

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
وزارة التعليم العالي و البحث العلمي

Université Abou Bekr Belkaid
Tlemcen Algérie



جامعة أبي بكر بلقايد

كلية العلوم الاقتصادية و التسيير و العلوم التجارية

مدرسة الدكتوراه التسيير الدولي للمؤسسات

مذكرة تخرج لنيل شهادة الماجستير في علوم الإقتصاد

تخصص: مالية دولية

بجنوان

كفاءة الأسواق المالية : دراسة لكفاءة أسواق الصرف

دراسة قياسية لسوق صرف الدولار الأمريكي / الجنيه الإسترليني

باستخدام التكامل المتزامن

تحت إشراف البروفيسور :

بن بوزيان محمد

من إعداد الطالبة:

سحنون مريم

أعضاء لجنة المناقشة:

رئيسا	جامعة تلمسان	أستاذ محاضر	د. بوثلجة عبد الناصر
مشرفا	جامعة تلمسان	أستاذ التعليم العالي	د. بن بوزيان محمد
ممتحنا	جامعة تلمسان	أستاذ محاضر	د. بزاوية محمد
ممتحنا	جامعة تلمسان	أستاذ محاضر	د. بطاهر سمير

التشكرات

الشكر أولا وأخيرا لله عز وجل الذي وفر لنا الطاقة الكامنة، وجعل في أنفسنا الثقة ووفقنا في إنجاز هذا العمل العلمي المتواضع.

كما نتقدم بكامل الشكر والتقدير إلى الأستاذ المشرف البروفسور " بن بوزيان محمد" على توجيهاته ونصائحه القيمة التي كانت خير معين لنا عند إنجاز هذا .

كما أتقدم بالشكر لكل أعضاء اللجنة لقبولهم مناقشة هذا العمل .

وفي الأخير نشكر كل من ساعدنا من قريب أو من بعيد ولو بكلمة طيبة .

الإهداء

أهدي هذا العمل العلمي المتواضع:

إلى الوالدين الكريمين أطال الله عمرهما

إلى روح جدايا الغاليين رحمهما الله

إلى إخوتي وأخواتي وأبناءهم

إلى جدتي وجميع أفراد العائلة

إلى عمال مكتبة العلوم الاقتصادية

إلى دفعة مدرسة الدكتوراه " التسيير الدولي للمؤسسات " 2009-2011 .

مقدمة عامة

يتمحور النشاط الاقتصادي لأي مجتمع حول محورين أساسيين أحدهما مادي ، ويتعلق بالتدفقات العينية والخدمية في شكل انتقال السلع والخدمات ، ويطلق عليها أسواق الحقيقية **real market** ، والأخرى مالية وتتعلق بحركة التدفقات النقدية وتداول الأصول المالية ويطلق عليها الأسواق المالية **financial market** .

والسوق المالي بمعناها الواسع تمثل مجموعة من القنوات التي تتدفق من خلالها الأموال من الأفراد والهيئات والمؤسسات وكافة قطاعات المجتمع إلى مثيلاتها في شكل تدفقات لرؤوس الأموال (من أصحاب الفائض إلى أصحاب العجز) ، على هذا النحو تؤدي الأسواق المالية دورا بالغ الأهمية في استقطاب المدخرات وتحريك رؤوس الأموال .

تسعى مختلف الدول إلى تطوير أسواقها المالية بغية جلب رؤوس الأموال بحيث أن جلب هذه الاستثمارات تعتمد على مدى كفاءة هذه الأسواق و تعتبر الكفاءة بشقيها التسعيري والتشغيلي أساس قيام واستمرار وتوسع الأسواق المالية مهما كانت طبيعتها، حجمها وموطنها ، لذا تحرس كافة الدول على ضمان أقصى درجات الكفاءة لبورصاتها لتؤدي دورها الرئيسي في أحسن الظروف ، ألا وهو تمويل الاقتصاد الوطني .

تزداد كفاءة الأسواق المالية كلما زادت مقدرتها على إستيعاب المعلومات بحيث تشترط نظرية كفاءة الأسواق أن أسعار الأصول المالية تعكس بسرعة ودقة كبيرتين كافة المعلومات المتاحة بحيث لا يمكن لأي مستثمر تحقيق أرباح غير عادية على حساب باقي المستثمرين من جراء لتحليل واستغلاله للمعلومات ، أيا كان نوع هذه المعلومات بما فيها المعلومات التاريخية أو المعلومات الجديدة الحالية ، أو المعلومات الخاصة بحيث تختلف مستويات كفاءة السوق المالي باختلاف أنواع المعلومات المذكورة آنفا ، وذلك كون أن التعامل في الأسواق المالية يعتمد بشكل أساسي على المعلومات وكيفية استخدامها ، وبالتالي تتجلى أهمية الإفصاح عن المعلومات وإتاحتها للجميع لأن عكس ذلك يؤدي بالضرورة إلى قيام بعض المستثمرين على اختلاف مستويات الأسواق التي يتعاملون معها (مستوى الكفاءة الضعيفة ، مستوى الكفاءة الشبه قوية، ومستوى الكفاءة القوية) بالتنبؤ بالاتجاهات الأسعار هبوطا وصعودا دون الآخرين وبالتالي القيام بشراء هذا السهم وبيع الآخر ومن ثم يتحقق لهم عوائد ومكاسب غير عادية على حساب الآخرين نتيجة لعدم العدالة في توزيع المعلومات وأحيانا أخرى على حساب عدم فهم وجهل الآخرين لهذه المعلومات .

إن فرضية كفاءة الأسواق المالية لا تخص سوق الأسهم فحسب وإنما كل الأسواق المالية بما فيها أسواق الصرف ، وسوق الصرف هو السوق الذي من خلاله تتحدد أسعار العملات وهذه الأخيرة تعتبر شديدة الحساسية للمؤثرات الداخلية والخارجية والتي تتمثل أساسا في المعلومات مثل : الإفصاح عن العجز أو الفائض في ميزان المدفوعات ، وعجز الموازنات ، ومعدل التضخم الاقتصادي وغيرها ... بحيث أن سوق الصرف يكون كفتنا إذا تحرك سعر الصرف العاجل وسعر الصرف الآجل بشكل متناسق ، بمعنى أن سعر الصرف الآجل يعكس كافة المعلومات المتاحة حول التوقعات المستقبلية لسعر الصرف. بمعنى آخر فإن معدلات أسعار الصرف الآجلة يجب أن تكون مؤشرا غير متحيز لسعر الصرف الحاضرة في المستقبل، وفي نفس الوقت لا يمكن في ظل السوق الكفاء استخدام معلومات حول سعر صرف عاجل من أجل تحسين التنبؤ بسعر صرف عاجل آخر. وبالتالي لا يمكن لأي مستثمر تحقيق أرباح غير عادية على حساب باقي المستثمرين .

الإشكالية:

لقد أثرت الأزمة المالية العالمية سلبا على معظم الاقتصادية ، لهذا ظهرت اضطرابات وعدم استقرار في الاقتصاد العالمي ، فالأزمة الحالية امتدت بشكل سريع في كافة الأسواق المالية وشملت كافة القطاعات الاقتصادية ولم تكن مقتصرة على قطاع معين لذلك قدمت هذه الدراسة لمعرفة تأثير الأزمة المالية العالمية على كفاءة أسواق الصرف، وترجع أولى البحوث حول كفاءة سوق الصرف بعد انهيار نظام بريتن وودز 1971(استقرار أسعار الصرف) وظهور سعر الصرف المرن ،بحيث ظهرت بحوث عديدة تدرس العلاقة بين أسعار الصرف الآجلة و أسعار الصرف العاجلة ، كانت مختلف الدراسات تتساءل ما إذا كان سوق الصرف هو سوق فعال أم لا. في الأسواق الفعالة فإن الأسعار تعكس كلية كل المعلومات المتوفرة و لا يمكن لأي متعامل في السوق أن يجني أرباح غير عادية. بافتراض أن التوقعات رشيدة و افتراض حيادية الخطر من قبل المتعاملين في سوق الصرف يمكن أن نبين أن سعر الصرف الآجل منبئ غير متحيز (Unbiased predictor معيار حقيقي) لسعر الصرف العاجل المستقبلي.

وعلى هذا الأساس طرحنا الإشكالية التالية :

✓ هل سعر الصرف الآجل يعكس جميع المعلومات المتوفرة حول التوقعات المستقبلية لسعر الصرف؟ أو هل يعتبر سوق الصرف سوق كفو؟

وتدرج منها الأسئلة التالية :

1/ ما هي خصائص الأسواق المالية و آلية عملها ؟

2/ كيف تؤثر المعلومات على كفاءة الأسواق المالية ؟

3/ متى يكون سوق الصرف كفوا ؟

الفرضيات :

- الفرضية الأولى: سعر الصرف الآجل معيار حقيقي لسعر الصرف العاجل في المستقبل
- الفرضية الثانية: لا يمكن التنبؤ بسعر الصرف العاجل انطلاقا من سعر الصرف العاجل آخر.

أسباب اختيار الموضوع :

إن موضوع كفاءة الأسواق المالية حضا باهتمام كبير من قبل مختلف الأبحاث و الأطروحات الجامعية وكانت هذه الدراسة المتخصصة في كفاءة أسواق الصرف ولأهمية هذا الموضوع وسعيا منا إلى تقييم و اختبار كفاءة أسواق الصرف كان اختيارنا لهذا الموضوع .

إضافة إلى كون موضوع هذا البحث يندرج في إطار المواضيع المتجددة والتي تدور حولها نقاشات مستفيضة باستمرار.

أهمية الدراسة :

تتجلى أهمية الدراسة في معرفة مدى كفاءة أسواق الصرف خلال الفترة الأخيرة التي تميزت بالأزمة المالية العالمية التي أثرت على جميع الأسواق المالية وكذا جميع الاقتصاديات العالمية.

أهداف الدراسة: تهدف الدراسة إلى:

- تعميق المفاهيم المتعلقة بكفاءة الأسواق المالية.
- معرفة مستوى كفاءة أسواق الصرف.
- محاولة الوقوف على مدى صحة فرضية كفاءة الأسواق.
- دراسة تأثير الأزمة المالية الحالية على كفاءة سوق الصرف.
- تقييم سوق الصرف لعملة الدولار / الجنيه الإسترليني.

منهج الدراسة :

اعتمدنا خلال هذه الدراسة على منهج وصفي تحليلي وهذا من خلال الجانب النظري حتى يتسنى لنا تحليل وتفسير موضوع الدراسة وهو كفاءة الأسواق المالية ، كما اعتمدنا على منهج قياسي من خلال الدراسة القياسية المستخدمة لاختبار صحة فرضيات البحث .

محتويات الدراسة :

ولمعالجة موضوع كفاءة أسواق المالية تقتضي طبيعة الدراسة تفرع الموضوع إلى فرعين أساسيين جانب نظري وجانب تطبيقي ولذلك ارتأينا تقسيم الموضوع إلى أربعة فصول مقدمة وخاتمة .

الفصل الأول من خلاله سنقوم بالتعريف بالإطار النظري للأسواق المالية وتقسيماتها مركزين على وظائفها، الأوراق المتداولة فيها وأيضا آلية التعامل داخل الأسواق المالية.

أما المبحث الثاني المعنون الأسواق المالية الدولية والأزمات المالية فمن خلاله سنحاول تعريف الأسواق المالية الدولية وأدائها وسنحاول توضيح مفهوم كفاءة الأسواق المالية في عالم مليء بالأزمات و بالتالي شرح أهم الأزمات المالية.

الفصل الثاني المعنون المعلومات وكفاءة الأسواق المالية سنحاول التعريف بمهاية المعلومات ونظام المعلومات ومن تم التعرض لمشكل عدم تماثل المعلومات داخل الأسواق المالية وكذا تحليل وتقييم الأوراق المالية ليخصص المبحث الثاني لدراسة كفاءة الأسواق المالية من مفهوما وأنواعها إلى مختلف الدراسات المتعلقة بالموضوع.

الفصل الثالث سنتناول فمن خلاله مفاهيم متعلقة بسعر الصرف وذلك بشرح مختلف أنظمتة وأساليب تحديده مركزين على نظرياته ونماذجه.

والمبحث الثاني سندرس من خلاله كفاءة أسواق الصرف محاولين التركيز على مختلف صيغ الكفاءة وكذا اختباراتها.

و من تم الدراسة التطبيقية حول كفاءة سوق الصرف لسعر صرف الدولار الأمريكي / الجنيه الإسترليني التي سنحاول من خلاله اختبار صحة فرضيتي البحث وبالتالي قبولها أو رفضها.

و خاتمة البحث ستشمل بعض النتائج التي يمكن إصابتها والوقوف عليها من خلال هذا البحث.

الفصل الأول

مقدمة

الأسواق المالية تعمل على جمع المدخرات المالية وتوجيهها نحو الاستثمارات فهي عبارة عن حلقة وصل ما بين أصحاب الفائض (رؤوس الأموال) وأصحاب العجز ، و تنقسم الأسواق المالية حسب آجال إلى سوق تتعامل بالأوراق المالية قصيرة الأجل وهي السوق النقدية وأخرى تتداول فيها الأوراق المالية متوسطة وطويلة الأجل التي تنقسم بدورها على سوق حاضرة وسوق آجلة فمن خلال هذا الفصل حاولنا توضيح آلية التعامل في كل واحدة منها هذا إضافة إلى التعرض إلى الأسواق المالية الدولية والتعريف بها وبالأدوات المستخدمة في هذه الأسواق و نسبة إلى طبيعة الموضوع (كفاءة الأسواق المالية) ارتأينا في الأخير أن نعرف الكفاءة تحت واقع الأزمات مع الإشارة إلى أهم الأزمات المالية.

المبحث الأول: ماهية الأسواق المالية

المطلب الأول: مفهوم السوق المالي

1-نشأة وتعريف الأسواق المالية

1-1 نشأة الأسواق المالية (البورصة)

يعود أصل كلمة البورصة إلى إسم عائلة فغن در بورسن VAN DER BURSEN البلجيكية التي كانت تعمل في المجال البنكي والتي كان فندقها بمدينة بورج borge مكان لإلتقاء التجار المحليين في القرن الخامس عشر حيث أصبح رمزا لسوق رؤوس الأموال وبورصة للسلع ،وكان نشر مايشبه قائمة بأسعار البورصة طيلة فترة التداول لأول مرة عام 1592 بمدينة أنفرز Anvers

وأتى لفظ Bourse ليعبر عن المكان الذي يجتمع فيه التجار والمتعاملين معهم حيث يتم بشكل منتظم².

وفي عام 1592 ظهرت بورصة (ليون) الفرنسية الأقدم في فرنسا إذ أن بورصة باريس لم تحظى بالأهمية

إلا بدءا من عام 1639³.

وفي الولايات المتحدة الأمريكية بدأت البورصة بشارع وول ستريت Wall Streets بمدينة نيويورك

أواسط القرن الثامن عشر .

¹ رائد محمد أبو طربوش "أسرار الفوركس " عمان دار كنوز المعرفة العلمية الطبعة الأولى 2008 ص13

² شمعون شمعون "بورصة الجزائر" الجزائر، الأطلس للنشر، الطبعة الأولى، 1993 ص08

³ عصام حسين "أسواق الأوراق المالية (البورصة)" عمان دار أسامة الطبعة الأولى 2008 ص 09

2-1 تعريف السوق المالي

السوق : هو المكان الذي تقوم فيه المبادلات ما بين الباعين والمشتريين ، أما السوق المالي هو الذي تتداول فيه الأدوات المالية¹ .

ويعرف السوق المالي²: "هو 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 ، ولكن بشرط توفر قنوات اتصال فعالة فيما بين المتعاملين في السوق بحيث تجعل الأثمان السائدة في أية لحظة زمنية معينة واحدة بالنسبة لأية ورقة مالية متداولة فيه" .

وتعرف أيضا على أنها أماكن للتبادل تسمح لكل من أصحاب العرض والطلب القيام بمعاملات المالية بطريقة سريعة وبسعر عادل³، ويتم فيها تداول الأوراق المالية ، سواء كانت قصيرة أو متوسطة ، أو طويلة الأجل ومثال على ذلك : الأسهم بكافة أنواعها والسندات بكافة أشكالها ، وشهادات الإيداع ، عملات أجنبية وغيرها⁴ .

وتشمل⁵ الأسواق المالية كل المدخرين والمستثمرين والمنشآت المالية والأدوات المالية ، وتعمل على انتقال الأموال من الوحدات ذات الفائض إلى الوحدات ذات العجز .

¹ Yves Simon ,Michel Fleuriet "bourse et marches financiers" paris, economica , 2000, p 09

² وليد صافي ، أنس البكري "الأسواق المالية والدولية" ، عمان ، دار البداية ، الطبعة الأولى ، 2009 ص16

³ Lawrence Giteman ,michael joehnk "investissement et marches financier "paris,pearson education,9édition 2005p50

⁴ فليح حسن خلف " الأسواق المالية والنقدية " عمان ، عالم الكتب الحديث ، الطبعة الأولى ، 2006 ص08

⁵ محمد أحمد عبد النبي "الأسواق المالية الأصول العلمية والتحليل الأساسي" عمان ، الطبعة الأولى 2009 ص 23

2- دور الأسواق المالية

تلعب الأسواق المالية دورا هاما في الاقتصاد، وإن كانت وظيفتها الأساسية هي تحقيق التدفقات الفعالة

و ذات الكفاءة العالية للأموال من المدخرين إلى المستثمرين¹. إلا أننا نجد أوجه فائدة كثيرة ولعل أهمها²:

تجميع المدخرات وتوجيهها نحو الاستثمارات، وتنشيط حالة الاقتصاد .

توفير الاتصال بين البائعين والمشتريين، وذلك لتسهيل عملية الشراء والبيع في الأوراق المالية.

من خلال السوق يتمكن حملة الأوراق المالية من تحويلها إلى سيولة نقدية عند الضرورة.

تمكين أصحاب المشاريع الاقتصادية من الحصول على رأس المال اللازم لإنشاء مشاريع اقتصادية جديدة

أو توسيع الطاقة الإنتاجية في مشاريعهم.

تهيئة المناخ اللازم لتداول الأوراق المالية .

تعتبر وسيلة لقياس أصول المؤسسات.

تعتبر أداة لتسيير المخاطر .

تساعد على توسيع رقعة الملكية بين أفراد المجتمع.

فبالأسواق المالية يتم تطويرها بغية تشكيل الأرضية المناسبة والخلاقة لتشجيع الابتكارات المالية ، وتوسيع

القاعدة المعروضة من الأدوات المالية التي تتيح للمستثمرين خيارات مختلفة من مخاطر والأرباح³.

¹ فريد النجار "البورصات والهندسة المالية"، مصر، مؤسسة الشباب، 1999، ص 91، 92

² بشيخي بلال، عن مجلة الدراسات "السوق المالية ودورها في تمويل التنمية في المغرب العربي" جامعة بومرداس، ص 108

³ أحمد أبي سرور عن مجلة "الأسواق المالية العربية الناشئة"، السياسات المالية وأسواق المال العربية ص 94

3- المتعاملون في السوق المالي

يمكن تصنيف المتعاملون في السوق المالية على الشكل التالي¹:

1. المستثمرون التقليديون: وهم المصارف وشركات التأمين وصناديق التوفير... هؤلاء أكثر الأشخاص المعنويين اهتماماً بإنشاء وتطوير أسواق الأوراق المالية وذلك لما يتوفر لديهم من إحتياجات يمكن استعمالها في سندات مضمونة الفائدة وقابلة للتحويل إلى نقود في أي وقت.
2. الدولة والمؤسسات العامة المختلفة التي ترغب في تنفيذ مرافق عامة متنوعة أو مشروعات اقتصادية ليست منتجة في المدى القصير ولذا تلجأ إلى توزيع عبء تحمل تكلفة تلك المشاريع على سنوات طويلة في شكل قروض أو سندات بدلاً من رفع ضرائب على المواطنين .
3. الشركات المساهمة الصناعية والزراعية والسياحية المختلفة، سواء كانت تابعة للقطاع العام أو للقطاع الخاص والتي يرغب أصحابها في إقامة مصانع جديدة أو تطوير معدات قائمة .
4. الأفراد العاديون والتجار، وهم يمثلون صغار المدخرين أو المستثمرين علماً أن اتجاه الدول والمصارف التجارية هو تشجيع صغار المدخرين والمستثمرين على دخول السوق المالي وجعل البورصة في متناول الجميع.

¹ خليل الهندي، انطوان الناشف "العمليات المصرفية والسوق المالية"، الجزء الثاني، لبنان، المؤسسة الحديثة للكتاب، سنة 2000، ص 37

4- التطورات العالمية التي تؤثر على هيكل السوق¹

ثمة تطورات سريعة في هيكل الأسواق المالية حدثت خلال العقود الأخيرة لعل أهمها:

4-1- الابتكارات:

يشير الاستاد ستيفن روس إلى نوعين من الابتكارات **financial innovations** هما : ابتكار أصول مالية تتناسب مع البيئة الاقتصادية والمالية الجديدة من أمثلتها المشتقات، وثانية ابتكارات السياسة الديناميكية للتعامل مع الابتكارات الجديدة من الأصول المالية .

وترتبط الابتكارات المالية عادة بما يسمى بالهندسة المالية **financial engineering** ويقصد بها التطوير والتطبيق الخلاق للتكنولوجيا المالية لحل المشاكل التمويلية والإستفادة من الفرص المالية .

4-2 العولمة:

يقصد بعولمة أسواق المال تحقيق التكامل بينها على المستوى العالمي لكي تصبح سوقا عالمية واحدة ، وثمة عوامل عدة تتجه بنا إلى تحقيق تكامل أسواق المال :

- إزالة القيود : **Deregulation** تزايد الاتجاه العالمي لتحرير أسواق المال وذلك بإزالة القيود المفروضة على المعاملات والمؤسسات المالية ، ولا يقصد هنا القيود التي تتخذها الحكومات لحماية المستثمرين كمتطلبات الإفصاح وغيرها ، بل يقصد بها القيود التي تعوق التعامل والتدفق الحر للأموال.

- التقدم التكنولوجي: يؤدي التقدم التكنولوجي إلى زيادة درجة تكامل الأسواق وكفاءة تلك الأسواق ، فتقدم وسائل الاتصال يؤدي إلى يساعد على إيجاد حلقة وصل قوية بين المتعاملين والتجار في جميع

¹ عاطف وليم أندراوس " السياسات المالية وأسواق الأوراق المالية " مصر، مؤسسة الشباب، 2005، ص 53، 54

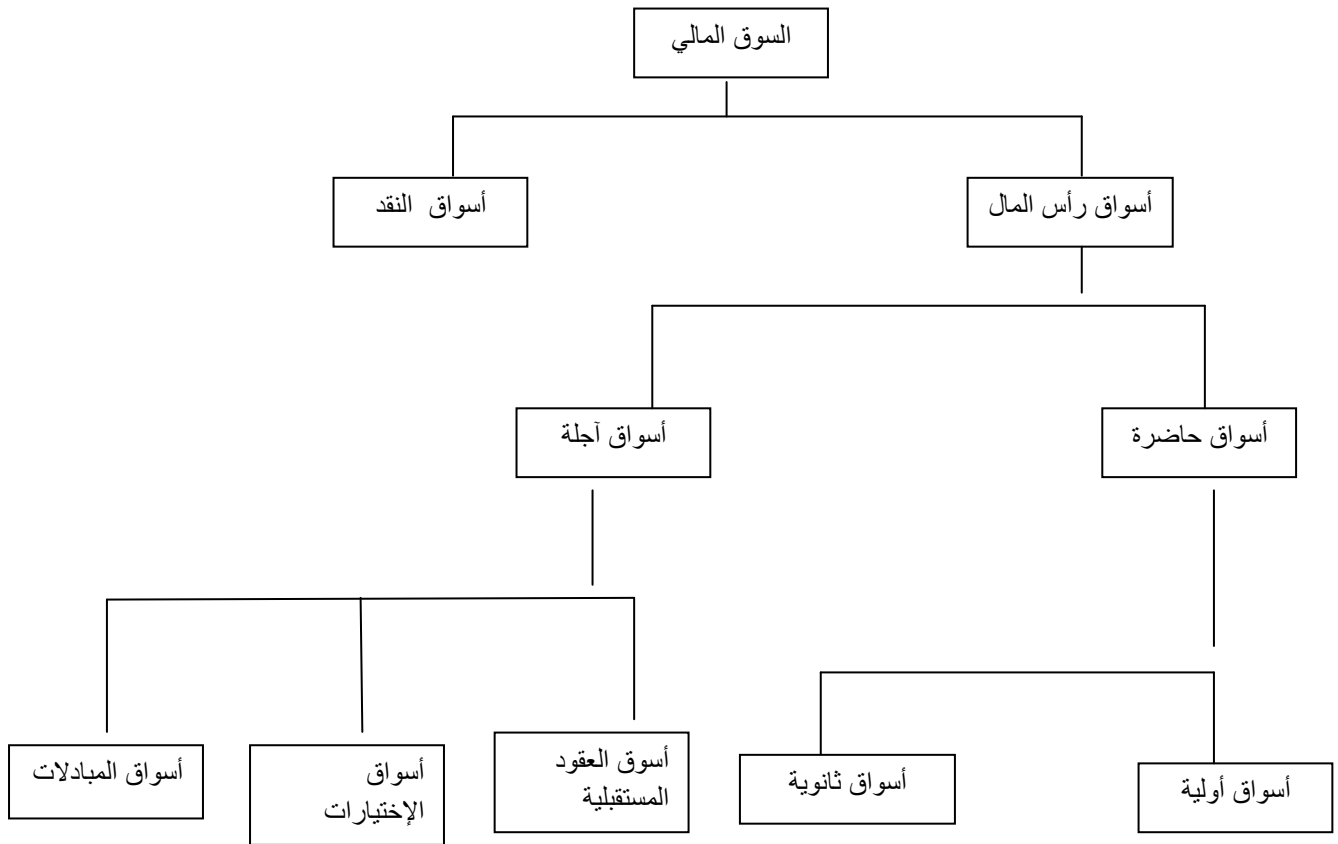
أنحاء العالم ، الأمر الذي يؤدي إلى تنفيذ أوامر بيع والشراء في ثواني معدودة ومن ناحية أخرى يؤدي التقدم في تكنولوجيا الكمبيوتر بجانب التقدم في الاتصالات إلى سرعة تدفق المعلومات بشأن أسعار الأوراق المالية ، الأمر الذي يساعد المتعاملين في أسواق المال على مراقبة ومتابعة ما يحدث في الأسواق العالمية ، ويمكنهم في نفس الوقت من تقدير تأثير تلك العوامل على محافظ أوراقهم المالية.

المطلب الثاني: تقسيم الأسواق المالية:

وتنقسم الأسواق المالية إلى قسمين أحدهما يختص في المعاملات قصيرة الأجل وهو السوق النقدي،

والآخر يختص في المعاملات متوسطة وطويلة الأجل وهو سوق رأس المال.

الشكل رقم 1¹: مكونات أسواق المال



المصدر: محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، مصر الدار

الجامعية، 2005، ص 23

¹محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، مصر الدار الجامعية، 2005، ص 23

1- السوق النقدي

1-1- مفهوم السوق النقدي :

يمثل السوق النقدي الإطار العام للمتاجرة بالأدوات المالية قصيرة الأجل ، والتي تنسم حقوق حمايتها بصفة الدين ، أي ذات التزامات ثابتة على الجهة المصدرة لها¹ ، وتتميز بارتفاع درجة سيولتها وانخفاض درجة المخاطرة فيها ولهذا تقل فيها معدلات العائد مقارنة مع الأوراق المالية المتوسطة وطويلة الأجل².

ووظيفتها الأساسية هي تسهيل عقد الصفقات المالية بين الوحدات ذات العجز المالي المؤقت و الوحدات ذات الفائض المالي المؤقت، وليس لسوق النقد مكان محدد يتم التعامل فيه ، ولكن يتم التعامل من خلال السماسرة المتخصصين أو البنوك التجارية إما بالتقاء مباشرة أو بوسائل اتصال مثل : الهاتف والتلكس وغيرها³.

ويرتكز عمل السوق النقدية على عوامل أساسية ، من أبرزها سعر الفائدة والذي يتحدد وفقا للعرض والطلب على الموارد النقدية التي يمكن أن تستخدم في عمليات التمويل قصير الأجل⁴.

وسعر الفائدة في هذه الأسواق يؤثر على سعر الفائدة السائدة في العمليات المصرفية الأخرى بما فيها القروض المصرفية⁵.

¹ أرشد فؤاد التميمي " الأسواق المالية إطار في التنظيم وتقييم الأدوات " عمان ، دار البيازوري، الطبعة الأولى 2010 ص 59

² فليح حسن خلف " الأسواق المالية والنقدية" مرجع سابق ص 50

³ السيد متولي عبد القادر " الأسواق النقدية والمالية في عالم متغير " ، عمان ، دار الفكر ، الطبعة الأولى 2010 ص 93، ص 119

⁴ فليح حسن خلف " الأسواق المالية والنقدية" مرجع سابق ص 59

⁵ برايان كويل "أسواق المال Money Market" قسم الترجمة بدار الفاروق ، دار الفاروق ، الطبعة الأولى 2005 ص 12

كما أن أسواق النقد تساعد البنك المركزي على تحقيق الرقابة اللازمة من خلال التأثير على كمية وأسعار الأموال السائلة عن طريق التدخل في هذا السوق إما بعرض الأموال أو بطلبها، وذلك وفقا للسياسة النقدية التي يقوم البنك المركزي بتنفيذها¹.

وينقسم² السوق النقدي بدوره إلى :

أ- سوق أولية: وهي التي يتم فيها الحصول على الأموال المراد توظيفها لأجل قصيرة ، وبأسعار فائدة تتحدد حسب مصدر هذه الأموال ومكانة المقترض وسمعته المالية .

ب- سوق ثانوية: والتي يجرى فيها تداول الإصدارات النقدية قصيرة الأجل وبأسعار تتحدد حسب قانون العرض والطلب .

1-2- المتدخلون في السوق النقدي³ :

الطرف الأول : يتمثل في أصحاب الفوائض المالية الذين يبحثون عن توظيف قصير الأجل وهم : البنوك بجميع أنواعها ، شركات التأمين ، صناديق التوفير ، صناديق التقاعد ، ونجد أيضا الأفراد وإن كان دورهم محدود .

الطرف الثاني : يتمثل في الوحدات الاقتصادية ذات العجز المؤقت والتي تحتاج إلى سيولة أو ائتمان قصير الأجل لسداد التزامات عاجلة ، ونجد منهم الحكومات ، المؤسسات المالية ، البنوك وغيرها

¹ محمد أحمد عبد النبي "الأسواق المالية" - مرجع سابق- ص30 ص59

² السيد متولي عيد القادر "الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير" عمان، دار الفكر الطبعة الأولى، 2010، ص93.94

³ محمود سحنون "الإقتصاد النقدي والمصرفي" الجزائر ، دار بهاء الدين ، الطبعة الأولى 2003، ص129

Roland portait, patrice poncet "Finance de marché" paris ,DALLOZ , 2008 p 104

الطرف الثالث¹: وهم وسطاء السوق النقدي و نجد منهم :

السماسة **brokers**، بيوت القبول*، المصارف التجارية، مصارف التجارة الخارجية، ومؤسسات على هامش السوق النقدي (بيوت التوفير).

1-3- مكونات السوق النقدي : يتكون السوق النقدي من سوقين*:

سوق ما بين البنوك le marché interbancaire

سوق الأصول الديون المتداولة le marché des titre de créance négociable

أ/ سوق ما بين البنوك²: le marché interbancaire

المتدخلون في السوق ما بين البنوك هم عامة البنوك، المؤسسات المالية، ويمكن صناديق التقاعد، وشركات

التأمين التدخل في السوق عن طريق وساطة البنوك التجارية.

ويؤمن هذا السوق سيولة للنظام المصرفي حيث يمكن للبنوك التجارية أن توظف أموالها بشكل مأمون، كما

يتيح لها سد عجزها المؤقت.

ويمكن للبنك المركزي التحكم في السياسة النقدية بتدخله في هذا السوق عن طريق ما يسمى ب"السوق

المفتوحة "open market".

¹ سعيد سامي الحلاق، محمد محمود العجولي " النقود والبنوك والمصارف المركزية " دار اليازوري، الطبعة الأولى 2010 ص70
* بيوت القبول: هي مؤسسات مالية وظيفتها أن تقبل الكمبيالات، بمعنى توقيع البنك على الكمبيالة المسحوبة، مستعدا دفع قيمتها عند الإستحقاق.

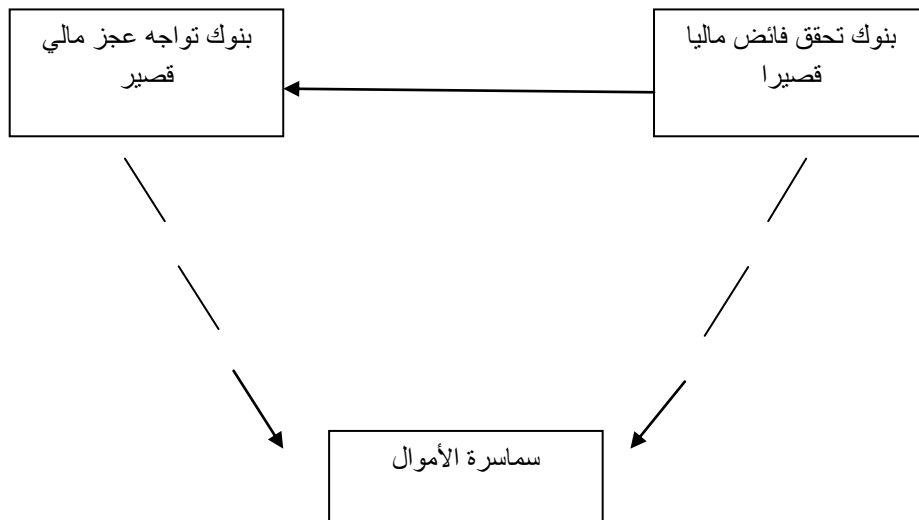
* هذا التقسيم هو حسب السوق النقدي الفرنسي

² Abdelkader Beltas « marché des capitaux»,légende ,2008,p30

آلية عمل سوق مابين البنوك¹ :

يحدث أن بعض البنوك التجارية تحقق فائض في الأموال في يوم بعينه، فيحين تتعرض بعض البنوك الأخرى لعجز في اليوم نفسه، لهذا تجرى بعض التحركات المالية فيما بين البنوك، حيث يستثمر أو يقرض الفائض المالي ويمول العجز من خلال الإقراض، وهذا على النحو التالي :

الشكل رقم 2: سوق المال مابين البنوك



المصدر : برايان كويل "أسواق المال Money Market" قسم الترجمة بدار الفاروق ، دار الفاروق،

الطبعة الأولى 2005 ، ص 12

¹ برايان كويل "الأسواق المالية" مرجع سابق ص11، ص12

ب/سوق الأصول الديون المتداولة: le marché des titre de créance négociable

الهدف¹ من هذا السوق هو تسهيل تدخل المتعاملين الاقتصاديين ،الذين يفضلون تبادل الأموال في المدى

القصير ، ولتسهيل المعاملات في هذا السوق تم خلق بعض الأدوات المالية ،نذكر منها :

1-4 أدوات أسواق النقد

يطلق على الأوراق المالية المستحقة خلال عام واحد بأدوات الأسواق النقدية :

الأوراق التجارية العادية (الكمبيالات):

هي أوراق تجارية من أدوات الاستثمار ، صادرة عن مؤسسات مالية ائتمانية وهي ذات دخل ثابت²،

والأوراق التجارية مثالا لتحويل الأصول إلى أوراق مالية بغرض تجميع سيولة نقدية³.

القبولات المصرفية :

وهي سندات مسحوبة على البنك من قبل عميل يطلب فيه من البنك أن يدفع لأمره أو لأمر شخص ثالث

مبلغا محددًا من المال في المستقبل في موعد محدد سلفًا، وغالبا ما تكون في حالات التجارة الخارجية⁴.

¹ Abdelkader Beltas « marché des capitaux», Op.cit,p32

² محمد مطر "إدارة الإستثمارات الإطار النظري والتطبيقات العلمية " عمان ، دار وائل ،الطبعة الرابعة 2006 ص 199

³ برايان كويل "أسواق المال " -مرجع سابق - ص 73

⁴ زينب حسين عوض الله "اقتصاديات النقود والمال " بيروت ، الدار الجامعية ،سنة 1994 ص 90

أذونات الخزانة:

هي سندات دين تصدرها الحكومة لأجل تتراوح بين ثلاثة وستة أشهر تقوم بطرحها في السوق عادة عن طريق البنك المركزي ويتقدم لخصم هذه الأذون جميع العاملين في السوق النقد، إضافة إلى كونها قابلة للتفاوض أي يمكن لحاملها بيعها في السوق¹.

شهادات الإيداع المصرفية القابلة للتداول :

وهي شهادات تمثل أداة دين (وديعة بنكية مودعة لأجل) تصدرها المصارف التجارية، وتعطي لحاملها فائدة سنوية معينة، وتسترد قيمتها الاسمية في تاريخ استحقاقها من البنك الذي أصدرها، وأصبحت هذه الشهادات تتمتع بإمكانية إعادة بيعها في السوق ومن هنا جاء وصفها بأنها قابلة للتداول².

الأوراق المالية المضمونة بأصول (التوريق)³:

أ. مفهوم التوريق: يمكن تعريف التوريق على أنه عملية تحويل الحقوق المالية المستحقة والتي تدفق من مجموعة من الأصول (القروض العقارية، وقروض السيارات ومستحقات بطاقات الائتمان وغيرها...) إلى أوراق مالية، وذلك بإصدار أوراق مالية تكون مضمونة بتلك الأصول.

ب. مفهوم الأوراق المالية المضمونة بالأصول: الأوراق المضمونة بأصول هي أدوات إقراض يتم تداولها في أسواق الديون المتداولة، تكون مضمونة بأصل، له عائد أو إيراد تمتلكه الشركة المصدرة.

¹ محمد صالح القرشي "إقتصاديات النقود والبنوك والمؤسسات المالية" عمان، دار اثراء، الطبعة الأولى 2009 ص194

² السيد متولي عبد القادر - مرجع سابق - ص 127

³ السيد متولي عبد القادر "الأسواق النقدية والمالية في عالم متغير" - مرجع سابق ص 152، ص 153

2- سوق رأس المال

يعرف السوق المالي بأنه¹: سوق الأموال طويلة الأجل ، وهو الإطار الذي من خلاله تلتقي وحدات الاستثمار مع وحدات الادخار لعقد صفقات طويلة الأجل ، بصورة مباشرة .

وتتميز هذه الأسواق بالمخاطرة لطول آجالها كما أن العائد مرتفع نسبة إلى العائد في سوق النقد، كما يتسم سوق رأسمال عن السوق النقدي بأنه أكثر تنظيماً.

ونجد داخل سوق رأس المال معاملات فورية يتم من خلالها تداول الأوراق المالية بصورة فورية، وأخرى تتم بصفة آجلة بحيث يتم تنفيذ عقد الصفقات في ميعاد لاحق .

2-1 الأسواق الحاضرة

2-1-1 مفهوم الأسواق الحاضرة²: هي تتعامل في الأوراق المالية طويلة الأجل مثل : الأسهم والسندات ومن خلال الأسواق الحاضرة تنتقل ملكية الورقة للمشتري فوراً عند إتمام الصفقة .

2-1-2 مكونات السوق الحاضرة:

السوق الأولية:

هو السوق الذي تنشأ فيه العلاقة بين الشركة المصدرة للسهم والشخص المكتتب به لأول مرة، وبالتالي فهو السوق الذي يتم من خلاله تحويل المدخرات النقدية إلى استثمارات جديدة³ ، هذه الأسواق تتعامل بالأوراق

¹ أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام "الاستثمار بالأوراق المالية تحليل وإدارة" عمان، دار المسيرة، الطبعة الأولى 2004 ص 120.

² عبد الغفار حنفي، رسمية زكي قرياقص "الأسواق والمؤسسات المالية" الإسكندرية، دار الجامعية، 2008، ص 243

³ فيصل محمد الشوارة "الاستثمار في بورصة الأوراق المالية: أسس نظرية وعلمية" عمان، دار وائل، الطبعة الأولى، سنة 2008، ص 55

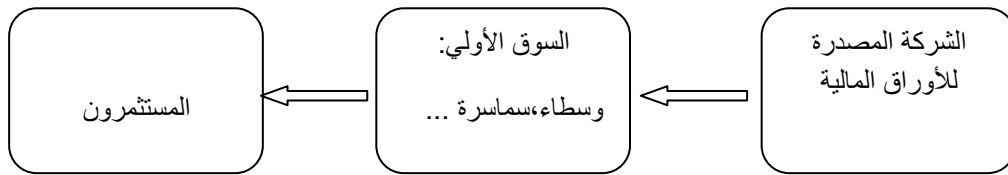
المالية عند إصدارها لأول مرة ويحدث هذا إما عند تأسيس الشركات الجديدة ، أو عند التوسع في رأسمال الشركات¹ .

إن التعامل بالأسواق المالية يأخذ شكلين هما: التعامل المباشر وغير مباشر² .

التعامل المباشر : وهو الأسلوب الذي يتم من خلاله الاتصال بالمستثمرين مباشرة ، وتلجأ المؤسسات لمثل هذا التعامل عندما يكون حجم الإصدار صغيرا .

التعامل الغير مباشر : في هذا الأسلوب تعتمد على الوسطاء الماليين ،وهنا يقوم الوسطاء بدورهم ،بتولي مسؤولية الإصدار وتغطية الاكتتاب وتحمل مخاطر تقلب الأسعار .

الشكل رقم (3)³ : السوق الأولي



المصدر: طارق عبد العال حماد "دليل التعامل في البورصة" مصر ،الدار الجامعية ، سنة 2007 ،ص 25

ونخلص أن الأسواق الأولية هي التي بواسطتها يتم إصدار الأوراق المالية الجديدة، من قبل الشركة

المصدرة لأول مرة للمستثمرين مقابل ،دفع ثمن نقدي⁴ .

¹ رسمية أحمد أبو موسى "الأسواق المالية والنقدية" عمان ، دار المعزز ،الطبعة الأولى 2005،ص 22

² زياد رمضان ،مروان شموط لأسواق المالية " مصر ، الشركة العربية ،سنة 2008 ،ص82

³ طارق عبد العال حماد "دليل التعامل في البورصة" مصر ،الدار الجامعية ، سنة 2007 ،ص 25

⁴ فيصل محمد الشوارة "الإستثمار في بورصة الأوراق المالية: أسس نظرية وعلمية" -مرجع سابق - ص 55

السوق الثانوية

وهي التي يتم التعامل فيها على الأوراق المالية بعد إصدارها. بمعنى يتم تداول الأوراق المالية التي تطرح للاكتتاب للمستثمرين من خلال سوق الإصدار وفيها يلتقي العرض والطلب¹، هذه الأسواق توفر حرية التصرف في تحويل الورقة المالية طبقاً للأسعار المقبولة من قبل البائع والمشتري².

ويختلف السوق الثانوي عن السوق الأولي فيما يلي³:

السوق الأولي هو سوق الإصدارات الجديدة، أما السوق الثانوي هو سوق تداول الأوراق المالية المصدرة سابقاً.

السوق الأولي هو سوق "الجديد"، والسوق الثانوي هو سوق "القديم".

يعتبر السوق الأولي مدخلاً للسوق الثانوي.

يتمثل دور السوق الأولي في تمويل الاستثمارات "الحصول على الأموال" أما السوق الثانوي لا تحصل منه المؤسسة على أموال جديدة، ودور هذه الأخيرة هو تأمين السيولة* للأصول المالية .

إن السوق الثانوي يقسم إلى أربعة أسواق وذلك وفقاً لأطراف التعامل⁴ :

سوق منظمة ← يتكون من السماسرة المسجلين في البورصة.

سوق موازية ← السماسرة العاملين في الأسواق الغير منظمة.

سوق ثالث ← يتكون من بيوت السمسرة من غير أعضاء السوق المنظمة.

سوق رابع ← المؤسسات الاستثمارية الكبيرة حيث يتم التعامل بينها

¹ صلاح الدين حسن السيبي "الأسواق المالية - الأزمات المالية العالمية" دار الفكر العربي

² أرشد فؤاد التميمي - مرجع سابق الذكر - ص100

³ Yves simon, Michel fleuret « bourse et marché financier », economica, paris, 2000p 27

* السيولة: هي قابلية تحويل الأوراق المالية إلى نقد، بسرعة وبدون خسارة في قيمتها .

⁴ عبد الغفار حنفي " إستراتيجيات الإستثمار في البورصة الأوراق المالية " الإسكندرية، دار الجامعية، 2007، ص70

مباشرة بدون وسطاء.

وفي ما يلي تعريف بالأسواق المذكورة سالفا :

السوق المنظمة:

ويقصد بها البورصات¹، وهي السوق التي يتداول فيها الأوراق المالية المدرجة بمواعيد دورية طبقا لقواعد وإجراءات تحددها لجنة السوق وبطريقة مزايمة علنية²، كما تتميز هذه الأسواق بهيكلها التنظيمي والمؤسسي المنظم، يدار من قبل لجنة السوق "لجنة البورصة"، التي تتكون من أعضاء منتخبين ممثلين عن شركات المسجلة في السوق، الوسطاء، وعن الحكومة، حيث تحدد مهام المجلس بإدارة والتنظيم المتاجرة بالأوراق المالية، والإشراف على عملية إدراج ورصد المخالفات وتخصيص منصات التداول³.

شروط الإدراج في بورصة نيويورك الأمريكية⁴ :

- أن لا يقل صافي الربح الذي تحققه الشركة عن 5 مليون دولار للسنة الحالية و2 مليون دولار عن السنتين الماضيتين.

- أن لا تقل الموجودات الملموسة عن 5 مليون دولار.

- أن لا تقل القيمة الاسمية للموجودات بالشركة عن 18 مليون دولار .

- أن يملك الجمهور حصة في رأسمال لا يقل عن 15 مليون دولار.

- أن يكون عدد المستثمرين 2000 سهم.

¹جمال جويدان الجمل "الأسواق المالية والنقدية" عمان، دار الصفاء، الطبعة الأولى 2002 ص 29

² أرشد فواد التميمي لأسواق المالية "مرجع سابق الذكر - ص 100

³ أرشد فواد التميمي، أسامة العزمي "الاستثمارات بالأوراق المالية" -مرجع سابق الذكر - ص 123

⁴ دريد كامل آل شبيب" الاستثمار والتحليل الاستثماري" عمان، دار اليازوري، 2009، ص 194

السوق الغير منظمة "الموازي":

ونقصد به السوق الذي يتم فيه تداول الأوراق المالية للشركات غير المستوفية لشروط إدراجها في البورصة ، ولا يوجد مكان محدد لتداول الأوراق المالية فهو لا يضم قاعة للتداول ، ويتم إجراء عملية التداول بواسطة التليفون بين التجار والعملاء ، والآن بنظم التداول المعتمدة على أجهزة الكمبيوتر ، ويقوم بعمليات التداول :الشركات المالية ، أو البنوك أو الوسطاء ، وهذا السوق يمتاز بديناميكية مفرطة ومرونة عالية ، ويحدد سعر التداول بالتفاوض بين المتعاملين¹ .

السوق الثالث:

وهو يمثل جزء من السوق الغير منظمة حيث يتكون من السماسرة الغير أعضاء في البورصة المنظمة والذين يقدمون خدمات التعامل في الأوراق المالية للمؤسسات الاستثمارية الكبيرة وصناديق الاستثمار المعاشات ، والأموال التي تديرها البنوك نيابة عن عملائها ، تتميز المعاملات في هذا السوق بصغر تكلفة المعاملات وكذا سرعة تنفيذها²

السوق الرابع:

حيث يتم التعامل مباشرة وبدون وساطة بين المؤسسات المالية الكبرى والهدف منها استبعاد شركات التجارة والسمسرة في الأوراق المالية بهدف تخفيض النفقات خاصة في حالة الصفقات الكبيرة وعليها أن تبحث بنفسها عن البائع أو المشتري ، ويتم التعامل فيما بينها من خلال شبكة اتصال إلكترونية³ .

2-1-3 الأوراق المالية المتداولة في سوق رأس المال :

¹ دريد كامل آل شبيب "الاستثمار والتحليل الاستثماري" -مرجع سابق الذكر - ص194
² برايان كويل ،ترجمة خالد العامري "التمويل المالي للأسهم" مصر ،دار الفاروق ، 2007،ص 59
³ عبد الغفار حنفي " الإستثمار في بورصة الأوراق المالية مصر، دار الجامعة الجديدة ، 2003،ص68

تعريف الأصل المالي:

الأصل المالي ¹ le titre financier هو عقد أين أطرافه تتبادل “التدفقات المالية”

ونجد منها ²:

الأسهم les actions: تعرف على أنها أصول للمساهمة، أو المشاركة في ملكية رأس مال المؤسسة .

السندات les obligations: وهي عبارة عن أصول مالية مرتبطة بدين .

خصائص الأصل المالي ³ :

-التجانس الكبير في وحداتها.

-وجود أسواق متطورة للتعامل بها.

-تعطي للمالكها الحق في فائدة أو الربح، حسب نوع الأصل (سندات، أسهم).

-ليس لها كيان مادي ملموس.

أنواع الأسهم :

الأسهم العادية: يعرف السهم العادي على أنه وثيقة مالية تصدر عن شركة مساهمة ما بقيمة اسمية ثابتة،

تضم حقوق وواجبات متساوية لمالكيها وتطرح للجمهور عن طريق الاكتتاب العام في الأسواق

الأولية، ويتم تداولها في الأسواق الثانوية ⁴ . ولحملة الأسهم الحقوق التالية :

¹ Bertrand Jacquillat , Bruno Solnik “marches financiers : gestion de portefeuille et risque “ paris ,4 édition ,dunod , , 2002, p 12

² Sébastien bossu, philipe henrotte “finance des marches”, paris, dunod, 2008, p 38

³ زيد رمضان “مبادئ الإستثمار المالي والحقيقي” عمان ، دار وائل ، الطبعة الثالثة ، 2005، ص 40

⁴ هويشار معروف “الإستثمارات والأسواق المالية “ عمان ،دار الصفاء، الطبعة الأولى 2003 ، ص92

-حق التصويت¹: لكل مساهم حق في التصويت ،يمارس عند الاجتماع العام مثل حالة تخفيض أو رفع رأسمال الشركة ، وهذا الحق يفرض الحق في الحصول على المعلومات حول المؤسسة وبصفة خاصة حول الحسابات ،وهذا كونه لا يمكن إبداء رأي حول وضعية لا نعرف عنها الكثير .

-حق الحصول على الأقساط:يوزع جزء من الربح السنوي للمؤسسة على ملاك الأسهم في شكل أقساط، والباقي يحتفظ به في المؤسسة وهذه العملية تتم سنويا.

-حق الأولوية في الاكتتاب: هذا الحق يطبق في حالة رفع رأسمال المؤسسة، وهذا يتحقق إما عن طريق إصدار أسهم جديدة، أو عن طريق رفع القيمة الاسمية للأسهم الموجودة سلفا.

-حق التفضيل في التصفية:عند تصفية المؤسسة، حملة الأسهم لهم الحق في الحصول على حصتهم التي تعود على كل أصل، وذلك بعد دفع الديون القائمة على المؤسسة².

-حق في الملكية: “حق البقاء في الشركة “ فلا يجوز فصل أي مساهم عن الشركة، كون المساهم يمتلك حصته في الشركة ولا يجوز منع ملكيته إلا برضاه.

-حق التنازل عن السهم:فللمساهم حق في أن يتصرف في البيع أو الهبة أو غيرها³.

الأسهم الممتازة :ويطلق عليه اسم سهم الأولوية أو سهم الأفضلية ، ويتمتع حملة الأسهم الممتازة بالحقوق التالية :

-حق الأولوية في الحصول على الأرباح التي تقرر الشركة توزيعها.

¹ Paul-jacque lehman “bourse et marches financier “ paris ,2 edition ,dunod , ,2005p11,12

Lawrence Giteman ,michael joehnk “investissement et marches financier “ Op.cit p 11

² Paul-Jacque Lehman “bourse et marches financier “ Op.cit p 13,17

³ محمد عبد الخالق “الإدارة المالية والمصرفية “ عمان ،دار أسامة ،الطبعة الأولى 2010 ص 136

-حق الأولوية عند تصفية الشركة¹.

وهذه الحقوق للأسهم الممتازة تقدم رتبها على الأسهم العادية، ولكن لا تتعدى مصالح المقترضين الخارجيين مثل حملة السندات².

أنواع السندات :

السندات العادية : وهي عبارة عن سندات ذات معدل ثابت حيث تدفع الأقساط بصفة دورية طيلة عمر الورقة المالية³ ، ولحاميل السند الحقوق التالية⁴ :

-الحق في الحصول على الفوائد

-الحق في استرجاع قيمة السند

السندات ذات المعدل المتغير :

سندات حكومية⁵: تصدر عن طريق الحكومة والمؤسسات التابعة لها لضبط حجم النقد في السوق أو لتمويل مشاريعها الاستثمارية.

سندات غير حكومية: تصدر عن الشركات المساهمة القطاع الخاص، بغرض الاقتراض من الجمهور مقابل فوائد محددة.

¹ ضياء مجيد "البورصات: أسواق المال وأدواتها"، الإسكندرية، مؤسسة الشباب ، 2005، ص 40

² جلال إبراهيم "أساسيات الإستثمار الأوراق المالية والبورصات" الجزائر ، 2009 ، ص 37

³ Daniel Goyeau, a mine tarazi "la bourse" paris ,la découverte , ,2006 ,p38

⁴ Josette peyrad "la bourse "9edition ,paris ,2000,p 29

⁵ فيصل محمود الشواشره "الإستثمار في بورصة الأوراق المالية" -مرجع سابق الذكر- ص 77- ص 78

هويشار معروف "الإستثمارات والأسواق المالية" -مرجع سابق الذكر - ص 114-ص 115

أمين عبد العزيز " الأسواق المالية " ، مصر ، دار القباء الحديثة، 2007،ص 53

السندات المضمونة :وهي التي يقرر لحامل السند حق أو امتياز محدد مثل رهن بعض الأصول الثابتة أو الأوراق المالية أو تكون سندات مضمونة بواسطة الحكومة أو أية مؤسسة مالية لضمان الوفاء بقيمة السندات والفوائد المستحقة عليها.

السندات الغير مضمونة:وهي سندات غير مضمونة الأصل أو الجهة، وإنما الضمان الوحيد لها هو ملكية شهادة الاكتتاب في السند.

السندات القابلة للتحويل :السندات القابلة للتحويل عبارة عن سندات تقليدية إضافة إلى ميزة التحويل إلى أسهم ،هي ذات معدل ثابت ومدة متوسطة عامة بين أربع وثمانية سنوات ، فلحامل هذا النوع من السندات الحق في تحويلها إلى أسهم ملكية في الشركة المصدرة أو أسهم ملكية في شركة أخرى، وبسبب إمكانية التحويل المعروضة على المكتتب فإن معدل الفائدة على هذه السندات يكون أقل ارتفاعاً من المعدل الذي يترتب على السند التقليدي¹ .

وتتميز السندات المتحوّلة بالخصائص التالية² :

هي تامة السيولة.

ضمان الأمان الكامل لرأس المال المستثمر .

في كل الأحوال يوجد عائد منتظم .

الحصول على إمكانية تحويلها إلى أسهم .

¹ Alain sueur "les outils de la stratégie boursier" paris,edition d'organisation groupe eyrolles ,2007,p143.

وسام الملاك "البورصات والأسواق المالية العالمية"،بيروت، دار المنهل اللبناني،الطبعة الأولى،الجزء الأول ، 2003،ص 100

² André kovacs "bourse" 2edition ,maxima, paris,2000,p 197.

السندات المرتبطة بالمؤشرات: هي عبارة سندات أين قيمة السداد وأسعار الفائدة ترتبط بتطورات مؤشر مرجعي، وذلك بهدف المحافظة على القوة الشرائية لقيمة السند حتى مع ارتفاع المستوى العام للأسعار ومنه حماية رأسمال المكتتب من التضخم¹.

3. الأوراق المالية المختلطة: هي أوراق مالية تشبه كل من الأسهم والسندات، بحيث أنها تمثل تحد حقيقي إذ أنها تجمع في آن واحد بين خصائص الأوراق المالية الخاصة بالملكية (الأسهم) والأوراق المالية الخاصة بالدين (السندات)، وأحيانا الأوراق المالية الأكثر تعقيدا مثل الخيارات **les option**، وهذه الأوراق تسمح بتقليل تكاليف المعاملات، وتجنب مضاعفة الأوراق المالية².

¹Daniel goyeau ,amine tarazi“la bourse“ Op.cit,p 38

Daniel Arnould ,“les marches des capitaux en France», édition Armand colin ,paris,1995,p 169

² Daniel goyeau ,amine tarazi“la bourse“ Op.cit,p 40

الجدول الرقم (1)¹: الفرق ما بين الأسهم والسندات

السند	السهم	مجال المقارنة
دين على الشركة	جزء من رأس المال	من حيث طبيعة الأصل
حامل السند دائن على الشركة	حامل السهم شريك في الشركة	من حيث طبيعة العلاقة
ربح السند ثابت ولا يتأثر بالخسارة	ربح السهم متغير وقد يلحق به خسارة	من حيث تغير العائد
ليس لحامل السند حق في الرقابة على الشركة	لحامل السهم حق في الرقابة على الشركة	من حيث حق مالك الصك
يسترد حامل السند رأسماله الموعد المحدد لإستحقاق السداد	لا يسترد حامل السهم رأسماله إلا بالبيع في البورصة	من حيث طريقة إسترداد رأس المال
لحامل السند الأولوية في الحصول على مستحقاته عند وقوع الخسارة أو في حالة التصفية	يحصل صاحب السند على نصيبه بعد سداد جميع الديون	من حيث تصفية الشركة

المصدر: عصام أبو النصر "أسواق الأوراق المالية"، مصر دار الجامعات، سنة 2006، ص71

¹ عصام أبو النصر "أسواق الأوراق المالية في ميزان الفقه الإسلامي"، مصر دار الجامعات، سنة 2006، ص71

2-1-4 الوساطة المالية :

لكي تؤدي السوق الأوراق المالية دورها بصورة سليمة ، لا بد من توافر الوسطاء الماليين الذين يعملون على التقريب والتوسط بين طائفة المدخرين وطائفة المقترضين ، ويعرف هذا الأسلوب بالتمويل الغير مباشر¹ .

مفهوم الوساطة المالية :

جاء في دليل الإحصائيات النقدية والمالية الصادرة عن صندوق النقد الدولي سنة 2000 التعريف الموالي

:²

" الوساطة المالية نشاط إنتاجي تقوم فيه وحدات المؤسسة بتدبير الأموال من خلال خصومها على حسابها

الذاتي بغرض توجيه هذه الأموال إلى وحدات مؤسسة أخرى عن طريق امتلاك الأصول المالية.".

أ/الوسطاء في البورصة :

السمسار :

السمسار هو فرد أو مؤسسة تقوم بتنفيذ طلبات العملاء في السوق (شراء أو بيع أو تبادل) مقابل

عمولة معينة³ ، وهو شخص ذو علم ودراية في شؤون الأوراق المالية ويقوم بعقد العمليات من خلال

البورصة في مواعيد الرسمية ، إذ أنه ينوب عن عملاءه الذين يفوضونه في عمليات البيع والشراء ويمتنع عليه

البيع والشراء لحساب نفسه⁴

¹ عاطف وليم أندراوس " السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية " ،مصر،مؤسسة الشباب الجامعة ، سنة 2005، ص43
² سليمة نشنن " شروط ومهام الوسطاء الماليين في البورصة "، عن مجلة " الإصلاحات الاقتصادية والاندماج الاقتصادي العالمي " ،،الجزائر

2009، ص 42

³ فريد راغب النجار " إدارة الشركات وتداول الأوراق المالية " ص 29

⁴ شمعون شمعون " بورصة الجزائر " مرجع سابق الذكر " ص 35 .

السمسار الوكيل¹: وهو يتبع أحد بيوت السمسرة* ويقوم بتنفيذ أوامر البيع والشراء للأوراق المالية والتي يتلقاها من المستثمرين.

سماسرة الصالة²: وهو لا يعمل لحساب بيوت السمسرة وإنما يقدم الخدمة لمن يطلبها، ويترتب عليه دفع رسم العضوية من أمواله الخاصة .

السمسار الإلكتروني³:

"السمسار الإلكتروني" أو "e-brokers" أو "les courtier en ligne" هم عبارة عن سماسرة إلكترونيين يقترحون خدماتهم عبر الانترنت.

وهناك⁴ أشخاص تابعون للسمسار ويعملون لحسابه وتحت مسؤوليته وهم:

المندوب الرئيسي: وهو مستخدم يعمل بأجر من قبل السمسار ، ولا يجوز له العمل إلا بإسم السمسار الذي يتبعه وتحت مسؤوليته ،ويحضر عليه أن يعمل لحسابه الخاص أو أن يكون طرفا في العمليات التي يعقدها السمسار.

الوسيط: هو الذي يجلب العملاء للسمسار وهو أداة اتصال بين العميل والسمسار.

الأعضاء المنضمون⁵: يطلق اسم الأعضاء المنضمون على المصارف التي تنذب أحد موظفيها لعقد عمليات لحسابها في البورصة، هؤلاء الأعضاء يرسلون أوامرهم إلى سماسرة الأوراق المالية رأسا دون وسيط.

¹ السيد متولي عبد القادر " الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير " ص 90
* بيوت السمسرة: تقوم بدور الوسيط، ويرخص لها إدارة الحسابات الجارية للأوراق المالية، ومسموح لها بالتعامل بنظام الشراء الهامشي (حيث تقوم بإقراض العميل) .

² إبراهيم الهندي " إدارة المنشآت المالية وأسواق المال " ، مصر ، منشأة المعارف ، سنة 2006 ، ص 462

³ Didier victrac « tout savoir sur la bourse » paris, édition gualino éditeur , , 2002,p 76

⁴ محمد صبري هارون " أحكام الأوراق المالية "، الأردن ، دار النفائس ، الطبعة الثانية ، 2005 ، ص 54

⁵ شمعون شمعون " بورصة الجزائر " مرجع سابق الذكر ص 37

- صانعو الأسواق¹ : يقوم الوسيط بممارسة مهنته وهي بيع وشراء الأوراق المالية بموجب ترخيص تمنحه إياه لجنة إدارة السوق ، ويقوم بممارسة نشاطه داخل السوق الثانوي سواء كان السوق نظامي أو موازي ، ويكون عمله إما لصالح العملاء أو لصالح نفسه ويتلخص دوره في توفير السيولة اللازمة للسوق المالي ، ويقوم بالمحافظة على استقرار الأسعار وحجم التعامل داخل السوق المالي .

ب/أوامر البورصة² :

كل المعاملات في البورصة ناتجة عن أمرين متعاكسين، موضحا كل واحد إذا كان الأمر بالشراء أو الأمر بالبيع إضافة إلى اسم وطبيعة الورقة المالية، وعدد الأوراق المراد التعامل بها وسعر التنفيذ، ومدة صلاحية الأمر، ولهذا نجد الأنواع التالية:

الأمر بسعر السوق : في هذه الحالة البائع أو المشتري لا يحدد أية قيمة أو شروط حول السعر ، والأمر يجب أن ينفذ أيا كان السعر المسعر ، وهذا الأمر يتفق مع الأمر بالسعر الأفضل ، وغالبا ما يحدث إذا كان المستثمر يرغب في شراء أو البيع الفوري وبكميات قليلة .

الأمر بسعر المحدد: يحدد بسعر كحد أعلى في حالة الشراء، وحد أدنى في حالة البيع، ومن ثم ليس أمام السمسار إلا انتظار لاغتنام الفرصة، و تكون إما:

أوامر يومية: يتم التعامل بموجبها حتى نهاية يوم العمل في البورصة.

أوامر مفتوحة: يتم التعامل بها طالما لم يتم إلغائها.

¹ أنس البكري ، وليد الصافي " الأسواق المالية والدولية " -مرجع سابق الذكر- ص 36
² رائد محمود ابو طربوش " الإحتيال والبورصة العالمية " ،الأردن ،دار الصفاء ، الطبعة الأولى ،2010، ص 26،27
زيد فراس الذنبيات" كيف تتاجر في الأسهم " ، الأردن ، دار كنوز المعرفة ،الطبعة الأولى ، 2009، ص 64،65
وسام الملاك " البورصات " -مرجع سابق الذكر - ص 122
إبراهيم الهندي " إدارة المنشآت المالية وأسواق المال " -مرجع سابق الذكر - ص 485
محمد عوض عبد الجواد ،علي إبراهيم الشديفات " الإستثمار في (أسهم ،سندات ،أوراق مالية) " ، دار حامد ، الطبعة الأولى ،سنة 2006، ص

3. أمر إيقاف الخسارة: هو أمر لتوقيف الخسارة عند مستوى سعري يتم تحديده مسبقا ويكون إما إيقاف خسارة الشراء أو إيقاف خسارة البيع، بحيث يتم تنفيذ الأمر في الحالة التي يصل بها سعر السوق مستوى سعري محدد بغرض إيقاف الخسارة .

بعض الأوامر تقدم مرفقة بشروط التنفيذ مستخدمين العبارات التالية¹:

الأمر بالكل أو اللاشيء « tout ou rien » : ينفذ الأمر بالكامل

الأمر (نفذ و ألغى) execute et éliminé : ينفذ فوراً.

الأمر (نفذ أو ألغى) execute et éliminé : إما ينفذ فوراً أو يلغى تماماً

ج/تسعيرة البورصة² :

تسعيرة البورصة هي القيمة التي تبلغها ورقة مالية ما أثناء إحدى جلسات في البورصة والذي يسجل بعد انتهائها في لوح التسعيرة ويعكس هذا السعر القيم المختلفة التي تلاقت عندها طلبات البيع والشراء لورقة مالية معينة،

و تسعر الأوراق المالية في البورصة بطريقتين :

تسعيرة الثبات: la cotation au fixage

أسعار الأوراق المالية التي تعرف أن معاملاتها ضئيلة (ضعيفة) تحدد مرتين في اليوم ، وهذا السعر يعكس

أكبر عدد من المعاملات ، حيث يتم التسعير بسعر التوازن بين أوامر البيع والشراء، خلال فترة معينة .

¹ Alin choinel ,gérard rouger « le marche financier : structure et acteurs »,8 édition ,revue banque édition p 77

² Paul lehman « bourse et marche financier » Op.cit ,p34

Josette peyard « la bourse » Op.cit,p 76

شمعون شمعون " بورصة الجزائر " مرجع سابق الذكر ص45
وسام الملاك " البورصات وأسواق المال العالمية " ، مرجع سابق الذكر ص124

التسعيرة المستمرة :

أسعار الأوراق المالية التي تعرف الكثير من المبادلات، تسعر بطريقة مستمرة إما كل 30 ثانية، إما بمجرد

وصول الأوامر، وتحديد الأسعار يتم عن طريق الحاسوب حيث أن الأسعار تتغير بتغير الأوامر

2-2 أسواق المشتقة

1-2-2 مفهوم المشتقات المالية :

هي عقود تتم بين طرفين ويقتضي بموجها تثبيت سعر سلعة ما في الوقت الحاضر على أن يتم تسليمها

بهذا السعر الثابت في المستقبل¹.

وتعرف أيضا أنها أدوات مالية يعتمد العائد منها على أدوات مالية أخرى (مشتقة من الأدوات المالية

الأخرى) ، وظيفتها الأساسية هي قياس وإدارة المخاطر².

يمكن للمشتقات المالية أن تكون : أسهم ، سندات ، سندات خزينة ، سعر الصرف ، أو مواد أولية³ ،

وتتمثل عقود المشتقات أساسا في العقود الآجلة، والعقود المستقبلية ، وعقود الخيارات وعقود

المبادلات⁴.

2-2-2 المتعاملون في الأسواق المشتقة⁵:

المتحوطون : hedgers

¹ سيد سالم عرفة "إدارة المخاطر الإستثمارية" ، عمان ، دار الراية ، الطبعة الأولى 2009 ص 141

² فريد النجار " المشتقات والهندسة المالية " ، مصر ، دار الجامعة ، 2009 ، ص 19

³ Pascal François « les produit dérivés financier » paris ,Dunod , , 2005 P03

⁴ منير إبراهيم الهندي " الفكر الحديث في إدارة المخاطر :الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات " ،مصر، منشأة المعارف ، 2003 ص 06.

⁵ طارق عبد العال حماد " المشتقات المالية :المفاهيم ،إدارة المخاطر ، المحاسبة " ،مصر،الدار الجامعية ،2001، ص 08

John hull « option , futures, et autre actifs dérivés » France ,pearson education ,6 édition , 2007 ,p 05

يهتم المتحوظون بتخفيض المخاطرة التي يتعرضون لها (تغيرات الأسعار)، فيسعون من خلال المشتقات إلى تخفيض أو إلغاء الخطر.

المضاربون speculators:

يراهنون على تحركات الأسعار المستقبلية لذلك يستخدمون المشتقات محاولة منهم تحقيق الربح

المراجحون :

يتدخلون عندما يكون هنالك فرق في سعر أصل معين بين سوقين أو أكثر وذلك بشراء من السوق منخفض السعر والبيع في نفس الوقت في السوق مرتفع السعر وهذا لتحقيق ربح بدون خطر.

2-2-3 أنواع الأسواق المشتقة :

أ-العقود الآجلة forward contract

العقد الآجل هو عقد يرم بين طرفين، مشتري وبائع، للتعامل على أصل ما على أساس سعر يتحدد عند التعاقد، أي أن يكون التسليم في وقت لاحق¹.

-آلية عمل السوق الآجلة² :

يوجد طرفان في عقد العمليات الآجلة (مشتري وبائع) يوافق الطرفان على سعر العملية الآجلة، وعلى الكمية محل المتاجرة، على تاريخ الاستحقاق، من يدفع وكم يدفع.

¹ منير إبراهيم الهندي " الفكر الحديث في إدارة المخاطر :الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات "- مرجع سابق - ص06
² مانيير كوهين،"ترجمة عبد الحكم أحمد الخزامي " الأسواق والمؤسسات المالية : فرص ومخاطر"، مصر، دار الفجر، 2007، ص 325

و عمليات الآجلة تعتمد على السعر الفعلي في تاريخ الاستحقاق، إذا أصبح السعر الفعلي أعلى من السعر

الآجل، فالربح المحقق من طرف المشتري سيكون:

(السعر الفعلي - السعر المتفق عليه) ضرب الكمية المشتراة.

أما إذا انخفض السعر الفعلي عند تاريخ الاستحقاق، فالربح المحقق من طرف البائع سيكون:

(السعر المتفق عليه - السعر الفعلي) ضرب الكمية المشتراة.

يكون المشتري في موقف مستفيد من ارتفاع السعر.

يكون البائع في موقف مستفيد من هبوط الأسعار.

ب-العقود المستقبلية:

تعريف العقود المستقبلية شبيهة بالعقود الآجلة مع وجود بعض الاختلافات :

العقود المستقبلية قابلة للتداول في الأسواق المنظمة.

مبادلة العقود المستقبلية هي عملية مسيرة من طرف لجنة البورصة، التي تعمل على التوظيف الجيد

للسوق المنظمة عن طريق غرفة المقاصة¹.

في العقود المستقبلية يتم مراقبة الأسعار بصفة يومية وهذا يعني أن سعر العقد سيعدل يوميا حسب

تغيرات السعر المستقبلي لشيء محل العقد ولذلك فإن التسوية النقدية الفعلية سوف تحدث بين البائع

والمشتري استجابة لملاحظات التحركات السوقية في أسعار العقد .

غرفة المقاصة هي طرف الآخر من أي عقد مستقبلي، فكل مشتري في أي عقد مستقبلي تكون غرفة

المقاصة هي البائع له، وأيضا كل بائع تكون هي المشتري منه.²

¹ Pascal François « les produit dérivés financier » paris ,Dunod , , 2005 P05

² طارق عبد العال حماد " المشتقات المالية: المفاهيم، إدارة المخاطر ، المحاسبة " ص 114،113،112.

في العقد آجل الوقت الوحيد الذي يدفع فيه النقد هو تاريخ الاستحقاق ،وهذه ليست الحالة في عقد المستقبليات ،فهو يتطلب هامش نقدي أولي وتدفقات نقدية لاحقة الداخلة أو الخارجة المصاحبة لطريقة تسمى التسوية بحسب السوق **marck to maket** (قبل استحقاق العقد)¹.

آلية عمل سوق المستقبليات² :

- يتطلب من المستثمر أن يفتح حساب هامش لدى السمسار قبل وضع الأوامر قيد التنفيذ، وهو بمثابة ودیعة تسمى بالهامش الأولي والذي يتراوح ما بين (5% و 18%) من قيمة العقد.
- أما هامش الوقاية فعند انخفاض قيمة العقد نسبة على القيمة السوقية يصدر السمسار إشعار الهامش إلى المستثمر لتكملة الهامش الأولي (وهو وقاية لقيمة العقد من التقلبات اليومية بالأسعار).

■ تعديل قيمة العقد **marking to market**

يقوم بيت المقاصة بالتسوية اليومية للعقد وفقا للتغيرات بالأسعار السوقية، إذ يتم تكوين سعر التسوية على أساس متوسط السعر الآخر التداولات في نهاية يوم العمل، والذي على أساسه يتم تعديل قيمة العقد.

ج/ الخيارات les option :

- الخيارات هي الحق في الشراء (call) أو البيع (put) بسعر محدد وهذا خلال فترة معينة³.
- وتعرف عقود الخيارات أيضا :

هو عقد بين طرفين مشتري ومحرر ،بحيث يعطي العقد للمشتري الخيار الحق في أن يشتري أو أن يبيع إلى المحرر عدد من الوحدات أصل حقيقي أو مالي بسعر يتفق عليه لحظة التوقيع العقد على أن يتم التنفيذ في تاريخ

¹ خالد وهيب الراوي " إدارة المخاطر المالية " دار الميسرة ،الطبعة الأولى ،2009 ،ص 318

² أرشد فواد التميمي لأسواق المالية " -مرجع سابق الذكر - ص391.392

^{3 3} Pascal François « les produit dérives financier » ,Dunod ,paris , 2005 P07

لاحق ، وللمشتري الحق في عدم تنفيذ العقد ، إذا كان التنفيذ في غير صالحه وذلك في مقابل تعويض يدفعه للمحرر ويطلق عليه المكافأة وهذه المكافأة تدفع عند التعاقد ، وغير قابلة للرد وليست جزء من قيمة الصفقة ، إذن هو مبلغ يدفعه في مقابل حق الخيار¹ .

ومنه عقود الخيارات تتوقف على رغبة المشتري الخيار في تنفيذ الصفقة ، فهي غير ملزم لحاملها بل يملك حرية التنفيذ ، وهذا في مقابل مبلغ يدفعه المشتري الخيار يسمى ثمن الخيار أو المكافأة .

في الطريقة الأوروبية² يتم تنفيذ حق الخيار في تاريخ محدد ، أما إذا كان التنفيذ عند أية نقطة زمنية معينة خلال مدة النفاذ فنحن أمام الطريقة الأمريكية .

آلية عمل سوق الخيارات³ :

■ خيار الشراء: عقد يمنح حامله حق شراء سهم من محرر الخيار بسعر تنفيذ محدد وبتاريخ تنفيذ محدد على أن يدفع مقابل ذلك سعر الخيار ، تدفع وقت إنشاء العقد ، يقوم المستثمر بشراء هذه الخيارات بناء على توقعاته (ارتفاع أسعار الأسهم محل العقد بأعلى من سعر التنفيذ) فيحين توقعات المحرر تشير إلى استقرار الأسعار أو انخفاضها عن مستوياتها الحالية .

إذا ارتفعت الأسعار وفقا لتوقعات حامل الخيار وقام بتنفيذ حقه ، يدخل الخيار مرحلة الالتزام ويترتب على المحرر تسليم الأسهم محل العقد إلى المشتري بسعر التنفيذ المتفق عليه فورا .

■ خيارات البيع : هو عقد يمنح حامله حق بيع أسهم إلى محرر الخيار بسعر محدد وخلال فترة محددة مقابلة علاوة ، تدفع وقت إنشاء العقد وقرار التعامل مع هذه الخيارات تعتمد على توقعات المستثمر

¹ منير إبراهيم الهندي " إدارة المخاطر : عقود الخيارات " جزء الثالث، منشأة المعارف 2007 ص 05

² أرشد فواد التميمي لأسواق المالية " -مرجع سابق الذكر - ص356

³ أرشد فواد التميمي لأسواق المالية " -مرجع سابق الذكر - ص357، ص358

بانخفاض الأسعار السوقية للأسهم محل العقد خلال فترة العقد لذا فإن التزامات محرر الخيار تتضمن شراء الأسهم بسعر التنفيذ المتفق عليه إذا تحققت توقعات مستثمر بالخيار.

د/ أسواق المبادلات (المقايضات) swaps:

تعريف عقود المبادلات :عقد المبادلة هو اتفاق بين طرفين أو أكثر لتبادل سلسلة من التدفقات النقدية خلال فترة مستقبلية¹.

آلية عمل سوق المبادلات :

■ مبادلات أسعار الفائدة²:

عقد المبادلة عبارة عن ترتيبات بين طرفين يتم بموجبها الاتفاق على مبادلة دفعات بمعدل فائدة ثابتة بدفعات بمعدل فائدة متغيرة وخلال فترة زمنية محددة .

■ مبادلات أسعار الصرف³:

تتمثل عمليات المبادلة بين عملتين معينتين ،في شراء أحدهما ولتكن العملة (س) مثلا وبيع الأخرى ولتكن العملة (ص) على أساس سعر آني أو فوري لكل منهما وفي الوقت نفسه إعادة بيع الأولى وشراء الثانية. بموجب سعر المبادلة (سعر آجل) والذي يتم تحديده وفق الفرق القائم بين أسعار الفائدة السائدة حينئذ على إيداع والإقراض بالنسبة لكل من العملتين .

¹ طارق عيد العال حماد " المشتقات المالية :المفاهيم ،إدارة المخاطر ، المحاسبة "-مرجع سابق -ص 213

² أرشد فواد التميمي لأسواق المالية " -مرجع سابق الذكر - ص412

³ محمد مطر " إدارة الاستثمارات " - مرجع سابق الذكر - ص 312

المبحث الثاني : أسواق المال الدولية والأزمات المالية.

المطلب الأول: أسواق المال الدولية .

1- مفهوم أسواق المال الدولية

تطلق عبارة أسواق المال(الدين) الدولية euro-markets على تلك الديون المقومة بعملات مختلفة (وإن كان الدولار أهمها) الصادرة عن الحكومات والمؤسسات الخاصة من مختلف الجنسيات¹.

تعرف هذه الأسواق أيضا بأنها أسواق رأسمال أين تقوم عمليات على العملات الأجنبية بمعنى آخر بعملة مختلفة عن عملة البلد الذي تتم فيه العمليات².

تؤدي أسواق المال الدولية مهام التوسط المالي وعرفت نجاحا في تمويل العجز على المستوى العالمي.

ومنه: إن أسواق المال الدولية هي مكان إصدار وتبادل الأوراق المالية (أسهم، سندات... وغيرها) فهي عبارة عن توظيف الأصول المحلية في الخارج.

2- سوق العملات الدولية les euro devise

1-2 تعريف العملة الدولية: العملة الدولية " هي العملة خارج موطنها"³.

ومن أشهر هذه الأسواق " سوق الأورو -دولار " .

¹ حكمت شريف النشاشيبي " إستثمار الأرصدة وتطوير الأسواق المالية العربية " ،بيروت، المؤسسة العربية للدراسات والنشر، الطبعة الأولى 1980، ص 21

² MICHEL JURA « technique financier internationale » paris ,2 édition DUNOD , 2003p352

³ André caratapainis « Les marché financier internationaux » paris ,édition la découverte , ,2004 ,p20

ويعرف سوق "الأورو-دولار" eurodollar: هي دولارات لدى أي بنك من البنوك خارج الوم أ
بما في ذلك فروع البنوك الأمريكية في الخارج¹.

ومن هذا التعريف نستنتج أن جنسية مالك الدولارات غير مهمة إضافة إلى كون أصل البنك لا يؤثر في
طبيعة السوق .

✓ هو عبارة عن دولار إذا كان في الوم أ .

✓ هو عبارة عن أورو- دولار إذا كان خارج الوم أ.

- هذا السوق لا يخضع لأية رقابة .

- إن الحجم الكبير لعمليات هذا السوق يؤثر بشكل كبير على الأوضاع النقدية و الائتمانية للنظام
الرأسمالي بكامله .

- يتمتع سوق الأورو-دولار باستقلالية نسبية وسياسة خاصة لأسعار الفائدة تختلف عن المعدلات
المعمل بها دوليا .

2-3 أسباب نشأة السوق وتطوره²:

أ. أسباب نشأة السوق:

- الحرب الباردة: خلال فترة الحرب الباردة ما بين اتحاد السوفييتي و الولايات المتحدة الأمريكية، قام اتحاد
السوفييتي بإيداع ما لديه من دولارات في بنوك أوروبية خوفا من تجميد الوم أ لأرصده.

- العجز المزمن في ميزان المدفوعات الأمريكي : وبالتحديد طريقة تمويل العجز حيث مول هذا العجز
بقروض قصيرة الأجل من الدول الأوروبية .

¹ أنس البكري ،وليد صافي " الأسواق المالية والدولية"-مرجع سابق الذكر- ص 59
² مروان عطوان " الأسواق النقدية والمالية: البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال" -مرجع سابق - ص 268...281
Michel Jura « technique financier internationale » paris ,2 édition DUNOD , 2003,p378

- أزمة الإسترليني: وهي حضر استخدام الجنيه الإسترليني خارج منطقة الإسترليني.
- القاعدة (ك): وهي وضع سقف لأسعار الفائدة في الوم أ .
- رسم تعادل أسعار الفائدة: وهو رسم يفرض على غير المقيمين في الوم أ
- "البترودولار" petrodollar: وهي الدولارات التي تملكها الدول النفطية والتي كانت تودع في البنوك الأوروبية.

- عملية خلق نقود الودائع : حيث أن إعادة إقراض الوديعة الواحدة أدى على خلق أورو-دولار جديد في أوروبا.

ب. تطور سوق الأورو-دولار:

- خلال سنوات الخمسينات كان عبارة عن سوق إقراض قصير الأجل، وفي بداية الستينات ظهرت عمليات إصدار وتوزيع قروض طويلة الأجل، وأنشأت السوق الثانوية (سوق التداول) في أواخر الستينات .

- أما عمليات السوق فهي عبارة عن عمليات إيداع وإقراض لرؤوس الأموال وهي:

✓ سوق ما بين البنوك .

✓ سوق ما بين البنوك والمتعاملين الآخرين.

3- أدوات الأسواق المالية الدولية:

3-1 قبولات البنوك¹: والقبول المصرفي هو سند مسحوب على البنك من قبل عميل يكون غالبا مصدر يطلب فيه من البنك الدفع لشخص ثالث مبلغ محدد من المال في المستقبل في موعد يحدد سلفا، والسند المقبول من

¹ صلاح الدين حسن السبسي " الأسواق المالية"، دار الفكر العربي، 2008، ص 233

البنك يمكن بيعه في السوق الثانوي أو الاحتفاظ به حتى الاستحقاق من قبل البنك نفسه الذي قبله والملاحظ أن القبولات المصرفية تنتج عن التجارة الدولية .

3-2 شهادات الإيداع الدولية القابلة للتداول¹ : وهي وثائق قابلة للتداول يصدرها البنك ، والفكرة الأساسية من هذه الأداة الاستثمارية هي تمكين المستثمر الدولي من إيداع أمواله بعائد محددة لفترة معينة مع ضمان السيولة التامة للورقة وقابليتها للتداول في الأسواق الثانوية.

3-3 الأوراق التجارية الدولية: هي وسائل لتمويل التجارة الداخلية والخارجية ، تصدر عادة عن المؤسسات والشركات² وتوضع في متناول المستثمرين في بلد آخر غير البلد المصدر للأوراق ، وهي قابلة لتداول³.

4-3 السندات الدولية: euro-obligation

هي سندات محررة بعملات أجنبية (عملة أجنبية نسبة إلى سوق الإصدار) مثال: سندات في سوق لندن محررة بالدولار. أما السندات الأجنبية فهي سندات مصدرة بعملة الدولة من قبل مستثمر غير مقيم⁴، تطور هذا السوق في مطلع الستينات ، خاصة بعد فرض رسم تعادل أسعار الفائدة في الوم أ ، وتقوم سوق السندات الدولية بتعبئة وإعادة توزيع الأموال لأجل أطول وعلى نطاق دولي بين مختلف المقترضين ، وبهذا فهي تمثل حلقة وسيطة بين المدخرات المتوافرة عالميا و الاحتياجات التمويلية طويلة الأجل⁵

المطلب الثاني : أسواق الصرف

1-تعريف سوق الصرف

¹ حكمت شريف النشاشيبي " إستثمار الأرصدة وتطوير الأسواق المالية العربية " مرجع سابق ص 27

² صلاح الدين حسن السبيسي " الأسواق المالية "، دار الفكر العربي، 2008، ص 233

³ MICHEL JURA « technique financier internationale » paris ,2 édition DUNOD , 2003,p380

⁴ jean mathis « marches internationaux des capitaux» Op.cit,p 58

⁵ حكمت شريف النشاشيبي " إستثمار الأرصدة وتطوير الأسواق المالية العربية " ص 24

هو السوق الذي يتم من خلاله تبادل العملات وبذلك يتم تحديد أسعار العملات (سعر الصرف) ،
وسوق الصرف لا يتحدد بمكان معين فالمعاملات في هذا السوق تتم من خلال لوحات الصرف (في قاعات
السوق) لمختلف البنوك عن طريق آليات وأدوات الإتصال مثل الهاتف والتلكس (téléphone, telex)
وشبكات المعلوماتية مثل : reuteurs, ebsouboonberg¹.

سوق الصرف الأجنبي يمتاز بالسيولة وهو أضخم سوق مالي في العالم يقدر حجمه بأكثر من 2.5 ترليون
دولار في اليوم، وهو يعمل على نطاق العالم على مدار 24 ساعة في اليوم وستة أيام في الأسبوع ، وهذا كونه
لا توجد بورصة إذن هو متنقل من منطقة إلى أخرى على المراكز المالية الرئيسية².

أهم المركز المالية الرئيسية³ :

1. منطقة أوروبا

2. منطقة الشرق الأقصى

3. منطقة أمريكا

ف نجد أن سوق أمريكا يواصل عمله بعد إغلاق الأسواق في أوروبا فيحين يكون العمل قد انتهى في سوق
الشرق الأقصى قبل بدء العمل في سوق أوروبا .

لذلك يعتبر سعر الإغلاق، في بعض الأسواق مؤشرا لأسعار الافتتاح في أسواق أخرى.

¹ Andrew Harrison, Ertugrul Dal kiran , Ena Elsey « business international et mondialisation » Bruxelles ,1
édition, de Boeck, ,2004,p 302.

Larbi Dohni ,carol hainaut « les taux de change ,déterminant ,opportunités,et risque» Bruxelles, de Boeck,2004
p 14

² محمد أحمد الكايد " الإدارة المالية والدولية "، الأردن ، دار المعرفة ، 2009 ، ص 95،94

³ توفيق عبد الرحيم ، يوسف حسن " الإدارة الدولية والتعامل بالعملات " ، الأردن ، دار الصفاء ، الطبعة الأولى ، 2010 ، ص 54

2- أنواع أسواق الصرف :

1-2 أسواق الصرف العاجلة:

يقصد بسعر الصرف العاجل أو الآني **on spot**، هو سعر الصرف الذي يتحدد بفعل عمليات بيع وشراء العملات الأجنبية في السوق في الوقت نفسه أي في اللحظة الحاضرة¹.

2-2 أسواق الصرف الآجلة:

سوق الصرف الآجل يتعامل مع صرف الأجنبي ولكن بوعود للشراء أو بيع الصرف الأجنبي عند معدل محدد وعند وقت محدد في المستقبل، على أن تتم عملية الدفع عند الاستلام، والسعر يتفق عليه مقدما، والوظيفة الأساسية لسوق الصرف الآجل هي توفير الحماية ضد تقلبات الأسعار².

3-المشاركون في سوق الصرف³ :

1-3 البنوك التجارية والمؤسسات المالية :

تتعامل البنوك والمؤسسات المالية داخل سوق العملات الأجنبية كوسيط لعملائها في التعامل مع السوق، وأيضا لحسابها الخاص.

2-3 البنوك المركزية:

تتدخل البنوك المركزية في سوق العملة من خلال عمليات السوق المفتوحة، بهدف التخلص من الإختلالات في التوازن الاقتصادي والمالي ومن أجل تحقيق سياستها النقدية والتأثير في قيمة العملة المحلية .

¹ هجير عدنان زكي أمين " الإقتصاد الدولي نظرية وتطبيقات" دار الإثراء، الأردن، الطبعة الأولى، 2010، ص 260

² محمد صالح القريشي " المالية الدولية " دار الوراق،الأردن، الطبعة الأولى، 2008،ص41

³ بسام الحجار " نظام النقد العالمي وأسعار الصرف " ، لبنان، دار المنهل، الطبعة الأولى، 2009،ص 100
ماهر كنج شكري، مروان عوض، " المالية الدولية والعملات الأجنبية والمشتقات المالية بين النظرية والتطبيق " ، الأردن، الطبعة الأولى، 2004،ص200،201

3-3 المؤسسات الغير مالية:

إن مشاركة بعض مؤسسات الأعمال في عمليات العملات الأجنبية ودخولها لأسواقها ، يأتي كنتيجة لنشاطات هذه المؤسسات التجارية أو الاستثمارية التي تختم عليها دخول سوق العملات الأجنبية كمشتري أو بائع أو مستثمرة لهذه العملات ، وهي قد تقوم بذلك إما مباشرة أو عن طريق البنوك والمؤسسات المالية التي تتعامل معها .

3-4 المستخدمين التقليديين¹ :

المستوردين والمصدرين و السواح والمستثمرين الذين يبادلون العملة المحلية بالعملات الأجنبية وذلك لتسوية معاملاتهم الدولية إضافة إلى التجار المضاربين الذين يتاجرون بحثا عن الأرباح قصيرة الأجل .

3-5 سماسة الصرف²:

السماسة هم الوسطاء الناشطين يقومون بتجميع أوامر البيع والشراء العملات ، كما يسعون إلى الحفاظ على السرية في ذلك .

4-وظائف سوق الصرف الأجنبي³

إن سوق الصرف يقوم بالوظائف التالية :

4-1 تسوية المدفوعات الدولية : إن من أهم الوظائف التي يؤديها سوق الصرف الأجنبي هي أنه يسمح بنقل القوة الشرائية من دولة إلى أخرى وتسهيل تسوية المدفوعات الدولية الناجمة عن المعاملات التجارية

¹ عرفان تقي الحسيني " التمويل الدولي " -مرجع سابق الذكر - ص 178

² Philippe Darvisenet, Jean Pierre petit « économie internationale » Op.cit p 22

³ عبد الحسين جليل عبد الحسن الغالبي " سعر الصرف وإدارته في ظل الصدمات الاقتصادية (نظرية وتطبيقات) " عمان، دار الصفاء 2011، ص 38....43

المنظورة وغير منظورة والرأسمالية طويلة وقصيرة الآجال لتسوية الحقوق الدائنة والمدينة ويتم ذلك من خلال اللجوء إلى الوسائل المستخدمة في هذا الميدان وهي الحوالات التلغرافية

و الحوالات المصرفية والكمبيالات وغيرها .

2-4 تحديد أسعار الصرف للعملات المختلفة: ويتم تحديد أسعار الصرف العملات المختلفة من خلال تلاقي قوى العرض والطلب وتكوين نقطة التوازن.

3-4 الصرف والائتمان:

إن سوق الصرف يقوم بتوفير وسيلة للائتمان في العلاقات الاقتصادية الدولية من خلال البنوك التي تتعامل بذلك فهي تقدم القروض للمصدر والمستورد إلى أن تتم عملية البيع والشراء فضلا عن تمويلها لتحركات رأس المال .

4-4 عملية المراجعة (التحكيم) arbitrage :

إن هذه العملية تستهدف تحقيق أرباح من فروق أسعار صرف عملة معينة في سوق أو أكثر في وقت معين، وهذه العملية تحدث بشكل مستمر طالما كانت هناك فروق في سعر صرفها بين الأسواق ، والوظيفة الأساسية لعمليات الموازنة هي تضيق الفروق في الأسعار زمانيا ومكانيا فيتحقق للعملة في مختلف الأسواق أسعار ترتبط ببعضها البعض ارتباطا وثيقا ، فيؤدي إلى استقرار سعر صرفها لأنه بتكرار هذه العملية يزداد طلب المراجحين على العملة المنخفضة السعر والذي يؤدي إلى ارتفاعه في سوق معينة وبالمقابل سيزداد عرض هذه العملة في السوق ذات السعر المرتفع حتى يتساوى سعر صرفها في السوقين وتسمى هذه العملية بالمراجعة المزدوجة ، أما الموازنة الثلاثية فإنه يحصل فيها ما يسمى بأسعار الصرف المتبادلة بين ثلاثة عملات في الأسواق وكذلك الموازنة الرباعية حيث تتضمن أربع عملات في أربع أسواق.

4-5 التغطية وتجنب المخاطر hedging and covering :

عندما تكون أسعار الصرف ثابتة بالنسبة لكل العملات فإنه لا فرق بين الاحتفاظ بأي نوع من العملات ولكن إذا كانت أسعار الصرف عرضة للتقلب والتغير المستمر فإن الأفراد والمشروعات سيواجهون خطر النقص في قيمة ما بحوزتهم أو زيادة قيمة ما يجب تسديده أو بالعكس، لذلك يجب مواجهة هذه المواقف وهو ما يعد أحد وظائف سعر الصرف الآجل أو ما يسمى بالتغطية أو التحوط لتجنب مخاطر الصرف.

4-6 المضاربة spéculation:

و تعني في لغة الصرف الاحتفاظ بمركز مفتوح بعملة أجنبية معرضة لأخطار الصرف لتحقيق أرباح مع القبول باحتمال الخسارة وهي شراء أو بيع آجل للعملات بقصد الاستفادة من الفرق بين السعر الآجل يوم التعاقد والسعر الآني يوم الاستحقاق.

المطلب الثالث: الأزمات المالية العالمية

1- مفهوم كفاءة الأسواق المالية في ضوء الأزمات المالية¹.

أثارت أزمة 1929 ردود أفعال مضادة لمفهوم كفاءة أسواق المال حيث اعتبرت:

" كفاءة الأسواق أكبر خطأ في تاريخ النظرية الاقتصادية "

« the effecient marcket concept is the most remarkable error in the history of economic theory »

بحيث اعتبر مفهوم كفاءة السوق قد دفن تحت وطأة مفاهيم وأدلة حديثة ، يقصد بها أزمة 1929.

« the effecient marcket concept is now buried under the weight of recent evidence »

كما أشار سيلفر وسومرز 1989 shelifer& summers " أن الأسهم على الأقل في ظل المفهوم

التقليدي لفرض السوق الكفاء ، لم تقوى على مواجهة يوم الاثنين الأسود "

1-1 منظور الاعتراف بالكفاءة

إن نموذج السوق الكفاء يشبه أي نموذج اقتصادي آخر فهو استخلاص من الواقع ، ولا يتوقع أن تكون

جميع المشاهدات متماشية معه ، ولقد قدم العديد من الدراسات التطبيقية المصممة جيدا أدلة تؤيدهولكن

لا يوجد قبول عام أو انتشار واسع لهذا النموذج².

¹ منير إبراهيم الهندي " الأوراق المالية وأسواق رأسمال " ص 608،ص607

² جورج فوستر تعريب خالد علي أحمد كاجيجي ، إبراهيم ولد محمد فال " تحليل القوائم المالية " السعودية ، دار المريخ ، 2011ص 292

فمنظور الاعتراف بكفاءة السوق يركز على أمرين هامين أول هو العقلانية *la rationalité* . بمعنى أن المستثمر يسعى دائما إلى تحقيق منفعة ، والأسهم هي المؤشر لظروف الاقتصادية المستقبلية ، أما الأمر الثاني فهو الوقت والتكاليف والمجهود المبذول للبحث عن ورقة مالية تباع بأسعار أعلى أو أقل مما ينبغي ، لا يمكن أن تنتهي بتحقيق عائد مميز .

1-2 منظور إنكار كفاءة السوق:

يقوم هذا المنظور على فرضين الأول أن أسعار الأسهم في السوق لا يمكن أن تعتبر مؤشرا رشيدا للظروف الاقتصادية المستقبلية ، أما الفرض الثاني فهو أن المستثمر يمكنه تحقيق عائد متميز بإحسانه لاختيار الأوراق المالية التي تتضمنها المحفظة ، وبحسن توقيته للقرار الاستثماري وهذا إضافة إلى وجود العديد من الدراسات التي كشفت أن أسعار الأسهم أحيانا ترتبط بمتغيرات لا علاقة لها بالمعلومات (ربحية المنشآت أو المخاطر)¹.

و من بين الأمثلة على رفض فكرة كفاءة الأسواق المالية العبارات التالية الصادرة عن Kirdy 1979

وهو رئيس مجلس الإدارة لشركة *capital guardian tust*²

إن الافتراض بأن أسعار الأسهم العادية يتم تداولها بشكل نشط مسعرة بكفاءة في أي وقت ، لأن جميع المعلومات الملائمة عن شركتها متاحة ومعروفة لدى المجتمع الاستثماري ، وتنعكس في السوق وهو غير معقول أو مستحيل ، فهناك معلومات جارية تفصيلية كثيرة متوفرة عن الشركات التي يتداول الجمهور أوراقها المالية -إذا كان المرء على استعداد للبحث عنها ، ولكن غالبية الأفراد كسولين جدا عن البحث ، بغض النظر عن ما إذا كانت المعلومات مناسبة أم لا ، فإنهم يقومون باتخاذ غالبية قراراتهم الاستثمارية على أسس عاطفية ،

¹ منير إبراهيم الهندي " الأوراق المالية وأسواق رأس المال " ، ص 607

² جورج فوستر " تحليل القوائم المالية -مرجع سابق-، ص 293

وليس على أسس منطقية ، ومادام الأمر كذلك (ومن المرجح أن يكون كذلك دائما) فإن الأفراد المسلحين بالمعلومات والخبرة المناسبة والشجاعة سيجدون فرصا لشراء أو بيع مراكز استثمارية مقيمة بأقل مما يجب أو مبالغ فيها من باعة ومشتريين عاطفيين ، ومن ثمة يمكنهم تحقيق عوائد أفضل.

2- مفاهيم حول الأزمات المالية

1-2 تعريف أزمة الأسواق المالية

يقصد¹ بأزمة الأسواق المالية **financial market crisis** التدهور الحاد في الأسواق المالية لدولة أو مجموعة من الدول ، والتي من أبرز سماتها هو فشل النظام المصرفي المحلي في أداء مهامه الرئيسية والذي ينعكس في تدهور كبير في قيمة العملة وفي أسعار الأسهم وبالتالي الآثار السلبية على قطاع الإنتاج والعمالة وما ينجم عنها من إعادة توزيع الدخل والثروات فيما بين الأسواق المالية الدولية .

2-2 أنواع الأزمات المالية²

1-2-2 / الأزمات المصرفية:

أ. معايير الأزمة المصرفية : إذا تحققت المعايير الآتية تعتبر الأزمة أزمة مصرفية :

- إذا بلغت نسبة الديون المعدومة إلى مجموع القروض بالجهاز المصرفي نسبة تتجاوز 10%.
- إذا نتج عن الأزمة تأمين بعض البنوك
- ارتفاع نسبة السحوبات من قبل المودعين لدرجة تدخل السلطات لتجميد الودائع أو إغلاق البنوك.
- إذا تجاوزت عملية الإنقاذ للنظام المالي 2 % من قيمة الناتج المحلي الإجمالي.

ب. أشكال الأزمة المصرفية :

¹ عرفان تقي الحسني " التمويل الدولي " عمان ، دار مجد اللاوي ، الطبعة الثانية ، 2002 ، ص 200
² السيد متولي عبد القادر " الأسواق المالية و النقدية في عالم متغير " -مرجع سابق الذكر -ص 317،318،319،320

- أزمة سيولة: تبدأ الأزمات المصرفية عندما يواجه بنك ما زيادة كبيرة ومفاجئة في الطلب على السحب اليومي، وعدم قدرته تلبية طلبات جميع المودعين، وبالتالي يحدث ما يسمى بأزمة سيولة لدى البنك.
- أزمة الائتمان: ولكن عندما تتوافر الودائع لدى البنوك وترفض تلك البنوك منح القروض خوفا من عدم قدرة المقترضين على الوفاء، تحدث أزمة إقراض وهو ما يسمى بأزمة ائتمان.

2-2-2/ أزمات العملة:

أ. عوارض أزمات العملة:

- يحدث ارتفاع كبير في سعر الصرف الأجنبي (انخفاض قيمة العملة المحلية المقومة بالعملة الأجنبية) أو إجبار السلطة النقدية على التدخل من خلال بيع العملات الأجنبية لحماية سعر الصرف.
- رفع كبير في سعر الفائدة المحلية.
- عندما تتغير أسعار الصرف بسرعة بالغة بشكل يؤثر على قدرة العملة على أداء مهمتها كوسيط لتبادل ومخزن للقيمة .
- اتخاذ السلطات النقدية قرارا بتخفيض سعر العملة نتيجة عمليات المضاربة ، وبالتالي تحدث أزمة قد تؤدي لانهيار سعر تلك العملة
- قيام الدولة بتعويم عملتها ، قد يكون هذا القرار ضروري في حالة وجود قصور في تدفقات رأس المال الأجنبي أو تزايد في تدفقات الخارجة .

ب. أسباب حدوث أزمة الصرف:

- عدم الاتساق بين أساسيات الاقتصاد الكلي وسعر الصرف.
- المضاربة والتوقعات في ظل عدم تماثل المعلومات.
- الصدمات الخارجية.

2-2-3/الأزمات التوأم: إذا كانت الأزمة في شكل اهتزاز أسعار وعوائد الأوراق المالية وإفلاسات وفشل

البنوك، أو في شكل اهتزاز البنوك واهتزاز قيمة العملة فتسمى بالأزمات التوأم. وتتخذ شكلين هما:

○ من أزمة سعر الصرف إلى أزمة مصرفية: عندما تقع أزمة سعر صرف وتحسب إلى انخفاض قيمة العملة

المحلية، يسعى المتعاملون على التخلص من العملة المحلية واقتناء العملات الأجنبية مما يؤدي على

انخفاض حاد في احتياطات البنوك من العملات الأجنبية مما يضعف موقفها الحالي.

كما أن تخفيض قيمة العملة نتيجة الأزمة سوف يخفض من قيمة الخصوم البنكية بالعملات الأجنبية مما

يؤدي على زيادة الديون.

○ من أزمة مصرفية إلى أزمة سعر الصرف :

إذا قام البنك المركزي بمحاولة إنقاذ بعض البنوك التي هي على وشك انهيار من خلال تقديم المزيد من

القروض ، فيمكن أن يحدث نتيجة لذلك تفاقم في المديونية المحلية للبنوك يمكن أن تولد أزمة ثقة مما ينج عنها

انخفاض كبير في سعر الصرف و استنزاف احتياطي من العملات.

3- أهم الأزمات المالية العالمية:

3-1 أزمة الكساد الكبير 1929¹ :

تعد أزمة 1929 أول أزمة مالية عالمية ذات آثار بالغة في جميع المجالات ويمكن القول أنها كانت السبب

في تغيير البناء الهيكلي للنظام العالمي ، جاءت هذه الأزمة في أعقاب فترة شهدت فيها الولايات المتحدة

الأمريكية ازدهار غير مسبوق ، حين غمرت الأموال جميع البنوك والشركات الأمريكية ، وتم توظيف جزء

¹ محمد عبد الوهاب العزاوي ، عيد السلام محمد خميس " الأزمات المالية " ص 34،35
إبراهيم عبد العزيز النجار " الأزمة المالية وإصلاح النظام المالي العالمي " ص 30،31

كبير منها في سوق لأوراق المالية، إضافة إلى التيسيرات الائتمانية التي منحها الجهاز المصرفي لدوي الدخل المنخفضة وبهذا تمكن الجميع من الاستثمار في البورصة .

وبدأت الأسعار بالهبوط في سبتمبر وأوائل أكتوبر 1929 وفي 18 أكتوبر هبطت السوق بشكل هائل ومفاجئ وكان القرار مختلف المستثمرين بيع أسهمهم أدى إلى زيادة حدة الأزمة .

و النتيجة أنه ما بين 29 أكتوبر و13 نوفمبر تبخرت 30 م دولار من سوق بورصة نيويورك واستغرقت الأسواق المالية بعد ذلك 25 عاما للتعافي من هذه الكارثة واستعادة الأسهم قيمتها الحقيقية.

3-2 الأزمة المالية المكسيكية 1994¹

في أعقاب عقد كامل من الركود النشاط الاقتصادي ، و ارتفاع معدلات التضخم التي شهدتها المكسيك ، لجأت الحكومة المكسيكية إلى وضع خطة لتحرير قطاع التجارة ، ونجحت هذه الخطة في تخفيض معدلات التضخم ، و استئناف النمو الاقتصادي ، وشهد المكسيك سنة 1990 تدفقات هائلة لرؤوس الأموال الأجنبية غلى الداخل .

غير أن انخفاض البيزو peso في ديسمبر 1994 وضع نهاية مفاجئة لتدفقات رؤوس الأموال من الخارج وعجل بالأزمة المالية، وذلك أن تحرير القطاع المالي من القيود لجذب رؤوس الأموال الأجنبية فتوسعت البنوك في منح الائتمان إضافة غلى غياب الرقابة على البنوك.

3-3 أزمة الدول الآسيوية 1997²

¹ إبراهيم عبد العزيز النجار " الأزمة المالية وإصلاح النظام المالي العالمي " ص 32

² محمد عبد الوهاب العزاوي ، عبد السلام محمد خميس " الأزمات المالية " ص 25، 26

تعرضت الدول الآسيوية، وهي (إندونيسيا ، ماليزيا، سنغافورة، وتايوان ، هونغ كونغ ، تايلاندا ، لاوس، الفلبين وكمبوديا) لأزمة مالية حادة عام 1997، وشهدت الأسواق المالية لهذه الدول انهيار كبير بدأ الاثنين الثاني من أكتوبر 1997 ، بدأت الأزمة في تايلاندا وانتشرت إلى باقي الدول ، حيث انهار أسعار الأسهم ، بشكل حاد وانخفض مؤشر hang song ، 1211 نقطة .

ومن أهم الأسباب المؤدية إلى هذه الأزمة :

- 1- ثبات سعر الصرف في هذه البلدان أعطى إحساسا زائفا بالأمان.
- 2- إبرام عقود ضخمة مقومة بالدولار.
- 3- أتساع عجز الحساب الجاري .
- 4- ضعف الصادرات نتيجة ارتفاع قيمة الدولار مقابل الين الياباني وخفض الصين لعملتها.
- 5- تدفقت رؤوس أموال ضخمة إلى الداخل (معظم التدفقات في صورة اقتراض قصير الأجل) .
- 6- المضاربة على سعر العملة وتدني أسعار الأسهم .

3-4 الأزمة المالية العالمية

مثلت الفترة الممتدة مابين عامي 2001 و 2005 ذروة ازدهار القطاع العقاري الأمريكي والتي دفعت بمعظم الأفراد والمؤسسات نحو الحصول على قروض عقارية، وما تلاه من لجوء "لجنة الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي" للسوق المفتوحة إلى رفع أسعار الفوائد ضمن السياسة النقدية وارتفعت أسعار الفوائد من 1% إلى 5% أوائل 2004¹ .

¹ مصطفى عموراسي ، أحمد زهدي ، تيسير أبو الصيام " الأزمة الاقتصادية العالمية وتداعياتها في الشرق الأوسط " ، عمان ، مركز الرواد ، الطبعة الأولى، 2009، ص 15

أدت الأزمة المالية العالمية على تسجيل خسائر في الأسواق المالية الأمريكية، ثم في الأسواق العالمية، ناهزت تريليون دولار، وكن إفلاس رابع أكبر البنوك الأمريكية (ليمان برادرز) lehman brother الذي يبلغ عمره 158 عاما وامتدت إفلاس أخرى داخل وخارج الوم أ¹. هذا إضافة إلى² :

- انكماش كل اقتصاديات العالم دون استثناء .
- إفلاس متواصل لكثير من البنوك والمؤسسات المالية (15% في أمريكا مع نهاية السداسي الثاني من العام 2009 .
- تقدر مجموع الديون العقارية وديون الشركات مجتمعة : في حدود 39 تريليون دولار، أي ما يعادل 3 أضعاف الإنتاج المحلي الإجمالي الأمريكي .
- تراجع كبير في نسب النمو الدول الصناعية.
- تراجع أسعار النفط للدول المنتجة والمصدرة له بنسبة تقترب من 50% عما كانت عليه في عام 2008.

ومن أهم الأسباب المؤدية على أزمة المالية العالمية :

عملية التوريق المالي³ :

كانت عملية التوريق من أهم الأسباب الأزمة المالية العالمية ، تبدأ عملية التوريق بقيام بنك ما بمنح القروض إلى الخواص سواء كان ذلك في إطار شراء سكن أو بطاقات ائتمان أو شراء سيارات ...بعدها يقوم

¹ عدنان السيد حسين " قضايا دولية : الأزمة العالمية" ،مجد المؤسسة الجامعية ، الطبعة الأولى ،2010، ص 32
² عبد الرحمن تومي " قراءة في الأزمة المالية العالمية الراهنة " عن مجلة " دراسات إقتصادية"الجزائر ،مركز البصيرة ،العدد 13، 2009 ص137.
³ عبد القادر بلطاس" تداعيات الأزمات المالية العالمية " légende ، 2009، ص 36

البنك بجمع هذه القروض في شكل محفظة مالية* ، وبيعها لمؤسسات مختصة في التوريق ، هذه الأخيرة تقوم

بإصدار سندات وأوراق مالية في السوق بهدف تمويل هذه المحفظة المالية

هذا وكان للأزمة المالية العالمية أسباب أخرى نذكرها باختصار¹ :

- نظام الفائدة على الودائع والقروض .
- نظام جدولة الديون مع الرفع من أسعار الفائدة مقابل زيادة الأجر .
- نظام التجارة بالديون .
- نظام المشتقات الذي يقوم على الاحتمالية والحظ.

* المحفظة المالية هي مجموعة أصول مالية كالأسهم ، السندات ، العملات الأجنبية ، شهادات الإيداع أو عقود المشتقة ...
¹ عبد الرحمن تومي " قراءة في الأزمة المالية العالمية الراهنة " عن مجلة " دراسات إقتصادية " الجزائر ، مركز البصيرة ، العدد 13 ، 2009 ص134 .

خاتمة:

تلعب الأسواق المالية دورا أساسيا في دفع عجلة التنمية وزيادة الاستثمار ، فهي تمثل مصدرا للتمويل وتنشيط الاقتصاد ككل، فمن خلال هذا الفصل تناولنا مختلف جوانب الأسواق المالية وأهم مشكلاتها موضحين آلية عملها و مختلف أقسامها هذا تمهيدا دراسة فرضية كفاءة الأسواق المالية ، ولأن كفاءة الأسواق المالية تتوقف على مدى انعكاس المعلومات على أسعار الأصول المالية بحيث لا يمكن لأي مستثمر من تحقيق أرباح غير عادية من جراء استغلاله وتحليله للمعلومات سيخصص الفصل الثاني للمعلومات وكفاءة الأسواق المالية.

الفصل الثاني

المقدمة :

تقاس الكفاءة العالية للأسواق المالية بمدى قدرتها على توظيف رؤوس الأموال في المشاريع الأكثر إنتاجية والأكثر ربحية في الاقتصاد القومي ، وتشترط فرضية كفاءة الأسواق على السوق المالي توفير البيانات والمعلومات عن الأوراق المالية ، وإيصالها في الوقت نفسه وبالكمية والنوعية المطلوبة إلى كافة المتعاملين في السوق المالي بسرعة وبكلفة منخفضة. و يعد السوق الكفاء حسب المستويات الكفاءة المعروفة (الكفاءة الضعيفة ، الشبه قوية والقوية) ، وتعني عدم كفاءة الأسواق امتلاك بعض المستثمرين لمعلومات هامة ومؤثرة عن الشركة التي يتم تداول أسهمها في السوق المالي وحجب هذه المعلومات عن المستثمرين الآخرين ، باتجاه يؤدي إلى التأثير على مقدار الأرباح التي يحققها كل مستثمر في السوق المالي .

ومن هذا المنطلق يتضح أهمية المعلومات وتحليلها في تأثير على كفاءة الأسواق ولهذا خصص هذا الفصل للتعريف بالمعلومات وطرق تحليلها (التحليل الفني والأساسي) وتأثيرها على مستويات الكفاءة حتى تتمكن من توضيح المفاهيم المتعلقة فرضية كفاءة الأسواق .

المبحث الأول : الأسواق المالية والمعلومات

المطلب الأول : مفاهيم عامة حول المعلومات .

1- مفهوم البيانات والمعلومات

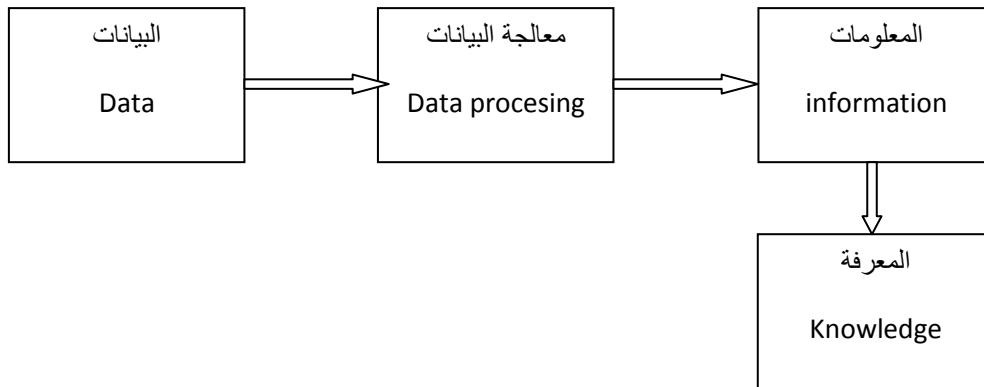
1-1 البيانات: هي عبارة عن مجموعة من الحقائق الضرورية التي تعبر عن مواقف وأفعال معينة سواء

أكان التعبير عنها بأرقام أم بالرموز أو الكلمات أو الإشارات ،ولكن هذه الحقائق قد تكون غير مترابطة أو غير مهيكلة وغير مجدية وهي على صورتها الحالية ، والبيانات تشبه المواد الخام اللازمة لمصنع لإنتاج معينة .

2-1 المعلومات: هي المعرفة التي تنتج عن عمليات معالجة البيانات وتساعد متخذي القرارات في أي

منظمة على اتخاذ القرارات اللازمة لهم من خلال الاعتماد على الطرق التحليلية و الاستنتاجية بشكل أكبر من الاعتماد على طريقة التخمين والحكم الحدسي ، والتي تضطر الإدارة إلى اللجوء إليها في غياب المعلومات بحيث أن المعلومات تزيد المعرفة .

الشكل رقم(5):العلاقة بين البيانات و المعلومات و المعرفة



المصدر: أ.د. علاء عبد الرزاق السالمي " نظم إدارة المعلومات " عن مجلة المنظمة العربية للتنمية الإدارية " بحوث

ودراسات " 2003 ، مصر ، ص08

1-3/ مصادر المعلومات :

هناك ثلاثة مصادر للحصول على المعلومات وهي:

أولاً: المصدر التاريخي

ويشمل المعلومات المنشورة والغير منشورة والمحفوظة والتي تجمع من قبل أجهزة الدولة، أو هيئات العلمية

أو مراكز البحوث ومن أمثلة هذه المصادر:

-الإحصائيات والنشرات التي تصدر عن وزارة التخطيط المتعلقة بجميع الفعاليات الصناعية واجتماعية في الدولة

-الكتب والمطبوعات المتوفرة في المكتبات الرسمية العامة .

ثانياً: المصدر الميداني

يهتم هذا المصدر بجمع البيانات من مصدرها الأصلي عندما يتعذر الحصول عليها من مصدرها التاريخي أو

في حال عدم وضوحها، ودقتها، ويتم ذلك من خلال استخدام مجموعة من أدوات جمع المعلومات ومنها:

المقابلة الشخصية، التجربة والتسجيل، الملاحظة، استخدام وسائل الاتصال، استبيانات

ثالثاً: بنوك المعلومات يتم الحصول على المعلومات المطلوبة من عدد من بنوك المعلومات العالمية أو الإقليمية أو

الخاصة أو المحملة بالمعلومات على أجهزة الحواسيب المتوفرة من خلال التعامل مع شبكات المعلومات المتاحة

على الشبكات المحلية أو العالمية.¹

¹ أ.د علاء عبد الرزاق السالمي " نظم إدارة المعلومات " عن مجلة المنظمة العربية للتنمية الإدارية " بحوث ودراسات "، مصر ،

2003ص08، ص09، ص10، ص11.

2- نظام المعلومات¹

1-2 تعريف نظام المعلومات

هو بيئة تحتوي على عدد من العناصر التي تتفاعل فيما بينها ومع محيطها بهدف جمع البيانات ومعالجتها حاسوبيا و إنتاج وبث المعلومات لمن يحتاجها لصناعة القرارات .

2-2 مهام نظام المعلومات

يقوم نظام المعلومات بالأدوار التالية :

- 1- إدخال موارد البيانات: يقوم بإدخال البيانات وتسجيلها وتحريرها
- 2- معالجة البيانات إلى معلومات: تعالج البيانات باستخدام الحساب، المقارنة، الخزن، الترتيب والتصنيف، والاختصار، وهذه الوظائف تحلل البيانات وبالتالي تحولها إلى معلومات.
- 3- إخراج منتجات المعلومات: إن هدف نظام المعلومات هو إنتاج منتجات المعلومات الملائمة للمستخدم او للمستخدم النهائي .
- 4- خزن البيانات والنموذج ومصادر المعرفة: هي عبارة عن حفظ المعطيات والمعلومات بصفة منظمة بصدد إعادة استعمالها لاحقا.
- 5- رقابة مردود النظام ويتوجب على نظام المعلومات إنتاج تغذية عكسية ، ولا بد من مراقبتها وتقويتها لتحديد فيما إذا كان النظام قادرا على تحقيق الإنجاز بحسب المعايير الموضوعية .

¹ عماد عبد الوهاب الصباغ " نظم المعلومات : ماهيتها ومكوناتها " عمان ،دار الثقافة ،2004ص 11،ص24

المطلب الثاني: المعلومات المالية داخل الأسواق المالية

1-المعلومات المالية

المعلومة تتكون من مجموعة المعارف التي يملكها المستثمر في وقت معين بما في ذلك ملاحظة أسعار الأسهم والمنتجات المالية الأخرى في السوق، ويستخدمها المستثمر من أجل إدارة المحافظ المالية¹.

1-1 مستخدمو المعلومات المالية²: إن التحليل المالي يعمل على تشخيص مالي للمؤسسة ومستخدمي التحليل المالي هم مختلفون.

الجدول رقم(2) : يمثل مستخدمي المعلومات المالية

مستخدمي المعلومات المالية

مؤسسات	المسيرين، الممولين، الزبائن، الأجراء
المستثمرون والمدينون	أصحاب الأسهم، أصحاب السندات، المستثمرون
	البنوك، المؤسسات
الوسطاء	محلل المالي، الجرائد المالية، وسائل إعلام أخرى
آخريين	الدولة ، الإدارات، المنافسون، الأفراد

Source : Josette,peyrard « analyse financière » 7édition,liberairie nuibert, paris,1998,p06-07

¹ www.irem.univ-mrs.fr/Axel-Grorud-Marches-financiers-etinformation_2001

² Josette,peyrard « analyse financiere » paris ,7édition,liberairie nuibert, ,1998,p06-07

1-2 مصادر المعلومات المالية¹

يمكن تقسيم مصادر المعلومات المالية اللازمة لتحليل أي مؤسسة إلى نوعين رئيسيين:

1/ مصادر داخلية من المؤسسة نفسها:

تشمل المصادر الداخلية للمعلومات المالية ما يلي:

❖ القوائم المالية الأساسية : وتشمل أربع قوائم أساسية هي قائمة المركز المالي ، قائمة الدخل ، قائمة

التغيرات في حقوق الملكية، قائمة التدفقات النقدية.

❖ المذكرات والملاحظات المرفقة بالقوائم المالية: وتعد تلك الملاحظات جزءا ضروريا من مصادر

المعلومات المفيدة وتوفر معلومات إضافية غير موجودة في القوائم.

❖ التقارير المؤقتة: والتي تقدم على مدار السنة والنصف سنوية أو الربع سنوية.

❖ تقارير مجلس الإدارة: والتي تحتوي على معلومات مفيدة تتناول بيانات مالية وإحصائية وبعض الخطط

المستقبلية.

❖ تقرير مراقب الحسابات: وما قد يحتويه من ملاحظات أو تحفظات خاصة بالقوائم المالية التي تم

مراجعتها .

❖ قوائم تنبؤات الإدارة.

❖ معلومات أخرى.

¹ طارق عبد العال حماد "دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية" ،مصر، دار الجامعية ، 2005 ص 60، 61

يعتبر من المفيد عند تحليل المعلومات المالية لمؤسسة معينة، مقارنتها بما هو قائم في الشركات المنافسة ، لذلك يعدّ تجميع المعلومات عن القطاع الذي تعمل فيه المؤسسة مفيدا لعملية التحليل ويضاف إلى ذلك تجميع بيانات عن الاقتصاد بصفة عامة ،وبيانات عن ظروف المنافسة الدولية ، وأثر الاتفاقية الدولية على ذلك القطاع .

3-1 أنواع المعلومات في سوق المال¹

في ظل الكفاءة يفترض أن سعر الورقة المالية يعكس المعلومات المتاحة كافة عن تلك الورقة أما إذا عكست المعلومات بالسوق بعض المعلومات ولم تعكس البعض الآخر ستقل درجة كفاءة السوق.

ولقد صنف Fama1970 تلك المعلومات التي يتضمنها سعر الورقة المالية إلى ثلاثة مجموعات على النحو التالي :

1. المعلومات التاريخية: وهي المعلومات التي تخص فترات سابقة وتكون متاحة للجميع مثل: أسعار الأسهم وأرباحها ونشاط الشركات المصدرة لهذه الأسهم.
2. معلومات جديدة (حالية): وهي المعلومات السابقة نفسها ولكن يتم الإفصاح عنها في الوقت الراهن ، وتكون هذه المعلومات أيضا متاحة للجميع من خلال ما يتم نشره من تقارير وميزانيات وقوائم مالية إلا أنها قد تحتاج لبعض التفسير والربط المتغيرات .

* المعلومات الصادرة عن سوق الأوراق المالية: مما تقدم تم تغطية ما يتعلق بشركات المصدرة للأوراق المالية ولكن يظل هناك معلومات ذات أهمية بالغة صادرة عن الأسواق المالية والمتمثلة في أعداد الشركات المقيدة في كل عام ، عدد الأسهم ، مجموع رؤوس الأموال تلك الشركات ، اتجاهات التعامل وحجمه وتطوره (أنظر د. محمد سويلم "إدارة البنوك وبورصات الأوراق المالية " ص 343)

¹ السيد متولي عبد القادر " الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير " -مرجع سابق الذكر- ص 107

3. معلومات خاصة: وهذه المعلومات قد لا تكون متاحة للجميع ولكنها تكون قاصرة على البعض

دون الآخر وهم من لهم اتصالات بصانعي القرارات في المؤسسات وهنا فمن الضروري التأكيد

أن المعلومات الخاصة تأخذ إحدى الصورتين التاليتين:

- الحصول على المعلومات قبل باقي المتعاملين.

- فهم الأثر الحقيقي للمعلومة أكثر من الآخرين.

و يمكن إضافة أنواع أخرى من معلومات وهي المعلومات المستقبلية أي: المعلومات المتوقع حدوثها في

المستقبل.

2- الإفصاح عن المعلومات وأهميته

2-1 مفهوم الإفصاح:

يعني الإفصاح إتباع سياسة الوضوح الكامل وإظهار جميع الحقائق المالية الهامة التي تعتمد عليها الأطراف

المهتمة بالمشروع ، ويعد الإفصاح الكافي من أهم المبادئ الرئيسية لإعداد القوائم المالية ، وهذا يعني أن تشمل

القوائم المالية الملاحظات والمعلومات الإضافية المرفقة بها ، أي كل المعلومات المتاحة المتعلقة بالمشروع لتجنب

تضليل الأطراف المهتمة به¹.

2-2 الإفصاح عن المعلومات في الأسواق المالية²

إن توفر المعلومات الكاملة والدقيقة عن كل ما يتعلق بالأدوات الاستثمارية المطروحة لعامة الشعب تعتبر

من أهم معطيات التي يركز عليها المستثمر ، لذلك على لجنة البورصة وضع أطر قانونية اللازمة في البورصة

¹ طارق عبد العال حماد "دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية"- مرجع سابق - ص 60

² خليل الهندي وأنطوان ناشف " العمليات المصرفية والسوق المالية الجزء الثاني - مرجع سابق- ص 170

وفرض النظم المحاسبية المقبولة عالميا ، ليس فقط على صعيد الأوراق المالية المطروحة وحسب بل وأيضا على صعيد المؤسسات التي تصدرها .

و للجنة البورصة الصلاحية في طلب المعلومات اللازمة وطلب التقارير السنوية عن أعمال المؤسسة كما تستطيع التحقق من المعلومات المسلمة إليها وذلك لتجنب أي مخالفات أو أعمال غير مشروعة، ويعتبر الإفصاح عن المعلومات من العوامل الأساسية التي تساعد على تفصيل السوق المالي وتأمين التسعير العادل للأدوات الاستثمارية بحيث تعكس هذه الأسعار كل المعلومات المتوفرة بين يدي عامة الشعب ، وبالتالي لا تتأثر فئة من المستثمرين بمعلومات خاصة تستعملها لحسابها في تحقيق الأرباح .

2-3 أهمية الإفصاح عن المعلومات في الأسواق المالية¹:

لقد أكد (Swanson1994) أن غياب إفصاح الإلزامي عن التنبؤات المستقبلية يخلق سوقا للمعلومات لا يستفيد منه سوى أولئك القادرين على تحمل التكاليف وأن إعلان الإدارة عن التنبؤات اختياريا قد يؤدي إلى تحيزها من خلال الإفصاح عن المعلومات الإيجابية فقط .

و وضع (Adhikari 2000) أنه يجب الإفصاح عن التوقعات السيئة بالسرعة والتزاهة اللتين يتم بها الإفصاح عن التوقعات الجيدة وأي تردد في عدم نشر الوقائع السلبية للأوضاع المالية المستقبلية يعرض سمعة ونزاهة الإدارة للتشكيك.

وزادت لجنة بازل من أهمية الإفصاح من خلال التأكيد على مفهوم الإفصاح الإلزامي وضرورة قيام المساهمين بمسألة الإدارة وعدم التسامح عن أي إفصاح مضلل .

¹ كريمة الجوهر، خليل الرفاعي " الشفافية في إفصاح عن المعلومات المستقبلية وأثرها في التحكم المؤسسي " عن مجلة التفكير الاستراتيجي في عالم متغير " الجزء الثاني جامعة الزرقاء الأردن، 2010، ص 311، ص 319

و خصصت المعايير الأمريكية الدولية لهذا الموضوع الكثير من الاهتمام فالمعيار الأمريكي 301 أشار إلى أن المعلومات المالية المستقبلية (التنبؤات المالية) هو اعتقاد الإدارة أي أن أساس التنبؤ هو افتراضات الإدارة التي تعكس الظروف التي يتوقع وجودها وتصرفات التي يتوقع اتخاذها.

وحسب (Gregory & Lihen 2003) : أنه كلما زادت درجة الشفافية التي يعتقد المستثمرون بوجودها في الأسواق المالية ، كلما زادت أيضا درجة ترحيب أولئك المستثمرين بتقديم رؤوس الأموال .

3- دور المعلومات في الأسواق المالية

و تلعب المعلومات دورا هاما في سوق الأوراق المالية حيث تساعد المستثمرين على اتخاذ قرارات شراء وبيع الأوراق المالية المختلفة لأن المعلومات تساعد على تحديد العوامل المؤثرة على القيمة السوقية للورقة المالية¹، ويمكن تلخيص تأثير المعلومات الداخلية على أداء السوق فيما يلي²:

-إن نوعية وكمية المعلومات الداخلية المتوفرة من شأنها تدعيم حركة التداول بطريقة تناسب و احتياجات كل مستثمر .

-إن حصول بعض المستثمرين على بعض المعلومات حيث تتحقق مكاسب غير عادية لهؤلاء المستثمرين على حساب الآخرين.

- تحقق المعلومات الداخلية الغير المعلنة لوفرات مالية عل حساب كفاءة الأداء داخل السوق كما أنها تسبب أي أيضا مخاطر للاقتصاد ككل .

¹ محمد صالح الحناوي وآخرون " تحليل وتقييم الأوراق المالية"-مرجع سابق- ص 130
² محمد سويلم "إدارة البنوك و بورصات الأوراق المالية"، مصر، الشركة العربية للنشر والتوزيع 1992، ص 324

-تعمل المعلومات الداخلية غير المعلنة على رفع المصطنع لأسعار وزيادة المضاربة وبالتالي خلق نوع من الفوضى لمستوى الأداء داخل السوق.

-إن حدوث تداول غير عادي لأسهم شركة معينة في السوق بناء على معلومات داخلية غير معلنة من ضمن شأنه التأثير على حركة أسعار أسهم الشركات الأخرى وتسارع المستثمرين لإتمام عملية شراء غير سليمة وبالتالي التأثير السلبي على أداء الأسعار للشركات المسجلة الأخرى .

- تلعب المعلومات دورا هاما في حصول الوحدات الاقتصادية في الدولة على مصادر التمويل الخارجي وعمليات الاقتراض لأن الكثير من مؤسسات الاقتراض تطلب العديد من المعلومات الداخلية المتعلقة بأداء الوحدات الاقتصادية قبل إتمام عملية التمويل، كما أن توافر ونقص المعلومات من شأنه التأثير على انسياب وتدفق حجم الاستثمارات الأجنبية داخل الدولة.

توافر المعلومات يلعب دورا هاما في تحقيق الآلية الخاصة بسوق رأس المال من حيث تحقيق التوازن بين العائد والخطر وتخفيض درجة عدم التأكد فيما يتعلق بالاستثمار مما يترتب عليه زيادة حجم السوق وزيادة عدد المتعاملين وزيادة حجم التعامل.

المطلب الثالث: التحليل الأساسي والفني للأوراق المالية

1- التحليل الأساسي

1-1 ما هو التحليل الأساسي؟:

تستعمل لدراسة الجوهر الأساسي للعوامل التي تؤثر في الاقتصاد ، الغاية من استخدام هذه الطريقة محاولة الحصول على أسعار السوق واتجاهاته من خلال شرح وتحليل المؤشرات الاقتصادية والسياسية والعوامل الاجتماعية وترجمة هذه المعلومات إلى إستراتيجية في استثمار بالسوق والتحليل الأساسي يبدأ بالتحليل الاقتصادي¹ .

1-2 التحليل الاقتصادي:

والمتمثل في فحص الناتج المحلي الإجمالي* بشقيه الإنفاق الاستثماري والإنفاق الاستهلاكي ، وكذا سياسات الدولة النقدية (عرض النقود والسيولة) التي يتولاها البنك المركزي ، وسياسات الدولة المالية التي تقوم بها وزارة المالية (الإنفاق الحكومي والضرائب) لمعرفة أثر تلك المؤشرات والسياسات على الاستثمار وبالتالي على مبيعات وأرباح الشركات ودخول الأفراد ومعدلات البطالة ، وأسعار الفائدة ومعدلات التضخم ، وأسعار صرف العملات الأجنبية لأن هذه المتغيرات جميعا آثار كبيرة على الاستثمارات المختلفة وبالتالي على خيارات المستثمرين المتاحة في بورصة الأوراق المالية² .

¹ رائد محمود أبو طربوش " الإحتيال والبورصة العالمية " ، عمان ، دار الصفاء ، الطبعة الأولى ، 2010 ص 31
* الناتج المحلي الإجمالي هو عن إجمالي قيمة السلع والخدمات المقدمة إلى المستهلك خلال فترة معينة وزيادة هذا المؤشر تعتبر أولى مؤشرات التوسع اقتصادي
² فيصل محمود الشواورة " الإستثمار في بورصة الأوراق المالية " - مرجع سابق - ص 65

1-3 التحليل القطاعي:

بالإضافة إلى التحليل الاقتصادي فإن المستثمر أو المحلل لا بد أن يتجه عموديا نحو التحليل القطاعي لتحديد القطاع الذي ينوي الاستثمار فيه (صناعة، تجارة، زراعة....) لكون درجة تأثر هذه القطاعات بالعوامل والمتغيرات الاقتصادية متفاوتة وتختلف من قطاع لآخر خاصة ما يتعلق منها بالعائد والمخاطرة. وإذا ما انتهى المستثمر أو المحلل من التحليل القطاعي فإنه لا بد أيضا أن يتجه أفقيا داخل كل قطاع أي يقوم بتحليل المكونات كل قطاع والتمثلة في الوحدات أو الشركات القائمة فيه¹.

1-4 التحليل المالي :

✓ دور التحليل المالي في الأسواق المالية

داخل الأسواق المالية التحليل المالي يمثل حلقة وصل معلوماتية ما بين المؤسسة والمستثمرين، فهو يحلل ويفسر المعلومات المنشورة من طرف المؤسسات، ويبحث ويكمل معلومات أخرى بهدف تقييم الأصول المالية ، والمحلل المالي على علاقة مباشرة بالمؤسسات عند الاجتماعات (عند تقديم التقرير السنوي أو السداسي) ، ويملك محلل المالي معرفة معمقة حول المنتجات، الأسواق ، المنافسون، وإستراتيجية المؤسسات². ويتمثل دوره الرئيسي في تحديد مستويات الخطر والعائد المتوقع للأصول المالية³.

وتعتبر المعلومة الحاسوبية من المعطيات المهمة في عمليات التنبؤ ، فالحاسبة تعبر نظاما معلوماتيا متكاملا .

¹ فيصل محمود الشواورة " الإستثمار في بورصة الأوراق المالية " - مرجع سابق - ص 66

² Paul amadiou Véronique bessier « Analyse de l'information financier » paris, economica, 2007p35.

³ محمد صالح الحناوي وآخرون " تحليل وتقييم الأوراق المالية" مصر ، الدار الجامعية ، 2002 ص 89

✓ التحليل المالي والتنبؤ بالأحداث

إن فاعلية طريقة التحليل المالي بهدف تقييم الوضعية المالية للمؤسسة تعتمد بالدرجة الأولى على مدى جودة المعلومات المحاسبية التي أنتجها نظام المعلومات المحاسبي في شكل قوائم محاسبية ختامية.

و لذا أكد البيان رقم الثاني الصادر عن مجلس المعايير المحاسبية المالية الأمريكية FASB عام 1980 بعنوان "الخصائص النوعية للمعلومات المحاسبية" ونص على أهمية جودة المعلومات المحاسبية، خاصة فيما يتعلق بقدرتها على التنبؤ بالمستقبل والتقييم الارتدادي للتنبؤات السابقة.

القيمة التنبؤية للمعلومات كما أقرها مجلس المعايير المحاسبية المالية الأمريكية هي " خاصة المعلومات في مساعدة المستخدمين على زيادة احتمال تصحيح التنبؤات نتائج الأحداث الماضية أو الأحداث الحاضرة ، فيمكن الاعتماد على المعلومات المحاسبية لبناء مؤشرات تبين تغيراتها أو تحركاتها ، مؤشرا سابقا لحدوث تغيرات وتحركات في الأحداث المتنبئ بها ، كما تساعد المعلومات المالية مستخدميها في تقييم مدى صحة التوقعات السابقة، لذا لا بد من بناء نموذج كمي وتنبؤي يتوافق مع مقومات سوق الأوراق المالية¹.

وتتحلى أهمية المعلومات المحاسبية في التنبؤات المستقبلية أكثر عند استخدام التحليل المالي ونجد نوعين:

1/ التحليل الأفقي، التاريخي (الديناميكي):

ويعتمد على دراسة وحساب وتحديد طبيعة التغيرات التي تطرأ على عناصر الميزانية في لحظة معينة بعناصر لذات الميزانية في لحظة أخرى. فهو يهتم بدراسة التغيرات التي تحدث لعناصر القوائم المالية من فترة مالية إلى فترة أخرى ، أي يعتمد على مقارنة القوائم المالية لفترات مختلفة وبهذه الطريقة يمكننا من معرفة التحسن والنمو أو التدهور وأنحدار .

¹ شنوف شعيب وآخرون " دور محاسبة القيمة العادلة في الأزمة العالمية" ، جامعة الأغواط، عن مجلة" الأزمة المالية الدولية والحوكمة العالمية " 2009 ص521 ، ص 532،

2/ التحليل العمودي المطلق (الساكن):

يرتكز على دراسة القوائم المالية من خلال ربط علاقات بين عناصرها وأجزائها في شكل نسب ذات دلالة يتم من خلالها الحكم على التوازن المالي والوضعية المالية للمؤسسة، وتمثل هذه الأدوات في رأس المال العامل والمؤشرات المالية نذكر منها:

- نسبة الأصول الثابتة إلى حقوق الملكية: انخفاض هذه النسبة يدل على وجود أزمات .
 - نسبة الربح من حقوق الملكية إلى رأس المال المدفوع: زيادة النسبة و يفصح عن وجود الأزمات.
- و يمكن التأكيد على أن هيئة الأسواق المالية تسعى للوصول إلى الشفافية والإفصاح عن المعلومات المالية والمحاسبية وإلزام المؤسسات بتطبيقها وهذا لن يتم في ظل تجاهل المؤسسات لهذا المبدأ.
- و كخلاصة لما سبق يقوم المنهج الأساسي على اختيار الأسهم عن طريق التعرف على المؤسسات الأقوى في نطاق القطاع ، ويبدأ المحلل بدراسة اتجاه الاقتصاد العام حيث أن أسعار الأوراق المالية تستجيب للنشاط الاقتصادي ، بما أن المؤسسات تعمل في نطاق قطاع ما فإن العوامل التي تؤثر على القطاع تؤثر على المؤسسة الفردية ، لذلك إن المحلل يبحث عن خصائص القطاع التي تلعب دورا هاما في تحديد قدرة المؤسسة على النجاح والنمو.

2- التحليل الفني

يمكن تعريف التحليل الفني على أنه " ذلك التحليل الذي يرصد الحركة التاريخية المسجلة لسعر معين باعتبارها وسيلة لفهم الحركة القادمة " ¹ وهذا يعني ان التحليل الفني يهتم بمعلومات الماضي ليتوقع المستقبل ، وبالتالي الحركة الماضية تعد مؤشرا قويا لتنبؤ بالحركة المستقبلية فهو يعتمد على فكرة أساسية " أن التاريخ يعيد نفسه " .

فالتحليل الفني يبحث في حركة الأسهم صعودا وهبوطا، وفي قيم وتبادلات هذه الأسهم بحيث يقوم المحلل الفني بدراسة عناصر السعر من حيث: سعر الطلب، كمية التداول، سعر العرض، آخر سعر، أعلى سعر، أدنى سعر، سعر الافتتاح وسعر الإقفال ².

2-1 فلسفة التحليل الفني :

يمكن تلخيص فلسفة التحليل الفني للأوراق في النقاط التالية ³ :

1. تتحدد القيمة السوقية للورقة المالية في ضوء تفاعل قوى العرض والطلب فقط.
2. تتحكم عوامل عديدة في العرض والطلب منها عوامل رشيدة (مثل المعلومات المالية الخاصة بالسهم والتي تعكس أثرها على سلوك المستثمر في السوق وعوامل غي رب رشيدة (مثل الآراء و التخمين...)) ويقوم السوق بالموازنة بين هذه العوامل بشكل تلقائي مستمر لتحديد الأسعار الملائمة.
3. تميل أسعار الأوراق المالية لأن تكون اتجاهات في حركتها تستمر لفترات طويلة نسبيا بالرغم من احتمال تقلبها بشكل طفيف من وقت لآخر .

¹ مروان شموط ، كنجو عيود كنجو " أسس الإستثمار " ، مصر ، الشركة العربية المتحدة ، 2008 ، ص 318

² قاسم نايف علوان " إدارة الإستثمار (بين النظرية والتطبيق) " - مرجع سابق- ص 261، 262 .

³ محمد صالح الحناوي وآخرون " تحليل وتقييم الأوراق المالية " - مرجع سابق - ص 142

4. يؤدي التغير في علاقة العرض والطلب إلى التغير في اتجاه الأسعار ، ويمكن ملاحظة التغير آجلا أو عاجلا من خلال حركة السوق .

2-2 النظريات التي تفسر الأسعار في التحليل الفني:

1-2-2: نظرية داو¹:

قام تشارلز داو* بوضع تصوره لحركة أسعار الأسهم الذي يبين فيه أن سوق الأوراق المالية لا يعمل عشوائيا ، وإنما يتأثر بثلاث دورات تحكم توجهه العام وبمتابعة هذه الدورات ، ويتم تصنيفها كآتي :

1- الاتجاه الأساسي:

يعكس دورة طويلة الأجل (سنة) تظهر أن السوق بمجمله في حالة صعود أو هبوط متواصل.

2- الاتجاه الثانوي:

يعمل كقوة كابحة لاتجاه الأساسي ومحاولة تصحيح انحرافات عنه مع مرور الوقت وقد تدوم هذه الحركات عدة أسابيع أو عدة أشهر.

¹ مروان شموط ، كنجو عيود كنجو " أسس الإستثمار " -مرجع سابق الذكر - ص322، 321
* تشارلز داو ساهم في تكوين مؤشر داوجونز

3- الاتجاه الضعيف:

أو ما يطلق عليه بالحركات اليومية، يبين التغيير اليومي في الأسعار ولا يحتوي على قيمة تحليلية كبيرة نتيجة لقصر فترات تأثيرها.

إن الاقتراح الأساسي لنظرية داو يبين الظروف الواجب توافرها لتوقع باتجاه الصاعد للسوق وهي حدوث ارتفاعات متتالية في الاتجاه الأساسي للأسعار وحدث تصحيحات متتالية تعكس هذا الارتفاع المتواصل للأسعار .

بالمقابل ، فالظروف الواجب توافرها لتوقع اتجاه الهابط للأسعار هو حدوث انخفاضات متتالية في الاتجاه الأساسي للأسعار وتعكس الحركات التصحيحية للسعر أيضا التوجه التنازلي للأسعار عموما .

2-2-2 نظريات الموجات "إليوت":¹ Elliot wave theory

حيث لاحظ Elliot أن التحركات في سوق الأسهم يمكن التنبؤ بها من خلال ملاحظة تحديد أمواج للأسعار ذات أنماط معينة ومتكررة .

وتقوم نظرية الموجات على عدة مبادئ أساسية أهمها ما يلي:

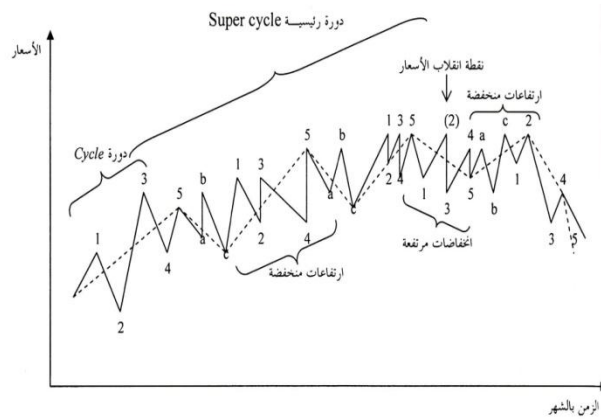
1. أي فعل أو تصرف يتبعه رد فعل .
2. يوجد خمسة موجات في نفس الاتجاه ، للاتجاه الأساسي يتبعها ثلاثة موجات تصويبية ويطلق عليها (3-5) حركة .
3. ال(3-5) حركة تكمل دورة وتمثل جزئين فرعيين من (5-3) موجة صاعدة .

¹ محمد صالح الحناوي وآخرون " تحليل وتقييم الأوراق المالية " - مرجع سابق - ص150

4. النمط الأساسي يتكون من موجات 5 صاعدة و3 هابطة والتي تأخذ الأرقام 5,4,3,2,2 والحروف

A, B, C في الخريطة التي يوضحها الشكل رقم؟

الشكل رقم (6) : نظرية الموجات إليوت



المصدر : محمد صالح الحناوي وآخرون " تحليل وتقييم الأوراق المالية " ص150

الاتجاه الرئيسي الذي يتشكل من الموجات إلى 5 يمكن أن يكون صعوديا أو هبوطيا .

أما الموجات A, B, C فتتحرك عادة في اتجاه معاكس للموجات من 1 إلى 5.

إن كل موجة من الموجات التي تأخذ أرقاما من 1 إلى 5 تعيد نفسها مرة أخرى في دورة مماثلة ، ويطلق

على الموجة الأطول والتي تتكون من عدد من الموجات تعكس إما اتجاه صعوديا أو اتجاه هبوطيا .

2-2-3 المؤشرات¹

1. مؤشر مجلة باون للثقة : يقيس مؤشر باون القوة النسبية (قوة شراء وقوة البيع للسندات) لحركة

السندات في سوق الأوراق المالية.

مؤشر مجلة باون للثقة = فوائد السندات مرتفعة الجودة ÷ فوائد السندات متوسطة الجودة $\times 100$

كلما إقترب المؤشر من 100 % تزداد ثقة المستثمرين بسوق الأوراق المالية .

2. مؤشر توازن الكميات الكسرية* : يقيس نسبة مشتريات صغار المستثمرين من الأسهم ومبيعاتهم .

مؤشر توازن الكميات الكسرية = مبيعات الكميات الكسرية ÷ مشتريات الكميات الكسرية

إذا قيمة المؤشر أقل من الواحد (1) فهذا مؤشر على إرتفاع كميات الشراء لصغار المستثمرين .

إذا قيمة المؤشر أكبر من الواحد (1) فهذا مؤشر على ارتفاع كميات البيع لصغار المستثمرين

3. مؤشر الكميات الكبيرة: وهي صفقات التداول التي تكون كمياتها في حدود 50 ألف سهم.

مؤشر توازن الكميات الكبيرة = عدد الصفقات بأعلى سعر ÷ (عدد الصفقات بأعلى سعر +

عدد الصفقات بأدنى سعر)

وتنحصر قيمة المؤشر بين (0-1)

إذا اقتربت من (1) فإن اتجاه الأسعار يقترب من مرحلة السوق التصاعدي .

إذا اقتربت من (0) فإن اتجاه الأسعار يقترب من مرحلة السوق الهبوطي .

¹ قاسم نايف علوان " إدارة الإستثمار (بين النظرية والتطبيق) " الطبعة الأولى، عمان، دار الثقافة، 2009 ص 275
* تكون صفقات الشراء والبيع لهم لا تزيد كمياتها على 100 سهم وهذا ما يعرف في سوق التداول بكميات الكسرية .

4. مؤشر اتساع السوق:

مؤشر اتساع السوق = عدد الأسهم الصاعدة - عدد الأسهم الهابطة ÷ إجمالي الأسهم المتداولة

ومن خلال التسجيل اليومي لحركة الأسهم الصاعدة والمستقرة والهابطة يمكن التنبؤ بنمط حركة الأسعار في سوق الأوراق المالية .

5. مؤشر تقلب الأسعار:

مؤشر تقلب الأسعار = أعلى قيمة للسهم - أدنى قيمة للسهم ÷ أدنى قيمة للسهم.

2-2-4 الرسوم البيانية:

يستخدم التحليل الفني الرسوم البيانية للتعرف على اتجاهات السوق المستقبلية من خلال دراسة الأسعار وحجم التداول، كما أنها تمثل وسيلة من بين وسائل توقيت قرارات الشراء والبيع للأسهم.

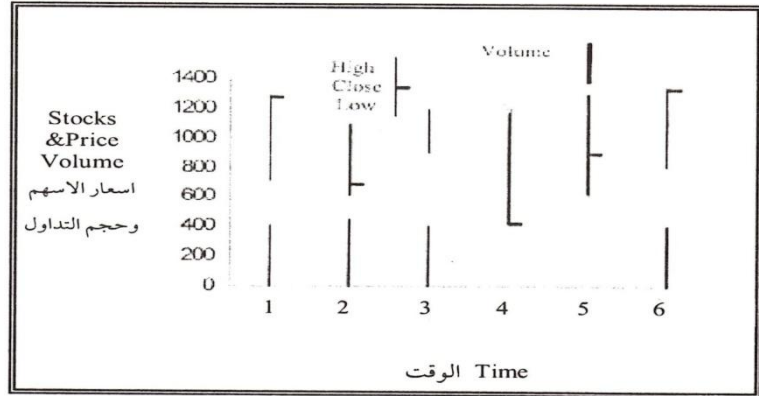
ويعتمد المحلل الفني على أنواع متعددة من الرسوم البيانية¹:

1. الرسوم البيانية المستطيلة

توضح هذه الرسوم أعلى وأدنى سعر للسهم إذ يقوم المحلل الفني بربط السعرين رأسياً لتشكيل عمود لرسم خط أفقي صغير عليه ، لكي يشير إلى سعر الإغلاق .

¹ أرشد فؤاد التميمي " الأسواق المالية " - مرجع سابق الذكر - ص 227 ، 228 ، 229

الشكل رقم (7) الرسوم البيانية المستطيلة.



المصدر : أرشد فؤاد التميمي " الأسواق المالية " -مرجع سابق الذكر -ص 227

2. الرسم البياني لرقم والنقطة :

تسعى هذه الخرائط غلى تحديد التغيرات الحاصلة بالعرض والطلب من خلال ملاحظة التحركات الرئيسية في أسعار الأسهم واتجاهها وعلى أساس بناء بعد واحد من المسافات العمودية والأفقية للأسعار، إن كل مسافة أفقية متتابعة على الرسم تمثل التغير في اتجاه السعر من الأعلى إلى الأسفل أو من الأسفل إلى الأعلى .

الشكر رقم (8) : الرسم البياني لرقم والنقطة

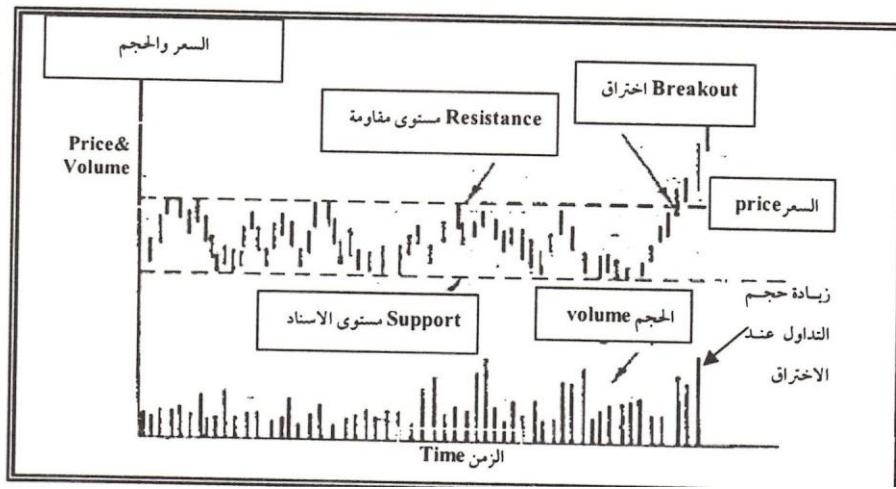
Price	Buy	Selling
52		
48	x	
46	x	x
44	x	x
42	x	x
40	x	x
38	x	x
36	x	x
34		
32		

المصدر : أرشد فؤاد التميمي " الأسواق المالية " ، ص 228

3. مستوى الإسناد والمقاومة :

يقصد بمستوى الإسناد (الدعم) ، هو أدنى انخفاض للسعر أو مستوى السعر الذي يصل إليه السهم أو السوق ككل من غير المحتمل أن ينخفض بأدنى منه ، أي بمعنى أن سعر السهم سوف ينخفض إلى نقطة يعتقد المستثمر أنها أدنى انخفاض يصل إليه .

الشكل رقم (9) : مستوى الإسناد والمقاومة



المصدر : أرشد فؤاد التميمي " الأسواق المالية " ص 229

3. الشموع اليابانية¹:

هي نوع من التحليل الفني يعتمد على رسم علاقة بين التغير في سعر الأداة والتغيير في الزمن، الخط الرأسى يمثل التغير في السعر والأفقى يمثل التغير في الزمن.

ينتج عن هذا المنحنى ظهور أعمدة تشبه الشموع ولذلك تسمى الشموع اليابانية لأن أول من استخدم

التحليل الفني هم اليابانيون في مضاربات الأرز .

¹ رائد محمود أبوظربوش " الإحتيال والبورصة " - مرجع سابق الذكر - ص 120.

وتتماز هذه الطريقة في رسم منحنيات حيث يمكنك من الرسم معرفة معلومات كثيرة جدا كما سنبين:

كل شمعة تمثل مدة من الزمن قد تكون 10 أو 15 دقيقة أو يوم كامل حسب اختيار المدة الزمنية للمنحنى.

ويتكون جسم الشمعة من خطين علوي وسفلي وأحدهما يمثل الافتتاح والآخر يمثل الإغلاق.

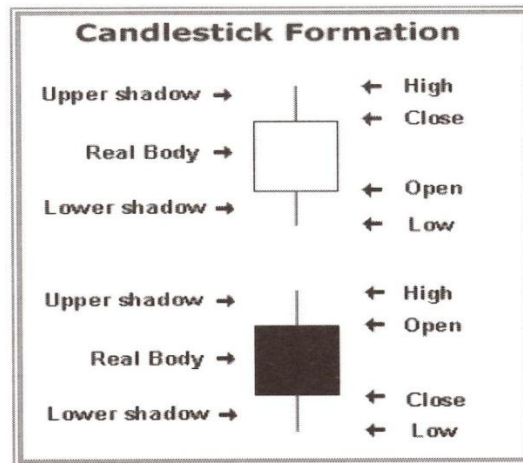
✓ إذا كان سعر الافتتاح لهذه الشمعة أقل من سعر الإغلاق يعني بدأ السعر قليل ثم بدأ في الزيادة وأقفل

على زيادة ويكون لون الشمعة أبيض والعكس إذا كان سعر الإغلاق أقل من الافتتاح لهذه الشمعة يكون لونها أسود.

أما الظلال فتنقسم إلى خط علوي يمثل أعلى سعر وصل له السهم خلال الفترة المدروسة ونطلق عليه

upper shadow، والخط السفلي يمثل أقل سعر وصل له السهم في هذه الفترة lower shadow

الشكل رقم (10) : الشموع اليابانية



المصدر: رائد محمود أبوطربوش " الإحتيال والبورصة " ص 120.

المطلب الرابع : مشكلة عدم تناظر المعلومات داخل الأسواق

1/ أهمية تماثل المعلومات في بورصة الأوراق المالية¹ :

إذا علمنا أن التعامل في الأسواق المالية يعتمد بشكل أساسي على المعلومات وكيفية استخدامها ، فإننا ندرك أهمية إتاحتها وتماثلها مع الجميع لأن عكس ذلك سوف يؤدي بالضرورة إلى قيام بعض المستثمرين على اختلاف مستويات الأسواق التي يتعاملون معها بالتنبؤ باتجاهات الأسعار هبوطا وصعودا دون الآخرين وبالتالي قيامهم بشراء هذا السهم وبيع آخر و من تم يتحقق لهم عوائد ومكاسب غير عادية على حساب الآخرين نتيجة لعدم العدالة في توزيع المعلومات وأحيانا أخرى على حساب عدم فهم وجهل الآخرين بهذه المعلومات.

2/ تعريف عدم تماثل المعلومات: تكون المعلومة غير متماثلة إذا مختلف المستثمرون يملكون معارف مختلف

ويستخدمونها من أجل إدارة محافظهم².

أ- مشكلة الاختيار السيئ:

وهو عدم قدرة أصحاب الأموال على التفرقة بين الصالح والطالح من الأفراد و المنظمات الذين يسعون للحصول على هذه الأموال لتمويل أنشطتهم الاستثمارية ، الأمر الذي قد يعرضهم للاختيار السيء أي توجيه مدخراهم للطالح من الأفراد أو المنظمات وما يترتب عليه من نتائج غير مرضية.

إن عدم توافر المعلومات لدى مشتري الأوراق المالية تجعله غير قادر على تحديد أي من الشركات المصدرة لهذه الأوراق المالية ذات معدلات عائد متوقعة ومخاطر منخفضة وأيها ذات معدلات عائد متوقعة منخفضة ومخاطر مرتفعة، لذلك فعند دخول هذا المشتري هذه الأسواق المالية سيكون على استعداد لعرض سعر لا يعكس الجودة الحقيقية(القيمة الاقتصادية الحقيقية) لورقة المالية، بل يعكس متوسط الجودة للأوراق المطروحة

¹فيسل محمود الشواورة " الإستثمار في بورصة الأوراق المالية " - مرجع سابق - ص 51

² www.irem.univ-mrs.fr/Axel-Grorud-Marches-financiers-etinformation ,2001

في السوق، وهو سعر يقع ما بين القيمة الاقتصادية الحقيقية للورقة المالية الجيدة والقيمة الاقتصادية الحقيقية للورقة المالية الرديئة، وهذا السلوك من قبل المشتري لا يشجع مديري الشركات الجيدة على طرح أوراقهم المالية داخل هذا السوق لعلمهم أن هذه الأوراق ستباع بأقل من قيمتها الاقتصادية الحقيقية أما مديري الشركات الرديئة فهم الأكثر رغبة في طرح أوراقهم المالية لعلمهم بأن المشتريين المرتقبين على استعداد لعرض أسعار تفوق القيمة الاقتصادية الحقيقية لأوراقهم المالية لذلك فهم يمارون السوق مما يجعل المشتري المرتقب عرضة لمشكلة الاختيار السيئ الأمر الذي يحجب الكثير من المستثمرين عن التعامل مع هذه الأسواق المالية مما يحدث آثارا سلبية ليس فقط على أداء هذه الأسواق و لكن أيضا على أداء الاقتصاد القومي وذلك لعدم فاعلية هذه الأسواق على تعبئة المدخرات وتوجيهها للمنظمات الجيدة التي تتوافر لديها فرص استثمارية منتجة تساهم في زيادة النمو الاقتصادي للمجتمع¹.

ب- مشكلة مخاطر سوء النية:

حتى مع افتراض قدرة الأفراد - أصحاب الأموال - على التفرقة بين الجيد والسيئ من الأفراد والمنظمات قبل إتمام الصفقة المالية وبالتالي عدم تعرضهم لمشكلة الاختيار السيئ، وهذا ما يعرف بنظرية الوكالة. مفهوم نظرية الوكالة²: تقوم نظرية الوكالة على العلاقة التي تنشأ بين طرفين هما: الموكل، من جهة والوكيل من جهة ثانية وتتحدد هذه الوكالة وفق شروط عقد صريحة أو ضمنية، يكلف بموجبها الموكل والوكيل بالقيام بأنشطة معينة لصالحه كما يفوضه باتخاذ القرارات نيابة عنه، وعلى أساس هذا المفهوم تصف هذه النظرية الشركة على أنها مجموعة من العلاقات التعاقدية بين الأطراف ذوي المصالح المشتركة فيها، والتي تتركز على فرضيتين أساسيتين هما:

¹ السيد البدوي عبد الحافظ إدارة الأسواق و المؤسسات المالية (نظرة معاصرة)، دار الفكر العربي، مصر، بدون سنة، ص 20، 19

² مؤيد الفضل " العلاقة بين الحاكمية المؤسسية وقيمة الشركة في ضوء نظرية الوكالة " عن مجلة " التفكير الإداري و استراتيجي في عالم متغير " جزء الثاني، مكتبة المجتمع للنشر والتوزيع، ص 21.

1- لأن الموكل والوكيل شخص أو أشخاص يتميزون بالحصافة والوعي، بمعنى أن كلا الطرفين يعرف

مصلحته لذا يسعى إلى تعظيم منافعه المتوقعة، وهذه المنافع المتوقعة، وهذه المنافع المتوقعة ستحدد

في نهاية تصرفاته وقراراته..

2- تأسيساً على ما تقدم سيسعى الوكيل إلى تعظيم منفعة حتى ولو كان ذلك على حساب مصلحة

الموكل ، ومن هنا سينشأ نوع من تضارب المصالح مما يوجب توفر آليات تقلل من فرص حدوث

التعارض إلى حدها الأدنى.

3/ أثر عدم تماثل المعلومات على الأسواق المالية:

إن عدم تماثل المعلومات بمعنى امتلاك بعض المتعاملين لمعلومات لا يمتلكها الآخرون (مثال كبار العاملين في

الشركات الذين يكتسبون معلومات معينة يتم حجبها عن المستثمرين بهدف تحقيق عائد غير عادي وذلك قبل

نشرها في التقارير والقوائم المالية) ، يمكن أن يؤدي إلى آثار سلبية عديدة فإذا شعر المستثمرون بعدم المساواة في

المعلومات بالنسبة لورقة مالية معينة سوف يمتنعون عن التعامل فيها كما أظهرت دراسة (lev.1989)

وبالتالي ينخفض حجم العمليات في السوق ويتناقص حجم السوق كنتيجة لتناقص عدد الأوراق المالية المباعة

والمشتراة في فترة زمنية معينة ، بإضافة على ذلك فإن عدم تماثل المعلومات في سوق الأوراق المالية يمكن أن

ينعكس في شكل اتساع مدى السعر مما يؤدي إلى زيادة تكلفة العمليات وتناقص السيولة وبالتالي تناقص

السيولة وبالتالي تناقص عدد المتعاملين في السوق (9831 copeland & galai) أي أن عدم توفر

المعلومات أو توافرها بشكل غير عادل أمام جميع المستثمرين أو عدم توافر الأشخاص القادرين على تحليلها

سوف يحول سوق الأوراق المالية إلى سوق للمضاربة الغوغائية وهي مضاربة غير علمية تؤدي إلى تسعير خاطئ للأوراق المالية مما يؤدي في النهاية إلى التخصيص غير الكفء للموارد المتاحة (هندي 1994)¹.

و خلاصة القول أن عدم تماثل المعلومات يترتب عليه ما يلي:

1- تقليص دور الأسواق المالية، وذلك نتيجة لإحجام الكثير من الأفراد المدخرين عن التعامل مع هذه الأسواق خوفا من التعرض للمشكلات سالفة الذكر. و أيضا لأحجام الشركات الجيدة عن دخول هذه الأسواق خوفا من بيع أوراقها المالية بأقل من قيمتها الحقيقية، الأمر الذي يعني حجب مدخرات المجتمع عن الفرص الاستثمارية الجيدة التي تفيد الاقتصاد القومي وترفع مستوى معيشة الأفراد.

2- انخفاض كفاءة الأسواق المالية وذلك نتيجة لدخول بعض المدخرين لاستثمار أموالهم في هذه الأسواق دون توافر المعلومات الكافية مما يعرضهم لمشكلة الاختيار السيئ وبالتالي توجيه مدخراتهم إلى من يسيء استخدامها، الأمر الذي يعني عدم استخدام موارد المجتمع الاستخدام الكفء الذي يخدم أغراض النمو الاقتصادي.

3- حتى مع غياب عدم تماثل المعلومات فهناك مشكلات أخرى يواجهها المدخر الفرد تمنعه من دخول الأسواق المالية وهذه المشكلات تتمثل فيما يلي:

أ- ارتفاع تكاليف عقد الصفقات، وحتى لو توفرت المعلومات لهذا المدخر فإنه يعزف عن الدخول في هذه

الأسواق نظرا لارتفاع تكاليف يعزف عن الدخول في هذه الأسواق نظرا لارتفاع تكاليف عقد

الصفقة، هذا بالإضافة إلى ما يسببه ارتفاع هذه التكاليف من مشكلات أخرى متمثلة في :

-تقييد قدرة هذا المستثمر على تنويع استثماراته وذلك لصغر حجم أمواله التي تمتص تكاليف عقد الصفقات

نسبة كبيرة منها.

¹ محمد صالح الحناوي "تحليل وتقييم الأوراق المالية" -مرجع سابق الذكر- ص 133

- ارتفاع تكاليف السيولة، وهي التكاليف التي يتحملها صاحب الورقة المالية عند بيعها لتحويلها إلى سيولة نقدية.

- احتمال تعرض المستثمر الفرد لمخاطر السعر والتي تعني احتمال انخفاض سعر الورقة المالية عن سعر الشراء الأصلي لهذه الورقة بما يعرض حامل هذه الورقة لخسارة مالية.

المبحث الثاني : كفاءة الأسواق المالية

المطلب الأول : مفهوم السوق المالي الكفاء

1- تعريف كفاءة الأسواق المالية:

حسب (Fama(1965-1970)* كفاءة الأسواق المالية تدل على أن جميع المعلومات المتاحة تنعكس وبسرعة في أسعار الأوراق المالية¹.

وفي السوق الكفاء، يعكس سعر السهم لمؤسسة ما، المعلومات المتاحة عنها سواء كانت تلك المعلومات في شكل: قوائم مالية، معلومات تبثها وسائل الإعلام، السجل التاريخي لسعر سهم أو التحليلات والتقارير حول الحالة الاقتصادية العامة على أداء المؤسسة.

كما يعكس سعر السهم في ظل السوق الكفاء توقعات المستثمرين بشأن المكاسب المستقبلية وبشأن المخاطر التي تتعرض لها هذه المكاسب².

ومن خلال التعريف السابق، يمكن استنتاج ثلاثة عناصر أساسية³:

- 1- التأثير الكامل: يفترض مفهوم الكفاءة أن المستثمر يستوعب كل المعلومات لاتخاذ قرار الشراء والبيع.
- 2- جميع المعلومات متاحة: يفترض مفهوم الكفاءة السوق أن كل المعلومات الموجودة متاحة وتنعكس على الأسعار المتضمنة للمعلومات الماضية وكذلك المعلومات وكذلك المعلومات الجارية في الحاضر وأيضاً المعلومات المستقبلية مثل توقعات المستثمرين.

* ugene Fama ولد سنة 1939 في مدينة بوسطن، وهو إقتصادي أمريكي صاحب نظرية كفاءة الأسواق المالية، وعرف بأب فرضية كفاءة الأسواق المالية، وكانت بدايته في رسالة الدكتوراه ومن تم نشر له مقال في ماي 1970 في جريدة "journal of finance"
¹ Bruno clomant, roland gillet ariane szafarz « efficience des marchés : concepts, bulles spéculatives et image comptable », larcier, bruxelles, 2003

² عصام حسين "أسواق الأوراق المالية (البورصة)" - مرجع سابق الذكر - ص 31، 32
³ إيهاب الدسوقي "إقتصاديات كفاءة البورصة، مصر، دار النهضة العربية، ص 32، 33

3- السرعة والدقة: ينطوي مفهوم الكفاءة على إحداث تعديل في الأسعار بسرعة ودقة كبيرتين.

و في النموذج المقدم من طرف **1980 Gossman & Stiglitz** بين أن كفاءة الأسواق المالية يمكن أن تتحقق إذا كانت تكاليف المعلومات والمعاملات صفرية ، بحيث وحسب كل من **Gossman & Stiglitz** "إذا كانت الأسعار تعكس بشكل تام وفوري جميع المعلومات المتاحة عندئذ يكون من المفترض عدم وجود حوافز لدى الأفراد لجمع ومعالجة البيانات ، كون أن كل ذلك تعكسه أسعار السوق، وبالتالي فإن العائد المتحقق من المعلومات الإضافية يطابق تماما تكاليف جمع هذه المعلومات"¹.

وهذا ما جاء به **Jensen 1978** حيث أكد على أن السعر يعكس كل المعلومات المتاحة إلى درجة أن الأرباح الحدية التي يمكن الحصول عليها من المعلومات هي أكبر من التكاليف الحدية للحصول على المعلومات².

¹Jürgen Huber, Michael Kirchler, Matthias Sutter "Is more information always better? Experimental financial markets with cumulative information" Journal of Economic Behavior & Organization Vol. 65 (2008) 86-104, p88

² Bertrand Jacquillat , Bruno Solnik "marchés financiers : gestion de portefeuille et risque " Op.cit p 49

2- النمذجة الرياضية التقليدية لنظرية الكفاءة :

المقدمة من طرف¹ fama 1970

$$E (P_{j,t+1} | \Phi_t) = P_{j,t} [1 + E(R_{j,t+1} | \Phi_t)]$$

مع :

$$E(r_{j,t+1}) = \frac{E(P_{j,t+1} | \Phi) - p_{jt}}{P_{j,t}}$$

مع العلم أن :

يمثل E القيمة المتوقعة لسعر الورقة المالية

$P_{j,t}$ سعر الورقة المالية j عند اللحظة t .

$P_{j,t+1}$ سعر الورقة المالية $j+1$ عند اللحظة $t+1$

$r_{j,t+1}$ معدل العائد عن فترة واحدة

Φ_t مجموعة المعلومات المتاحة عن الورقة المالية الخاصة باللحظة $t+1$ الواردة في اللحظة t .

إذا كان سعر الأصل المالي يعكس كل المعلومات المتاحة وإذا المعادلة المذكورة سابقا ملائمة لجميع

الأصول j الموجودة في السوق، فإن السوق يعتبر كفء.

¹ Eugene Fama , Efficient capital market ,A review of theory and empirical work, journal of finance , vol, 25,issue2 may 1970 , p 384

في السوق الكفاء، بمجرد وصول المعلومات حول أصل ما، سعر هذا الأصل يعدل فوراً. مثلاً إذا اعتبرنا سوق الأسهم سوق كفاء ففي نفس اللحظة التي تعرف فيها النتائج الخاصة بالمؤسسة، سعر السهم لهذه المؤسسة يتغير فوراً بطريقة تعكس هذه المعلومات الجديدة¹.

3- الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية

3-1/ الكفاءة الكاملة² :

في ظل الكفاءة الكاملة بين المستثمرين لن يتمكن أحدهم من الاستفادة من الفروق السعرية في تحقيق أرباح غير عادية ، وهناك شروط أساسية يجب توافرها في السوق المالية الكفاءة حتى تتسم هذه السوق بالكفاءة الكاملة³ :

- 1- وجود عدد كبير من المستثمرين، يتصفون بالرشد ويسعى كل مستثمر لتعظيم الربح من خلال التحليل والتوقعات العملية، ولكن لا يستطيع أي مستثمر بمفرده التأثير في سعر الورقة المالية.
- 2- توافر المعلومات بسرعة ودقة، وبدون تكاليف ومن تم تماثل توقعات كل المستثمرين نظراً لتماثل المعلومات المتاحة أمامهم.
- 3- سهولة الدخول والخروج من السوق في ظل عدم وجود قيود على التعامل مثل تكاليف المعاملات والضرائب.
- 4- استجابة المستثمر بسرعة ودقة للمعلومات الجديدة، ومن تم تعديل أسعار الأوراق المالية.

3-2/ الكفاءة الاقتصادية : أما في ظل الكفاءة الاقتصادية للسوق فإنه يتوقع أن يمضي بعض الوقت منذ وصول المعلومات إلى السوق حتى تبدو آثارها على أسعار الأسهم مما يعني أن القيمة السوقية للسهم قد تبقى

¹ Philippe gillet « efficience des marchés financiers » paris,2 édition , economica , , 2006, p14, p 13.

² السيد متولي عبد القادر " الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير" - مرجع سابق - ص 104

³ إيهاب الدسوقي " إقتصاديات كفاءة البورصة " - مرجع سابق - ص 33

أعلى أو أقل من قيمته الحقيقية لفترة من الوقت على الأقل ، ولكن بسبب تكلفة المعلومات والضرائب وغيرها من التكاليف الاستثمار لن يكون الفارق بين القيمتين كبيرتين إلى درجة أن يحقق المستثمر من ورائها أرباحا غير عادية على المدى الطويل.

4-شروط قيام السوق الكفاء¹:

1/ توافر مناخ استثماري مستقر يتمثل في: حالة استقرار اقتصادي وسياسي واجتماعي (سياسة اقتصادية رشيدة ومرنة ، حالة انتعاش اقتصادي، وفرة المدخرات) ومن المعلوم أن أسواق الأوراق المالية إذا قامت في البيئة والظروف الاقتصادية الملائمة فإنها تعتبر من أكبر الوسائل التي تتيح الفرص لتحقيق أكبر قدر من السيولة للاستثمارات طويلة الأجل .

2/ توافر الحرية الاقتصادية والوعي الاقتصادي حتى تتمكن سوق الأوراق المالية من القيام بدورها.

3/ توافر هيكل متكامل من المؤسسات المالية التي تستخدم أساليب فنية متقدمة

4/ توافر التقنية المناسبة (شبكة اتصالات متقدمة، وشبكة إلكترونيات متطورة لربط سوق الأوراق المالية ببعضها البعض لضمان توفر المعلومات بدقة.

5/ توافر الإفصاح والعلانية ، وذلك بنشر التغيرات في الأسعار المتعامل عليها في نشرة مكتوبة ، كما تلزم الشركات بنشر ميزانياتها ونتائج أعمالها وبيانات كافية عن مشروعاتها .

6/ يجب التأكد أن الأوراق المالية القابلة للتداول سليمة ، وأن عقد العمليات بالسوق لا يشوبه غش أو نصب أو إحتيال أو مضاربة وهمية .

¹صلاح الدين حسن السبسي " الأسواق المالية-الأزمات المالية العالمية"- مرجع سابق- ص 162،163

7/ المنافسة الحرة: بحيث يجب أن يتحقق في هذا السوق عنصر المنافسة الحرة بين العرض والطلب ليكون السوق متوازن.

8/ السرعة والدقة: بحيث يجب سرعة إتمام الصفقات، وعرض عوامل العملاء وتنفيذها من خلال المدة المحددة وبشروط معينة.

9/ المرونة يجب أن تتسم السوق المالية بالمرونة الكافية لسهولة انتقال ملكية الأوراق المالية من مستثمر لآخر.

10/ ضمان سلامة الادخار وحمايته، وذلك عن طريق خلق جو من الثقة بين المتعاملين.

11/ تمكين المستثمرين من الحصول على عائد معقول من استثماراتهم وذلك عن طريق رفع سعر الفائدة أو على السندات المطروحة للاكتتاب، أو إعفاء العائد من الضرائب.

12/ وجود عدد كبير من البنوك والمؤسسات المالية وشركات الاستثمار المحلية والأجنبية.

13/ نمو الوعي الادخاري وارتفاع نسبة الادخار لدى الأفراد .

14/ عدم وجود قيود أية رقابة على الصرف.

15/ وجود نظام ضريبي مقبول وغير مغالي في أسعاره أو معدلاته.

16/ أن يتمتع السوق بعنصر الشفافية¹ transparency ، وبقدر يجعل المعلومات عن أسعار الأوراق المتداولة والصفقات المنفذة متاحة لجميع المتعاملين على قدم المساواة.

¹ محب خلة توفيق " الهندسة المالية : الإطار النظري والتطبيقي لأنشطة التمويل والإستثمار " دار الفكر الجامعي ، 2011 ، ص 181

5- سمات السوق الكفاء

حدد Reilly ثلاثة مقومات رئيسية لسوق هي دقة وسرعة وصول المعلومات ، كفاءة التشغيل وكفاءة التسعير، والسيولة كما أضاف Bernstein سمة العدالة .

5-1/ دقة وسرعة وصول المعلومات:

يتوقع المتعاملون من السوق أن يزودهم في الوقت المناسب بالمعلومات الدقيقة ، عن كافة الصفقات التي أبرمة من حيث الحجم والسعر الذي تباع به وتشتري كل ورقة والذي يعكس في حقيقة الأمر مستوى الطلب والعرض لكل منهما¹.

5-2/ كفاءة التسعير وكفاءة التشغيل:

5-2-1/ كفاءة التسعير:

يقصد بالكفاءة من حيث التخصيص الكفاء للموارد المالية بكفاءة الأسعار وتسمى أحيانا الكفاءة الخارجية للسوق وتتحقق كفاءة السوق المالي الخارجية عند الحصول على المعلومات والبيانات الجديدة بالسرعة المطلوبة وفي الوقت نفسه من قبل جميع المتعاملين وبدون تكلفة إضافية وبفرص متكافئة وأن تكون هذه المعلومات دقيقة و حقيقية².

وكون السوق المالي من أهم الوسائل التي يمكن الاعتماد عليها من أجل تحقيق العدالة في توزيع الموارد المالية لضمان النمو المتوازن في الاقتصاد الوطني ، وذلك من أجل جذب المدخرات الوطنية والأجنبية ، وخلق ما يقابلها من فرص ومشاريع تنموية .

¹ منير إبراهيم الهندي " أساسيات الإستثمار في الأوراق المالية " مصر، دار المعارف ، 199، ص 412
² دريد كامل آل شبيب " الإستثمار والتحليل الإستثماري " - مرجع سابق الذكر-ص 205 .

وبورصة الأوراق المالية لا يمكنها أن تقوم بهذه المهمة بكفاءة إلا إذا كانت الأسعار السوقية فيها تتحرك بشكل عشوائي ، والتحرك العشوائي لا يمكن أن يتحقق إلا إذا كانت الأسعار السوقية قريبة ومتطابقة مع القيمة الحقيقية ، وهذا التطابق لا يمكن بلوغه إلا إذا كان السوق بدرجة معقولة من الكفاءة ، وهذه الأخيرة لا يمكن الوصول إليها إلا إذا كانت المعلومات المتاحة على مستوى معين من الملائمة وفي الوقت نفسه على قدر متساو من التفسير والفهم الصحيح لدى المستثمرين ، وكل ذلك لا يعني إذ لم يتخذ المستثمر قرار الشراء أو البيع في الوقت المناسب وبسرعة عالية ، وحينها لا بد للأسعار السوقية من أن تكون معبرة عن القيمة الحقيقية للأسهم العادية ، وبالتالي لا بد للمستثمر أن يكون حرا في اختياره للورقة التي يريد دون وجود أدنى ضغوط عليه من جراء رغبته في تحقيق أرباح غير عادية أو خوفه من تحمل خسائر غير عادية ، نتيجة استغلاله أو عدم معرفته بالمعلومات التاريخية أو الحالية أو المستقبلية المتاحة في السوق ، وعندها لا يكون أسير ورقة مالية دون أخرى ويتحقق التوزيع الأمثل للموارد¹.

5-2-2 كفاءة التشغيل²:

إن الانعكاس الكامل والسريع للمعلومات بأسعار السوق وحده غير كافي لتحقيق مفهوم الكفاءة إن صح القول إذ لا بد أن يرتبط الانعكاس الكامل للمعلومات (كفاءة التسعير) بكفاءة تشغيل السوق ويقصد بكفاءة التشغيل قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض والطلب في ظل صفرية كلفة المعاملات* ، وتحقق هذه الكفاءة من خلال صناع السوق market maker وهم التجار المتخصصين والوسطاء من خلال مواجهة الطلب العالي و امتصاص العرض الكبير من بصفقات لحسابهم الخاص بهوامش منخفضة للربح ، وبالتالي فإن كفاءة التسعير والتشغيل مفهومان متكاملين يتطلب توفرهما في السوق الكفاء .

¹ فيصل محمود الشواورة " الإستثمار في بورصة الأوراق المالية " - مرجع سابق ص 208، 209.

² أرشد فؤاد التميمي " الأسواق المالية " - مرجع سابق الذكر - ص 45، 46.

* صفرية كلفة المعاملات : هو تنفيذ الصفقة بيعا وشراء وهذا بكلفة تنافسية وضمن مستويات مقبولة بين المعاملين في السوق ، بشكل يضمن إستمرار السوق (إن ارتفاع سعر الصفقة قد يجعل إستلام المعلومات عملية غير مجزية حتى ولو كانت لعامة المستثمرين).

وتشكل صناعة السوق أحد الأركان الرئيسية لمفهوم كفاءة التشغيل، وتتم عملية صناعة السوق

كالتالي:

- 1- توفير ومعلومات عن أفضل الأسعار إلى المشاركين في السوق.
- 2- العمل كمنظم مزاد يؤمن استمرار السوق وعدالته .
- 3- الاحتفاظ بالمنحزون الخاص من الأصول المالية لأغراض تحقيق التوازن بين أوامر البيع والشراء ولتخفيف الصدمة التي تحصل بفضل عدم توازن الأوامر.
- 4- توفير قواعد الحماية للأسعار في حالة عدم التوازن المؤقت في السوق .
- 5- السيطرة على حركة المعلومات والحد من عمليات المضاربة لضمان استمرارية السعر.

5-3/ السيولة¹:

ينصرف مفهوم سيولة الأوراق المالية إلى سهولة تسويق الأوراق المالية بأدنى تكلفة ممكنة، وثمة خصائص إذا توفرت فإن السوق تتصف بالسيولة وهي: عمق السوق، اتساع السوق، سرعة استجابة السوق.

○ عمق السوق:

تكون السوق عميقة إذا كان التعامل فيها نشط ، بمعنى وجود أوامر بيع وشراء بصفة مستمرة للورقة المالية ، وفي حالة السوق العميقة يؤدي الخلل في التوازن في الكمية المطلوبة أو المعروضة إلى التغيرات بسيطة في الأسعار ومؤدى ذلك أن الخسائر الرأسمالية التي قد تحدث عادة ما تكون هامشية ، ولا شك أن وجود وسائل الاتصال جيدة بين المتعاملين في السوق يعد من أهم متطلبات السوق العميقة حيث يساعد ذلك في تنفيذ أوامر البيع والشراء بسرعة مما يخلق حالة من الاستمرارية التعامل.

¹ عاطف وليم أندراوس " السياسة المالية " -مرجع سابق الذكر - ص 66، ص 65

○ اتساع السوق:

تكون السوق متسعة إذا كان هناك عدد كبير من الأوامر البيع والشراء للورقة المالية، ويحقق ذلك الاستقرار النسبي في سعرها ، ويقلل من ثم من مخاطر التعرض للخسائر الرأسمالية ، وفي السوق المتسعة لا يوجد دافع لدى المشتري أو البائع لتأجيل قرارات الشراء أو البيع.

○ سرعة استجابة السوق:

يقصد بخاصية استجابة السوق القدرة على معالجة الإختلالات في الكميات المطلوبة والكميات المعروضة من الأوراق المالية بسرعة خلال إحداث تغيرات طفيفة في الأسعار ، ويضمن ذلك تدنية الخسائر الرأسمالية التي قد يتعرض لها حامل الورقة المالية ، مما يقلل من تردده في بيعها.

و تتطلب هذه الخواص توافر وسائل اتصال فعالة بين الأطراف المتعاملة في سوق الأوراق المالية.

4-5 / عدالة السوق¹:

يقصد بعدالة السوق **fair market** أن يتيح السوق لجميع المعاملين فرص متساوية للتعامل وذلك سواء من حيث الوقت أو من حيث إتاحة المعلومات وفي هذا الصدد يشير **1987 Bernstein** إلى أن لجنة الأوراق المالية -في السوق الأمريكية - تعمل جاهدة للتأكد من أن المعلومات المتاحة تصل بسرعة لكافة المتعاملين ، كما أنها تعطي فرصة متساوية لكل من يرغب في التعامل على ورقة مالية ما .

¹ منير إبراهيم الهندي " أساسيات الإستثمار في الأوراق المالية " - مرجع سابق الذكر - ص 412

نظرية كفاءة الأسواق المالية تفترض عقلانية المتعاملين سواء على مستوى سلوكياتهم أو على مستوى توقعاتهم ، حيث أن كل المتعاملين يسعون إلى تعظيم منفعتهم بطريقة عقلانية. تعريف المقدم من قبل Muth للتوقعات الرشيدة* سنة 1961 " التوقعات بما أنها عبارة عن تنبؤات مبنية على المعلومات الملائمة حول الأحداث المستقبلية "

وتشير فرضية عقلانية المستثمرين إلى فرضيتين هما²:

الأولى: أن الأعوان الاقتصاديين يتصرفون وفق المعلومات الواردة إلى السوق، فإذا كانت المعلومات الواردة إلى السوق حول أصل مالي ما حسنة فإن المتعاملين يقبلون على شراء هذا الأصل. أما إذا كان العكس أي أن المعلومات الواردة للسوق غير جيدة حول أصل مالي فإن ذلك يدفع بالمتعاملين إلى اتخاذ قرار بيع هذا الأصل.

الثانية: أن المستثمرين يبحثون من خلال شراء و بيع الأصول المالية عن تعظيم أرباحهم، و تقليل الخطر الناتج عن عمليات الشراء و البيع.

نمذجة التوقعات العقلانية :

فرضية التوقعات العقلانية يمكن أن تعرف بالشكل التالي:

$$X_t^a = E[X_t | I_{t-1}]$$

X_t^a هي التوقع في اللحظة t للمتغير X_t ، و I_{t-1} هو مجموع المعلومات المتاحة في اللحظة $t-1$.

¹ Sadrine lardic, valérie mignon « l'efficience informationnelle des marchés financiers », paris , édition la découverte 2006 p23.

تتميز التوقعات الرشيدة نظرتها الأمامية ومفادها أن التوقعات تكون متماثلة باستخدام كل المعلومات والبيانات المتاحة، ولكن الاقتصاديين في الماضي كانوا ينظرون إلى التوقعات بأنها مكونة من تجارب الفترات السابقة وعرفت هذه النظرة بالنظرة الخلفية .

^{2 2} Philippe gillet « efficience des marchés financiers » p 18

وبصفة عامة فرضية التوقعات العقلانية تعكس تطبيق التصرفات العقلانية عند إقتناء ومعالجة المعلومات وبالتالي عند تكوين التوقعات .

5-6/ مجانية المعلومات¹ :

وتشير إلى إمكانية حصول كل الأعوان الاقتصاديين على المعلومات من دون تحمل تكاليف إضافية، فإذا كانت المعلومات لا تمنح للمتعاملين دون مقابل، فإن المتعاملين سوف يتحججون بكون أن تكون تكلفة المعلومات، والحصول عليها أكبر من الخسارة المحتملة عند عدم حصولهم على هذه المعلومات.

المطلب الثاني : الحركة العشوائية للأسعار وكفاءة السوق² :

1- الحركة العشوائية للأسعار

خاصية الحركة العشوائية Randomwolk تعني عدم إمكانية التنبؤ بتقلبات أسعار الأصل المالي في المستقبل لأن قيمة الحالية ترتفع وتنخفض بشكل متواصل دون وجود ترابط بين قيم المتغير على طول السلسلة الزمنية لهذا الأصل³.

والسوق الكفاء هو السوق الذي تتحرك فيه الأسعار عشوائيا ، ويرجع اكتشاف الحركة العشوائية للأسعار في عام 1900 إلى باحث فرنسي يدعى Louis Bachelier فلقد أسفرت متابعته للتغيرات المتتالية للأسعار في سوق السلع من أنها تفتقد وجود أي ترابط بينها مما يؤكد على وجود نمط محدد لحركة تلك الأسعار ، وقد علق على ذلك بالقول بأن المضاربة في تلك السوق هي لعبة عادلة fair Game حيث لا يمكن للبائع أو المشتري أن يضمن تحقيق الأرباح على حساب غيره... وقد تطابقت نتائج ملاحظة Bachelier مع نتائج دراسة Karl Pearson عن الحركة العشوائية لشخص المخمور إذا تركته في

¹ Philippe gillet « efficience des marchés financiers » Op.cit ,p 20

² منير إبراهيم الهندي " الأوراق المالية وأسواق رأسمال " - مرجع سابق- ص514،515،516، ص520

³ السيد متولي عبد القادر " الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير" - مرجع سابق - ص 106

مكان ثم رغبت في العثور عليه فعليك أن تذهب إليه في البقعة التي تركته فيها ، فتلك البقعة هي التقدير الغير متحيز للمكان الذي يمكن أن تجده فيه ، في أي لحظة في المستقبل ، ذلك أن المخمور يسير على غير هدى مرة هنا ومرة هناك ، فهو يدور حول نفسه في حركة عشوائية .

2-العلاقة بين الحركة العشوائية وكفاءة السوق:

إن الفرض الأساسي الذي يقوم عليه مفهوم الكفاءة السوق هو أن المستثمرين يهدفون إلى تعظيم أرباحهم، ومن ثم فإن كل واحد منهم سيسعى جاهدا لتحليل المعلومات الواردة إلى السوق بأسرع ما يمكن وبما يؤدي في النهاية على أن تكون الأسعار مرآة لتلك المعلومات ، غير انه لما كانت المعلومات ترد في أي وقت وفي نمط عشوائي وغير منتظم ، وأن الأخبار التي تنطوي عليها ، قد تكون سارة وغير سارة ، فإنه لا يمكن لأحد أن يتوقع نمط معين لاتجاه حركة الأسعار في السوق ، فالحركة المتوقعة في ظل هذا المناخ تكون عشوائية.

المطلب الثالث: مستويات الكفاءة:

فرضية السوق الكفاء تتحدد ليس فقط بأنواع ومصدر المعلومات ولكن أيضا بالجودة والسرعة التي تصل بها المعلومات إلى المستثمرين.

1- مستوى الكفاءة الضعيفة :

الصيغة الضعيفة لفرضية كفاءة الأسواق المالية تعتمد على أن الأسعار السابقة للأسهم هي دون منفعة لتنبؤ بالتغيرات في الأسعار في المستقبل حيث تقتضي هذه الفرضية بأن تكون المعلومات تاريخية بشأن ما طرأ من تغيرات في سعر الورقة المالية وعلى حجم التعاملات التي جرت في الماضي منعكسة في الأسعار الحالية¹ ، وبالتالي لا يمكن الاستفادة منها للتنبؤ بالتغيرات في المستقبلية في الأسعار ، مما يعن بأن محاولة التنبؤ بما يكون عليه سعر السهم ، مثلا في المستقبل من خلال دراسة التغيرات التي طرأت في الماضي هي مسألة عديمة الجدوى، وذلك لأنه إذا كان السعر يتبع تحرك عشوائي فالتغيرات اليوم لا علاقة لها بالأيام الماضية، فإذا كانت المعلومات تصل بطريقة عشوائية فتغيرات الأسعار تكون عشوائية .

هناك وسائل عديدة لتقييم حركة الأسعار العشوائية وفقا للصيغة الضعيفة لفرض كفاءة السوق من

أهمها:²

¹ السيد متولي عيد القادر " الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير" - مرجع سابق - ص 107

² إيهاب الدسوقي - مرجع سابق - ص 46، 47

1- اختبار الأنماط:

يعتمد على استخدام الأسلوب الإحصائي المعروف باختبارات التغير في اتجاه الأسعار، وذلك بوضع الإشارات لكل نوع من المتغيرات. (+) تعني حركة سعرية بالزيادة ، (-) تعني حركة سعرية بالنقص ، الصفر تعني عدم وجود حركة كما يقترن الاختبار بمدة الفترة التي يستغرقها التغير.

ومن خلال متابعة التغيرات التي تحدث في سعر الورقة المالية ، يمكن الحكم على مدى عشوائية الحركة السعرية أو مدى وجود اتجاه معين للحركة السعرية.

2- اختبار سلسلة الارتباط:

يستند هذا الاختبار إلى دراسة التغيرات السعرية لسعر الورقة المالية خلال فترة زمنية قصيرة الأجل فقط، حيث في المدى الطويل سيكشف في الغالب عن وجود نمط معين لاتجاه الأسعار. مؤيدي فكرة استغلال المعلومات الماضية حول سعر الأصل المالي، يبررون ذلك كونه عندما يبدأ السعر بالصعود، سيواصل صعوده لفترة معينة وفي هذا السياق يستطيع المستثمر تحقيق الأرباح من خلال إتباعه للإستراتيجية تعتمد على المعلومات الماضية¹.

و في الأخير يمكن القول أن قواعد التحليل الفني وأدواته غير قادرة على اكتساح السوق وتحقيق المستثمر لعوائد إضافية لأن جمع المتعاملين في السوق لقد حصلوا على المعلومات التاريخية والتي لا تحقق أي ميزة معلوماتية لمستثمر على حساب الآخر².

¹ Lawrence Giteman ,michael joehnk "investissement et marches financier " Op.cit, p 406,407

² أرشد فؤاد التميمي " الأسواق المالية " -مرجع سابق الذكر - ص 47

2- مستوى الكفاءة الشبه قوية¹:

هي الأسواق التي تستجيب أسعارها للمعلومات المتاحة كأسعار بيع الأسهم وأرباحها ونتائج أعمال الشركات المصدرة ولا يستطيع فيها أي مستثمر تحقيق أرباح غير عادية تفوق متوسط عائد السوق أو معدل العائد المطلوب على السهم ذاته على حساب الآخرين نتيجة لتمائل المعلومات المتاحة. ويمكن تحديد هذه الأسواق، من خلال مدى قرب الأسعار السوقية من الأسعار الحقيقية ، أو مدى سرعة استجابة الأسعار للأحداث الجديدة وذلك باستخدام أسلوب تحليل السلاسل الزمنية ، أو التحليل القطاعي باستخدام قياس الأرباح الغير عادية.

حيث أن أسعار الأسهم تعكس إضافة إلى المعلومات التاريخية كافة المعلومات المتاحة والمتمثلة في²:

- الأحداث السياسية والاقتصادية على المستوى العالمي .
 - الظروف الاقتصادية والسياسية على الصعيد المحلي .
 - ظروف الشركة المصدرة للسهم .
 - التقارير والقوائم المالية الخاصة بالشركة و التحليلات والتفسيرات الخاصة بهذه القوائم والتي تعدها بعض الجهات المتخصصة في هذا المجال.
- وفي إطار ذلك (السوق الكفاء) تكون الاختلافات بين السعر السوقي لسهم والقيمة الحقيقية صغيرة . ويتفق هذا مع فكر التحليل الأساسي الذي يهتم بتحليل البيانات والمعلومات الاقتصادية على المستوى العالمي

¹ فيصل محمود الشواورة " الإستثمار في بورصة الأوراق المالية " - مرجع سابق ص 50
² أندراوس عاطف وليم أندراوس " أسواق الأوراق المالية: بين ضرورات التحول الإقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها" الطبعة الأولى ، مصر ، دار الفكر الجامعي ، 2002 ص 160

ومستوى الاقتصاد المحلي ومستوى القطاع وأخيرا على مستوى الوحدة الاقتصادية بهدف تحديد العائد والمخاطر المصاحبة للاستثمار في سهم معين .

3- كفاءة السوق عند المستوى القوي:

ويعرف هذا المستوى بفرضية الصيغة القوية ، وهي أن تعكس الأسعار الحالية بصفة كاملة كل المعلومات العامة والخاصة وكل ما يمكن معرفته ، وبالتالي لا يمكن لأي مجموعة من المستثمرين استخدام معلومات تسمح لهم بالحصول على أرباح غير عادية بصفة نظامية ، حتى وإن استعانة بخبرة أفضل مستشاري الاستثمار¹.

ولقد أثبتت الدراسات التي أجريت لفحص كفاءة السوق عند المستوى القوي ، أن هناك مجموعة من الأشخاص يتوفر لديهم معلومات خاصة من خلالها يستطيعون إتباع إستراتيجية تمكنهم من تحقيق عوائد غير مبررة ، سواء كانوا من إدارة الشركة أم صناع السوق أم من مديري المحافظ استثمارية. بمعنى آخر إن الدراسات أثبتت عدم كفاءة السوق على المستوى القوي².

ويتم اختبار فرض السوق القوي، من خلال وسيلتين أساسيتين تعتمد كل منها على تحليل المعلومات الخاصة وهما³ :

1. العاملين بالشركة:

يتمكن كبار العاملين بالشركات من معرفة المعلومات بسرعة بالمقارنة بباقي المستثمرين ، ولذلك يمكن إختبار مدى ربحية هؤلاء العاملين من التعامل في الأوراق المالية للتثبت من مدى قدرتهم على تحقيق الأرباح

¹ Lawrence Giteman ,michael joehnk "investissement et marches financier " Op.cit, p 408

² السيد متولي عبد القادر " الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير" - مرجع سابق - ص 109
³ عاطف وليم أندراوس " أسواق الأوراق المالية: بين ضرورات التحول الإقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها" الطبعة الأولى ، مصر ، دار الفكر الجامعي ، 2002ص 162

العادية ومن تم مدى صحة الفرض القوي لكفاءة السوق من عدمه ، ولقد أيدت العديد من الدراسات قدرة كبار العاملين بالشركات على تحقيق أرباح غير عادية من وراء الاتجار في الأوراق المالية وبهذا يعتبر عدم تأييد فرضية كفاءة الأسواق بشكلها القوي واضحا .

2. المؤسسات المالية والمتخصصين في تحليل الأوراق المالية :

تتميز المؤسسات المالية المتخصصة مثل صناديق الاستثمار مؤسسات التحليل بارتفاع مستوى قدرتها على الوصول إلى المعلومات بسرعة كما تتصف أيضا بمقدرتها على استخدام أدوات التحليل المالي ومن تم على التوقع باتجاهات السوق ، ويمكن اختبار هذا الفرض من خلال تحليل أداء الأوراق المالية لصناديق الاستثمار ومقارنة العائد ومستوى المخاطر الحقيقيين من قبل هذه المؤسسات بالمقارنة بما يحققه المستثمر العادي ، ولقد أصفرت الدراسات التي أجريت في هذا المجال عن عدم وجود دليل يؤكد قدرة هذه المؤسسات على تحقيق عائد متميز يفوق العائد الذي يحققه المستثمر العادي

الفرع الرابع : العلاقة بين مستويات الكفاءة¹:

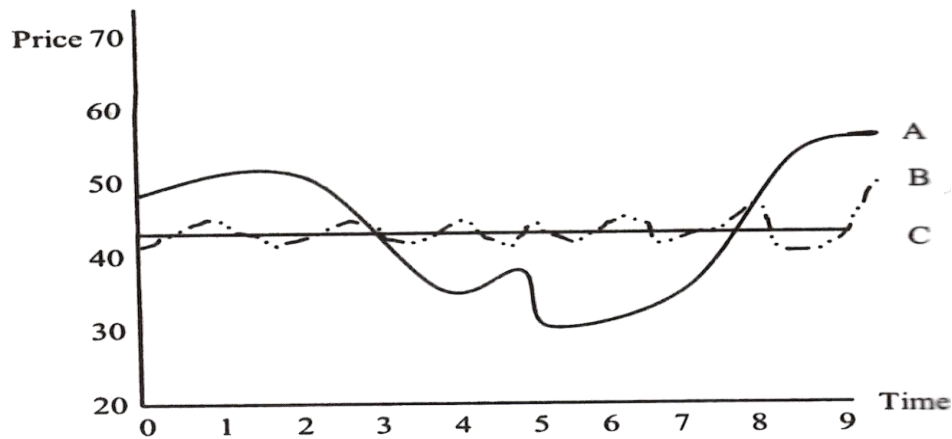
تحظى الكفاءة الضعيفة للسوق المالي بقبول عام من قبل محلي الأوراق المالية وعموم المتعاملين في السوق المالي ، ويشتد الخلاف حول حقيقة افتراضات الصيغة القوية وشبه قوية للكفاءة ، ويعود السبب في ذلك إلى طبيعة التداخل الحاصل بالمعلومات المتعلقة بكل شكل من الأشكال سابقة الذكر ، فقد وضع Sharp &

Alexander

¹ أرشد فواد التميمي " الأسواق المالية " -مرجع سابق الذكر - ص 50.

عام 1920 هذه الأشكال ضمن جميع المعلومات وتم تصنيفها من حيث السعة والشمول، أي من مجموعة أضيق للمعلومات والخاصة بالكفاءة الضعيفة إلى مجموعة أوسع للمعلومات والخاصة بالكفاءة القوية موضحة تداخل هذه المعلومات بكل شكل من أشكال الكفاءة.

الشكل رقم (11) : العلاقة بين مستويات الكفاءة



المصدر : أرشد فؤاد التميمي " الأسواق المالية " ص 50.

- الخط C يمثل السعر الحقيقي ويعكس الكفاءة التامة للسوق والتي يمثلها فرضية الكفاءة القوية بحيث يتساوى مع السعر التوازني مع القيمة الحقيقية للسهم في أي لحظة وبدون أي اختلاف.
- المنحنى B يمثل الشكل المتوسط للكفاءة حيث تكون الفروق بين السعر السوق والقيمة الحقيقية صغيرة.
- المنحنى A هو الشكل الضعيف لكفاءة السوق ، حيث يكون الاختلاف بين السعر السوقي والقيمة الحقيقية واسعة¹.

¹عاطف ولیم أندراوس " أسواق الأوراق المالية" -مرجع سابق الذكر - ص 163

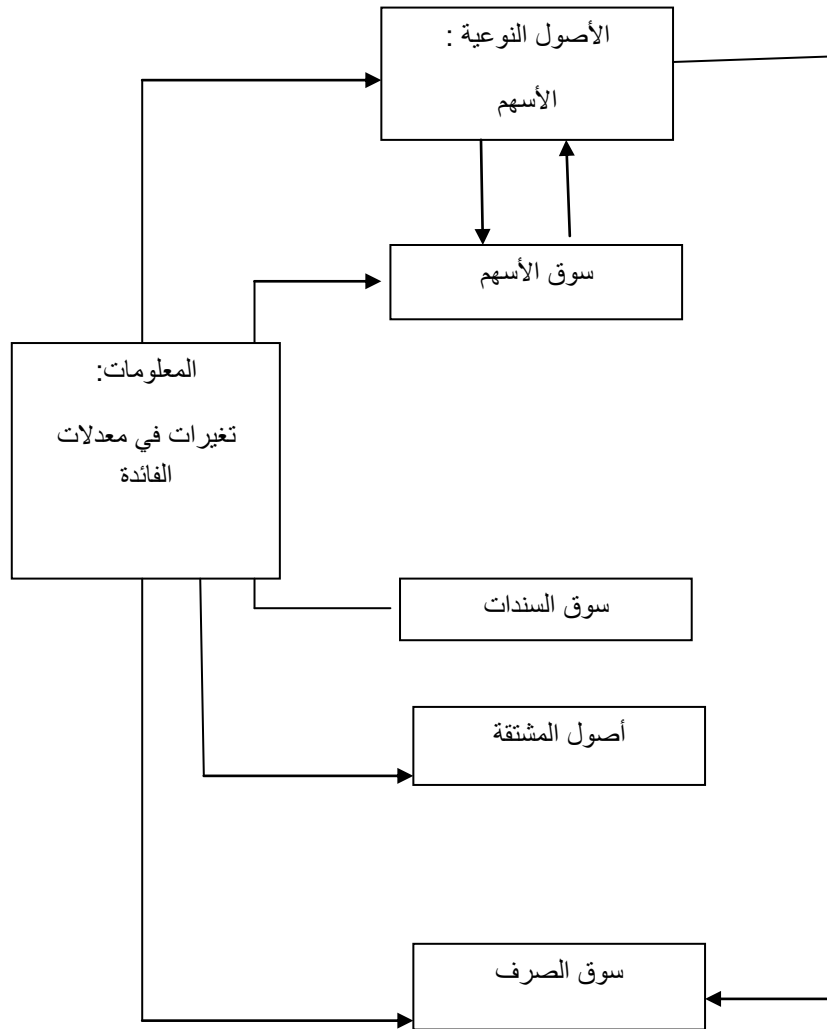
ويتضح من الشكل أن سعر السهم ما هو إلا إنعاس للمجموعات الثلاثة من المعلومات وهي معلومات الكفاءة الضعيفة ، معلومات الكفاءة الشبه قوية ، ومعلومات الكفاءة القوية ، وعليه فإذا كان السوق بشكل شبه قوي فلا بد أن يكون كفاءً بشكل الضعيف أولاً، وكذلك لكي يكون كفاءً بشكل قوي لا بد أن يمر السوق بمرحلة الكفاءة الضعيفة و الشبه قوية ، ففي ظل سوق الكفاءة الضعيفة والتي يمثلها المنحنى A يكون هناك إختلاف كبير بين سعر الورقة في السوق وقيمتها العادلة ، (القيمة التي تعكس حقائق مالية واقتصادية) أما المنحنى B يوضح الفجوة بين سعر السوق والقيمة العادلة وقد تكاد تكون الفروقات بينهما في بعض الفترات الزمنية قريبة من الصفر لتعكس كفاءة قوية المتمثلة في الخط المستقيم C¹.

¹أرشد فواد التميمي " الأسواق المالية " -مرجع سابق الذكر - ص 50.

المطلب الرابع : علاقة المعلومات بكفاءة الأسواق المالية¹

بداية لا بد من الإشارة أن الكفاءة لا تخص سوق الأسهم فحسب بل كل أنواع الأصول المالية سواء سوق الأسهم ، أو أسواق السندات ، الأسواق المشتقة بما فيها (الآجلة والخيارات) ، أسواق المواد الأولية وأسواق الصرف .

الشكل رقم (12) : تأثير المعلومات على مختلف الأسواق المالية



المصدر : Philippe gillet « efficience des marchés financiers » 2 édition, paris, , economica , 2006,p

¹ Philippe gillet « efficience des marchés financiers » 2 édition, paris, , economica , 2006,p 17

ثانيا ومن أجل أن تتضمن هذه الأسعار الأصول لجميع المعلومات وبصفة فورية، لا بد من أن تكون هذه

المعلومات في متناول جميع المتعاملين الاقتصاديين.

و أيضا وباعتبار أن التعديلات في الأسعار مرتبط بوصول معلومات الجديدة بحيث لا يمكن لأي مستثمر

استغلال هذه المعلومات و تحقيق أرباح غير عادية.

و أخيرا ولا أي مستثمر ولا أي محلل يستطيع التنبؤ بطريقة دقيقة بتطورات حول أسعار الأصول المالية.

تلعب الأسواق المالية دوراً مهماً في المجتمع الحديث، فهي تزيد من الفرص الاستثمارية ومستوى المعيشة، وتعطي فرصاً للتنويع وتحمي فرص انتقال أو تحول مستوى خطر الاستثمار، ويترتب على صحة فرضية كفاءة الأسواق المالية إن أسعار الأسهم تعكس بسرعة كافة المعلومات الواردة إلى السوق، وبموجب هذه الفرضية لا يمكن تحقيق عوائد غير عادية عند استخدام أدوات التحليل الأساسي أو الفني .

ويعتبر سوق الصرف الأجنبي نوع من الأسواق المالية الذي يملك خصائصه المنفردة التي تميزه عن باقي الأسواق حيث هذه الخصائص تؤثر بشكل أو بآخر على كفاءة هذا السوق لهذا سيتناول الفصل الثالث جميع المفاهيم المتعلقة بسعر الصرف حتى يتسنى لنا دراسة كفاءة هذا النوع الأسواق المالية .

الفصل الثالث

المقدمة :

ترامنا مع انهيار نظام بريتن وودز (نظام استقرار أسعار الصرف) وظهور أسعار الصرف المرنة سنة 1973 ظهرت عدة اختبارات لكفاءة أسواق الصرف التي تناولت دراسة العلاقة ما بين أسعار الآجلة وأسعار الصرف العاجلة ، تفيد نظرية الأسواق الفعالة أن سعر الصرف الآجل يعكس كلياً جميع المعلومات حول توقعات سعر الصرف.و من بين التعاريف التي نخص بها فعالية الأسواق أن السعر الحالي يتضمن كلية جميع المعلومات المتوفرة و في حالة أسواق الصرف فإن الفعالية تعني أن توقعات المتعاملين الاقتصاديين حول القيم المستقبلية لسعر الصرف يتضمنها سعر الصرف الآجل .

المبحث الأول : سعر الصرف ماهيته ، أنظمتة ونظرياته

المطلب الأول : ماهية سعر الصرف

1- مفهوم سعر الصرف

إن أسعار العملات الأجنبية في دولة ما تعطى أو تسمى عادة بنفس الطريقة التي تعطى بها أو تسمى أسعار البضائع والخدمات في السوق¹ .

إن العملة يمكن مبادلتها بشكل قانوني بعملة أخرى عند سعر الصرف، يقيس سعر الصرف الأجنبي the foreign exchange rate سعر إحدى العملات مقدمة بعملة أخرى² .

ويعرف³ سعر الصرف للعملة A بالنسبة للعملة B هي عدد الوحدات من B المدفوعة مقابل الحصول على وحدة واحدة من A ويمكن ان يسعر بطريقتين .

1-1 الطريقة الأولى :

سعر الصرف هو عدد الوحدات من العملة المحلية الواجبة للحصول على وحدة واحدة من العملة الأجنبية (الطريقة الغير مباشرة) .

2-1 الطريقة الثانية :

سعر الصرف هو عدد الوحدات من العملة الأجنبية اللازمة للحصول على وحدة واحدة من العملة المحلية (الطريقة المباشرة) .

¹ ماهر كنج شكري، مروان عوض، " المالية الدولية والعملات الأجنبية والمشتقات المالية بين النظرية والتطبيق " -مرجع سابق الذكر-ص 205
² سي بول هالوود، رونالد ماك دونالد، تعريب :محمود حسن حسني، وآخرون " النقود والتمويل الدولي " الرياض، دار المريخ ، ، 2007 ص 40:39.

³ Yves simon « marché des change :et gestion de risque de change » paris, Dalloz , 1995,p 11,p12.

2-أنواع سعر الصرف

1-2 سعر الصرف اليدوي والصرف السحوب¹ :

الصرف اليدوي الذي يتم بمقتضاه التسليم باليد ومثال ذلك أن يأتي البائع ومعه نقود أجنبية ويريد مبادلتها بنقود محلية لإنفاقها، أما الصرف المسحوب فهو يدفع إما شيكا أو كمبيالة أو سند إذني يعطي حق السحب على رصيد الدولة في البنوك الأجنبية.

2-2 سعر الصرف الحاضر² :

سعر الصرف الحاضر أو spot هو عملية تبادل عملتين مختلفتين مع التسليم الفوري (على الأقل يومين)، ويتميز هذا النوع من سعر الصرف بالتغير المستمر وهذا طبقا لعرض العملات والطلب عليها.

3-2 سعر الصرف الآجل³ :

تعتبر عملية الصرف لأجل إذا كان تسليم واستلام العملات يتمان بعد فترة معينة من تاريخ إبرام العقد ، ونكون بصدد عملية الصرف لأجل إذا كان تنفيذ العملية يتم بعد 48 ساعة من تاريخ إبرام العقد .

✓ إذن الفرق بين سعر الصرف الآجل والحاضر هو في تاريخ التسليم و الاستلام (حيث يكون في أقل من 48 ساعة في سعر الصرف نقدا) .

أ- ثمن تأجيل التسليم وتسعير العملات في سوق الصرف الآجل :

يحسب سعر الصرف المطبق في عمليات الصرف لأجل على أساس سعر الصرف نقدا السائد لحظة إبرام العقد ، مع الأخذ بعين الاعتبار تكلفت فترة الانتظار ، ومن المحتمل أن يكون سعر الصرف لأجل أكبر من

¹ الطاهر قانة " إقتصاديات صرف النقود والعملات" الجزائر ، دار الخلدونية، الطبعة الأولى، 2009، ص 12

² MICHEL JURA « technique financier internationale » Op.cit,p 82

³ طاهر لطرش " تقنيات البنوك"الجزائر ،ديوان المطبوعات الجامعية، الطبعة الثانية، 2003، ص 105، 106 .

سعر الصرف نقدا وفي هذه الحالة يكون ثمن تأجيل التسليم موجبا ونسميه مراهجة ، ومن الممكن في حالات أخرى أن يكون سعر الصرف لأجل أقل من سعر الصرف نقدا وفي هذه الحالة يكون ثمن تأجيل التسليم سالبا ونسميه وضعية .

ب- قاعدة:

• إذا كان سعر الصرف لأجل أكبر من سعر الصرف نقدا فإن:

سعر الصرف لأجل = سعر الصرف نقدا + مراهجة \Leftarrow Report

• إذا كان سعر الصرف لأجل أقل من سعر الصرف نقدا فإن:

سعر الصرف لأجل = سعر الصرف نقدا + الوضعية \Leftarrow Deport

3- أشكال سعر الصرف

1-3 سعر الصرف الاسمي¹:

يعرف سعر الصرف الاسمي الثنائي على أنه سعر العملة الأجنبية بدلالة وحدات من العملة المحلية ، ويمكن أن يعكس هذا التعريف لحساب العملة المحلية بدلالة وحدات من العملة الأجنبية ، والمقصود بهذا التعريف هو سعر الصرف الاسمي أي سعر العملة الجاري والذي لا يأخذ بعين الاعتبار قوتها الشرائية من السلع والخدمات ما بين بلدين .

2-3 سعر الصرف الحقيقي :

¹ أطروحة دكتوراه، بوتلجة عبد الناصر " دور المعلومات في تحديد سعر الصرف " إشراف بن حبيب عبد الرزاق، جامعة تلمسان، 2008، ص

سعر الصرف الحقيقي يسمح بمعرفة تقلبات سعر الصرف مع الأخذ بعين الاعتبار التباين في معدلات

التضخم ، مابين البلد المحلي والبلدان التي نتعامل معها. فإن سعر الصرف الحقيقي* يعرف كالتالي¹:

$$E = \frac{eP^*}{P}$$

P* سعر السلع الأجنبية

P سعر السلع المحلية

e هو سعر الصرف الاسمي*

E سعر الصرف الحقيقي

3-3 سعر الصرف الفعلي الحقيقي :

وهو مؤشر يقيس إلى حد ما، متوسط التغير في سعر الصرف لبلد ما مقابل جميع العملات الأخرى،

بالاستناد إلى فترة أساس، ويعتمد هذا المفهوم على نظرية تعادل القوى الشرائية².

من أجل حساب سعر الصرف الفعلي الحقيقي فإن كل عملة تقدر نسبة إلى وزنها في المبادلات فهو نسبة

التدفقات التجارية المقومة بالعملة المحلية³.

* يرتفع سعر الصرف الحقيقي بارتفاع الأسعار الأجنبية وإنخفاض الأسعار المحلية والعكس بالعكس .

¹ Jean louis mucheilli ,thierry moyer « économie internationale » paris, Dalloz , 2005, p 75

* إن ارتفاع e أي سعر الصرف الاسمي يؤدي إلى إنخفاض قيمة العملة المحلية ، فإن التحسن في قيمة العملة يعني إنخفاض سعر الصرف والتدهور في قيمة العملة يعني ارتفاع سعر الصرف .

² محمود حميدات " مدخل للتحليل النقدي " ، ديوان المطبوعات الجامعية ، الجزائر، طبعة 2 ، ص 79

³ Philippe d'arrisent « finance internationale » dunod, 2éme édition , 2008p 198

3-4 سعر الصرف التوازني:¹

هو السعر الصرف المتوافق مع التوازن الكلي في الاقتصاد ،أي أن سعر الصرف التوازني يمثل توازنا مستديما لميزان المدفوعات عندما ينمو الاقتصاد بمعدل طبيعي ، ويعتمد تحديد سعر الصرف التوازني على معرفة كيفية تغير سعر الصرف الحر مع تغيرات الوضع الاقتصادي .

المطلب الثاني: أنظمة ونظريات سعر الصرف

1- نظريات سعر الصرف

1-1 نظرية تعادل القوى الشرائية:

إن فضل صياغة هذه النظرية يرجع إلى الاقتصادي السويدي **Gustav Cassel** في بداية العشرينات من القرن العشرين وهي تقوم على أن فرضية سعر الصرف التوازني يجب أن يعبر على تساوي القوى الشرائية لعلمتين في الاقتصاد الدولي أين المنافسة تامة ، بمعنى تكاليف النقل والجمارك منعدمة ، والسلع متجانسة ، إذن المستهلك سيشتري السلع من الدولة التي أسعارها الحقيقية أقل ارتفاعاً² .

ومنه وحسب النظرية فإن سعر الصرف لعمليتي دولتين يساوي العلاقة ما بين مستوى الأسعار في الدولتين

وتصاغ النظرية في كالتالي³ :

$$E \$/\text{€} = \text{pus}/\text{pe}$$

PUS سلة مرجعية من السلع المباعة في الولايات المتحدة الأمريكية

Pe نفس السلة مرجعية من السلع المباعة في أوروبا.

¹ هزاع مفلح " التمويل الدولي " سوريا ، المنشورات الجامعية حلب ، 2008 ،

² Xavier Bruckert , et autre « le marché des changes et la zone FEAN » EDICEF , 1989,p 53

³ Paul krugman « économie internationale » De Boeck ,3édition ,2003 p 451

مثال على ذلك :

سعر السلة في الولايات المتحدة الأمريكية هو \$200 و €160 في أوروبا ومنه سعر صرف الدولار /

الأورو وفقا لنظرية تعادل القوى الشرائية PPA هو €/\$ 1.25

ويرى كاسل (Cassel) أن التوازن يتحقق بالطريقة التالية¹:

إذا كان معدل التضخم في البلد (أ) أعلى بكثير من معدل التضخم في البلد (ب) فإن البلد (أ) سيزيد وارداته من البلد (ب) ، وذلك لأن الأسعار في هذا الأخير ستكون منخفضة ، في الوقت نفسه فإن صادرات البلد (أ) ستتناقص وذلك لأن الأسعار منتجاته ستكون مرتفعة ، الأمر الذي ينجم عنه حصول عجز في الميزان التجاري للبلد (أ) ويميل الاتجاه نحو تخفيض النقود البلد (أ) قياسا بالبلد (ب) وتحقيق التكافؤ الجديد،وعليه فإن:

مؤشر السعر في الخارج

سعر الصرف الآني للعملة في الزمن 0

مؤشر السعر في الداخل

سعر الصرف الآني المتوقع للعملة في الزمن 1

¹ سعيد جابر مشكور العامري " المالية الدولية: نظرية وتطبيق "، دار زهران ، عمان ، الطبعة الأولى ، 2008، ص 151

1-1-1 الصيغة المطلقة لنظرية تعادل القوى الشرائية¹:

تقرر نظرية تعادل القوى الشرائية طبقا لهذه الصياغة أن معدل الصرف التوازني هو الذي يساوي بين عملتين مختلفتين بمعنى أن معدل الصرف يتحدد بالكامل بالنسبة بين الأسعار المحلية والأسعار الأجنبية .

فإذا افترضنا أن E تشير إلى معدل الصرف، P مستوى السعار المحلية، P* تشير إلى مستوى الأسعار الأجنبية، فإن التعبير عن الصيغة المطلقة لنظرية تعادل القوى الشرائية PPA تأخذ الشكل التالي:

$$E = \frac{P^*}{P}$$

و من تم فإن مفهوم نظرية تعادل القوى الشرائية، يقضي بأن تقييم العملات يتم على أساس ما يمكن أن تشتريه العملة في الداخل والخارج.

2-1-1 الصيغة النسبية لتعادل القوى الشرائية²:

تطرح الصيغة النسبية لنظرية تعادل القوى الشرائية تساؤلا يمثل الأساس النظري لها.

" ما هو معدل الصرف التوازني إذا تعرض الاقتصاد الوطني إلى تضخم مفرط؟"

○ لذلك لا بد من اختيار سنة عادية لحساب المستوى العام للأسعار، ومعدل الصرف باعتبارها سنة الأساس .

○ حساب المستوى العام للأسعار في السنة السائدة في السنة المقارنة .

¹ محمد نشات الوكيل " التوازن النقدي ومعدل الصرف " الناس للطباعة، القاهرة، الطبعة الأولى، 2006، ص 22، 23

² محمد نشات الوكيل " التوازن النقدي ومعدل الصرف " -مرجع سابق الذكر ص 26، 27

○ تحديد معدل الصرف التوازني الجديد ، يجب تغيير معدل الصرف عن السنة الأساس بنفس معدل التغيير في المستوى العام لأسعار (معدل التضخم) وبالتالي يمكن صياغة معادلة معدل الصرف كما يلي :

$$\% \Delta E = \% \Delta P / \% \Delta P^*$$

أو :

$$E1 = P1/P0 \div P^*1/ P^*0$$

E1 معدل الصرف التوازني الجديد

P* 1 و P1 المستوى العام للأسعار في السنة المقارنة (أجنبية ، محليا)

P*0 و P0 المستوى العام للأسعار في السنة الأساس (أجنبية ، محليا)

1-1-3 الانتقادات الموجهة لنظرية تعادل القوى الشرائية :

توجد العديد من المشاكل التي ترتبط بنظرية تعادل القوى الشرائية ومنها¹ :

- توجد تكاليف على التجارة الخارجية بعكس ما تفرضه النظرية والتي لا تسمح بتعادل الأسعار ما بين

الدول ، فلقد أهملت النظرية تكاليف النقل إضافة إلى إهمالها للرسوم الجمركية.

- أذواق المستهلكين مختلفة ما بين البلدان مما لا يسمح بتحقيق السعر الواحد* ، مثال على ذلك Big

Mac

¹ Jean louis Mucchielli, Thierry moyer « économie international » dalloz, 2005 ,p 78,79,80

* قانون السعر الواحد: حسب هذا القانون حينما لا تكون هناك تكاليف للعمليات التجارية والحوافز الجمركية يتعين أن تكون أسعار السلع متماثلة في مختلف البلدان متطابقة عندما يعبر عنها بعملة مشتركة.

في بعض الدول يفضلون هذا النوع من الأكل، ولكن في بعض الثقافات الأخرى يستهلكون أقل من هذه الفطيرة ومنه الفارق في الأذواق سيساهم في تنوع الأسعار لنفس المنتج داخل الدول المختلفة.

- الإستراتيجيات التي تتبعها المؤسسات هي أيضا تساهم في اختلاف الأسعار فإذا عدنا إلى مثالنا : نفرض أن الذوق الإنجليزي يستحب Big Mac أكثر من الذوق السعودي ، يمكن لمؤسسة MacDonalD's استخدام أسعار منخفضة في المملكة العربية السعودية بهدف تشجيع الاستهلاك ، وفي نفس الوقت تحديد أسعار مرتفعة في إنجلترا أين المستهلكين مستعدين لشرائه حتى بسعر أكثر ارتفاعا .

- كما تختص نظرية تعادل القوى الشرائية حصرا بميزان المعاملات الجارية وليس جميع فقرات ميزان المدفوعات¹.

2-1 نظرية تعادل أسعار الفائدة

طورت هذه النظرية من قبل كيتز 1923 وتقوم هذه النظرية على فرضية أن عمليات التحكيم يجب أن تؤدي إلى تعادل معدلات العائد لمختلف العملات ، فاختلاف الفائدة ما بين عملتين يجب أن تكون نتيجة يعوض باختلاف الصرف ، وهذا ما يؤدي إلى تكوين مارجة أو الوضعية أي الفرق ما بين الأسعار لأجل والأسعار الحاضرة².

الفروقات في معدلات التضخم = الفروقات في أسعار الفائدة = معدل التغير في قيمة العملة³

¹ سعيد جابر مشكور العامري " المالية الدولية: نظرية وتطبيق " -مرجع سابق - ص 156.

² Xavier Bruckert , et autre « le marché des changes et la zone FEAN » Op.cit, p 55

³ بسام الحجار "العلاقات الإقتصادية الدولية" ص 143

1-2-1 محتوى النظرية¹:

هذه النظرية تحاول أن تربط بين النظام النقدي لبلد ما وسق الصرف الأجنبي فيه، ما تحاول هذه النظرية إظهاره وهو وجود علاقة بين الفرق في سعر الفوائد بين بلدين العالوة أو الخصم بسعر الصرف لأجل بين العملي هذين البلدين .

كذلك يوجد خط تعادل إذا خرجت من نطاقه هذه العلاقة، فإن ذلك يعطي للمضاربين فرصة لتحقيق الأرباح من خلال التحكم على أسعار الفوائد مع استخدام التغطية والحماية المناسبة.

فكرة التحكم على أسعار الفوائد مع استخدام التغطية تقوم على استثمار في البلد الذي يعطي نسبة فائدة أعلى، لذلك يقوم هذا المشتري باستخدام السوق الآني، والسوق الآجل في نفس الوقت.

ويستغل فروق نسب الفوائد لتحقيق الأرباح وما دامت هناك فرصة لاستفادة من التحكم فإن السوق في حالة عدم توازن، لأن وضع التوازن لا بد من غزالة فرص لتحقيق الربح من خلال التحكم والتي ستنتهي حالما يتدخل عدد كبير من المضاربين في السوق .

1-2-2 المعادلة الرياضية لنظرية تعادل أسعار الفائدة²:

المستثمر يمكن أن يوظف أمواله (M) في سوقه الخاصة لمدة سنة والحصول في نهاية هذا الاستثمار على $M(1+id)$ وهذا المبلغ يجب أن يكون معادلا ، بموجب هذه النظرية ، غلى المبلغ الذي سيحصل عليه من خلال تحول أمواله في البداية إلى عملات نقدية أجنبية بالسعر الفوري ، ومن خلال توظيفه هذه العملات في السوق الأجنبية بمعدل (ie) ومن خلال البيع الآجل المجموع المستقبلي بأسلوب يمكن أن تحصل بواسطته على مبلغ جديد بالعملة النقدية المحلية.

¹ خالد الراوي وآخرون " نظرية التمويل الدولي " الأردن، دار المناهج ، الطبعة الثانية ، ، 2002، ص 477، 478
² سعيد جابر مشكور العامري " المالية الدولية: نظرية وتطبيق " -مرجع سابق - ص 159

ويمكن التعبير عن ذلك رياضياً كما يلي :

$$M(1+i_D) = \frac{M}{C_c}(1+i_e)C_a$$

حيث أن : C_c : سعر الصرف الآني (نقداً).

C_a : سعر الصرف العاجل

i_d : سعر الفائدة المحلي الاسمي

i_e : سعر الفائدة الأجنبي الاسمي.

1-3 نظرية ميزان المدفوعات

إن وضع ميزان المدفوعات وما يتضمنه من عمليات دائنة ومدينة هو الذي يحدد سعر صرف العملة.

1-3-1 مضمون النظرية:

ويمكن تلخيص مضمون النظرية في ما يلي ¹ :

فائض في ميزان المدفوعات \Leftarrow الطلب على العملة المحلية مقابل \Leftarrow رفع قيمة العملة المحلية

العملات الأجنبية في سوق الصرف

عجز في ميزان المدفوعات \Leftarrow الطلب على العملة الأجنبية مقابل \Leftarrow تدهور قيمة العملة المحلية

العملة المحلية في سوق الصرف

¹ Bernard, guillochon « économie internationale » paris, 3^e édition , dunod , , 2001 , p 232

1-3-2 تقييم النظرية:

يؤخذ على النظرية إغفال الجوانب التالية¹:

1. من الصعب تصور أن حركة سعر الصرف تتأثر بشكل تلقائي كما يحدث في ميزان المدفوعات لأن الدولة تتدخل بصورة مباشرة وغير مباشرة لتحديد سعر الصرف وإدارته .

2. إن إدعاء النظرية أن ميزان المدفوعات هو الذي يحدد مستوى أسعار صرف العملة مسألة لا تخلو من المبالغة ، وذلك لوجود تأثير متبادل بين الاثنيين ، كما أن ميزان المدفوعات يؤثر في أسعار صرف العملات ، فإن سعر الصرف نفسه يؤثر هو الآخر في هذا الميزان وذلك من خلال تأثير كل من الإستيراد والصادرات بشكل حاسم بوضع سعر صرف العملة ، فرفع القيمة الخارجية للعملة أو تخفيض القيمة الخارجية لها يؤثر بشكل واضح في الإستيراد والصادرات².

3. هناك انتقاد تطبيقي ونظري لهذه النظرية ، وهو أن ميزان المدفوعات متوازن دائما من الناحية الحسابية وبالتالي فإن التحليل يجب أن يقتصر على العمليات المستقلة التي تحدث في ميزان المدفوعات .

1-4 نظرية فقاعات المضاربة³

أدت الأزمة المالية في بداية الثمانينات إلى إحداث تحول في بعض المفاهيم المتعلقة بسعر الصرف وأبرزت مفاهيم جديدة تتعلق بسلوك سعر الصرف وكذلك المتعاملين الإقتصاديين تقوم هذه النظرية على فكرة إمكانية وجود فوارق دائمة بين سعر الصرف (أسعار الأصول المالية) ، الملاحظة في السوق وقيمة التوازن المتعلق بالأساسيات الإقتصادية (ميزان المدفوعات، تضخم، سعر الفائدة) وهذا الفرق يطلق عليه اسم الفقاعة المضاربة ويمكن صياغتها الرياضية كالتالي :

¹ هجير عدنان زكي امين " الإقتصاد الدولي النظرية والتطبيقات " -مرجع سابق - ص 280
² سمير فخري نعمة " العلاقة التبادلية بين سعر الصرف وسعر الفائدة وإنعكاسها على ميزان المدفوعات " عمان ، دار اليازوري ، 2011، ص 26.
³ لحو موسى بوخاري " سياسة الصرف الأجنبي وعلاقتها بالسياسة النقدية " ، لبنان، مكتبة الحسين العصرية ، 2010، ص133، 134

$$S = S^{EQ} + B$$

حيث: S سعر الصرف في السوق

S^{EQ} سعر الصرف التوازني

B فقاعات المضاربة

إن آلية الفقاعات مبنية على فكرة أساسية تتمثل في تأثير التوقعات على تغيرات سعر الصرف من حيث إن تغير المعلومة في السوق يؤثر سلباً أو إيجاباً على سعر الصرف التوازني، ولكن في الأخير سعر الصرف سيصحح هذا الخلل وبالتالي تنفجر الفقاعة .

تجدر الإشارة إلى أن هناك نوعين من فقاعات المضاربة، العقلانية والغير عقلانية.

1-4-1 فقاعات المضاربة العقلانية: يطلق على فقاعات المضاربة العقلانية أي فقاعة لا تتعارض مع عقلانية الوكلاء، فهؤلاء الوكلاء لو أنهم يعلمون علم اليقين أن سعر الصرف مبالغ فيه فلهم مصلحة ووجهة نظر عقلانية بالاستثمار في شراء العملة طالما أن خطر الخسارة ، الذي يعزى إلى المبالغة في التقييم يبقى أدنى من الربح الذي يمكن أن يتحقق من جراء عملية الصرف.

1-4-2 فقاعات المضاربة الغير عقلانية: ويقصد بها الحالة التي يكون فيها الصرف خاضع لنفسية المتعاملين وآراءهم المتقلبة وأمزجتهم في غير المستقرة. وتنشأ هذه الفقاعة عندما يصبح المتعاملون الذين يواجهون تشكيكا كبيرا غير قادرين على التوقع الصحيح وذلك عند قيام بتهميش التأثير الذي تحدثه في المدى البعيد المتغيرات الأساسية للصرف ، بمعنى آخر عدم الاستناد إلى معايير موضوعية .

1-5 النظرية الإنتاجية¹

تتلخص هذه النظرية في أن القيمة الخارجية لعملة الدولة تتحدد على أساس كفاية ومقدرة جهازها الإنتاجي فزيادة الإنتاجية وارتفاع مستويات المعيشة وزيادة إنتاجية الفرد من الصناعة والزراعة والتجارة واتجاه مستويات الأسعار كل هذا يعبر على درجة القوى الإنتاجية، فإذا فرضنا أن معدلات الإنتاجية في إحدى الدول منخفضة لسبب ما بينما القيمة الخارجية لعملتها كانت مقومة بأكثر من القيمة الحقيقية كما حدث في ألمانيا سنة 1924، حيث كان إنتاجها منخفضاً نتيجة لظروف الحرب، وكانت القيمة الخارجية للمارك مقدرة بأكثر من قيمتها الحقيقية وهذا ما أدى إلى ارتفاع أسعار السلع والخدمات الألمانية وهذا ما يعمل على انخفاض الصادرات وارتفاع الواردات من السلع والخدمات.

1-6 النظرية الكمية²:

إن المحتوى الأساسي للنظرية الكمية يتلخص في أن الزيادة في كمية النقود تؤدي إلى ارتفاع الأسعار في الداخل الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض الطلب على السلعة المحلية و بالتالي نقص الصادرات و زيادة الواردات، لأن سعر السلع الأجنبية يصبح أقل مقارنة بالأسعار المحلية بعد ارتفاع أسعارها و هذا ما يؤدي إلى ارتفاع الطلب على العملات الأجنبية من أجل تسديد قيم الواردات و انخفاض الطلب على العملات المحلية لتسديد قيم الصادرات و بالتالي ارتفاع سعر الصرف في حالة تحديده بشكل حر يؤدي إلى خروج الذهب و حصول العكس في حالة انخفاض كمية النقود .

¹ صبحي تادرس قريصة ،مدحت محمد العقاد"النقود والبنوك والعلاقات الاقتصادية الدولية" دار النهضة العربية ، لبنان، 1983 ص 349،

348

²: د.فليح حسن خلف،العلاقات الاقتصادية الدولية،مؤسسة الوراق ،الطبعة الأولى2004،ص228.

و يمكن¹ استخدام معادلة التبادل المعروفة $MV=PT$

M يعبر عن كمية النقود

V تعبر عن سرعة دوران النقود

P تعبر عن الأسعار

T تعبر عن المعاملات

فالمستوى العام للأسعار في الدولة ما يزيد بزيادة عرض النقود المحلي وذلك بأفتراض ثبات كل من V و Y .

ومنه يرتفع سعر الصرف (إنخفاض قيمة العملة) إذا زاد العرض النقدي المحلي بنسبة أكبر من الزيادة في

العرض النقدي في الدولة الأجنبية .

فسعر الصرف يتغير بسبب عدم التوازن في سوق النقود ، فزيادة العرض النقدي عن الطلب على النقود يولد

فائض سرعان ما ينعكس على الأسعار المحلية وبالتالي سعر الصرف .

1-7 نظرية سعر الخصم²

يقول wichesell أن رفع سعر الخصم في بلد ما يؤدي إلى زيادة القيمة الخارجية لعملة ذلك البلد ، وذلك لأن

رفع سعر الخصم سيؤدي إلى الزيادة في سعر الفائدة فيعمل على جذب رؤوس الأموال الأجنبية وبذلك يزداد

طلب الأجانب على عملة ذلك البلد مما يؤدي إلى ارتفاع في سعر صرفها ، وعلى العكس من ذلك فإن

انخفاض سعر الخصم يؤدي إلى التروح رؤوس الأموال الوطنية والأجنبية والمقومة بعملة الدولة إلى مناطق ذات

¹ لخلو موسى بوخاري " سياسة الصرف الأجنبي وعلاقتها بالسياسة النقدية " - مرجع سابق - ص 162
² محمد عبد العزيز عجمية ، مدحت محمد العقاد " النقود والبنوك والعلاقات الاقتصادية الدولية " بيروت، دار النهضة العربية، ص 338

سعر الفائدة المرتفع فيؤدي ذلك إلى زيادة عرض العملة أولاً فعجز في ميزان المدفوعات فتتخفف القيمة الخارجية للعملة.

2- نماذج تحديد سعر الصرف

1-2 النموذج النقدي :

يعتبر النموذج النقدي امتداداً منطقياً للنظرية الكمية .

1-1-2 النموذج النقدي ذو الأسعار المرنة:

قام بتطوير هذا المنهج كل من 1979 frenkel و 1976 mussa و 1978 bilson ويعتبر هذا النموذج أن تعادل القوى الشرائية شرطاً أساسياً لقيامه ، والنموذج النقدي يقوم على المعادلات الخمسة التالية¹ :

$$S_t = p_t - p_t^* \dots\dots\dots(1)$$

$$M_t - p_t = k + \Phi y_t + \lambda i_t \dots\dots\dots(2)$$

$$M_t^* - p_t^* = k^* + \Phi^* y_t^* + \lambda^* i_t^* \dots\dots\dots(3)$$

$$i_t - i_t^* = f_t - s \dots\dots\dots(4)$$

$$f_t = e_t s_{t+1} \dots\dots\dots(5)$$

¹ Richard baillie,patrick mcmahon « le marché des change» traduction de henri bourguinat, éditionsESKA ,1997p75

S هو سعر الصرف العاجل، f هو سعر الصرف الآجل، y هو الدخل الحقيقي، m هو عرض النقود - جميع المتغيرات هي عبارة عن لوغاريتم - i سعر الفائدة الاسمي.

S_t يعرف على أنه سعر صرف العملة الأجنبية مقدره بعدد وحدات العملة المحلية.

المعادلة (1) تمثل نظرية تعادل القوى الشرائية في صيغتها المطلقة.، أما المعادلتين (2) و (3) فيمثلا معادلات الطلب على النقود.

المعادلة التي تعبر عن صياغة المنهج النقدي للسعر المرن هي¹:

$$S = m_t - m_t^* + \alpha_1 (y + y^*)_t + \alpha_2 (i - i^*)_t \dots\dots\dots (6)$$

إن الطريق لفهم كل من (I) و (Y) هو الاعتراف بأن هذه المتغيرات تؤثر على سعر الصرف من خلال تأثيرها على الطلب على النقود لذلك تؤدي الزيادة في الدخل إلى الزيادة الطلب على النقود بدافع المعاملات ومع ثبات المعروض النقدي فإنه يمكن الوصول إلى التوازن سوق النقد في حالة انخفاض مستوى الأسعار المحلية، وهذا بالمقابل يمكن حدوث يمكن الحدوث إذا تغير سعر الصرف وذلك بافتراض تعادل القوى الشرائية لذلك يحدث تحسن في سعر صرف العملة الوطنية من أجل استعادة مساواة بين الطلب الحقيقي على النقود والعرض الحقيقي من النقود (أي انخفاض مستوى الأسعار)².

إن الأثر الإيجابي لسعر الفائدة المحلية على سعر الصرف، يعكس مرة أخرى أثر أسعار الفائدة على الطلب على النقود، ولمعرفة كيفية حدوث ذلك، يجب الإقرار بان حدوث ارتفاع في مستوى السعر المحلي من أجل الحفاظ على التوازن في سوق النقد، حيث أن الزيادة في سعر الفائدة المحلي يعكس الزيادة في التضخم المتوقع،

¹ سي بول هالود، رونالد ماكدونالد "النقود والتمويل الدولي" - مرجع سابق الذكر - ص 292
² لخلو موسى بوخاري "سياسة الصرف الأجنبي وعلاقتها بالسياسة النقدية" - مرجع سابق الذكر - ص 162

ووجود رغبة أقل للاحتفاظ بالأرصدة النقدية الحقيقية ، وبافتراض التحديد الخارجي لثبات المعروض النقدي الاسمي ، فإن الطريق الوحيد الذي يمكن من خلاله تغيير الأرصدة النقدية الحقيقية يتمثل في وجود زيادة في الأسعار والذي ينجم عنه انخفاض في سعر الصرف¹.

2-1-2 النموذج النقدي ذو الأسعار الجامدة (رد الفعل المفرط لدورانبوش)

حسب دورانبوش فإن رد الفعل المفرط للصرف حيال الأزمة النقدية (على سبيل المثال ارتفاع شديد في كمية النقد قيد التداول) يتوضح من خلال كون مختلف الأسعار في إطار الاقتصاد لا تصحح جميعها بنفس السرعة عقب إضراب معين فأسواق الصرف والأصول المالية تصحح بوتيرة أسرع من أسواق السلع هذا اختلاف في سرعات التصحيح سيكون مصدر تطورات صرفية غير قابلة للتفسير في النماذج التي تفترض المرونة التامة والفورية لجميع الأسعار².

الفرضيتين التي تقوم عليها نظرية دوررانبوش³:

○ في المدى الطويل نظرية تعادل القوى الشرائية النسبية قابلة للاختبار في المدى الطويل وكذا النظرية الكمية للنقود

○ سوق السلع والخدمات يستجيب ببطء للصدمات بينما السوق المالي يتأثر مباشرة.

لفترض أن العالم يتكون من دولتين : منطقة الأورو والولايات المتحدة الأمريكية مع وجود حالة توازن في المدى الطويل أين كل المتغيرات الاقتصادية ثابتة وتوقعات المتعاملين المستقبلية مستقرة.

¹ سي بول هالود ، رونالد ماكديونالد " النقود والتمويل الدولي " - مرجع سابق الذكر - ص 294

² لحو موسى بوخاري " سياسة الصرف الأجنبي وعلاقتها بالسياسة النقدية " - مرجع سابق الذكر - ص 132

³ Bernard, guillochon « économie internationale » p 238 , 237

سعر الصرف r هو عدد وحدات من عملة الأورو الواجبة للحصول على وحدة من الدولار وتقدر بـ 1€ ، والقيمة المتوقعة لسعر الصرف لسنة هو 1€ أيضا ، وسعر الفائدة الاسمي على الودائع لسنة بالدولار و الأورو هي نفسها تساوي 10% .

نفرض حدوث في اللحظة t صدمة خارجية وغير متوقعة من قبل المتعاملين ، وهي ارتفاع كمية النقود في الوم أ MUSA ب 10% ، هذا الارتفاع لن يؤدي مباشرة إلى ارتفاع المستوى العام للأسعار للسلع والخدمات في الوم أ PUSA ، حيث أن الأسعار ستتغير ببطء

لكن المتعاملين يرون أنه في المدى البعيد PUSA سترتفع ب 10% (وفقا لنظرية الكمية)

وأن قيمة النقود الأمريكية ستخفض ب 10% ومنه سعر الصرف التوازني المتوقع الجديد في المدى

$$r^a = 0.90 \text{euro} \quad \text{الطويل}$$

ومن جهة أخرى ارتفاع كمية النقود يؤدي انخفاض فوري في معدلات الفائدة في الوم أ IUSA

الذي ينتقل فرضا من 10% إلى 4%. سعر الصرف r يتعدل حسب هذا التغير الجديد في معدلات الفائدة

مع الأخذ بعين الاعتبار سعر الصرف المتوقع الجديد r^a

و بموجب نظرية تعادل أسعار الفائدة الغير مغطاة

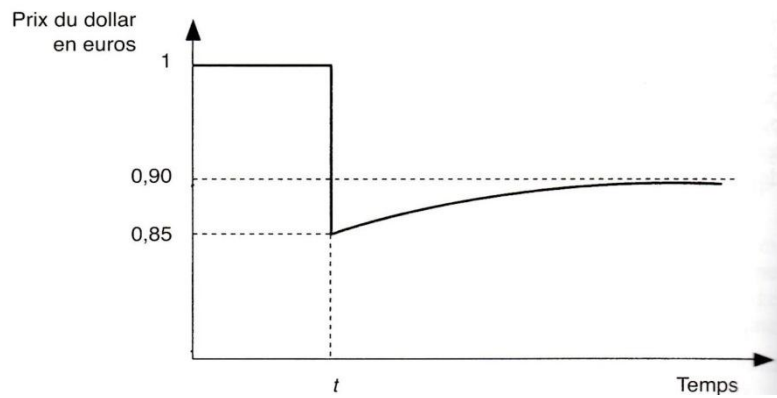
$$\text{Taux d'intérêt de l'euro} - \text{taux d'intérêt de dollar} = (r^a - r)/r$$

$$(r - 0.9)/r = 6\%$$

$$r = 0.85 \quad \text{ومنه :}$$

حيث أن سلوك المستثمرين في سوق المال ، التي هي نتيجة لارتفاع كمية النقود في الوم أ يخلق تدهور لقيمة العملة الأمريكية ، أكبر مما يتوجب حدوثه من أجل تعويض الفارق في معدلات التضخم حسب نظرية تعادل القوى الشرائية النسبية وهذه الزيادة المفرطة تسمى برد الفعل المفرط أو التعديل الزائدي لسعر الصرف.

الشكل رقم (13) : رد الفعل المفرط لدورنبوش



و في المرحلة التي تتبع هذا التعديل المفرط لأسعار الصرف، انخفاض أسعار الفائدة في الوم أ سينشط الاستثمارات، إذن زيادة الطلب الداخلي سيؤدي إلى رفع **pusa** ، كما أن تدهور قيمة \$ يؤدي إلى زيادة الصادرات الأمريكية، إذن الطلب على السلع والخدمات سيتعرض أيضا للتضخم يرفع **pusa** تدريجيا حتى يتناسب مع معدل التضخم 10% في هذه المرحلة الأرصدة الحقيقية للدولار

MUSA/ PUSA ستخفض وتعود إلى المستوى الداخلي للصدمة النقدية ، هذا الانخفاض في الأرصدة الحقيقية يعمل على رفع معدلات الفائدة (السلوك الكيترى لتفضيل السيولة) فيرتفع المعدل من 4% إلى 10%

والفارق بين المعدلات في منطقة الأورو و سينخفض وسعر الصرف يرتفع .

هذا النموذج يركز على السلوك النقدي وهو يمثل تفسيرات إيجابية لسعر الصرف.

2-2 نموذج سوق الأصول لسعر الصرف¹

من أجل تفسير التقلبات لسعر الصرف هناك جدل يقول أنه ينبغي النظر إلى سعر الصرف كسعر لأحد الأصول بحيث حسب تعريف سعر الصرف هو عبارة عن سعر العملة الوطنية مقومة بوحدات عملة أخرى (أي أنه السعر النسبي للأصل) ، لذلك يجادل مؤيدو منهج الأصول ومنهم (mussa) بأنه ينبغي استخدام الأدوات المعتادة لتحديد سعر الأصول الأخرى (مثل السندات والأسهم) في تحليل محددات أسعار الصرف ، بحيث تقلب سعر الصرف يبدو على نفس الدرجة من الأهمية مثل تقلب أسعار أي أصول أخرى على سبيل المثال، عندما نتكلم عن سلعة عادية ففي المعتاد أن نفكر في دوال الطلب والعرض باعتبارها تعتمد في الأساس على متغيرات مختلفة (أن يكون الطلب دالة لأذواق المستهلكين ، الدخل، والأسعار النسبية للمنتجات)، بينما تعتمد دالة العرض على التكنولوجيا المستخدمة وعلى أسعار عوامل الإنتاج ، فالسعر هو نتاج تقاطع بين منحنى العرض والطلب ، وتغيرات الأسعار طبقاً لهذا التحليل سببها انتقال منحنيات الطلب والعرض وعلى النقيض نجد أن سعر أحد الأصول يتغير نتيجة حدوث تغير في نظرة السوق ككل لما يساويه هذا الأصل ، لذلك نجد أن المشتريين والبائعين مدفوعون بنفس العوامل.

وعلى سبيل المثال إن سعر السهم في مؤسسة ما يتغير لأن السوق ككل يغير نظره للمؤسسة التي ينتمي إليها السهم ، إن مراجعة ما تساويه الشركة قد يكون نتيجة لوصول المعلومات الجديدة تتعلق برؤية الشركة فالسعر يرتفع أو ينخفض بواسطة المتعاملين في سوق الأوراق المالية .

✓ الفكرة الأساسية لنموذج سوق الأصول لسعر الصرف هي نفس نظرة تحديد أسعار الأسهم العادية فهي تعتبر ملائمة لتحديد سعر الصرف.

¹ سي بول هالوود، رونالد ماكديونالد، تعريب: محمود حسن حسني، وآخرون "النقود والتمويل الدولي" - مرجع سابق - ص 287

3-2 نموذج المحفظة المالية

إن نموذج المحفظة المالية يرجع في الأصل إلى الاقتصاديين Markowitz Tobin خلال سنوات الخمسينات حيث أن هذه النماذج تقوم على تفسير التوزيع الأمثل للمحافظ في توظيف العوائد وكذلك الأخطار المتعلقة أو المرتبطة بعملة معينة¹.

ولقد فسرت النظرية مستوى الأسعار وذلك من خلال نموذج brauson حيث أرجع هذا الأخير ذلك إلى الحركة العالمية لرؤوس الأموال الناجمة عن عمليات تنويع المحفظة المالية في دول معينة وقسم الثروة المحلية إلى ثلاثة أسواق : النقدي السندات المحلية والسندات الخارجية بالعملة الصعبة حيث اعتبر كذلك أن الثروة المحلية إنما هي ناتج عن معدلات الفائدة المعدلة للتطورات المتوقعة وأسعار الصرف وعليه فإن تطور الطلب على العملة المحلية يزداد مع ارتفاع معدلات الفائدة المحلية ، وتنخفض لما يرتفع معدل الفائدة الخارجي إذ فهي متأثرة إيجابيا بالثروة المحلية وعليه فانتقال التوازن من طرف يؤثر على الآخر كنتيجة لحركة رؤوس الأموال الناتجة حسب النموذج هي التي تحدد معدل الصرف فالعملة المحلية المرشحة للارتفاع في حالة دخول رؤوس الأموال للداخل والعكس صحيح².

والنموذج الرياضي هو كالتالي³:

$$M = a(i, i^*, r, r^*)W \dots\dots\dots(1)$$

$$B = b(i, i^*, r, r^*)W \dots\dots\dots(2)$$

$$EF = c(i, i^*, r, r^*)W \dots\dots\dots(3)$$

¹ Dominique Plihon « les taux de change » Op.cit, p 83

² Michel Jura « technique financier internationale » Op.citp 128

³ Dominique Plihon « les taux de change » Op.cit, p 84

$$W=M+B+EF \quad \text{.....(4)}$$

M تمثل مخزون العملة المحلية

B سندات وأسهم محلية

F سندات وأسهم بالعملة الأجنبية

W الثروة الكلية

E سعر الصرف

i, i^* أسعار الفائدة المحلية والأجنبية

r, r^* الأخطار المتعلقة بالسندات المحلية والأجنبية

توضح المعادلة 1 مكونات الثروة الكلية وتتعلق المعادلة 2 بالطلب على النقود في محفظة الأوراق المالية للأعوان الاقتصاديين ، إذ توضح هذه المعادلة العلاقة العكسية بين الطلب على النقود M وسعر الفائدة المحلي وسعر الفائدة الأجنبي ، بينما تشير المعادلة 3 إلى أن الطلب على السندات المحلية B يرتبط طرديا بمعدل العائد على السندات المحلية وعكسيا بمعدل الفائدة على السندات الأجنبية أما الطلب على السندات الأجنبية في المعادلة 4 فإنه يرتبط عكسيا بمعدل العائد على السندات المحلية و الطردية بمعدل الفائدة على السندات الدال على العائد على السندات المحلية و الطردية بمعدل الفائدة على السندات الأجنبية .

3- أنظمة سعر الصرف

3-1 نظام سعر الصرف الثابت:

يقوم¹ هذا النظام على تبني قيمة ثابتة للعملة الوطنية تجاه العملة الأجنبية بالاعتماد على أساس أو مرجع معدني أو نقدي معين، ويسهم هذا النظام في تجنب تأثيرات السلبية المتأنية من تقلبات أسعار الصرف الأجنبي على قيم الاستثمار والتشغيل والتبادل الدولي.

3-1-1 إيجابيات سعر الصرف الثابت²:

- يقصي سعر الصرف الثابت غموض حول التغيرات المستقبلية لسعر الصرف مما يسهل التجارة الخارجية والأعمال الدولية.
- الانضباط في السياسات الداخلية
- يوفر ثقة في العملة باعتبارها ترتبط بعملة معروفة أو سلة من العملات³.

3-1-2 سلبيات الصرف الثابت :

- ضرورة الاحتفاظ من بالإحتياطيات من الذهب والعملات الأجنبية لاستخدامها من خلال السوق المفتوحة من أجل الحفاظ على ثبات الأسعار .
- صعوبة تطبيق السياسة النقدية.

¹ هويشار معروف " تحليل الإقتصاد الدولي " دار الجرير ، عمان ، الطبعة الأولى 2006.ص287

² Andrew Harrison, Ertugrul Dal kiran , Ena Elsey « business international et mondialisation » Op.citP 305

³ سعيد جابر مشكور العامري " المالية الدولية :نظرية وتطبيق" -مرجع سابق - ص 100

3-1-3 أنواع أنظمة سعر الصرف الثابتة

في ظل هذا النظام يتم تثبيت سعر صرف العملة إلى:

أ. سعر الصرف الثابت المرتبط بعملة واحدة: في هذا الإطار تعمل الاقتصاديات على تثبيت عملاتها إلى عملة تتميز بمواصفات معينة كالقوة والاستقرار دون إحداث تغيير إلا في بعض الحالات كما كان حال الفرنك الإفريقي سابقاً مع الفرنك الفرنسي، وكما هو الحال للدينار الأردني مع الدولار الأمريكي إلى غير ذلك. ونجد تقريباً نصف الدول النامية تتبع هذا النظام.¹

ب. سعر الصرف الثابت المرتبط سلة من العملات: في هذا النظام يتم ربط سعر صرف عملة البلد المعني سلة من العملات، وعادة ما يتم اختيار العملات المكونة لوحدة حقوق السحب الخاصة كما هو شأن.

انطلاقاً من عملات الشركاء التجاريين الأساسيين، أو من العملات المكونة لوحدة حقوق السحب الخاص (DTS) كما هو الحال بالنسبة للدينار الإماراتي أو الربط حالياً باليورو وباعتبارها امتداد لسلة العملات المكونة للإبكي (ECU) سابقاً. لقد تم تسجيل عشرين (20) عملة مرتبطة سلة من العملات من غير حقوق السحب الخاصة في سنة 1996.

ج. سعر الصرف الثابت المرن (ضمن هوامش محددة): أما في هذا النظام فيقيم المحافظة على ثبات قيمة العملة مع وجود هوامش معينة يكون مسموح فيها بتقلبات سعر الصرف.

2-3 نظام أسعار الصرف المعمومة

¹ : د. عبد المجيد قدي "المدخل إلى السياسات الاقتصادية" - مرجع سابق - 2003، ص 115.

يقوم سعر الصرف الموعوم على ترك أسعار الصرف الأجنبي لقوى العرض والطلب السائد وذلك باعتبار العملة كأى بضاعة فى السوق وهى تعكس أيضا ظروف أسواق السلع والخدمات والأصول حيث أن عرض العملة الوطنية يعكس جانب الطلب على هذه الأسواق والطلب على العملة المذكورة يعكس جانب العرض فى الأسواق المعينة، وهذا بالإضافة إلى دور المضاربة على أسعار العملات فى نشوء إختلالات فى أسواق الصرف الأجنبي، غير أنه من الممكن الانتباه إلى أن المضاربة العقلانية تصقل حركات أسعار الصرف وتدفعها نحو الاستقرار بدلا من خلق اضطرابات ومن خلال أسواق الصرف الأجنبي سيساعد نظام التعويم على استقرار ميزان المدفوعات¹.

3-2-1 إيجابيات سعر الصرف الموعوم²:

- إعادة التوازن التلقائي فى ميزان المدفوعات : كل عجز خارجي يؤدي إلى طلب أكبر على العملة الأجنبية، مما يؤدي إلى تدهور قيمة العملة المحلية وبالتالي رفع قدرتها التنافسية. بمعنى زيادة الصادرات وانخفاض الواردات وبالتالي تحسن الوضع التجاري للدولة
- لمضاربة: أصبحت أكثر صعوبة من المضاربة فى سعر الصرف الثابت حيث العمليات تتم فى غموض أكبر حول التطورات المستقبلية لسعر الصرف.
- السياسة الاقتصادية تصبح ذاتية أكثر بحيث تتحرر من استقرار سعر الصرف، والسياسة النقدية تكون أكثر فعالية .
- عدم احتياج البنوك المركزية إلى إحتياطات من الذهب والصرف الأجنبي .

¹ هويشار معروف " تحليل الإقتصاد الدولي " - مرجع سابق - ص 297

² Dominique Plihon « les taux de change » Op.cit, p 83

2-2-3 سلبيات سعر الصرف المعوم¹ :

- عدم وجود انضباط في النقود، مما يمكن المضاربين من خلق تدهور حاد في قيمة العملة.
- يعيق هذا النظام التجارة الخارجية .

3-2-3. أنواع نظام أسعار الصرف العائمة:

أ . نظام سعر الصرف المختلط: يجمع هذا النظام بين خاصيتين الثبيت والتعويم ويطبق في مجموعة النظام النقدي الأوروبي، حيث تكون دول المجموعة مثبتة بالنسبة لبعضها البعض وعائمة أمام عملات الدول الأخرى خارج المجموعة.²

ب. نظام سعر المدار (التعويم المدار): وضمن هذا المنظور تقوم السلطات بتعديل أسعار صرفها بتواتر على أساس مستوى الاحتياطي لديها من العملات الأجنبية والذهب وعلى أساس وضعية ميزان المدفوعات.

ج. التعويم الغير نظيف: يقصد بالتعويم غير النظيف تدخل البنط المركزي أو السلطات النقدية معتمدة الحفاظ على سعر صرف العملة غير واقعي مما يؤدي إلى أضرار بالنظام النقدي الدولي أو بعملات أخرى.

د. التعويم الحر: يتحدد سعر الصرف في هذا النظام طبقاً لشروط الطلب والعرض في السوق ويتبع هذا النظام أغلب البلدان المتقدمة، كما أن هناك بعض الدول النامية تقوم بتطبيقه وهي في تزايد، ويكون التعويم حراً إذا لم تتدخل السلطات النقدية في السوق لتدعيم عملتها الوطنية ويتأثر سعر الصرف الحر بالتقلبات حسب التوقعات والحاجات المختلفة للمتعاملين في السوق.

¹ Christain Aubain ,Philippe morel « économie internationale » Op.cit p 258

² د. عبد المجيد قدي "الدخل إلى السياسات الاقتصادية -مرجع سابق- 2003، ص116، ص144

يعتبر التعويم ظاهرة دولية لأن الدول الصناعية التي تنتهج هذه السياسة تشكل معاملاتهما ثلاثة أرباع حجم التجارة الدولية، وهو وضع يسمح لقيمة العملة أن تتغير صعوداً وهبوطاً حسب قوى السوق ويسمح التعويم للسياسات الاقتصادية الأخرى بالتحرر من قيود سعر الصرف، وبالتالي فإن تعويم العملات يسمح للسلطات بإعداد السياسة الملائمة، ومثل هذا الوضع يدفع بأسعار لصرف ذاتها أن تتكيف مع الأوضاع السائدة لا أن تشكل قيداً.

المبحث الثاني: كفاءة أسواق الصرف

المطلب الأول: العوامل المؤثرة في سعر الصرف

1- الفرق ما بين التعامل بالعملات والتعامل بالأسهم¹

ضروري من أجل معرفة الفرق ما بين الكفاءة الأسواق المالية وكفاءة سوق الصرف معرفة الاختلاف ما بين التعامل بالعملات والتعامل بالأسهم .

1- ميزة التعامل بالعملات وإيجابياته الأولى ، هي استمرار التعامل مدة 24 ساعة في اليوم وهذا ما يفسح

المجال أمام كل متعامل أن يخصص جزءا من وقته ، وبحسب ما تسمح الظروفه بذلك ، أما

الأسهم فالتعامل فيها محكوم بتوقيت البلد العائدة إليه ، ففي أمريكا مثلا نرى أن التعامل يبدأ عند

الساعة (9) والنصف مساءً ويختتم عند الرابعة بعد الظهر بتوقيت نيويورك .

2- يسهل المتاجرة بالعملات نظرا لقلّة عددها فالرئيسية منها لا تزيد على ستة أزواج ، وهذا يوفر

إمكانية التركيز عليها وتحليلها كما أنه يرفع من نسبة الإصابة في تحديد الهدف ويقلل نسبة الخطأ

، فيحين أن الأسهم التي يتم التعامل فيها يزيد عددها على المئات الآلاف مما يربك المتعامل أحيانا

فيلجأ إلى سبل مختلفة غير مأمونة الجانب لتحديد وجهة عمله .

3- في سوق العملات يمكن الحصول على فترة تعامل وهمية مجانية يمكن ، تتدرب فيها على سير العمل ،

بينما يتعذر ذلك في سوق الأسهم ، كما يمكنك الحصول على أخبار السوق بشكل دوري

ومتواصل ، وعلى الرسم البياني أيضا .

¹ رائد محمود أبوظربوش " أسرار الفوركس" -مرجع سابق الذكر -ص 39

2- العوامل المؤثرة في سعر الصرف

مما لا شك فيه أن أسعار الصرف العملات تتأثر بالعوامل والسياسات الاقتصادية المحيطة بها ولذلك سيتم التطرق إلى العوامل الاقتصادية التي تؤثر على سعر الصرف :

1-2 العوامل الاقتصادية المؤثرة في سعر الصرف :

- ناتج حساب العمليات الجارية في ميزان المدفوعات :

أي وضع الصادرات والواردات من السلع والخدمات ، فالعجز في ميزان المدفوعات يزيد من الطلب على العملات الأجنبية وهذا يؤدي إلى تخفيض قيمة العملة الوطنية في السوق بينما الفائض فيه يؤدي إلى رفع قيمة العملة المحلية.

- ناتج حساب العمليات الرأسمالية في ميزان المدفوعات :

ويقصد بها مقدار الاستثمارات التي تدخل إلى الدولة أو تخرج منها ، فانتقال رؤوس الأموال من دولة إلى دولة أخرى يزيد حجم الطلب على عملة الدولة التي انتقلت إليها رؤوس الأموال بالتالي ترتفع قيمتها وينخفض سعر صرفها¹.

- المضاربة² :

تؤدي المضاربة في الأسواق الدولية للعملات إلى التأثير في صرف العملات النقدية وخاصة على المدى القصير ، فإذا توقع المضاربون أن قيمة العملة لدولة ما سترتفع فإنهم سيلجؤون إلى اقتناء هذه العملة ومن

¹ لحو موسى بوخاري " سياسة الصرف الأجنبي وعلاقتها بالسياسة النقدية " - مرجع سابق - ص 125

² سعيد جابر مشكور العامري " المالية الدولية : نظرية وتطبيق " - مرجع سابق - ص 150

تم يزداد الطلب عليها ويرتفع قيمتها ، أما إذا توقع المضاربون أن قيمة هذه العملة ستخفص في المستقبل فإنها فإنهم سيلجؤون إلى بيعها ومن تم تنخفص قيمتها.

وهذا إضافة إلى تأثير بعض السياسات الاقتصادية في سعر صرف العملة¹ :

2-1-1 السياسات الاقتصادية المؤثرة في سعر الصرف

○ أثر السياسة النقدية* على سعر العملة:

الأدوات التي يستخدمها البنك المركزي للتأثير على عرض النقد وبالتالي على التأثير على سعر العملة هي عديدة .

- نسبة الاحتياطي النقدي* :

زيادة نسبة الاحتياطي النقدي يؤثر على قدرة البنوك التجارية على الإقراض ومنح الائتمان مما يؤدي إلى انخفاض عرض النقود ، وبالتالي نقص في عرض العملة تترتب عليها زيادة قيمتها .

أما تخفيض نسبة الاحتياطي النقدي تؤدي إلى زيادة قدرة البنوك على منح الائتمان ، وبالتالي زيادة عرض النقد ، ومنه انخفاض قيمة العملة .

¹ توفيق عبد الرحيم يوسف حسن " الإدارة المالية الدولية والتعامل بالعملات " الأردن، دار الصفاء ، ، 2009 . ص 88....99
* السياسة النقدية : هي الطريقة التي تدار بها النقود والمؤسسات النقدية في الدولة ، فهي الطريقة التي يتبعها البنك المركزي للتأثير على السيولة النقدية المتاحة للتداول في الاقتصاد القومي .
* نسبة الإحتياطي النقدي : هي عبارة عن نسبة من الودائع لدى البنوك التجارية يتوجب على البنوك الإحتفاظ بها في شكل نقود سائلة كأحتياطي لدى البنك المركزي.

- تغيير سعر إعادة الخصم*:

رفع سعر الخصم يؤدي على نقص مقدرة البنوك التجارية على الإقراض ويؤدي أيضا إلى رفع سعر الفائدة وبالتالي ارتفاع قيمة العملة ، وانخفاض سعر صرفها والعكس في حالة خفض سعر الخصم.

- عمليات السوق المفتوحة:

وهي عبارة عن قيام البنك المركزي بشراء وبيع الأوراق المالية، وذلك إما لزيادة عرض النقد من العملة المحلية وبالتالي انخفاض قيمة العملة أو بشراء الأوراق المالية أي امتصاص عرض العملة المحلية وبالتالي رفع قيمة العملة.

- سعر الفائدة: يعتبر الاقتصاديين أن تغيرات الطلب على الأصول المالية من أهم الأسباب التي تقف وراء التقلبات قصيرة الأجل في أسعار صرف العملات.

إن الزيادة في معدلات الفائدة الحقيقية ، سوف تجذب رأسمال الأجنبي وهذا ما يؤدي إلى ارتفاع قيمة العملة في سوق الصرف الأجنبي.

- التضخم:

إن التضخم يؤثر على سعر الصرف ، فالتضخم هو الارتفاع المستمر في الأسعار السلع والخدمات وهو يمثل انخفاض القوى الشرائية للنقود مما يعني ضعف وحدة النقد (تدهور قيمة العملة) .

* سعر إعادة الخصم هو سعر الفائدة الذي يتقاضاه البنك المركزي على إعادة خصم الأوراق التجارية والأذن الحكومية للبنوك التجارية.

○ تأثير السياسة المالية* :

- أثر زيادة معدلات الضريبة على سعر الصرف:

الزيادة في الضريبة تؤثر على سعر الصرف بطريقة مباشرة أي من خلال تأثيرها على الأنشطة الأخرى في الاقتصاد ، فزيادة الضريبة تؤثر على قدرة الأفراد في المجتمع على الإنفاق وهذا من خلال تأثيرها على انخفاض دخولهم وبالتالي انخفاض عرض العملة وكذلك انخفاض الأسعار يترتب عليه زيادة في الطلب الأجنبي على السلع المحلية بسبب انخفاض أسعارها مقارنة مع الدول الأخرى ، التي تكون فيها الأسعار مرتفعة وبالتالي ترتفع قيمة العملة المحلية .

2-2 العوامل الغير اقتصادية المؤثرة في سعر الصرف¹

هناك عوامل أخرى تؤثر في سعر الصرف

1-2-2 الإضرابات والحروب :

إن من العوامل المؤثرة على سعر الصرف ولا سيما في المدى القصير وأحيانا في المدى البعيد هي الإضرابات السياسية وحالات الحروب الداخلية و الخارجية ، والتي تؤثر على أوضاع التجارة والصناعة والزراعة والمال والتي من شأنها أن تغير الطلب على الصرف الأجنبي وبالتالي تغير سعر الصرف .

* تعني السياسة المالية كافة أوجه النشاط والمسائل المالية المتعلقة بالنشاط الحكومي المالي الذي يتجسد في الإنفاق الحكومي والإيراد الحكومي والموازنة العامة للدولة.

¹ عبد الحسن جليل الغالبي " سعر الصرف وإدارته في ظل الصدمات الاقتصادية " ص 81-82-83

2-2-2 الإشاعات والأخبار:

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

2-2-3 خبرة المتعاملين وأوضاعهم:

يقوم المتعاملون في سوق العملات الأجنبية في ضوء مهاراتهم وخبراتهم بالسوق وأحواله بتحديد اتجاه الأسعار واتخاذ قراراتهم بشأنها وتحديد ما إذا كان من الضروري تعديلها أو إبقائها على ما هي عليه، وبناءا عليه فإن الأسعار تتأثر بخبرة هؤلاء المتعاملين ومهاراتهم.

المطلب الثاني: كفاءة سوق الصرف

1- التنبؤ بسعر الصرف

يستخدم سعر الصرف لآجل كمتنبئ لسعر الصرف حيث:

أن سعر الصرف الآجل يعتبر متنبئ غير متحيز لسعر الصرف الحاضر في المستقبل، واستنادا إلى فرضية كفاءة أسواق الصرف فإن سعر الصرف الحاضر في المستقبل المتوقع لعملة نقدية معينة يجب أن يكون مساويا لسعر الآجل¹.

عندما² يكون سوق الصرف كفتا فإنه كل المعلومات المتاحة تنعكس في الأسعار وبصفة فورية ، فمن الناحية الرياضية يمكن ترجمت صيغة سعر الصرف على النحو التالي :

$$C_{t+1} = aC_t + b + et \quad \dots\dots\dots (*)$$

مع : $a=1$ و $b=0$

C_{t+1} سعر الصرف في اللحظة $t+1$

C_t سعر الصرف في اللحظة t

Et معامل الخطأ .

بمجرد وصول المعلومات (الحدث) تنعكس تلك الأخبار على سعر الصرف مما يؤدي إلى عدم إمكانية تحقيق أرباح غير عادية . بمعنى إن المعلومات المتاحة داخل سوق الصرف الفعال تنعكس في سعر الصرف الآجل ، والفارق ما بين الأسعار الحاضرة والأسعار الآجلة تنعكس مباشرة إما الوضعية أو المراجعة :

¹ سعيد جابر مشكور العامري " المالية الدولية: نظرية وتطبيق" ص 173

² Philippe d' arvisenet « finance internationale » Op.cit, p 214

$$C_{t+1} - c_t = a(c_{t+1} - c_t) + b + e_t$$

في ظل فرضية السوق الكفاء يعتبر سعر الصرف آجل متنبئ غير متحيز لسعر الصرف الحاضر في المستقبل.

2- تعريف كفاءة أسواق الصرف

حسب نظرية¹ كفاءة السوق يجب أن تعكس الأسعار جميع المعلومات المتاحة وبالتالي لا يمكن تحقيق أرباح غير عادية ، إذا كانت أسواق العملات تتسم بالكفاءة ينبغي لسعر الصرف الآجل أن يجسد جميع المعلومات المتاحة وبالتالي عدم إمكانية التنبؤ بسعر الصرف العاجل للفترة الحالية انطلاقاً من سعر الصرف الآجل للفترة الماضية ، بمعنى أن سعر الصرف الآجل هو متنبئ غير متحيز لسعر الصرف الحاضر في المستقبل ، ومنه وحسب هذه الفرضية إن سعر الصرف الآجل يعكس كلية جميع المعلومات المتوفرة حول توقعات سعر الصرف في المستقبل.

$$S_t = a + bF_{t-1} + u_t \dots\dots\dots(1)^2$$

S_t = لوغاريتم سعر الصرف العاجل في الزمن t

F_{t-1} = لوغاريتم سعر الصرف الآجل في الزمن $t-1$

a = العنصر الثابت

U_t = العنصر الخطأ

فرضية الأسواق الفعالة ترى أنه يجب ما يلي :

(a) العنصر الثابت لا تختلف كثيراً عن الصفر

¹ Journal of Economics and Business 1999; 51:423-439 0148-6195 / 99 / \$-see front matter© 1999 Elsevier Science Inc., New York, New York, Tammy A. Rapp and Subhash C. Sharma "Exchange Rate Market Efficiency: Across and Within Countries" p 424

² Economics Letters 9 (1982) 377-382 North-Holland Publishing Company Sebastian EDWARDS " EXCHANGE RATE MARKET EFFICIENCY AND NEW INFORMATION" University of California, Los Angeles, CA 90024, USA p 378

(b) (معامل سعر الصرف الآجل) لا تختلف كثيرا عن 1

و أن عنصر الخطأ U_t لا يجب أن يكون مرتبطا ارتباطا متسلسلا (SERIAL)

(CORRELATION)

وتقوم¹ السوق الكفاء على افتراض أن جميع المتعاملين والمشاركين في السوق قد حصلوا على المعلومات، التي تشمل المعلومات الاقتصادية الحالية والمتاحة مثل الإفصاح عن العجز أو الفائض في ميزان المدفوعات ، عجز الموازنات ومعدل التضخم الاقتصادي وغيرها ، وتميز السوق الكفاء ببعض المميزات والخصائص الملازمة لها وهي أن تتضمن الأخبار الجديدة مباشرة سعر الصرف الفوري والآجل ، وأن تكون تكاليف المعاملات منخفضة ، وأن تكون تغيرات الأسعار محتملة وغير أكيدة . ويمكن أن تقود هذه الخواص إلى بعض النتائج التي تتمثل في عدم التمكن م إجراء التنبؤ، وعدم تمكن المضارب من تحقيق أرباح على المدى الطويل.

3-اختبارات كفاءة أسواق الصرف

3-1 اختبار الكفاءة الضعيفة في سوق الصرف²

بداية لا بد من معرفة ما إذا كان سوق الصرف يملك خصائص مختلفة عن باقي الأسواق يمكن لها أن تؤثر على اختبار فرضية الصيغة الضعيفة لكفاءة سوق الصرف، فسوق الصرف يتكون من أسواق آجلة متطورة وأسواق الاختيارات، وهذه الأسواق تجعل عملية التنبؤ بسعر الصرف أكثر دقة.

ومن الممكن أن تواجه هذه الأسواق يؤدي إلى الاستخدام الكفاء للمعلومات وتدفع السوق نحو الكفاءة .

¹ سعيد جابر مشكور العامري " المالية الدولية: نظرية وتطبيق" -مرجع سابق - ص 167

² Richard baillie,patrick mcmahon « le marché des change» traduction de henri bourguinat, éditionsESKA ,1997p 119,120,122 ,123

إن تواجد سوق الصرف الآجل يشجع عمليات المضاربة وهذا ما يجعل سوق الصرف مختلف عن باقي الأسواق المالية وأكثر من هذا عدم تواجد التدخل الحكومات والسلطات النقدية في سوق الأسهم كما هو الحال بالنسبة لسوق الصرف ، ففي سوق الصرف سعر الصرف نادرا ما يحدد وفقا لقوى السوق لهذا قبل التطرق لاختبارات الكفاءة الضعيفة لسعر الصرف سنقوم وباختصار بعرض نموذج **Koing & Gaab** 1982 الذي يظهر كيف يمكن لتدخل البنك المركزي التأثير على سعر الصرف وكفاءته حيث بغياب تدخل البنك المركزي يكون سعر الصرف فعالا. و قاموا بدراسة النموذج التالي:

$$S_t^* = S_{t-1}^* + \epsilon_t \quad \dots\dots\dots(1)$$

$$x_t^E = 1/\alpha (s_t^* - s_t), \alpha > 0 \dots\dots\dots(2)$$

في المعادلة (2) حيث x_t^E الطلب على العملات ، s_t^* سعر الصرف التوازني .في حالة التوازن المعادلة $x_t^E = 0$

$$S_t = S_{t-1} + \epsilon_t \quad \text{ومنه :}$$

بافتراض أن البنك المركزي له فكرة محددة حول سعر الصرف الملائم فإنه سوف يعمل على الحفاظ على سعر الصرف قريب من هذا المستوى وهذا بشراء أو بيع العملة المحلية مقابلة العملات الأخرى .مما يؤثر على كفاءة أسواق الصرف .

وبين أول الدراسات التي تناولت فرضية الكفاءة الضعيفة لسوق الصرف نجد 1967poole

اختبر عدة عملات لفترة سنوات العشرينات إضافة إلى الدولار الكندي للفترة 1950، 1962 باستخدام اختبار الارتباط autocorrelation وخلص إلى وجود ارتباط متسلسل وأسند الوضع إلى تكاليف المعاملات، وهذا بدوره لا يعني أن المساهمين في السوق كانوا غير عقلانيين ، ولكن كون المعلومات في السوق كانت سريعة التأثير بطريقة غير فعالة .

وفي دراسة أخرى أكثر تفصيلا في هذا من قبل 1975 Giddy & Dofy قاموا بإختبار دقة التنبؤات ب 5 طرق :

- 1) le modèle de martingale –marche aléatoire
- 2) le modèle de sous-martingale incorporant le différentiel de taux d'intérêt correspondante
- 3) le taux de change a terme
- 4) les modèles ARAMA de Box –Jenkins
- 5) le lissage exponentiel

Giddy & Dofy خلصوا إلى أن المسار العشوائي يعطي وصف مطابق لسلاسل سعر الصرف ، وأفضل متنبئ لسعر الصرف المستقبلي هو سعر الصرف الحاضر المعدل بفارق سعر الفائدة ، أما سعر الصرف الآجل بالنسبة له متنبئ ضعيف.

دراسة مماثلة قام بها 1977 Cornell باستخدام المتغيرات لسنوات الواقعة ما بين 1971- 1974 لكل من الجنيه الإسترليني ، الدولار الكندي، الين الياباني ، الفرنك السويسري ، المارك الألماني، cornell قارن ما بين نموذج السير العشوائي وسعر الصرف الآجل، و الانحدار الذاتي autorégressif الفرق ما بين الطرق يعتبر طفيف .

1978 Logue, Sweeny et Willette 1978 خلصوا إلى أن " أسواق الصرف تبدو كثرة على الأقل في ظل فرضية الكفاءة الضعيفة "

3-2 اختبار الكفاءة القوية في سوق الصرف¹

إن الدراسات التي اختبرت الصيغة القوية للكفاءة قائمة على معرفة ما إذا كانت بعض المعلومات (المعلومات الغير مرتبطة بالسعر الماضي) تنعكس في توقعات سوق، كما هو موضح في المعادلة الموالية حيث أن E_t يمثل التوقعات الرشيدة المبينة على جميع المعلومات المتوفرة والملائمة في اللحظة t . بطريقة تسمح اختبار لسعر الصرف الحاضر حيث $E_{t-1}(S_t)$ ستقارن بتوقعات السوق S_t^e التي كونت في اللحظة $t-1$.

إذا كانت هذه التوقعات عقلانية:

$$E_{t-1}(S_t) = S_t^e \dots\dots\dots(1)$$

$$S_t = S_t^e + \epsilon_t \text{ و} \dots\dots\dots(2)$$

le bruit blanc & معامل الخطأ

$$E_{t-1}(S_t - S_t^e) = 0 \dots\dots\dots(3)$$

يجب القول أن أي اختبار للمعادلة (3) يكون بطريقة ما عبارة عن اختبار مرتبط نظرية كفاءة الأسواق/ التوقعات الرشيدة .

هناك عدد لا بأس به من الأبحاث التي تناولت الصيغة القوية لكفاءة سوق العملات ، بما أن البنك المركزي يستطيع التدخل في أسواق الصرف بكل حرية مستخدماً معلوماته الخاصة ، يكون من المحتمل أن يملك المشاركون في سوق الصرف تشعب في توقعاتهم المستقبلية وتنوع كبير في آراءهم أكبر مما هو الحال بالنسبة

¹ Richard baillie,patrick McMahon « le marché des change» traduction de henri bourguinat, éditionsESKA ,1997p 123,129

للمشاركين في البورصة ، فمن هذا المنطلق يكون من البديهي الاعتقاد أن الصيغة القوية للكفاءة لها حظ أقل لتحقيق في سوق الصرف كما تعتبر الصيغة القوية صعبة الاختبار .

من الدراسات التي اختبرت فرضية الصيغة القوية لسوق الصرف نجد دراسة Goodman 1979 حيث درس أداء التنبؤ لتوقعات سعر الصرف لعدة وكالات المعلومات التي استخدمت نماذج اقتصادية للتنبؤ ووجد أن الوكالات الموجهة تقنياً أُنجح واستنتج أن " عمليات المضاربة تتم في سوق الصرف وأن سوق الصرف ليس كفتاً "

دراستين مكملتين قام بتقديمهما كل من Rogalski & Vinso & 1977 و Caves & Feige 1980

من خلال للدراسة الأولى المقدمة من طرف Rogalski & Vinso ستة سلاسل زمنية لسعر الصرف ما بين السنوات 1920-1924 أما الدولار الكندي فاخترت السنوات 1953-1957 وخلصوا إلى كون سعر الصرف الفوري كان أكثر فعالية بالنسبة للأسعار ومعدلات التضخم وكنتيحة المعلومات التي تصل إلى المستثمرين تنعكس وبسرعة في سعر الصرف الجاري .

أما دراسة Feige & Caves 1980 وحسب المقاربة سوق الأصول لتحديد سعر الصرف بحيث سعر الصرف يتحدد حسب عرض العملة المحلية هذه المقاربة تهتم بمعرفة ما إذا كان يؤخذ بعين الاعتبار التغيرات الغير متوقعة لعرض النقود ، واختبرت الباحثين البيانات حول الدولار الكندي خلال السنوات* الواقعة ما بين 1953، 1963 وخلص الباحثان إلى تأيد الصيغة المتوسطة للكفاءة .

* خلال هذه الفترة كان الدولار الكندي يتبع نظام التعويم الحر

المطلب الثالث: المعلومات و سعر الصرف

1- دور الأخبار في تحديد سعر الصرف

إن فكرة أخذ الأخبار الجديدة بعين الاعتبار لتفسير سلوك أسعار الصرف تم اقتراحها من قبل كل من

Dornbusch 1980, Frenkel 1980, Isard 1983, Mussa 1979

حسب هؤلاء فإن النظر إلى سعر الصرف كسعر أصل يعني أن هذا الأخير يجب أن يحدد بشكل مشابه تماما لأسعار مختلف الأصول ، وفقا لهذه النظرة فإن كل المعلومات الضرورية والخاصة بالمتغيرات الأساسية مجسدة في معدل الصرف القائم ، إن أساس هذا الاقتراح هو نظرية الأسواق الفعالة والذي يعني أن أسعار الأصول في أسواق رأسمال يجب أن تعكس كل المعلومات المتوفرة .و عليه فإن السبب الرئيسي لحركات سعر الصرف يتمثل في الأخبار التي لم نستطع توقعها .

حسب فكرة كفاءة الأسواق، تتضمن أسعار الصرف الحالية كل المعلومات الخاصة بالمتغيرات الأساسية، وعليه فإن ما يسبب تقلبات أسعار الصرف هو وصول الأخبار الجديدة (الغير متوقعة) حول هذه المتغيرات الأساسية¹.

¹ بوتلجة عبد الناصر " دور المعلومات في تحديد سعر الصرف " إشراف بن حبيب عبد الرزاق، 2008، ص156، 157

2- نمذجة الأخبار الجديدة

يكون السوق كفتا إذا كانت الأسعار تعكس فوراً جميع المعلومات المتاحة.

في حالة سوق الصرف ، سعر الصرف المتوقع في اللحظة t هو دالة رياضية لسعر الصرف المتوقع للمرحلة المقبلة $t+1$ مع الأخذ بعين الاعتبار المعلومات المتاحة¹ :

$$S_t = E(S_{t+1} | I_t)$$

I هي المعلومات المتوفرة في اللحظة t

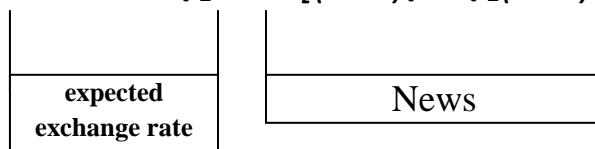
إن أول محاولة لنمذجة الأخبار كانت من قبل (Frenkel, 1981) وكانت على النحو التالي² :

$$\ln S_t = a + b \ln F_{t-1} + \text{"News"} + w_t$$

و هذه المعادلة تبين دور الأخبار كمحدد لسعر الصرف و بالتحديد استعمل Frenkel, 1981

النموذج التالي :

$$\ln S_t = a + b \ln F_{t-1} + \alpha [(i - i^*)_t - E_{t-1}(i - i^*)_t] + w_t$$



حيث $(i - i^*)$ تعتبر فروقات أسعار الفائدة

استعمل (Edwards, 1982) المعادلة التالية³ :

$$S_t = a + b f_{t-1} + [\alpha_0 (m_t^u - m_t^{u*}) + \alpha_1 (y_t^u - y_t^{u*}) + \alpha_2 (r_t^u - r_t^{u*})] + w_t$$

¹ Christian descamps, jacques soichot « gestin financier international » edition litec , 1995, p 94

² Benbouziane Mohamed, Cointegration and Efficiency in the Foreign Exchange Market. Thèse De Doctorat d'état en Sciences Economiques Université de Tlemcen 2002/2003, p 130

³ Economics Letters 9 (1982) 377-382 North-Holland Publishing Company Sebastian EDWARDS" EXCHANGE RATE MARKET EFFICIENCY AND NEW INFORMATION" University of California, Los Angeles, CA 90024, USA p 378

$(m_t^u - m_t^{u*})$ التغيير غير متوقع في الكتلة النقدية في الداخل و الخارج.

$(y_t^u - y_t^{u*})$ التغيير غير متوقع في الدخل الحقيقي في الداخل و الخارج.

$(r_t^u - r_t^{u*})$ التغيير غير متوقع في سعر الفائدة في الداخل و الخارج.

يعتبر منهج الأخبار لبناء نماذج سعر الصرف امتداد لنموذج كفاءة الأسواق ، وكذلك التركيز على أهمية مراجعة التوقعات عن تفسير السبب في كون سعر الصرف الآجل أداة غير جيدة للتنبؤ بسعر الصرف الآجل . ولكنه لا يتناول تفسير السبب في كون السعر الآجل متنبئ متحيز لسعر الصرف الحاضر في المستقبل¹ .

فحسب فكرة كفاءة أسواق الصرف، تتضمن أسعار الصرف الحالية كل المعلومات الخاصة بالمتغيرات الأساسية، وعليه فإن ما يتسبب بتقلبات أسعار الصرف هو وصول الأخبار الجديدة (الغير متوقعة) حول المتغيرات الأساسية² .

¹ سي بول هالوود، رونالد ماكدونالد، تعريب: محمود حسن حسني، وآخرون " النقود والتمويل الدولي " - مرجع سابق ص 439

² بوتلجة عبد الناصر " دور المعلومات في تحديد سعر الصرف " إشراف بن حبيب عبد الرزاق، 2008، ص 157

الخلاصة :

تبرز أهمية سعر الصرف في كونه يؤثر و يتأثر بالمتغيرات الاقتصادية الكلية مثل نظام الأسعار في الاقتصاد المحلي و حجم التجارة الخارجية وميزان المدفوعات وغيرها.... وكان هذا الفصل مخصص لدراسة مختلف الجوانب المتعلقة بسعر الصرف والعوامل المؤثرة فيه من أجل شرح وتوضيح كفاءة سوق الصرف وهذه الأخيرة تتوقف على مدى التوافق ما بين أسعار الصرف العاجلة والآجلة بحيث لا بد لسعر الصرف الآجل أن يعكس جميع المعلومات المتوفرة حول توقعات المستقبلية لسعر الصرف . وفيما يلي سنقدم اختبار لكفاءة سوق صرف الدولار الأمريكي / الجنيه الإسترليني من خلال دراسة قياسية وهذا باستعمال طريقة التكامل المتزامن .

الفصل الرابع

(Cointegration) يتناول هذا الفصل محاولة اختبار فرضية كفاءة الأسواق باستعمال طريقة قياسية تتمثل في طريقة "التكامل المتزامن"

تفيد نظرية كفاءة الأسواق أن سعر الصرف الآجل يعكس كلياً جميع المعلومات حول توقعات سعر الصرف، بحيث أن داخل السوق الكفاء فإن الأسعار تعكس كلية كل المعلومات المتوفرة و لا يمكن لأي متعامل في السوق أن يجني أرباح غير عادية. بافتراض أن التوقعات رشيدة و افتراض حيادية الخطر من قبل المتعاملين في سوق الصرف يمكن أن نبين أن سعر الصرف الآجل منبئ غير متحيز (Unbiased predictor معيار حقيقي) لسعر الصرف العاجل المستقبلي.

المبحث الأول : أدبيات التكامل المتزامن

المطلب الأول : مفاهيم حول الاقتصاد القياسي¹

الفرع الأول: مفهوم الاقتصاد القياسي

يعد الاقتصاد القياسي Econometrics، أسلوب من أساليب التحليل الاقتصادي يهتم بالتقدير العددي (الكمي) للعلاقات بين المتغيرات الاقتصادية معتمدا في ذلك على النظرية الاقتصادية Economic Theory، والرياضيات Mathematique، والإحصاء Statistique، للوصول إلى هدفه الخاص باختبار الفروض والتقدير ومن ثم التنبؤ بالظواهر الاقتصادية .

وهذا يعني أن الاقتصاد القياسي يحاول الاستعانة أولا بالنظرية الاقتصادية لتحديد المشكلة المراد دراستها ولأهم المتغيرات الاقتصادية والاجتماعية التي تؤثر فيها، ومن ثم يستعين بالاقتصاد الرياضي لتوصيف العلاقات القائمة بين المتغيرات في شكل رموز ومعادلات، وأخيرا يستعين بعلم الإحصاء فيستفيد منه في تطوير واستنباط طرق القياس لتقدير معالم الصيغ المقترحة واختبار الفروض ومن ثم الوصول إلى النتائج الدقيقة التي يمكن الاعتماد عليها في التنبؤ بالمشكلة المدروسة .

وبذلك يمكن القول بأن الاقتصاد القياسي هو تكامل للنظرية الاقتصادية مع الرياضيات والأساليب الإحصائية بهدف اختبار الفروض عن الظواهر الاقتصادية، وتقدير معاملات العلاقات الاقتصادية، والتنبؤ بالقيم المستقبلية للظواهر الاقتصادية.

¹ حسين علي بخيث، سحر فتح الله " الإقتصاد القياسي " عمان، دار اليازوري، 2007، ص 18، 19.

الفرع الثاني: أهداف الاقتصاد القياسي

يمكن التعرف على ثلاثة أهداف أساسية للاقتصاد القياسي هي:

أولاً: تحليل واختبارات النظريات الاقتصادية المختلفة:

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

ثانياً: رسم السياسات وإتخاذ القرارات :

يساهم الاقتصاد القياسي برسم السياسات واتخاذ القرارات عن طريق الحصول على قيم عددية لمعلومات العلاقات الاقتصادية بين المتغيرات لتساعد الرجال الأعمال والحكومات في إتخاذ القرارات الحالية من حيث توفيره ليصنع وأساليب مختلفة لتقدير المرونات والمعلومات الفنية والتكلفة الحدية والإيرادات الحدية ، وبناء على ذلك فأن معرفة القيم العددية للمعلومات النموذج المقدر تساعد على إجراء المقارنات واتخاذ القرار المناسب سواء على مستوى المنشأة أو الدولة .

يساعد الاقتصاد القياسي رجال الأعمال و الحكومات في وضع السياسات من خلال توفير القيم العددية للمعلومات العلاقات الاقتصادية بين المتغيرات ، المتغيرات الاقتصادية والتنبؤ بما ستكون عليه الظاهرة الاقتصادية

مستقبلاً

المطلب الثاني : عموميات حول التكامل المتزامن

الفرع الأول : مفهوم التكامل المتزامن

إن المتغيرات الاقتصادية التي تفترض النظرية الاقتصادية وجود علاقة توازنية بينها لا تتباعد عن بعضها بشكل كبير في الأجل الطويل مع إمكانية أن تتباعد هذه المتغيرات عن التوازن في الأجل القصير ، ويصحح هذا التباعد بقوى اقتصادية تقوم بإعادة هذه المتغيرات عن التوازن في الأجل القصير ، ويصحح هذا التباعد بقوى اقتصادية تقوم بإعادة هذه المتغيرات للتحرك نحو التوازن في الأجل الطويل .

وتقوم فكرة التكامل المتزامن على المفهوم الاقتصادي للخصائص الإحصائية للسلاسل الزمنية ، وقد تم الربط بين المفهوم المشترك ومفهوم النظرية الاقتصادية خاصة فيما يتعلق بالعلاقة التوازنية في الأجل الطويل ، حيث ينص نموذج التكامل المشترك على أن المتغيرات الاقتصادية التي تفترض النظرية الاقتصادية وجود علاقة توازنية بينها في الأجل الطويل إمكانية أن تتباعد عن التوازن في الأجل القصير ويصحح هذا التباعد عن التوازن بقوى اقتصادية تقوم بإعادة هذه المتغيرات الاقتصادية للتحرك نحو التوازن في الأجل الطويل .

ويعرف التكامل المتزامن على أنه " تصاحب association بين سلسلتين زمنيتين (X_t, Y_t) أو أكثر بحيث تؤدي التقلبات في إحدهما لإلغاء التقلبات في الأخرى بطريقة تجعل النسبة بين قيمتهما ثابتة عبر الزمن " ¹. ويعرف التكامل المتزامن أيضا بأنه " ربط مجموعة من المتغيرات من نفس الدرجة أو من درجات مختلفة بحيث يؤدي هذا الربط إلى تشكيل تركيبة خطية متكاملة برتبة أقل أو تساوي أصغر رتبة للمتغيرات المستعملة " ².

¹ عبد القادر محمد عطية " الحديث في الإقتصاد القياسي بين النظرية والتطبيق " ص 670

²Régie bourbonnais « econometrie »,dunod ,paris ,2003, p 277

الفرع الثاني: تكامل السلاسل الزمنية¹:

إذا كان هناك متغير ما y_t مستقرًا في صورته قبل إجراء أي تعديلات عليه يقال أنه متكامل من الرتبة الصفر

$I(0) \rightarrow Y_t$ وإذا كان هذا هذا المتغير غير مستقر في صورته الأصلية وأصبح بعد الحصول على

الفروق الأولى: $\Delta y_t = y_t - y_{t-1}$

يقال أنه متكامل من الرتبة الأولى أي أن $Y_t \rightarrow I(1)$

وبوجه عام إذا أصبحت السلسلة الزمنية الخاصة بالمتغير y مستقرة بعد الحصول على عدد الفروق يساوي d

يقال أن هذه السلسلة متكاملة من الرتبة (d) أي أن $Y_t \rightarrow I(d)$

وتوجد هناك بعض الخصائص المتعلقة بتكامل السلسلة الزمنية ، منها :

- إذا كان هناك متغيرات: (X_t, Y_t) وكانت رتبة تكامل كل واحد منهما كما يلي :

$$X_t \rightarrow I(0)$$

$$Y_t \rightarrow I(1)$$

فإن السلسلة Z_t التي تشير إلى المجموعتهما تكون متكاملة من الرتبة الأولى ، أي أن :

$$Z_t = (Y_t + X_t) \rightarrow I(1)$$

- لا يؤثر إضافة حد ثابت أو ضربه في سلسلة زمنية متكاملة على رتبة تكاملها ، فلو أن الثوابت :

$$X_t \rightarrow I(d) \text{ و } b \text{ و } a$$

$$T_t = (a + b x_t) \rightarrow I(d)$$

¹ عبد القادر محمد عطية " الحديث في الإقتصاد القياسي بين النظرية والتطبيق " ص

- يترتب على طرح سلسلتين متكاملتين من رتبة واحدة الحصول على سلسلة جديدة متكاملة من نفس الرتبة ، فلو أن :

$$X_t \longrightarrow I(d) \text{ مع } a \text{ ثابت}$$

$$Y_t \longrightarrow I(d)$$

$$Z_t=(Y_t-aX_t) \longrightarrow I(d) \quad \text{فإن :}$$

إذا قمنا بتقدير العلاقة بين متغيرين وكان كل منهما متكامل من الدرجة الأولى نحصل على بواقي متكاملة من الرتبة الأولى أيضا، وهو ما يعني أن المتغيرين لا يتصفان بخاصية التكامل المتزامن.

$$X_t \longrightarrow I(1) \quad \text{أي إذا كان :}$$

$$Y_t \longrightarrow I(1)$$

$$Y_t = a + bx_t + u_t \quad \text{مع } u_t \longrightarrow I(1)$$

هذا يعني أنه حتى إذا كان هناك سلسلتين متكاملتين من نفس الرتبة كل على حده، فليس هناك ما يضمن أن يتصفان بخاصية التكامل. ويلاحظ في هذه الحالة الحد العشوائي متمثلا في البواقي (u_t) يقيس انحراف العلاقة المقدرة في الأجل القصير عن اتجاهها التوازني في الأجل الطويل .

زما سبق نجد أن التكامل المتزامن هو التعبير الإحصائي لعلاقة التوازن طويلة الأجل ، فلو أن هناك متغيران يتصفان بخاصية التكامل المتزامن فإن العلاقة بينهما تكون متجهة لوضع التوازن في الأجل الطويل ، بالرغم من

إمكانية وجود انحرافات عن هذا الاتجاه في الأجل القصير ، وتنعكس هذه الانحرافات كما قلنا في البواقي

$$u_t = y_t - a - bx_t \quad \text{المتمثلة في :}$$

ووفقا لهذا النظام فإن النظام يكون في وضع توازن عندما تؤول (u_t) للصفر ، ويكون في حالة عدم توازن عندما تختلف u_t عن الصفر.

الفرع الثالث : شروط التكامل لمتزامن¹ :

نقول أن سلسلتين زمنيتين x_t و y_t أنهما متكاملتين *cointégrées* إذا تحقق الشرطين التاليين :

- أن يكون لدى السلسلتين إتجاه عشوائي من نفس درجة التكامل.
- أن تسمح التركيبة الخطية للسلسلتين للحصول على سلسلة من درجة تكامل أقل .

$$x_t \longrightarrow I(d)$$

وهذا معناه :

$$\Rightarrow \alpha_1 x_t + \alpha_2 y_t \longrightarrow I(d-b)$$

$$y_t \longrightarrow I(b)$$

حيث : $d \geq b > 0$

$$[x_t, y_t] \longrightarrow CI(d, b)$$

$[2\alpha \ 1\alpha]$ هو شعاع التكامل المتزامن .

¹ Régie bourbonnais « econometrie », op, cit p 279

في الحالة العامة وبوجود k متغيرات ، يكون لدينا :

$$X_{1t} \rightarrow I(d)$$

$$X_{2t} \rightarrow I(d)$$

$$X_{3t} \rightarrow I(d)$$

ونكتب : $X_1 + [X_{1t}, X_{2t}, \dots, X_{kt}]$

إذا تواجد الشعاع التكامل المتزامن $\alpha = [\alpha_1, \alpha_2, \dots, \alpha_k]$ ذو البعد $(k, 1)$ كمثلاً $a_{xt} \rightarrow I(d-b)$

فإن المتغيرات التي عددها k هي متكاملة *cointégrées* وشعاع التكامل المتزامن هو α . ونكتب

$$x_t \rightarrow CI(d, b) \text{ حيث } b > 0$$

نموذج تصحيح الخطأ:

إن النظرية المعرفة بإسم *théorie de représentation de Ganger* والمعدة في إطار سلاسل زمنية

متكاملة من الدرجة الأولى $I(1)$ ، هي تضم حضور علاقة التكامل المتزامن بتواجد نموذج تصحيح الخطأ

modèle a correction d'erreurs ، وبين نموذج تصحيح الأخطاء مسار تصحيح للأبعاد أو الفوارق

(*écart*) بين متغير وقيمه التوازنية طويلة المدى ومنه هو يصف المرحلة التي يتجه ويلتقي خلالها متغير هدفه

طويل المدى المحدد بعلاقة التكامل المتزامن. ندرس الحالة الخاصة التالية :

$$x_t, y_t \rightarrow CI(1, 1) \text{ و } [\beta, -1] \text{ نضع في الحالة العادية } \beta = -\alpha_1 / \alpha_2 \text{ هذا يعني } \beta x_t - y_t \rightarrow i(0)$$

يمثل شعاع التكامل المتزامن .

في هذه الحالة الخصوصية ، بفعل ان السلاسل الزمنية هي متكاملة وغير مستقرة يرفع مشكل التقدير ، إن النوعية الإحصائية للنموذج (معامل التحديد R^2 مرتفع والمعاملات إيجابية) هي ناتجة بفعل أن السلاسل غير

مستقرة (بما أنها متكاملة) . في ظل انحدار مباشرة ل y_t على x_t عندما $y_t, x_t \rightarrow CI(1,1)$

فإنه يظهر أن استعمال هذا النموذج للتنبؤ هو كارثة ، لأن العلاقة الموضحة بهذا الانحدار ليست حقيقية ، إذ هي ببساطة ناتجة عن علاقة بين مسارين (اتجاهين) .

إذن المشكل هو يتمثل من جهة في إخراج العلاقة المشتركة للتكامل المتزامن (الاتجاه المشترك) ، ومن جهة أخرى في البحث عن الرابط الحقيقي بين المتغيرات : هذا هو الهدف لنموذج تصحيح الخطأ (ECM) حيث هذا التقديم هو في نفس الوقت نموذج سكوني *statique* ($\beta_1 \Delta x_t$) ونموذج ديناميكي

$$\cdot \beta_2(y_{t-1} - \beta x_{t-1})$$

و يمكننا أن نمثل العلاقة:

$$\Delta y_t = \beta_1 \Delta x_t + \beta_2 (y_{t-1} - \beta x_{t-1})$$

$$I(0) \quad I(0) \quad I(0)$$

يسمح نموذج تصحيح الخطأ بإدخال التغيرات أو التذبذبات الناتجة في المدى القصير في علاقة المدى البعيد.

ويعبر المعامل β_2 (الذي يجب أن يكون سالبا) عن قوة إرجاع نحو التوازن في المدى الطويل .

المطلب الثالث :اختبار التكامل المتزامن :

يوجد الكثير من الطرق لاختبار التكامل المتزامن ، وسنقتصر على ثلاثة طرق بسيطة هي : أولاً، اختبار DF و ADF للجذر الأحادي على البواقي المقدرة بواسطة انحدار التكامل المتزامن ل Durbin Waston (RCDW) و ثالثاً ،اختبار التكامل المتزامن ل Johanson .

1- اختبار test d'Engele-Granger(EG)

لإجراء هذا الاختبار نتبع الخطوات التالية¹ :

الخطوة الأولى اختبار درجة تكامل المتغيرات

إن الشرط الضروري للتكامل المتزامن هو أنه يجب أن يكون للسلاسل الزمنية نفس درجة التكامل ، أما إذا لم يكن للسلاسل الزمنية نفس درجة التكامل ، فإنه لا يمكن أن تكون متكاملة .

وباستعمال اختبارات Dickey-fuller و Dickey-fuller K augmenté، نقوم بتحديد نوع المسار : محدد Déterministe أو عشوائي Stochastique لكل واحد من المتغيرات درجة تكامل (d) السلاسل المدروسة ، فإذا كانت السلاسل الإحصائية المدروسة ليست متكاملة من نفس الدرجة نتوقف ، حيث لا يوجد خطر التكامل المتزامن .

وهذا معناه : $x_t \rightarrow I(d)$ et $y_t \rightarrow I(d)$

¹ Bourbonnais .R,op.cit,p 281

الخطوة 2: تقدير علاقة المدى الطويل

إذا تحقق الشرط الضروري ، نقدر بواسطة المربعات الصغرى العادية MCO علاقة المدى الطويل بين المتغيرات:

$$Y_t = a_1x_t + a_0 + \varepsilon_t$$

من أجل قبول علاقة التكامل المتزامن ، يجب أن يكون الباقي الناتج من هذا الانحدار مستقر :

$$e_t = y_t - a_1x_t - a_0$$

حيث تختبر إستقرارية البواقي بواسطة اختبارات DF أو ADF .

وفي هذه الحالة ، لا نستطيع إطلاقاً استعمال الجداول **Dickey et Fuller**، أي تصبح القيم الحرجة عند مستوى المعنوية ل DF و ADF غير مناسبة وهذا . وهذا لأنه يقع الاختبار على البواقي المقدر انطلاقاً من العلاقة الساكنة **statique** وليس على البواقي الحقيقية لعلاقة التكامل المتزامن . لهذا قام **mackinnon** 1991 بواسطة المحاكاة باستخراج جداول ترتبط بعدد الملاحظات وعدد المتغيرات المفسرة المتواجدة في العلاقة الإحصائية .

فإذا كانت القيمة الإحصائية المحسوبة أكبر من الإحصائية الجدولية نتقبل الفرضية العدمية ، أي أن البواقي غير مستقرة ومنه عدم وجود تكامل متزامن بين المتغيرات المدروسة ، وبناء على ذلك فإن الانحدار المقدر هو زائف وفي حالة ما كانت البواقي مستقرة فإننا نستطيع تقدير نموذج تصحيح الخطأ .

2- اختبار الانحدار المتكامل ل Durbin -waston¹ : (RCDW)

لإجراء هذا الاختبار نتبع الخطوات التالية:

1. نقوم بحساب إحصائية Durbin waston (d) المصاحبة للانحدار الأصلي بين (yt) و (xt)

وتسمى d المحسوبة، حيث النموذج هو :

$$Y_t = a_1 x_t + a_0 + \varepsilon$$

2. نبحث في جداول أعدها Sargan & Bhargava عن d الجدولية .

3. نختبر فرض العدم d=0 فإذا كانت d المحسوبة < d الجدولية نرفض فرض العدم وبالتالي يوجد هناك

تكامل متساوي و لا يكون الانحدار المقدر زائفا ، والعكس صحيح .

4. إختبار التكامل المتزامن باستخدام طريقة Johanson²:

يعتبر هذا الإختبار الأوسع من المنهجية المطبة من طرف اختبار Granger & Engle ، فهو يسمح

بتحديد عدد علاقات التوازن في المدى الطويل بين عدة متغيرات متكاملة من نفس الدرجة ، وتعتمد

منهجية Johanson على طبيعة العلاقة بين رتبة المصفوفة وجذورها بشكل أساسي ، ويقوم هذا

الاختبار بحساب عدد علاقات التكامل المشترك من خلال حساب عدد أشعة التكامل المشترك والمسماة

برتبة مصفوفة التكامل المشترك ، وتمثل صياغة النموذج في :

$$\Delta y_t = u + \sum \pi \Delta y_{t-p} + \pi y_{t-p} + \varepsilon_t$$

حيث أن : y_t متجه من الدرجة (1 x n) ويتضمن بيانات السلسلة الزمنية للمتغيرات الداخلة في النموذج .

¹ عبد القادر محمد عبد القادر عطية " الإقتصاد القياسي بين النظرية والتطبيق " الدار الجامعية ، الإسكندرية ، الطبعة الثانية ، 1998 ، ص 636 ، 637 .

² رسالة ماجستير بعنوان " آثار تقلبات أسعار الصرف على العوائد النفطية دراسة حالة الجزائر " من إعداد موري سمية إشراف د. بن بوزيان محمد جامعة تلمسان سنة 2010

المصفوفة الوحيدة من الدرجة $(n \times n)$

وتوضح منهجية جوهانسن رتبة المصفوفة π فإذا كانت مساوية للصفر فإن السلاسل الزمنية للمتغيرات محل الدراسة لها جذور وحدة مما يدل على عدم وجود تكامل مشترك بين عناصر y مما يستوجب استخدام الفروق ، أما إذا كانت المصفوفة تامة الرتبة حيث p تساوي عدد متغيرات النموذج المقدر فإن جميع عناصر y ساكنة في مستواها .

أما الحالة التي يكون لدينا فيها النموذج القياسي مكون من k متغير يتم إختبار التكامل المتزامن وفق الخطوات التالية :

1- يأخذ النموذج الصيغة التالية :

$$Y_t = \beta_0 + \beta_1 X_{1t} + \beta_2 X_{2t} + \dots + \beta_k X_{kt} + \varepsilon$$

2- يتم إختبار إستقلالية السلاسل الزمنية المدروسة والمكونة للنموذج .

3- نقوم بتقدير معادلة البواقي بواسطة طريقة المربعات الصغرى العادية MCO .

$$e_t = y_t - \beta_0 - \beta_1 X_{1t} - \beta_2 X_{2t} - \dots - \beta_k X_{kt}$$

ويتم إختبار إستقرارية البواقي باستعمال أحد الإختبارات ADF و DF حيث نقوم بمقارنة القيمة المحسوبة مع القيمة الجدولية ، فإذا كانت القيمة المحسوبة أقل من القيمة الجدولية فإننا نرفض الفرضية العديمة H_0 أي أن البواقي مستقرة ومنه وجود علاقة تكامل متزامن بين المتغيرات المدروسة ، أما في حالة القيمة المحسوبة أكبر من القيمة الجدولية فإننا نقبل الفرضية العديمة H_0 وبالتالي عدم وجود علاقة تكامل متزامن بين المتغيرات المدروسة.

المبحث الثاني : الدراسة التطبيقية

من خلال هذا البحث سنحاول اختبار فرضية كفاءة الأسواق باستعمال طريقة قياسية هي طريقة " التكامل المتزامن " (cointégration).

تفيد نظرية الأسواق الفعالة أن سعر الصرف الآجل يعكس كلية جميع المعلومات حول توقعات سعر الصرف، حيث تعرف السوق الكفاءة بأنها السوق التي يعكس من خلالها السعر الحالي جميع المعلومات المتوفرة ، بحيث لا يمكن لأي متعامل في السوق أن يجني أرباح غير عادية بافتراض أن التوقعات رشيدة وافترض حيادية الخطر

من قبل المتعاملين في سوق الصرف يمكن أن نبين أن سعر الصرف الآجل متنبئ غير متحيز (Unbiased predictor معيار حقيقي) لسعر الصرف العاجل المستقبلي.

لقد ظهرت عدة اختبارات لفعالية سوق الصرف بعد انهيار نظام بريتن وودز (نظام استقرار أسعار الصرف) وظهور سعر الصرف المرن سنة 1973 خصت فعالية سوق الصرف الآجل ومدى اعتباره معيار حقيقي لسعر الصرف الحاضر في المستقبل، إن هذه الفرضية تبين أن سعر الصرف الآجل يعكس كافة المعلومات المتوفرة حول توقعات سعر الصرف في المستقبل ، لاختبار هذه الفرضية فإن الطرق التقليدية تستعمل طريقة المربعات الصغرى " مع استعمال سعر الصرف العاجل كمتغير خارجي واستعمال سعر الصرف الآجل كمتغير مستقل على النحو التالي :

$$S_t = a + b F_{t-1} + U_t$$

$$S_t = \text{سعر الصرف العاجل في الزمن } t$$

$$F_{t-1} = \text{سعر الصرف الآجل في الزمن } t-1$$

$$a = \text{العنصر الثابت}$$

$$U_t = \text{العنصر الخطأ}$$

فرضية الأسواق الفعالة ترى أنه يجب مايلي:

(a)العنصر الثابت لا تختلف كثيرا عن الصفر.

(b) (معامل سعر الصرف الآجل) لا تختلف كثيرا عن 1.

و أن عنصر الخطأ U_t لا يجب أن يكون مرتبًا ارتباطًا متسلسلاً (SERIAL

(CORRELATION

إن الاتجاه الجديد في اختبار النماذج الاقتصادية في المدى الطويل أو ما يسمى بنموذج التوازن هو

استعمال طريقة التكامل المتزامن.

تستعمل هذه الطريقة لمعرفة مدى وجود علاقة توازن بين متغيرات الاقتصادية في المدى الطويل، وحتى

إن افرقت في المدى القصير فإن القوى الاقتصادية ترغمها على العودة إلى حالة التوازن.

المطلب الأول: خلفيات البحث

ركزت الأبحاث التي تدرس كفاءة سوق الصرف كما سبق أن ذكرنا على الفرضية التالية:

سعر الصرف الآجل هو معيار حقيقي (متنبئ غير متحيز) لسعر الصرف العاجل في المستقبل.

ومن خلال الدراسات التي قام بها عدد من الباحثين، نجد أن النتائج اختلفت ما بين قبول ورفض هذه الفرضية

ونذكر منها :

1- دراسات سابقة:

بعض الدراسات التي أظهرت فعالية سوق الصرف :

(Frenkel, 1981),(Longworth, 1981) (Hakkioand Rush1989), (Bailie and Bollerslev 1989), (Lai and Lai, 1989), (Tranzano, 1992) , (Masih and Masih, 1995) , (booth and mustafa1991) (coopeland1991).

وعلى عكس هذه الأبحاث بينت بعض الدراسات إتجاهها آخر وأن الفرضية لا يمكن أن تقبل :

(MacDonald, 1983), (Hakkio 1981), (Hodrick anf Srivastava 1984), (Domowitz and Hakkio 1984),(Fama 1984), (Taylor 1987), (Sephton and Larsen1991).

2- معادلة الدراسة:

إن أغلبية الدراسات التي بحثت في فرضية الأسواق الفعالة اختبرت معادلة من الشكل التالي :

$$\ln S_t = a + b \ln F_{t-1} + U_t$$

بحيث أن $\ln S_t$ لوغاريتم سعر الصرف العاجل ، $\ln F_{t-1}$ لوغاريتم سعر الصرف الآجل في الفترة $t-1$

إن بحثنا وكما سبق الذكر يهدف إلى اختبار فرضية الأسواق الفعالة باستعمال طريقة التكامل المتزامن

(Granger, 1986 , Engle and Granger,1987)

✓ تبعا لطريقة 1986 granger إذا كان هناك سعران عاجلان للصرف موجودان ضمن سوق

فعال ، فلا يمكن أن يكونا متكاملين تكاملا متزامنا S_t^a, S_t^b .

✓ سعر الصرف الآجل والعاجل يسيران حنبا إلى حنبا في المدى الطويل وبالتالي فهما متكاملان

تكاملا متزامنا .

قبل البدء في التحليل لا بد من معرفة درجة تكامل السلاسل الزمنية، بحيث يجب أن يكون التكامل الزمني

لسلسلتين متكاملتين تزامنين نفس درجة التكامل وهذا يعتبر شرط ضروري وغير كافي .ومن خلال هذه

الدراسة سنحاول اختبار ما يلي :

• هل سعر الصرف العاجل وسعر الصرف الآجل متكاملان من نفس الدرجة.

• أسعار الصرف العاجلة لا يمكن أن تكون متكاملة تزامنيا .

• سعر الصرف العاجل وسعر الصرف الآجل متكاملان تكاملا متزامنا.

$$S_t - bF_{t-1} = U_t \text{ أي سلسلة مستقرة}$$

الفرضية المعدومة

$$H_0: U_t \sim I(0)$$

• $b=1$ في $[S_t - bF_{t-1} = U_t]$ بما أن السوق فعال نتوقع أن الميل $b=1$

• إذا كان S_t^a, S_t^b متكاملان تكاملا متزامنا، فيوجد ما يسمى بنموذج تصحيح الخطأ على النحو

التالي :

$$\Delta S_t = a_0 + \beta_1 [F_{t-2} - S_{t-1}] + \beta_2 [F_{t-1} - F_{t-2}] + \text{lagged}[\Delta F_{t-1}, \Delta U_{t-1}] + \varepsilon_t$$

الفرضية المعدومة هي :

$$H_0: B_1=B_2=1$$

Lags = 0 (لا توجد فترات متأخرة)

ε_t هي ضجيج أبيض

تعريف المتغيرات:

بناء على المعادلة التالية:

$$\ln S_t = a + b \ln F_{t-1} + U_t$$

والتي تشير إلى أن سعر الصرف الآجل معيار حقيقي لسعر الصرف الحاضر في المستقبل ، ومنه لدينا المتغيرات

التالية :

S_t سعر الصرف العاجل

F_{t-1} سعر الصرف الآجل مؤخر بفترة واحدة

سنحاول إختبار فعالية سوق الصرف الأجنبي، متمثلاً في سعر صرف الدولار الأمريكي مقابل الجنيه الإسترليني، لمعطيات شهرية مأخوذة من البنك الإنجليزي « Bank of England »، للفترة ما بين جانفي 2002 إلى غاية سبتمبر 2011،

لسلسلتي: سعر الصرف العاجل (*Spot*) (نهاية كل الشهر) وسعر الصرف الآجل (*Forward*)

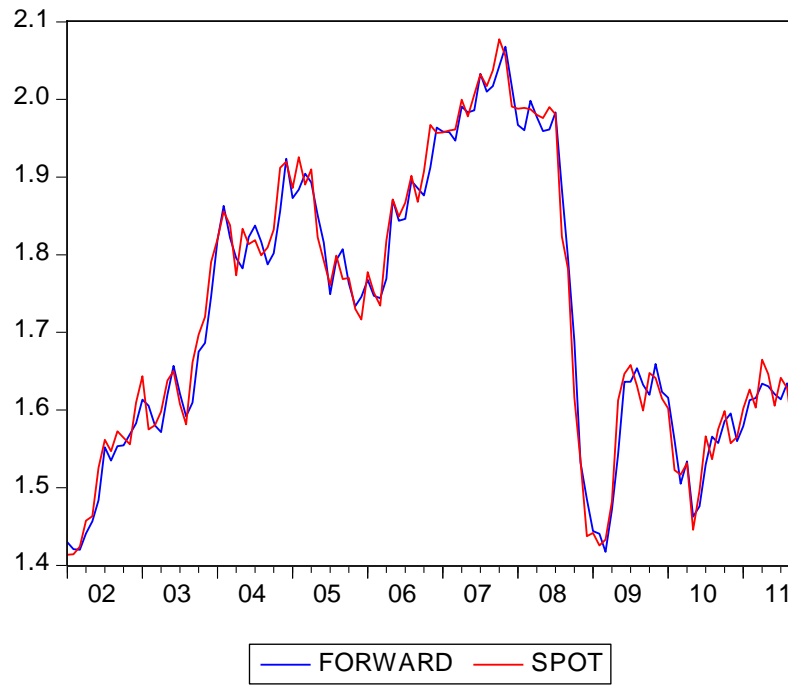
(مؤجل لشهر واحد) وبذلك لدينا (117) مشاهدة.

المطلب الثاني: اختبار الكفاءة باستخدام التكامل المتزامن

1- اختبار الفرضية الأولى: وهي سعر الصرف الآجل الماضي معيار حقيقي لسعر الصرف العاجل الحالي.

ومنه اختبار التكامل المتزامن بين أسعار الصرف العاجلة والآجلة .

الشكل رقم(14) : سلسلة أسعار الصرف الآجلة والعاجلة



المصدر : من إعداد الطالبة باستخدام برنامج « *EIEWS6* »

سنقوم بإتباع الخطوات التالية :

1-1 اختبار إستقرارية السلاسل الزمنية أحادية الجدر I(1)

سوف نقوم باختبار المعادلة التالية لـ *Dickey and Fuller* ,

$$\Delta S_t = \alpha_0 + \alpha_1 S_{t-1} + U_t$$

الفرضية المدومة هي كما يلي: $H_0 : S_t \sim I(1)$

لا تقبل هذه الفرضية إذا كان α_1 سالب و لا تختلف عن الصفر .

هناك اختيار آخر شبيه بـ: DF, و لكن تم تعديله على الشكل التالي :

$$\Delta S_t = \alpha_0 + \alpha_1 S_{t-1} - \sum_{i=1}^p b \Delta S_{t-i} + U_t$$

يسمى هذا الاختبار ADF , Dickey and Fuller المتزايد .

إن اختبار (ADF) أكثر ملائمة لدراسة استقرارية السلاسل الزمنية.

لتطبيق اختبار (ADF) على سلسلة سعر الصرف العاجل، وسلسلة سعر الصرف الآجل، نقوم بتقدير النماذج القاعدية الثلاث لكل سلسلة باستعمال طريقة المربعات الصغرى العادية " MCO " .

✓ بالنسبة لسلسلة سعر الصرف العاجل (Spot):

$$\Delta S_t = \rho S_{t-1} - \sum_{j=2}^p \phi_j \Delta S_{t-j+1} + \varepsilon_t \quad \text{النموذج (1)}$$

$$\Delta S_t = \rho S_{t-1} - \sum_{j=2}^p \phi_j \Delta S_{t-j+1} + C + \varepsilon_t \quad \text{النموذج (2)}$$

$$\Delta S_t = \rho S_{t-1} - \sum_{j=2}^p \phi_j \Delta S_{t-j+1} + C + dt + \varepsilon_t \quad \text{النموذج (3)}$$

✓ بالنسبة لسلسلة سعر الصرف الآجل (Forward):

$$\Delta F_t = \rho F_{t-1} - \sum_{j=2}^p \phi_j \Delta F_{t-j+1} + \varepsilon_t \quad \text{النموذج (1)}$$

$$\Delta F_t = \rho F_{t-1} - \sum_{j=2}^p \phi_j \Delta F_{t-j+1} + C + \varepsilon_t \quad \text{النموذج (2)}$$

$$\Delta F_t = \rho F_{t-1} - \sum_{j=2}^p \phi_j \Delta F_{t-j+1} + C + dt + \varepsilon_t \quad \text{النموذج (3)}$$

1-1 -1 اختبار استقرارية سلسلة أسعار الصرف العاجلة (Spot):

$$\Delta S_t = \rho S_{t-1} - \sum_{j=2}^p \phi_j \Delta S_{t-j+1} + C + dt + \varepsilon_t$$

نقوم بتقدير النموذج:

$$H_0: \phi_1 = 1$$

ثم نقوم باختبار الفرضية التالية:

بحيث يكون القرار الإحصائي كالتالي:

- إذا كانت $t_{tab} < t_{\phi j}$: نقبل الفرضية العديمة (H_0): أي أن السلسلة الزمنية لأسعار الصرف العاجلة (Spot) غير مستقرة، وذلك لوجود جذر أحادي.

- إذا كانت $t_{tab} > t_{\phi j}$: نرفض الفرضية العديمة (H_0): أي أن السلسلة الزمنية لأسعار الصرف العاجلة (Spot) لا يوجد بها جذر أحادي، وبالتالي فهي مستقرة.

باستعمال برنامج « *EVIIEWS* » نحصل على نتائج اختبار (ADF) لسلسلة أسعار الصرف العاجلة (Spot) الممثلة في الجدول التالي:

الجدول رقم (03): اختبار ADF لسلسلة الأسعار الفورية Spot الدرجة (0)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-2.241944	0.4610
Test critical values:		
1% level	-4.056461	
5% level	-3.457301	
10% level	-3.154562	

المصدر: من إعداد الطالبة بإستخدام برنامج « *EVIIEWS* »

من خلال الجدول نلاحظ أن القيمة المحسوبة " Augmented Dickey-Fuller test statistic " $t_{\phi j}$ تساوي (-2.2419) وهي أكبر من القيم الحرجة الجدولية (-4.0564) و (-3.4573) و (-3.1545) عند مستوى دلالة: 1%، 5%، 10%، على الترتيب.

وبالتالي فإننا نقبل الفرضية العدمية (H_0)، مما يعني وجود جذر أحادي، أي أن السلسلة الزمنية لأسعار الصرف العاجلة (*Spot*) غير مستقرة.

ومن أجل إرجاع السلسلة الزمنية الخاصة بأسعار الصرف العاجلة (*Spot*) مستقرة نطبق عليها طريقة الفروقات من الدرجة الأولى.

ويستخدم برنامج « *EVIIEWS* » نحصل على نتائج اختبار (*ADF*) لسلسلة أسعار الصرف العاجلة (*Spot*) الممتلة في الجدول التالي:

الجدول (04): اختبار *ADF* لسلسلة الأسعار العاجلة *spot* الدرجة الأولى لنماذج الثلاث

النتيجة	Tabj			tΦj	النموذج
	%10	%5	%1		
$t_{tab} > t_{\phi j}$ مستقرة	-3.154562	-3.457301	-4.056461	-8.035865	النموذج الثالث
$t_{tab} > t_{\phi j}$ مستقرة	-2.580281	-2.886732	-3.488063	-8.768500	النموذج الثاني
$t_{tab} > t_{\phi j}$ مستقرة	-1.614882	-1.943637	-2.585226	-8.80394	النموذج الأول

المصدر: من إعداد الطالبة باستخدام برنامج « *EVIIEWS* »

من خلال الجدول (04):

✓ نلاحظ حسب النموذج الثالث أن القيمة المحسوبة $ADF_{\phi j}$ تساوي (-8.035865) وهي أصغر من القيم الحرجة الجدولية (-4,056)، (-3,4573)، (-3,1545) عند مستوى دلالة: 1%، 5%، 10%، على الترتيب.

✓ بالنسبة للنموذج الثاني نلاحظ من خلال الجدول (04) أن القيمة المحسوبة $ADF_{\phi j}$ تساوي (-8.768500) وهي أصغر من القيم الحرجة الجدولية (-3.4880)، (-2.8867)، (-2.5802) عند مستوى دلالة: 1%، 5%، 10%، على الترتيب.

✓ بالنسبة للنموذج الأول نلاحظ من خلال الجدول (04) أن القيمة المحسوبة $ADF_{\phi j}$ تساوي (-8.80394) وهي أصغر من القيم الحرجة الجدولية (-2.5852)، (-1.9436)، (-1.61488) عند مستوى دلالة: 1%، 5%، 10%، على الترتيب.

وبالتالي فإننا نرفض الفرضية العديمة (H_0)، وبذلك فإن السلسلة الزمنية لأسعار الصرف العاجلة (Spot) مستقرة، ومتكاملة من الدرجة الأولى:

$$.S_t \rightarrow I(1)$$

1-1-2 اختبار استقرارية سلسلة أسعار الصرف الاجلة (Forward):

$$\Delta F_t = \rho F_{t-1} - \sum_{j=2}^p \phi_j \Delta F_{t-j+1} + C + dt + \varepsilon_t$$

نقوم بتقدير النموذج:

$$H_0: \phi_1 = 1$$

ونقوم باختبار الفرضية التالية:

بحيث يكون القرار الإحصائي كالتالي:

- إذا كانت $t_{\phi j} < t_{tab}$ نقبل الفرضية العديمة (H_0): أي أن السلسلة الزمنية لأسعار الصرف الآجلة (Forward) غير مستقرة، وذلك لوجود جذر أحادي.

- إذا كانت $t_{tab} > t_{\phi j}$: نرفض الفرضية العديمة (H_0): أي أن السلسلة الزمنية لأسعار الصرف الآجلة (*Forward*) مستقرة ولا يوجد بها جذر أحادي.

باستعمال برنامج « *EVIIEWS* » نتحصل على نتائج اختبار (*ADF*) لسلسلة أسعار الصرف الآجلة (*Forward*) الممثلة في الجدول التالي:

الجدول (05): اختبار *ADF* لسلسلة الأسعار الآجلة *Forward* الدرجة الصفر

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-2.589419	0.2861
Test critical values:		
1% level	-4.056461	
5% level	-3.457301	
10% level	-3.154562	

المصدر: من إعداد الطالبة بإستخدام برنامج « *EVIIEWS6* »

من خلال الجدول (05) نلاحظ أن القيمة المحسوبة *ADF* « $t_{\phi j}$ » تساوي (-2.589419)، وهي أكبر من القيم الحرجة الجدولية (-4,0564)، (-3,4573)، (-3,1545)، عند مستوى دلالة: 1%، 5% ، 10%، على الترتيب.

وبالتالي فإننا نقبل الفرضية العديمة (H_0)، وهذا يعني وجود جذر أحادي، أي أن السلسلة الزمنية لأسعار الصرف الآجلة (*Forward*) غير مستقرة.

ومن أجل إرجاع السلسلة الزمنية الخاصة بأسعار الصرف الآجلة (*Forward*) مستقرة نطبق عليها طريقة الفروقات من الدرجة الأولى.

وباستعمال برنامج « *EViews* » نتحصل على النتائج الممثلة في الجدول (06):

الجدول (06): اختبار *ADF* لسلسلة الأسعار الآجلة *Forward* الدرجة الأولى

النتيجة	Tabj			tΦj	النموذج
	%10	%5	%1		
$t_{tab} > t_{\phi j}$ مستقرة	-3.154562	-3.457301	-4.056461	-6.722856	النموذج الثالث
$t_{tab} > t_{\phi j}$ مستقرة	-2.580281	-2.886732	-3.488063	-7.411847	النموذج الثاني
$t_{tab} > t_{\phi j}$ مستقرة	-1.614882	-1.943637	-2.585226	-7.441033	النموذج الأول

المصدر من إعداد الطالبة باستعمال برنامج « *EViews* »

من خلال الجدول (06) نلاحظ :

✓ بالنسبة للنموذج الثالث نلاحظ من خلال الجدول (أن القيمة المحسوبة *ADF* « $t_{\phi j}$ » تساوي

(-6.722856) وهي أصغر من القيم الحرجة الجدولية (-4,0564)، (-3,4573)،

(-3,1545) عند مستوى دلالة: 1%، 5%، 10%، على الترتيب.

✓ بالنسبة للنموذج الثاني نلاحظ من خلال الجدول (06) أن القيمة المحسوبة ADF « $t_{\phi z}$ » تساوي (-7.41184) وهي أصغر من القيم الحرجة الجدولية (-3.4880)، (-2.886)، (-2.5802)، عند مستوى دلالة: 1%، 5%، 10%، على الترتيب.

✓ بالنسبة للنموذج الأول نلاحظ من خلال الجدول (06) أن القيمة المحسوبة ADF « $t_{\phi z}$ » تساوي (-7.441033) وهي أصغر من القيم الحرجة الجدولية (-2.585226)، (-1.943637)، (-1.614882)، عند مستوى دلالة: 1%، 5%، 10%، على الترتيب.

وبالتالي فإننا نرفض الفرضية العديمة (H_0)، وهذا يعني أن السلسلة الزمنية لأسعار الصرف الآجلة (Forward) مستقرة، ومتكاملة من الدرجة الأولى:

$$F_t \rightarrow I(1)$$

من خلال اختبار استقرارية سلسلة أسعار الصرف الفورية (Spot) وسلسلة أسعار الصرف والآجلة (Forward) نستنتج أنهما متكاملتان من نفس الدرجة (الأولى).

وبالتالي فإن الشرط الأول لاختبار علاقة التكامل المتزامن بين السلسلتين متحقق أي أن الفرضية الأولى متحققة:

$$\begin{cases} S_t \rightarrow I(1) \\ F_t \rightarrow I(1) \end{cases}$$

1-2 اختيار التكامل المتزامن :

إذا قبلنا الفرضية الأولى أي أسعار الصرف العاجلة و الآجلة هي $I(1)$ سوف نقوم باختيار U_t و

نراها إذا كانت $I(0)$ أي مستقرة .

1-2-1 اختبار إستقرارية البواقي :

وتتمثل هذه المرحلة في اختبار العلاقة التالية:

$$S_t - bF_{t-1} = U_t$$

هي علاقة مستقرة، وذلك باختبار الفرضية التالية: $H_0 : U_t \rightarrow I(0)$

- إذا كانت $t_{tab} > t_{\phi j}$: نرفض الفرضية العديمة (H_0): أي أن سلسلة البواقي (U_t) غير مستقرة.

- إذا كانت $t_{tab} < t_{\phi j}$: نقبل الفرضية العديمة (H_0): أي أن سلسلة البواقي (U_t) مستقرة.

باستعمال برنامج « *EViews* » نحصل على نتائج اختبار (*ADF*) لسلسلة البواقي (U_t) المثلة في الجدول التالي:

الجدول (7): اختبار *ADF* لسلسلة البواقي *Résidu*

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-10.42191	0.0000
Test critical values:		
1% level	-4.039075	
5% level	-3.449020	
10% level	-3.149720	

المصدر: من إعداد الطالبة بإستخدام نموذج *eviews*

من خلال الجدول (7) نلاحظ أن القيمة المحسوبة *ADF* « $t_{\phi j}$ » تساوي (-10.42191) وهي أصغر من القيم الحرجة الجدولية (-4.039075)، (-3.449020)، (-3.149720)، عند مستوى دلالة: 1%، 5%، 10%، على الترتيب.

وبالتالي فإننا نقبل الفرضية العديمة (H_0)، وهذا يعني أن سلسلة البواقي (U_t) مستقرة، ومتكاملة من الدرجة (0).

1-2-2 تقدير معادلة الدراسة:

بعد اختبار استقرارية السلاسل الزمنية لأسعار الصرف الفورية (*Spot*) و الآجلة (*Farward*) وتحديد درجة تكاملهما (الدرجة الأولى (1))، وبعد التأكد من استقرار سلسلة البواقي وتكاملها من الدرجة (0).

نستنتج أن المتغيرين سعر الصرف العاجل وسعر الصرف الآجل تربط بينهما علاقة تكامل متزامن، وفق المعادلة

$$S_t = a + bF_{t-1} + \varepsilon_t \text{ :التالية}$$

وبعد تقدير هذه المعادلة بواسطة طريقة المربعات الصغرى العادية (MCO) باستعمال برنامج « *EVIIEWS* »
تحصلنا على النتائج الممثلة في الجدول (08):

الجدول 08: تقدير معادلة الانحدار لأسعار الصرف العاجلة، و الآجلة بواسطة طريقة المربعات الصغرى

SPOT=C(1)+C(2)*FORWARD(-1)

	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C(1)	0.081591	0.049442	1.650230	0.1016
C(2)	0.956058	0.028537	33.50293	0.0000

المصدر: من إعداد الطالبة بإستخدام برنامج *eviwes*

تقدير معادلة الدراسة :

$$S_t = 0.08 + 0.956F_{t-1} + \varepsilon_t$$

حيث نلاحظ أن:

$$a = 0.08 \text{ تؤول إلى القيمة } (0).$$

$$b = 0.956 \text{ تؤول إلى القيمة } (1).$$

وبما أن قيمة (b) تؤول إلى القيمة (1) وقيمة (a) تؤول إلى (0)، فإن شعاع التكامل المتزامن يساوي الواحد (1).

وبذلك فإن سعر الصرف العاجل في اللحظة (t) قريب من سعر الصرف الآجل في اللحظة

(t-1)، أي أن سعر الصرف الآجل يصلح ليكون مقدر لتوقع سعر الصرف العاجل المستقبلي.

وهذا ما تؤكدُه فروض نظرية الأسواق الفعالة.

3-1 إختبار نموذج تصحيح الخطأ:

يتم إختبار نموذج تصحيح الأخطاء، وفق الخطوات التالية:

- تقدير العلاقة بين سعر الصرف العاجل، والآجل، بواسطة طريقة المربعات الصغرى حسب العلاقة التالية:

$$y_t = \hat{\alpha} + \hat{\beta}x_t + e_t$$

- تقدير العلاقات النموذج الحركي، حسب العلاقة التالية:

$$\Delta y_t = \alpha_1 \Delta x_t + \alpha_2 e_{t-1} + u_t$$

ولكي تثبت صحة نموذج تصحيح الأخطاء، يجب أن تكون قيمة (α_2) (قوة الإرجاع نحو التوازن سالبة).

باستعمال برنامج « *EVIIEWS* » نحصل على النتائج الممثلة في الجدول (09)

الجدول (09): تقدير معادلة النموذج الحركي لتصحيح الأخطاء.

(SPOT-SPOT(-1))=C(1)*(FORWARD-FORWARD(-1))+C(2)*ET(-1)

	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C(1)	1.449370	0.072345	20.03404	0.0000
C(2)	-1.516591	0.121721	-12.45960	0.0000

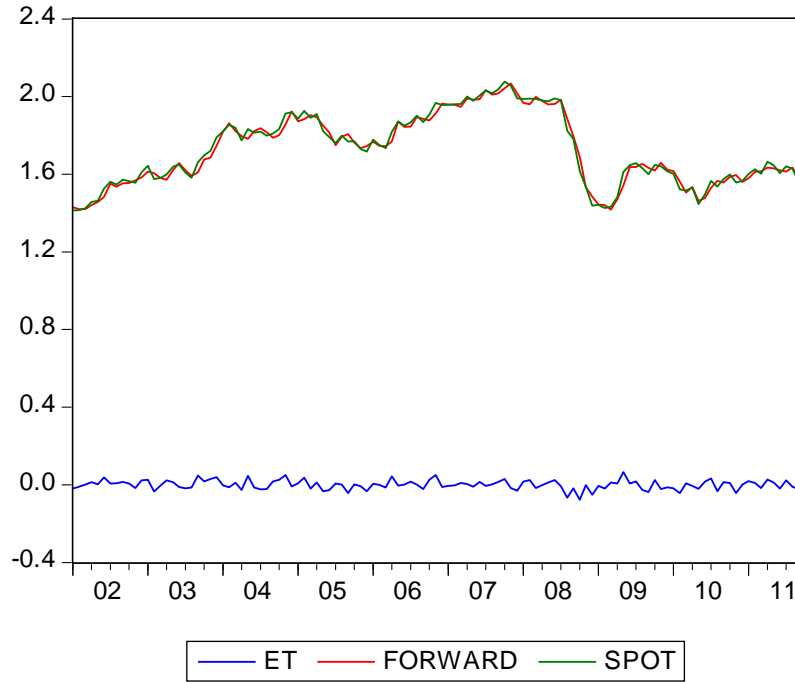
المصدر : من إعداد الطالبة بإستخدام برنامج « *EVIIEWS* »

وبالتالي نحصل على المعادلة التالية :

$$\Delta y_t = 1.44 \Delta x_t + (-1.516) e_{t-1} + u_t$$

من خلال الجدول (09)، نلاحظ أن قيمة (α_2) سالبة، و بالتالي تحقق صحة نموذج تصحيح الأخطاء، بين سلسلتي سعر الصرف العاجل، والآجل للدولار الأمريكي مقابل الجنيه الإسترليني.

الشكل رقم (15): سلسلة أسعار الصرف الآجلة والعاجلة وسلسلة البواقي



المصدر: من إعداد الطالبة بإستخدام برنامج « *EVIWS* »

2- اختبار الفرضية الثانية : لا يمكن التنبؤ بسعر الصرف العاجل انطلاقاً من سعر الصرف العاجل آخر .

وبالتالي اختبار التكامل المتزامن بين سلسلتين مختلفتين من الأسعار العاجلة.

إن نظرية الأسواق الفعالة تؤكد أن الأسعار الفورية (*Spot*) لسلسلتين مختلفتين غير متكاملتين تزامنياً.

ومن أجل اختبار صحة هذه الفرضية، سنقوم باختيار علاقة التكامل المتزامن بين سلسلتين لأسعار الصرف الفورية، وذلك باختبار ما إذا كانت سلسلة البواقي مستقرة، أي متكاملة من الدرجة (0).

$$H_0 : U_t \rightarrow I(0)$$

السلسلة الأولى: هي عبارة عن أسعار الصرف العاجلة للدولار مقابل الجنيه الإسترليني Sp_t^D

السلسلة الثانية: هي عبارة عن أسعار الصرف الآجلة للأورو مقابل الجنيه الإسترليني Sp_t^E

$$Sp_t^D = a + b Sp_t^E + \varepsilon_t$$

1-2 إختبار الإستقرارية :

سبق ودرسنا السلسلة الأولى وهي سلسلة وأسعار الصرف العاجلة لدولار مقابل الجنيه

$$\text{Sp}^D_t \rightarrow I \quad (1) \quad \text{الإسترليني ووجدنا أنها مستقرة من الدرجة الأولى}$$

لا بد من دراسة إستقرارية السلسلة الثانية وهي الأورو مقابل الجنيه الإسترليني

1-1-2 إختبار إستقرارية سعر الصرف العاجل Sp^E_t :

لتطبيق إختبار (ADF) على سلسلة سعر الصرف العاجل، وسلسلة سعر الصرف الآجل، نقوم بتقدير النماذج القاعدية الثلاث لكل سلسلة باستعمال طريقة المربعات الصغرى العادية " MCO " .

✓ بالنسبة لسلسلة سعر الصرف العاجل Sp^E_t :

$$\Delta S_t = \rho S_{t-1} - \sum_{j=2}^p \phi_j \Delta S_{t-j+1} + \varepsilon_t \quad (1) \quad \text{النموذج}$$

$$\Delta S_t = \rho S_{t-1} - \sum_{j=2}^p \phi_j \Delta S_{t-j+1} + C + \varepsilon_t \quad (2) \quad \text{النموذج}$$

$$\Delta S_t = \rho S_{t-1} - \sum_{j=2}^p \phi_j \Delta S_{t-j+1} + C + dt + \varepsilon_t \quad (3) \quad \text{النموذج}$$

$$\Delta S_t = \rho S_{t-1} - \sum_{j=2}^p \phi_j \Delta S_{t-j+1} + C + dt + \varepsilon_t \quad \text{نقوم بتقدير النموذج:}$$

ثم نقوم بإختبار الفرضية التالية : $H_0 : \phi_1 = 1$

بحيث يكون القرار الإحصائي كالاتي:

- إذا كانت $t_{tab} < t_{\phi z}$: نقبل الفرضية العديمة (H_0) : أي أن السلسلة الزمنية لأسعار الصرف العاجلة (*Spot*) غير مستقرة، وذلك لوجود جذر أحادي.

- إذا كانت $t_{tab} > t_{\phi z}$: نرفض الفرضية العديمة (H_0) : أي أن السلسلة الزمنية لأسعار الصرف العاجلة (*Spot*) لا يوجد بها جذر أحادي، وبالتالي فهي مستقرة.

باستعمال برنامج « *EViews* » نحصل على نتائج اختبار (*ADF*) لسلسلة أسعار الصرف العاجلة

(*Spot*) الممثلة في الجدول (10)

الجدول (10) : اختبار *ADF* لسلسلة الأسعار العاجلة *spot* للأورو مقابل الجنيه الإسترليني الدرجة الصفر

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-2.255392	0.4544
Test critical values:		
1% level	-4.039075	
5% level	-3.449020	
10% level	-3.149720	

المصدر: من إعداد الطالبة بإستخدام برنامج « *EViews* »

من خلال الجدول نلاحظ أن القيمة المحسوبة " $t_{\phi z}$ تساوي (-2.255392) وهي أكبر من القيم الحرجة الجدولية (4.039075) و (-3.449020) و (-3.149720) عند مستوى دلالة: 1%، 5%، 10%، على الترتيب.

وبالتالي فإننا نقبل الفرضية العديمة (H_0)، مما يعني وجود جذر أحادي، أي أن السلسلة الزمنية لأسعار الصرف العاجلة (*Spot*) للأورو مقابل الجنيه الإسترليني غير مستقرة.

ومن أجل إرجاع السلسلة الزمنية الخاصة بأسعار الصرف العاجلة (*Spot*) مستقرة نطبق عليها طريقة

الفروقات من الدرجة الأولى

الجدول (11): اختبار ADF لسلسلة الأسعار العاجلة spot للأورو مقابل الجنيه الإسترليني الدرجة الأولى

النتيجة	Tabj			t Φ j	النموذج
	%10	%5	%1		
$t_{tab} > t_{\phi j}$ مستقرة	-3.149922	-3.449365	-4.039797	-11.90743	النموذج الثالث
$t_{tab} > t_{\phi j}$ مستقرة	-2.580281	-2.886732	-3.488063	-11.94601	النموذج الثاني
$t_{tab} > t_{\phi j}$ مستقرة	-1.614882	-1.943637	-2.585226	-11.77264	النموذج الأول

المصدر: من إعداد الطالبة باستخدام برنامج « *EViews* »

من خلال الجدول رقم (11) نلاحظ:

✓ بالنسبة للنموذج الثالث نلاحظ من خلال الجدول (11) أن القيمة المحسوبة ADF « $t_{\phi j}$ » تساوي (-11.90743) وهي أصغر من القيم الحرجة الجدولية (-4.039797)، (-3.449365)، (-3.149922) عند مستوى دلالة: 1%، 5%، 10%، على الترتيب

✓ بالنسبة للنموذج الثاني نلاحظ من خلال الجدول (11) أن القيمة المحسوبة $ADF_{\phi j}^t$ « تساوي (-11.94601) وهي أصغر من القيم الحرجة الجدولية (-3.488063)، (-2.886732)، (-2.580281) عند مستوى دلالة: 1%، 5%، 10%، على الترتيب.

✓ بالنسبة للنموذج الأول نلاحظ من خلال الجدول (11) أن القيمة المحسوبة $ADF_{\phi j}^t$ « تساوي (-8.768500) وهي أصغر من القيم الحرجة الجدولية (-3.4880)، (-2.8867)، (-2.5802) عند مستوى دلالة: 1%، 5%، 10%، على الترتيب.

وبالتالي فإن سلسلة الأسعار العاجلة للأورو مقابل الجنيه الإسترليني مستقرة من الدرجة الأولى

$$Sp_t^E \rightarrow I(1)$$

2-2 اختبار التكامل المتزامن بين أسعار الصرف العاجلة لسلسلتين Sp_t^E ، Sp_t^D :

إذا قبلنا الفرضية الأولى أن سلسلتي أسعار الصرف العاجلة مستقرة من الدرجة الأولى

$I(1)$ سوف نقوم باختبار U_t و نراها إذا كانت $I(0)$ أي مستقرة .

1-2-2 اختبار إستقرارية البواقي :

وتتمثل هذه المرحلة في اختبار العلاقة التالية:

$$Sp_t^D - b Sp_t^E = U_t$$

هي علاقة مستقرة، وذلك باختبار الفرضية التالية: $H_0 : U_t \rightarrow I(0)$

- إذا كانت $t_{\phi j} > t_{tab}$: نرفض الفرضية العدمية (H_0) : أي أن سلسلة البواقي (U_t) غير مستقرة.

- إذا كانت $t_{\phi j} < t_{tab}$: نقبل الفرضية العدمية (H_0) : أي أن سلسلة البواقي (U_t) مستقرة.

باستعمال برنامج « *EViews* » نحصل على نتائج اختبار (*ADF*) لسلسلة البواقي (U_t) الممثلة في الجدول التالي:

الجدول (12): اختبار *ADF* لسلسلة البواقي *Résidu*

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-2.520168	0.3180
Test critical values:		
1% level	-4.039075	
5% level	-3.449020	
10% level	-3.149720	

المصدر: من إعداد الطالبة بإستخدام برنامج « *EViews* »

من خلال الجدول (12) نلاحظ أن القيمة المحسوبة *ADF* « $t_{\phi z}$ » تساوي (-2.520168) وهي أكبر من القيم الحرجة الجدولية (-4.039075)، (-3.449020)، (-3.149720) عند مستوى دلالة: 1%، 5%، 10%، على الترتيب.

نقبل الفرضية العديمة (H_0)، وهذا يعني أن سلسلة البواقي (U_t) غير مستقرة

وبالتالي فإن سلسلة البواقي لسلسلي لأسعار الصرف العاجلة غير مستقرة عند الدرجة الصفر وبالتالي

لا يوجد تكامل بين أسعار الصرف العاجلة لسلسلتين .

1-2-2 تقدير المعادلة

الجدول رقم (13) تقدير معادلة الانحدار لأسعار الصرف العاجلة Sp_t^D ، Sp_t^E بواسطة طريقة المربعات الصغرى.

DOLLAR=C(1)+C(2)*EURO

	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C(1)	1.239418	0.135178	9.168796	0.0000
C(2)	0.357292	0.098456	3.628936	0.0004

المصدر: من إعداد الطالبة بإستخدام برنامج « *EViews* »

من خلال الجدول رقم (13) نلاحظ:

$1.239418=a$ تختلف عن الصفر

$0.357292=b$ تختلف عن الواحد

وبالتالي المعادلة مقدره وفق الصيغة التالية

$$Sp_t^D = 1.239 + 0.357 Sp_t^E + \varepsilon_t$$

وبذلك نستنتج أنه لا توجد علاقة تكامل متزامن بين سلسلة الأسعار الفورية للأورو مقابل الجنيه الإسترليني، وسلسلة الأسعار الفورية للدولار الأمريكي مقابل الجنيه الإسترليني.

وهذا ما تؤكدته نظرية الأسواق الفعالة، أي عدم وجود علاقة تكامل متزامن بين سلسلتين مختلفتين لأسعار الصرف الفورية.

إذن وبما أن الفرضيتين الأولى والثانية تحققتا بمعنى أن أسعار الصرف العاجلة والآجلة متكاملان تكاملا تزامنيا أي أن سعر الصرف آجل هو معيار حقيقي لسعر الصرف الحاضر في المستقبل ، وكون أن سلسلتين مختلفتين لأسعار الصرف العاجلة غير متكاملتين تكاملا تزامنيا أي لا يمكن استخدام معلومات حول سعر الصرف العاجل من أجل تحسين التنبؤ حول سعر الصرف عاجل آخر وهذا ما تنص عليه نظرية كفاءة أسواق الصرف .

إذن يمكننا القول أن سوق الصرف (الدولار الأمريكي / الجنيه الإسترليني) امتاز بالكفاءة خلال الفترة الممتدة ما بين جانفي 2002 إلى غاية سبتمبر 2011 ، برغم من أن خلال هذه الفترة تميز خلالها الاقتصاد العالمي بالأزمة المالية العالمية وهذا ما يدل على أن عملة الجنيه الإسترليني عملة قوية لم تتأثر بشدة خلال فترة الأزمة .

الختامة :

في هذا الفصل قمنا باستعراض أدبيات التكامل المتزامن، حتى يتسنى لنا اختبار كفاءة سوق صرف الدولار الأمريكي مقابل الجنيه الإسترليني للفترة ما بين جانفي 2002 إلى غاية 30 سبتمبر 2011، حيث توصلنا من خلال دراستنا، إلى أن سلسلة كل من أسعار الصرف العاجلة والآجلة مستقرة من الدرجة الأولى ، وذلك باستعمال اختبار (ADF)، ثم قمنا بتقدير معادلة الانحدار بين سعر الصرف العاجل للفترة الحالية، وسعر الصرف الآجل للفترة الماضية وفق الصيغة التالية:

$$S_t = a + bF_{t-1} + \varepsilon_t$$

وبعدها قمنا باختبار سلسلة البواقي من أجل التأكد من إستقراريتها، وكانت النتيجة إيجابية أي أن سلسلة البواقي مستقرة، ومتكاملة من الدرجة (0) وهو ما يعني وجود علاقة تكامل متزامن بين سعر الصرف العاجل للفترة الحالية، وسعر الصرف الآجل للفترة الماضية، الدولار الأمريكي مقابل للجنيه الإسترليني.

ثم قمنا باختبار الفرضية الثانية وهي أن سلسلتين لأسعار الصرف العاجلة لا يمكن أن تكون متكاملتين داخل السوق الكفاء وكانت النتيجة إيجابية أيضا إذ أن كل من سلسلة الأسعار العاجلة لدولار الأمريكي مقابل الجنيه الإسترليني غير متكاملة مع سلسلة أسعار الصرف العاجلة الأورو مقابل الجنيه الإسترليني.

وبالتالي فإن نتائج اختبار كفاءة سوق الصرف، كانت إيجابية أي أن هذا السوق يعتبر سوقاً كفئاً.

خاتمة عامة

خاتمة عامة

تلعب الأسواق المالية دوراً أساسياً في دفع عجلة التنمية وزيادة الاستثمار ، فهي تمثل مصدراً للتمويل وتنشيط الاقتصاد ككل ، وتنافس دول العالم المختلفة في جعل أسواقها المالية جذابة للاستثمارات الدولية والمحلية ، والوسيلة الأساسية لذلك هي تأمين حصول المستثمرين على المعلومات الملائمة و الوثوقة في التوقيت المناسب وواحد لكافة المشاركين في السوق ومن أجل بلوغ هذا الهدف تضع الأسواق المالية في الدول متقدمة شروط صارمة لتداول الأوراق المالية في أسواقها ومتطلبات عالية الشفافية و ضمان جودة التقارير المالية ، بغية تحقيق مستويات عالية من الكفاءة .

ففي ظل السوق الكفاء يجب أن تكون تكاليف المعاملات منخفضة ، وأن تكون تغيرات الأسعار محتملة وغير أكيدة بحيث لا يمكن إجراء التنبؤ وبالتالي عدم تمكن المضارب من تحقيق أرباح على المدى الطويل ، فبافتراض عقلانية المستثمرين وافتراض حيادية الخطر يمكن وصف سعر الصرف الآجل مؤشراً بدون انحراف لسعر الصرف العاجل المستقبلي وهذا ضمن السوق الصرف الكفاء .

ومن هنا يندرج موضوع بحثنا الذي عالج الإشكالية التالية :

✓ هل سعر الصرف الآجل يعكس جميع المعلومات المتوفرة حول التوقعات المستقبلية لسعر الصرف ؟ و هل يعتبر سوق الصرف سوق كفاء؟

ومن خلال الدراسة حاولنا الإجابة على هذه الإشكالية ففي الجانب النظري قدمنا الإطار العام لهذه الدراسة وكان الفصل الأول لتعريف بالأسواق المالية بأنواعها مع الإشارة إلى الأزمات المالية وإبراز مفهوم الكفاءة في عالم لا يخلو من الأزمات .

أما الفصل الثاني فخصص للمعلومات وأهميتها داخل الأسواق المالية وعلاقتها بالكفاءة بأشكالها الثلاث (مستوى الكفاءة الضعيفة ، مستوى الكفاءة الشبه قوية ، ومستوى الكفاءة القوية)

وبما أن الدراسة خصت أسواق الصرف تطرقنا خلال الفصل الثالث لموضوع سعر الصرف فتناولنا نظرياته نماذج وأنظمتها حتى يتسنى لنا توضيح مفهوم كفاءة سوق الصرف والعوامل المؤثرة فيها .

أما الفصل الرابع والأخير فقمنا من خلاله باختبار كفاءة سوق الصرف من خلال دراسة قياسية اعتمدنا خلالها على تقنية التكامل المتزامن ، واختبارنا كفاءة سوق صرف الدولار الأمريكي مقابل الجنيه الإسترليني للفترة ما بين جانفي 2002 – سبتمبر 2011 .

ومن خلال الدراسة التطبيقية حاولنا اختبار صحة فرضيتي الدراسة وهما :

- 1- سعر الصرف الآجل الماضي معيار حقيقي لسعر الصرف الحاضر الحالي.
- 2- لا يمكن التنبؤ بسعر الصرف العاجل انطلاقا من سعر صرف عاجل آخر.

من خلال استخدام طريقة التكامل المتزامن توصلنا إلى أن أسعار الصرف الآجلة وأسعار الصرف العاجلة تسيران جنبا إلى جنب في المدى الطويل. بمعنى آخر متكاملتان تكاملا تزامنيا ، وبالتالي فإن سعر الصرف الآجل الماضي هو معيار حقيقي لسعر الصرف الحاضر الحالي.

أما بالنسبة للفرضية الثانية فتوصلنا إلى أن سلسلتين مختلفتين من أسعار الصرف العاجلة لا يمكن أن تكونا متكاملتين تزامنيا ، وبالتالي لا يمكن تحسين التنبؤ بسعر الصرف العاجل انطلاقا من استخدام معلومات حول سعر صرف عاجل آخر .

وهذا ما ينطبق مع نظرية كفاءة الأسواق وبالتالي استنتجنا أن سوق صرف الدولار الأمريكي / الجنيه الإسترليني ، امتاز بالكفاءة خلال الفترة الممتدة ما بين [2002-2011].

الفهرس

الصفحة	المحتويات
	التشكرات
	الإهداء
	الفهرس
01	المقدمة العامة
06	الفصل الأول : الأسواق المالية.
06	المقدمة
07	المبحث الأول: ماهية الأسواق المالية
07	المطلب الأول: مفهوم سوق المالي
07	1- نشأة وتعريف السوق المالي
08	1-1 نشأة الأسواق المالية (البورصة)
09	2-1 تعريف السوق المالي
09	2- دور السوق المالي
10	3- المتعاملون في السوق المالية
11	4- التطورات العالمية التي تؤثر على هيكل السوق المالي

11	4-1 الإبتكارات
12	4-2 العوامة
13	المطلب الثاني: تقسيم الأسواق المالية
14	1- السوق النقدي
14	1-1 مفهوم السوق النقدي
15	1-2 المتدخلون في السوق النقدي
16	1-3 مكونات السوق النقدي
18	1-4 أدوات أسواق النقد
20	2- سوق رأسمال
20	2-1 الأسواق الحاضرة
20	2-1-1 مفهوم السوق الحاضرة
20	2-1-2 مكونات الأسواق الحاضرة
25	2-1-3 الأوراق المالية المتداولة في الأسواق الحاضرة
31	2-1-4 الوساطة المالية
36	2-2: أسواق المشتقة
36	2-2-1 مفهوم السوق المشتقة
36	2-2-2 المتعاملون في الأسواق المشتقة
37	2-2-3 أنواع الأسواق المشتقة

43	المبحث الثاني: الأسواق المالية الدولية والأزمات المالية
43	المطلب الأول: الأسواق المالية الدولية
43	1- مفهوم الأسواق المالية الدولية
43	2- سوق العملات الدولية
44	2-1 تعريف العملة الدولية
45	2-2: خصائص سوق الأورو-دولار
45	2-3 أسباب نشأة السوق وتطوره
46	3- الأدوات المالية الدولية
48	المطلب الثاني : أسواق الصرف
49	1-تعريف سوق الصرف
50	2-أنواع أسواق الصرف
54	3-المشاركون في سوق الصرف
54	4- وظائف سوق الصرف
56	المطلب الثالث : الأزمات المالية العالمية
56	1- مفهوم كفاءة الأسواق المالية في ضوء الأزمات
58	1-1 منظور الإعتراف بالكفاءة
58	1-2 منظور إنكار كفاءة السوق
59	2 مفاهيم حول الأزمات المالية

59	1-2 تعريف أزمة الأسواق المالية
60	2-2 أنواع الأزمات المالية
60	3- أهم الأزمات المالية
61	1-3 أزمة الكساد 1929.
64	2-3 الأزمة المالية المكسيكية
65	3-3 أزمة الدول الآسيوية
66	3-4 الأزمة المالية العالمية
67	خاتمة
67	الفصل الثاني: كفاءة الأسواق المالية
68	مقدمة
69	المبحث الأول : الأسواق المالية والمعلومات
69	المطلب الأول : مفاهيم عامة حول المعلومات
69	1- مفهوم البيانات والمعلومات
70	2- نظام المعلومات
71	المطلب الثاني: المعلومات المالية داخل الأسواق المالية
72	1- المعلومات المالية
72	1-1 مستخدمو المعلومات المالية
73	1-2 مصادر المعلومات المالية

74	3-1 أنواع المعلومات في السوق المالي
76	2-الإفصاح عن المعلومات وأهميته
76	1-2 مفهوم الإفصاح
77	2-2 الإفصاح عن المعلومات في الأسواق المالية
78	3-2 أهمية الإفصاح عن المعلومات
78	3- دور المعلومات المالية
80	المطلب الثالث: التحليل الأوراق المالية
80	1- التحليل الأساسي
80	1-1 ماهو التحليل الأساسي
80	2-1 التحليل الإقتصادي
81	3-1 التحليل القطاعي
81	4-1 التحليل المالي
81	2- التحليل الفني.
81	1-2 فلسفة التحليل الفني
81	2-2 النظريات التي تفسر الأسعار في التحليل الفني
89	المطلب الرابع: مشكل عدم تماثل المعلومات داخل الأسواق المالية
90	1- أهمية تماثل المعلومات في بورصة الأوراق المالية
90	2- تعريف عدم تماثل المعلومات

91	3- أثر عدم تماثل المعلومات على الأسواق المالية
94	المبحث الثاني: كفاءة الأسواق المالية
94	المطلب الأول : مفهوم السوق المالي الكفاء.
94	1- تعريف كفاءة الأسواق المالية
96	2- النمذجة الرياضية لنظرية الكفاءة
97	3- الكفاءة الكاملة والكفاءة الاقتصادية
97	3-1 الكفاءة الكاملة
97	3-2 الكفاءة الاقتصادية
98	4- شروط قيام السوق المالي
100	5- سمات السوق الكفاء
100	5-1 دقة وسرعة وصول المعلومات
100	5-2 كفاءة التسعير وكفاءة التشغيل
102	5-3 السيولة
103	5-4 التوقعات العقلانية
105	5-5 مجانية المعلومات
105	المطلب الثاني : الحركة العشوائية للأسعار وكفاءة السوق
105	1- مفهوم الحركة العشوائية
106	2- العلاقة بين الحركة العشوائية والكفاءة

107	المطلب الثالث: مستويات الكفاءة
109	1- مستوى الكفاءة الضعيفة
110	2- مستوى الكفاءة الشبه قوية
111	3- كفاءة السوق عند المستوى القوي
114	4- العلاقة بين مستويات الكفاءة
114	المطلب الرابع: علاقة المعلومات بكفاءة الأسواق المالية
116	خاتمة
117	الفصل الثالث: كفاءة أسواق الصرف
117	مقدمة
118	المبحث الأول: مفاهيم حول سعر الصرف
118	المطلب الأول: ماهية سعر الصرف
118	1- مفهوم سعر الصرف
119	2- أنواع سعر الصرف
120	3- أشكال سعر الصرف
122	المطلب الثاني: نظريات نماذج و أنظمة سعر الصرف
122	1- نظريات سعر الصرف
122	1- نظرية تعادل القوى الشرائية
126	1-2 نظرية تعادل أسعار الفائدة

128	3-1 نظرية ميزان المدفوعات
129	4-1 نظرية فقاعات المضاربة
131	5-1 النظرية الإنتاجية
133	6-1 النظرية الكمية
133	7-1 نظرية سعر الخصم
134	2- النماذج المحددة لسعر لأسعار الصرف
135	1-2 النموذج النقدي
138	1-1-2 النموذج النقدي ذو الأسعار المرنة
139	2-1-2 النموذج النقدي ذو الأسعار الجامدة
141	2-2 نموذج أسواق الأصول
142	3-2 نموذج المحفظة
142	3- أنظمة سعر الصرف
142	1-3 نظام سعر الصرف الثابت
143	2-3 نظام أسعار الصرف المعومة
146	المبحث الثاني: كفاءة أسواق الصرف
146	المطلب الأول : العوامل المؤثرة في سعر الصرف
146	1- الفرق ما بين التعامل بالعملات والتعامل بالأسهم
147	2- العوامل المؤثرة في سعر الصرف.

150	1-2 العوامل الاقتصادية المؤثرة في سعر الصرف
151	2-2 العوامل الغير اقتصادية الغير مؤثرة في سعر الصرف
153	المطلب الثاني: كفاءة سوق الصرف
153	1- التنبؤ بسعر الصرف
154	2- تعريف كفاءة أسواق الصرف
156	3- اختبارات كفاءة أسواق الصرف
158	1-3 اختبار الكفاءة الضعيفة في سوق الصرف
161	2-3 اختبار الكفاءة القوية في سوق الصرف
161	المطلب الثالث: المعلومات و سعر الصرف
161	1- دور الأخبار في تحديد سعر الصرف
162	2- نمذجة الأخبار الجديدة
164	خاتمة
165	الفصل الرابع : دراسة قياسية لاختبار كفاءة أسواق الصرف لسوق الدولار الأمريكي /الجنيه الإسترليني
165	مقدمة
166	المبحث الأول: أدبيات التكامل المتزامن
166	المطلب الأول : مفاهيم حول الاقتصاد القياسي
166	1- مفهوم الاقتصاد القياسي

167	2- أهداف الاقتصاد القياسي
167	1-2 تحليل واختبارات النظريات الاقتصادية المختلفة
167	2-2 رسم السياسات واتخاذ القرارات
168	المطلب الثاني : عموميات حول التكامل المتزامن
168	1- مفهوم التكامل المتزامن
169	2- تكامل السلاسل الزمنية
171	3- شروط التكامل المتزامن
174	المطلب الثالث : اختبار التكامل المتزامن
178	المبحث الثاني:دراسة قياسية لاختبار فعالية أسواق الصرف
180	المطلب الأول : خلفيات البحث
180	1- الدراسات السابقة
180	2- فرضيات الدراسة
181	3- تعريف المتغيرات
183	المطلب الثاني : إختبار الكفاءة بإستخدام التكامل المتزامن
183	1- إختبار الفرضية الأولى : سعر الصرف الآجل الماضي معيار حقيقي لسعر الصرف العاجل الحالي
183	1-1 إختبار إستقرارية السلاسل الزمنية
185	1-1-1 إختبار إستقرارية السلاسل الزمنية لأسعار الصرف العاجلة
188	2-1-1 إختبار إستقرارية السلاسل الزمنية لأسعار الصرف الآجلة
192	2-1 إختبار التكامل المتزامن

192	1-2-1 اختبار إستقرارية البواقي
193	2-2-1 تقدير معادلة الدراسة
194	3-1 اختبار نموذج تصحيح الخطأ
196	2- اختبار الفرضية الثانية: لا يمكن التنبؤ بسعر الصرف العاجل إنطلاقاً من سعر صرف عاجل آخر
196	1-2 اختبار الإستقرارية
196	1-1-2 اختبار إستقرارية سعر الصرف العاجل SP_t^e
197	2-2 اختبار التكامل المتزامن بين أسعار الصر العاجلة لسلسلتين Sp_t^D, Sp_t^E
200	1-2-2 اختبار إستقرارية البواقي
201	2-2-2 تقدير المعادلة
204	خاتمة
205	الخاتمة العامة

قائمة الأشكال :

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
13	مكونات أسواق المال	01
17	سوق المال مابين البنوك	02
21	السوق الأولي	03
44	الدولار والأورو-دولار	04
66	العلاقة بين البيانات و المعلومات والمعرفة	05
83	نظرية الموجات إليوت	06
86	الرسوم البيانية المستطيلة	07
87	مستوى الإسناد والمقاومة	08
86	الرسم البياني لرقم والنقطة	09
88	الشموع اليابانية	10
112	العلاقة بين مستويات الكفاءة	11
114	تأثير المعلومات على مختلف الأسواق المالية	12
138	رد الفعل المفرط لدورنبوش	13
183	سلسلة أسعار الصرف الآجلة والعاجلة	14
195	سلسلة أسعار الصرف الآجلة والعاجلة وسلسلة البواقي	15

قائمة الجداول

الصفحة	العنوان	الرقم
30	الفرق مابين الأسهم والسندات	01
	يمثل مستخدمى المعلومات المالية	02
181	اختبار ADF لسلسلة الأسعار الفورية $Spot$ الدرجة (0)	03
182	اختبار ADF لسلسلة الأسعار العاجلة $spot$ الدرجة الأولى لنماذج الثلاث	04
184	ختبار ADF لسلسلة الأسعار الآجلة الدرجة الصفر	05
185	ختبار ADF لسلسلة الأسعار الآجلة الدرجة الأولى	06
187	: اختبار ADF لسلسلة البواقي $Résidu$	07
188	تقدير معادلة الانحدار لأسعار الصرف العاجلة، و الآجلة بواسطة طريقة المربعات الصغرى	08
190	تقدير معادلة النموذج الحركي لتصحيح الأخطاء	09
193	اختبار ADF لسلسلة الأسعار العاجلة $spot$ للأورو مقابل الجنيه الإسترليني الدرجة الصفر	10
194	اختبار لسلسلة الأسعار العاجلة للأورو مقابل الجنيه الإسترليني الدرجة الأولى	11
196	اختبار ADF لسلسلة البواقي $Résidu$	12
197	تقدير معادلة الانحدار لأسعار الصرف العاجلة Sp_t^E, Sp_t^D بواسطة طريقة المربعات الصغرى	13

قائمة المراجع :

1/ كتب باللغة العربية :

أرشد فؤاد التميمي " الأسواق المالية إطار في التنظيم وتقييم الأدوات " الطبعة الأولى ،عمان ،دار اليازوري،
2010

أرشد فؤاد التميمي ،أسامة عزمي سلام "الإستثمار بالأوراق المالية تحليل وإدارة " الطبعة الأولى ،عمان،دار
المسيرة ، 2004

أمين عبد العزيز " الأسواق المالية " ،مصر ، دار القباء الحديثة، 2007

السيد متولي عبد القادر " الأسواق النقدية والمالية في عالم متغير " الطبعة الأولى ،عمان ،دار الفكر ، 2010

السيد البدوي عبد الحافظ إدارة الأسواق و المؤسسات المالية (نظرة معاصرة)، دار الفكر العربي، مصر، بدون
سنة.

الطاهر قانة " اقتصاديات صرف النقود والعملات " الطبعة الأولى ،دار الخلدونية، الجزائر، 2009،

إيهاب الدسوقي " اقتصاديات كفاءة البورصة" ، مصر، دار النهضة العربية ، بدون سنة.

برايان كويل "أسواق المال Money Market " الطبعة الأولى ،قسم الترجمة بدار الفاروق ،دار الفاروق
، 2005 ،

بسام الحجار "العلاقات الاقتصادية الدولية" الطبعة الأولى ، لبنان، مجد المؤسسة الجامعية، 2003.

بسام الحجار " نظام النقد العالمي وأسعار الصرف " الطبعة الأولى ، لبنان دار المنهل، 2009.

توفيق عبد الرحيم ، يوسف حسن " الإدارة الدولية والتعامل بالعملات " الطبعة الأولى ، الأردن ،دار الصفاء ،
2010

جورج فوستر تعريب خالد علي أحمد كاجيجي ، إبراهيم ولد محمد فال " تحليل القوائم المالية " السعودية ،
دار المريخ ، 2011

جمال جويدان الجمل "الأسواق المالية والنقدية" الطبعة الأولى، عمان ،دار الصفاء ، 2002

جلال إبراهيم "أساسيات الاستثمار الأوراق المالية والبورصات "الجزائر ، دار الكتاب الحديث ، 2009

- حسين علي بختيار ، سحر فتح الله " الإقتصاد القياسي " عمان ، دار اليازوري ، 2007
- حكمت شريف الناشيبي " استثمار الأرصدة وتطوير الأسواق المالية العربية " ، بيروت، المؤسسة العربية للدراسات والنشر، الطبعة الأولى 1980
- خالد الراوي وآخرون " نظرية التمويل الدولي " ، الطبعة الثانية ، الأردن ، دار المناهج 2002
- خالد وهيب الراوي " إدارة المخاطر المالية " ، الطبعة الأولى،الأردن، دار الميسرة ، 2009
- خليل المهدي ،انطوان الناشف "العمليات المصرفية والسوق المالية " ،الجزء الثاني،لبنان،المؤسسة الحديثة للكتاب ،سنة 2000
- دريد كامل آل شبيب " الاستثمار والتحليل الاستثماري " عمان ،دار اليازوري، 2009
- رائد محمد أبو طربوش "أسرار الفوركس " الطبعة الأولى ،عمان، دار كنوز المعرفة العلمية،2008
- رائد محمود ابو طربوش " الاحتيال والبورصة العالمية " الطبعة الأولى ،الأردن ،دار الصفاء ، ،2010
- رسمية أحمد أبو موسى "الأسواق المالية والنقدية " الطبعة الأولى، عمان ، دار المعتز ، 2005
- زينب حسين عوض الله "اقتصاديات النقود والمال " بيروت ، الدار الجامعية ،سنة 1994
- زياد رمضان ،مروان شموط لأسواق المالية " مصر ، الشركة العربية ،سنة 2008
- زياد رمضان "مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي" ، الطبعة الثالثة،عمان ، دار وائل ،2005
- زياد فراس الذنبيات " كيف تتاجر في الأسهم " الطبعة الأولى ، الأردن ، دار كنوز المعرفة ، 2009
- سمير فخري نعمة " العلاقة التبادلية بين سعر الصرف وسعر الفائدة و أنعاكسها على ميزان المدفوعات " عمان ، دار اليازوري ،2011،
- سعيد سامي الحلاق ،محمد محمود العجولي " النقود والبنوك والمصارف المركزية " الطبعة الأولى ،عمان ،دار اليازوري ، 2010
- سيد سالم عرفة "إدارة المخاطر الإستثمارية " الطبعة الأولى ،عمان ، دار الراية ، 2009
- سي بول هالوود، رونالد ماكدونالد، تعريب :محمود حسن حسني، وآخرون " النقود والتمويل الدولي " الرياض ،دار المريخ ، 2007 .

- سعيد جابر مشكور العامري " المالية الدولية :نظرية وتطبيق" ، الطبعة الأولى ، عمان ، دار زهران ،2008
- شمعون شمعون "بورصة الجزائر " الطبعة الأولى ،الجزائر، الأطلس للنشر، ،1993
- صلاح الدين حسن السيسي "الأسواق المالية –الأزمات المالية العالمية " دار الفكر العربي،2008
- صلاح سيد جودة "بورصة الأوراق المالية علميا –عمليا " مصر ،دار الإشعاع ،2006
- صبحي تادرس قريصة ،مدحت محمد العقاد"النقود والبنوك والعلاقات الإقتصادية الدولية" لبنان ،دار النهضة العربية ، 1983
- ضياء مجيد "البورصات:أسواق المال وأدواتها" ،الإسكندرية ،مؤسسة الشباب ، 2005
- طارق عبد العال حماد " دليل التعامل في البورصة " مصر ،الدار الجامعية ، سنة 2007
- طارق عبد العال حماد " المشتقات المالية :المفاهيم ،إدارة المخاطر ، المحاسبة " ،مصر ،الدار الجامعية ،2001
- طارق عبد العال حماد " دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية" ،مصر، دار الجامعية ، 2005
- ظاهر لطرش " تقنيات البنوك" الطبعة الثانية ،الجزائر ،ديوان المطبوعات الجامعية، 2003
- عبد القادر محمد عطية " الحديث في الإقتصاد القياسي بين النظرية والتطبيق" الطبعة الثانية ، مصر ،الدار الجامعية ،1998.
- عبد الحسين جليل عبد الحسن الغالي"سعر الصرف وإدارته في ظل الصدمات الإقتصادية (نظرية وتطبيقات) " عمان، دار الصفاء 2011،
- عصام حسين "أسواق الأوراق المالية (البورصة)" عمان دار أسامة الطبعة الأولى . 2008
- عبد الغفار حنفي " الإستثمار في بورصة الأوراق المالية مصر، دار الجامعة الجديدة ، 2003.
- عصام أبو النصر "أسواق الأوراق المالية في ميزان الفقه الإسلامي " ،مصر، دار الجامعات ،سنة2006.
- عاطف وليم أندراوس " أسواق الأوراق المالية :بين ضرورات التحول الإقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطورها" الطبعة الأولى ، مصر ، دار الفكر الجامعي ، 2002.
- عاطف وليم أندراوس " السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية " ،مصر،مؤسسة الشباب الجامعة ، سنة 2005
- عرفان تقي الحسيني " التمويل الدولي " الطبعة الثانية، عمان ، دار مجد اللاوي ، ، 2002.
- عبد الغفار حنفي،رسمية زكي قرياقص "لأسواق والمؤسسات المالية"الإسكندرية،دار الجامعية ،2008.
- عدنان السيد حسين " قضايا دولية : الأزمة العالمية" الطبعة الأولى ،مجد المؤسسة الجامعية ،2010.
- عماد عبد الوهاب الصباغ " نظم المعلومات :ماهيتها ومكوناتها " عمان ،دار الثقافة ،2004.
- عبد الرحيم يوسف حسن " الإدارة المالية الدولية والتعامل بالعملات " دار الصفاء ، الأردن ، 2009

- عبد القادر بلطاس " تداعيات الأزمات المالية العالمية " légende، 2009.
- فليح حسن خلف " الأسواق المالية والنقدية " عمان، عالم الكتب الحديث، الطبعة الأولى، 2006.
- فريد النجار " البورصات والهندسة المالية "، مصر، مؤسسة الشباب، 1999.
- فيصل محمد الشواورة " الإستثمار في بورصة الأوراق المالية :أسس نظرية وعلمية " عمان، دار وائل، الطبعة الأولى، سنة 2008 .
- فريد النجار " المشتقات والهندسة المالية "، مصر، الدار الجامعية، 2009.
- فليح حسن خلف "العلاقات الاقتصادية الدولية" الطبعة الأولى، مؤسسة الوراق، 2004.
- قاسم نايف علوان " إدارة الإستثمار (بين النظرية والتطبيق) الطبعة الأولى، الأردن، دار الثقافة، 2009.
- لحلو موسى بوخاري " سياسة الصرف الأجنبي وعلاقتها بالسياسة النقدية " لبنان، مكتبة الحسين العصرية، 2010.
- محمد أحمد عبد النبي "الأسواق المالية الأصول العلمية والتحليل الأساسي" الطبعة الأولى، عمان، دار زمزم، 2009.
- محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد، بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، مصر الدار الجامعية، 2005.
- محمد صالح الحناوي وآخرون " تحليل وتقييم الأوراق المالية" مصر، الدار الجامعية، 2002.
- محب خلة توفيق " الهندسة المالية : الإطار النظري والتطبيقي لأنشطة التمويل والإستثمار " دار الفكر الجامعي، 2011.
- محمود سحنون " الاقتصاد النقدي والمصرفي " الجزائر، دار بهاء الدين، الطبعة الأولى 2003.
- محمد مطر "إدارة الاستثمارات الإطار النظري والتطبيقات العلمية " عمان، دار وائل، الطبعة الرابعة 2006.
- محمد صالح القريشي "اقتصاديات النقود والبنوك والمؤسسات المالية " الطبعة الأولى، عمان، دار اثراء، 2009.
- محمد صالح القريشي " المالية الدولية " الطبعة الأولى، الأردن، دار الوراق، 2008.
- محمد عبد الخالق "الإدارة المالية والمصرفية" الطبعة الأولى عمان، دار أسامة، 2010.
- محمد صبري هارون " أحكام الأوراق المالية "، الطبعة الثانية، الأردن، دار النفائس، 2005.

محمد عوض عبد الجواد ،علي إبراهيم الشديفات " الاستثمار في (أسهم ،سندات ،أوراق مالية) " الطبعة الأولى ، دار حامد ، سنة 2006.

منير إبراهيم الهندي " الفكر الحديث في إدارة المخاطر :الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات " ،مصر، منشأة المعارف ،2003.

منير إبراهيم الهندي " إدارة المخاطر :عقود الخيارات " جزء الثالث، منشأة المعارف 2007.

ماهر كنج شكري ،مروان عوض، " المالية الدولية والعملات الأجنبية والمشتقات المالية بين النظرية والتطبيق " ، الأردن ، الطبعة الأولى ، 2004.

مصطفى عموراسي ، أحمد زهدي ، تيسير أبو الصيام " الأزمة الاقتصادية العالمية وتداعياتها في الشرق الأوسط " ، الطبعة الأولى ،عمان ، مركز الرواد ،2009.

محمد سويلم "إدارة البنوك وبورصات الأوراق المالية " ، مصر،الشركة العربية للنشر والتوزيع 1992.

مائبير كوهين"،ترجمة عبد الحكم أحمد الخزامي " الأسواق والمؤسسات المالية : فرص ومخاطر " ،مصر،دار الفجر ،2007.

مروان عطوان " الأسواق النقدية والمالية :البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال" الطبعة الثالثة ، الجزائر، ديوان المطبوعات الجامعية ، الجزء الأول ، ، 2005.

محمد أحمد الكابد " الإدارة المالية والدولية " الأردن ، دار المعرفة ، ، 2009 .

مروان شموط ، كنجو عبود كنجو " أسس الإستثمار " ،مصر ، الشركة العربية المتحدة ، 2008 .

محمد حميدات " مدخل للتحليل النقدي " ، طبعة الثانية ، الجزائر، ديوان المطبوعات الجامعية ،2000

محمد نشات الوكيل " التوازن النقدي ومعدل الصرف " الطبعة الأولى ، القاهرة الناس للطباعة ، 2006.

هويشار معروف "الاستثمارات والأسواق المالية "الطبعة الأولى ،عمان ،دار الصفاء، 2003.

هويشار معروف " تحليل الاقتصاد الدولي " الطبعة الأولى، عمان ، دار الجرير ، 2006.

هجير عدنان زكي أمين " الاقتصاد الدولي نظرية وتطبيقات " الطبعة الأولى ،الأردن ،دار الإثراء، 2010.

وليد صافي ،أنس البكري "الأسواق المالية والدولية " الطبعة الأولى ،عمان ،دار البداية ، 2009.

وسام الملاك "البورصات والأسواق المالية العالمية "الطبعة الأولى ،الجزء الأول ، ،بيروت، دار المنهل اللبناني ، 2003.

Abdelkader Beltas « marché des capitaux»,légende ,2008

Alain sueur « les outils de la stratégie boursier » paris ,edition d'organisation groupe eyrolles, ,2007.

Alin choinel ,gérard rouger « le marche financier : structure et acteurs »,8 édition ,revue banque édition

André kovacs “bourse“ paris ,2edition ,maxima, ,2000,

Andrew Harrison, Ertugrul Dal kiran , Ena Elsey « business international et mondialisation » Bruxelles ,1 édition, de Boeck, ,2004

André caratapainis « Les marché financier internationaux » ,paris ,édition la découverte,2004

Bertrand Jacquillat , Bruno Solnik « marches financiers : gestion de portefeuille et risque », 4 édition, paris ,dunod, 2002

Bruno clomant, roland gillet ariane szafarz « efficience des marchés : concepts, bulles spéculatives et image comptable » bruxelles, larcier ,2003

Bernard, guillochon « économie international »3, édition , paris, dunod , 2001

Chris tain Aubain ,Philippe morel « économie international

Christian descamps,jacques soichot « gestin financier international »edition litec ,1995,

Dominique Plihon « les taux de change », 3édition ,paris ,la découverte et syros ,2001

Daniel Goyeau, a mine tarazi « la bourse » paris ,la découverte , ,2006 ,

Daniel Arnould ,“les marches des capitaux en France» ,paris, édition Armand colin,1995

Didier victrac « tout savoir sur la bourse » paris, édition gualino éditeur , , 2002

jean mathis « marches inernationaux des capitaux» paris , 2 edition , economica , , 2000

Jean louis mucheilli ,thierry moyer « économie international » paris ,Dalloz , ,2005

John hull « option , futures, et autre actifs dérivés » France ,pearson education ,6 édition , 2007

Josette,peyrard « analyse financiere » paris, 7édition,liberairie nuibert, ,1998,

Josette peyrard "la bourse" paris ,9edition ,2000

Lawrence Giteman ,michael joehnk « investissement et marches financier»
9édition ,paris, pearson éducation, 2005

Michelle Jura « technique financier internationale » 2 édition ,paris , DUNOD ,
2003

Larbi Dohni ,carol hainaut « les taux de change ,déterminant ,opportunités,et
risque» Bruxelles, de Boeck,2004 .

Paul-jacque lehman « bourse et marches financier» 2 edition,paris ,
,dunod,2005.

Pascal François « les produit dérives financier » ,paris ,Dunod, 2005

Paul amadiu Véronique bessier « Analyse de l'information financier »
economica ,paris , 2007.

Philippe gillet « efficience des marchés financiers » paris,2 édition , economica
, 2006

Philippe d'arrisent « finance international », 2éme édition , dunod ,2008

Paul krugman « économie international »De Boeck ,3édition ,2003

Roland portait, patrice poncet « Finance de marché » paris, Dalloz, 2008.

Régie bourbonnais « econometrie »,dunod ,paris ,2003

Richard baillie,patrick McMahon « le marché des change» traduction de henri
bourguinat, éditionsESKA ,1997

Sadrine lardic,valérie mignon « l'efficience informationnelle des marchés
financier»,paris ,édition la découverte 2006.

Sébastien bossu,philipe henrotte « finance des marches » paris,dunod , 2008

Xavier Bruckert , et autre « le marché des changes et la zone FEAN » EDICEF ,
1989,

Yves Simon ,Michel Fleuriet "bourse et marches financiers" paris, economica
,2000.

Yves simon « marché des change :et gestion de risque de change » paris,
Dalloz ,1995

المجلات ودراسات:

باللغة العربية :

- مؤيد الفضل " العلاقة بين الحاكمة المؤسسية وقيمة الشركة في ضوء نظرية الوكالة " عن مجلة " التفكير الإداري واستراتيجي في عالم متغير " جزء الثاني ، مكتتبة المجتمع للنشر والتوزيع
- أ.د علاء عبد الرزاق السالمي " نظم إدارة المعلومات " عن مجلة المنظمة العربية للتنمية الإدارية " بحوث ودراسات " ، مصر ، 2003
- كريمة الجوهر، خليل الرفاعي " الشفافية في إفصاح عن المعلومات المستقبلية وأثرها في التحكم المؤسسي " عن مجلة التفكير الإستراتيجي في عالم متغير " الجزء الثاني جامعة الزرقاء الأردن ، 2010
- شنوف شعيب وآخرون " دور محاسبة القيمة العادلة في الأزمة العالمية" ، جامعة الأغواط، عن مجلة " الأزمة المالية الدولية و الحوكمة العالمية " 2009 ص521 ، ص 532،
- أ.شخي بلال ،عن مجلة الدراسات"السوق المالية ودورها في تمويل التنمية في المغرب العربي "جامعة بومرداس أحمد أبي سرور عن مجلة "الأسواق المالية العربية الناشئة" ، السياسات المالية وأسواق المال العربية
- سليمة نشنش " شروط ومهام الوسطاء الماليين في البوصة " ،عن مجلة " الإصلاحات الاقتصادية والاندماج الاقتصادي العالمي " ،الجزائر ، 2009
- عبد الرحمن تومي " قراءة في الأزمة المالية العالمية الراهنة " عن مجلة " دراسات اقتصادية "الجزائر ،مركز البصيرة ،العدد 13 ، 2009 .

باللغة الأجنبية :

-Jürgen Huber, Michael Kirchler, Matthias Sutter(2008) "Is more information always better?Experimental financial marketswith cumulative information"
Journal of Economic Behavior & Organization Vol. 65 (2008) 86–104

-Eugene Fama 1970, Efficient capital market ,A review of theory and empirical work, journal of finance , vol, 25,issue2 may 1970 ,

- Sebastian EDWARDS1982" EXCHANGE RATE MARKET EFFICIENCY ANDNEW INFORMATION"University of California, Los Angeles, CA 90024, **USA** Economics Letters 9 (1982) 377-382North-Holland Publishing Company

-,Tammy A. Rapp and Subhash C. Sharma1999"Exchange Rate Market Efficiency:Across and Within Countries" Journal of Economics and Business 1999; 51:423–439 0148-6195 / 99 / \$–see front matter© 1999 Elsevier Science Inc., New York, New York

رسائل وأطروحات :

Benbouziane Mohamed, Cointegration and Efficiency in the Foreign Exchange Market. Thèse De Doctorat d'état en Sciences Economiques Université de Tlemcen 2002/2003

بوثلجة عبد الناصر " دور الأخبار الجديدة في تحديد سعر الصرف " من إعداد : إشراف : بن حبيب عبد الرزاق أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه، تلمسان، سنة 2008.

مواقع الأنترنت :

www.irem.univ-mrs.fr/Axel-Grorud-Marches-financiers-etinformation_2001

www.bankofengland.co.uk/statistics