، 2008.

21- موسى سعيد مطر، شقيري نوري موسى وياسر المومني، المالية الدولية، الطبعة 01، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان الأردن 2008.

22- هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع الأردن سنة 2003.

23- هيئة السوق المالية، قواعد مركز إيداع الأوراق المالية، قرار رقم (2012/17/2) بتاريخ 2012/04/29.

24- وليد ناصف، انس البكري، الأسواق المالية والدولية، دار المستقبل للنشر والتوزيع الأردن سنة 2009.

29- Sidi Ali bouk rami, Vade mecun de la finance. office des publication universitaire ben aknoun 1992.

28- Ross LEVINE and Sara ZERVOS: Capital contrdiberalisation and stock development. The Policy Research Woring Paper, 1996.

26- Philippe D'ARVISSENT, Jean-pierre PETIT : Echanges et finance internationale : les acteurs, les corperation internationale, l'Europe, l'2 - Amina LAHREVHE-REVIL : L'économie mondiale 2000Euro. La revue Banque Editeur, Paris (sans date de publication).

27- Rainer HABERLE :Risque de charge, entreprise .Le cas du marché suisse des actions. Thèse pour l'obtention du grade de docteur et sciences économique et sociales, présentée à la Faculté des sciences économiques et sociales de l'Université de Fribourg(Suisse) 1999.

25- Martine PEYARD.MOULARD: Les paiements internationaux: monnaie finance Ellipes/Edition Marketing S.A, Paris ,1996.

30- <https://www.alarabiya.net/ar/aswaq/financial-markets/2017/08/27>

31- <http://www.tadawul.com.sa>

32- <http://www.sama.gov.sa>

33- <http://amf.org.ae>

الملاحق

الملاحق:

الملحق (01): نتائج انحدار سعر الصرف على القيمة السوقية للأسهم في السوق المالي السعودي

Dependent Variable: LVLM
Method: Least Squares
Date: 06/11/18 Time: 13:31
Sample: 2000 2017
Included observations: 18

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LER	2.988059	0.929113	3.216034	0.0054
C	9.334274	1.417962	6.582879	0.0000
R-squared	0.392625	Mean dependent var		13.87443
Adjusted R-squared	0.354664	S.D. dependent var		0.701700
S.E. of regression	0.563695	Akaike info criterion		1.795833
Sum squared resid	5.084039	Schwarz criterion		1.894764
Log likelihood	-14.16250	Hannan-Quinn criter.		1.809475
F-statistic	10.34287	Durbin-Watson stat		1.753351
Prob(F-statistic)	0.005393			

الملحق (02): نتائج انحدار سعر الصرف على عدد الشركات المدرجة في السوق المالي السعودي

Dependent Variable: LNF
Method: Least Squares
Date: 06/11/18 Time: 13:29
Sample: 2000 2017
Included observations: 18

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LER	0.731923	0.616194	1.187813	0.2522
C	3.636388	0.940402	3.866846	0.0014
R-squared	0.081035	Mean dependent var		4.748495
Adjusted R-squared	0.023600	S.D. dependent var		0.378337
S.E. of regression	0.373846	Akaike info criterion		0.974495
Sum squared resid	2.236177	Schwarz criterion		1.073426
Log likelihood	-6.770459	Hannan-Quinn criter.		0.988137
F-statistic	1.410900	Durbin-Watson stat		1.792979
Prob(F-statistic)	0.252241			

الملحق (03): نتائج انحدار سعر الصرف على حجم التداول الكلي في السوق المالي السعودي

Dependent Variable: LVLS
Method: Least Squares
Date: 06/11/18 Time: 13:33
Sample: 2000 2017
Included observations: 18

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LER	6.168698	1.422300	4.337129	0.0005
C	4.431020	2.170637	2.041345	0.0581
R-squared	0.540371	Mean dependent var		13.80394
Adjusted R-squared	0.511644	S.D. dependent var		1.234806
S.E. of regression	0.862913	Akaike info criterion		2.647434
Sum squared resid	11.91390	Schwarz criterion		2.746364
Log likelihood	-21.82690	Hannan-Quinn criter.		2.661075
F-statistic	18.81069	Durbin-Watson stat		1.883308
Prob(F-statistic)	0.000510			

الملحق (04): نتائج انحدار سعر الصرف على عدد الأسهم المتداولة في السوق المالي السعودي

Dependent Variable: LNST
Method: Least Squares
Date: 06/11/18 Time: 13:34
Sample: 2000 2017
Included observations: 18

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LER	7.986124	1.971510	4.050766	0.0009
C	2.186741	1.008811	2.167641	0.0047
R-squared	0.506305	Mean dependent var		9.947628
Adjusted R-squared	0.475450	S.D. dependent var		1.651510
S.E. of regression	1.196120	Akaike info criterion		3.300482
Sum squared resid	22.89125	Schwarz criterion		3.399412
Log likelihood	-27.70434	Hannan-Quinn criter.		3.314123
F-statistic	16.40870	Durbin-Watson stat		1.743583
Prob(F-statistic)	0.000928			

الملحق (05): نتائج انحدار سعر الصرف على عدد الصفقات المنفذة في السوق المالي السعودي

Dependent Variable: LNT
Method: Least Squares
Date: 06/17/18 Time: 15:31
Sample: 2000 2017
Included observations: 18

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LER	1.934391	0.393802	4.912096	0.0002
C	7.566332	1.833758	4.126135	0.0008
R-squared	0.601283	Mean dependent var		16.49304
Adjusted R-squared	0.576363	S.D. dependent var		1.598264
S.E. of regression	1.040269	Akaike info criterion		3.021274
Sum squared resid	17.31454	Schwarz criterion		3.120204
Log likelihood	-25.19147	Hannan-Quinn criter.		3.034915
F-statistic	24.12869	Durbin-Watson stat		.8951591
Prob(F-statistic)	0.000156			

الملحق (06): نتائج انحدار سعر الصرف على معدل الدوران في السوق المالي السعودي

Dependent Variable: LTR
Method: Least Squares
Date: 06/12/18 Time: 15:38
Sample: 2000 2017
Included observations: 18

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LER	0.052146	0.287808	0.181182	0.8585
C	4.550041	1.340191	3.395068	0.0037
R-squared	0.002047	Mean dependent var		4.790679
Adjusted R-squared	-0.060325	S.D. dependent var		0.738331
S.E. of regression	0.760274	Akaike info criterion		2.394164
Sum squared resid	9.248274	Schwarz criterion		2.493095
Log likelihood	-19.54748	Hannan-Quinn criter.		2.407806
F-statistic	0.032827	Durbin-Watson stat		1.872160
Prob(F-statistic)	0.858500			