

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة قاصدي مرباح - ورقلة

كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير
قسم علوم التسيير



أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في علوم التسيير

تخصص : مالية الأسواق

بعنوان :

دراسة العلاقة بين أنظمة أسعار الصرف ومؤشرات الأسهم حالة الأردن وتونس خلال الفترة 2001-2016

من إعداد المترشح : محمد مكاوي

نوقشت وأجيزت علنا بتاريخ : 2018/11/ 27

أمام اللجنة المكونة من السادة الأساتذة :

| | | | |
|--------------|----------------------|----------------------------------|------------------------|
| رئيسا | أستاذ التعليم العالي | جامعة ورقلة | أ. د الياس بن ساسي |
| مشرفا ومقررا | أستاذ التعليم العالي | جامعة ورقلة | أ. د مسعود صديقي |
| مناقشا | أستاذ التعليم العالي | المدرسة العليا للتجارة - الجزائر | أ. د محمد براق |
| مناقشا | أستاذ التعليم العالي | جامعة غرداية | أ. د عبد اللطيف مصيطفي |
| مناقشا | أستاذ محاضر - أ- | جامعة ورقلة | د محمد الخطيب نمر |
| مناقشا | أستاذ محاضر - أ- | جامعة الوادي | د الأزهر عزة |

السنة الجامعية: 2018/2017

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة قاصدي مرباح - ورقلة

كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير
قسم علوم التسيير



أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه علوم في علوم التسيير

تخصص : مالية الأسواق

بغنوان :

دراسة العلاقة بين أنظمة أسعار الصرف ومؤشرات الأسهم حالة الأردن وتونس خلال الفترة 2001-2016

من إعداد المترشح : محمد مكاوي

نوقشت وأجيزت علنا بتاريخ : 2018/11/ 27

أمام اللجنة المكونة من السادة الأساتذة :

| | | | |
|--------------|----------------------|---------------------------------|------------------------|
| رئيسا | أستاذ التعليم العالي | جامعة ورقلة | أ. د الياس بن ساسي |
| مشرفا ومقررا | أستاذ التعليم العالي | جامعة ورقلة | أ. د مسعود صديقي |
| مناقشا | أستاذ التعليم العالي | المدرسة العليا للتجارة- الجزائر | أ. د محمد براق |
| مناقشا | أستاذ التعليم العالي | جامعة غرداية | أ. د عبد اللطيف مصيطفي |
| مناقشا | أستاذ محاضر -أ- | جامعة ورقلة | د محمد الخطيب نمر |
| مناقشا | أستاذ محاضر -أ- | جامعة الوادي | د الأزهر عزة |

السنة الجامعية: 2018/2017

بِسْمِ اللّٰهِ الرَّحْمٰنِ الرَّحِیْمِ

"فوق كل ذي علم عليم"
سورة يوسف - الآية 76 .

"وما أوتيتم من العلم إلا قليلا"
سورة الإسراء - الآية 85 .

الإهداء

إلى التي حملتني كرها ووضعتني كرها وأفنت الليالي سهرا لأجل راحتي، والذي حفظها الله.
إلى الذي تجشم كل هول لأجلي وأمضى السنين تعباً لضمان مستقبلتي، والذي وقاه الخالق.
إلى نصفي الثاني وشقيقة روحي التي لطالما شجعتني لأتحدى العقبات، زوجتي رعاها المولى.
إلى قرّتا عيني وفلذتا كبدي هيثم أحمد و أشرف عبد النور، من أزهرنا بحياتي ، حياهما
البارئ.

إلى محبة قلبي ومنية روحي آلاء فاطمة الزهراء، من باتت كل دنياي، سقاها الرحمن
من فيض نعمائه.

إلى من تقاسمت معهم ظلمة الرحم وتصريف الزمان، إخوتي وأخواتي.
إلى روح جدتي خيرة وجدي أحمد، أسكنهما الله فسيح جنانه، وأرواح
السابقين من آبائي وأمهاتي.

إلى كل حاملي لقب مكاوي ونعامي.
إلى الأصدقاء الأعزاء.

إلى طلبتي.

إلى الأساتذة الزملاء في المركز الجامعي ايليزي وجامعة ورقلة.
إلى كل من علمني حرفاً فصرت له عبداً، وإلى رواد العلم.
إلى جميع هؤلاء أهدي ثمرة عملي هذا.

م.مكاوي

الشكر

أنتقدم بالشكر أولاً لله العلي القدير على توفيقه لي لانجاز الأطروحة .

يسعدني تقديم جزيل عبارات الشكر والتقدير للأستاذ الدكتور مسعود صديقي المتكرم بالإشراف على هذا العمل، والذي كان نعم الناصح الموجه والمرشد.

ولا يسعني في هذا المقام إلا التقدم بالشكر والامتنان للأساتذة الأفاضل أعضاء لجنة المناقشة على التصويبات والتوجيهات المقدمة كل باسمه.

كما لا أنسى كل من مد لي يد المساعدة في إتمام هذا العمل.

عملاً بقوله (صلى الله عليه وسلم) : " لا يشكر الله من لا يشكر الناس " .

م.مكاوي

مستخلص البحث:

تهدف هذه الدراسة إلى تحديد العلاقة بين أنظمة أسعار الصرف ومؤشرات الأسهم للأردن وتونس خلال الفترة 2001-2016، بالاعتماد على أسلوب التكامل المتزامن لجوهانسون، ونموذج تصحيح الخطأ، بالإضافة لاختبارات السببية لغرانجر.

خلصت الدراسة لوجود علاقة تكامل متزامن بين كل من مؤشرات الأسهم للأردن وتونس وبين أسعار صرف العملات، أسعار الفائدة وعرض النقود، وإلى عدم وجود علاقة سببية من الاتجاهين، وإلى وجود علاقة تكامل بين مؤشر أسهم الأردن وأسعار صرف الدينار الأردني وعدم وجود علاقة سببية من الاتجاهين، في حين أنه لا وجود لأي متجه لعلاقة تكامل بين مؤشر أسهم تونس وأسعار صرف الدينار التونسي ولا وجود لعلاقة سببية من الاتجاهين، مما يعطي الأفضلية لاختيار أنظمة أسعار الصرف الثابتة من منطلق أن نظام الصرف المرن رغم أنه مناسب للتصدي للصدمات الخارجية الحقيقية، إلا أنه يتطلب وجود نظام مالي متطور، في حين أنه على الدول التي لها ديون خارجية غير مغطاة اختيار نظام الصرف الثابت، للحد من ارتفاع خدمة الديون بسبب تقلب أسعار الصرف، ما يتماشى مع عدم الانفتاح الاقتصادي وحركة مراقبة رؤوس الأموال.

الكلمات المفتاح: أنظمة أسعار الصرف، مؤشرات الأسهم للأردن وتونس، اختبارات الاستقرار، أسلوب التكامل المتزامن، نموذج تصحيح الخطأ، اختبارات السببية لغرانجر.

Abstract :

The aim of This study is to determine the relationship between the exchange rate systems and the equity indices of Jordan and Tunisia during the period 2001-2016, basing on Johansson's simultaneous integration method, error correction model, and Ganger's causal testes.

The study concluded that there is a simultaneous integration relationship between all the Jordanian and Tunisian stock indices and the exchange rate, interest rate and concluded that there is no causal relationship from the two sides and indicated that there is a integration relationship between the Jordanian stock index and the Jordanian dinar exchange rate with no causal relationship from the two sides while, there is no trend towards a integration relationship between the Tunisian stock index and the Tunisian dinar exchange rate with no causal relationship from the two sides, that lead the choice of a fixed exchange rate system, on the basis that the flexible exchange system, although is appropriate to deal with real external shocks, it requires a sophisticated financial system, in the other side, the countries that have no covered debt have to choose the fixed exchange rate to limit or reduce the debt service rising due to fluctuating exchange rates, aligned with lack of open-door economy and capital movement control.

Key words: exchange rate systems, the Jordanian and Tunisian stock indices, stability tests, simultaneous integration method, error correction model , Ganger's causal testes.

قائمة المحتويات

الصفحة

| | |
|------|---|
| IV | الإهداء..... |
| V | الشكر..... |
| VI | مستخلص البحث..... |
| VII | قائمة المحتويات..... |
| IX | قائمة الجداول..... |
| XII | قائمة الأشكال البيانية..... |
| XIV | قائمة الاختصارات والرموز..... |
| XVII | قائمة الملاحق..... |
| ب | المقدمة .. |
| 01 | الباب الأول : أدبيات أنظمة أسعار الصرف ومؤشرات الأسهم..... |
| 02 | تمهيد |
| 03 | الفصل الأول : تأثير أنظمة أسعار الصرف على مؤشرات الأسهم..... |
| 04 | تمهيد |
| 05 | المبحث الأول : مؤشرات الأسهم في الأسواق المالية..... |
| 11 | المبحث الثاني : الإطار المفاهيمي لأنظمة أسعار الصرف..... |
| 22 | المبحث الثالث : أنظمة أسعار الصرف ومؤشرات الأسهم..... |
| 33 | خلاصة الفصل |
| 34 | الفصل الثاني : عرض وتقييم للدراسات السابقة..... |
| 35 | تمهيد |
| 36 | المبحث الأول : عرض وتقييم الدراسات السابقة التي تناولت مؤشرات الأسهم..... |
| 39 | المبحث الثاني : عرض وتقييم الدراسات السابقة التي تناولت أنظمة أسعار الصرف..... |
| 44 | خلاصة الفصل |
| 45 | الباب الثاني : الدراسة التطبيقية - جالة السوقين الماليين للأردن وتونس..... |

| | |
|-----|--|
| 46 | تمهيد |
| 47 | الفصل الأول : الدراسة الوصفية الإحصائية..... |
| 48 | تمهيد |
| 49 | المبحث الأول : أدوات ومتغيرات الدراسة..... |
| 65 | المبحث الثاني : تحليل إحصائي ودراسة استقرارية متغيرات الدراسة..... |
| 81 | خلاصة الفصل |
| 82 | الفصل الثاني : مناقشة نتائج الدراسة التطبيقية..... |
| 83 | تمهيد |
| 84 | المبحث الأول : نتائج اختبارات العلاقة ما بين مؤشرات الأسهم وبين أسعار الصرف ومحدداتها.... |
| 89 | المبحث الثاني : نتائج اختبارات العلاقة ما بين مؤشرات الأسهم وبين كل من أسعار الصرف، أسعار الفائدة وعرض النقود..... |
| 101 | المبحث الثالث : مناقشة النتائج..... |
| 109 | خلاصة الفصل |
| 111 | الخاتمة |
| 116 | قائمة المصادر والمراجع..... |
| 124 | الملاحق..... |
| 140 | الفهرس..... |

قائمة الجداول

| <u>الصفحة</u> | <u>عنوان الجدول</u> | <u>رقم الجدول</u> |
|---------------|--|-------------------|
| 50 | أنظمة أسعار الصرف المتبعة مقابل الدولار الأمريكي للأردن وتونس..... | الجدول(1-01) |
| 65 | نتائج اختبار الاستقرار للسلسلة LNINDJ الأصلية..... | الجدول(1-02) |
| 66 | نتائج اختبار الاستقرار للسلسلة DLNINDJ عند الفروقات من الدرجة الأولى..... | الجدول(1-03) |
| 67 | نتائج اختبار الاستقرار للسلسلة LNINDT الأصلية..... | الجدول(1-04) |
| 68 | نتائج اختبار الاستقرار للسلسلة DLNINDT عند الفروقات من الدرجة الأولى..... | الجدول(1-05) |
| 69 | نتائج اختبار الاستقرار للسلسلة LNIEX1J الأصلية..... | الجدول(1-06) |
| 70 | نتائج اختبار الاستقرار للسلسلة DLNIEX1J عند الفروقات من الدرجة الأولى..... | الجدول(1-07) |
| 71 | نتائج اختبار الاستقرار للسلسلة LNIEX2T الأصلية..... | الجدول(1-08) |
| 72 | نتائج اختبار الاستقرار للسلسلة DLNIEX2T عند الفروقات من الدرجة الأولى..... | الجدول(1-09) |
| 73 | نتائج اختبار الاستقرار للسلسلة LNINTJ الأصلية..... | الجدول(1-10) |
| 74 | نتائج اختبار الاستقرار للسلسلة DLNINTJ عند الفروقات من الدرجة الأولى..... | الجدول(1-11) |
| 74 | نتائج اختبار الاستقرار للسلسلة LNINTT الأصلية..... | الجدول(1-12) |

| | | |
|----|--|--------------|
| 76 | نتائج اختبار الاستقرار للسلسلة DLNINTT عند الفروقات من الدرجة الأولى..... | الجدول(1-13) |
| 76 | نتائج اختبار الاستقرار للسلسلة LNSMJ الأصلية..... | الجدول(1-14) |
| 78 | نتائج اختبار الاستقرار للسلسلة DLNSMJ عند الفروقات من الدرجة الأولى..... | الجدول(1-15) |
| 78 | نتائج اختبار الاستقرار للسلسلة LNSMT الأصلية..... | الجدول(1-16) |
| 80 | نتائج اختبار الاستقرار للسلسلة DLNSMT عند الفروقات من الدرجة الأولى..... | الجدول(1-17) |
| 84 | صفوفة ارتباط مؤشر أسهم الأردن و سعر صرف الدينار الأردني ومحدداته..... | الجدول(2-01) |
| 85 | صفوفة ارتباط مؤشر أسهم تونس و سعار الدينار التونسي ومحدداته..... | الجدول(2-02) |
| 85 | نتائج اختبار علاقة السببية ما بين مؤشر أسهم الأردن وبين سعر صرف الدينار الأردني ومحدداته حسب غرانجر..... | الجدول(2-03) |
| 86 | نتائج اختبار علاقة السببية ما بين مؤشر أسهم تونس وبين سعر صرف الدينار التونسي ومحدداته حسب غرانجر..... | الجدول(2-04) |
| 87 | نتائج اختبار معامل التباطؤ لمؤشر أسهم الأردن وسعر صرف الدينار الأردني ومحدداته..... | الجدول(2-05) |
| 88 | نتائج اختبار معامل التباطؤ لمؤشر أسهم تونس وسعر صرف الدينار التونسي ومحدداته..... | الجدول(2-06) |
| 91 | نتائج اختبار علاقة السببية ما بين مؤشر أسهم الأردن وبين سعر صرف الدينار الأردني..... | الجدول(2-07) |
| 91 | نتائج اختبار علاقة السببية ما بين مؤشر أسهم الأردن وبين أسعار الفائدة | الجدول(2-08) |
| 92 | نتائج اختبار علاقة السببية ما بين مؤشر أسهم الأردن وبين عرض النقود... | الجدول(2-09) |

| | | |
|-----|--|--------------|
| 92 | نتائج اختبار علاقة السببية ما بين مؤشر أسهم تونس وبين سعر صرف الدينار التونسي..... | الجدول(2-10) |
| 93 | نتائج اختبار علاقة السببية ما بين مؤشر أسهم تونس وبين أسعار الفائدة | الجدول(2-11) |
| 93 | نتائج اختبار علاقة السببية ما بين مؤشر أسهم تونس وبين عرض النقود... | الجدول(2-12) |
| 94 | نتائج اختبار معامل التباطؤ لمؤشر أسهم الأردن وسعر صرف الدينار الأردني..... | الجدول(2-13) |
| 95 | نتائج اختبار معامل التباطؤ لمؤشر أسهم الأردن وأسعار الفائدة..... | الجدول(2-14) |
| 97 | نتائج اختبار معامل التباطؤ لمؤشر أسهم الأردن وعرض النقود..... | الجدول(2-15) |
| 98 | نتائج اختبار معامل التباطؤ لمؤشر أسهم تونس وسعر صرف الدينار التونسي..... | الجدول(2-16) |
| 99 | نتائج اختبار معامل التباطؤ لمؤشر أسهم تونس وأسعار الفائدة..... | الجدول(2-17) |
| 100 | نتائج اختبار معامل التباطؤ لمؤشر أسهم تونس وعرض النقود..... | الجدول(2-18) |

قائمة الأشكال البيانية

| <u>الصفحة</u> | <u>عنوان الشكل</u> | <u>رقم الشكل</u> |
|---------------|--|------------------|
| 55 | تطور مؤشر أسهم الأردن خلال الفترة 2001/01/01 - 2016/12/31... | الشكل(1-01) |
| 56 | التوزيع الاحتمالي لسلسلة مؤشر أسهم الأردن خلال الفترة 2001/01/01 - 2016/12/31..... | الشكل(1-02) |
| 56 | تطور مؤشر أسهم تونس خلال الفترة 2001/01/01 - 2016/12/31... | الشكل(1-03) |
| 57 | التوزيع الاحتمالي لمؤشر أسهم تونس خلال الفترة 2001/01/01 - 2016/12/31..... | الشكل(1-04) |
| 58 | تطور سعر صرف الدينار الأردني مقابل الدولار الأمريكي خلال الفترة 2001/01/01 - 2016/12/31..... | الشكل(1-05) |
| 58 | التوزيع الاحتمالي لسعر صرف الدينار الأردني مقابل الدولار الأمريكي خلال الفترة 2001/01/01 - 2016/12/31..... | الشكل(1-06) |
| 59 | تطور سعر صرف الدينار التونسي مقابل الدولار الأمريكي خلال الفترة 2001/01/01 - 2016/12/31..... | الشكل(1-07) |
| 60 | التوزيع الاحتمالي لسعر صرف الدينار التونسي مقابل الدولار الأمريكي خلال الفترة 2001/01/01 - 2016/12/31..... | الشكل(1-08) |
| 60 | تطور أسعار الفائدة للأردن خلال الفترة 2001/01/01 - 2016/12/31... | الشكل(1-09) |
| 61 | التوزيع الاحتمالي لأسعار الفائدة للأردن خلال الفترة 2001/01/01 - 2016/12/31..... | الشكل(1-10) |
| 61 | تطور أسعار الفائدة لتونس خلال الفترة 2001/01/01 - 2016/12/31... | الشكل(1-11) |
| 62 | التوزيع الاحتمالي لأسعار الفائدة لتونس خلال الفترة 2001/01/01 - 2016/12/31..... | الشكل(1-12) |
| 62 | تطور عرض النقود للأردن خلال الفترة 2001/01/01 - 2016/12/31 | الشكل(1-13) |

| | | |
|----|---|-------------|
| 63 | التوزيع الاحتمالي لعرض النقود للأردن خلال الفترة 2001/01/01 - 2016/12/31 | الشكل(1-14) |
| 63 | تطور عرض النقود لتونس خلال الفترة 2001/01/01 - 2016/12/31 .. | الشكل(1-15) |
| 64 | التوزيع الاحتمالي لعرض النقود لتونس خلال الفترة 2001/01/01 - 2016/12/31 | الشكل(1-16) |
| 65 | تطور الفروقات من الدرجة الأولى DLNINDJ لسلسلة مؤشر أسهم الأردن خلال الفترة 2001/01/01 - 2016/12/31 | الشكل(1-17) |
| 67 | تطور الفروقات من الدرجة الأولى DLNINDT لسلسلة مؤشر أسهم تونس خلال الفترة 2001/01/01 - 2016/12/31 | الشكل(1-18) |
| 69 | تطور الفروقات من الدرجة الأولى DLNIEX1J لسلسلة سعر صرف الدينار الأردني مقابل الدولار الأمريكي خلال الفترة 2001/01/01 - 2016/12/31 | الشكل(1-19) |
| 71 | تطور الفروقات من الدرجة الأولى DLNIEX2T لسلسلة سعر صرف الدينار التونسي مقابل الدولار الأمريكي خلال الفترة 2001/01/01 - 2016/12/31 | الشكل(1-20) |
| 73 | تطور الفروقات من الدرجة الأولى DLNINTJ لسلسلة أسعار الفائدة للأردن خلال الفترة 2001/01/01 - 2016/12/31 | الشكل(1-21) |
| 75 | تطور الفروقات من الدرجة الأولى DINTTND لسلسلة أسعار الفائدة لتونس خلال الفترة 2001/01/01 - 2016/12/31 | الشكل(1-22) |
| 77 | تطور الفروقات من الدرجة الأولى LNSMJ لسلسلة عرض النقود للأردن خلال الفترة 2001/01/01 - 2016/12/31 | الشكل(1-23) |
| 79 | تطور الفروقات من الدرجة الأولى DLNSMT لسلسلة عرض النقود لتونس خلال الفترة 2001/01/01 - 2016/12/31 | الشكل(1-24) |

قائمة الاختصارات والرموز

| الاختصار / الرمز | الدلالة |
|------------------|---|
| LNIND | مؤشرات الأسهم باللوغاريتم النيبيري. |
| LNIEX1 | أسعار صرف ثابتة باللوغاريتم النيبيري. |
| LNIEX2 | أسعار صرف مرنة باللوغاريتم النيبيري. |
| LNINT | أسعار الفائدة باللوغاريتم النيبيري. |
| LSM | عرض النقود باللوغاريتم النيبيري. |
| Eviews | برنامج إحصائي. |
| (1981) ADF | اختبار ديكي - فولر المطور المعتمد لدراسة الاستقرار. |
| (1988) PP | اختبار فيليبس وبيرون المعتمد لدراسة الاستقرار. |
| Ft 30 | مؤشر الأسهم الإنكليزي. |
| Ftse100 | مؤشر الأسهم الإنكليزي. |
| Cac 40 | مؤشر الأسهم الفرنسي. |
| Cma | مؤشر الأسهم المصري. |
| Bst | مؤشر الأسهم اللبناني. |
| Kse | مؤشر الأسهم الكويتي. |
| Masi | مؤشر الأسهم المغربي. |
| Msm | مؤشر الأسهم العماني. |
| Mcfci | مؤشر الأسهم السعودي. |

| | |
|--|------------|
| مؤشر الأسهم الاندونيسي. | LQ45 |
| مؤشر الأسهم الاندونيسي. | JII |
| نماذج إحصائية. | Garch/Arch |
| مؤشر الأسهم الاندونيسي. | IHSG |
| مجموعة دول مصر، السعودية، الكويت، الجزائر، تونس، المغرب وليبيا. | MENA |
| بيانات السلاسل المقطعية. | Panel |
| شعاع الانحدار الذاتي . | VAR |
| الدينار الأردني. | J |
| الدينار التونسي. | T |
| الدولار الأمريكي. | U |
| اللوغاريتم النيبيري لمؤشر أسهم الأردن. | LNINDJ |
| اللوغاريتم النيبيري لمؤشر أسهم تونس. | LNINDT |
| اللوغاريتم النيبيري لسعر صرف الأردن. | LNIEX1J |
| اللوغاريتم النيبيري لسعر صرف تونس. | LNIEX2T |
| اللوغاريتم النيبيري لأسعار الفائدة للأردن. | LNINTJ |
| اللوغاريتم النيبيري لأسعار الفائدة لتونس. | LNINTT |
| اللوغاريتم النيبيري لعرض النقود للأردن. | LNSMJ |
| اللوغاريتم النيبيري لعرض النقود لتونس. | LNSMT |
| اللوغاريتم النيبيري لمؤشر أسهم الأردن (الفروقات من الدرجة الأولى). | DLNINDJ |
| اللوغاريتم النيبيري لمؤشر أسهم تونس (الفروقات من الدرجة الأولى). | DLNINDT |

| | |
|--------------------------|--|
| DLNIEX1J | اللوغاريتم النيبيري لسعر صرف الأردن (الفروقات من الدرجة الأولى). |
| DLNIEX2T | اللوغاريتم النيبيري لسعر صرف تونس (الفروقات من الدرجة الأولى). |
| DLNINTJ | اللوغاريتم النيبيري لأسعار الفائدة للأردن (الفروقات من الدرجة الأولى). |
| DLNINTT | اللوغاريتم النيبيري لأسعار الفائدة لتونس (الفروقات من الدرجة الأولى). |
| DLNSMJ | اللوغاريتم النيبيري لعرض النقود للأردن (الفروقات من الدرجة الأولى). |
| DLNSMT | اللوغاريتم النيبيري لعرض النقود لتونس (الفروقات من الدرجة الأولى). |
| Jarque-bera | إحصائية التوزيع الطبيعي. |
| λ_{trace} | اختبار الأثر (اختبار التكامل المتزامن لجوهانسون). |
| λ_{max} | اختبار القيمة العظمى (اختبار التكامل المتزامن لجوهانسون). |
| Mackinnon | القيمة الحرجة لاختبار الاستقرار. |
| www.sa.investing.com | موقع السعودية الاستثماري. |
| www.cbj.gov.jo | موقع البنك المركزي الأردني. |
| www.bct.gov.tn | موقع البنك المركزي التونسي. |

قائمة الملاحق

| <u>الصفحة</u> | <u>عنوان الملحق</u> | <u>رقم الملحق</u> |
|---------------|--|-------------------|
| 124 | مؤشرات الأسهم، أسعار الصرف، أسعار الفائدة وعرض النقود للأردن وتونس باللوغاريتم النيبييري خلال 2001/01/01-2016/12/31..... | الملحق 1 |
| 128 | نتائج اختبار التكامل المشترك لجوهانسون لمؤشر أسهم الأردن وسعر صرف الدينار الأردني ومحدداته..... | الملحق 2-01 |
| 129 | نتائج اختبار التكامل المشترك لجوهانسون لمؤشر أسهم تونس وسعر صرف الدينار التونسي ومحدداته..... | الملحق 2-02 |
| 129 | نتائج اختبار التكامل المشترك لجوهانسون لمؤشر أسهم الأردن وسعر صرف الدينار الأردني..... | الملحق 2-03 |
| 130 | نتائج اختبار التكامل المشترك لجوهانسون لمؤشر أسهم الأردن وأسعار الفائدة..... | الملحق 2-04 |
| 130 | نتائج اختبار التكامل المشترك لجوهانسون لمؤشر أسهم الأردن وعرض النقود | الملحق 2-05 |
| 131 | نتائج اختبار التكامل المشترك لجوهانسون لمؤشر أسهم تونس وسعر صرف الدينار التونسي..... | الملحق 2-06 |
| 131 | نتائج اختبار التكامل المشترك لجوهانسون لمؤشر أسهم تونس وأسعار الفائدة | الملحق 2-07 |
| 132 | نتائج اختبار التكامل المشترك لجوهانسون لمؤشر أسهم تونس وعرض النقود | الملحق 2-08 |
| 132 | نتائج تقدير نموذج تصحيح الخطأ ما بين مؤشر أسهم الأردن وبين سعر صرف الدينار الأردني ومحدداته بإبطاء 01..... | الملحق 3-01 |
| 133 | نتائج تقدير نموذج تصحيح الخطأ ما بين مؤشر أسهم تونس وبين سعر صرف الدينار التونسي ومحدداته بإبطاء 01..... | الملحق 3-02 |
| 134 | نتائج تقدير نموذج تصحيح الخطأ ما بين مؤشر أسهم الأردن وبين سعر صرف الدينار الأردني بإبطاء 02..... | الملحق 3-03 |

| | | |
|-----|---|-------------|
| 135 | نتائج تقدير نموذج تصحيح الخطأ ما بين مؤشر أسهم الأردن و بين أسعار الفائدة بإبطاء 03..... | الملحق 3-04 |
| 137 | نتائج تقدير نموذج تصحيح الخطأ ما بين مؤشر أسهم الأردن و بين عرض النقود بإبطاء 05..... | الملحق 3-05 |

المقدمة

يعتبر استقرار سعر صرف العملة المحلية تجاه العملات الأجنبية من أهم الخطوات الملحة ضمن السياسة النقدية المعتمدة في مختلف البلدان، لتأثيره القوي على توفير بيئة الاستثمار الملائمة، وحفاظا على ديمومة الاستقرار المالي.

ولتحقيق مبتغاها تسعى معظم الدول إلى السير نحو اتباع مختلف السياسات الهادفة لضمان الاستقرار المرجو، تفاديا للأزمات الناجمة عن التقلبات الشديدة التي تمس العملات من وقت لآخر، وتشتد هذه المسألة إلحاحا في الدول العربية المتميزة بالاقتصاد غير المنفتح على العالم الخارجي، والعجز الكبير الذي يمس ميزان المدفوعات.

تعتبر مسألة اختيار نظام الصرف الأمثل مشكلة عويصة لاسيما بعد الأزمات التي هزت عملات العديد من الدول الناشئة، مما أدى لفشل أنظمتها الوسيطة وأدى بها إلى التوجه نحو نظام التعويم، مع التحري عن طبيعة هذه الأزمات والأسباب المؤدية لها.

تتأثر مؤشرات الأسهم بعدة متغيرات تؤدي لتذبذبها المستمر سواء على المحيط الداخلي المرتبط بأيدي أصحاب القرار، أو المحيط الخارجي المتمثل في التضخم وعرض النقود ومعدل الفائدة وأسعار الصرف، ولذا كان لزاما على المستثمرين في السوق المالية والمسيرين للإحاطة بشتى جوانب المتغيرات الاقتصادية الكلية، لمعرفة مدى تأثيرها على مؤشرات الأسهم سلبا وإيجابا.

وبما أن أسعار الصرف من أهم هذه المتغيرات والتي تنتج أخطارها من التقلبات في أسعار صرف العملة المحلية مقابل العملات الأجنبية، جاءت هذه الدراسة لتركز على العلاقة بين أسعار الصرف حسب النظام المتبع ومؤشرات الأسهم بالسوقين الماليين للأردن وتونس، معتمدة على أهم وسائل الاقتصاد القياسي كاختبارات الاستقرار وأسلوب التكامل المتزامن، نموذج تصحيح الخطأ واختبارات السببية لغرانجر.

01- إشكالية الدراسة :

يتطرق هذا البحث لدراسة العلاقة بين مؤشرات الأسهم بالأسواق المالية وأسعار الصرف حسب النظام المطبق، وفقا للإشكالية الرئيسية المتمثلة في:

❖ ما مدى تأثير أنظمة أسعار الصرف المطبقة على مؤشرات الأسهم - حالة الأردن وتونس خلال

الفترة 2001 - 2016 ؟

- وتندرج وفق هذه الإشكالية الرئيسية خمس إشكاليات فرعية وهي :
- ✓ ما طبيعة واتجاه العلاقة ما بين مؤشري أسهم الأردن وتونس وبين أسعار الصرف ومحدداتها؟
 - ✓ ما مدى تأثير تغيرات أسعار الصرف ومحدداتها على مؤشري أسهم الأردن وتونس؟
 - ✓ ما طبيعة واتجاه العلاقة ما بين مؤشري أسهم الأردن وتونس وبين كل من أسعار الصرف، أسعار الفائدة وعرض النقود؟
 - ✓ ما مدى تأثير سعر الصرف على مؤشري أسهم الأردن وتونس؟
 - ✓ كيف تؤثر محددات أسعار الصرف على مؤشري أسهم الأردن وتونس؟

02- فرضيات الدراسة :

- للإجابة على إشكاليات الدراسة المطروحة سابقا، تم الاعتماد على خمس فرضيات أساسية وهي:
- ✓ توجد علاقة سببية ذات اتجاهين ما بين مؤشري أسهم الأردن وتونس وبين أسعار الصرف ومحدداتها؛
 - ✓ لدينا علاقة تكامل متزامن ما بين أسعار الصرف ومحدداتها وبين مؤشري أسهم الأردن وتونس؛
 - ✓ هناك علاقة سببية ذات اتجاهين ما بين مؤشري أسهم الأردن وتونس وبين كل من أسعار الصرف، أسعار الفائدة، عرض النقود؛
 - ✓ توجد علاقة تكامل متزامن ما بين أسعار الصرف وبين مؤشري أسهم الأردن وتونس؛
 - ✓ هناك علاقة تكامل متزامن ما بين محددات أسعار الصرف وبين مؤشري أسهم الأردن وتونس.

03- مبررات اختيار الموضوع:

- تم اختيار هذا الموضوع بناء على جملة من الاعتبارات نذكر منها:
- ✓ مواصلة البحث في مجال أسعار الصرف؛
 - ✓ على اعتبار أن الدولتان المختارتان من الدول العربية المتوفرة على أسواق مالية منظمة؛
 - ✓ التباين الواضح وعدم وضوح الرؤية حول المتغيرات بالغة التأثير على مؤشرات الأسهم؛
 - ✓ طبيعة التخصص (مالية الأسواق).

04- أهمية الدراسة :

- يكتسي هذا الموضوع أهمية بالغة وذلك لعدة اعتبارات موضوعية يمكن إيجازها في النقاط التالية :
- ✓ التأثير البالغ لأنظمة أسعار الصرف على الأسواق المالية؛
 - ✓ التعرف على أهم العوامل المحددة لمؤشرات الأسهم والمؤثرة فيها؛

- ✓ التركيز على موضوع اختيار نظام أسعار الصرف الملائم ومدى تأثيره على مؤشرات الأسهم؛
- ✓ اهتمام الموضوع بالأسواق المالية المحرك الأساسي للنشاط الاقتصادي؛
- بعد التعريف بأهمية الدراسة نقوم بإبراز الأهداف الأساسية في ما يلي :

05- أهداف الدراسة:

- تهدف هذه الدراسة إلى جملة من الأهداف والتي يمكن حصر أبرزها في النقاط التالية :
- ✓ دراسة تأثير أنظمة أسعار الصرف على مؤشرات الأسهم في الأردن وتونس؛
- ✓ اختبار تفسير أسعار الصرف وفق النظام المطبق لتغيرات مؤشرات الأسهم في الأردن وتونس؛
- ✓ اختبار تفسير محددات أسعار الصرف لتغيرات مؤشرات الأسهم في الأردن وتونس؛
- ✓ الوقوف على أنظمة أسعار الصرف الملائمة ومعايير اختيارها.

06- حدود الدراسة:

تتمثل متغيرات الدراسة في مؤشري أسهم الأردن وتونس، أسعار صرف الدينار الأردني والدينار التونسي مقابل الدولار الأمريكي، أسعار الفائدة وعرض النقود، أما الحدود الزمنية فتشمل الفترة الممتدة ما بين 2001/01/01 و 2016/12/31 أي حوالي 192 مشاهدة شهرية.

وفيما يخص الحدود المكانية فتتمثل في السوقين الماليين لكل من الأردن وتونس لتوفر المعلومات المطلوبة خلال الفترة المدروسة، وقد تم استبعاد السوق المالية للجزائر لأن البيانات المتوفرة في موقعه الإلكتروني تبدأ من سنة 2008 مما يقلل من حجم فترة الدراسة، علاوة على أن هذه البيانات يومية وبيانات السوقين الماليين للأردن وتونس شهرية مما يؤدي لعدم توافق البيانات.

تقتصر الدراسة الحالية على التحقق من تأثير أسعار الصرف حسب النظام المطبق على مؤشري الأسهم للسوقين الماليين للأردن وتونس، وأسعار الفائدة وعرض النقود باعتبارهما محددان لأسعار الصرف، باستخدام أساليب وتقنيات الاقتصاد القياسي.

07- منهج الدراسة والأدوات المستخدمة فيها :

تم اعتماد المنهج المتكامل المعتمد في البحوث التطبيقية، فقمنا بانتهاج المنهج الوصفي لدراسة الأدبيات النظرية والتطبيقية، المتعلقة بدراسة العلاقة بين أسعار الصرف حسب النظام المطبق وبين مؤشري الأسهم للسوقين الماليين للأردن وتونس، والمنهج التجريبي في الدراسة التطبيقية واستخراج أهم النتائج لمناقشتها وتحليلها.

تتمثل متغيرات الدراسة في :

أولا : المتغير التابع

ويضم:

✓ مؤشرات الأسهم (LNIND): وهي تقنية تعطي نظرة أشمل على تطور أسعار السوق المالية في وقت معين، وعادة ما يكون الأساس الحسابي لمؤشر محدود يشمل عينة من القيم المتداولة التي لها تمثيل كبير للسوق محل الدراسة.

ثانيا : المتغيرات المستقلة

وتضم :

✓ أسعار الصرف: حسب نظام الصرف المتبع، والتي تنقسم بدورها إلى:

أسعار صرف ثابتة (LNIEX1) : ويتم تبعاً لها تثبيت سعر صرف العملة إما إلى عملة واحدة تتميز بالاستقرار والقوة دون إحداث تغيير إلا نادراً، أو لسلة عملات أجنبية اعتماداً على الوزن النسبي للتجارة أو لحقوق السحب الخاصة.

أسعار صرف مرنة (LNIEX2) : ويتم ترك سعر العملة ليتحدد في السوق وفقاً لقوى العرض والطلب كأية سلعة أخرى، وعليه لا تكون معرفة بعملة دولية أو بمعيار دولي كالذهب، وتتراوح بين سعر الصرف العائم مروراً بسعر الصرف المدار و انتهاءً بسعر الصرف الزاحف .

✓ أسعار الفائدة (LNINT) : وهو السعر المدفوع من طرف البنك المركزي للبنوك التجارية مقابل الإيداعات المالية.

✓ عرض النقود (LSM) : وهو الرصيد الكلي من العملات والأدوات المالية السائلة المتداولة في اقتصاد ما. بالاعتماد على المعطيات المتوفرة في الموقع الإلكتروني الاستثماري للسعودية، بالإضافة للبنك المركزي الأردني والبنك المركزي التونسي والاعتماد على البرنامج الإحصائي **Eviews**، وبإدخال اللوغاريتم النيبيري على البيانات للتوفيق بينها، حيث تمت دراسة استقرارية السلاسل بالاعتماد على الاختبارات المعتمدة ADF (1981) - PP (1988)، واستعمال أسلوب التكامل المتزامن بطريقة جوهانسون ، والتطرق لنموذج تصحيح الخطأ واختبارات السببية لغرانجر.

08- هيكلية البحث :

تم تقسيم هذا البحث إلى باين كما يلي :

الباب الأول : والخاص بالأدبيات النظرية والتطبيقية، ويضم فصلين حيث تم تناول الإطار المفاهيمي لمؤشرات الأسهم في السوق المالية وأنظمة أسعار الصرف وتناول العلاقة بينهما في الفصل الأول، كما تم تفصيل الدراسات السابقة حول مؤشرات الأسهم وأنظمة أسعار الصرف ، للتوصل لما يميز الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة في الفصل الثاني.

الباب الثاني : الخاص بالدراسة الميدانية، ويضم فصلين أيضا حيث تم تناول الطريقة المتبعة في الدراسة والأدوات الإحصائية والبرامج المستخدمة، وتناول التحليل الإحصائي ودراسة استقرارية السلاسل الزمنية في الفصل الأول، كما تم عرض أهم النتائج المستقاة من استخدام أسلوب التكامل المتزامن بطريقة جوهانسون ولنموذج تصحيح الخطأ واختبارات السببية لغرانجر، وتمت مناقشة النتائج المستخرجة في الفصل الثاني.

09- صعوبات البحث :

لقيت عملية إنجاز هذا البحث جملة من المصاعب أهمها :

- ✓ عدم التمكن من إجراء زيارة ميدانية للسوقين الماليين للأردن وتونس، للحصول على نظرة أشمل؛
- ✓ قلة الدراسات التطبيقية التي تناولت هذا الموضوع بتفصيل.

الباب الأول:

أدبيات أنظمة أسعار الصرف

ومؤشرات الأسهم

تمهيد

يتناول الباب الأول أدبيات الدراسة ويقصد بها كلا من الأدبيات النظرية والتطبيقية الخاصة بموضوع الأطروحة، ويضم فصلين حيث تم تناول الإطار المفاهيمي لمؤشرات الأسهم في السوق المالية وأنظمة أسعار الصرف والعلاقة بينهما في الفصل الأول، كما تم تقديم الدراسات السابقة باللغة العربية واللغات الأجنبية حول مؤشرات الأسهم وأنظمة أسعار الصرف، عرضاً وتقييماً للتوصل لما يميز الدراسة الحالية في الفصل الثاني.

الفصل الأول:

تأثير أنظمة أسعار الصرف على

مؤشرات الأسهم

تمهيد

تمنح مؤشرات الأسهم لمستعمليها نظرة شاملة على تطور أسعار السوق المالية في وقت معين، كما أنها تتميز بالحركية الدائمة صعودا ونزولا معبرة عن تغيرات السوق المالية من حيث الأسعار وحجم التداول... الخ. كما أنها تتأثر بعدد من المتغيرات الاقتصادية الكلية، وتعتبر أسعار الصرف من أهم هذه المتغيرات عموما. يختلف تأثير أسعار الصرف على مؤشرات الأسهم حسب النظام المطبق في بلد ما، من ثابت إلى وسيط ومرن لما لكل نظام من إيجابيات وسلبيات، حسب الظروف الاقتصادية الراهنة والمستجدات الطارئة. يهدف هذا الفصل إلى التطرق للأسواق المالية والأوراق المالية ومؤشرات الأسهم في المبحث الأول، وتناول أنظمة أسعار الصرف بشيء من التفصيل في المبحث الثاني، والإشارة لتأثير أسعار الصرف على مؤشرات الأسهم وربط العلاقة بينهما في المبحث الثالث.

المبحث الأول : مؤشرات الأسهم في السوق المالية

يتم تناول الأسواق المالية ودراسة كفاءتها في المطلب الأول، وعوامل نجاح ومعوقات الأسواق المالية العربية، أما المطلب الثاني فيخصص لأنواع الأوراق المالية المتداولة في السوق المالية من سندات وأوراق مالية مهجنة وأسهم أما المطلب الثالث فيضم مؤشرات الأسهم من كيفية بناء واستخدامات، وأهم المؤشرات العربية.

المطلب الأول : الأسواق المالية

يتشابه مفهوم السوق المالية مع كل من مفاهيم أسواق المنتجات وأسواق عوامل الإنتاج مع الإشارة لارتباطه برؤوس الأموال¹.

الفرع الأول : مدخل للأسواق المالية

يتم تناول ماهية الأسواق المالية وتقسيماتها من سوق رأس مال وسوق نقد، فالتطرق للمقومات الأساسية والمدعمة والوظائف التي تؤديها، ثم الحديث عن كفاءة الأسواق المالية ومعوقات وعوامل نجاح الأسواق المالية العربية .

أولاً: ماهية الأسواق المالية

يمكن تقديم التعريفين التاليين :

"تلك الأماكن التي يتم فيها تداول أدوات الاستثمار المالي أسهما كانت أو سندات أو غير ذلك من الأدوات بطريقة منظمة ومدروسة، لتتم عملية البيع أو الشراء معتمدة في ذلك على القوانين واللوائح والتعليمات التي تضمن سير العملية بنجاح، تحقيقاً للعائد المتوقع وتخفيفاً لدرجة المخاطرة المحتملة، من خلال توجيه المدخرات الوجهة الاستثمارية الصحيحة في الأسواق المنظمة، ضماناً لمصلحة الأطراف المتعاملة في السوق"².

"السوق المالية هي وسيلة ينتفي فيها شرط المكان، يلتقي خلالها المشترون والبائعون والوسطاء والمتعاملون الآخرون والإداريون من ذوي الاهتمامات المادية أو المهنية بالأدوات الرأسمالية والنقدية أو بالصراف الأجنبي، بغرض تداول وتوثيق وتعزيز الأصول المختلفة الحقيقية والمالية والنقدية لفترات متباينة طويلة وقصيرة، اعتماداً على قوانين وأنظمة وتعليمات وإلى حد ما عادات وتقاليد وأعراف معتمدة محلياً أو دولياً"³.

بعد هذه التعاريف يمكن تعريف السوق المالية على النحو التالي:

"السوق المالية هي المجال الذي يلتقي فيه البائعون والمشترون للأوراق المالية من خلال السماسرة لتبادل الأسهم والسندات، وفي مواقيت محددة، إذ تتحدد فيها الأسعار وفق قانون العرض والطلب، تحت إشراف هيئة السوق المالية".

¹ محمود محمد الداغر، الأسواق المالية، مؤسسات، أوراق، بورصات، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان- الأردن، 2005، ص 19.

² أحمد زكرياء صيام، مبادئ الإستثمار، الطبعة الثانية، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان- الأردن، 2003، ص 36.

³ هوشيار معروف، الاستثمارات و الأسواق المالية، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر و التوزيع، عمان- الأردن، 2003، ص 58.

ثانياً: تقسيمات الأسواق المالية

تقسم السوق المالية إلى :

سوق رأس مال طويلة ومتوسطة الأجل تتسم بارتفاع العائد والمخاطرة، وتضم بدورها الأسواق الحاضرة من سوق أولية يكون فيها بائع الورقة المالية مصدرها، وسوق ثانوية يتم فيها تداول الأوراق المصدرة سابقاً، لتتقسم بدورها إلى أسواق أوراق مالية منظمة وسوق موازية وسوق ثالثة وأخرى رابعة، كما تضم أسواق المشتقات المالية لقيامها على مبدأ اشتقاق قيمتها من قيمة الأصول المالية والتي تنقسم إلى عقود خيارات وعقود مستقبلية، وعقود آجلة ومقايضات¹.

سوق نقد تكتسي دوراً هاماً في الاقتصاد الوطني، من خلال رسم السياسة النقدية للدولة وتميز بسيولة عالية وأمان مرتفع، كما لا تتحدد بهيكل تنظيمي موحد، وتضم سوق قروض قصيرة الأجل وحدودها سنة كاملة² ، وسوق خصوم يتم فيها خصم الأوراق التجارية العادية وأذونات الخزنة.

ثالثاً: مقومات ووظائف الأسواق المالية

تقوم السوق المالية على مقومات أساسية تتمثل في تنوع الأدوات الاستثمارية وتوفير المناخ المناسب للاستثمار، إلى جانب تعدد المؤسسات المالية، ومقومات مدعمة كوجود تشريعات تحمي المستثمرين وتوفير نظم اتصال جد فعالة، وتكمن أهمية السوق المالية من خلال تمويل الاقتصاد الوطني وتطوير الهياكل الإنتاجية وتدنية الأخطار³، وتوفيرها لمصادر تمويل للمستثمرين وتنمية الادخار وتوجيهه، وربط النشاطات الاستثمارية قصيرة الأجل بالنشاطات الاستثمارية طويلة الأجل.

تؤدي السوق المالية عدة وظائف أهمها المساهمة في رسم السياستين النقدية والمالية للدولة وتحديد أسعار الأوراق المالية، بالإضافة لتوسيع مجال الاختيار لدى المدخرين وتكوين رؤوس الأموال، كما تقوم بتنظيم ومراقبة عملية إصدار الأسهم والسندات⁴.

الفرع الثاني : كفاءة الأسواق المالية

وتعني استجابة أسعار الأسهم في السوق المالية لكل معلومة جديدة، حيث تتوقف كفاءة السوق المالية على كفاءة نظام المعلومات المالي بتوفير المعلومات بطريقة موضوعية وعملية، من خلال عكس الأسعار السائدة لجميع المعلومات المتاحة.

تقوم فرضية كفاءة السوق المالية على توفر شروط لتعكس أسعار الأسهم جميع المعلومات المتاحة، وعدم حدوث أي تغير في الأسعار إلا بتوفر معلومات مبررة¹، ويتم تصنيفها إلى ثلاث مستويات تتمثل في صيغة ضعيفة

¹ رجم محمد خميس، المشتقات المالية المشتقة، أدوات مستحدثة لتغطية المخاطر أم لصناعتها، الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحكومة العالمية، جامعة سليف، 20-21 أكتوبر 2009

² حسين القاضي، دور سوق الأوراق المالية في تطوير المعلومات المحاسبية في سورية، أطروحة دكتوراه، كلية الاقتصاد، جامعة سوريا، 2000، ص 8.

³ Marie Henry Gérard, **Les marchés financiers**, Armand Colin, Paris, 1999, P P :13-15.

⁴ حسين بن هاني، الأسواق المالية، -طبيعتها، تنظيمها، أدواتها المشتقة، الطبعة الأولى، بدون دار نشر ولا بلد نشر، 2002، ص 11.

تقتضي بأن تتعلق المعلومات التي تعكسها الأسعار السوقية للأسهم بالتحركات السابقة، فهي غير مجدية للتنبؤ المستقبلي، وصيغة شبه قوية حيث تكون المعلومات المهمة متاحة للجميع في وقت واحد بدون تكلفة، وصيغة قوية لتعكس الأسعار الحالية كل المعلومات العامة والخاصة بصفة كاملة².

ولرفع كفاءة السوق المالية لابد من تشجيع الاستثمار الأجنبي، وتعزيز الدور الرقابي للسوق وتعديل الأنظمة الضريبية، والتوسع في برامج الخوصصة واستعمال الوسائل الحديثة للربط والتعاون بين الأسواق المالية³.

الفرع الثالث : الأسواق المالية العربية

لنجاح السوق المالية في أي بلد ما لابد من الإحاطة بالضمانات القانونية والتنظيمية والإدارية، ويقصد بالنجاح قيام السوق بتوفير السيولة للمستثمرين، ويشار لوجود شروط عامة تتعلق بالمحيط الاقتصادي العام الذي تتواجد فيه السوق المالية، كالأستقرار السياسي والاقتصادي ووجود نظام اقتصادي رأسمالي حر، ووجود عملة وطنية مستقرة وقوية، بالإضافة لوعي الأفراد الادخاري ووجود نظام محاسبي سليم، وشروط خاصة منها شرط الذرية القائم على مبدأ تعدد المتدخلين، ومبدأ تنوع القيم المنقولة الصادرة ومبدأ تعايش السوق الأولية والثانوية بالإضافة لشرط الشفافية، بتوفير كافة المعلومات الدقيقة في أي لحظة لجميع المستثمرين⁴، وشرط السيولة لتسهيل تسويق الأوراق المالية فيه.

أما أهم العوائق الموجودة فهناك للتنظيمية وللشريعة والهيكلية، كالعقبات التي تحول دون الربط بين الأسواق المالية العربية من قيود مالية ومعلوماتية، وقيود تتعلق بالإطار الاقتصادي من ضيق نطاق السوق وضآلة العرض والطلب⁵.

المطلب الثاني : الأوراق المالية المتداولة في الأسواق المالية

لابد من التعرض أولاً لمزايا الاستثمار في الأوراق المالية والمتمثلة أساساً في توفر درجة من الكفاءة والتنظيم، وانخفاض التكاليف الفعلية للمتاجرة، وتوفر عنصر التجانس من حيث القيمة والشروط، أما أهم العيوب فوجود الأخطار⁶.

وفيما يلي أهم الأوراق المالية المتداولة في السوق المالية :

¹ محمد مطر، إدارة الاستثمارات، الإطار النظري والتطبيقات العملية، الطبعة الخامسة، دار وائل للنشر، عمان- الأردن، 2009، ص ص 168-169.

² عصام حسين، أسواق الأوراق المالية، البورصة، الطبعة الأولى، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان- الأردن، 2008، ص 34.

³ مفتاح صالح، معاري فريدة، دراسة لواقع الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، العدد السابع، 2009/2010، ص ص 192-193.

⁴ بن عزوز عبد الرحمن، دور الوساطة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية- مع الإشارة لحالة بورصة تونس، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة منتوري قسنطينة، 2012، ص ص 59-60.

⁵ مفتاح صالح، معاري فريدة، مرجع سبق ذكره، ص ص 189-192.

⁶ سيد سليم عرفة، إدارة المخاطر الاستثمارية، الطبعة الأولى، دار الراجحة للنشر والتوزيع، عمان- الأردن، 2009، ص 53.

الفرع الأول : الأسهم

يعرف السهم بأنه "صك يثبت لصاحبه الحق في حصة شائعة في ملكية صافي أصول شركة مساهمة، أو توصية بالأسهم بحسب الأحوال، ويضمن الحق في الحصول على حصة من أرباح الشركة تناسب ما يملكه المساهم، وتكون مسؤوليته محدودة بمقدار ما يملكه"¹.

و السهم صك ملكية قابل للتداول يمكن حمله من الحصول على جزء من الأرباح غير المحددة مسبقاً، وحق الاشتراك في الجمعيات العمومية، كما أن مسؤوليته جد محدودة².

هناك عدة عوامل تؤثر على أسعار الأسهم، تتمثل في الأرباح المحققة والقيمة الدفترية للسهم، والأوضاع الاقتصادية للبلد وسعر الفائدة السائد، بالإضافة إلى الشائعات في الأسواق المالية.

كما توجد بعض الآليات المستخدمة في التأثير على أسعار أسهم الشركات، سواء باتجاه رفع أسعارها أو تخفيضها، كسياسة توزيع الأسهم المجانية وإعادة شراء الأسهم، واشتقاق الأسهم وتقسيمها³.

تختلف معايير تقسيم الأسهم، فمن حيث الشكل هناك السهم الاسمي الذي يحمل اسم صاحبه والسهم لحامله الذي يصدر بشهادة لا تحمل اسم صاحبها والسهم لأمر، أما من حيث الحقوق التي يحققها السهم فتوجد الأسهم العادية وتمتاز بأنها سبيل تمويل طويل الأجل لضمان حقوق دائني الشركات المصدرة لها، وبأنها لا تشكل عبئاً مالياً على الشركة المساهمة، أما أهم ما يعاب عليها فالمشاركة في الإدارة وإمكانية توسع قاعدة المساهمين، كما أن هناك الأسهم الممتازة والتي تشبه السندات من حيث ثبات العائد، وتشبه الأسهم في تواجدها الدائم، وأهم ما يميزها بأن فترة الاحتفاظ بها محدودة وكون العائد نسبة ثابتة من الأرباح المحققة.

أما من حيث علاقة الأسهم برأس المال توجد أسهم رأس المال وأسهم التمتع، وفيما يخص نوع الحصة المدفوعة هناك الأسهم النقدية والأسهم العينية.

الفرع الثاني: السندات والأوراق المهجنة

ويتم التطرق للسندات وأهم خصائصها المميزة لها وتقسيماتها، وللأوراق المالية المهجنة.

أولاً: السندات

يعرف السند بأنه "صك قابل للتداول يثبت لحامله الحق في المطالبة بما قدمه من دين للمقرضين مصدر السند، كما يعطيه الحق في الحصول على الفوائد المستحقة في مواعيد استحقاقها"⁴.

تمتاز السندات بخصائص أساسية كحق الحصول على فوائد سنوية ثابتة ونسبة من الأرباح استثنائية، والأولوية قبل حملة الأسهم حين استيفاء الحقوق، والاشتراك مع الدائنين عند الإفلاس.

¹ طارق عبد العال حماد، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية- مصر، 2005، ص 20.

² Jacques Lehmann –Paul, **Bourse et Marchés financiers**, 2eme édition ,dunod ,Paris,2007,P :10.

³ رفيق مزاهدية، كفاءة سوق الأوراق المالية و دورها في تخصيص الاستثمارات- دراسة حالة سوق الأسهم السعودية، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة باتنة، 2007، ص ص 22-23.

⁴ طاهر حردان، أساسيات الاستثمار، الطبعة الأولى، دار المستقبل ودار البداية، عمان- الأردن، 2009، ص 110..

وتنقسم السندات حسب القيمة التي تصدر بها إلى سندات تباع بالقيمة الاسمية وسندات تباع بقيمة جارية أعلى من القيمة الاسمية، وسندات تباع بقيمة جارية أقل من القيمة الاسمية، وحسب جهة الإصدار إلى سندات الشركة وسندات على الدولة والسندات الدولية، ومن حيث آجال الاستحقاق هناك السندات قصيرة الأجل والسندات متوسطة الأجل والسندات طويلة الأجل، أما من حيث العوائد فتوجد سندات ذات عائد ثابت وسندات ذات عائد متغير، ومن حيث العملة التي تحرر بها السندات هناك سندات تحرر بالعملة الوطنية وسندات تحرر بالعملة الأجنبية، وبحسب الضمان توجد السندات المضمونة والسندات غير المضمونة¹.

ثانياً: الأوراق المالية المهجنة

أما الأوراق المالية المهجنة فتضم عقود الاختيار والعقود المستقبلية وعقود المبادلة لحماية المستثمر من أخطار التغير في السعر²، والأوراق المالية القابلة للتحويل أي السندات والأسهم الممتازة التي يمكن تحويلها إلى أسهم عادية³، وصكوك الشراء اللاحقة التي تضمن حق الشراء لعدد محدد من أسهم الشركة في تاريخ لاحق وبسعر محدد سابقاً.

الفرع الثالث : مفاهيم أساسية عن تحليل الأسهم

يؤدي تحليل الأسهم دوراً مهماً في توفير معلومات تساعد في الحصول على إجابات حول الاتجاه المتوقع لحركة سعر السهم، وعلاقته بتقلب أسعار الفائدة، وحول التوقيت المناسب لشراء السهم وبيعه، والسعر الأنسب والعائد المتوقع على الاستثمار⁴، لاتخاذ القرار الأمثل للمستثمرين في الأوراق المالية من خلال تقدير أخطار المحفظة وعوائدها⁵ والتعرف على الأسهم ذات الخلل السعري.

ويوجد نوعان من التحليل وهما :

أولاً: التحليل الأساسي

إذ يستخدم للتنبؤ بمبيعات كل القطاعات الصناعية لاختيار الأسهم الملائمة من كل قطاع، وتدعى هذه الطريقة مدخل التنبؤ من أعلى إلى أسفل، أما المدخل الثاني فهو التحليل من أسفل إلى أعلى بالتنبؤ بأرباح كل شركة داخل القطاعات الصناعية للتركيز على الأسهم الأفضل⁶.

¹ ضياء مجيد، البورصات - أسواق رأس المال - الأسهم والسندات، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية - مصر، 2008، ص 33-36.

² عبد الغفار حنفي، ربحية قريبا قص، أسواق المال، بنوك تجارية - شركات تامين، شركات استثمار، الدار الجامعية، الإسكندرية - مصر، 2000، ص 259.

³ منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، دار منشأة المعارف، الإسكندرية - مصر، 1998، ص 33-35.

⁴ محمد مطر، مرجع سبق ذكره، ص 253.

⁵ محمد الحناوي، جمال فريد مصطفى، مبادئ وأساسيات الاستثمار، قسم إدارة الأعمال - مصر، بدون بلد نشر، 2005، ص 85.

⁶ محمد صالح جابر، الاستثمار بالأسهم والسندات وإدارة المحافظ الاستثمارية، الطبعة الثالثة، دار واقل للنشر، عمان - الأردن، 2005، ص 127-128.

ثانيا: التحليل الفني

ويهتم بدراسة الأشكال المختلفة للأسعار من خلال الخرائط والرسوم البيانية، فيتتبع حركة أسعار الأسهم في الماضي لاكتشاف سير حركتها مستقبلا، لتحديد الوقت السليم لقرار الاستثمار والتنبؤ¹، ومن أهم أدواته خريطة النقطة والشكل وخرائط الأعمدة وخريطة المتوسط المتحرك.

المطلب الثالث : مؤشرات الأسهم

يقيس المؤشر مستوى الأسعار في السوق، ويكون مؤشر يقيس حالة السوق بالنسبة لصناعة معينة كمؤشر داوجونز لصناعة النقل، أو مؤشر يقيس حالة السوق بصفة عامة كمؤشر داوجونز.

الفرع الأول: تعريف مؤشر السهم

هو "قيمة رقمية تقيس التغيرات الحاصلة في السوق المالية من حيث الأسعار وحجم التداول، وتقوم على عينة من أسهم السوق، فيتم تحديد قيمة الأساس ثم يتم بعد ذلك المقارنة عند أي فترة زمنية، وهو يعتبر مقياسا شاملا يقيس الاتجاه العام لتحركات أسعار الأسهم"². ويكون المؤشر جيدا عندما يعطي فكرة عن الاتجاه العام للسوق ولوضع الاقتصاد ككل، وليس لورقة مالية على حدى.

ومن أهم المؤشرات المعروفة يوجد كلا من مؤشر داوجونز لمتوسط الصناعة ومؤشر ستاندر آندبور في الولايات المتحدة الأمريكية، ويوجد كلا من Ft 30 و Ft 100 في إنكلترا، ومؤشر Cac 40 في فرنسا، أما بالنسبة للأسواق العربية فهناك مؤشر مصر Cma ، ومؤشر الكويت Kse ومؤشر المغرب Masi، ومؤشر لبنان Bst ومؤشر عمان Msm، ومؤشر السعودية Mcfei³.

الفرع الثاني : كيفية بناء المؤشرات وأهم الاستخدامات الأساسية لها

يتم التطرق للأسس التي تقوم عليها المؤشرات، وأهم الاستخدامات بالإضافة لأهمية المؤشرات.

أولا: كيفية بناء المؤشرات

تقوم المؤشرات على ثلاثة أسس أهمها ملائمة العينة وتعني الحجم والاتساع والمصدر، والأوزان النسبية لمفردات العينة ويقصد بها القيمة النسبية لكل سهم من أسهم العينة، إذ يتم التمييز بين الوزن على أساس القيمة حيث تحسب القيمة المطلقة للمؤشر بجمع القيم السوقية لكل المؤسسات الممثلة في المؤشر، والوزن على أساس السعر ويقصد بالقيمة المطلقة للمؤشر مجموع أسعار الأسهم المكونة للمؤشر، والوزن على أساس تساوي الأوزان

¹ محمد صالح الحناوي، نihal فريد مصطفى، جلال العبد، تقييم الأسهم والسندات -مدخل الهندسة المالية، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية- مصر، 2007، ص 91-93.

² بن اعمر بن حاسين، فعالية الأسواق المالية في الدول الناشئة - دراسة قياسية، أطروحة دكتوراه دولة غير منشورة كلية العلوم الاقتصادية، جامعة تلمسان، 2013، ص 64.

³ عصام حسين، أسواق الأوراق المالية، الورصة، مرجع سبق ذكره، ص 51.

أي إعطاء نفس القيمة النسبية لكل سهم، وأخيراً طريقة رياضية واضحة لحساب المؤشر على أساس المتوسط الحسابي أو المتوسط الهندسي أو على أساس الأرقام القياسية¹.

ثانياً: أهم استخدامات المؤشرات

تستعمل المؤشرات لتقدير مخاطر المحفظة الاستثمارية ولتقييم معدل عائدها، كما تشير إلى حالة السوق والحالة الاقتصادية ككل، والتنبؤ بوضعية السوق المستقبلية والحكم على أداء المدراء.

الفرع الثالث : أهمية مؤشرات الأسهم

يمكن مؤشر الأسهم من التعرف على ما يجري داخل السوق المالية، ويمكن حصر أهميته في الحكم على أداء المديرين المحترفين، فالمنتظر من المحافظ الاستثمارية التي يقوم بإدارتها مديرون محترفون أن يفوق معدل العائد عليها العائد الذي يقدمه المؤشر وهو بذلك مقياس لأداء المستثمر المحترف، ومتابعة أداء المحفظة الاستثمارية إذ يتمكن المستثمر من المقارنة بين العائد على المحفظة الاستثمارية وبين العائد السوقي الذي يقيسه المؤشر، وإذا رغب في الأداء بصورة تتفق مع أداء السوق يمكن أن يكون محفظة استثمارات كالتالي يتم على أساسها حساب المؤشر، والتنبؤ بحركة أسعار الأسهم إذ يمكن التوصل إلى نمط التغيرات التي تطرأ على مؤشرات قياس حركة السوق، من خلال التحليل التاريخي لتلك التغيرات باستخدام تحليل السلاسل الزمنية والتنبؤ بالتطورات المتوقعة لحركة السوق في المستقبل، وتقدير مخاطر المحفظة ومعامل الأخطار المنتظمة².

المبحث الثاني: الإطار المفاهيمي لأنظمة أسعار الصرف

يتم الحديث في هذا المبحث عن مراحل تطور النظام النقدي الدولي كمدخل في المطلب الأول، ثم التطرق لأسعار الصرف في أسواق الصرف الأجنبي ولظريات وسياسات وأنظمة أسعار الصرف الأجنبي في المطلب الثاني.

المطلب الأول: النظام النقدي الدولي

يتناول هذا المطلب تقديم أسعار الصرف بعرض مفهوم النظام النقدي الدولي ومحاولات إصلاحه.

الفرع الأول : مدخل لأنظمة النقدية الدولية

بداية بإعطاء مفاهيم عن النظام النقدي الدولي، والتطور التاريخي لأنظمة النقدية.

¹ غازي فلاح المومي، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان- الأردن، 2009، ص 289-298.

² بلجيبة سمية، اثر التضخم على عوائد الأسهم -دراسة تطبيقية لأسهم مجموعة من الشركات المسعرة في بورصة عمان للفترة (1996-2006)، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة قسنطينة، 2010، ص 49.

أولاً: مفاهيم عن النظام النقدي الدولي

يعرف النظام النقدي بأنه "مجموعة القواعد والتنظيمات والسياسات النقدية التي تتبعها كل دولة في المجال النقدي"¹.

حيث يتم الفصل بين النظام النقدي المحلي الذي يعرف بأنه "مجموعة القواعد والإجراءات التي يقرها مجتمع ما بهدف إصدار النقود والمحافظة على قيمتها التبادلية، وسحبها من التداول عند الضرورة".

وبين النظام النقدي الدولي الذي يعرف "مجموعة العلاقات النقدية الدولية المنبثقة عن التجارب العملية والاتفاقيات والأعراف الدولية التي يتواجد في ظلها وسيلة أو وسائل دفع تقبل في تسوية الحسابات الدولية"². كما يعرف النظام النقدي الدولي بأنه " مجموعة القواعد الهادفة لتسيير ورقابة وإصدار النقود الدولية"³.

ثانياً: التطور التاريخي للأنظمة النقدية

وفيما يلي استعراض التطور التاريخي للأنظمة النقدية حيث ترتبط بفكرة تحديد سعر الصرف ومدى قابليته للتحويل:

نظام النقد المعدني ويضم نظام المعدن الواحد، إذ يعتبر وزن معين من الذهب قيمة وحدة التحاسب الأساسية، ولقد اتخذ نظام الذهب شكل نظام المسكوكات الذهبية القائم على وجود علاقة بين الوحدة النقدية الأساسية وبين الذهب، مع وجود عملات مساعدة مصنوعة من النحاس والبرونز، والذي ظهر بسبب سوء توزيع الذهب بين الدول بعد الحرب العالمية الأولى ولمكافحة المضاربة، يقوم على العلاقة الثابتة بين وحدة النقد الأساسية وبين الذهب مع إمكانية الصرف بالذهب وفق حدود معينة، وبسبب العجز عن منع كبار المتعاملين من محاولة اكتناز الذهب تم تركيز الاحتياطي الذهبي في يد البنوك المركزية لإحكام الرقابة، حيث لا تتحدد وحدة النقد الأساسية لدولة ما مباشرة بالذهب وإنما بطريق غير مباشر بارتباطها بنسبة ثابتة مع وحدة النقد الأساسية لدولة أخرى تسيير على نظام الذهب⁴، غير أن ما يعاب عليه هو تعرض الدولة ذات العملة التابعة للأزمات الاقتصادية التي تتعرض لها الدولة ذات العملة المتبوعة ونظام المعدنين ويوجد في ظلها نوعان من النقود القانونية، إحداها ذهبية والأخرى فضية، فتضع الحكومة نسبة قانونية ثابتة بين المعدنين، وفق شروط تضمن بقاء العلاقة ثابتة بين قيمة الوحدة الثابتة وقيمة كل من المعدنين، ويذكر بأن أهم عامل في استمرار تداول المعدنين معا هو تعادل النسبة بين قيمتهما القانونية والسوقية.

¹ أحمد عبد المنعم عفو، أحمد فريد مصطفى، سهير محمد السيد حسين، السياسات النقدية والبعد الدولي لليورو، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية- مصر ، 2000 ، ص 5.

² نعمة الله نجيب، محمود يونس، عبد النعم مبارك، مقدمة في إقتصاديات النقود و الصيرفة و السياسات النقدية، الدار الجامعية، الإسكندرية- مصر ، 2001 ، ص ص 29- 43.

³ J.Peyrard , Risque de Change et Gestion de Lentreprise ,Vuibert, Paris-France, 1995, P :16

⁴ محمود يونس، عبد النعم مبارك ، النقود وأعمال البنوك والأسواق المالية، الدار الجامعية ، الإسكندرية - مصر، 2002-2003، ص 53.

نظام النقد الورقي الإلزامي ويتميز بتدخل القانون لإجبار الأفراد على قبول الشهادات الورقية التي تصدرها البنوك بمجرد انتشار التعامل بها، ومع مضي الوقت أوقف تحويل هذه الأوراق إلى ذهب.

أما بالنسبة للنظام النقدي الدولي فينقسم إلى:

نظام الذهب الدولي حيث ترتبط به عدة دول، وفي ظل هذا الأخير فإن عملات الدول المرتبطة بالذهب تعتبر عملات دولية مقبولة دولياً، مما ينجر عنه تسوية الحسابات الدولية باستخدام الذهب، وعلى ضوء ما سبق فإنه يحقق استقرار أسعار الصرف وثبات مستويات الأسعار في الدول المختلفة، وتوطيد الثقة في النظام الدولي، ولقد واجه نظام الذهب الدولي عدة مشاكل منذ قيام الحرب العالمية الأولى لفقدان المرونة اللازمة في العرض النقدي للذهب، وتزايد الطلب عليه بسبب تمويل نفقات الحرب، فحاولت الدول الكبرى الرجوع إلى نظام السبائك الذهبية أو نظام الصرف بالذهب، غير أن هذه المحاولة باءت بالفشل¹.

ونظام بريتون وودز الذي قام على أساس تحديد أسعار صرف رسمية للعملات على أساس الذهب أو الدولار الأمريكي، مع كون الاحتياطات الرسمية مكونة من هذين الأخيرين، وإتباع نظام الصرف بالذهب بتثبيت سعر الدولار الأمريكي بالذهب مع قابلية تحويله، مع التمييز بين مرحلة الاستقرار النسبي للنظام الممتدة من 1946 حتى نهاية الخمسينات، ومرحلة تصدع وانحيار النظام التي تمتد من عام 1960 إلى عام 1971، فبروز قوى اقتصادية عالمية كبرى مثل ألمانيا واليابان وظهور عملات منافسة، ظهرت أزمة الثقة في الدولار وارتفعت أسعار الذهب².

الفرع الثاني : محاولات إصلاح النظام النقدي الدولي

وكانت كمامح رئيسية للنظام النقدي الدولي للصرف الموعوم، ولقد تباينت الآراء في تحديد طبيعة النظام النقدي الدولي القائم، فقد ذهب بعضهم إلى أنه نظام جديد قائم بذاته، بينما يعتبره آخرون امتداداً لمؤتمر بريتون وودز لبقاء حل القوانين ثابتة.

بدءاً باتفاق سميث سونيان والذي كان نتيجة الاضطراب والفوضى العارمة، التي سادت أسواق الصرف الأجنبي خاصة النامية منها، فهدف إلى إعادة الاستقرار النسبي عن طريق إلغاء فرض ضريبة الواردات الأمريكية ورفع نسبة سعر الذهب بدلالة الدولار، والاعتماد على نظام سعر الصرف القائم المدار لتفادي التقلبات الحادة، وتم بذلك الاستغناء عن أسعار الصرف الثابتة التي جسدها نظام بريتون، وسرعان ما تصدع اتفاق سميث حيث لم يسجل أي تحسن على استقرار أسعار الصرف بين العملات، فلم يتخذ القرارات المناسبة فيما يتعلق بخفض قيمة الدولار الأمريكي ورفع قيمة العملات الرئيسية الأخرى.

¹ محمود يونس، عبد النعم مبارك، النقود وأعمال البنوك والأسواق المالية، مرجع سبق ذكره، ص ص 62-67.

² نعمة الله نجيب، محمود يونس، عبد النعم مبارك، مقدمة في إقتصاديات النقود و الصيرفة و السياسات النقدية، مرجع سبق ذكره، ص ص 51-60.

وكخطوة موائية ظهرت اتفاقية جمايكا والتي اعتبرت تقنيا للأمر الواقع، إذ أصبح مسموحا بتحديد أسعار الصرف وفقا لنظام حرية سعر الصرف أو نظام التعويم، سواء كان تعويما فرديا أو جماعيا، وخروج الذهب رسميا من إطار نظام النقد الدولي، حيث أصبح للبنوك المركزية الحق في استخدام احتياطياتها الذهبية على النحو الذي تريد، متبوعة باقتراح إصلاح في نظام الحصص الحالي لصندوق النقد الدولي، بحيث يسحب جزء من حصص الدول ذات التمثيل المرتفع إلى التي تمتلك حصصا أقل، وبصفة خاصة الدول الناشئة والنامية بالحرص على التمثيل المناسب، وبشكل عام تعد هذه التطورات استجابة للمطالبات طويلة المدى لإصلاح نظام صندوق النقد الدولي وزيادة درجة مصداقيته¹.

المطلب الثاني: سعر الصرف في سوق الصرف الأجنبي

يتم تناول مفاهيم أساسية عن سوق وأسعار الصرف الأجنبي، سياسات ونظريات وأنظمة أسعار الصرف.

الفرع الأول : مفاهيم أساسية عن سوق الصرف الأجنبي

بالحديث عن تعريف سوق الصرف الأجنبي وأهم تصنيفاته، وعن أوضاع المتدخلين فيه وكيفية التدخل في سوق الصرف الأجنبي.

أولاً: تعريف سوق الصرف الأجنبي

يعرف سوق الصرف الأجنبي بأنه "السوق الذي تنفذ فيه عمليات شراء وبيع العملات الأجنبية، ولا يوجد مكان لهذه الأسواق ففي العادة تتم العمليات بين البنوك بواسطة أجهزة تداول إلكترونية أو معلوماتية، مرتبطة فيما بينها عن طريق شبكات اتصال أو أرقام صناعية"².

كما يعرف بأنه "الإطار التنظيمي الذي يقوم فيه الأفراد والشركات بتبادل العملات من خلال العرض والطلب"³.

ويضم سوق الصرف الأجنبي مختلف أسواق العملة، كما يعتبر من أكثر الأسواق إتخادا في العالم، حيث يقوم بالتغطية ضد المخاطر ومنح الائتمان ونقل القوة الشرائية من دولة لأخرى⁴.

ثانياً: تصنيفات سوق الصرف الأجنبي

يصنف سوق الصرف إلى سوق صرف عاجل والتي تعكس جميع القوى الاقتصادية التي تؤثر في النقد خلال وقت محدد، ويمتاز بوجود أسلوبين للتسعير، حيث يتم التعبير عن عدد الوحدات النقدية اللازمة للحصول

¹ جعفري عمار، إشكالية اختيار نظام الصرف الملائم في ظل التوجه الحديث لأنظمة الصرف الدولية- دراسة حالة نظام سعر الصرف في الجزائر (1990-2010)، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة بسكرة، 2013، ص 9-15.

² عبد المجيد قدي، المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية، الطبعة الثالثة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2006، ص 108.

³ G.Gardinieau et G. Portier, **Comment Comprendre et mieux utiliser les Change**, Dunod, Paris-France, 1987, P :05.

⁴ بسام الحجار، نظام النقد العالمي وأسعار الصرف، الطبعة الأولى، دار المنهل اللبناني، لبنان، 2009، ص 98.

على وحدة نقد أجنبية وهو ما يسمى التسعير بشكل مبهم، والتعبير عن وحدة نقدية وطنية بالعملة الأجنبية أي ما يدعى التسعير بشكل واضح، وإلى سوق صرف آجل حيث تجرى عمليات شراء وبيع العملات الأجنبية بعد الاتفاق على التسديد بعد أكثر من يومي عمل، وإلى سوق مقايضة العملات وهو امتداد للسوق الآجل، والمقايضة هنا عبارة عن توفير إمكانية شراء وبيع عملة مقابل أخرى في الآن ذاته، مع اختلاف مواقيت الدفع وعدم تحمل مخاطر الصرف¹.

ثالثاً: أوضاع المتعاملين وكيفية التدخل في سوق الصرف الأجنبي

كما يأخذ المتعاملون في سوق الصرف الأجنبي الوضع القصير، عندما يكون ما تم بيعه من طرف البائع من عملة معينة أكثر مما تم شراؤه من نفس العملة، والوضع الطويل عندما يكون ما تم شراؤه من طرف المشتري من عملة معينة أكثر مما تم بيعه من نفس العملة، والوضع المتوازن عندما تكون مشتريات ومبيعات المتعامل من أية عملة في نهاية كل يوم عمل متساوية، ونشير إلى أنه عند تناول أوضاع المتعاملين لابد من التطرق للأجل الذي تم على أساسه البيع والشراء، فعندما تتم عملية البيع والشراء في أجلين مختلفين تظهر بعض المخاطر لتطفو الفجوة الموجبة عندما يكون أجل شراء المبلغ أقصر من أجل البيع لنفس المبلغ، وتطفو الفجوة السالبة عندما يكون أجل بيع المبلغ أقصر من أجل الشراء لنفس المبلغ².

ويتدخل في سوق الصرف الأجنبي كل من البنك المركزي بواسطة عمليات السوق المفتوحة على العملات الأجنبية، فيقوم بحماية مركز العملة المحلية أو العملات، والبنوك التجارية والمؤسسات المالية من خلال القيام بتنفيذ أوامر زبائنها ولحسابها الخاص، وسماسة الصرف حيث تتمثل مهمتهم في تجميع أوامر الشراء أو البيع للعملات الصعبة لصالح البنوك أو المتعاملين الآخرين، وصناديق التحوط ونقصه به خفض عدم التيقن بالأسعار المستقبلية للسوق، بالإضافة للشركات والأشخاص المستثمرين³.

الفرع الثاني : مفاهيم أساسية عن سعر الصرف الأجنبي

بالتطرق لتعريف وتصنيفات سعر الصرف الأجنبي أولاً، فمحدداته ثانياً.

أولاً: تعريف وتصنيفات سعر الصرف الأجنبي

يعرف بأنه "عدد الوحدات النقدية الذي تبدل به وحدة من العملة المحلية إلى أخرى أجنبية"، فهو أداة الربط بين الاقتصاد المحلي وباقي الاقتصاديات العالمية.

ويمكن التمييز بين سعر الصرف الاسمي تعبيراً عن مقياس لقيمة عملة إحدى البلدان المتبادلة بقيمة عملة بلد آخر، من خلال الطلب والعرض عليها في سوق الصرف في زمن ما، وينقسم إلى سعر صرف رسمي وسعر

¹ عبد المجيد قادي، المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية، مرجع سبق ذكره، ص ص 111-114.

² موسى سعيد مطر، شقيري نوري موسى، ياسر المومني، التمويل الدولي، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان - الأردن، 2008، ص ص 83-85.

³ بسام الحجار، نظام النقد العالمي وأسعار الصرف، مرجع سبق ذكره، ص ص 104-105.

الفصل الأول..... تأثير أنظمة أسعار الصرف على مؤشرات الأسهم

صرف موازي،¹ وبين سعر الصرف الحقيقي ويمثل الوحدات من السلع الأجنبية اللازمة لشراء وحدة واحدة من السلع المحلية، كما يعبر عن مدى تغير القدرة الشرائية المرجحة للعملة نسبة إلى فترة الأساس²، وبين سعر الصرف الفعلي وينقسم إلى سعر الصرف الفعلي الاسمي وهو المؤشر الذي يقيس متوسط التغير في سعر صرف عملة ما بالنسبة لعملات أخرى خلال فترة زمنية، بالإضافة لسعر الصرف الفعلي الحقيقي الذي تم تصميمه لقياس التغيرات في التكاليف في بلد ما، أو الأسعار التنافسية في الأسواق العالمية، إذ يبدأ بسعر الصرف الفعلي الاسمي ثم يعدل مراعاة للتضخم³، ولإعطائه دلالة أكثر على تنافسية البلد تجاه الخارج، يصحح بإزالة أثر تغيرات الأسعار النسبية، ونلفت الانتباه إلى وجود كل من سعر الصرف الفعلي الثنائي ويمثل معدل يعكس أثر التدابير الحكومية التي لها علاقة بالمعاملات الدولية، وسعر الصرف المتعدد الأطراف والذي يأخذ بعين الاعتبار مدى أهمية البلدان الشريكة في التجارة الدولية⁴.

كما يميز بين أسعار الصرف البيئية حيث يحتسب سعر الصرف بين عملتين على أساس علاقة كل منهما بعملة ثالثة، ولإعطائه دقة أكثر يستخدم حدي سعر الصرف، وهما حد الشراء وحد البيع، بقسمة سعر صرف البيع على سعر صرف الشراء والعكس⁵، وأسعار الصرف الآجلة وهي متوسط سعر الصرف الحاضر المتوقع⁶، وأسعار الصرف الحاضرة وهي عبارة عن سعر الصرف في السوق بناء على حجم الطلب والعرض.

ثانياً: محددات سعر الصرف الأجنبي

تتحدد أسعار صرف العملات الأجنبية بحالة ميزان المدفوعات، فعندما يكون رصيده موجبا يعني زيادة الطلب على عملة هذه الدولة وبالتالي ارتفاع قيمتها الخارجية، وبسعر الخصم إذ يؤدي رفعه إلى جذب رؤوس الأموال الأجنبية للاستثمار، للحصول على إيرادات أعلى، مما ينتج عنه زيادة في الطلب على العملة وارتفاع قيمتها، وبكمية النقود مع الإشارة بأن زيادتها مع بقاء العوامل الأخرى ثابتة تؤدي إلى ارتفاع مستوى الأسعار، مما يجعل سلع الدولة أقل منافسة فتؤدي لزيادة الواردات وقلة الصادرات، فيزداد الطلب على عملات الدول الأخرى، مما يؤدي لارتفاع أسعار صرف العملات الأجنبية وأخيرا يتحدد سعر الصرف بين عملتين بواسطة القوة الشرائية لكل عملة⁷.

¹ مروان عطون، الأسواق النقدية والمالية، البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال، الجزء الثاني، الطبعة الأولى، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2005، ص 75.

² Peyrard Josette, Risque de Change, Librairie Vuibert, Paris- France, 1986, P:70.

³ M.Robert DUNN, H.John MUITTI, International Economies, 13^{eme} Edition, Cenagge Learning, United States of America, 2008, P:350.

⁴ محمود حميدات، مدخل للتحليل النقدي، الطبعة الثالثة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2005، ص 75.

⁵ بسام الحجار، نظام النقد العالمي وأسعار الصرف، مرجع سبق ذكره، ص ص 139-148.

⁶ سي بول هالوود، رونالد ماكد ونالد تعريب محمود حسن حسيني ومراجعة ونيس فرج عبد العال، النقد والتمويل الدولي، دار المريخ، الرياض، 2007، ص ص 383-388.

⁷ مروان عطون، أسعار صرف العملات، دار الهدى، الجزائر، بدون سنة نشر، ص ص 78-81.

الفرع الثالث: سياسات ونظريات سعر الصرف الأجنبي

بتناول مختلف سياسات سعر الصرف الأجنبي ، فالنظريات المفسرة له .

أولاً: سياسات سعر الصرف الأجنبي

ومن أهم سياسات سعر الصرف الأجنبي تخفيض ورفع قيمة العملة، وتعتبر الأولى من أهم سمات النظام النقدي الدولي الحالي، غير أنها تؤدي لعدم الاستقرار في العلاقات النقدية الدولية، ويتوقف مقدار نجاحها في التأثير إيجابياً على ميزان المدفوعات، على مستوى مرونة الصادرات والواردات، والتأثير على معدل التضخم بالارتفاع في أغلب الحالات.

وعند انتشار احتمال تخفيض عملة ما فإن رؤوس الأموال القصيرة الأجل من هذه العملة سوف تتجه للإبدال بالعملات الأخرى، لتفادي خسارة التخفيض، وعلى العكس، فإن رفعها يضر بمصالح القطاعات التصديرية في الاقتصاد، لأنه يؤدي إلى انخفاض ما يحصل عليه المصدرون بالعملة الوطنية مقارنة مع عائداًهم قبل إعادة التقويم، متناسبة مع مصالح المستوردين، أما بخصوص العوامل المؤثرة في تقلبات أسعار الصرف الأجنبي فهناك الانتقال من نظام التثبيت إلى نظام التعويم لأسعار الصرف، والتفاوت في أسعار الفائدة مما يدفع برؤوس الأموال نحو البلدان التي ترتفع فيها هذه الأسعار، فيرتفع الطلب على عملاتها الأجنبية، والمضاربون في الأسواق المالية إذ يطمحون لرفع أسعار الصرف وفقاً لتصوراتهم الشخصية، وهناك التفاوت في أرباح الاستثمارات والتسهيلات الضريبية التي تسهم في جذب رؤوس الأموال¹.

ثانياً: النظريات المفسرة لسعر الصرف الأجنبي

وبخصوص النظريات المفسرة لسعر الصرف الأجنبي توجد نظرية تعادل أسعار الفائدة، ومن خلالها لا يحصل المستثمرون على معدلات مردودية مرتفعة في الخارج عن تلك المحققة في السوق المحلي، لأن الفارق بين معدلات الفائدة يعوض من خلال سعر الصرف الآني وسعر الصرف الآجل، وتقوم بربط الأسواق النقدية الوطنية بأسواق الصرف الأجنبي، كما أن هناك نظرية كفاءة السوق، حيث يتفق على أنه في السوق الكفاء تجدد كل المعلومات الجديدة تأثيرها الآني على أسعار الصرف الآنية والآجلة، فتكون تغيرات أسعار الصرف عشوائية، ونظرية الأرصدة التي تبنى على اعتبار أن القيمة الخارجية للعملة ترتبط بما يطرأ على أرصدة ميزان المدفوعات من تغيير، فإذا حقق فائضا ما معناه زيادة الطلب على العملة الوطنية مما يؤدي إلى ارتفاع قيمتها الخارجية والعكس صحيح.

ونظرية تعادل القدرة الشرائية حيث يكون سعر الصرف حسبها هو السعر النسبي بين عملتين، الذي يعكس في حالة التوازن القدرة الشرائية النسبية لهاتين العملتين في أسواق السلع، ويتوقف نجاح نظرية تعادل القدرة الشرائية على حرية التجارة الدولية وحرية تحويل النقود من دولة إلى أخرى²، وتأخذ صيغتين أولاهما الصيغة المطلقة،

¹ هوشيار معروف، تحليل الاقتصاد الكلي، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر و التوزيع، عمان- الأردن، 2005، ص ص 307-310.

² عبد المجيد قدي، المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية، مرجع سبق ذكره ، ص ص 115-120.

حيث إن كل وحدة نقدية من العملة المحلية تسمح بالحصول على كميات من السلع والخدمات نفسها المتحصل عليها بالخارج بعد تحويل العملة المحلية¹، وثانيهما الصيغة النسبية وتتعلق بما يحدث من تغيير في سعر صرف التوازن من لحظة لأخرى، حيث أن سعر التوازن يتحقق عند تساوي معدل التغيير في النسبة بين الأسعار²، كما يوجد نموذج ماندل - فلمنج حيث يميز بين توازن الحساب الجاري وتوازن حساب رأس المال في إطار ميزان المدفوعات، والشكل الأساسي له عبارة عن نموذج لاقتصاد صغير مفتوح يواجه سعر فائدة عالمي، وعرض واردات مرنة كليا عند سعر محدد مقوم بالعملة الأجنبية، حيث أن صيغته الأساسية الخاصة بانتقال رأس المال تتضمن عدم وجود تأثير للسياسة النقدية على الناتج في ظل أسعار الصرف الثابتة، إلا أن تأثيرها قوي في ظل أسعار الصرف المرنة، وعلى العكس فتأثير السياسة المالية على الناتج يكون قويا في ظل أسعار الصرف الثابتة، غير أنه ينعدم في ظل أسعار الصرف المرنة³.

الفرع الرابع: أنظمة أسعار الصرف الأجنبي

تختلف أنظمة الصرف المتبعة، إذ يلاحظ بأن عدد الدول التي تثبت عملاتها يفوق بكثير عدد الدول المعمومة لها، مع أن معظم العمليات التجارية تتم بين كبار الدول ذات العملات المعمومة⁴. وتنقسم إلى أنظمة صرف ثابتة تأخذ عدة أنواع، منها التثبيت التقليدي ويضم الربط بعملة أخرى، حيث يتم ربط العملة المحلية بعملة بلد آخر ويتم تعديل قيمة العملة دوريا في حالة حدوث خلل ما، ومنها الربط بسلة من العملات فيتم ربط العملة المحلية بهذه السلة على أساس كثافة التجارة البينية مع تلك الدول، ويمكن أن يكون الربط نسبة إلى حقوق السحب الخاصة التي يصدرها صندوق النقد الدولي⁵، ومنها أنظمة الربط المحكم والتي تشمل بدورها الدولار حيث تستخدم فيها العملة الأجنبية في التداول إضافة إلى العملة المحلية المتداولة، وتكون السياسة النقدية تبعا للبلد الأجنبي المستخدمة عملته، ومجالس العملة التي تستند إلى التزام تشريعي صريح بمبادلة العملة المحلية مقابل عملة أجنبية محددة بسعر صرف ثابت. وإلى أنظمة صرف مرنة حيث يترك سعر العملة ليتحدد في السوق وفقا لقوى العرض والطلب كأية سلعة أخرى، وعليه تتراوح بين سعر الصرف العائم مرورا بسعر الصرف المدار وانتهاء بسعر الصرف الزاحف، وبالعكس نظام الصرف الثابت الذي يستوجب توظيف السياسات الاقتصادية المحلية، لتلبية متطلبات التوازن الخارجي، فإن نظام الصرف المرنة يعطي الحرية لصانعي السياسات في اختيار الملائم منها للاقتصاد المحلي.

¹Bernard Guilochon ,Anne Kawecki , **Economie Internationale** ,4^{eme} Edition, Dunod ,Paris -France ,P:279.

² Josette Peyrard , **Risque de Change et Gestion de Lentreprise** ,Librairie Vuibrent ,Paris -France, 1996 ,P:32.

³ سي بول هالوود ،رونالد ماكد ونالد، تعريب محمود حسن حسني ومراجعة ونيس فرج عبد العال، **النقود والتمويل الدولي**، مرجع سبق ذكره ، ص ص 129-168.

⁴ محمود حميدات، **مدخل للتحليل النقدي**، الطبعة الثالثة، ديوان للطبوعات الجامعية، الجزائر، 2005، ص ص 106-108.

⁵ جعفري عمار، إشكالية اختيار نظام الصرف الملائم في ظل التوجه الحديث لأنظمة الصرف الدولية- دراسة حالة نظام سعر الصرف في الجزائر (1990-2010)، مرجع سبق ذكره، ص ص 42-43.

ويأخذ عدة أنواع أهمها أسعار صرف عائمة مسيرة ويقصد بها أن السلطات النقدية يمكنها تجنب التدهور المفرط للعملة الوطنية، عندما تحدث تغيرات في العرض والطلب على العملة الأجنبية، وأسعار صرف عائمة تتميز بعدم تدخل السلطات النقدية في سوق الصرف، بحيث يترك المجال لتفاعل قوى العرض والطلب لتحديد سعر التوازن، ويتميز هذا النظام بالتعديل التلقائي، فالسلطات النقدية لا تلجأ إلى معالجة الاختلال في موازين المدفوعات، بل يتحقق التوازن بتساوي الكمية المعروضة من العملة الوطنية بالكمية المطلوبة منها في سوق الصرف الأجنبي.

وأخيرا أنظمة صرف وسيطة تقع ما بين أنظمة الصرف الثابتة وأنظمة الصرف المرنة، والتي اعتبرت بمثابة أنظمة صرف تعطي فرصا معتبرة لاقتصاد البلد لمواجهة الصدمات الخارجية، ويأخذ عدة أنواع أهمها سعر الصرف الزاحف، إذ يحدد فيه سعر الصرف بناء على القيمة الحالية أو المتوقعة لفارق التضخم، أما بالنسبة للقيمة التعادلية للعملة فيمكن أن تتحدد بالنسبة لعملة واحدة أو سلة من العملات، مع وضع السلطات النقدية لها مش تقبل العملة، والأنظمة التعاونية حيث تجتمع مجموعة من البنوك المركزية وتتفق على أسعار صرف ثنائية لعملاتها، ويتم اللجوء إلى السياسة النقدية المحلية لإجراء التعديلات المناسبة على سعر الصرف، والمناطق المستهدفة فتستخدم من أجل الحد من تقلبات سعر الصرف، حيث تتدخل فيها السلطات عندما يصل سعر الصرف إلى هوامش أعلن عنها من قبل، أي على أي من جانبي سعر التعادل المركزي¹.

المطلب الثالث : مسألة اختيار أنظمة أسعار الصرف الأجنبي

حيث يتم التطرق لمسألة المفاضلة للانتقال بين أنظمة أسعار الصرف، ومعايير ومحددات اختيار نظام الصرف الملائم، مع الإشارة لواقع أنظمة أسعار صرف الدول العربية.

الفرع الأول: المفاضلة والانتقال بين أنظمة أسعار الصرف

بداية بعملية المفاضلة بين أنظمة أسعار الصرف الأجنبي، والانتقال بينها.

أولا: المفاضلة بين أنظمة أسعار الصرف

لا يمكن المفاضلة بين نظامي سعر الصرف المرن وسعر الصرف الثابت بشكل عام، ولكن يركز الاختيار على عدد من العوامل، تتمثل في الأهداف الاقتصادية المرجوة ومصدر الصدمات التي يتعرض لها الاقتصاد، بالإضافة إلى سماته الهيكلية، ومن المتفق عليه أن سعر الصرف العائم يوفر لاقتصاد البلد الحماية من الصدمات الحقيقية، مثل التغير في الطلب على الصادرات، في حين يكون سعر الصرف الثابت ملائما في حالة التصدي للصدمات الاسمية، مثل حدوث تحول في الطلب على النقد.

¹ جعفري عمار، إشكالية اختيار نظام الصرف الملائم في ظل التوجه الحديث لأنظمة الصرف الدولية- دراسة حالة نظام سعر الصرف في الجزائر (1990-2010)، مرجع سبق ذكره، ص 43-47.

وفي هذا السياق، فنظم الربط لا يمكنها الصمود أمام الصدمات الخارجية، إلا إذا كانت نظم الربط الجامد والتي تدعمها التزامات سياسية، كما أن العامل الذي يقف ضد نظم الربط هو بطبيعة الحال التجربة المريرة فيما يتعلق بالربط القابل للتعديل، في إطار نظام بريتون وودز، الذي انهار أمام هجمات المضاربة والأزمات الآسيوية، حيث يلاحظ بأن العالم يتحرك نحو نظام سعر الصرف العائم، وهو ما أطلق عليه صندوق النقد الدولي ظاهرة التفرغ¹.

ثانيا: الانتقال بين أنظمة أسعار الصرف

وهناك عدة دواعي لتعويم العملة، أهمها عدم كفاية الاحتياطات والافتقار إلى الاستقرار الاقتصادي، والتعرض لعسر مالي شديد، حيث إن التوجه الحالي نحو التعويم يرجعه الكثير من الاقتصاديين لكون البلدان التي استطاعت أن تأخذ بالتعويم المحض كانت أكثر تقدما ماليا من تلك التي لم تستطع² وعلى العموم يعتبر نظام الصرف المرن أحسن طريقة للتصدي إلى الصدمات الخارجية، لمساهمة في توسيع درجة استقلالية السياسة النقدية، مع تبني سياسة اقتصادية قوية للتقليل من تكاليف هذا التوجه، وللانتقال من نظام سعر الصرف الثابت إلى المرن لا بد من توفر شروط منها سوق صرف أجنبي عميق، تتمتع بسيولة كافية ورسم سياسة تخدم أهداف الدولة، مع مراعاة الوقت ودرجة التدخل فيه، ورسم نظام جيد للضبط الاقتصادي، وصياغة جيدة للسياسة النقدية، إلى جانب تطوير الوسائل الكفيلة بتسيير أخطار الصرف للتخفيف من حدتها، مع الإشارة إلى أنه من الأحسن للدولة أن تتدرج للوصول إلى التعويم الحر لعملة، كالقيام بتبني نظام الربط بعملة معينة ثم إلى سلة عملات، ثم توسيع مجال تقلب سعر العملة تدريجيا، كما لا بد من عملية تطوير المؤسسات والأسواق المالية، وامتلاك اقتصاد مستقر وسياسة نقدية قوية، والقيام بترشيد مجال تقلب العملة.

الفرع الثاني: معايير ومحددات اختيار نظام سعر الصرف الملائم

ويتم التطرق لمعايير اختيار نظام سعر الصرف الملائم، ومحددات اختيار نظام سعر الصرف.

أولا: معايير اختيار نظام سعر الصرف الملائم

يعرف نظام أسعار الصرف الملائم بأنه "ذلك النظام الذي يحدد سعر الصرف ليعكس الواقع الاقتصادي للدولة، من خلال تحقيق نمو اقتصادي أعلى وتخفيض معدلات التضخم، توازن الحساب الجاري، توازن بين الاستثمار والادخار، بالإضافة إلى الحفاظ على التنافسية الخارجية للاقتصاد في النظام المالي والتجاري الدولي"³. وهناك عدة معايير لاختيار نظام أسعار الصرف الملائم، أهمها أنواع الصدمات التي يتعرض لها الاقتصاد ودرجة الانفتاح على الخارج، ودرجة تناسق السياسات الاقتصادية المعتمدة، بالإضافة لتكامل الأسواق المالية

¹ بربري محمد أمين، مبررات ودوافع التوجه الحديث لأنظمة الصرف الدولية -دراسة حالة سعر صرف الدينار الجزائري-،مجلة الباحث،جامعة ورقلة،العدد التاسع،2011،ص 54-51.

² بربري محمد أمين، مبررات ودوافع التوجه الحديث لأنظمة الصرف الدولية -دراسة حالة سعر صرف الدينار الجزائري-،مجلة الباحث،مرجع سبق ذكره، ص 49-51.

³ بدرأوي شاهيناز، تأثير أنظمة سعر الصرف على النمو الاقتصادي في الدول النامية- دراسة قياسية باستخدام بيانات البانل-لعينة من 18 دولة نامية(1990-2012)، أطروحة دكتوراه نظام م د، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة تلمسان، 2015،ص 34.

وطبيعة الشركاء التجاريين، ودرجة تنوع الإنتاج والتصدير، معدلات التضخم وكمية الأرصدة النقدية الدولية، والاستقرار السياسي وطبيعة النظام السياسي السائد، والتركيز على المصدقية والمرونة¹.

ثانيا: محددات اختيار نظام سعر الصرف الملائم

هناك عدة محددات لنظم سعر الصرف، والتي يمكن من خلالها الحد من نشوب أزمات للعملة، منها نظرية منطقة العملة المثالية، ونظرية طبيعة الصدمات، فيقصد بالأولى أن مجموعة من الدول تكون فيما بينها اتحاد عمالات، بغية الاستفادة من استقرار أسعار الصرف، أما الثانية فالتمييز بين الصدمات المتناظرة والصدمات غير المتناظرة، الصدمات الحقيقية والصدمات الاسمية (النقدية) ، وأيضا نموذج ماندل فلمنغ ووفقا له فعلى الدولة أن تختار بين سياسة نقدية مستقلة أو حرية انتقال رؤوس الأموال أو تثبيت سعر الصرف، أي ما يسمى بالثلاثي المستحيل ، والذي يقضي بأن على الدولة أن تضحي بأحد الأهداف الثلاثة لتحقيق الهدفين الآخرين ، وكذلك نظرية الركن لنظام سعر الصرف التي تقوم على فكرة أنه لا يمكن لأي دولة أن تستمر في إتباع نظام سعر صرف بسيط، مما يعرضها لعدة أزمات متتالية، والبديل هو الالتزام بأحد أنظمة الركن أي إما نظام الربط المحكم أو نظام التعويم الحر².

مشكلة عدم توافق العملة وتعني اختلاف العملة المقوم بها في جانب الالتزامات، عن تلك المقوم بها في جانب الأصول في الميزانيات، لكون الإيرادات بالعملة المحلية والقروض بالعملة الأجنبية، وأي تخفيض في قيمة العملة يشكل خطورة كبيرة، وترجع أسباب ذلك إلى فرضية الخطر الأخلاقي، وهي المشكلات الناجمة عن تقديم الحكومة ل ضمانات علنية أو ضمنية، ومنها نظام سعر الصرف الثابت المشجع على الاقتراض بالعملة الأجنبية، دون الاحتياط ضد مخاطر انخفاض قيمة العملة، والخطيئة الأصلية وتعني عدم قدرة الدول النامية على الاقتراض بواسطة عملاتها من الخارج بسبب عدم نضج النظام المالي، مما يضطرها لتمويل توسعها الاقتصادي بالتدفقات المالية قصيرة الأجل، ليكون نظام سعر الصرف الثابت عامل الاستقرار الظاهري لها³.

نظام سعر الصرف وهجمات المضاربة وتعني بيع العملة والأصول المحلية بغرض شراء عملات وأصول أجنبية بكميات كبيرة، نظرا لتوقع الحصول على ذات الكميات من العملة والأصول المحلية في المستقبل بتكلفة أقل، فإذا قررت الدولة التمسك بثبات سعر الصرف لزيادة مصداقيتها، فإنها ستضطر إلى رفع سعر الفائدة قصيرة الأجل للحد من التدفقات العكسية لرؤوس الأموال، وللدفاع عن قيمة العملة، وأخيرا عدم توافق العملة واختيار نظام سعر الصرف، وطبقا لهذه الفكرة فان الدول ذات المديونية الخارجية العالية يكون من الأفضل لها انتهاز أنظمة سعر الصرف الثابتة، بالرغم من إعلانها انتهاز نظام سعر الصرف المعوم.

¹ بربري محمد أمين، الاختيار الأمثل لنظام الصرف ودوره في تحقيق النمو الاقتصادي في ظل العولمة الاقتصادية - دراسة حالة الجزائر- أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر3، 2011، ص 168-176.

² قارة محمد- أثر أنظمة سعر الصرف على استقطاب الاستثمار الأجنبي المباشر (1974-2009) دراسة قياسية لحالة الجزائر - مذكرت ماجستير ، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة تلمسان ، 2015، ص 57-60

³ قارة محمد- أثر أنظمة سعر الصرف على استقطاب الاستثمار الأجنبي المباشر (1974-2009) دراسة قياسية لحالة الجزائر، مرجع سبق ذكره، ص 62-65.

الفرع الثالث: واقع أنظمة أسعار الصرف العربية

لم تلجأ الدول العربية كثيراً إلى تغيير نظم صرفها، بل حاولت استخدام سياسات لتحريك سعر الصرف سواء نحو الانخفاض أو الارتفاع مقابل إحدى العملات الرئيسية، لكنها بدأت في السنوات الأخيرة تركيز اهتماماتها للبحث عن أي من نظم الصرف يكون أكثر ملائمة لأوضاعها الاقتصادية، فبعد أزمات العملة التي ضربت العديد من الدول الناشئة كأزمة المكسيك 1994 والأزمة الآسيوية 1997 وأزمة البرازيل 1999، تبين أن الأنظمة الوسطية لا تسمح بتحقيق الاستقرار، وأن تحرير التجارة سيؤدي في النهاية إلى تبني خيار الثنائية القطبية. لا تزال معظم الدول العربية تبني أنظمة صرف ثابتة رغم تكاليفها العالية على فعاليات الاقتصاد، وتتبع الربط بالدولار الأمريكي لعدم وجود سياسة نقدية مستقلة ولصغر حجم الاقتصاد، مع أنها تعيش اليوم مرحلة تحول من تطوير أسواقها المالية وتحرير التجارة الخارجية، إضافة لارتباطها باليورو الذي غير من هيكل النظام النقدي الدولي، وزاد من خيارات نظم الصرف المتاحة لها. ويلفت الانتباه إلى أنه لا بد على الدول العربية أن تختار نظام صرف مرناً لأنها معرضة لصدمات خارجية حقيقية، مع ما يتطلبه من وجود نظام مالي متطور، في حين أنه على الدول التي لها ديون خارجية غير مغطاة اختيار نظام صرف ثابت، للحد من ارتفاع خدمة الديون بسبب تقلب سعر الصرف، ما يتماشى مع عدم الانفتاح الاقتصادي وحركة مراقبة رؤوس الأموال¹.

المبحث الثالث: أنظمة أسعار الصرف ومؤشرات الأسهم

تبني المؤشرات على أساس عينة تشكل مجموعة من أسهم أهم الشركات الناشطة في السوق المالية، ما يعني وجود علاقة طردية بين التغير في سعر سهم ما والتغير الذي يطرأ على مؤشرات أسعار الأسهم. يتم التطرق في المطلب الأول لتأثير السياسة النقدية والمالية والاقتصادية على مؤشرات الأسهم، ولتأثير السياسة النقدية والمالية والاقتصادية على أسعار الصرف في المطلب الثاني، وللتقنيات المستخدمة لتغطية مخطر تقلبات أسعار الصرف في المطلب الثالث.

المطلب الأول: تأثير المتغيرات الاقتصادية الكلية على مؤشرات الأسهم

أي تأثير كل من السياسة الاقتصادية، المالية والنقدية على مؤشرات الأسهم.

¹ جعفري عمار، إشكالية اختيار نظام الصرف الملائم في ظل التوجه الحديث لأنظمة الصرف الدولية - دراسة حالة نظام سعر الصرف في الجزائر (1990-2010)، مرجع سبق ذكره، ص 86-93.

الفرع الأول: تأثير التضخم والناتج المحلي الخام و البطالة على مؤشرات الأسهم

بداية بتأثير التضخم على مؤشرات الأسهم، فالناتج المحلي الخام والبطالة.

أولاً: التضخم ومؤشرات الأسهم

توجد علاقة طردية بين أسعار الأسهم والتضخم، باعتبار أن ارتفاع معدلات التضخم يدفع بالمستثمرين إلى حماية مدخراتهم، باستثمارها في شراء الأسهم لترتفع أسعارها، وعلى الرغم من تأثيره السلبي على القوة الشرائية فله تأثير إيجابي من خلال زيادة أرباح الشركات، ومن ثم أسعار الأسهم وعوائدها، مما يجعل منها استثماراً ناجحاً. إلا أن ما سبق لا يتنافى وإعطاء تفسير للعلاقة السلبية بين أسعار الأسهم والتضخم، من خلال آلية تتلخص في أن عوائد الأسهم ترتبط بعلاقة طردية مع النشاط الاقتصادي، في حين يرتبط هذا الأخير بعلاقة عكسية مع التضخم، مما يجعل التضخم وعوائد الأسهم يرتبطان بعلاقة عكسية¹.

ثانياً: الناتج المحلي الخام ومؤشرات الأسهم

وبخصوص الناتج المحلي الخام فإن ارتفاع أسعار الأسهم يعني للمستثمرين زيادة في ثروتهم من خلال الأرباح المحصلة، مما ينعكس على شكل زيادة في الطلب على السلع والخدمات، ومن ثم إيجاد الحافز لرفع الإنتاج²، ويشار إلى أن انتعاش النشاط الاقتصادي يؤدي لتوفير النقود لتمويل التوسع، لتجد الأرباح طريقها إلى أسواق الاستثمار وسوق الأسهم³، ويلاحظ بأن التقلبات في أسعار الأوراق المالية توازي تقريبا التغيرات الحاصلة في الناتج المحلي الإجمالي، مما يؤكد العلاقة الطردية التي تربط مؤشر أداء السوق المالية بحالة النشاط الاقتصادي.

ثالثاً: البطالة ومؤشرات الأسهم

أما بشأن مستوى البطالة فيرتبط بأسعار الأسهم بعلاقة عكسية، لأن حالة الارتفاع في أسعار الأسهم ترتبط بالتوسع في النشاط الاقتصادي، فالانخفاض في مستوى البطالة، مما يعني ارتفاع حالة التشغيل وارتفاع أسعار الأسهم⁴.

الفرع الثاني: تأثير عرض النقود وأسعار الفائدة على مؤشرات الأسهم

بالنظر لتأثير عرض النقود على مؤشرات الأسهم، وأسعار الفائدة.

أولاً: عرض النقود ومؤشرات الأسهم

هناك علاقة طردية موجبة تربط الكمية المعروضة من النقود بمستوى النشاط الاقتصادي، مما سيؤدي إلى انخفاض أسعار الفائدة وتشجيع المناخ الاستثماري، ليرتفع مستوى أسعار الأسهم، مع افتراض وجود علاقة

¹ Vernimmen .P, **Finance d'entreprise**, 7^{eme} edition, Dalloz- Paris France-, 2009, P 482.

² فاخر عبد الستار حيدر، التحليل الاقتصادي لتغيرات أسعار الأسهم، دار المريخ للنشر، السعودية، 2002، ص ص 144-151.

³ محمد براق، بورصة القيم المتداولة و دورها في تحقيق التنمية - مع دراسة حالة الجزائر، أطروحة دكتوراه دولة غير منشورة كلية العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 1999، ص 125.

⁴ عبد المطلب عبد المجيد، اقتصاديات النقود و البنوك، الدار الجامعية، الإسكندرية - مصر، 2007، ص 319.

عكسية تربط عرض النقد بأسعار الأسهم، إذ لها أيضا تأثير سلبي ناجم عن حدوث التضخم، مما يؤدي إلى زيادة الحد الأدنى للعائد الذي يطلبه المستثمرون على الأسهم وبالتالي انخفاض أسعارها.

حيث أن زيادة عرض النقد يمكن أن يترك أثرا إيجابيا يفوق التأثير السلبي الناجم عنه، فهو يرتبط بعلاقة طردية مع أسعار الأسهم، والعكس صحيح إذا ما اتضح أن لزيادة عرض النقد أثرا سلبيا على عائد الاستثمار يفوق الأثر الإيجابي في النشاط الاقتصادي، ومن ثم على أسعار الأسهم.

كما أن التغيير في عرض النقد يمكن أن يسبب تغيرا في أسعار الأسهم على نحو مباشر، عن طريق قيام البنك المركزي بزيادة عرض النقد، فيجد الأفراد أنفسهم أمام سيولة أكثر مما يحتاجون إليه فيقومون بشراء الأسهم، وبما أن عرض السهم ثابت في المدى القصير فإن الطلب الفائض يولد حجم تداول ينعكس على ارتفاع أسعار الأسهم¹، وعلى نحو غير مباشر، عبر قناتين تتم لأولى عبر سوق السندات، فزيادة عرض النقد تؤدي إلى انخفاض أسعار الفائدة وإلى ارتفاع أسعار السندات وانخفاض عوائدها، فيتوسع الطلب على الأسهم وترتفع أسعارها، في حين يمثل الانتقال عبر الناتج المحلي الإجمالي القناة غير المباشرة الثانية، إذ أن زيادة عرض النقد تقود إلى انخفاض معدل الفائدة، مما يؤدي إلى زيادة الإنفاق الاستثماري والإنفاق الاستهلاكي، الذي يعمل على زيادة الإنتاج وزيادة الأرباح، الأمر الذي يحفز المستثمرين على شراء الأسهم مما يؤدي إلى ارتفاع أسعارها.

ثانيا: أسعار الفائدة ومؤشرات الأسهم

أما بخصوص أسعار الفائدة فارتفاع عوائدها يشجع العديد من المستثمرين على بيع أسهمهم، للتوجه نحو إيداع أموالهم في البنوك التجارية، وبفوائد عالية لتجنب تحمل مخاطر الاستثمار بالأسهم، وبذلك يكون الأثر النهائي هروب الأموال من سوق الأسهم وذهابها إلى المصارف التجارية².

يقوم عدد كبير من المتعاملين بالأسهم بالاقتراض من البنوك التجارية لاشترى الأسهم، وعند ارتفاع أسعار الفائدة ترتفع تكلفة الاقتراض، لينخفض الطلب على الأسهم وبالتالي تنخفض أسعارها.

بالإضافة إلى أن أغلبية المؤسسات تمول جزء كبير من عملياتها بأموال مقترضة، وإن ارتفاع أسعار الفائدة يعمل على استنزاف مواردها لتغطية الفوائد، مما يؤدي لتخفيض مقسوم الأرباح وانخفاض الطلب على الأسهم وانخفاض أسعارها.

الفرع الثالث: تأثير الضرائب والإنفاق الحكومي على مؤشرات الأسهم

بتناول تأثير الضرائب على مؤشرات الأسهم، والإنفاق الحكومي.

¹ م.م محمود صالح عطية، تحليل العوامل الموضوعية المؤثرة في سوق الأوراق المالية مع الإشارة إلى سوق العراق، مجلة ديالي، العدد الرابع والخمسون، 2012، ص ص

7-3

² م.م محمود صالح عطية، تحليل العوامل الموضوعية المؤثرة في سوق الأوراق المالية - مع الإشارة إلى سوق العراق، مرجع سبق ذكره، ص ص 7-16.

أولاً: الضرائب ومؤشرات الأسهم

إن انخفاض معدلات الضرائب يؤثر بشكل كبير على أسعار الأسهم والعكس صحيح، لأن ارتفاع مداخيل أصحاب الأسهم وارتفاع معدلات التضخم سيؤدي إلى دفع نسبة أكبر من دخلهم على شكل ضرائب، بالرغم من عدم ارتفاع مداخيلهم الحقيقية، وعليه فإن صاحب الأسهم يطالب باحتجاز أرباحه الناتجة عن عوائد الأسهم لدى المؤسسة المصدرة، كما نشير إلى أهمية القواعد الضريبية المتعلقة بعوائد الأسهم، والتي تختلف من بلد لآخر وبالتالي تأثيرها على عوائد الأصول المالية وعلى الأسعار النسبية لها¹.

ثانياً: الإنفاق الحكومي ومؤشرات الأسهم

أما بخصوص الإنفاق الحكومي فإن قرار الحكومة بتخفيضه على مشروعات معينة، يحمل في طياته انخفاضاً في أرباحها، وباعتبارها المحدد الأساسي للسعر الذي يباع به السهم في السوق، فإنه كان لزاماً على المستثمر شراء أسهم تحقق عوائد جيدة، تابعة للمشاريع المستفيدة من إنفاق حكومي.

المطلب الثاني: تأثير المتغيرات الاقتصادية الكلية على أسعار الصرف

إذ يتم التطرق لتأثير كل من السياسة الاقتصادية، المالية والنقدية على أسعار الصرف.

الفرع الأول: تأثير عرض النقود وأسعار الفائدة على أسعار الصرف

بداية بتأثير عرض النقود على أسعار الصرف، وأسعار الفائدة.

أولاً: عرض النقود وأسعار الصرف

يتضح أن الزيادة في كمية النقود تؤدي إلى ارتفاع المستوى العام للأسعار، مما يجعل السلع المحلية أقل قدرة على منافسة سلع الدول الأخرى، فتزداد الواردات وتنخفض الصادرات، مما يؤدي إلى زيادة الطلب على العملات الأجنبية وزيادة سعرها، وانخفاض الطلب على العملة المحلية وانخفاض سعرها².
ويؤثر عرض النقد على أسعار الصرف عن طريق قناتين، تبني الأولى على مبدأ تساوي القوة الشرائية، والمقتضية بأن زيادته سترتب عليها زيادة المستوى العام للأسعار وانخفاض القوة الشرائية، ومن ثم انخفاض سعر صرف عملة الدولة التي زادت عرض النقد، وارتفاع سعر الصرف الحقيقي، أما الثانية فتربط بين تغيرات عرض النقد وتغيرات أسعار الصرف عن طريق قناة أسعار الفائدة، إذ أن انخفاض عرض النقد يؤدي لارتفاع أسعار الفائدة الحقيقية في الاقتصاد المحلي عنه في الخارج، مما يؤدي لتدفقات رأس المال الأجنبي وزيادة الطلب على العملة المحلية فترفع قيمتها، مما يؤثر سلباً على صادراتها فينخفض معدل الناتج المحلي الإجمالي والعكس صحيح،

¹ عاطف وليم أندراوس، السياسة المالية و أسواق رأس الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية- مصر، 2005، ص120.

² زاهر عبد الحليم خضر- تأثير سعر الصرف على المؤشرات الكلية للاقتصاد الفلسطيني(1994-2010) - مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة غزة -

ووفق النظرية النقدية فإنه في ظل تعادل القوة الشرائية فإن أسعار صرف العملة المحلية يحددها المعروض النقدي في الدولة المحلية بالنسبة للمعروض النقدي في الدول الأجنبية، وهو ما يسمى بنموذج مرونة الأسعار، أما في حالة نموذج جمود الأسعار الذي يسمح لأسعار الصرف وأسعار الفائدة بالتغير مع ثبات العوامل الأخرى، فإنه عند ارتفاع العرض النقدي المحلي تنخفض أسعار الفائدة وتندفع الأموال للخارج، مما يؤدي لانخفاض أسعار الصرف المحلية مقابل ارتفاع أسعار الصرف الأجنبية.

أما في نموذج توازن المحفظة فإن عملية السوق المفتوحة التي تقوم بها السلطة النقدية سوف تؤثر على أسعار الصرف، حيث أن عملية شراء السندات المحلية ستزيد عرض النقود، فتتخفض أسعار الفائدة وترتفع أسعار السندات المحلية، ما يدفع المستثمرين لشراء السندات الأجنبية وانخفاض أسعار الصرف المحلية وارتفاع أسعار السندات الأجنبية مقومة بالعملة المحلية.

ثانياً: أسعار الفائدة وأسعار الصرف

أما بخصوص أسعار الفائدة، فإن الأموال المستثمرة تتدفق من المناطق ذات أسعار الفائدة المنخفضة نحو المناطق ذات أسعار الفائدة المرتفعة، مما يؤدي لتحفيز رأس المال الخارجي للانسياب إلى الداخل ورفع أسعار صرف العملة المحلية في سوق الصرف الأجنبي، وما يجدر ذكره أن هناك حالتين افتراضيتين لسلوك أسعار الفائدة، أولاهما حالة الاقتصاد المغلق حيث أن الزيادة في عرض النقد تؤدي لانخفاض أسعار الفائدة، وبافتراض ثبات معدل التضخم فإن معدل الفائدة الاسمي سوف ينخفض، وعند العكس ترتفع أسعار الفائدة الحقيقية، أما ثانيهما حالة الاقتصاد المفتوح إذ في حالة تجاوز أسعار الفائدة المحلية لأسعار الفائدة العالمية تتدفق رؤوس الأموال الأجنبية للداخل، فيزداد عرض النقود مما يخفض أسعار الفائدة المحلية حتى يعادل السعر العالمي مضافاً إليه فارق أسعار الصرف وعلاوة المخاطرة¹.

كما توجد حالة واقعية عند الاقتصاد الذي يتوسط الحالتين السابقتين، حيث تؤثر عوامل كلا من الاقتصاد المفتوح والمغلق على تحركات أسعار الفائدة المحلية ومن ثم التغير في أسعار الصرف.

الفرع الثاني: تأثير التضخم على أسعار الصرف

يؤثر التضخم على أسعار الصرف من خلال ثلاث قنوات، أولاهم تخفيض قيمة العملة أي ارتفاع أسعار الصرف الأجنبية فترتفع الأسعار نتيجة ارتفاع أسعار الواردات بالعملة المحلية، حيث أنه من المتعارف عليه أن يزداد تأثير تغيرات سعر الصرف مع زيادة نسبة الواردات إلى إجمالي السلع المستهلكة، وزيادة درجة المنافسة في الصناعة، أما ثانيهم نظرية تعادل القوة الشرائية حيث أن أسعار الصرف للعملة المحلية مقابل العملات الأخرى تميل إلى الهبوط بنفس النسبة التي يرتفع بها مستوى الأسعار، فإذا تضاعفت الأسعار في الدولة المحلية فيما لم يتغير الوضع السعري في غيرها من الدول التي تشترك معها في التجارة، فإن قيمة التعادل للعملة المحلية سوف تصبح أقل مما

¹ زاهر عبد الحليم خضر - تأثير سعر الصرف على المؤشرات الكلية للاقتصاد الفلسطيني (1994-2010) - مرجع سبق ذكره، ص 45-47.

كانت عليه من قبل، حيث تعمل الموازنة السلعية على إعادة التوازن عند اختلاله، أما ثالثهم فيتمثل في أثر تغير أسعار الصرف على تغير الأجور النقدية، فكلما ارتفعت الزيادة في الأجور الاسمية كنتيجة لتخفيض قيمة العملة، كلما قل التغير في الأجور الحقيقية، ولارتباط الأجور بالمستوى العام للأسعار وانفتاح الاقتصاد، فإن تأثير تغير أسعار الصرف الاسمية على الأجور الحقيقية سيكون قليلا، لذلك فإن ربط الأجور بمؤشر السعر العام يتطلب مرونة في أسعار الصرف¹.

الفرع الثالث: تأثير الدخل وعجز الموازنة وميزان المدفوعات على أسعار الصرف

بالتطرق لتأثير الدخل على أسعار الصرف، وعجز الموازنة وميزان المدفوعات.

أولاً: الدخل وأسعار الصرف

يعد الدخل من المؤثرات المهمة على أسعار الصرف ويأتي تأثيره باتجاهين ، الاتجاه الأول من خلال الزيادة في الدخل مما يؤدي لزيادة الإنفاق الاستهلاكي وبالخصوص على الواردات، ولذا فإن زيادة الناتج المحلي الإجمالي ستؤدي لزيادة الطلب على الواردات وزيادة الطلب على العملة الأجنبية، مما يؤدي لانخفاض الطلب على العملة المحلية وانخفاض أسعار صرفها مقابل العملة الأجنبية والعكس صحيح، ونستطيع القول إذن بأن انخفاض قيمة العملة للدولة ليس معيارا لضعف الاقتصاد، بسبب زيادة الدخل ونمو الناتج المحلي الإجمالي مما يؤدي لانخفاض أسعار الصرف للعملة المحلية مقابل العملة الأجنبية، أما الاتجاه الثاني فهو افتراض أن زيادة التدفق الرأسمالي تؤدي لزيادة الدخل النقدي في الدولة المستقبلية، مما يؤدي لزيادة طلبها الكلي بما في ذلك الطلب على الواردات وإلى انخفاض الدخل النقدي في البلد التي صدرت تلك الأموال، وانخفاض طلبها الداخلي بما فيه الطلب على الواردات، فيتحقق فائض في الحساب الجاري معوضا العجز الذي حدث في حساب رأس المال طويل الأجل، الناتج من التدفق الرأسمالي للخارج مؤديا لارتفاع سعر صرف عملتها المحلية مقابل انخفاض أسعار الصرف الأجنبي مقابلها.

ثانياً: عجز الموازنة وأسعار الصرف

إن عجز أو فائض الموازنة العامة له علاقة مباشرة بالتغيرات التي تحدث في أسعار الصرف، كلما كانت الدولة تتبع سياسات تحررية في مجال تجارتها الخارجية، لأن وضعية الموازنة العامة للدولة تنعكس على وضعية ميزانها التجاري، ولأن العجز الداخلي هو الذي يؤدي تلقائيا للعجز الخارجي، فالسياسة المالية التوسعية ستشجع الطلب الكلي والطلب على الواردات وتحقيق عجز في الميزان الجاري، وستزيد من الافتراض الحكومي فترتفع أسعار الفائدة الحقيقية مما يحقق فائض في الميزان الجاري، أما الضرائب فعند معالجة التضخم فإنها تخفض أسعار الصرف، أما إذا فرضت الضرائب على رؤوس الأموال الداخلة فإنها ستشكل قيودا عليها، مما يؤدي لرفع أسعار الصرف، أما السياسة المالية المقيدة فإنها تحقق فائض في الموازنة، لأنها تعمل على تخفيض الطلب الكلي وانخفاض النشاط

¹ زاهر عبد الحليم خضر - تأثير سعر الصرف على المؤشرات الكلية للاقتصاد الفلسطيني (1994-2010) - مرجع سبق ذكره، ص 47-48.

الاقتصادي، وبانخفاض الواردات وزيادة الصادرات يتجه الحساب الجاري لتحقيق فائض، مما يؤدي لرفع قيمة أسعار الصرف للعملة المحلية مقابل انخفاض أسعار الصرف الأجنبية، كما تؤدي لانخفاض أسعار الفائدة الحقيقية ، مما يؤدي لخروج التدفقات الرأسمالية للحصول على عائد أكبر وزيادة عرض عملتها، وانخفاض أسعار صرفها مقابل ارتفاع أسعار الصرف الأجنبية، فالسياسة المالية المقيدة تؤدي إلى انخفاض أسعار الصرف وزيادة عرضها في سوق الصرف الأجنبي¹.

ثالثا: ميزان المدفوعات وأسعار الصرف

يعد ميزان المدفوعات من بين أهم العوامل المؤثرة على أسعار الصرف، لكونه حلقة الوصل التي تعكس علاقة البلد بالعالم الخارجي، ويحدث الاختلال في ميزان المدفوعات في حال حدوث اختلاف بين مدفوعات ومقبوضات البلد مع العالم الخارجي خلال سنة غالبا، ويمكن معرفته من خلال التغير في السيولة الخارجية، ونوعي بها احتياطات الدولة من الذهب والعملات الأجنبية في صندوق النقد الدولي، بالإضافة للتغيرات الصافية في الالتزامات قصيرة الأجل، وكذلك من خلال مقياس العمليات التلقائية ويشمل جميع العمليات العامة والخاصة التي تحدث بغض النظر عن وضع ميزان المدفوعات، ومقياس ميزان المدفوعات الأساسي عن طريق حساب التفاوت بين إيرادات الدولة ونفقاتها على صعيد الموازين المكونة لميزان المدفوعات الأساسي، وتتكون من الحساب الجاري وحسابات رأس المال طويل الأجل.

كما توجد علاقة وثيقة بين ميزان المدفوعات وأسعار الصرف المعتمدة لدى الدولة، إذ تلعب أسعار الصرف دورا مهما في تحقيق توازنه، ففي حالة ارتفاع أسعار صرف العملة المحلية مقابل العملات الأجنبية فإن ذلك يحدث خللا في ميزان المدفوعات، عن طريق تأثيرها على الميزان التجاري من رفع للواردات وخفض للصادرات².

المطلب الثالث: علاقة مؤشرات الأسهم بأنظمة أسعار الصرف وتقنيات تغطية أخطارها

ويتم الحديث عن تأثير أنظمة أسعار الصرف على مؤشرات الأسهم، والتقنيات المستخدمة لتغطية أخطار تقلبات أسعار الصرف.

الفرع الأول: أثر أنظمة أسعار الصرف على مؤشرات الأسهم

دخلت أسعار الصرف كمتغير اقتصادي جد فعال في حركة التدفقات النقدية بعد التوقيع على اتفاقية برتون ويدرز، حيث تم إنشاء صندوق النقد الدولي والبنك الدولي للاعمار والإنشاء، مما أدى لزيادة التعاون الاقتصادي الدولي، وتوطيد العلاقات النقدية الدولية، وتزايد حركة تدفقات رؤوس الأموال الدولية.

¹ زاهر عبد الحليم خضر- تأثير سعر الصرف على المؤشرات الكلية للاقتصاد الفلسطيني(1994-2010) - مرجع سبق ذكره، ص 52-53.

² المرجع نفسه، ص 48.

وتبرز أهمية أسعار الصرف لكون نشاط السوق المالي جزءاً مهماً من النشاط الاقتصادي، وأي تقلب في أسعار الصرف سيحدث صدهاً فورياً في هذا السوق¹.

ويلاحظ قلة الدراسات الاقتصادية والقياسية التي تناولت العلاقة بين أسعار الصرف والأسواق المالية، بسبب تباين أثرها من بلد إلى آخر، وتعدد أنظمة الصرف المتبعة، والتي كانت مابين قائلة بأن انخفاض قيمة عملة بلد ما من شأنه أن يجعل أسعار الأسهم أدنى سعراً للمستثمرين الأجانب، مما يزيد من طلبهم، فيزداد تداولها وترتفع أسعارها، ومن ناحية أخرى فإن انخفاض قيمة العملة للبلد المعني يؤدي إلى دفع بعض المستثمرين المحليين المحتفظين بأرصدة نقدية محلية إلى التخلص منها، والتوجه نحو الأسهم فيرتفع سعرها والعكس صحيح، غير أن هذا التأثير يحدث في البلدان المتقدمة المتميزة بأسواق مالية قادرة على توجيه الاستثمارات بسرعة، ونشير إلى أنه عند إقبال المستثمرين الأجانب على الاستثمار في الأسهم فإنهم سيواجهون المخاطرة التي يوجهها المستثمرون المحليون، بالإضافة للمخاطرة المتعلقة بأسعار الصرف الأجنبية.

وأخرى تقول بأن انخفاض قيمة العملة لبلد ما، غالباً ما يؤدي إلى ارتفاع الصادرات وانخفاض الواردات، مما يزيد القدرة التنافسية لشركات هذا البلد وزيادة الطلب على منتجاتها فزيادة حجم الإنتاج، وارتفاع الأرباح مما يؤثر إيجاباً على الأسهم، إلا أن هذا التأثير سيكون متبايناً مابين إيجابي بالنسبة إلى الشركات ذات التوجهات التصديرية، وسلي بالنسبة إلى الشركات التي تستخدم سلعا مستوردة في عملياتها الإنتاجية .

الفرع الثاني : التقنيات المستخدمة لمواجهة أخطار تقلبات أسعار الصرف

ويتم التطرق لأخطار تقلبات أسعار الصرف، وأهم التقنيات المستخدمة لتغطية هذه التقلبات.

أولاً: أخطار تقلبات أسعار الصرف

يقصد بخطر الصرف التغير الحاصل في نتيجة المؤسسة جراء تقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية، وهو الأثر المالي لتقلبات أسعار الصرف على الصفقات أو على وضعية المؤسسة²، كما يعبر عن التغير في قيمة النقد المحلي الناتج عن التغيرات في سعر الصرف ليمس القروض والديون بالعملة الصعبة³، وعادة ما يقاس بمعدل العائد الشهري المحقق من طرف المستثمر المالك لرصيد من عملة معينة، وتنقسم أخطار الصرف إلى خطر الصرف الاقتصادي الملاحظ من خلال التطور غير المتوقع لمعدلات الصرف، والذي ينتج آثاره على الجانب التنافسي للمؤسسة، وخطر الصرف التحويلي الذي ينجم عن تحويل القوائم المالية بين المؤسسات وفروعها في

¹ م.م محمود صالح عطية، تحليل العوامل الموضوعية المؤثرة في سوق الأوراق المالية - مع الإشارة إلى سوق العراق - مجلة ديبالي . مرجع سبق ذكره ،ص ص 16-

18.

² محمد خميس بن رجم ،تسيير مخاطر الصرف على مستوى المؤسسة الاقتصادية، مذكرة ماجستير غير منشورة ،كلية العلوم الاقتصادية،جامعة عنابة ،2005،ص66.

³ Michel Juria, Technique Financiere Internationale ,Dunod ,Paris -France, 1999, P :142

الفصل الأول..... تأثير أنظمة أسعار الصرف على مؤشرات الأسهم

الخارج، وخطر المعاملات المرتبط بالصفقات التجارية بالعملة الأجنبية، فيظهر على امتداد مدة إنجاز الصفقة وفترة التسوية¹.

كما يوجد خطر السيولة ويقصد به عدم القدرة على الحصول على الأموال عند الحاجة إليها، وهناك خطر الائتمان الناتج عن عدم قدرة الطرف المتعامل معه على الوفاء بالتزاماته، وخطر السعر بالنسبة لأسعار العملات الأجنبية نتيجة للتغير العكسي في أسعار العملات خلال فترة الاحتفاظ بمراكزها، وبالنسبة لأسعار الفوائد على العملات على عمليات السوق النقدي في حالة عدم تطابق استحقاق عمليات الإقراض والاقتراض. ويشار إلى أنه لا يمكن التحوط بصفة نهائية ضد أخطار أسعار الصرف باستخدام الأدوات المالية المشتقة، إلا إذا كان بالإمكان معرفة حجم العملات الأجنبية المملوكة والمتعرضة لتغيرات أسعار الصرف².

ثانيا: تقنيات مواجهة خطر أسعار الصرف

ولتغطية خطر الصرف الأجنبي هناك تقنيات تستخدم للوقاية من الخسارة، والتخفيف من خطر العملة، ويتم التمييز بين تقنيات داخلية وأخرى خارجية.

تتمثل التقنيات الداخلية في السياسات التي تنتهجها الإدارة المالية للمجموعة بالنسبة للوحدات التابعة لها دون اللجوء إلى أي طرف خارجي، وتتكون من أسلوب التعجيل وهو سداد الالتزام المالي قبل فترة من تاريخ استحقاقه وأسلوب التأجيل وهو سداد مبلغ الالتزام فترة بعد تاريخ استحقاقه للاستفادة من التغيرات المتوقعة لأسعار الصرف بالزيادة أو النقصان، أو إصدار الفواتير بالعملة الأجنبية أو بعملة تتميز بالثبات النسبي ولها سوق صرف آجل أو عن طريق أسلوب المقاصة بين المستحقات والمطلوبات لكل مؤسسة اتجاه الأخرى دون الاحتفاظ بمراكز مكشوفة بالنقد الأجنبي فيتم تسوية الصافي بسداده لهذا الطرف أو ذاك، أو بأسلوب المطابقة للتدفقات النقدية الأجنبية الداخلة إليها والخارجة منها في نفس المواعيد تقريبا ويتم استخدام عملة واحدة في الدفع والاستلام.

أما التقنيات الخارجية فتعني الدخول في علاقات تعاقدية مع طرف خارجي لتغطية أخطار تقلبات أسعار الصرف، وتنقسم إلى تقنيات كلاسيكية وأخرى حديثة³.

بدءا بتقنيات التغطية الكلاسيكية ويميز بين الاقتراض قصير الأجل بشرط توافر التمويل الائتماني والحصول على ضمانات حكومية مقابل قيام المصدر بسداد عمولة بسيطة للوكالة، لكي تتحمل الخسائر التي تنجم عن التخلف عن الدفع أو تقلب سعر الصرف في غير صالح المصدر، وأيضا خصم الكمبيالات المسحوبة بالعملة

¹ السعيد عثاني، آثار تقلبات أسعار الصرف وتدابير المؤسسة الاقتصادية لمواجهتها- حالة مؤسسة الملح بسكرة، مذكرة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة باتنة، 2006، صص 63-69.

² B. . Kenen Peter , Fixed versus floating exchange rates , Cato journal , Vol . N° 1, Cato Institute , 2000 , P.110.

³ سمية موري، آثار تقلبات أسعار الصرف على العائدات النفطية-دراسة حالة الجزائر، مذكرة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة تلمسان، 2010، صص 49-50.

الفصل الأول..... تأثير أنظمة أسعار الصرف على مؤشرات الأسهم

الأجنبية في بلده أو في بلد المستورد والحصول على قيمتها فوراً مقابل عمولة يدفعها للبنك الذي تولى عملية الخصم، واللجوء لشركات تحصيل الديون حيث تبيع الشركة مستحقاتها المالية بالعملة الأجنبية إلى أحد شركات تحصيل الديون مقابل التنازل عن نسبة من هذه المستحقات لهذه الشركة¹.

أما تقنيات التغطية الخارجية الحديثة فتتمثل في المشتقات المالية والتي تعتبر من أهم الأدوات المالية المستخدمة في السوق المالية المستعملة لمواجهة أخطار تقلبات أسعار الصرف، وهي عقود تعطي لأحد الطرفين الحق في أصل معين في تاريخ محدد ملزمة الطرف الآخر باحترام الالتزام.

وبخصوص أسواق عقود المشتقات هناك أسواق منظمة تتسم بتوحيد شروط التعامل، وهناك أخرى غير منظمة لا تخضع لأي رقابة، يتعامل في هذه الأسواق كل من المؤسسات والتي تدخلها من أجل التغطية من المخاطر المرتبطة بالنشاط، و المضاربون لتحسين المركز المالي ومسيرة المحافظ للبحث عن توسيع توظيفاتهم.

وتوجد التغطية عن طريق العقود المستقبلية للعملة وهي اتفاق بين طرفين على شراء أو بيع أصل ما في زمن محدد مستقبلاً وبسعر محدد، وتوفر العقود المستقبلية للمتعاملين فيها التحوط بهدف تخفيض أخطار تقلبات أسعار الصرف للعمليات الأجنبية، تستخدم كإجراء وقائي من أجل التخفيف من أخطار الخسارة المستقبلية الناجمة عن التقلبات السعرية المعاكسة في أسعار الفائدة، أسعار الصرف أو أسعار الأسهم بأخذ مركز مضاد في سوق العقود المستقبلية مساوي للمركز الحالي الذي يراد تغطيته، وتقوم المؤسسات بالاقتراض بالعملة الصعبة ثم الدخول في عقد أجل لتثبيت سعر الصرف الذي ستشتري به العملة الصعبة لسداد قيمة القرض².

وهناك العقود الآجلة للعملة وهي عقود تبرم بين طرفين للتعامل بأصل ما على أساس سعر محدد حين التعاقد على أن يكون التسليم لاحقاً، ويلجأ المضاربون من خلالها لتحديد سعر الصرف الآجل مساوياً لسعر الصرف الحالي، أما المتحوطون فيسعون لجعل سعر الصرف الآجل مساوياً لسعر الصرف الحالي بالإضافة لهامش الخطر، ولتجاوز مشكل تقلب أسعار الصرف يلجأ إلى أسعار الصرف الآجلة في الأسواق غير النظامية³.

كما توجد عمليات المبادلة وتجمع بين الشراء الفوري لعملة ما وبيعها آجلاً في نفس الوقت والعكس صحيح، كما أنها تتضمن تحرير عقدين متزامنين أحدهما عقد شراء والآخر عقد بيع بقيمة كل من العقدين واحد إلا أن تاريخي استحقاقهما مختلفان وتفصل بينهما فترة زمنية، ويعرف سعر المبادلة بأنه الفرق بين السعر الفوري والسعر الآجل للعملة أي فرق سعر الصرف.

بالإضافة لخيارات الصرف إذ تعطي لصاحبها حق شراء أو بيع كمية معينة من أصل ما بسعر محدد مسبقاً مقابل علاوة تنتهي صلاحيته عند تاريخ الاستحقاق، وتنقسم إلى عقود خيارات شراء وعقود خيارات بيع.

¹ سمية موري، آثار تقلبات أسعار الصرف على العائدات النفطية-دراسة حالة الجزائر، مرجع سبق ذكره، ص 51-52.

² منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، مرجع سبق ذكره، ص 475.

³ هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، مرجع سبق ذكره، ص 157.

الفصل الأول..... تأثير أنظمة أسعار الصرف على مؤشرات الأسهم

فبالنسبة للمصدرين الذين لم يقبضوا عائداتهم فوراً يقومون بشراء خيار البيع لممارسته في حال الانخفاض في قيمة العملة الصعبة التي تتم بواسطتها المعاملة عند وقت التحصيل، أما بالنسبة للمستوردين الذين لم يسددوا مبالغ صفاقتهم فعليهم أن يشتروا خيار الشراء والذي يكون من المفيد ممارسته في حال الارتفاع في قيمة العملة الصعبة لحظة السداد، وبهذا توفر خيارات الصرف تجنب الخسائر المحتملة الناتجة أساساً عن التقلبات في سعر الصرف.

وهناك القروض المتوازنة والتي تستعمل في الحالات التي يوجد فيها قيود على تحويل العملة، وأيضاً تعديل أنظمة التعامل بين الفروع التابعة للشركة.

خلاصة الفصل

من خلال هذا الفصل يتبين أن مؤشر السهم قيمة رقمية تقوم على عينة من أسهم المؤسسة التي يتم تداولها في السوق، ويعتبر مقياساً شاملاً يقيس الاتجاه العام لتحركات أسعار الأسهم، ويعتمد بناءه على مبادئ أساسية تتمثل في تقديم العينة وتبسيط وتسهيل الحساب، وأن من أهم الاستخدامات الأساسية له متابعة أداء المحفظة الاستثمارية والحكم على أداء المديرين المحترفين والتنبؤ بحركة أسعار الأسهم وتقدير أخطار المحفظة. تم التطرق لأسعار الصرف باعتبارها أهم المتغيرات الاقتصادية الكلية المؤثرة على مؤشرات الأسهم وتذبذباتها، وتمثل أداة الربط بين الاقتصاد المحلي وباقي الاقتصاديات العالمية. تبرز أهمية سعر الصرف بوصفه أحد العوامل المؤثرة في أداء الأسواق المالية وكونه أحد محددات النشاط الاقتصادي، ولما كان نشاط السوق المالية جزء مهم من النشاط الاقتصادي، فإن أي تقلب في أسعار الصرف سيجد صده فوراً في هذه السوق. إن حصيلة الدراسات الاقتصادية والقياسية التي تناولت العلاقة بين أسعار الصرف ومؤشرات الأسهم اتسمت بالندرة بسبب تباين أثر سعر الصرف على مؤشرات الأسهم من بلد إلى آخر، فضلاً عن تعدد أنظمة الصرف المتبعة ودرجة التطور المالي، ما يدعو لمحاولة تناول أهم الدراسات السابقة التي تناولت هذا الموضوع باللغة العربية واللغات الأجنبية وما يميز الدراسة الحالية عن سابقتها في الفصل الثاني.

الفصل الثاني:

عرض وتقييم للدراسات السابقة

تمهيد

إن تناول ما تطرق له الباحثون من قبل حول موضوع الدراسة، من حيث المتغيرات والطرق الإحصائية المتبعة والنتائج المتوصل إليها لبالغ الأهمية، فهو أساس الانطلاق وركيزة تجاوز النقائص والاستفادة من التجارب السابقة.

يتم في هذا الفصل إبراز أهم الدراسات السابقة العربية منها والأجنبية المتناولة كلا من مؤشرات الأسهم وأنظمة أسعار الصرف خلال فترات زمنية مختلفة ومناطق مختلفة، لمعرفة النتائج المتحصل عليها والأدوات المستخدمة في التحليل، عرضاً وتقييماً مع المقارنة بينها وبين الدراسة الحالية لإبراز أهم الفروقات الموجودة. قسم هذا الفصل إلى مبحثين تناول المبحث الأول عرض وتقييم الدراسات السابقة التي تناولت مؤشرات الأسهم باللغة العربية واللغات الأجنبية، وفي المبحث الثاني عرض وتقييم الدراسات السابقة التي تعرضت لأنظمة أسعار الصرف باللغة العربية واللغات الأجنبية مع تفصيل أهم ما يميز الدراسة الحالية عن بقية الدراسات السابقة.

المبحث الأول: عرض وتقييم الدراسات السابقة التي تناولت مؤشرات الأسهم

يتم عرض مختلف الدراسات السابقة التي تناولت موضوع مؤشرات الأسهم باللغة العربية و اللغات الأجنبية في المطلب الأول، وتقييم هذه الدراسات في المطلب الثاني.

المطلب الأول : عرض الدراسات السابقة التي تناولت مؤشرات الأسهم

وهي كما يلي:

الدراسة الأولى : دراسة غراية زهير وترقو محمد (2012) بعنوان "التحليل القياسي لاستجابة مؤشرات الأسواق المالية لديناميكية مؤشر "داو جونز" الصناعي"، مقال منشور بمجلة أداء المؤسسات الجزائرية، جامعة قاصدي مرباح ورقلة ، العدد 02 .

هدفت الدراسة الى تحليل سلوك مؤشرات بورصات فرنسا، الكويت والمغرب بالنسبة لديناميكية مؤشر "داو جونز" الصناعي خلال الفترة 2008-2010.

وخلصت الدراسة إلى وجود علاقة تكامل مشترك بين المؤشرات الثلاثة ومؤشر داو جونز باستخدام اختباري "جوهانسن" و"أنجل-غرانجر"، وتم تقدير نموذج تصحيح الخطأ وتحديد معامل التعديل، إضافة إلى الاستجابة القوية لمؤشر "كاك 40" لصددمات مؤشر "داو جونز" في حين ضعف هذه الاستجابة بالنسبة لمؤشرا بورصتي الكويت والمغرب.

الدراسة الثانية : دراسة عائشة بخالد وعبد الغني دادن ومحمد شيخي (2014) بعنوان "اختبار القدرة على

التنبؤ بعوائد مؤشر سوق الدار البيضاء المالي من 2007 إلى 2011"، مقال منشور بمجلة الباحث، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، العدد 14 .

هدفت الدراسة إلى اختبار ما إذا كانت سلسلة عائد المؤشر العام لسوق الدار البيضاء مستقلة فيما بينها وتتبع السير العشوائي، حيث قام الباحثون بتقدير مدى انحراف سلسلة مؤشر العائد عن الكفاءة على المستوى الضعيف من خلال اختبار القدرة على التنبؤ بالعوائد على المدى القصير، باقتراح نموذج وقد شملت العينة بيانات تاريخية لسعر إغلاق المؤشر العام لسوق الدار البيضاء، خلال الفترة من 2007 إلى 2011، وهي مشاهدات يومية، تبلغ 827 مشاهدة.

توصلت الدراسة الى أن النموذج المقترح أفضل من نموذج السير لعشوائي من حيث الجودة التنبؤية، وأن عوائد مؤشر سوق الدار البيضاء المالي قابلة للتنبؤ على المدى القصير، وحركة الأسعار تظهر كنتيجة لصدمة خارجية عابرة ، وبالتالي فالسوق لا يعتبر كفوًا عند المستوى الضعيف.

الدراسة الثالثة: دراسة عامر عمارن، كاظم المعموري وسليم رشيد عبود الزبيدي (2014) بعنوان: " أثر تقلبات أسعار الصرف على المؤشر العام لأسعار الأسهم دراسة تطبيقية - في سوق العراق للأوراق المالية لفترة (2005-2011)", مجلة الإدارة والاقتصاد المجلد الثالث - العدد الثاني عشر جامعة كربلاء-كلية الإدارة والاقتصاد - قسم العلوم المالية والمصرفية .

يهدف هذا البحث إلى تحديد أثر تقلبات أسعار صرف الدينار العراقي على المؤشر العام لأسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، وتحديد العلاقة بين تلك التقلبات والمؤشر العام لأسعار الأسهم. وقد تم استخدام طريقة جوهانسن- جوسليوس للتكامل المتزامن ومتجه الانحدار الذاتي وعلاقة السببية لغرناجر للتوصل للعلاقة بين سعر الصرف والمؤشر العام لأسعار الأسهم. توصلت الدراسة التطبيقية لوجود علاقة سببية ثنائية الاتجاه بين أسعار الصرف والمؤشر العام للأسعار، على أساس أن مؤشر سوق الأسهم يعتبر مؤشر عام للاتجاه المستقبلي للنشاط الاقتصادي. كما أوضحت النتائج من خلال متجه الانحدار الذاتي أن لتقلبات أسعار الصرف تأثير متباين وباتجاهات مختلفة على المؤشر العام لأسعار الأسهم من شهر إلى آخر . هذا ما معناه إمكانية استخدام سياسة سعر الصرف في التأثير على النشاط الاقتصادي من خلال التأثير في مؤشرات سوق الأوراق المالية.

الدراسة الرابعة: دراسة حسن مشرقي وأيمن الشهاب (2014) بعنوان " تحديد أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على عائد مؤشر السوق المالي في الأسواق المالية الناشئة - حالة سوقي دمشق وعمان الدوليين " - مجلة جامعة البعث - المجلد 63 - العدد 2014/11.

تم تناول البيانات الشهرية للمتغيرات الاقتصادية ومؤشري السوقيين السابقين للفترة (2010 - 2013)، بخصوص مؤشر سوق عمان تم اختيار أسعار الفائدة، التضخم، عرض النقد والناتج المحلي الإجمالي ومؤشر الإنتاج الصناعي وعجز الموازنة العامة، أما مؤشر سوق دمشق فتم اختيار أسعار الفائدة، التضخم وأسعار الصرف.

توصلت الدراسة التطبيقية إلى وجود تأثير إيجابي ضعيف لمتغير عجز الموازنة العامة على عائد مؤشر سوق عمان المالي، ووجود تأثير إيجابي ضعيف لمتغير سعر صرف الدولار على عائد مؤشر سوق دمشق للأوراق المالية فقط.

الدراسة الخامسة : دراسة مداحي محمد و ترقو محمد (2017) بعنوان "العلاقة التبادلية بين مؤشرات السوق المالي الاسلامي والتقليدي-دراسة قياسية لمؤشري JII و LQ45 بورصة اندونيسيا " ، مقال منشور بمجلة ميلاف للبحوث والدراسات، المركز الجامعي ميله ، العدد 05.

هدفت الدراسة الى اختبار العلاقة التبادلية بين المؤشر التقليدي لبورصة اندونيسيا LQ45 والمؤشر الاسلامي لها JII ، من خلال تحليل المؤشرات بصفة عامة ومؤشري بورصة اندونيسيا بصفة خاصة، اضافة الى تقدير نموذج شعاع الانحدار الذاتي وتحليل دوال الاستجابة ومكونات تباين أخطاء التنبؤ للمؤشرين. وخلصت الدراسة إلى أن هناك تأثير متبادل للمؤشرين غير أن درجة تأثر واستجابة المؤشر التقليدي أكبر من المؤشر الاسلامي فضلا عن التقلبات الكبيرة للمؤشر التقليدي مقارنة بالمؤشر الاسلامي المتميز بخاصية الاستقرار .

الدراسة السادسة : دراسة El Hasan Mohammed El-Nader1 et Ahmad Diab (2012)

، بعنوان: **Alraimony**

“The Impact of Macroeconomic Factors on Amman Stock Market Returns” article - International Journal of Economics and Finance; Vol. 4, No. 12 Published by Canadian Center of Science and Education.

قام الباحثان بدراسة العلاقة بين مؤشر سوق عمان للأوراق المالية وكل من المتغيرات الأربع وهي عرض النقود، معدل النمو في الناتج المحلي الإجمالي، التضخم وأسعار الصرف، باستخدام بيانات شهرية خلال الفترة (1991-2010) بتناول نماذج Garch/Arch .

مع لفت الانتباه إلى أن فترة الدراسة قد احتوت على بيانات تتعلق بفترة ما قبل تثبيت سعر الصرف، حيث توصلت الدراسة إلى وجود تأثير سلبي لجميع متغيرات الدراسة على مؤشر سوق عمان للأوراق المالية، ماعدا معدل النمو في الناتج المحلي الإجمالي الذي كان تأثيره ايجابيا.

الدراسة السابعة : دراسة Mirah Putu Nikita, Subiakto Soekarno (2012) ، بعنوان:

" Testing on Weak Form Market Efficiency:The Evidence from Indonesia Stock Market Year 2008-2011" Intervention - 2nd International Conference on Business, Economics, Management and Behavioral Sciences (BEMBS'2012) Oct. 13-14, 2012 Bali (Indonesia).

حاولت هذه الدراسة اختبار الكفاءة عند المستوى الضعيف بسوق اندونيسيا للأوراق المالية من 1 جانفي 2008 إلى 31 ديسمبر 2011، حيث تم استعمال سعر الإغلاق للمؤشرين IHS و LQ45، وقد استخدمت الدراسة اختبار الارتباط الذاتي واختبار التكرارات وتحليل الانحدار.

وقد توصلت الدراسة إلى أن سوق اندونيسيا المالي ليس كفؤ على المستوى الضعيف خلال فترة الدراسة، فقامت ببناء نموذج للتنبؤ، وقد أشارت الدراسة في نتائجها إلى عدم قدرة المستثمر على استخدام عائد عادل للمخاطر، وأن قواعد التداول الفني لا تزال هي القواعد المناسبة لتحقيق عائد إضافي أو غير عادي، كما أشارت إلى ضعف قوة العوائد الماضية لتفسير العوائد الحالية.

المطلب الثاني : تقييم الدراسات السابقة التي تناولت مؤشرات الأسهم

معظم الدراسات قد تطرقت لتحليل سلوك مؤشر السوق المالي وعلاقته ببقية مؤشرات الأسواق المالية الأخرى.

بعبارة أخرى تناولت العلاقة التبادلية بين مجموعة من مؤشرات الأسهم، وإمكانية التنبؤ بعوائد مؤشر الأسهم مستقبلا.

كما توجد دراسات تناولت أثر تقلبات أسعار الصرف على مؤشرات الأسهم بغض النظر عن نظام أسعار الصرف المطبق، وهناك دراسات سابقة أخرى قد تطرقت للعوامل المؤثرة في انتقال أثر أسعار الصرف على مؤشرات الأسهم، وأخرى تبنت تأثير المتغيرات الاقتصادية المختلفة على عائد مؤشر السوق المالي أو اختبار كفاءة مؤشر السوق المالي عند المستوى الضعيف.

المبحث الثاني : عرض وتقييم الدراسات السابقة التي تناولت أنظمة أسعار الصرف

حيث يتم عرض مختلف الدراسات السابقة التي تناولت موضوع أنظمة أسعار الصرف باللغة العربية واللغات الأجنبية في المطلب الأول، وتقييم هذه الدراسات في المطلب الثاني.

المطلب الأول : عرض الدراسات السابقة التي تناولت أنظمة أسعار الصرف

وهي كما يلي:

الدراسة الأولى: دراسة محمد أمين بربري (2011) بعنوان: "مبررات ودوافع التوجه الحديث لأنظمة الصرف الدولية -دراسة حالة سعر صرف الدينار الجزائري-"، مقال منشور بمجلة الباحث، جامعة قاصدي مرباح ورقلة .

توصلت الدراسة الى أن الخطوات والإصلاحات التدريجية التي مست نظام الصرف الجزائري قصد التوجه به نحو إعطاء قدر كبير من المرونة للدينار دليل على استجابة الدينار الجزائري لظاهرة التفرغ التي تعيشها أنظمة الصرف الدولية، وعلى هذا الأساس استطاعت السلطة النقدية أن تقرب الدينار الجزائري من قيمته الحقيقية وتقلص الفارق الموجود بين السعر الرسمي والموازي بفضل التوجه السليم لمختلف التعديلات والإصلاحات التي

استطاعت أن تمنح الوقت اللازم والسامح للمتغيرات الاقتصادية الكلية والجزئية أن تتأقلم بشكل جيد مع هذا التوجه بأقل التكاليف، وتزامن هذا التحرير التدريجي مع اتفاق الشراكة الأورو المتوسطية والدخول المرتقب للجزائر في المنظمة العالمية للتجارة، هذا ما يجعل الحكومة الجزائرية أمام مسؤولية الاجتهاد أكثر لتعزيز قابلية تحويل الدينار الجزائري والعمل على تحسين نوعية وكفاءة خدمات المنظومة المصرفية خاصة سرعة عمليات الصرف والتحويل، مع السهر على تقليص ظاهرة لجوء العملات الأجنبية إلى السوق الموازي.

كما تم التوصل الى أنه على الحكومة الجزائرية أن تعزز وتحسن من وضعية الاقتصاد الحقيقي مستغلة الإيرادات الكبيرة التي تجنيها من اقتصاد الربيع واحتياطاتها ، وعلى وجه الخصوص الاهتمام بالاقتصاد الحقيقي .

الدراسة الثانية: دراسة محمد جبوري (2013) بعنوان: " تأثير أنظمة أسعار الصرف على التضخم والنمو الاقتصادي: دراسة نظرية وقياسية باستخدام بيانات بانل" ، أطروحة دكتوراه في العلوم الاقتصادية ، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير والعلوم التجارية، جامعة أبي بكر بلقايد تلمسان.

استهدفت الدراسة تأثير أنظمة أسعار الصرف على التضخم والنمو الاقتصادي، بعد استعراض الدراسات النظرية حول الموضوع، تناولت الدراسة التطبيقية عينة تتكون من 50 دولة خلال الفترة من عام 1980 حتى عام 2008، من خلال قياس تأثير طبيعة أنظمة أسعار الصرف على التضخم والنمو الاقتصادي.

تم استخدام نماذج بيانات بانل، ولتقدير هذه النماذج تم استخدام طريقة العزوم المعممة المطورة حديثا. تشير النتائج إلى تحقيق الأنظمة الثابتة والوسيلة أفضل النتائج فيما يتعلق بالتضخم والتي تتوافق مع النظرية الاقتصادية التي تشير إلى أن الأنظمة الثابتة تقدم أفضل أداء ومردودية في التحكم في التضخم.

أما فيما يخص النمو الاقتصادي، فقد أشارت النتائج إلى وجود تأثير ايجابي للأنظمة القطبية وبشكل خاص للنظام العائم على النمو الاقتصادي، بينما تقلل الأنظمة الوسيطة من النمو، وتؤكد هذه النتائج على أن النظام العائم يكون الأكثر ملائمة لتحفيز وزيادة النمو الاقتصادي .

كما أوضحت النتائج من خلال متجه الانحدار الذاتي أن لتقلبات أسعار الصرف تأثير متباين وباتجاهات مختلفة على المؤشر العام لأسعار الأسهم من شهر إلى آخر ، ما معناه إمكانية استخدام سياسة سعر الصرف في التأثير على النشاط الاقتصادي من خلال التأثير في مؤشرات السوق المالي.

الدراسة الثالثة: دراسة سيدي أحمد كبداني و محمد فؤاد قاسم (2013) بعنوان "تأثير أنظمة سعر الصرف على النمو الاقتصادي لمجموعة من دول الـ MENA باستعمال معطيات Panel وتقنية شعاع الانحدار الذاتي VAR"، مقال منشور بمجلة أداء المؤسسات الجزائرية، جامعة قاصدي مرباح ورقلة.

تتمحور الدراسة حول الأثر الذي يمكن أن يخلفه اختيار أنظمة سعر الصرف على النمو الاقتصادي بالنسبة لمجموعة مختارة من دول الـ MENA (مصر، المملكة العربية السعودية، الكويت، الجزائر، تونس، المغرب وليبيا) باستخدام معطيات البنال وتقنية شعاع الانحدار الذاتي .

تناولت مراجعة الإطار النظري والقياسي لإمكانية وجود العلاقة بينهما، مع الاهتمام بتطور أنظمة الصرف، والعوامل المحددة بالنسبة لكل دولة فيما يخص اختيارها لنظام سعر صرف مثالي، والنتائج الاقتصادية الكلية المتحصل عليها ضمنه.

توصلت إلى نتيجة مفادها عدم تأثير طبيعة نظام سعر الصرف المتبع على معدلات النمو في هذه المجموعة، أي أنه لا يمكن لأي نظام سعر صرف معين أن يكون صالحا لكل الدول أو بصفة دائمة.

الدراسة الرابعة: دراسة عمار جعفري (2013) بعنوان " إشكالية اختيار نظام الصرف الملائم في ظل التوجه الحديث لأنظمة الصرف الدولية -دراسة حالة نظام سعر الصرف في الجزائر للفترة (1990-2010)"، مذكرة ماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة محمد خيضر بسكرة.

توصلت الدراسة نظريا إلى أنه لا يوجد نظام صرف يلائم كل البلدان وفي كل الأوقات وأن عملية الاختيار بين التثبيت والتعويم تصبح أكثر صعوبة إذا كان الاقتصاد يجمع بين الخصائص المرجحة لسياسة التثبيت والخصائص المرجحة لسياسة التعويم.

وفي هذه الحالة لا بد من دراسة كل اقتصاد على حدى بالتركيز على الخصائص الهيكلية التي يتميز بها هذا الأخير، وبما أن الجزائر تشهد تحولات عميقة جراء الانتقال من الاقتصاد الموجه إلى الاقتصاد الحر عليها أن تعيد النظر في سياسة سعر الصرف واختيار نظام الصرف الأمثل الذي يلائم هذه المرحلة، مع الأخذ بعين الاعتبار الخصائص الهيكلية للاقتصاد الجزائري وبالاعتماد على طبيعة الصدمات الاقتصادية وهيكل الإنتاج والصادرات وكذلك معيار الشركاء التجاريين ودرجة الانفتاح الاقتصادي ومستوى التضخم وحجم الاحتياطات الرسمية.

كما توصلت الدراسة تطبيقيا أن نظام الصرف المدار هو النظام الملائم للاقتصاد الجزائري في الفترة الراهنة مع التدرج في عملية تحرير الدينار الجزائري.

الدراسة الخامسة: دراسة علاء زياد خزم (2015) بعنوان " تقييم أنظمة سعر الصرف في سورية خلال الفترة (1990 - 2010) " ، مذكرة ماجستير في العلوم المالية والمصرفية، جامعة تشرين سوريا.

هدفت الدراسة إلى تقييم أنظمة سعر الصرف في سوريا خلال الفترة 1990-2010 وفقا لمعايير اختيار نظام سعر الصرف الأمثل لمعرفة ما إذا كان الانتقال الذي تم بتاريخ سنة 2002 إلى نظام صرف أكثر مرونة، من خلال فك ربط الليرة السورية بالدولار الأمريكي وربطها بوحدة حقوق السحب الخاصة خيارا أمثلا، و لتحقيق هذا الهدف تمت دراسة نظام سعر الصرف الأمثل في سوريا مع هامش تذبذب 9 % خلال الفترة 1990-2010 بالاستناد إلى معيارين: الخصائص الهيكلية للاقتصاد السوري و طبيعة الصدمات الاقتصادية التي يتعرض لها. فيما يتعلق بالمعيار الأول، تم تحليل مجموعة من الخصائص الهيكلية للاقتصاد السوري التي اعتبرتها الأدبيات الاقتصادية ذات تأثير هام على الأداء الاقتصادي، وبالتالي على اختيار نظام الصرف الأمثل.

أظهرت نتائج التحليل أن كلا من مؤشرات الانفتاح الاقتصادي، التطور الاقتصادي والتكامل المالي تعطي أفضلية لتطبيق نظام صرف ثابت في سوريا خلال فترة الدراسة، بالمقابل فإن بقية الخصائص الاقتصادية المدروسة، والمتعلقة بالتركز السلعي والجغرافي للتجارة الخارجية، التطور المالي، التضخم، مخزون الدولة من الاحتياطات الأجنبية وعدم تطابق العملة، تعطي أفضلية لتطبيق نظام صرف أكثر مرونة.

أما فيما يتعلق بالمعيار الثاني، فقد تم استخدام دوال الاستجابة وتحليل التباين من نموذج متجه الانحدار الذاتي، وذلك من أجل إظهار الأهمية النسبية لكل من الصدمات الداخلية الممثلة بصدمات السياسة النقدية وصدمات السياسة المالية إضافة للصدمات الخارجية والممثلة بصدمات التجارة الخارجية في تفسير التغيرات في الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي في سوريا، و توظيف النتائج في اختيار نظام سعر الصرف الأمثل بالاستناد إلى النموذج النظري لماندل- فلنغ حيث أظهرت النتائج أن صدمة التجارة الخارجية هي المصدر الأساسي للتقلبات في الناتج الحقيقي في سوريا خلال الفترة المدروسة لذلك فإن الانتقال نحو نظام سعر صرف أكثر مرونة يبدو خيارا ملائما لسوريا.

الدراسة السادسة: دراسة Chaker Aloui et Haithem sassi (2005) بعنوان

"Regime de change et croissance economique : une investigation empirique

" Article -La Doc. française ;Économie internationale 104 (2005),

تناول الباحثان موضوع نظام الصرف والنمو الاقتصادي من خلال دراسة تجريبية، حيث وضح الباحث الأسس النظرية للعلاقة بين أنظمة الصرف والنمو الاقتصادي، ثم قام باختبار صحة الفرضيات النظرية في دراسة قياسية، قاما بها لإثبات طبيعة العلاقة بين أنظمة الصرف والنمو الاقتصادي لعينة تتكون من 53 دولة خلال المدة 1973 - 1998 وهذا باستعمال طريقة panel للاقتصاد القياسي.

تشير النتائج التي تم التوصل إليها إلى أن نظم سعر الصرف التي لها ارتباط بالسياسة النقدية، سواء كانت أنظمة سعر صرف ثابتة أو متغيرة أو أنظمة وسيطة، تؤثر تأثيرا إيجابيا على النمو، كما تبين النتائج أن من المهم جدا مراعاة إطار السياسة النقدية المصاحب لنظام سعر الصرف عند تقييم آثار هذا النظام على الأداء العام للاقتصاد.

الدراسة السابعة: دراسة **Lassana Yougbare (2009)** بعنوان

" Effets macroéconomiques des régimes de change : essais sur la volatilité, la croissance économique et les déséquilibres du taux de change réel" Thèse de doctorat- Université d'auvergne, Clermont-Ferrand 1 Faculté des Sciences Economiques et de Gestion Centre d'etudes et de Recherches sur le Développement International

تناولت موضوع انعكاسات أنظمة الصرف على أداء الاقتصاد الكلي أي تقلبات الاقتصاد الكلي، النمو الاقتصادي واختلال توازن سعر الصرف الحقيقي.

ركز في دراسته على قياس العلاقة بين أطراف موضوع البحث وعلاقتها باختيار نظام الصرف لثلاث مجموعات من الدول تختلف فيما بينها في مستوى ودرجة التنمية الاقتصادية.

المطلب الثاني : تقييم الدراسات السابقة التي تناولت أنظمة أسعار الصرف

معظم الدراسات قد تطرقت لتأثير أنظمة أسعار الصرف على التضخم والنمو الاقتصادي ومتغيرات اقتصادية أخرى بواسطة بيانات البانل وشعاع الانحدار الذاتي .
وبعبارة أخرى تطرقت لانعكاس أنظمة أسعار الصرف على أداء الاقتصاد الكلي وعلاقتها بالنمو الاقتصادي.

كما تناولت مبررات ودوافع التوجه الحديث لأنظمة الصرف الدولية، وإشكالية اختيار نظام الصرف الملائم في ظل التوجه الحديث لأنظمة الصرف الدولية في مناطق مختلفة، بالإضافة للدراسات التي قد تبنت عملية تقييم أنظمة أسعار الصرف المتبعة في عديد الدول.

خلاصة الفصل

يمكن القول بأن الدراسة الحالية تختلف عن بقية الدراسات السابقة في جملة من النقاط، فمن حيث مجتمع الدراسة تتناول العلاقة ما بين أنظمة أسعار الصرف وبين مؤشرات الأسهم في كل من السوق المالية للأردن المطبقة لنظام أسعار صرف ثابت والسوق المالية لتونس المطبقة لنظام أسعار صرف مرن، وبهذا يكمن الفرق في أن هذه الدراسة الأولى وطينا التي درست العلاقة بين أنظمة أسعار الصرف ومؤشرات الأسهم باستخدام أسلوب التكامل المتزامن ونموذج تصحيح الخطأ، كما أنها تعتبر من أطول الدراسات التطبيقية فيما يتعلق بالجمال الزمني ومن خلال عدد المشاهدات، أما من حيث مجال الدراسة فمقارنة بالدراسات السابقة تعتبر هذه الدراسة الوحيدة التي تناولت إمكانية التكامل بين أنظمة أسعار الصرف ومؤشرات الأسهم لدول عربية مختلفة المناطق فالأردن مثال عن دول المشرق العربي وتونس مثال عن دول المغرب العربي .

لم تتطرق الدراسات السابقة لعلاقة أنظمة أسعار الصرف بمؤشرات الأسهم مباشرة، فمعظمها قد تناولتها تحت مصطلح أسعار الصرف دون التقيد بنوع النظام المتبع، سواء بربط العلاقة ما بين أنظمة أسعار الصرف وبين متغيرات اقتصادية أخرى كالتضخم والنمو الاقتصادي ، أو ما بين أسعار الصرف ومؤشرات أسهم السوق المالية، أو ما بين مؤشرات الأسهم وبين بقية المتغيرات الاقتصادية الأخرى.

ومن خلال الدراسات السابقة تعتبر هذه الدراسة من الدراسات القليلة باللغة العربية التي تناولت استخدام أسلوب التكامل المتزامن لاختيار نظام الصرف الملائم على مستوى دول عربية متنوعة وتأثيره على مؤشرات الأسهم في هذه الأسواق المالية، لأن أغلب الدراسات السابقة استخدمته في دراسة متغيرات أخرى وفي مناطق أخرى .

الباب الثاني:

الدراسة التطبيقية - حالة السوقين
الماليين للأردن وتونس -

تمهيد

يتطرق الباب الثاني للدراسة التطبيقية لحالة السوقين الماليين للأردن وتونس، ويضم فصلين حيث تم تناول الطريقة المتبعة في الدراسة والأدوات الإحصائية والبرامج المستخدمة، والتحليل الإحصائي ودراسة استقرارية السلاسل الزمنية في الفصل الأول، كما تم عرض أهم النتائج المستفاد من استخدام أسلوب التكامل المتزامن بطريقة جوهانسون ولنموذج تصحيح الخطأ واختبارات السببية لغرانجر، لتمام مناقشة النتائج المستخرجة في الفصل الثاني.

الفصل الأول:

الدراسة الوصفية الإحصائية

تمهيد

يتم في هذا الفصل إبراز كيفية انجاز الدراسة التطبيقية، بإعطاء صورة حول اختيار مجتمع الدراسة والعينات، كما تحدد المتغيرات وكيفية قياسها، أي بعبارة أشمل طريقة جمع المعطيات بتفصيل، والأدوات الإحصائية والقياسية المستخدمة في تحليل المعطيات، والبرامج الإحصائية المستعملة في المبحث الأول.

أما في المبحث الثاني تقدم تحليل إحصائي للمتغيرات، ودراسة استقرارية السلاسل الزمنية الخاصة بمؤشري أسهم السوقين الماليين للأردن وتونس، وأسعار صرف عملاتهما مقابل الدولار الأمريكي، بالإضافة لأسعار الفائدة وعرض النقود، اعتماداً على اختبارات ADF (1981) - PP (1988).

المبحث الأول: أدوات ومتغيرات الدراسة

تتضح في هذا المبحث كيفية اختيار مجتمع الدراسة والعينات في المطلب الأول، ومتغيرات الدراسة من كيفية قياس وطريقة جمع، وعملية تلخيص للمعطيات المجمعة. أما في المطلب الثاني فيتم تناول الأدوات القياسية المستخدمة في الدراسة، وأهم البرامج الإحصائية المستخدمة في معالجة المعطيات.

المطلب الأول : متغيرات الدراسة

بالطرق لكيفية اختيار مجتمع وعينات الدراسة التطبيقية، ومن ثم تحديد المتغيرات وتلخيص المعطيات.

الفرع الأول : مجتمع وعينات الدراسة

يتمثل مجتمع الدراسة في:

✓ السوق المالية للأردن.

✓ السوق المالية لتونس.

ولقد تم اختيار هذين السوقين الماليين واستبعاد بقية الأسواق المالية الأخرى، لتوفر المعلومات المطلوبة لفترات زمنية طويلة نسبياً مقارنة ببقية الأسواق المالية العربية الأخرى مثل: السوق المالي للمغرب، السوق المالي لدبي، السوق المالي للكويت... الخ، وتم استبعاد السوق المالي للجزائر لأن البيانات المتوفرة في موقعه الإلكتروني بداية من سنة 2008، مما يقلل من حجم فترة الدراسة، علاوة على أن هذه البيانات يومية وبيانات السوقين الماليين للأردن وتونس شهرية مما يؤدي لعدم توافق البيانات.

تمت هذه الدراسة للفترة الممتدة من سنة 2001 إلى غاية سنة 2016، أي حوالي 192 مشاهدة شهرية، وتم الحصول على مؤشرات الأسهم وأسعار الصرف من موقع : [www. sa.investing.com](http://www.sa.investing.com) وعلى أسعار الفائدة وعرض النقود من موقعي البنكين المركزيين للأردن وتونس على التوالي:

www.bct.gov.tn ، [www. cbj.gov.jo](http://www.cbj.gov.jo)

الفرع الثاني : طريقة جمع المتغيرات وقياسها

تتمثل متغيرات الدراسة في مؤشرات الأسهم وأسعار صرف عملات الدول المدروسة مقابل الدولار الأمريكي وفق النظام المطبق، وأسعار الفائدة وعرض النقود بإدخال اللوغاريتم النيبيري:

أولاً : المتغير التابع

ويضم:

- مؤشرات الأسهم (LNIND): وهي تقنية تعطي نظرة أشمل على تطور أسعار السوق المالية في وقت معين، وعادة ما يكون الأساس الحسابي لمؤشر محدود، يشمل عينة من القيم المتداولة التي لها تمثيل كبير للسوق محل الدراسة.

ثانياً: المتغيرات المستقلة

وتتضمن:

- أسعار الصرف: والتي تنقسم بدورها إلى:

أسعار صرف ثابتة (LNIEX1): ويتم تبعا لها تثبيت سعر صرف العملة، إما إلى عملة واحدة تتميز بالاستقرار والقوة دون إحداث تغيير إلا نادرا، أو لسلة عملات أجنبية اعتمادا على الوزن النسبي للتجارة أو لحقوق السحب الخاصة.

أسعار صرف مرنة (LNIEX2): وتعني ترك سعر العملة ليتحدد في السوق، وفقا لقوى العرض والطلب كأية سلعة أخرى، وعليه لا تكون معرفة بعملة دولية أو بمعيار دولي كالذهب، وتتراوح بين سعر الصرف العائم مرورا بسعر الصرف المدار، و انتهاء بسعر الصرف الزاحف.

- سعر الفائدة (LNINT): وهو السعر المدفوع من طرف البنك المركزي للبنوك التجارية، مقابل الإيداعات المالية.

- عرض النقود (LNSM): وهو الرصيد الكلي من العملات والأدوات المالية السائلة المتداولة في اقتصاد ما.

وقد تم توضيح أنظمة أسعار الصرف المتبعة في الدول العربية العينة في الجدول التالي:

جدول (01-1): أنظمة أسعار الصرف المتبعة مقابل الدولار الأمريكي للأردن وتونس

| العملة (الرمز المستخدم) | نظام سعر الصرف المتبع مقابل الدولار الأمريكي | البورصة |
|-------------------------|--|---------|
| الدينار الأردني (J) | نظام الصرف الثابت (الربط بالدولار الأمريكي) | الأردن |
| الدينار التونسي (T) | نظام الصرف المرن (التعويم المدار) | تونس |

المصدر: من إعداد الباحث

أما بالنسبة للدولار الأمريكي فرمزه: (U)، وبخصوص المعطيات المجمعة فهي ملخصة في الملحق رقم 1.

المطلب الثاني: الأدوات القياسية والبرامج الإحصائية المستخدمة في الدراسة

يتناول هذا المطلب الاختبارات المعتمدة لدراسة استقرارية السلاسل الزمنية، وأسلوب التكامل المتزامن لجوهانسون ونموذج تصحيح الأخطاء، واختبارات السببية لغرانجر، بالإضافة للبرامج الإحصائية المستعملة.

الفرع الأول : الاختبارات المعتمدة لدراسة الاستقرارية

تتم دراسة الاستقرارية باستخدام تقنية تحليل السلاسل الزمنية، ويتطلب ذلك مجموعة من الاختبارات نذكر منها :

أولاً : اختبار ADF (1981)

يقوم اختبار ADF على اختبار المعنوية الإحصائية، لمقدرة النماذج بطريقة المربعات الصغرى العادية وهي:
- نموذج AR(P) من الدرجة P :

$$M(1) = \nabla Y_t = \lambda Y_t - \sum_{j=2}^p \phi_1 \nabla Y_{t-j+1} + \varepsilon_t \dots (1-01)$$

- نموذج AR(P) مع وجود الثابت :

$$M(2) = \nabla Y_t = \lambda Y_t - \sum_{j=2}^p \phi_1 \nabla Y_{t-j+1} + c + \varepsilon_t \dots (1-02)$$

- نموذج AR(P) مع وجود الثابت والاتجاه العام :

$$M(3) = \nabla Y_t = \lambda Y_t - \sum_{j=2}^p \phi_1 \nabla Y_{t-j+1} + b_t + c + \varepsilon_t \dots (1-03)^1$$

يختلف النموذج الثاني عن الأول في احتوائه على حد ثابت، أما الثالث فيختلف عن الأول والثاني في وجود حد ثابت ومتغير تجاه الزمن².

يتم اختبار المعنوية الإحصائية للمقدرة الأولى ϕ_i في النموذج ككل، ويتم تحديد درجة التأخير بالاعتماد على إحصائية Akaike وإحصائية Schwarz .

ثانياً : اختبار PP (1988)

يهدف لتجاوز مشكل الارتباط الذاتي بين الأخطاء العشوائية، وذلك بالقيام بالتصحيح غير المعلمي لإحصائيات ADF ، ويتم إجراء هذا الاختبار عبر أربع مراحل هي:

- تقدير معاملات النموذج الثلاث M(1), M(2), M(3) لاختبار ADF ؛

- حساب التباين قصير الأجل، وهو عبارة عن المتوسط الحسابي للأخطاء العشوائية (البواقي):

$$\hat{\sigma}^2 = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^n \varepsilon_i^2 \dots (1-04)$$

- حساب المعامل التصحيحي، أي ما يسمى بالتباين طويل الأجل من خلال العلاقة التالية:

$$S_t^2 = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^n \widehat{\varepsilon}_i^2 + 2 \sum_{i=1}^l (1 - \frac{i}{l+1}) \frac{1}{N} \sum_{i+1}^n \widehat{\varepsilon}_i \widehat{\varepsilon}_{i-1} \dots (1-05)$$

- تحديد عدد التأخيرات L، ويمكن حسابه باستخدام العلاقة التالية:

$$L \approx 4(N/100)^{2/9}$$

- حساب إحصائية PP، وذلك من خلال العلاقة التالية:

¹ علي بن الضب، دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المدرجة بالبورصة - سوق الكويت 2009/2006، م. ماجستير غ م، علوم التسيير جامعة ورقلة، 2008/2009، ص 192.

² أحمد سلامي، اختبار علاقة التكامل المشترك بين سعر الصرف ومعدلات التضخم في الاقتصاد الجزائري للفترة 1970/2014، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، جامعة ورقلة، العدد السابع، 2015، ص 37.

$$t_{\phi_t^*} = \sqrt{k} \frac{\phi_t^*}{\sigma^2 \phi_t^*} + \frac{N(k-1)\widehat{\sigma^2} \phi_t^*}{\sqrt{k}} \quad \dots(1-06)$$

حيث: $k = \frac{\sigma^2 \phi_t^*}{s_t^2}$ ، والتي تصبح مساوية للواحد في حالة إذا ما كانت الأخطاء ذات تشويش أبيض، ثم تتم مقارنة إحصائية PP مع القيمة الحرجة المجدولة ل Mackinnon¹.

الفرع الثاني : الاختبارات المستخدمة

يتم التطرق لأسلوب التكامل المتزامن لجوهانسون، نموذج تصحيح الخطأ واختبار السببية لغرانجر.

أولاً : أسلوب التكامل المتزامن لجوهانسون

يتفوق هذا الأسلوب على انجل - غرانجر، لتناسبه مع العينات صغيرة الحجم، في حالة وجود أكثر من متغيرين، والأهم من ذلك أنه يكشف عن ما إذا كان هناك تكاملاً مشتركاً فريداً.

للتحقق من وجود توازن طويل الأجل بين السلاسل الزمنية المستقرة عند نفس الدرجة، ويتم ذلك عن طريق

إجراء اختبارين وهما:

1- اختبار الأثر : حيث يختبر فرضية العدم، القائلة بأن هناك على الأكثر q من متجهات التكامل المشترك، مقابل الفرضية البديلة ($q=r$)، ويتم حساب إحصائية هذا الاختبار وفق العلاقة التالية:

$$\lambda_{trace} = -t \sum_{i=r+1}^n \log (1 - \lambda_i) \quad \dots(1-07)$$

حيث:

k : حجم العينة.

r : رتبة المصفوفة.

λ_i : القيمة الذاتية رقم i لمصفوفة التباين - التباين المشترك.

وقبل تطبيق طريقة جوهانسن للتكامل المشترك، يجب تحديد عدد فترات الإبطاء p للسيرورة VAR، ولتحديده نستخدم معياري Akaike و Schwarz ، واختياره يتضمن تقدير كل نماذج VAR لفترات إبطاء من 0 إلى h .

حيث:

h : الإبطاء الأكبر المقبول اقتصادياً².

2- اختبار القيمة الذاتية العظمى :

ويتم حساب الإحصائية التالية :

$$\lambda_{max} = -t \log(1 - \lambda_i) \quad \dots(1-08)$$

¹ علي بن الضب، دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة المدرجة بالبورصة - سوق الكويت 2009/2006، مرجع سبق ذكره، ص 192.

² أحمد سلامي، محمد شبيخي، اختبار العلاقة السببية والتكامل المشترك بين الادخار والاستثمار في الاقتصاد الجزائري للفترة 2011/1970، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، العدد الثالث عشر، 2013، ص 127.

حيث يتم اختبار فرضية العدم، القائلة بأن عدد أشعة التكامل $r = r$ مقابل الفرضية البديلة القائلة بأن عدد أشعة التكامل $r+1$ ¹.

ويكون اختبار جوهانسون كما يلي :

$r = 0$ لا توجد علاقة تكامل متزامن.

$r = k$ كل المتغيرات مستقرة ولا يمكن إجراء الاختبار.

$k-1 > r > 1$ توجد علاقة تكامل متزامن بين المتغيرات².

ثانيا : نموذج تصحيح الخطأ

يقوم هذا النموذج على فرضية مفادها أن هناك علاقة توازنية طويلة المدى تحدد القيمة التوازنية للمتغير التابع، وهي نادرة الحدوث، وإذا أخذ هذا الأخير قيما تختلف عن قيمته التوازنية سرعان ما يظهر خطأ التوازن، الذي يتم تصحيحه كليا أو تصحيح جزء منه على المدى الطويل، على ألا يطبق هذا النموذج إلا بعد نجاح اختبار جوهانسون للتكامل المتزامن³.

أشار غرانجر إلى أن وجود تكامل مشترك بين متغيرات، مفاده وجود علاقة سببية بين تلك المتغيرات في اتجاه واحد على الأقل، مالا يمكن اكتشافه دائما إذا كانت النتائج مبنية على اختبار غرانجر التقليدي للسببية، لذا يمكن تحديد اتجاه العلاقة السببية بين المتغيرات عن طريق استخدام نموذج تصحيح الخطأ، إذا كان حد الخطأ في النموذج معنويا إحصائيا.

لتقدير نموذج تصحيح الخطأ يتم ادخال مقدرات سلسلة بواقى العلاقة طويلة الأجل، كمتغير مستقل مبطأ لفترة واحدة في نموذج VAR وفق المعادلة التالية:

$$\Delta Y_t = \gamma Z_{t-1} + \sum_{i=0}^p \alpha_i \Delta X_{t-i} + \sum_{j=1}^p b_j \Delta Y_{t-j} - \varepsilon_t \dots (1-09)$$

حيث:

γ : معلمة سرعة التعديل للتوازن⁴.

كما يكون التقدير وفق طريقة غرانجر عند وجود متغيرين فقط وعبر مرحلتين، بواسطة طريقة المربعات الصغرى العادية على المدى الطويل، ثم ادخال سلسلة البواقى مبطأة لفترة على المدى القصير، حيث يؤخذ بعين الاعتبار التفاعل بين المدى الطويل وال المدى القصير كما يلي¹:

¹ عبد الغني دادن، راضية كروش، دراسة محددات تكامل أسواق الأموال - حالة دول شمال افريقيا (مصر - تونس - الجزائر - المغرب)، المجلة الجزائرية للعلوم والسياسات الاقتصادية، جامعة الجزائر 3، العدد السادس، 2016، ص ص 53-54.

² أحمد سلامي، محمد شيخي، اختبار العلاقة السببية والتكامل المشترك بين الادخار والاستثمار في الاقتصاد الجزائري للفترة 1970/2011، مجلة الباحث، مرجع سبق ذكره، ص 127.

³ شفيق عريش - عثمان نقاز - رولى شقيق اسماعيل، اختبارات السببية والتكامل المشترك في تحليل السلاسل الزمنية، مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية، المجلد 33، العدد الخامس، 2011، ص 85.

⁴ شفيق عريش - عثمان نقاز - رولى شقيق اسماعيل، اختبارات السببية والتكامل المشترك في تحليل السلاسل الزمنية، مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية، مرجع سبق ذكره، ص 85.

$$\Delta y_t = \alpha_1 \Delta x_t + \alpha_2 e_{t-1} + u_t \dots (1-10)$$

ثالثا : اختبار السببية لغرانجر

يعرف غرانجر العلاقة السببية بين المتغيرات على أنها وجود علاقة تبادلية بين متغيرين في القيمة الحالية والماضية، ويتضمن هذا الاختبار نموذج انحدار ذاتي :

$$Y_t = \delta_0 + \sum_{i=1}^p \delta_i Y_{t-i} + \sum_{j=1}^q \lambda_j X_{t-j} + u_t \dots (1-11)$$

$$X_t = \alpha_0 + \sum_{i=1}^n \alpha_i X_{t-i} + \sum_{j=0}^m \beta_j Y_{t-1} + v_t \dots (1-12)$$

حيث :

$\alpha_t, \beta, \delta, \lambda$: معلمات يراد تقديرها.

u_t, v_t : حدين عشوائيين بتباين ثابت ومتوسط حسابي يساوي صفر، ويتم تقدير المعادلتين باستخدام طريقة المربعات الصغرى².

عند الحصول على القيمة الجدولة لاختبار فيشر نقارن بينها وبين القيمة المحسوبة فإذا كانت :

القيمة المحسوبة < القيمة الجدولة، نرفض فرضية العدم أي المتغير X يسبب المتغير Y.

القيمة المحسوبة > القيمة الجدولة، نقبل فرضية العدم أي المتغير X لا يسبب المتغير Y.

وتكون لدينا 4 نتائج محتملة لاختبار السببية ل غرانجر على النحو التالي :

المتغير X يسبب المتغير Y والمتغير Y لا يسبب المتغير X .

المتغير X لا يسبب المتغير Y والمتغير Y يسبب المتغير X .

المتغير X يسبب المتغير Y والمتغير Y يسبب المتغير X .

المتغير X لا يسبب المتغير Y والمتغير Y لا يسبب المتغير X³.

الفرع الثالث : البرامج الإحصائية المستخدمة في الدراسة

تم استخدام البرنامج الإحصائي Eviews، وهو برنامج متقدم في التحليل القياسي وبناء وتقدير النماذج

الاقتصادية، وقد تم تصميمه للتعامل مع المشاكل الإحصائية الناجمة عن تقدير نماذج الانحدار، مثل الارتباط

الذاتي والمتعدد واختلاف التباين، وأخطاء صياغة النماذج.

يشتمل على تقنيات متعددة في تحليل السلاسل الزمنية، وأساليب فحص جذر الوحدة وأساليب التكامل

المتزامن.

¹ مراد باريك، التحرير التجاري وسعر الصرف الحقيقي - دراسة حالة الجزائر ، م. ماجستير غ م، العلوم الاقتصادية جامعة تلمسان، 2013/2014، ص ص 120-121

² عبد الغني دادن، راضية كروش، دراسة محددات تكامل أسواق الأموال - حالة دول شمال افريقيا (مصر - تونس - الجزائر - المغرب)، المجلة الجزائرية للعلوم والسياسات الاقتصادية، مرجع سبق ذكره، ص ص 53-54.

³ سعيد هنتاه، دراسة اقتصادية وقياسية لظاهرة التضخم في الجزائر ، م. ماجستير غ م، العلوم الاقتصادية جامعة ورقلة، 2005/2006، ص ص 94-95.

المبحث الثاني: تحليل إحصائي ودراسة استقرارية متغيرات الدراسة

يتم في هذا المبحث تقديم تحليل وصفي إحصائي لمتغيرات الدراسة في المطلب الأول، ودراسة استقرارية سلاسل مؤشرات السوقين الماليين للأردن وتونس، وأسعار صرف عملاتهما مقابل الدولار الأمريكي وأسعار الفائدة وعرض النقود في المطلب الثاني.

المطلب الأول: التحليل الوصفي الإحصائي لمتغيرات الدراسة

يدرج في هذا المطلب تحليل وصفي إحصائي لمتغيرات الدراسة والمتمثلة في سلاسل مؤشرات الأسهم للأردن وتونس وأسعار صرف عملاتهما مقابل الدولار الأمريكي وأسعار الفائدة وعرض النقود.

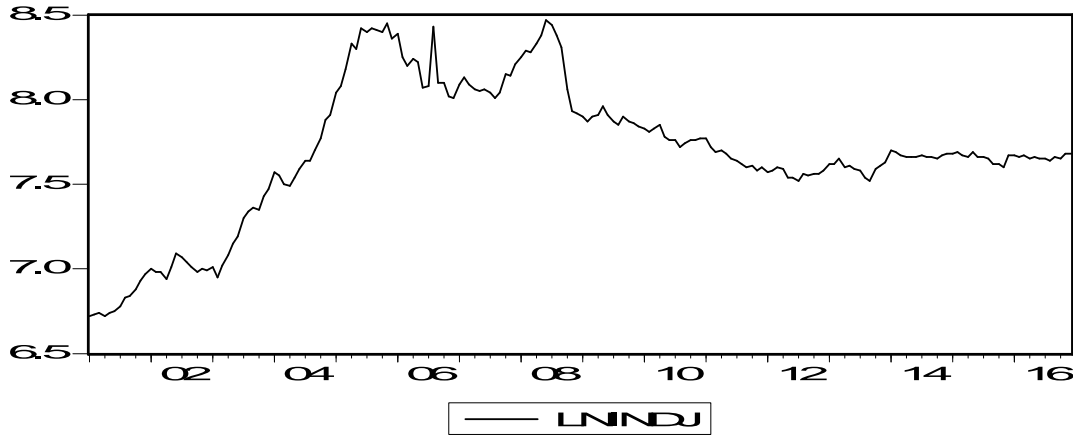
الفرع الأول: التحليل الوصفي الإحصائي لمؤشرات الأسهم

بتقديم عرض لتطور السلاسل الزمنية لمؤشري الأسهم للأردن وتونس.

أولاً: عرض تطور سلسلة مؤشر أسهم الأردن خلال الفترة 2001/01/01 - 2016/12/31

حيث يتم عرض تطور مؤشر أسهم الأردن خلال الفترة المدروسة، كما يبرزه الشكل التالي:

شكل (1-01): تطور مؤشر أسهم الأردن خلال الفترة 2001/01/01 - 2016/12/31



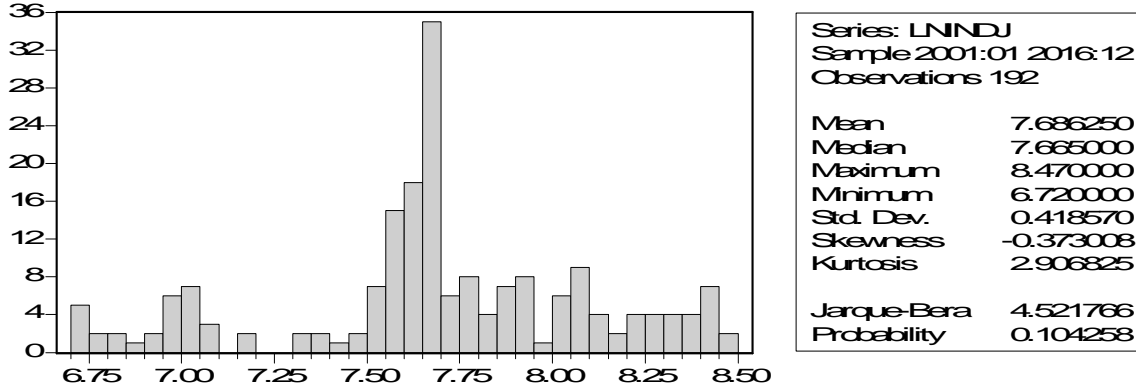
المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على معطيات الدراسة والبرنامج الإحصائي Eviews

يلاحظ من خلال الشكل أعلاه أن تطور مؤشر أسهم الأردن LNINDJ في حالة تذبذب بين الصعود والنزول، ويمتاز بوجود مركبة اتجاه عام للسلسلة، كما بلغت أقصى قيمة له 8.47 شهر جوان 2008 وأدنى قيمة له 6.72 شهر جانفي 2001.

كما يوضح الشكل (1-02) بأن مؤشر أسهم الأردن قد حقق متوسط أسعار قدر ب 7.68 كما سجل قيمة انحراف تقدر ب 0.41 لتعبر عن مستوى المخاطر، أما بخصوص معامل الالتواء فهو سالب ويقدر ب - 0.37 ومختلف عن 0، كما أن معامل التفلطح موجب ويقدر ب 2.90 ويختلف عن 3 ما يعني بأن توزيعها

الإحصائي لا يتوزع طبيعياً، رغم ما تؤكدته إحصائية Jarque-bera 4.52 التي كانت أقل من إحصائية $\chi^2_{0.05}(2) = 5.99$.

شكل (1-02): التوزيع الاحتمالي لسلسلة مؤشر أسهم الأردن خلال الفترة 2001/01/01 - 2016/12/31

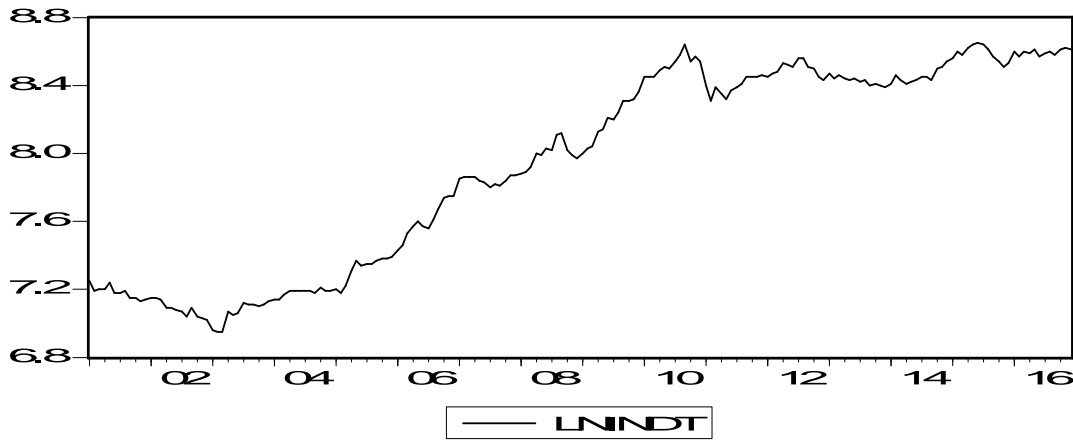


المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على معطيات الدراسة والبرنامج الإحصائي Eviews

ثانياً: عرض تطور سلسلة مؤشر أسهم تونس خلال الفترة 2001/01/01 - 2016/12/31

ويتم عرض تطور مؤشر أسهم تونس خلال الفترة المدروسة، كما يبرزه الشكل التالي:

شكل (1-03): تطور مؤشر أسهم تونس خلال الفترة 2001/01/01 - 2016/12/31



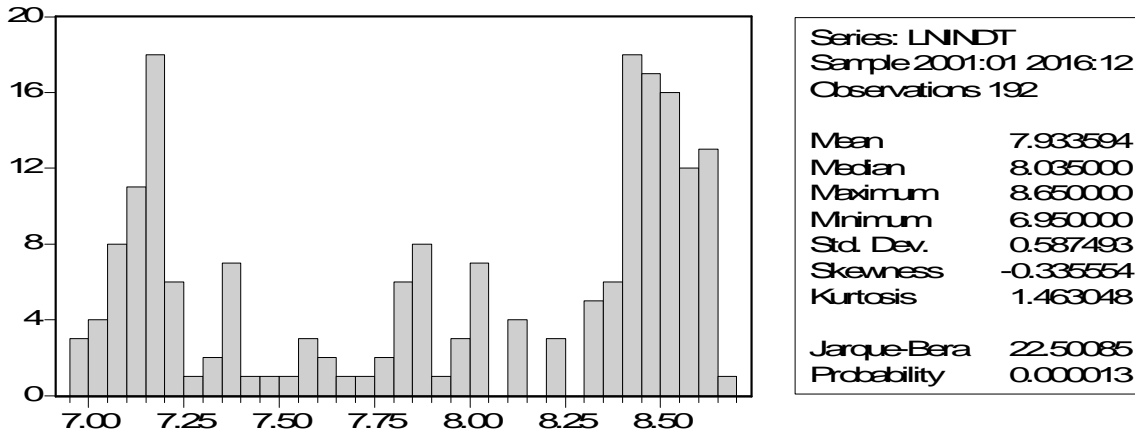
المصدر: من إعداد الطالب بالاعتماد على معطيات الدراسة والبرنامج الإحصائي Eviews

يلاحظ من خلال الشكل أعلاه أن تطور مؤشر أسهم تونس LNINDT في حالة تذبذب بين الصعود والنزول ويمتاز بوجود مركبة اتجاه عام للسلسلة، كما بلغت أقصى قيمة له 8.65 شهر جوان 2015 وأدنى قيمة له 6.95 شهر مارس 2003.

كما يوضح الشكل (1-04) بأن مؤشر أسهم تونس قد حقق متوسط أسعار قدر ب 7.93، كما سجل قيمة انحراف تقدر ب 0.58 لتعبر عن مستوى المخاطر، أما بخصوص معامل الالتواء فهو سالب ويقدر ب -

0.33 ويختلف عن 0 ، كما أن معامل التفلطح موجب ومقدر ب 1.46 ومختلف عن 3 ما يعني بأن توزيعها الإحصائي لا يتوزع طبيعياً، وهو ما تؤكدته إحصائية Jarque-bera 22.50 التي كانت أكبر من إحصائية $x_{0.05}^2(2) = 5.99$.

شكل (1-04) : التوزيع الاحتمالي لمؤشر أسهم تونس خلال الفترة 2001/01/01 - 2016/12/31



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على معطيات الدراسة والبرنامج الإحصائي Eviews

الفرع الثاني : التحليل الوصفي الإحصائي لأسعار صرف العملات مقابل الدولار الأمريكي

بتقديم عرض تطور السلاسل الزمنية لأسعار صرف عمليتي الأردن وتونس مقابل الدولار الأمريكي.

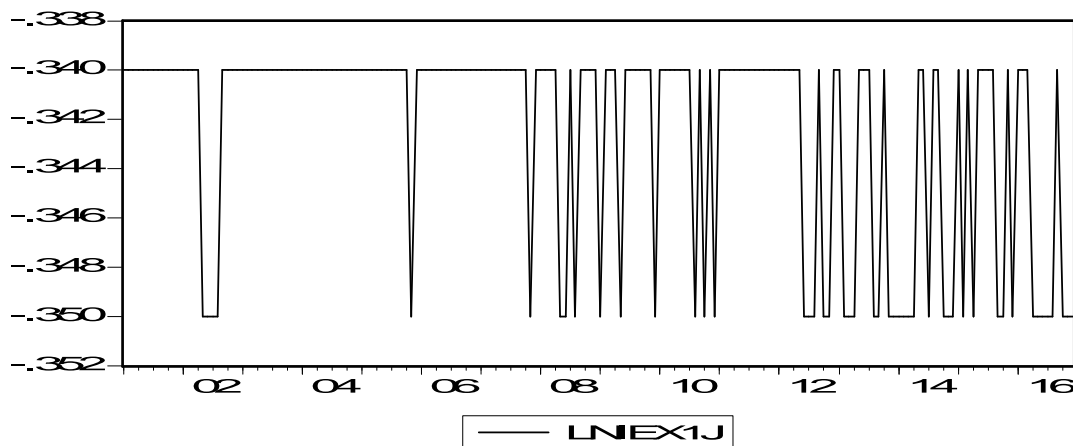
أولاً: عرض تطور سلسلة أسعار صرف الدينار الأردني مقابل الدولار الأمريكي خلال الفترة 2001/01/01 -

2016/12/31 -

يتم عرض تطور أسعار صرف الدينار الأردني مقابل الدولار الأمريكي خلال الفترة المدروسة، كما يبرزه

الشكل التالي:

شكل(1-05) : تطور أسعار صرف الدينار الأردني مقابل الدولار الأمريكي خلال الفترة 2001/01/01 - 2016/12/31

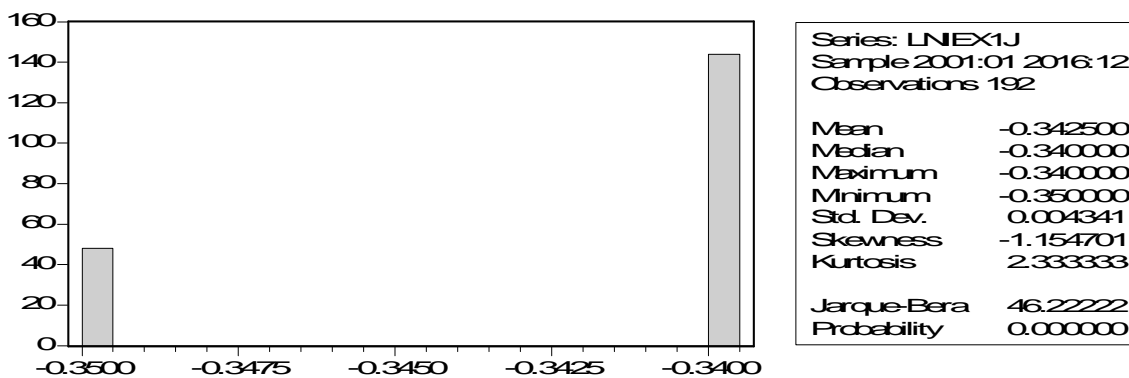


المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على معطيات الدراسة والبرنامج الإحصائي Eviews

يلاحظ من خلال الشكل أعلاه أن تطور أسعار صرف الدينار الأردني مقابل الدولار الأمريكي في حالة تذبذب بين الصعود والنزول ويمتاز بوجود مركبة اتجاه عام للسلسلة، كما بلغت أقصى قيمة له -0.340 خلال الفصل الأول 2001 وأدنى قيمة له -0.350 شهر نوفمبر 2014. كما يوضح الشكل (1-06) بأن أسعار صرف الدينار الأردني مقابل الدولار الأمريكي قد حقق متوسط أسعار قدر ب-0.342 كما سجل قيمة انحراف تقدر ب 0.004 لتعبر عن مستوى المخاطر، أما بخصوص معامل الالتواء فهو سالب ويقدر ب -1.154 ويختلف عن 0 كما أن معامل التفلطح موجب ومقدر ب 2.333 ويختلف عن 3 ما يعني بأن توزيعها الإحصائي لا يتوزع طبيعياً، وهو ما تؤكدته إحصائية Jarque-bera 46.22 التي كانت أكبر من إحصائية $x^2_{0.05}(2) = 5.99$.

شكل(1-06) : التوزيع الاحتمالي لأسعار صرف الدينار الأردني مقابل الدولار الأمريكي خلال الفترة

2016/12/31 - 2001/01/01

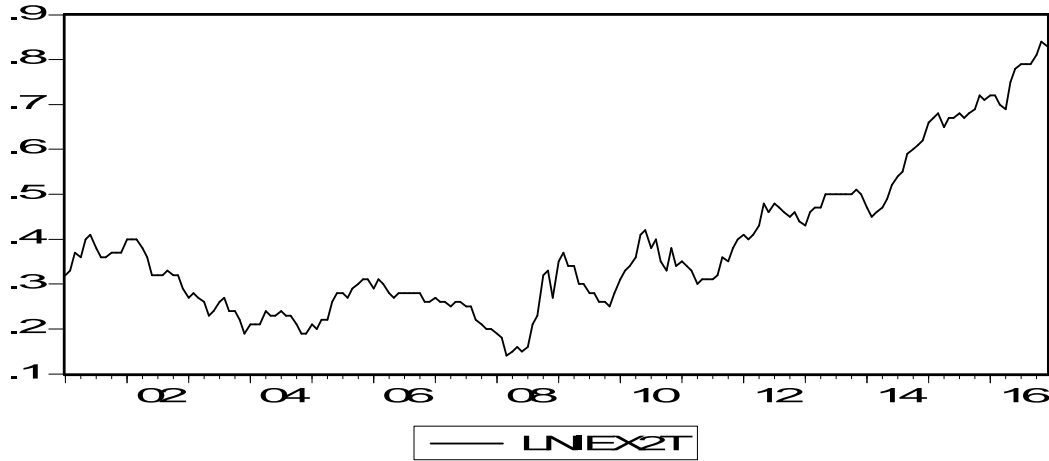


المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على معطيات الدراسة والبرنامج الإحصائي Eviews

ثانيا: عرض تطور سلسلة أسعار صرف الدينار التونسي مقابل الدولار الأمريكي خلال الفترة
2016/12/31 - 2001/01/01

حيث يتم عرض تطور أسعار صرف الدينار التونسي مقابل الدولار الأمريكي خلال الفترة المدروسة، كما
يبرزه الشكل التالي:

شكل(1-07) : تطور أسعار صرف الدينار التونسي مقابل الدولار الأمريكي خلال الفترة 2001/01/01
- 2016/12/31

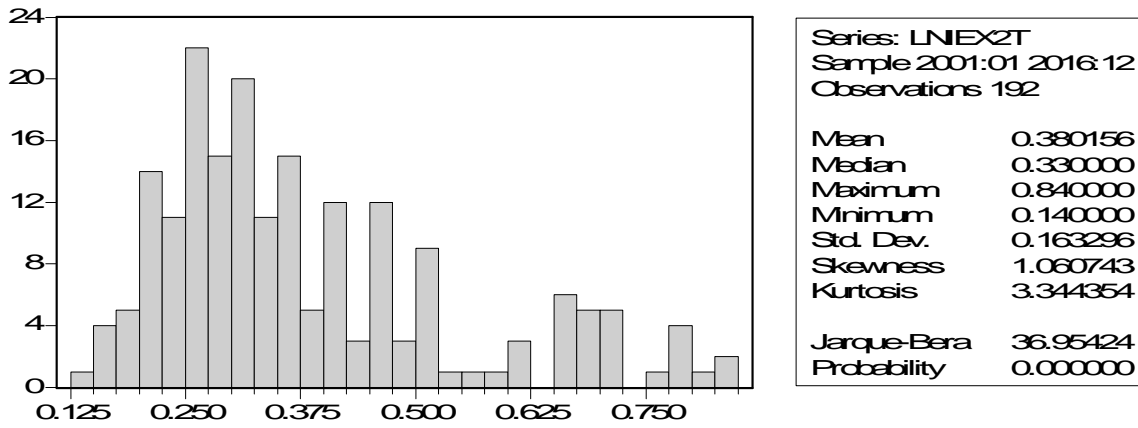


المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على معطيات الدراسة والبرنامج الإحصائي Eviews

يلاحظ من خلال الشكل أعلاه أن تطور أسعار صرف الدينار التونسي مقابل الدولار الأمريكي
LNEX2T في حالة تذبذب بين الصعود والنزول ويمتاز بوجود مركبة اتجاه عام للسلسلة، كما بلغت أقصى
قيمة له 0.84 شهر نوفمبر 2016 وأدنى قيمة له 0.14 شهر مارس 2008.

كما يوضح الشكل (1-08) بأن أسعار صرف الدينار التونسي مقابل الدولار الأمريكي قد حقق متوسط
أسعار قدر بـ 0.38 كما سجل قيمة انحراف تقدر بـ 0.16 لتعبر عن مستوى المخاطر، أما بخصوص معامل
الالتواء فهو موجب ويقدر بـ 1.06 ويختلف عن 0 كما أن معامل التفلطح موجب و يقدر بـ 3.34 ويختلف
عن 3 ما يعني بأن توزيعها الإحصائي لا يتوزع طبيعياً، وهو ما تؤكدته إحصائية Jarque-bera 36.95 التي
كانت أكبر من إحصائية $x_{0.05}^2(2) = 5.99$.

شكل (1-08) : التوزيع الاحتمالي لأسعار صرف الدينار التونسي مقابل الدولار الأمريكي خلال الفترة
2016/12/31 - 2001/01/01



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على معطيات الدراسة والبرنامج الإحصائي Eviews

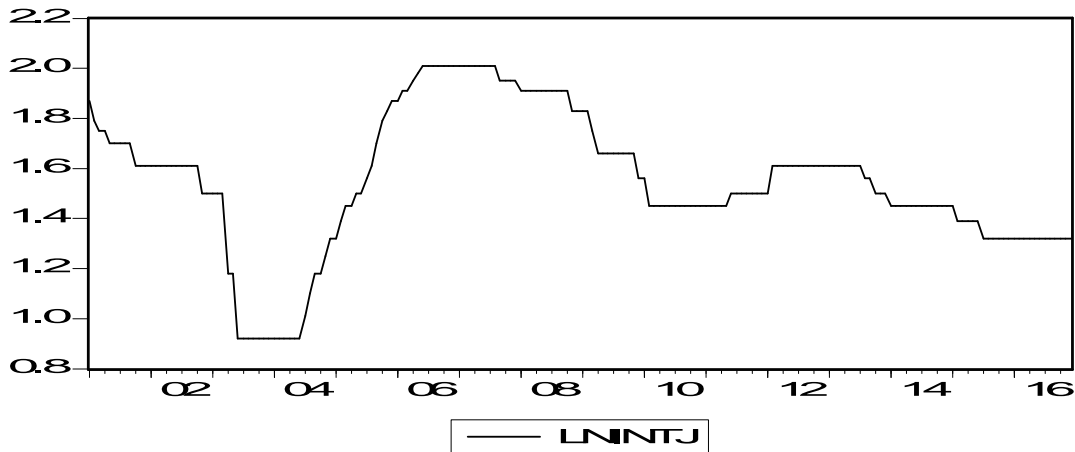
الفرع الثالث : التحليل الوصفي الإحصائي لأسعار الفائدة

بتقديم عرض لتطور السلاسل الزمنية لأسعار الفائدة للأردن وتونس.

أولاً: عرض تطور سلسلة أسعار الفائدة للأردن خلال الفترة 2016/12/31 - 2001/01/01

بعرض تطور أسعار الفائدة للأردن خلال الفترة المدروسة، كما يبرزه الشكل التالي:

شكل (1-09) : تطور أسعار الفائدة للأردن خلال الفترة 2016/12/31 - 2001/01/01



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على معطيات الدراسة والبرنامج الإحصائي Eviews

يلاحظ من خلال الشكل أعلاه أن تطور أسعار الفائدة للأردن LNINTJ في حالة تذبذب بين الصعود

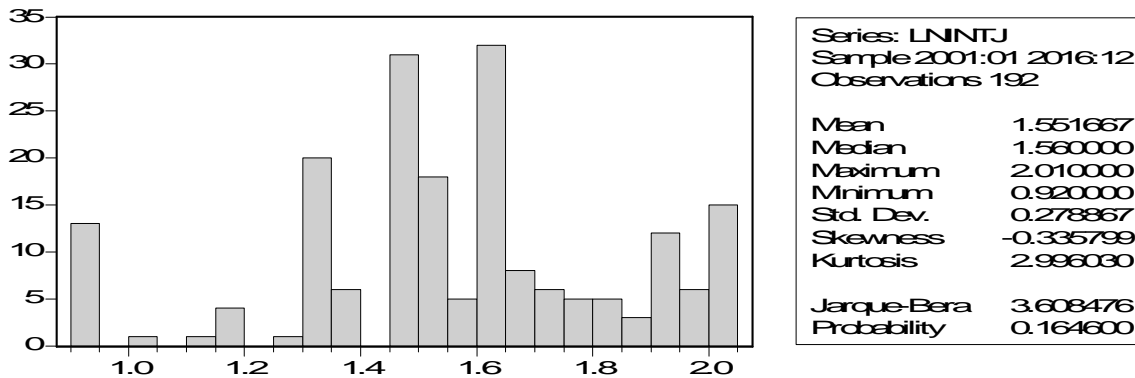
والنزول ويمتاز بوجود مركبة اتجاه عام للسلسلة، كما بلغت أقصى قيمة له 2.01 وأدنى قيمة له 0.92 .

كما يوضح الشكل (1-10) بأن أسعار الفائدة للأردن قد حقق متوسط أسعار قدر بـ 1.55 كما سجل

قيمة انحراف تقدر بـ 0.27 لتعبر عن مستوى المخاطر، أما بخصوص معامل الالتواء فهو سالب ويقدر بـ -

0.33 و يختلف عن 0 كما أن معامل التفلطح مقدر ب 2.99 و يختلف عن 3 ما يعني بأن توزيعها الإحصائي لا يتوزع طبيعياً، رغم ما تؤكدته إحصائية Jarque-bera 3.60 التي كانت أقل من إحصائية $x_{0.05}^2(2) = 5.99$.

شكل (1-10) : التوزيع الاحتمالي لأسعار الفائدة للأردن خلال الفترة 2001/01/01 - 2016/12/31

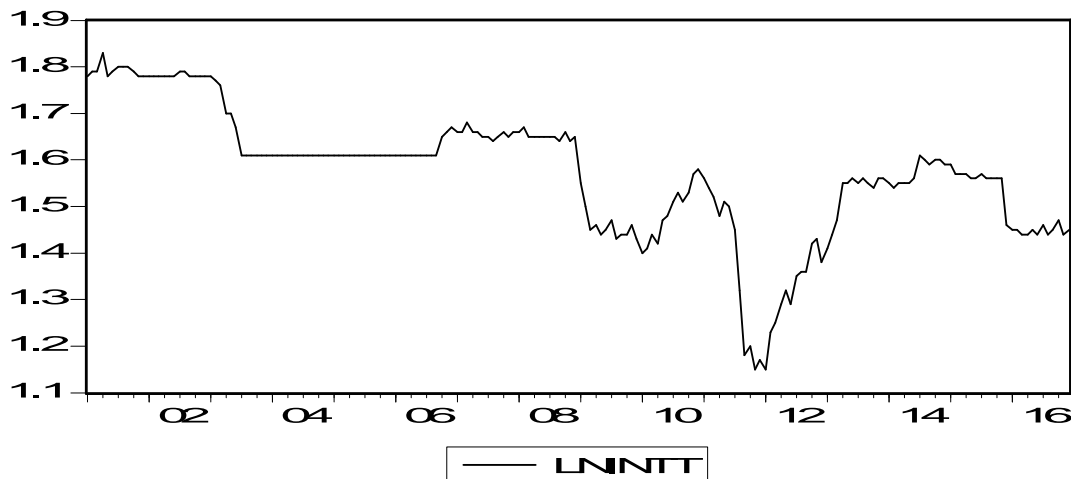


المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على معطيات الدراسة والبرنامج الإحصائي Eviews

ثانياً: عرض تطور سلسلة أسعار الفائدة لتونس خلال الفترة 2001/01/01 - 2016/12/31

ويتم عرض تطور أسعار الفائدة لتونس خلال الفترة المدروسة، كما يبرزه الشكل التالي:

شكل (1-11) : تطور أسعار الفائدة لتونس خلال الفترة 2001/01/01 - 2016/12/31

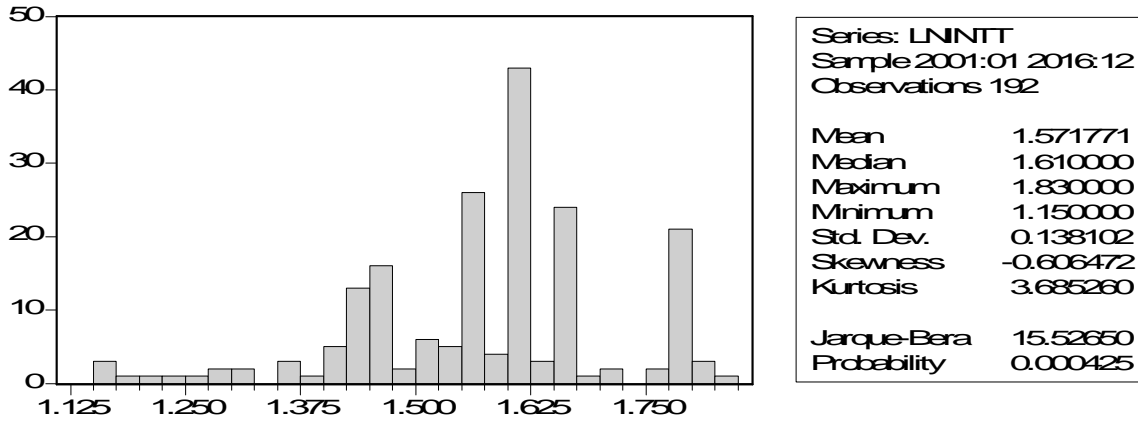


المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على معطيات الدراسة والبرنامج الإحصائي Eviews

يلاحظ من خلال الشكل أعلاه أن تطور أسعار الفائدة لتونس LNINTT في حالة تذبذب بين الصعود والنزول ويمتاز بوجود مركبة اتجاه عام للسلسلة، كما بلغت أقصى قيمة له 1.83 شهر أبريل 2001 وأدنى قيمة له 1.15 شهر نوفمبر 2011 و جانفي 2012.

كما يوضح الشكل (1-12) بأن أسعار الفائدة لتونس قد حقق متوسط أسعار قدر بـ 1.57 كما سجل قيمة انحراف تقدر بـ 0.13 لتعبر عن مستوى المخاطر ، أما بخصوص معامل الالتواء فهو سالب ويقدر بـ - 0.60 ومختلف عن 0 كما أن معامل التفلطح مقدر بـ 3.68 ومختلف عن 3 ما يعني بأن توزيعها الإحصائي لا يتوزع طبيعياً، وهذا ما تؤكدته إحصائية Jarque-bera 15.52 التي كانت أكبر من إحصائية $x_{0.05}^2(2) = 5.99$.

شكل(1-12) : التوزيع الاحتمالي لأسعار الفائدة لتونس خلال الفترة 2001/01/01 - 2016/12/31



المصدر :من إعداد الباحث بالاعتماد على معطيات الدراسة والبرنامج الإحصائي Eviews

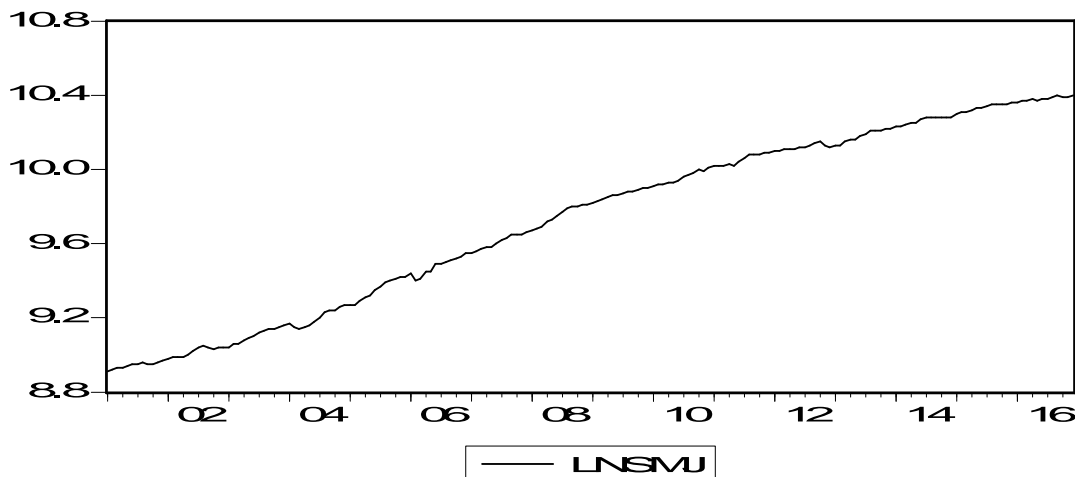
الفرع الرابع : التحليل الوصفي الإحصائي لعرض النقود

بتقديم عرض لتطور السلاسل الزمنية لعرض النقود للأردن وتونس.

أولاً: عرض تطور سلسلة عرض النقود للأردن خلال الفترة 2001/01/01 - 2016/12/31

بعرض تطور عرض النقود للأردن خلال الفترة المدروسة، كما يبرزه الشكل التالي:

شكل(1-13) : تطور عرض النقود للأردن خلال الفترة 2001/01/01 - 2016/12/31

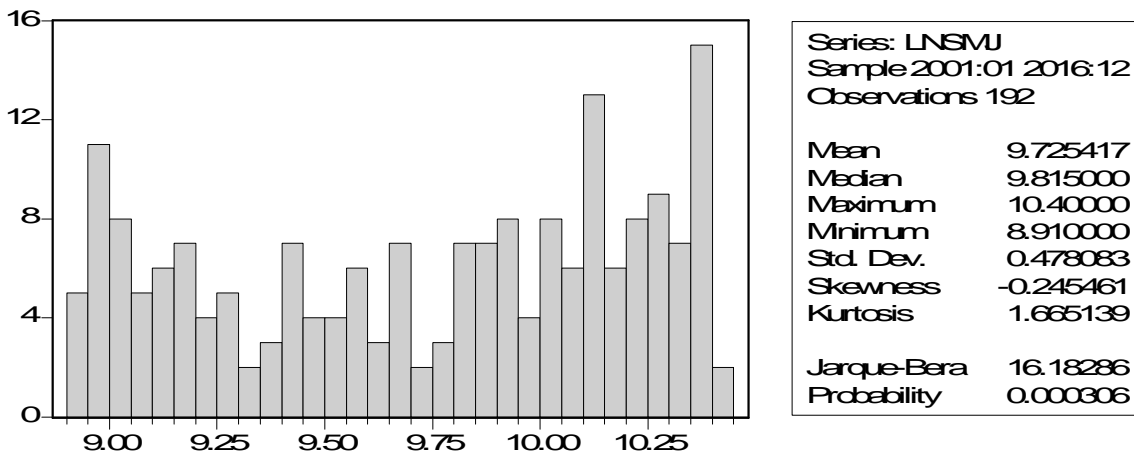


المصدر :من إعداد الباحث بالاعتماد على معطيات الدراسة والبرنامج الإحصائي Eviews

يلاحظ من خلال الشكل أعلاه أن تطور عرض النقود للأردن LNSMJ في حالة تذبذب بين الصعود والنزول ويمتاز بوجود مركبة اتجاه عام للسلسلة، كما بلغت أقصى قيمة له 10.40 شهر ديسمبر 2016 وأدنى قيمة له 8.91 شهر جانفي 2001.

كما يوضح الشكل (1-14) بأن عرض النقود للأردن قد حقق متوسط أسعار قدر بـ 9.72 كما سجل قيمة انحراف تقدر بـ 0.47 لتعبر عن مستوى المخاطر ، أما بخصوص معامل الالتواء فهو سالب ويقدر بـ 0.24 ويختلف عن 0 كما أن معامل التفلطح مقدر بـ 1.66 ومختلف عن 3 ما يعني بأن توزيعها الإحصائي لا يتوزع طبيعياً، وهو ما تؤكدته إحصائية Jarque-bera التي كانت أكبر من إحصائية $x_{0.05}^2(2) = 5.99$.

شكل (1-14) : التوزيع الاحتمالي لعرض النقود للأردن خلال الفترة 2001/01/01 - 2016/12/31

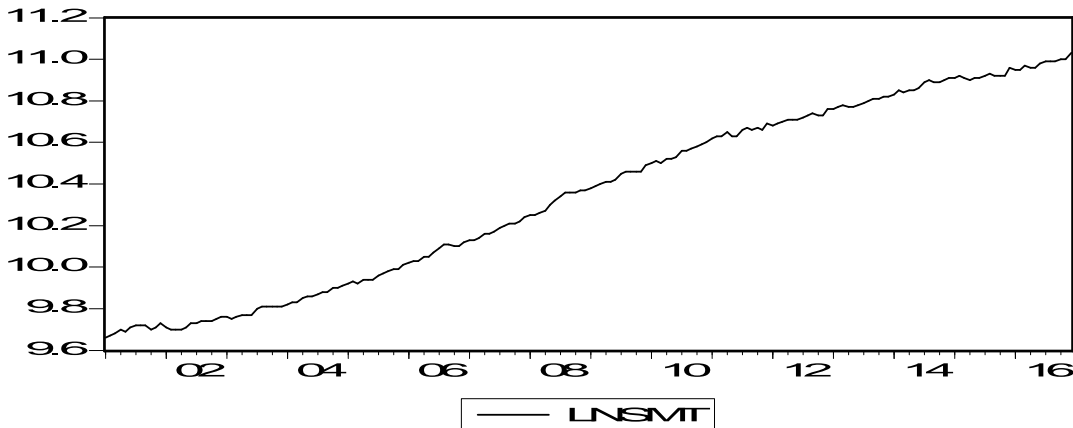


المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على معطيات الدراسة والبرنامج الإحصائي Eviews

ثانياً: عرض تطور سلسلة عرض النقود لتونس خلال الفترة 2001/01/01 - 2016/12/31

ويتم عرض تطور عرض النقود لتونس خلال الفترة المدروسة، كما يبرزه الشكل التالي:

شكل (1-15) : تطور عرض النقود لتونس خلال الفترة 2001/01/01 - 2016/12/31

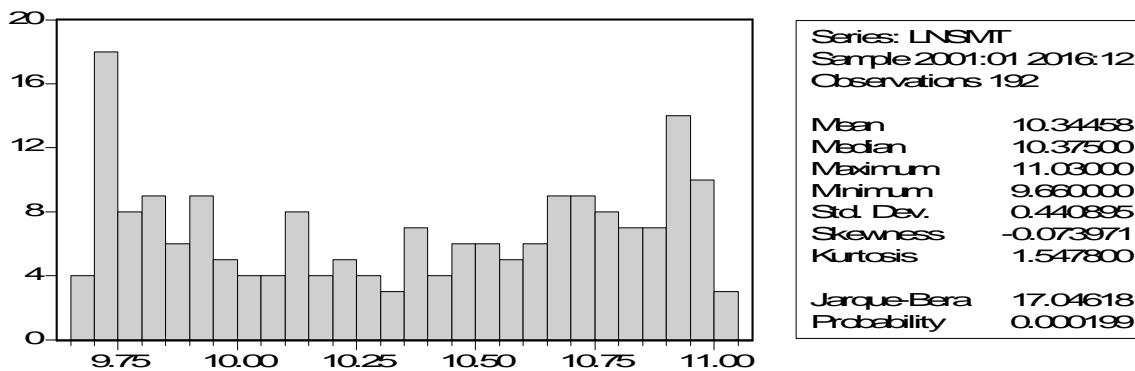


المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على معطيات الدراسة والبرنامج الإحصائي Eviews

يلاحظ من خلال الشكل أعلاه أن تطور عرض النقود لتونس LNSMT في حالة تذبذب بين الصعود والنزول ويمتاز بوجود مركبة اتجاه عام للسلسلة، كما بلغت أقصى قيمة له 11.03 شهر ديسمبر 2016 وأدنى قيمة له 9.66 شهر جانفي 2001.

كما يوضح الشكل (1-16) بأن عرض النقود لتونس قد حقق متوسط أسعار قدر ب 10.34 كما سجل قيمة انحراف تقدر ب 0.44 لتعبر عن مستوى المخاطر، أما بخصوص معامل الالتواء فهو سالب ويقدر ب 0.07- ويختلف عن 0 كما أن معامل التفلطح مقدر ب 1.54 ويختلف عن 3 ما يعني بأن توزيعها الإحصائي لا يتوزع طبيعياً، وهو ما تؤكدُه إحصائية Jarque-bera 17.04 التي كانت أكبر من إحصائية $x_{0.05}^2(2) = 5.99$.

شكل(1-16) : التوزيع الاحتمالي لعرض النقود لتونس خلال الفترة 2001/01/01 - 2016/12/31



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على معطيات الدراسة والبرنامج الإحصائي Eviews

المطلب الثاني : دراسة استقرارية متغيرات الدراسة

يتم في هذا المطلب إدراج اختبارات دراسة استقرارية سلاسل مؤشرات الأسهم لكل من الأردن وتونس وأسعار صرف عملاتهما مقابل الدولار الأمريكي بالإضافة لأسعار الفائدة وعرض النقود.

الفرع الأول : دراسة استقرارية سلاسل مؤشرات الأسهم

بدراسة استقرارية سلسلة مؤشر أسهم الأردن ، فسلسلة مؤشر أسهم تونس.

أولاً: دراسة استقرارية سلسلة مؤشر أسهم الأردن

من خلال التحليل الإحصائي والشكل الممثل لتطور سلسلة مؤشر أسهم الأردن يتبين كونها غير مستقرة، وللتأكد من ذلك تتم دراسة الارتباط الذاتي لها واختبار استقراريتها من خلال اختبار ADF الموسع واختبار PP، ثم للسلسلة ذات الفروقات من الدرجة الأولى.

1- اختبار استقرارية سلسلة مؤشر أسهم الأردن الأصلية :

يوضح الجدول (1-02) النتائج الإحصائية التي تم الحصول عليها من جراء تطبيق اختبار ADF الموسع

و اختبار PP عند مستوى معنوية 5% لسلسلة مؤشر أسهم الأردن LNINDJ، كما يتضمن القيم الحرجة لكل اختبار عند هذا المستوى، حيث يتضح بأن السلسلة غير مستقرة وتحتوي على جذر وحدوي باعتبار أن القيمة المحسوبة بالقيمة المطلقة أقل تماما من القيمة الحرجة ل Mackinnon بالقيمة المطلقة، ولما سبق وكخطوة موالية يتم تطبيق الاختبارين السابقين عند الفروق من الدرجة الأولى للسلسلة DLNINDJ .

جدول (1-02) : نتائج اختبار الاستقرارية للسلسلة LNINDJ الأصلية

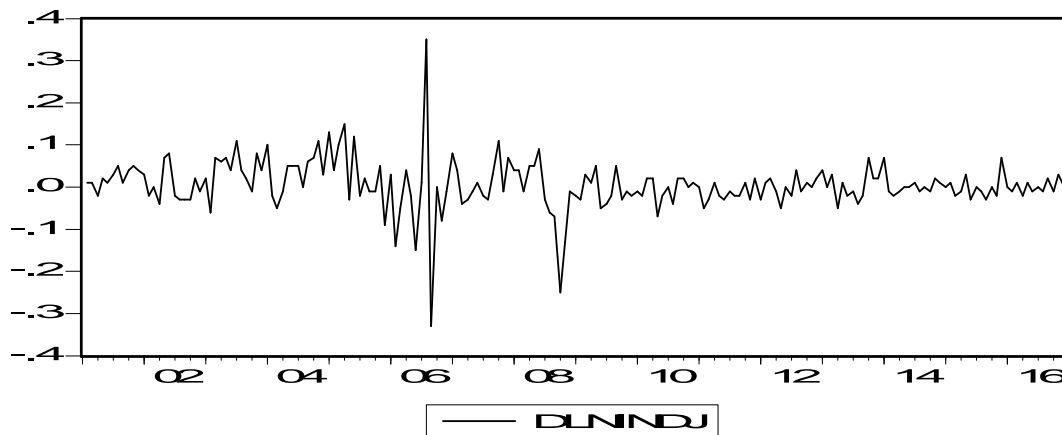
| اختبار PP H_0 : يوجد جذر وحدوي | | | اختبار ADF H_0 : يوجد جذر وحدوي | | | نوع الاختبار |
|----------------------------------|-------|-------|-----------------------------------|-------|-------|------------------------|
| (3) | (2) | (1) | (3) | (2) | (1) | نموذج الاختبار |
| -1.89 | -2.33 | 0.89 | -2.18 | -2.47 | 0.68 | القيمة المحسوبة LNINDJ |
| -3.43 | -2.88 | -1.94 | -3.43 | -2.88 | -1.94 | القيمة الحرجة |

المصدر : من إعداد الباحث بالاعتماد على معطيات الدراسة والبرنامج الإحصائي Eviews

2- عرض تطور سلسلة مؤشر أسهم الأردن ذات الفروقات من الدرجة الأولى خلال الفترة 2016/12/31-2001/01/01 :

ولجعل السلسلة LNINDJ مستقرة يتم القيام بإجراء الفروقات من الدرجة الأولى للحصول على السلسلة الجديدة DLNINDJ والممثلة في الشكل التالي:

شكل(1-17) : تطور الفروقات من الدرجة الأولى DLNINDJ لسلسلة مؤشر أسهم الأردن خلال الفترة 2016/12/31 - 2001/01/01



المصدر : من إعداد الباحث بالاعتماد على معطيات الدراسة والبرنامج الإحصائي Eviews

يلاحظ أن المنحنى يأخذ شكل موازي تقريبا لمحور الفواصل أي أن سلسلة مؤشر أسهم الأردن تتذبذب حول وسط حسابي ثابت مع تباين ليس له علاقة بالزمن، مما يوحي مبدئيا بغياب التغير المنتظم في الاتجاه العام بدلالة الزمن لذا يتم القيام باختبار استقرارية السلسلة الجديدة ذات الفروقات من الدرجة الأولى.

3- اختبار استقرارية سلسلة مؤشر أسهم الأردن ذات الفروقات من الدرجة الأولى :

الخطوة الموالية هنا هي تطبيق اختبار ADF الموسع واختبار PP عند مستوى معنوية 5% لسلسلة مؤشر أسهم الأردن عند الفروقات من الدرجة الأولى DLNINDJ، ويوضح الجدول (1-03) النتائج الإحصائية التي تم التوصل لها من جراء الاختبارين السابقين، حيث تشير النتائج إلى أن السلسلة المحولة عن طريق الفروقات من الدرجة الأولى مستقرة باعتبار أن القيمة المحسوبة بالقيمة المطلقة أكبر تماما من القيمة الحرجة ل Mackinnon بالقيمة المطلقة، وهذه النتائج تساند النظرية القياسية التي تنص على أن أغلب المتغيرات الاقتصادية الكلية تكون دوما غير مستقرة في المستوى، ولكنها تصبح مستقرة عند الفروقات من الدرجة الأولى وبمشاهدة الشكل (1-17) تتضح هذه النتيجة.

جدول (1-03) : نتائج اختبار الاستقرارية للسلسلة DLNINDJ عند الفروقات من الدرجة الأولى

| اختبار PP H0 : يوجد جذر وحدوي | | | اختبار ADF H0 : يوجد جذر وحدوي | | | نوع الاختبار |
|-------------------------------|--------|--------|--------------------------------|-------|-------|----------------------------|
| (3) | (2) | (1) | (3) | (2) | (1) | نموذج الاختبار |
| -13.85 | -13.63 | -13.95 | -5.01 | -4.75 | -4.70 | القيمة المحسوبة DLNINDJ |
| -3.43 | -2.88 | -1.94 | -3.43 | -2.88 | -1.94 | القيمة الحرجة |

المصدر : من إعداد الباحث بالاعتماد على معطيات الدراسة والبرنامج الإحصائي Eviews

ومنه فسلسلة مؤشر أسهم الأردن مستقرة عند الفروقات من الدرجة الأولى.

ثانيا: دراسة استقرارية سلسلة مؤشر أسهم تونس

من خلال التحليل الإحصائي والشكل الممثل لتطور سلسلة مؤشر أسهم تونس يتبين كونها غير مستقرة، وللتأكد من ذلك تتم دراسة الارتباط الذاتي لها واختبار استقراريته من خلال اختبار ADF الموسع واختبار PP، ثم للسلسلة ذات الفروقات من الدرجة الأولى.

1- اختبار استقرارية سلسلة مؤشر أسهم تونس الأصلية :

يوضح الجدول (1-04) النتائج الإحصائية التي تم الحصول عليها من جراء تطبيق اختبار ADF الموسع واختبار PP عند مستوى معنوية 5% لسلسلة مؤشر أسهم تونس LNINDT، كما يتضمن القيم الحرجة لكل اختبار عند هذا المستوى، حيث يتضح بأن السلسلة غير مستقرة وتحتوي على جذر وحدوي باعتبار أن القيمة المحسوبة بالقيمة المطلقة أقل تماما من القيمة الحرجة ل Mackinnon بالقيمة المطلقة، ماعدا النموذج الأول لاختبار ADF الموسع حيث القيمة المحسوبة بالقيمة المطلقة أكبر من القيمة الحرجة ل Mackinnon بالقيمة المطلقة وتطبيق مبدأ الاختبارات الإحصائية الناص على أنه إذا كان أحد النماذج يدل على وجود جذر وحدوي فإن السلسلة غير مستقرة، ولما سبق وكخطوة موالية يتم تطبيق الاختبارين السابقين عند الفروق من الدرجة الأولى للسلسلة DLNINDT .

جدول (1-04) : نتائج اختبار الاستقرارية للسلسلة LNINDT الأصلية

| اختبار PP H_0 : يوجد جذر وحدوي | | | اختبار ADF H_0 : يوجد جذر وحدوي | | | نوع الاختبار |
|----------------------------------|-------|-------|-----------------------------------|-------|-------|---------------------------|
| (3) | (2) | (1) | (3) | (2) | (1) | نموذج الاختبار |
| -1.50 | -0.50 | 2.33 | -1.69 | -0.64 | 1.84 | القيمة المحسوبة LNINDT |
| -3.43 | -2.88 | -1.94 | -3.43 | -2.88 | -1.94 | القيمة الحرجة |

المصدر : من إعداد الباحث بالاعتماد على معطيات الدراسة والبرنامج الإحصائي Eviews

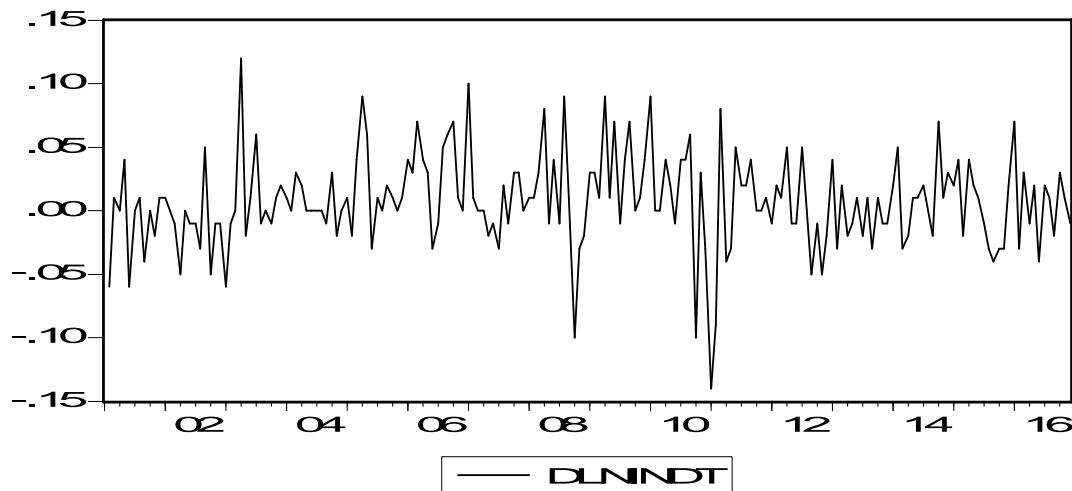
2- عرض تطور سلسلة مؤشر أسهم تونس ذات الفروقات من الدرجة الأولى خلال الفترة
2016/12/31-2001/01/01 :

ولجعل السلسلة LNINDT مستقرة يتم القيام بإجراء الفروقات من الدرجة الأولى للحصول على

السلسلة الجديدة DLNINDT والممثلة في الشكل التالي:

شكل (1-18) : تطور الفروقات من الدرجة الأولى DLNINDT لسلسلة مؤشر أسهم تونس خلال الفترة

2016/12/31 - 2001/01/01



المصدر : من إعداد الباحث بالاعتماد على معطيات الدراسة والبرنامج الإحصائي Eviews

يلاحظ أن المنحنى يأخذ شكل موازي تقريبا محور الفواصل أي أن سلسلة مؤشر أسهم تونس تتذبذب حول وسط حسابي ثابت مع تباين ليس له علاقة بالزمن، مما يوحي مبدئيا بغياب التغير المنتظم في الاتجاه العام بدلالة الزمن والآن يتم القيام باختبار استقرارية السلسلة الجديدة ذات الفروقات من الدرجة الأولى.

3- اختبار استقرارية سلسلة مؤشر أسهم تونس ذات الفروقات من الدرجة الأولى :

الخطوة الموالية هنا هي تطبيق اختبار ADF الموسع و اختبار PP عند مستوى معنوية 5% لسلسلة مؤشر

أسهم تونس عند الفروقات من الدرجة الأولى DLNINDT، ويوضح الجدول (1-05) النتائج الإحصائية التي تم التوصل لها من جراء الاختبارين السابقين، حيث تشير النتائج إلى أن السلسلة المحولة عن طريق الفروقات من

الدرجة الأولى مستقرة باعتبار أن القيمة المحسوبة بالقيمة المطلقة أكبر تماما من القيمة الحرجة ل Mackinnon بالقيمة المطلقة، وبملاحظة الشكل (1-18) تتضح هذه النتيجة.

جدول (1-05) : نتائج اختبار الاستقرارية للسلسلة DLNINDT عند الفروقات من الدرجة

الأولى

| اختبار PP H_0 : يوجد جذر وحدوي | | | اختبار ADF H_0 : يوجد جذر وحدوي | | | نوع الاختبار |
|----------------------------------|--------|--------|-----------------------------------|-------|-------|----------------------------|
| (3) | (2) | (1) | (3) | (2) | (1) | نموذج الاختبار |
| -13.01 | -13.04 | -12.68 | -5.50 | -5.51 | -5.03 | القيمة المحسوبة DLNINDT |
| -3.43 | -2.88 | -1.94 | -3.43 | -2.88 | -1.94 | القيمة الحرجة |

المصدر : من إعداد الباحث بالاعتماد على معطيات الدراسة والبرنامج الإحصائي Eviews

ومنه فسلسلة مؤشر أسهم تونس مستقرة عند الفروقات من الدرجة الأولى.

الفرع الثاني : دراسة استقرارية سلاسل أسعار الصرف مقابل الدولار الأمريكي

تتم دراسة استقرارية سلسلة أسعار صرف الدينار الأردني ، فسلسلة أسعار صرف الدينار التونسي.

أولاً: دراسة استقرارية سلسلة أسعار صرف الدينار الأردني مقابل الدولار الأمريكي

من خلال التحليل الإحصائي والشكل الممثل لتطور سلسلة أسعار صرف الدينار الأردني مقابل الدولار

الأمريكي يتبين كونها غير مستقرة، وللتأكد من ذلك تتم دراسة الارتباط الذاتي لها واختبار استقراريته من خلال

اختبار ADF الموسع واختبار PP، ثم للسلسلة ذات الفروقات من الدرجة الأولى.

1- اختبار استقرارية سلسلة أسعار صرف الدينار الأردني مقابل الدولار الأمريكي الأصلية :

يوضح الجدول (1-06) النتائج الإحصائية التي تم الحصول عليها من جراء تطبيق اختبار ADF الموسع

و اختبار PP عند مستوى معنوية 5 % لسلسلة أسعار صرف الدينار الأردني مقابل الدولار الأمريكي

LNIEX1J كما يتضمن القيم الحرجة لكل اختبار عند هذا المستوى، حيث يتضح بأن السلسلة غير مستقرة

وتحتوي على جذر وحدوي باعتبار أن القيمة المحسوبة بالقيمة المطلقة أقل تماما من القيمة الحرجة

ل Mackinnon بالقيمة المطلقة في النموذج الأول مقابل النموذجين الثاني والثالث بالنسبة لاختبار

ADF الموسع واختبار PP حيث القيمة المحسوبة بالقيمة المطلقة أكبر من القيمة الحرجة بالقيمة المطلقة ومنه فإن

السلسلة غير مستقرة، ولما سبق وكخطوة موائية يتم تطبيق الاختبارين السابقين عند الفروق من الدرجة الأولى

للسلسلة DLNIEIX1J.

جدول (06-1) : نتائج اختبار الاستقرار للسلسلة LNIEX1J الأصلية

| اختبار PP H_0 : يوجد جذر وحدوي | | | اختبار ADF H_0 : يوجد جذر وحدوي | | | نوع الاختبار |
|----------------------------------|-------|-------|-----------------------------------|-------|-------|----------------------------|
| (3) | (2) | (1) | (3) | (2) | (1) | نموذج الاختبار |
| -11.28 | -9.84 | 0.24 | -5.23 | -3.82 | 0.35 | القيمة المحسوبة LNIEX1J |
| -3.43 | -2.88 | -1.94 | -3.43 | -2.88 | -1.94 | القيمة الحرجة |

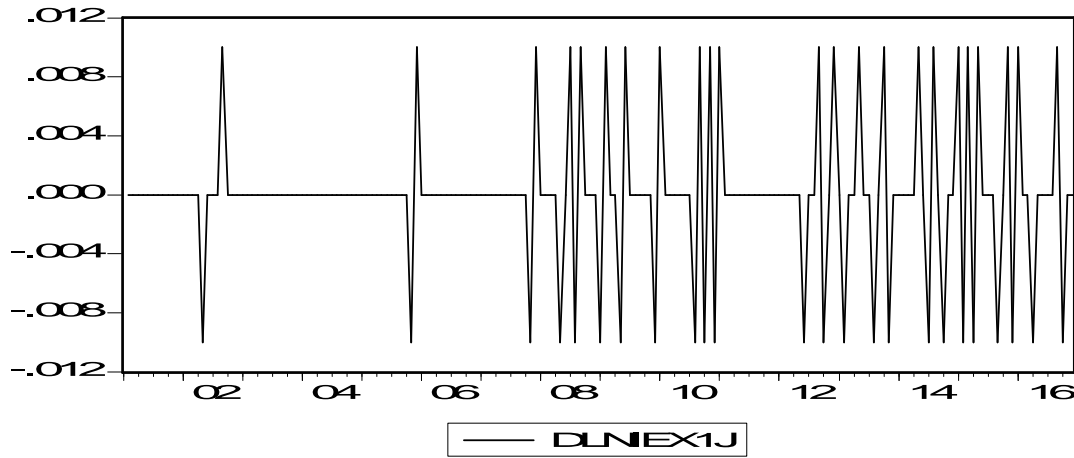
المصدر : من إعداد الباحث بالاعتماد على معطيات الدراسة والبرنامج الإحصائي Eviews

2- عرض تطور سلسلة أسعار صرف الدينار الأردني مقابل الدولار الأمريكي ذات الفروقات من الدرجة الأولى خلال الفترة 2001/01/01-2016/12/31 :

ولجعل السلسلة LNIEX1J مستقرة يتم القيام بإجراء الفروقات من الدرجة الأولى للحصول على

السلسلة الجديدة DLNIEX1J والممثلة في الشكل التالي :

شكل (1-19) : تطور الفروقات من الدرجة الأولى DLNIEX1J لسلسلة أسعار صرف الدينار الأردني مقابل الدولار الأمريكي خلال الفترة 2001/01/01 - 2016/12/31



المصدر : من إعداد الباحث بالاعتماد على معطيات الدراسة والبرنامج الإحصائي Eviews

يلاحظ أن المنحنى يأخذ شكل موازي تقريبا لمحور الفواصل أي أن سلسلة أسعار صرف الدينار الأردني مقابل الدولار الأمريكي تتذبذب حول وسط حسابي ثابت مع تباين ليس له علاقة بالزمن، مما يوحي مبدئيا بغياب التغير المنتظم في الاتجاه العام بدلالة الزمن والآن يتم القيام باختبار استقرار السلسلة الجديدة ذات الفروقات من الدرجة الأولى.

3- اختبار استقرارية سلسلة أسعار صرف الدينار الأردني مقابل الدولار الأمريكي ذات الفروقات من الدرجة الأولى :

الخطوة الموالية هنا هي تطبيق اختبار ADF الموسع واختبار PP عند مستوى معنوية 5% لسلسلة أسعار صرف الدينار الأردني مقابل الدولار الأمريكي عند الفروقات من الدرجة الأولى DLNIEX1J ويوضح الجدول (1-07) النتائج الإحصائية التي تم التوصل لها من جراء الاختبارين السابقين، حيث تشير النتائج إلى أن السلسلة المحولة عن طريق الفروقات من الدرجة الأولى مستقرة باعتبار أن القيمة المحسوبة أكبر تماما من القيمة الحرجة ل Mackinnon بالقيمة المطلقة، وبمشاهدة الشكل (1-19) تتضح هذه النتيجة.

جدول (1-07) : نتائج اختبار الاستقرارية للسلسلة DLNIEX1J عند الفروقات من الدرجة

الأولى

| اختبار PP : H_0 يوجد جذر وحدوي | | | اختبار ADF : H_0 يوجد جذر وحدوي | | | نوع الاختبار |
|----------------------------------|--------|--------|-----------------------------------|-------|-------|-----------------------------|
| (3) | (2) | (1) | (3) | (2) | (1) | نموذج الاختبار |
| -29.09 | -29.16 | -29.21 | -9.16 | -9.18 | -9.19 | القيمة المحسوبة DLNIEX1J |
| -3.43 | -2.88 | -1.94 | -3.43 | -2.88 | -1.94 | القيمة الحرجة |

المصدر : من إعداد الباحث بالاعتماد على معطيات الدراسة والبرنامج الإحصائي Eviews

ومنه فسلسلة أسعار صرف الدينار الأردني مقابل الدولار الأمريكي مستقرة عند الفروقات من الدرجة الأولى.

ثانيا: دراسة استقرارية سلسلة أسعار صرف الدينار التونسي مقابل الدولار الأمريكي

من خلال التحليل الإحصائي والشكل الممثل لتطور سلسلة أسعار صرف الدينار التونسي مقابل الدولار الأمريكي يتبين كونها غير مستقرة، وللتأكد من ذلك تتم دراسة الارتباط الذاتي لها واختبار استقراريته من خلال اختبار ADF الموسع واختبار PP، ثم للسلسلة ذات الفروقات من الدرجة الأولى

1- اختبار استقرارية سلسلة أسعار صرف الدينار التونسي مقابل الدولار الأمريكي الأصلية :

يوضح الجدول (1-08) النتائج الإحصائية التي تم الحصول عليها من جراء تطبيق اختبار ADF الموسع واختبار PP عند مستوى معنوية 5% لسلسلة أسعار صرف الدينار التونسي مقابل الدولار الأمريكي LNIEX2T كما يتضمن القيم الحرجة لكل اختبار عند هذا المستوى، حيث يتضح بأن السلسلة غير مستقرة وتحتوي على جذر وحدوي باعتبار أن القيمة المحسوبة بالقيمة المطلقة أقل تماما من القيمة الحرجة ل Mackinnon بالقيمة المطلقة، ولما سبق وكخطوة موالية يتم تطبيق الاختبارين السابقين عند الفروق من الدرجة الأولى للسلسلة DLNIEX2T.

جدول (1-08) : نتائج اختبار الاستقرارية للسلسلة LNIEX2T الأصلية

| اختبار PP H_0 : يوجد جذر وحدوي | | | اختبار ADF H_0 : يوجد جذر وحدوي | | | نوع الاختبار |
|----------------------------------|-------|-------|-----------------------------------|-------|-------|----------------------------|
| (3) | (2) | (1) | (3) | (2) | (1) | نموذج الاختبار |
| -0.95 | 0.89 | 1.77 | -1.60 | 0.68 | 1.29 | القيمة المحسوبة LNIEX2T |
| -3.43 | -2.88 | -1.94 | -3.43 | -2.88 | -1.94 | القيمة الحرجة |

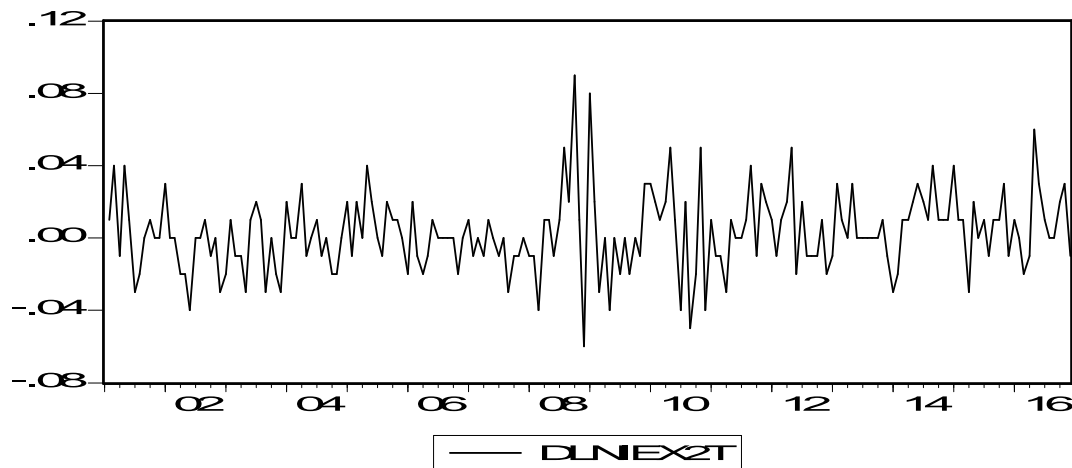
المصدر : من إعداد الباحث بالاعتماد على معطيات الدراسة والبرنامج الإحصائي Eviews

2- عرض تطور سلسلة أسعار صرف الدينار التونسي مقابل الدولار الأمريكي ذات الفروقات من الدرجة الأولى خلال الفترة 2001/01/01-2016/12/31 :

ولجعل السلسلة LNIEX2T مستقرة يتم القيام بإجراء الفروقات من الدرجة الأولى للحصول على

السلسلة الجديدة DLNIEX2T والممثلة في الشكل التالي:

شكل(1-20) : تطور الفروقات من الدرجة الأولى DLNIEX2T لسلسلة أسعار صرف الدينار التونسي مقابل الدولار الأمريكي خلال الفترة 2001/01/01 - 2016/12/31



المصدر : من إعداد الباحث بالاعتماد على معطيات الدراسة والبرنامج الإحصائي Eviews

يلاحظ أن المنحنى يأخذ شكل موازي تقريبا لمحور الفواصل أي أن سلسلة أسعار صرف الدينار التونسي مقابل الدولار الأمريكي تتذبذب حول وسط حسابي ثابت مع تباين ليس له علاقة بالزمن، مما يوحي مبدئيا بغياب التغير المنتظم في الاتجاه العام بدلالة الزمن و الآن يتم القيام باختبار استقرارية السلسلة الجديدة ذات الفروقات من الدرجة الأولى.

3- اختبار استقرارية سلسلة أسعار صرف الدينار التونسي مقابل الدولار الأمريكي ذات الفروقات من الدرجة الأولى :

الخطوة الموالية هنا هي تطبيق اختبار ADF الموسع واختبار PP عند مستوى معنوية 5% لسلسلة أسعار صرف الدينار التونسي مقابل الدولار الأمريكي عند الفروقات من الدرجة الأولى DLNIEX2T، ويوضح الجدول (09-1) النتائج الإحصائية التي تم التوصل لها من جراء الاختبارين السابقين، حيث تشير النتائج إلى أن السلسلة المحولة عن طريق الفروقات من الدرجة الأولى مستقرة باعتبار أن القيمة المحسوبة بالقيمة المطلقة أكبر تماما من القيمة الحرجة ل Mackinnon بالقيمة المطلقة، وبمشاهدة الشكل (1-20) تتضح هذه النتيجة.

جدول (09-1) : نتائج اختبار الاستقرارية للسلسلة DLNIEX2T عند الفروقات من الدرجة

الأولى

| اختبار PP : H_0 يوجد جذر وحدوي | | | اختبار ADF : H_0 يوجد جذر وحدوي | | | نوع الاختبار |
|----------------------------------|--------|--------|-----------------------------------|-------|-------|-----------------------------|
| (3) | (2) | (1) | (3) | (2) | (1) | نموذج الاختبار |
| -13.41 | -13.13 | -13.01 | -6.26 | -5.63 | -5.51 | القيمة المحسوبة DLNIEX2T |
| -3.43 | -2.88 | -1.94 | -3.43 | -2.88 | -1.94 | القيمة الحرجة |

المصدر : من إعداد الباحث بالاعتماد على معطيات الدراسة والبرنامج الإحصائي Eviews

ومنه فسلسلة أسعار صرف الدينار التونسي مقابل الدولار الأمريكي مستقرة عند الفروقات من الدرجة الأولى.

الفرع الثالث : دراسة استقرارية سلاسل أسعار الفائدة

تم دراسة استقرارية سلسلة أسعار الفائدة للأردن، فسلسلة أسعار الفائدة لتونس.

أولا: دراسة استقرارية سلسلة أسعار الفائدة للأردن

من خلال التحليل الإحصائي والشكل الممثل لتطور سلسلة أسعار الفائدة للأردن يتبين كونها غير مستقرة، وللتأكد من ذلك يتم القيام بإجراء دراسة الارتباط الذاتي لها واختبار استقراريتها من خلال اختبار ADF الموسع واختبار PP، ثم للسلسلة ذات الفروقات من الدرجة الأولى.

1- اختبار استقرارية سلسلة أسعار الفائدة للأردن الأصلية :

يوضح الجدول (10-1) النتائج الإحصائية التي تم الحصول عليها من جراء تطبيق اختبار ADF الموسع واختبار PP عند مستوى معنوية 5% لسلسلة مؤشر أسعار الفائدة للأردن LNINTJ، كما يتضمن القيم الحرجة لكل اختبار عند هذا المستوى، حيث يتضح بأن السلسلة غير مستقرة وتحتوي على جذر وحدوي باعتبار أن القيمة المحسوبة بالقيمة المطلقة أقل تماما من القيمة الحرجة ل Mackinnon بالقيمة المطلقة، ولما سبق وكخطوة موالية يتم تطبيق الاختبارين السابقين عند الفروق من الدرجة الأولى للسلسلة DLNINTJ .

جدول (1-10) : نتائج اختبار الاستقرارية للسلسلة LNINTJ الأصلية

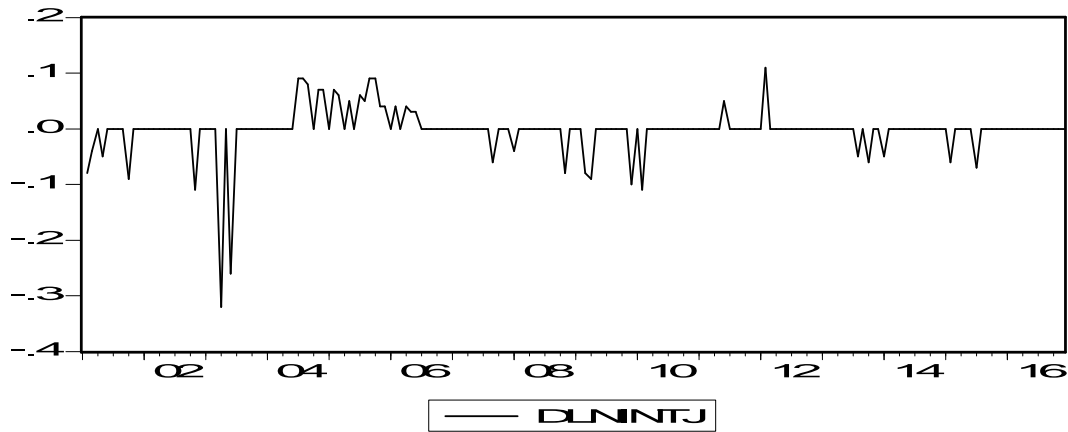
| اختبار PP H_0 : يوجد جذر وحدوي | | | اختبار ADF H_0 : يوجد جذر وحدوي | | | نوع الاختبار |
|----------------------------------|-------|-------|-----------------------------------|-------|-------|---------------------------|
| (3) | (2) | (1) | (3) | (2) | (1) | نموذج الاختبار |
| -1.56 | -1.57 | -0.93 | -1.78 | -1.77 | -0.63 | القيمة المحسوبة LNINTJ |
| -3.43 | -2.88 | -1.94 | -3.43 | -2.88 | -1.94 | القيمة الحرجة |

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على معطيات الدراسة والبرنامج الإحصائي Eviews

2- عرض تطور سلسلة أسعار الفائدة للأردن ذات الفروقات من الدرجة الأولى خلال الفترة
: 2016/12/31-2001/01/01

ولجعل السلسلة LNINTJ مستقرة يتم القيام بإجراء الفروقات من الدرجة الأولى للحصول على السلسلة الجديدة DLNINTJ والمثلة في الشكل التالي:

شكل(1-21) : تطور الفروقات من الدرجة الأولى DLNINTJ لسلسلة أسعار الفائدة للأردن خلال
الفترة 2016/12/31 - 2001/01/01



المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على معطيات الدراسة والبرنامج الإحصائي Eviews

يلاحظ أن المنحنى يأخذ شكل موازي تقريبا لمحور الفواصل أي أن سلسلة أسعار الفائدة للأردن تتذبذب حول وسط حسابي ثابت مع تباين ليس له علاقة بالزمن، مما يوحي مبدئيا بغياب التغير المنتظم في الاتجاه العام بدلالة الزمن و الآن يتم القيام باختبار استقرارية السلسلة الجديدة ذات الفروقات من الدرجة الأولى.

3- اختبار استقرارية سلسلة أسعار الفائدة للأردن ذات الفروقات من الدرجة الأولى :

الخطوة الموالية هنا هي تطبيق اختبار ADF الموسع واختبار PP عند مستوى معنوية 5% لسلسلة أسعار الفائدة للأردن عند الفروقات من الدرجة الأولى DLNINTJ، ويوضح الجدول (1-11) النتائج الإحصائية التي تم التوصل لها من جراء الاختبارين السابقين، حيث تشير النتائج إلى أن السلسلة المحولة عن طريق الفروقات من

الفصل الأول..... الدراسة الوصفية الإحصائية

الدرجة الأولى مستقرة باعتبار أن القيمة المحسوبة بالقيمة المطلقة أكبر تماما من القيمة الحرجة ل Mackinnon بالقيمة المطلقة، وبمشاهدة الشكل (1-21) تتضح هذه النتيجة.

جدول (1-11) : نتائج اختبار الاستقرارية للسلسلة DLNINTJ عند الفروقات من الدرجة الأولى

| اختبار PP H_0 : يوجد جذر وحدوي | | | اختبار ADF H_0 : يوجد جذر وحدوي | | | نوع الاختبار |
|----------------------------------|--------|--------|-----------------------------------|-------|-------|----------------------------|
| (3) | (2) | (1) | (3) | (2) | (1) | نموذج الاختبار |
| -12.22 | -12.25 | -12.24 | -3.85 | -3.86 | -3.87 | القيمة المحسوبة DLNINTJ |
| -3.43 | -2.88 | -1.94 | -3.43 | -2.88 | -1.94 | القيمة الحرجة |

المصدر : من إعداد الباحث بالاعتماد على معطيات الدراسة والبرنامج الإحصائي Eviews

ومنه فسلسلة أسعار الفائدة للأردن مستقرة عند الفروقات من الدرجة الأولى.

ثانيا: دراسة استقرارية سلسلة أسعار الفائدة لتونس

من خلال التحليل الإحصائي والشكل الممثل لتطور سلسلة أسعار الفائدة لتونس يتبين كونها غير مستقرة، وللتأكد من ذلك يتم إجراء دراسة الارتباط الذاتي لها واختبار استقراريتها من خلال اختبار ADF الموسع واختبار PP، ثم للسلسلة ذات الفروقات من الدرجة الأولى.

1- اختبار استقرارية سلسلة أسعار الفائدة لتونس الأصلية :

يوضح الجدول (1-12) النتائج الإحصائية التي تم الحصول عليها من إجراء تطبيق اختبار ADF الموسع واختبار PP عند مستوى معنوية 5% لسلسلة أسعار الفائدة لتونس LNINTT، كما يتضمن القيم الحرجة لكل اختبار عند هذا المستوى، حيث يتضح بأن السلسلة غير مستقرة وتحتوي على جذر وحدوي باعتبار أن القيمة المحسوبة بالقيمة المطلقة أقل تماما من القيمة الحرجة ل Mackinnon بالقيمة المطلقة، ولما سبق وكخطوة موالية يتم تطبيق الاختبارين السابقين عند الفروق من الدرجة الأولى للسلسلة DLNINTT .

جدول (1-12) : نتائج اختبار الاستقرارية للسلسلة LNINTT الأصلية

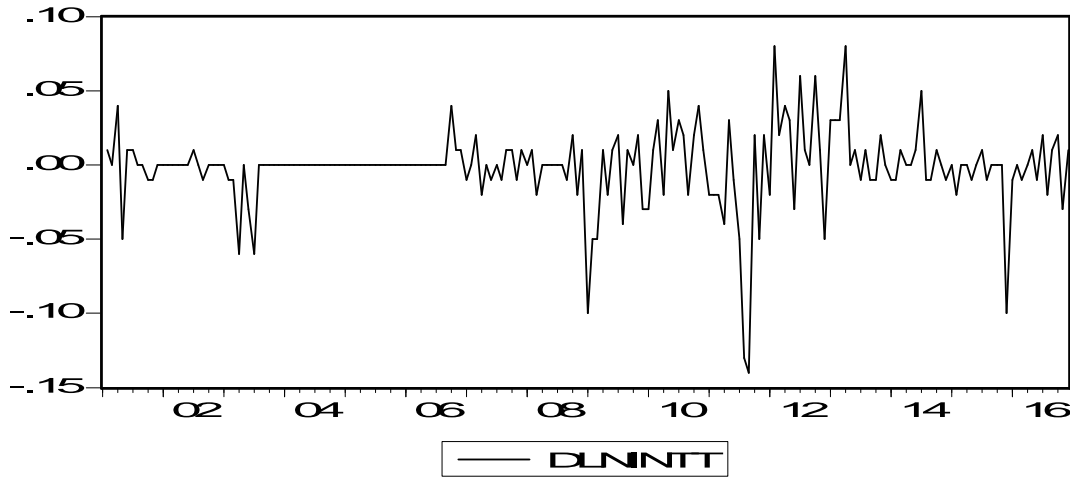
| اختبار PP H_0 : يوجد جذر وحدوي | | | اختبار ADF H_0 : يوجد جذر وحدوي | | | نوع الاختبار |
|----------------------------------|-------|-------|-----------------------------------|-------|-------|---------------------------|
| (3) | (2) | (1) | (3) | (2) | (1) | نموذج الاختبار |
| -2.36 | -1.94 | -0.86 | -2.81 | -2.20 | -0.76 | القيمة المحسوبة LNINTT |
| -3.43 | -2.88 | -1.94 | -3.43 | -2.88 | -1.94 | القيمة الحرجة |

المصدر : من إعداد الباحث بالاعتماد على معطيات الدراسة والبرنامج الإحصائي Eviews

2- عرض تطور سلسلة أسعار الفائدة لتونس ذات الفروقات من الدرجة الأولى خلال الفترة
: 2016/12/31-2001/01/01

ولجعل السلسلة LNINTT مستقرة يتم إجراء الفروقات من الدرجة الأولى للحصول على السلسلة الجديدة DLNINTT والممثلة في الشكل التالي:

شكل (1-22) : تطور الفروقات من الدرجة الأولى DINTTND لسلسلة أسعار الفائدة لتونس خلال
الفترة 2016/12/31 - 2001/01/01



المصدر : من إعداد الباحث بالاعتماد على معطيات الدراسة والبرنامج الإحصائي Eviews

يلاحظ أن المنحنى يأخذ شكل موازي تقريبا لمحور الفواصل أي أن سلسلة أسعار الفائدة لتونس تتذبذب حول وسط حسابي ثابت مع تباين ليس له علاقة بالزمن، مما يوحي مبدئيا بغياب التغير المنتظم في الاتجاه العام بدلالة الزمن و الآن يتم القيام باختبار استقرارية السلسلة الجديدة ذات الفروقات من الدرجة الأولى.

3- اختبار استقرارية سلسلة أسعار الفائدة لتونس ذات الفروقات من الدرجة الأولى :

الخطوة الموالية هنا هي تطبيق اختبار ADF الموسع و اختبار PP عند مستوى معنوية 5% لسلسلة أسعار الفائدة لتونس عند الفروقات من الدرجة الأولى DLNINTT ، ويوضح الجدول (1-13) النتائج الإحصائية التي تم التوصل لها من جراء الاختبارين السابقين، حيث تشير النتائج إلى أن السلسلة المحولة عن طريق الفروقات من الدرجة الأولى مستقرة باعتبار أن القيمة المحسوبة بالقيمة المطلقة أكبر تماما من القيمة الحرجة ل Mackinnon بالقيمة المطلقة، وبمشاهدة الشكل (1-22) تتضح هذه النتيجة.

جدول (1-13) : نتائج اختبار الاستقرار للسلسلة DLNINTT عند الفروقات من الدرجة الأولى

| اختبار PP H_0 : يوجد جذر وحدوي | | | اختبار ADF H_0 : يوجد جذر وحدوي | | | نوع الاختبار |
|----------------------------------|--------|--------|-----------------------------------|-------|-------|----------------------------|
| (3) | (2) | (1) | (3) | (2) | (1) | نموذج الاختبار |
| -11.63 | -11.65 | -11.64 | -5.19 | -5.20 | -5.17 | القيمة المحسوبة DLNINTT |
| -3.43 | -2.88 | -1.94 | -3.43 | -2.88 | -1.94 | القيمة الحرجة |

المصدر : من إعداد الباحث بالاعتماد على معطيات الدراسة والبرنامج الإحصائي Eviews

ومنه فسلسلة أسعار الفائدة لتونس مستقرة عند الفروقات من الدرجة الأولى.

الفرع الرابع : دراسة استقرارية سلاسل عرض النقود

تم دراسة استقرارية سلسلة عرض النقود للأردن، فسلسلة عرض النقود لتونس.

أولاً: دراسة استقرارية سلسلة عرض النقود للأردن

من خلال التحليل الإحصائي والشكل الممثل لتطور سلسلة عرض النقود للأردن يتبين كونها غير مستقرة، وللتأكد من ذلك تتم دراسة الارتباط الذاتي لها واختبار استقراريتها من خلال اختبار ADF الموسع واختبار PP، ثم للسلسلة ذات الفروقات من الدرجة الأولى.

1- اختبار استقرارية سلسلة عرض النقود بالأردن الأصلية :

يوضح الجدول (1-14) النتائج الإحصائية التي تم الحصول عليها من جراء تطبيق اختبار ADF الموسع و اختبار PP عند مستوى معنوية 5 % لسلسلة عرض النقود للأردن LNSMJ كما يتضمن القيم الحرجة لكل اختبار عند هذا المستوى، حيث يتضح بأن السلسلة غير مستقرة وتحتوي على جذر وحدوي باعتبار أن القيمة المحسوبة بالقيمة المطلقة أقل تماماً من القيمة الحرجة ل Mackinnon بالقيمة المطلقة بالنسبة لاختبار ADF الموسع واختبار PP رغم أن القيمة المحسوبة بالقيمة المطلقة أكبر من القيمة الحرجة بالقيمة المطلقة للنموذج الأول، ولما سبق وكخطوة موالية يتم تطبيق الاختبارين السابقين عند الفروق من الدرجة الأولى للسلسلة DLNSMJ.

جدول (1-14) : نتائج اختبار الاستقرار للسلسلة LNSMJ الأصلية

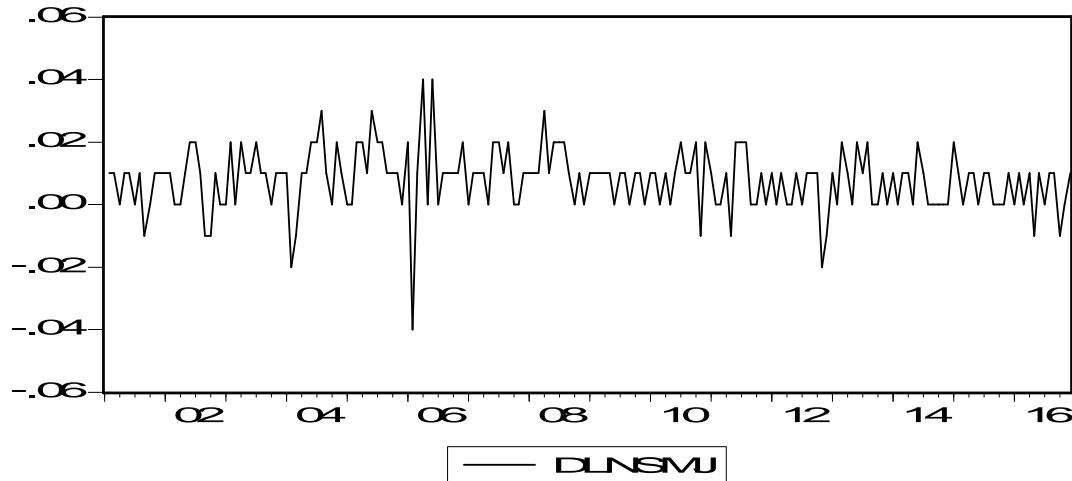
| اختبار PP H_0 : يوجد جذر وحدوي | | | اختبار ADF H_0 : يوجد جذر وحدوي | | | نوع الاختبار |
|----------------------------------|-------|-------|-----------------------------------|-------|-------|--------------------------|
| (3) | (2) | (1) | (3) | (2) | (1) | نموذج الاختبار |
| 0.11 | -1.75 | 10.17 | 0.35 | -1.89 | 5.89 | القيمة المحسوبة LNSMJ |
| -3.43 | -2.88 | -1.94 | -3.43 | -2.88 | -1.94 | القيمة الحرجة |

المصدر : من إعداد الباحث بالاعتماد على معطيات الدراسة والبرنامج الإحصائي Eviews

2- عرض تطور سلسلة عرض النقود بالأردن ذات الفروقات من الدرجة الأولى خلال الفترة
: 2016/12/31-2001/01/01

ولجعل السلسلة SMJOD مستقرة يتم إجراء الفروقات من الدرجة الأولى للحصول على السلسلة الجديدة
DSMJOD والممثلة في الشكل التالي:

شكل (1-23) : تطور الفروقات من الدرجة الأولى LNSMJ لسلسلة عرض النقود للأردن خلال الفترة
2016/12/31 - 2001/01/01



المصدر : من إعداد الباحث بالاعتماد على معطيات الدراسة والبرنامج الإحصائي Eviews

يلاحظ أن المنحنى يأخذ شكل موازي تقريبا لمحور الفواصل أي أن سلسلة عرض النقود للأردن تتذبذب حول وسط حسابي ثابت مع تباين ليس له علاقة بالزمن، مما يوحي مبدئيا بغياب التغير المنتظم في الاتجاه العام بدلالة الزمن والآن يتم القيام باختبار استقرارية السلسلة الجديدة ذات الفروقات من الدرجة الأولى.

3- اختبار استقرارية سلسلة عرض النقود للأردن ذات الفروقات من الدرجة الأولى :

الخطوة الموالية هنا هي تطبيق اختبار ADF الموسع واختبار PP عند مستوى معنوية 5% لسلسلة عرض النقود للأردن عند الفروقات من الدرجة الأولى DLNSMJ ويوضح الجدول (1-15) النتائج الإحصائية التي تم التوصل لها من جراء الاختبارين السابقين، حيث تشير النتائج إلى أن السلسلة المحولة عن طريق الفروقات من الدرجة الأولى مستقرة باعتبار أن القيمة المحسوبة أكبر تماما من القيمة الحرجة ل Mackinnon بالقيمة المطلقة، وبمشاهدة الشكل (1-29) تتضح هذه النتيجة.

جدول (1-15) : نتائج اختبار الاستقرارية للسلسلة DLNSMJ عند الفروقات من الدرجة

الأولى

| اختبار PP H_0 : يوجد جذر وحدوي | | | اختبار ADF H_0 : يوجد جذر وحدوي | | | نوع الاختبار |
|----------------------------------|--------|-------|-----------------------------------|-------|-------|---------------------------|
| (3) | (2) | (1) | (3) | (2) | (1) | نموذج الاختبار |
| -13.70 | -13.52 | -9.52 | -6.60 | -6.27 | -3.01 | القيمة المحسوبة DLNSMJ |
| -3.43 | -2.88 | -1.94 | -3.43 | -2.88 | -1.94 | القيمة الحرجة |

المصدر : من إعداد الباحث بالاعتماد على معطيات الدراسة والبرنامج الإحصائي Eviews

ومنه فسلسلة عرض النقود للأردن مستقرة عند الفروقات من الدرجة الأولى.

ثانيا: دراسة استقرارية سلسلة عرض النقود لتونس

من خلال التحليل الإحصائي والشكل الممثل لتطور سلسلة عرض النقود لتونس يتبين كونها غير مستقرة، وللتأكد من ذلك يتم إجراء دراسة الارتباط الذاتي لها واختبار استقراريته من خلال اختبار ADF الموسع واختبار PP، ثم للسلسلة ذات الفروقات من الدرجة الأولى

1- اختبار استقرارية سلسلة عرض النقود لتونس الأصلية :

يوضح الجدول (1-16) النتائج الإحصائية التي تم الحصول عليها من جراء تطبيق اختبار ADF الموسع واختبار PP عند مستوى معنوية 5% لسلسلة عرض النقود لتونس LNSMT كما يتضمن القيم الحرجة لكل اختبار عند هذا المستوى، حيث اتضح بأن السلسلة غير مستقرة وتحتوي على جذر وحدوي باعتبار أن القيمة المحسوبة بالقيمة المطلقة أقل تماما من القيمة الحرجة ل Mackinnon بالقيمة المطلقة بالنسبة لاختبار ADF الموسع واختبار PP رغم أن القيمة المحسوبة بالقيمة المطلقة أكبر من القيمة الحرجة بالقيمة المطلقة للنموذج الثاني، ولما سبق وكخطوة موالية نطبق الاختبارين السابقين عند الفروق من الدرجة الأولى للسلسلة DLNSMT.

جدول (1-16) : نتائج اختبار الاستقرارية للسلسلة LNSMT الأصلية

| اختبار PP H_0 : يوجد جذر وحدوي | | | اختبار ADF H_0 : يوجد جذر وحدوي | | | نوع الاختبار |
|----------------------------------|-------|-------|-----------------------------------|-------|-------|--------------------------|
| (3) | (2) | (1) | (3) | (2) | (1) | نموذج الاختبار |
| -1.32 | -0.12 | 11.57 | -1.11 | -0.12 | 6.75 | القيمة المحسوبة LNSMT |
| -3.43 | -2.88 | -1.94 | -3.43 | -2.88 | -1.94 | القيمة الحرجة |

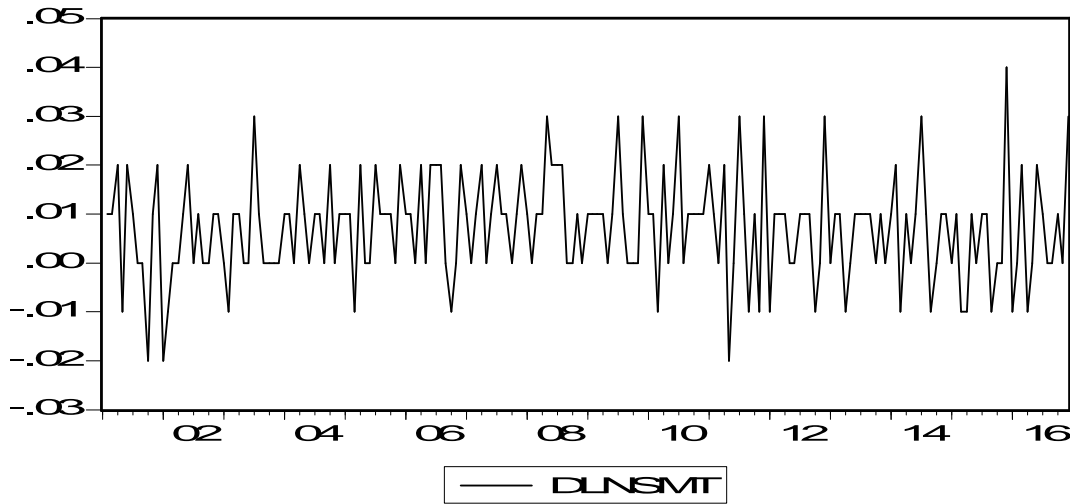
المصدر : من إعداد الباحث بالاعتماد على معطيات الدراسة والبرنامج الإحصائي Eviews

2- عرض تطور سلسلة عرض النقود بتونس ذات الفروقات من الدرجة الأولى خلال الفترة
: 2016/12/31-2001/01/01

ولجعل السلسلة LNSMT مستقرة تجري الفروقات من الدرجة الأولى لنحصل على السلسلة الجديدة

DLNSMT والممثلة في الشكل التالي:

شكل(1-24) : تطور الفروقات من الدرجة الأولى DLNSMT لسلسلة عرض النقود لتونس خلال الفترة
2016/12/31 - 2001/01/01



المصدر : من إعداد الباحث بالاعتماد على معطيات الدراسة والبرنامج الإحصائي Eviews

يلاحظ أن المنحنى يأخذ شكل موازي تقريبا لمحور الفواصل أي أن سلسلة عرض النقود بتونس تتذبذب حول وسط حسابي ثابت مع تباين ليس له علاقة بالزمن، مما يوحي مبدئيا بغياب التغير المنتظم في الاتجاه العام بدلالة الزمن و الآن يتم اختبار استقرارية السلسلة الجديدة ذات الفروقات من الدرجة الأولى.

3- اختبار استقرارية سلسلة عرض النقود بتونس ذات الفروقات من الدرجة الأولى :

الخطوة الموالية هنا هي تطبيق اختبار ADF الموسع واختبار PP عند مستوى معنوية 5% لسلسلة عرض

النقود لتونس عند الفروقات من الدرجة الأولى DLNSMT، ويوضح الجدول (1-17) النتائج الإحصائية التي تم

التوصل لها من جراء الاختبارين السابقين، حيث تشير النتائج إلى أن السلسلة المحولة عن طريق الفروقات من

الدرجة الأولى مستقرة باعتبار أن القيمة المحسوبة بالقيمة المطلقة أكبر تماما من القيمة الحرجة ل Mackinnon

بالقيمة المطلقة وبمشاهدة الشكل (1-30) تتضح هذه النتيجة.

جدول (1-17) : نتائج اختبار الاستقرار للسلسلة DLNSMT عند الفروقات من الدرجة الأولى

| اختبار PP H_0 : يوجد جذر وحدوي | | | اختبار ADF H_0 : يوجد جذر وحدوي | | | نوع الاختبار |
|----------------------------------|--------|--------|-----------------------------------|-------|-------|---------------------------|
| (3) | (2) | (1) | (3) | (2) | (1) | نموذج الاختبار |
| -15.68 | -15.73 | -11.25 | -6.28 | -6.30 | -2.74 | القيمة المحسوبة DLNSMT |
| -3.43 | -2.88 | -1.94 | -3.43 | -2.88 | -1.94 | القيمة المرجحة |

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على معطيات الدراسة والبرنامج الإحصائي Eviews

ومنه فسلسلة عرض النقود لتونس مستقرة عند الفروقات من الدرجة الأولى.

إذن واستنادا لاختبارات استقرارية السلاسل الزمنية المعتمدة والمتمثلة في ADF الموسع (1981) و PP (1988)، والمطبقة على كل من سلاسل مؤشري أسهم الأردن وتونس وسلاسل أسعار صرف عملات الدينار الأردني والدينار التونسي مقابل الدولار الأمريكي وكذلك أسعار الفائدة وعرض النقود الخاصة بهما خلال الفترة 2001/01/01 - 2016/12/31، تم التوصل إلى أن كل السلاسل السابقة مستقرة من الدرجة الأولى I(1). وهذا ما يشير إلى إمكانية وجود تكامل متزامن من الدرجة الأولى ما بين مؤشري أسهم الأردن وتونس وما بين أسعار صرف عملات الأردن وتونس مقابل الدولار الأمريكي، ومحدداتهما، وما بين مؤشري أسهم الأردن وتونس وبين كل من أسعار الصرف، أسعار الفائدة، عرض النقود مستخدمين أسلوب التكامل المشترك لجوهانسون، بالإضافة لنموذج تصحيح الخطأ واختبار السببية لغرانجر.

خلاصة الفصل

تم التعرف في هذا الفصل على التقنيات المستعملة في اختيار مجتمع الدراسة والعينات، وتحديد المتغيرات وكيفية قياسها، والأدوات الإحصائية والقياسية المستخدمة في تحليل المعطيات، والبرامج الإحصائية المستعملة في الدراسة التطبيقية .

كما تم إعطاء وصف إحصائي للمتغيرات، والتوصل لأنكلا من سلاسل مؤشري أسهم السوقين الماليين للأردن وتونس بالإضافة لسلاسل أسعار صرف الدينار التونسي والدينار الأردني مقابل الدولار الأمريكي، وكذلك سلاسل أسعار الفائدة و سلاسل عرض النقود، اعتمادا على اختبارات ADF (1981) - PP (1988) مستقرة من الدرجة الأولى I(1).

يتم في الفصل الثاني التأكد من وجود تكامل متزامن ما بين مؤشري أسهم الأردن وتونس وبين أسعار صرف عملاتهما مقابل الدولار الأمريكي، ومحدداتهما، وما بين مؤشري أسهم الأردن وتونس وبين كل من أسعار الصرف، أسعار الفائدة، عرض النقود مستخدمين أسلوب التكامل المشترك لجوهانسون للتأكد من وجود توازن على المدى الطويل، بالإضافة لنموذج تصحيح الخطأ للتأكد من وجود توازن على المدى القصير، واختبار السببية لغرانجر.

الفصل الثاني:

مناقشة نتائج الدراسة

التطبيقية

تمهيد

يتم في هذا الفصل عرض النتائج المتوصل إليها ومناقشتها بالتأكد من وجود تكامل متزامن ما بين مؤشري أسهم الأردن وتونس وبين أسعار صرف الدينار الأردني والدينار التونسي مقابل الدولار الأمريكي ومحدداتهما في المبحث الأول، وميلين مؤشري أسهم الأردن وتونس وبين كل من أسعار الصرف، أسعار الفائدة، عرض النقود في المبحث الثاني، كما يتم في المبحث الثالث مناقشة النتائج المتوصل إليها من خلال الدراسة التطبيقية. ولأجل هذا يستخدم أسلوب جوهانسون للتكامل المشترك للتأكد من وجود توازن على المدى الطويل، بالإضافة لنموذج تصحيح الخطأ للتأكد من وجود توازن على المدى القصير، واختبار السببية لغرانجر.

المبحث الأول : نتائج اختبارات العلاقات مابين مؤشرات الأسهم وبين أسعار الصرف

ومحدداتها

يخصص المطلب الأول لدراسة الارتباط مابين مؤشري أسهم السوقيين الماليين للأردن وتونس وبين أسعار صرف عملاتهما مقابل الدولار الأمريكي، ومحدداتهما واختبار السببية لغرانجر، والمطلب الثاني لاختبار إمكانية وجود تكامل مشترك بأسلوب جوهانسون ولنموذج تصحيح الخطأ.

المطلب الأول: نتائج دراسة الارتباط مابين مؤشرات الأسهم وبين أسعار الصرف ومحدداتها، واختبار

السببية لغرانجر

تتم دراسة الارتباط مابين مؤشري الأسهم للأردن وتونس وبين أسعار صرف الدينار الأردني والدينار التونسي مقابل الدولار الأمريكي ومحدداتهما، بالإضافة لاختبار السببية لغرانجر.

الفرع الأول : نتائج دراسة الارتباط مابين مؤشرات الأسهم وبين أسعار الصرف ومحدداتها

يتم اختبار نتائج الارتباط مابين مؤشري الأسهم للأردن وتونس وبين أسعار صرف الدينار الأردني والدينار التونسي مقابل الدولار الأمريكي ومحدداتهما.

أولاً : نتائج دراسة الارتباط مابين مؤشر أسهم الأردن وبين سعر صرف الدينار الأردني ومحدداته

يتم توضيح الارتباط مابين مؤشر أسهم الأردن وسعر الصرف، أسعار الفائدة وعرض النقود، حسب جدول مصفوفة الارتباط التالي:

جدول (2-01) : مصفوفة ارتباط مؤشر أسهم الأردن وسعر صرف الدينار الأردني ومحدداته

| | LNINDJ | LNIEX1J | LNINTJ | LNSMJ |
|---------|----------|-----------|-----------|-----------|
| LNINDJ | 1.000000 | 0.004034 | 0.364794 | 0.315804 |
| LNIEX1J | 0.004034 | 1.000000 | 0.053191 | -0.403093 |
| LNINTJ | 0.364794 | 0.053191 | 1.000000 | -0.039826 |
| LNSMJ | 0.315804 | -0.403093 | -0.039826 | 1.000000 |

المصدر : من إعداد الباحث بالاعتماد على معطيات الدراسة والبرنامج الإحصائي Eviews

يلاحظ من الجدول أعلاه بأن معاملات الارتباط ضعيفة لا تصل لحدود 50%، حيث العلاقة أن بين مؤشر الأسهم وأسعار الصرف طردية ضعيفة جدا وتقدر ب 0.4%، وبين مؤشر الأسهم وأسعار الفائدة طردية وتقدر ب 36% وبين المؤشر وعرض النقود طردية وتقدر ب 31% .

ثانياً: نتائج دراسة الارتباط مابين مؤشر أسهم تونس وبين سعر صرف الدينار التونسي ومحدداته

يتم توضيح ارتباط مؤشر أسهم تونس وأسعار الصرف بادخال أسعار الفائدة وعرض النقود، حسب جدول مصفوفة الارتباط التالي:

جدول (2-02) : مصفوفة ارتباط مؤشر أسهم تونس وسعر صرف الدينار التونسي ومحدداته

| | LNINDT | LNIEX2T | LNINTT | LNSMT |
|---------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| LNINDT | 1.000000 | 0.625456 | -0.721882 | 0.969079 |
| LNIEX2T | 0.625456 | 1.000000 | -0.326223 | 0.725181 |
| LNINTT | -0.721882 | -0.326223 | 1.000000 | -0.697287 |
| LNSMT | 0.969079 | 0.725181 | -0.697287 | 1.000000 |

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على معطيات الدراسة والبرنامج الإحصائي Eviews

يلاحظ من الجدول أعلاه بأن معاملات الارتباط مرتفعة وتنفوق 50% غالباً، حيث أن العلاقة بين مؤشر الأسهم وأسعار الصرف طردية وتقدر ب 62%، وبين مؤشر الأسهم وأسعار الفائدة عكسية وتقدر ب 72- %عكسية وبين المؤشر وعرض النقود طردية مرتفعة جداً وتقدر ب 97% .

الفرع الثاني: اختبارات السببية لغرانجر ما بين مؤشرات الأسهم وبين أسعار الصرف ومحدداتها

وتستعرض هنا نتائج اختبارات السببية لغرانجر ما بين مؤشري الأسهم للأردن وتونس وبين أسعار صرف عملاتهما، ومحدداتها.

أولاً: نتائج اختبار علاقة السببية ما بين مؤشر أسهم الأردن وبين سعر صرف الدينار الأردني ومحدداته حسب غرانجر

لتحديد العلاقة بين المتغيرات يتم أخذ عدد فجوات زمنية مقدرة ب $lag = 2$ ويمكن تلخيص النتائج في الجدول التالي :

جدول (2-03) : نتائج اختبار علاقة السببية ما بين مؤشر أسهم الأردن وبين سعر صرف الدينار الأردني

ومحدداته حسب غرانجر

Pairwise Granger Causality Tests

Date: 11/25/17 Time: 20:41

Sample: 2001:01 2016:12

Lags: 2

| Null Hypothesis: | Obs | F-Statistic | Probability |
|---------------------------------------|-----|-------------|-------------|
| LNIEX1J does not Granger Cause LNINDJ | 190 | 1.01188 | 0.36554 |
| LNINDJ does not Granger Cause LNIEX1J | | 0.07245 | 0.93014 |
| LNINTJ does not Granger Cause LNINDJ | 190 | 2.28066 | 0.10508 |
| LNINDJ does not Granger Cause LNINTJ | | 8.85688 | 0.00021 |
| LNSMJ does not Granger Cause LNINDJ | 190 | 1.66236 | 0.19251 |
| LNINDJ does not Granger Cause LNSMJ | | 5.18208 | 0.00646 |
| LNINTJ does not Granger Cause LNIEX1J | 190 | 0.06335 | 0.93863 |
| LNIEX1J does not Granger Cause LNINTJ | | 0.95663 | 0.38608 |
| LNSMJ does not Granger Cause LNIEX1J | 190 | 6.95025 | 0.00123 |
| LNIEX1J does not Granger Cause LNSMJ | | 1.90694 | 0.15144 |
| LNSMJ does not Granger Cause LNINTJ | 190 | 3.23073 | 0.04177 |
| LNINTJ does not Granger Cause LNSMJ | | 1.01829 | 0.36323 |

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على معطيات الدراسة والبرنامج الإحصائي Eviews

الفصل الثاني..... مناقشة نتائج الدراسة التطبيقية

يستخلص من الجدول أعلاه بأن الاحتمالين 0.36 و 0.93 أكبر من 0.05 ما يوحي بأنه لا توجد علاقة سببية من الاتجاهين بين مؤشر أسهم الأردن وسعر صرف الدينار الأردني، ما تؤكده إحصائيات فيشر المحسوتان 1.01 و 0.07 الأقل من إحصائية فيشر الجدولة عند درجة حرية 2 للسط و 190 للمقام ومستوى معنوية 5%.

في حين يرتبط مؤشر أسهم الأردن بأسعار الفائدة وبعرض النقود بعلاقة سببية من جهته، تبعاً للاحتمالين الأقل من 0.05 وإحصائيات فيشر المحسوتان الأكبر من إحصائية فيشر الجدولة عند درجة حرية 2 للسط و 190 للمقام ومستوى معنوية 5%.

كما يرتبط عرض النقود بعلاقة سببية بسعر الصرف وبأسعار الفائدة من جهته، حسب الاحتمالين وإحصائيات فيشر المحسوتان.

ثانياً: نتائج اختبار علاقة السببية ما بين مؤشر أسهم تونس وبين سعر صرف الدينار التونسي ومحدداته حسب غرانجر

لتحديد العلاقة بين المتغيرات يتم أخذ عدد فجوات زمنية مقدرة ب $lag = 2$ ويمكن تلخيص النتائج في الجدول التالي :

جدول (2-04) : نتائج اختبار علاقة السببية ما بين مؤشر أسهم تونس وبين أسعار صرف الدينار التونسي

بادخال أسعار الفائدة وعرض النقود حسب غرانجر

Pairwise Granger Causality Tests

Date: 11/25/17 Time: 20:49

Sample: 2001:01 2016:12

Lags: 2

| Null Hypothesis: | Obs | F-Statistic | Probability |
|--------------------------------------|-----|-------------|-------------|
| LNIE2T does not Granger Cause LNINDT | 190 | 1.18515 | 0.30801 |
| LNINDT does not Granger Cause LNIE2T | | 2.00655 | 0.13737 |
| LNINTT does not Granger Cause LNINDT | 190 | 2.71335 | 0.06895 |
| LNINDT does not Granger Cause LNINTT | | 0.52706 | 0.59122 |
| LNSMT does not Granger Cause LNINDT | 190 | 2.33791 | 0.09937 |
| LNINDT does not Granger Cause LNSMT | | 1.83238 | 0.16292 |
| LNINTT does not Granger Cause LNIE2T | 190 | 1.23511 | 0.29319 |
| LNIE2T does not Granger Cause LNINTT | | 0.02552 | 0.97481 |
| LNSMT does not Granger Cause LNIE2T | 190 | 2.49851 | 0.08498 |
| LNIE2T does not Granger Cause LNSMT | | 4.92371 | 0.00825 |
| LNSMT does not Granger Cause LNINTT | 190 | 1.02315 | 0.36149 |
| LNINTT does not Granger Cause LNSMT | | 0.11288 | 0.89332 |

المصدر : من إعداد الباحث بالاعتماد على معطيات الدراسة والبرنامج الإحصائي Eviews

يستخلص من الجدول أعلاه بأن الاحتمالين 0.30 و 0.13 أكبر من 0.05 ما يوحي بأنه لا توجد علاقة سببية من الاتجاهين بين مؤشر أسهم تونس وبين سعر صرف الدينار التونسي، ما تؤكده إحصائيات فيشر المحسوتان 1.18 و 2.00 الأقل من إحصائية فيشر الجدولة عند درجة حرية 2 للسط و 190 للمقام ومستوى

معنوية 5%، في حين يرتبط سعر الصرف بعلاقة سببية بعرض النقود من جهته ، حسب الاحتمال واحصائية فيشر المحسوبة .

المطلب الثاني: نتائج اختبار التكامل المتزامن بأسلوب جوهانسون مابين مؤشرات الأسهم وبين أسعار صرف العملات ومحدداتها، وتطبيق نموذج تصحيح الخطأ

حيث يتم عرض نتائج اختبار التكامل المتزامن بأسلوب جوهانسون مابين مؤشرات الأسهم وأسعار صرف العملات ومحدداتها، وتطبيق نموذج تصحيح الخطأ.

الفرع الأول: نتائج اختبار التكامل المتزامن بأسلوب جوهانسون مابين مؤشرات الأسهم وبين أسعار صرف العملات ومحدداتها

لعرض نتائج اختبار التكامل المتزامن بأسلوب جوهانسون مابين مؤشرات الأسهم وبين أسعار صرف العملات ومحدداتها.

أولاً: نتائج اختبار التكامل المتزامن بأسلوب جوهانسون مابين مؤشر أسهم الأردن وبين سعر صرف الدينار الأردني ومحدداته

للحصول على عدد الفجوات.

جدول (2-05) : نتائج اختبار معامل التباطؤ لمؤشر أسهم الأردن وسعر صرف الدينار الأردني ومحدداته

VAR Lag Order Selection Criteria
Endogenous variables: LNINDJ LNIEX1J LNINTJ LNSMJ
Exogenous variables: C
Date: 11/23/17 Time: 22:15
Sample: 2001:01 2016:12
Included observations: 186

| Lag | LogL | LR | FPE | AIC | SC | HQ |
|-----|----------|-----------|-----------|------------|------------|------------|
| 0 | 558.2187 | NA | 3.03E-08 | -5.959341 | -5.889970 | -5.931229 |
| 1 | 1973.913 | 2755.277 | 8.82E-15* | -21.00982* | -20.66297* | -20.86926* |
| 2 | 1980.399 | 12.34447 | 9.78E-15 | -20.90752 | -20.28318 | -20.65451 |
| 3 | 2000.926 | 38.18465 | 9.32E-15 | -20.95620 | -20.05438 | -20.59074 |
| 4 | 2011.313 | 18.87432 | 9.91E-15 | -20.89584 | -19.71653 | -20.41794 |
| 5 | 2031.611 | 36.01354* | 9.48E-15 | -20.94206 | -19.48527 | -20.35171 |
| 6 | 2041.600 | 17.29258 | 1.01E-14 | -20.87742 | -19.14315 | -20.17463 |

* indicates lag order selected by the criterion

LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level)

FPE: Final prediction error

AIC: Akaike information criterion

SC: Schwarz information criterion

HQ: Hannan-Quinn information criterion

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على معطيات الدراسة والبرنامج الإحصائي Eviews

يتضح بأن النموذج الأول هو الذي يحقق أكبر عدد للمعايير التي تحقق الشروط المطلوبة، أي أن معامل

الإبطاء أو عدد الفجوات هو $p=01$.

والان القيام باختبار الأثر والقيمة الذاتية العظمى من خلال الملحق (2-01) عند درجة إبطاء $P=01$ ، حيث يتضح في السطر الأول بأن القيمة المحسوبة $r=102.31$ أكبر من القيمة الحرجة $r=47.21$ كما في السطر الثاني القيمة المحسوبة $r=46.61$ أكبر من القيمة الحرجة $r=29.68$ والسطر الثالث والرابع عند مستوى دلالة معنوية 5 %، أي تقبل الفرضية البديلة حيث عدد أشعة التكامل $r+1 =$ ، وهذا ما تدعمه القيمة العظمى المحسوبة 55.70 الأكبر من 27.07 وأيضا 24.89 الأكبر من 20.97 والسطر الثالث والرابع، ما يعني وجود أربع متجهات للتكامل المتزامن بين مؤشر أسهم سوق الأردن وأسعار الصرف، أسعار الفائدة وعرض النقود، ووجود توازن على المدى الطويل.

ثانيا: نتائج اختبار التكامل المتزامن بأسلوب جوهانسون ما بين مؤشر أسهم تونس وبين سعر صرف الدينار التونسي ومحدداته

للحصول على عدد الفجوات.

جدول (2-06) : نتائج اختبار معامل التباطؤ لمؤشر أسهم تونس وسعر صرف الدينار التونسي ومحدداته

VAR Lag Order Selection Criteria
Endogenous variables: LNINDT LNIEX2T LNINTT LNSMT
Exogenous variables: C
Date: 11/23/17 Time: 22:33
Sample: 2001:01 2016:12
Included observations: 186

| Lag | LogL | LR | FPE | AIC | SC | HQ |
|-----|----------|-----------|-----------|------------|------------|------------|
| 0 | 345.2479 | NA | 3.00E-07 | -3.669333 | -3.599962 | -3.641221 |
| 1 | 1813.557 | 2857.677 | 4.95E-14* | -19.28556* | -18.93871* | -19.14500* |
| 2 | 1824.400 | 20.63634 | 5.23E-14 | -19.23011 | -18.60577 | -18.97710 |
| 3 | 1842.403 | 33.48978* | 5.12E-14 | -19.25165 | -18.34983 | -18.88620 |
| 4 | 1855.501 | 23.80171 | 5.29E-14 | -19.22044 | -18.04114 | -18.74254 |
| 5 | 1869.989 | 25.70348 | 5.39E-14 | -19.20418 | -17.74739 | -18.61383 |
| 6 | 1881.435 | 19.81587 | 5.67E-14 | -19.15522 | -17.42094 | -18.45242 |

* indicates lag order selected by the criterion

LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level)

FPE: Final prediction error

AIC: Akaike information criterion

SC: Schwarz information criterion

HQ: Hannan-Quinn information criterion

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على معطيات الدراسة والبرنامج الإحصائي Eviews

يتضح بأن النموذج الأول هو الذي يحقق أكبر عدد للمعايير التي تحقق الشروط المطلوبة، أي أن معامل الإبطاء أو عدد الفجوات هو $p=01$.

والان القيام باختبار الأثر والقيمة الذاتية العظمى من خلال الملحق (2-02) عند درجة إبطاء $P=01$ ، حيث يتضح في السطر الثالث فقط بأن القيمة المحسوبة $r=5.07$ أكبر من القيمة الحرجة $r=3.76$ عند مستوى دلالة معنوية 5 %، أي تقبل الفرضية البديلة حيث عدد أشعة التكامل $r+1 =$ ، وهذا ما تدعمه القيمة

العظمى المحسوبة 5.07 الأكبر من 3.76 عند السطر الثالث فقط، ما يعني وجود متجه واحد فقط للتكامل المتزامن بين مؤشر أسهم تونس وأسعار الصرف، أسعار الفائدة وعرض النقود، ووجود توازن على المدى الطويل. الفرع الثاني: نتائج تقدير نموذج تصحيح الخطأ مابين مؤشرات الأسهم وبين أسعار صرف العملات ومحدداتها

يتم عرض نتائج تقدير نموذج تصحيح الخطأ مابين مؤشرات الأسهم وبين أسعار صرف العملات ومحدداتها.

أولا : نتائج تقدير نموذج تصحيح الخطأ مابين مؤشر أسهم الأردن وبين سعر صرف الدينار الأردني ومحدداته

تفصل النتائج في الملحق (3-01)، ويمكن تلخيصها كما يلي:

- وجود أثر سالب وليس ذو معنوية احصائية لأسعار صرف الدينار الأردني على مؤشر الأسهم فقد بلغت مرونة المؤشر بالنسبة لأسعار الصرف حوالي -287.5391، فارتفاع أسعار الصرف يؤدي الى انخفاض مؤشر الأسهم، ووجود أثر سالب وليس ذو معنوية احصائية لأسعار الفائدة على مؤشر الأسهم فقد بلغت مرونة المؤشر بالنسبة لأسعار الفائدة حوالي 0.636209 -، فارتفاع أسعار الفائدة يؤدي الى انخفاض مؤشر الأسهم، ووجود أثر سالب وليس ذو معنوية احصائية لعرض النقود على مؤشر الأسهم في الفترة طويلة الأجل فقد بلغت مرونة المؤشر بالنسبة لعرض النقود حوالي -1.527814، فارتفاع عرض النقود يؤدي الى انخفاض مؤشر الأسهم. كانت قيمة أسعار الصرف سالبة وليست ذات معنوية احصائية في الفترة الأولى 0.555354 - و كانت قيمة أسعار الفائدة سالبة وليست ذات معنوية احصائية في الفترة الأولى 0.063678 -، كما كانت قيمة عرض النقود سالبة وليست ذات معنوية احصائية في الفترة الأولى 0.110159 - مما يوضح التأثير السالب في المدى القصير.

- معامل تصحيح الخطأ الذي يقيس سرعة وقدرة النموذج في العودة الى التوازن بعد حدوث اختلال موجب وذو قيمة معنوية 0.000935 أي أنه بطيء جدا للوصول الى قيمته التوازنية في المدى الطويل، ما يعني عدم وجود تكامل على المدى القصير.

- ان المتغيرات المستقلة تفسر 0.006032 من التغيرات الحاصلة في المتغير التابع وهي نسبة ضعيفة جدا.

ثانيا : نتائج تقدير نموذج تصحيح الخطأ بين مؤشر أسهم تونس وبين أسعار الصرف ومحدداتها

تفصل النتائج في الملحق (3-02)، حيث يمكن تلخيصها كما يلي:

- وجود أثر موجب وليس ذو معنوية احصائية لأسعار صرف الدينار التونسي على مؤشر الأسهم فقد بلغت مرونة المؤشر بالنسبة لأسعار الصرف حوالي 2.339442، فارتفاع أسعار الصرف يؤدي الى ارتفاع مؤشر الأسهم ووجود أثر موجب وليس ذو معنوية احصائية لأسعار الفائدة على مؤشر الأسهم فقد بلغت مرونة المؤشر

- بالنسبة لأسعار الفائدة حوالي 0.719264 فارتفاع أسعار الفائدة يؤدي الى ارتفاع مؤشر الأسهم ووجود أثر سالب وليس ذو معنوية احصائية لعرض النقود على مؤشر الأسهم في الفترة طويلة الأجل فقد بلغت مرونة المؤشر بالنسبة لعرض النقود حوالي -1.888543 ، فارتفاع عرض النقود يؤدي الى انخفاض مؤشر الأسهم.
- كانت قيمة أسعار الصرف سالبة وليست ذات معنوية احصائية في الفترة الأولى -0.013923- مما يوضح التأثير لسالب، و كانت قيمة أسعار الفائدة سالبة وليست ذات معنوية احصائية في الفترة الأولى -0.09843- مما يوضح التأثير السالب، كما كانت قيمة عرض النقود موجبة وليست ذات معنوية احصائية في الفترة الأولى 0.308507 مما يوضح التأثير الموجب في المدى القصير.
- معامل تصحيح الخطأ الذي يقيس سرعة وقدرة النموذج في العودة الى التوازن بعد حدوث اختلال سالب وذو قيمة معنوية -0.026497- أي أنه بطيء جدا للوصول الى قيمته التوازنية في المدى الطويل، ما يعني وجود تكامل على المدى القصير.
- ان المتغيرات المستقلة تفسر 0.063755 من التغيرات الحاصلة في المتغير التابع وهي نسبة ضعيفة.

المبحث الثاني: نتائج اختبارات العلاقة ما بين مؤشرات الأسهم وبين كل من أسعار

الصرف، أسعار الفائدة وعرض النقود

يخصص المطلب الأول لدراسة العلاقة ما بين مؤشري أسهم السواقين الماليين للأردن وتونس وبين كل من أسعار صرف عملاتهما مقابل الدولار الأمريكي، أسعار الفائدة، عرض النقود من خلال اختبار السببية لغرانجر، والمطلب الثاني لاختبار إمكانية وجود تكامل مشترك بأسلوب جوهانسون ولنموذج تصحيح الخطأ.

المطلب الأول: نتائج دراسة العلاقة ما بين مؤشرات الأسهم وبين كل من أسعار صرف العملات، أسعار

الفائدة، عرض النقود من خلال اختبار السببية لغرانجر

تتم دراسة العلاقة ما بين مؤشري الأسهم للأردن وتونس وبين كل من أسعار صرف الدينار الأردني والدينار التونسي مقابل الدولار الأمريكي، أسعار الفائدة وعرض النقود من خلال اختبار السببية لغرانجر.

الفرع الأول: نتائج اختبار علاقة السببية ما بين مؤشر أسهم الأردن وبين كل من سعر صرف العملات، أسعار الفائدة، عرض النقود حسب غرانجر

لاختبار علاقة السببية ما بين مؤشر أسهم الأردن وبين كل من سعر صرف الدينار الأردني، أسعار الفائدة، عرض النقود.

أولاً: نتائج اختبار علاقة السببية ما بين مؤشر أسهم الأردن وبين سعر صرف الدينار الأردني حسب
غرانجر

لتحديد العلاقة بين المتغيرين يتم أخذ عدد فجوات زمنية مقدرة ب $lag = 2$ ويمكن تلخيص النتائج في
الجدول التالي :

جدول (2-07) : نتائج اختبار علاقة السببية ما بين مؤشر أسهم الأردن وبين سعر صرف الدينار الأردني

Pairwise Granger Causality Tests
Date: 11/25/17 Time: 20:18
Sample: 2001:01 2016:12
Lags: 2

| Null Hypothesis: | Obs | F-Statistic | Probability |
|---------------------------------------|-----|-------------|-------------|
| LNIEX1J does not Granger Cause LNINDJ | 190 | 1.01188 | 0.36554 |
| LNINDJ does not Granger Cause LNIEX1J | | 0.07245 | 0.93014 |

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على معطيات الدراسة والبرنامج الإحصائي Eviews

لا يرتبط مؤشر أسهم الأردن بسعر صرف الدينار الأردني من الاتجاهين، وهذا حسب الاحتمالين الأكبر
من 0,05، كما أن إحصائيتنا فيشر المحسوبة أقل من إحصائية فيشر الجدولة عند درجة حرية 2 للسط و 190
للمقام ومستوى معنوية 5%.

ثانياً: نتائج اختبار علاقة السببية ما بين مؤشر أسهم الأردن وبين أسعار الفائدة حسب غرانجر

لتحديد العلاقة بين المتغيرين يتم أخذ عدد فجوات زمنية مقدرة ب $lag = 2$ ويمكن تلخيص النتائج في
الجدول التالي :

جدول (2-08) : نتائج اختبار علاقة السببية ما بين مؤشر أسهم الأردن وبين أسعار الفائدة

Pairwise Granger Causality Tests
Date: 11/25/17 Time: 20:23
Sample: 2001:01 2016:12
Lags: 2

| Null Hypothesis: | Obs | F-Statistic | Probability |
|--------------------------------------|-----|-------------|-------------|
| LNINTJ does not Granger Cause LNINDJ | 190 | 2.28066 | 0.10508 |
| LNINDJ does not Granger Cause LNINTJ | | 8.85688 | 0.00021 |

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على معطيات الدراسة والبرنامج الإحصائي Eviews

يرتبط مؤشر أسهم الأردن بأسعار الفائدة من جهته، وهذا حسب الاحتمال الأقل من 0,05، كما أن
إحصائية فيشر المحسوبة أكبر من إحصائية فيشر الجدولة عند درجة حرية 2 للسط و 190 للمقام ومستوى
معنوية 5%.

ثالثاً: نتائج اختبار علاقة السببية ما بين مؤشر أسهم الأردن وبين عرض النقود حسب غرانجر:

لتحديد العلاقة بين المتغيرين يتم أخذ عدد فجوات زمنية مقدرة ب $lag = 2$ ويمكن تلخيص النتائج في
الجدول التالي :

جدول (2-09) : نتائج اختبار علاقة السببية ما بين مؤشر أسهم الأردن وبين عرض النقود

Pairwise Granger Causality Tests

Date: 11/25/17 Time: 20:27

Sample: 2001:01 2016:12

Lags: 2

| Null Hypothesis: | Obs | F-Statistic | Probability |
|--------------------------------------|-----|-------------|-------------|
| LNISMJ does not Granger Cause LNINDJ | 190 | 1.66236 | 0.19251 |
| LNINDJ does not Granger Cause LNISMJ | | 5.18208 | 0.00646 |

المصدر : من إعداد الباحث بالاعتماد على معطيات الدراسة والبرنامج الإحصائي Eviews

يرتبط مؤشر أسهم الأردن بعرض النقود من جهته، وهذا حسب الاحتمال الأقل من 0.05، كما أن إحصائية فيشر المحسوبة أكبر من إحصائية فيشر الجدولة عند درجة حرية 2 للسط و 190 للمقام ومستوى معنوية 5%.

الفرع الثاني: نتائج اختبار علاقة السببية ما بين مؤشر أسهم تونس وبين كل من سعر الصرف، أسعار الفائدة، عرض النقود حسب غرانجر

للقيام باختبار علاقة السببية ما بين مؤشر أسهم تونس وبين أسعار صرف الدينار التونسي، أسعار الفائدة، عرض النقود.

أولاً: نتائج اختبار علاقة السببية ما بين مؤشر أسهم تونس وبين سعر صرف الدينار التونسي حسب غرانجر

لتحديد العلاقة بين المتغيرين يتم أخذ عدد فجوات زمنية مقدرة ب $lag = 2$ ويمكن تلخيص النتائج في

الجدول التالي :

جدول (2-10) : نتائج اختبار علاقة السببية ما بين مؤشر أسهم تونس وبين أسعار صرف الدينار التونسي

Pairwise Granger Causality Tests

Date: 11/25/17 Time: 20:31

Sample: 2001:01 2016:12

Lags: 2

| Null Hypothesis: | Obs | F-Statistic | Probability |
|--------------------------------------|-----|-------------|-------------|
| LNIE2T does not Granger Cause LNINDT | 190 | 1.18515 | 0.30801 |
| LNINDT does not Granger Cause LNIE2T | | 2.00655 | 0.13737 |

المصدر : من إعداد الباحث بالاعتماد على معطيات الدراسة والبرنامج الإحصائي Eviews

لا يرتبط مؤشر أسهم تونس بسعر صرف الدينار التونسي من الاتجاهين، وهذا حسب الاحتمالين الأكبر من 0.05، كما أن إحصائيتا فيشر المحسوبتان أقل من إحصائية فيشر الجدولة عند درجة حرية 2 للسط و 190 للمقام ومستوى معنوية 5% .

ثانياً: نتائج اختبار علاقة السببية ما بين مؤشر أسهم تونس وبين أسعار الفائدة حسب غرانجر

لتحديد العلاقة بين المتغيرين يتم أخذ عدد فجوات زمنية مقدرة ب $lag = 2$ ويمكن تلخيص النتائج في

الجدول التالي :

جدول (2-11) : نتائج اختبار علاقة السببية ما بين مؤشر أسهم تونس وبين أسعار الفائدة

Pairwise Granger Causality Tests

Date: 11/25/17 Time: 20:35

Sample: 2001:01 2016:12

Lags: 2

| Null Hypothesis: | Obs | F-Statistic | Probability |
|--------------------------------------|-----|-------------|-------------|
| LNINTT does not Granger Cause LNINDT | 190 | 2.71335 | 0.06895 |
| LNINDT does not Granger Cause LNINTT | | 0.52706 | 0.59122 |

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على معطيات الدراسة والبرنامج الإحصائي Eviews

لا يرتبط مؤشر أسهم تونس بأسعار الفائدة من الاتجاهين، وهذا حسب الاحتمالين الأكبر من 0.05، كما أن إحصائيتا فيشر المحسوبتان أقل من إحصائية فيشر الجدولة عند درجة حرية 2 للبسط و 190 للمقام ومستوى معنوية 5%.

ثالثا: نتائج اختبار علاقة السببية ما بين مؤشر أسهم تونس وبين عرض النقود حسب غرانجر

لتحديد العلاقة بين المتغيرين يتم أخذ عدد فجوات زمنية مقدرة ب $lag = 2$ ويمكن تلخيص النتائج في

الجدول التالي :

جدول (2-12) : نتائج اختبار علاقة السببية ما بين مؤشر أسهم تونس وبين عرض النقود

Pairwise Granger Causality Tests

Date: 11/25/17 Time: 20:38

Sample: 2001:01 2016:12

Lags: 2

| Null Hypothesis: | Obs | F-Statistic | Probability |
|-------------------------------------|-----|-------------|-------------|
| LNSMT does not Granger Cause LNINDT | 190 | 2.33791 | 0.09937 |
| LNINDT does not Granger Cause LNSMT | | 1.83238 | 0.16292 |

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على معطيات الدراسة والبرنامج الإحصائي Eviews

لا يرتبط مؤشر أسهم تونس بعرض النقود من الاتجاهين، وهذا حسب الاحتمالين الأكبر من 0.05، كما أن إحصائيتا فيشر المحسوبتان أقل من إحصائية فيشر الجدولة عند درجة حرية 2 للبسط و 190 للمقام ومستوى معنوية 5%.

المطلب الثاني: نتائج اختبارات التكامل المشترك ما بين مؤشرات الأسهم وبين كل من سعر الصرف،

أسعار الفائدة، عرض النقود بأسلوب جوهانسون، ونموذج تصحيح الخطأ

بعرض نتائج اختبارات التكامل المتزامن ما بين مؤشري أسهم الأردن وتونس وبين كل من سعر صرف

عملتيهما، أسعار الفائدة، عرض النقود بأسلوب جوهانسون، ونموذج تصحيح الخطأ.

الفرع الأول: نتائج التكامل المتزامن ما بين مؤشر أسهم الأردن وبين كل من سعر صرف الدينار الأردني، أسعار الفائدة، عرض النقود بأسلوب جوهانسون، ونموذج تصحيح الخطأ
 لاختبار التكامل المتزامن ما بين مؤشر أسهم الأردن وبين كل من سعر صرف الدينار الأردني، أسعار الفائدة، عرض النقود بأسلوب جوهانسون، ونموذج تصحيح الخطأ.
 أولاً : نتائج التكامل المتزامن ما بين مؤشر أسهم الأردن وبين سعر صرف الدينار الأردني، ونموذج تصحيح الخطأ

يتم عرض نتائج التكامل المتزامن ما بين مؤشر أسهم الأردن وبين سعر الصرف، فنموذج تصحيح الخطأ.

1- نتائج التكامل المتزامن ما بين مؤشر أسهم الأردن وبين سعر صرف الدينار الأردني:
 لتحديد عدد الفجوات.

جدول (2-13) : نتائج اختبار معامل التباطؤ لمؤشر أسهم الأردن وسعر صرف الدينار الأردني

VAR Lag Order Selection Criteria
 Endogenous variables: LNINDJ LNIEX1J
 Exogenous variables: C
 Date: 11/25/17 Time: 11:30
 Sample: 2001:01 2016:12
 Included observations: 186

| Lag | LogL | LR | FPE | AIC | SC | HQ |
|-----|----------|-----------|-----------|------------|------------|------------|
| 0 | 659.3316 | NA | 2.92E-06 | -7.068082 | -7.033396 | -7.054026 |
| 1 | 1020.173 | 710.0425 | 6.30E-08 | -10.90508 | -10.80103* | -10.86292* |
| 2 | 1025.122 | 9.631653* | 6.23E-08* | -10.91529* | -10.74186 | -10.84501 |
| 3 | 1027.423 | 4.430161 | 6.35E-08 | -10.89703 | -10.65423 | -10.79863 |
| 4 | 1032.302 | 9.285358 | 6.29E-08 | -10.90647 | -10.59431 | -10.77997 |
| 5 | 1034.053 | 3.294393 | 6.44E-08 | -10.88229 | -10.50075 | -10.72767 |
| 6 | 1034.523 | 0.874115 | 6.69E-08 | -10.84433 | -10.39342 | -10.66160 |

* indicates lag order selected by the criterion

LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level)

FPE: Final prediction error

AIC: Akaike information criterion

SC: Schwarz information criterion

HQ: Hannan-Quinn information criterion

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على معطيات الدراسة والبرنامج الإحصائي Eviews

يتضح بأن النموذج الأول هو الذي يحقق أكبر عدد للمعايير التي تحقق الشروط المطلوبة، أي أن معامل الإبطاء أو عدد الفجوات هو $p=02$ ، وبخصوص نتائج اختبار الأثر والقيمة الذاتية العظمى تعرض من خلال الملحق (2-03) عند درجة إبطاء $P=02$ ، حيث يتضح في السطر الأول بأن القيمة المحسوبة $r=33.30$ أكبر من القيمة الحرجة $r=15.41$ كما في السطر الثاني القيمة المحسوبة $r=5.09$ أكبر من القيمة الحرجة $r=3.76$ عند مستوى دلالة معنوية 5 %، أي يتم قبول الفرضية البديلة حيث عدد أشعة التكامل $r+1 =$ ، ما يعني وجود متجها علاقة تكامل بين مؤشر أسهم الأردن وسعر صرف الدينار الأردني ووجود توازن على المدى الطويل، وهذا ما تدعمه القيمة العظمى المحسوبة 28.21 الأكبر من 14.07 وأيضا 5.09 الأكبر من 3.76.

2- تقدير نموذج تصحيح الخطأ ما بين مؤشر أسهم الأردن وبين سعر صرف الدينار الأردني:

تفصل النتائج في الملحق (3-3)، ويمكن تلخيصها كما يلي:

- وجود أثر سالب وليس ذو معنوية احصائية لسعر صرف الدينار الأردني على مؤشر الأسهم في الفترة طويلة الأجل فقد بلغت مرونة المؤشر بالنسبة لسعر الصرف حوالي 694.3243-، فارتفاع سعر الصرف يؤدي الى انخفاض مؤشر الأسهم.

- كانت قيمة سعر الصرف سالبة وليست ذات معنوية احصائية في الفترة الأولى 2.640003-، كما كانت سالبة وليست ذات معنوية احصائية في الفترة الثانية 1.355207- مما يوضح التأثير السالب في المدى القصير.

- معامل تصحيح الخطأ الذي يقيس سرعة وقدرة النموذج في العودة الى التوازن بعد حدوث اختلال سالب وذو قيمة معنوية 0.003763- أي أنه بطيء جدا للوصول الى قيمته التوازنية في المدى الطويل، ما معناه وجود توازن على المدى القصير.

- ان المتغيرات المستقلة تفسر 0.037927 من التغيرات الحاصلة في المتغير التابع وهي نسبة ضعيفة جدا.

ثانيا : نتائج التكامل المتزامن ما بين مؤشر أسهم الأردن وبين أسعار الفائدة، ونموذج تصحيح الخطأ

يتم عرض نتائج التكامل المتزامن ما بين مؤشر أسهم الأردن وبين أسعار الفائدة، فنموذج تصحيح الخطأ.

1- نتائج التكامل المتزامن ما بين مؤشر أسهم الأردن وبين أسعار الفائدة:

ليتم تحديد عدد الفجوات.

جدول (2-14) : نتائج اختبار معامل التباطؤ لمؤشر أسهم الأردن وأسعار الفائدة

VAR Lag Order Selection Criteria
Endogenous variables: LNINDJ LNINTJ
Exogenous variables: C
Date: 11/25/17 Time: 12:30
Sample: 2001:01 2016:12
Included observations: 186

| Lag | LogL | LR | FPE | AIC | SC | HQ |
|-----|-----------|-----------|-----------|------------|------------|------------|
| 0 | -91.65006 | NA | 0.009384 | 1.006990 | 1.041675 | 1.021046 |
| 1 | 596.9293 | 1354.947 | 5.96E-06 | -6.354079 | -6.250022* | -6.311911 |
| 2 | 597.8544 | 1.800358 | 6.16E-06 | -6.321015 | -6.147588 | -6.250735 |
| 3 | 614.0738 | 31.21803 | 5.41E-06* | -6.452406* | -6.209608 | -6.354015* |
| 4 | 615.7572 | 3.203959 | 5.54E-06 | -6.427497 | -6.115328 | -6.300994 |
| 5 | 617.8879 | 4.009270 | 5.66E-06 | -6.407396 | -6.025857 | -6.252782 |
| 6 | 623.6161 | 10.65580* | 5.55E-06 | -6.425980 | -5.975069 | -6.243254 |

* indicates lag order selected by the criterion

LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level)

FPE: Final prediction error

AIC: Akaike information criterion

SC: Schwarz information criterion

HQ: Hannan-Quinn information criterion

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على معطيات الدراسة والبرنامج الإحصائي Eviews

يتضح بأن النموذج الأول هو الذي يحقق أكبر عدد للمعايير التي تحقق الشروط المطلوبة، أي أن معامل الإبطاء أو عدد الفجوات هو $p=03$.

نتائج اختبار الأثر والقيمة الذاتية العظمى تعرض من خلال الملحق (2-04) عند درجة إبطاء $P=03$ ، حيث يتضح في السطر الأول بأن القيمة المحسوبة $r=20.26$ أكبر من القيمة الحرجة $r=15.41$ كما في السطر الثاني القيمة المحسوبة $r=7.88$ أكبر من القيمة الحرجة $r=3.76$ عند مستوى دلالة معنوية 5 %، أي يتم قبول الفرضية البديلة حيث عدد أشعة التكامل $r+1 =$ ، أما من خلال القيمة العظمى المحسوبة 12.38 الأقل من 14.07 وأيضا 7.88 الأكبر من 3.76، مامعناه وجود متجه علاقة تكامل واحد بين مؤشر أسهم الأردن وأسعار الفائدة ووجود توازن على المدى الطويل.

2- نتائج تقدير نموذج تصحيح الخطأ ما بين مؤشر أسهم الأردن وبين أسعار الفائدة:

تفصل النتائج في الملحق (3-04)، حيث يمكن تلخيصها كما يلي:

- وجود أثر سالب وليس ذو معنوية احصائية لأسعار الفائدة على مؤشر الأسهم في الفترة طويلة الأجل فقد بلغت مرونة المؤشر بالنسبة لأسعار الفائدة حوالي -0.892428 ، فارتفاع أسعار الفائدة يؤدي الى انخفاض مؤشر الأسهم.

- كانت قيمة أسعار الفائدة سالبة وليست ذات معنوية احصائية في الفترة الأولى -0.091965 ، كما كانت موجبة وليست ذات معنوية احصائية في الفترة الثانية 0.055067 ، كما كانت موجبة وليست ذات معنوية احصائية في الفترة الثالثة 0.055067 مما يوضح التأثير السلبي فالإيجابي في المدى القصير.

- معامل تصحيح الخطأ الذي يقيس سرعة وقدرة النموذج في العودة الى التوازن بعد حدوث اختلال سالب وذو قيمة معنوية -0.013513 أي أنه بطيء جدا للوصول الى قيمته التوازنية في المدى الطويل، ما معناه وجود توازن على المدى القصير.

- ان المتغيرات المستقلة تفسر 0.042416 من التغيرات الحاصلة في المتغير التابع وهي نسبة ضعيفة جدا.

ثالثا: نتائج التكامل المتزامن ما بين مؤشر أسهم الأردن وبين عرض النقود، ونموذج تصحيح الخطأ

يتم عرض نتائج التكامل المتزامن ما بين مؤشر أسهم الأردن وبين عرض النقود، فنموذج تصحيح الخطأ.

1- نتائج التكامل المتزامن ما بين مؤشر أسهم الأردن وبين عرض النقود:

للقيام بتحديد عدد الفجوات.

جدول (2-15) : نتائج اختبار معامل التباطؤ لمؤشر أسهم الأردن وعرض النقود

VAR Lag Order Selection Criteria
Endogenous variables: LNINDJ LNSMJ
Exogenous variables: C
Date: 11/25/17 Time: 12:44
Sample: 2001:01 2016:12
Included observations: 186

| Lag | LogL | LR | FPE | AIC | SC | HQ |
|-----|-----------|-----------|-----------|------------|------------|------------|
| 0 | -202.9740 | NA | 0.031063 | 2.204022 | 2.238707 | 2.218078 |
| 1 | 866.4726 | 2104.395 | 3.29E-07 | -9.252393 | -9.148337* | -9.210226* |
| 2 | 866.8154 | 0.667234 | 3.42E-07 | -9.213069 | -9.039642 | -9.142789 |
| 3 | 868.5100 | 3.261596 | 3.50E-07 | -9.188279 | -8.945481 | -9.089888 |
| 4 | 872.1903 | 7.004472 | 3.52E-07 | -9.184842 | -8.872673 | -9.058339 |
| 5 | 884.8145 | 23.75520* | 3.21E-07* | -9.277575* | -8.896035 | -9.122961 |
| 6 | 885.7691 | 1.775861 | 3.31E-07 | -9.244829 | -8.793919 | -9.062103 |

* indicates lag order selected by the criterion

LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level)

FPE: Final prediction error

AIC: Akaike information criterion

SC: Schwarz information criterion

HQ: Hannan-Quinn information criterion

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على معطيات الدراسة والبرنامج الإحصائي Eviews

يتضح بأن النموذج الأول هو الذي يحقق أكبر عدد للمعايير التي تحقق الشروط المطلوبة، أي أن معامل الإبطاء أو عدد الفجوات هو $p=05$.

نتائج اختبار الأثر والقيمة الذاتية العظمى تعرض من خلال الملحق (2-05) عند درجة إبطاء $P=05$ ، حيث يتضح في السطر الأول بأن القيمة المحسوبة $r=27.82$ أكبر من القيمة الحرجة $r=15.41$ كما في السطر الثاني القيمة المحسوبة $r=5.56$ أكبر من القيمة الحرجة $r=3.76$ عند مستوى دلالة معنوية 5 %، أي يتم قبول الفرضية البديلة حيث عدد أشعة التكامل $r+1 =$ ، ما يعني وجود متجها علاقة تكامل بين مؤشر أسهم الأردن وعرض النقود ووجود توازن على المدى الطويل، وهذا ما تدعمه القيمة العظمى المحسوبة 22.26 الأكبر من 14.07 وأيضاً 5.56 الأكبر من 3.76.

2- نتائج تقدير نموذج تصحيح الخطأ ما بين مؤشر أسهم الأردن وبين عرض النقود:

تفصل النتائج في الملحق (3-05)، حيث يمكن تلخيصها كما يلي:

- وجود أثر سالب وليس ذو معنوية احصائية لعرض النقود على مؤشر الأسهم في الفترة طويلة الأجل فقد بلغت مرونة المؤشر بالنسبة لعرض النقود حوالي -0.400694، فارتفاع عرض النقود يؤدي الى انخفاض مؤشر الأسهم.
- كانت قيمة عرض النقود سالبة وليست ذات معنوية احصائية في الفترة الأولى -0.132305، كما كانت موجبة وليست ذات معنوية احصائية في الفترة الثانية 0.306691، و كانت سالبة وليست ذات معنوية احصائية في الفترة الثالثة -0.896179 وموجبة وليست ذات معنوية احصائية في الفترة الرابعة 1.187303، في حين أنها

الفصل الثاني..... مناقشة نتائج الدراسة التطبيقية

سالبة وليست ذات معنوية احصائية في الفترة الخامسة -0.459593 ، مما يوضح التأثير المتذبذب بين السالب والموجب في المدى القصير.

- معامل تصحيح الخطأ الذي يقيس سرعة وقدرة النموذج في العودة الى التوازن بعد حدوث اختلال سالب وذو قيمة معنوية -0.018451 أي أنه بطيء جدا للوصول الى قيمته التوازنية في المدى الطويل، ما معناه وجود توازن على المدى القصير.

- ان المتغيرات المستقلة تفسر 0.112960 من التغيرات الحاصلة في المتغير التابع وهي نسبة ضعيفة.

الفرع الثاني: نتائج التكامل المتزامن ما بين مؤشر أسهم تونس وبين كل من سعر صرف الدينار التونسي، أسعار الفائدة، عرض النقود بأسلوب جوهانسون ونموذج تصحيح الخطأ

لاختبار التكامل المتزامن ما بين مؤشر أسهم تونس وبين كل من سعر صرف الدينار التونسي، أسعار الفائدة، عرض النقود بأسلوب جوهانسون ونموذج تصحيح الخطأ.

أولا: نتائج التكامل المتزامن ما بين مؤشر أسهم تونس وبين سعر صرف الدينار التونسي، ونموذج تصحيح الخطأ

يتم عرض نتائج التكامل المتزامن ما بين مؤشر أسهم تونس وبين سعر الصرف، فنموذج تصحيح الخطأ.

1- نتائج التكامل المتزامن ما بين مؤشر أسهم تونس وبين سعر صرف الدينار التونسي:

لتحديد عدد الفجوات.

جدول (2-16) : نتائج اختبار معامل التباطؤ لمؤشر أسهم تونس وسعر صرف الدينار التونسي

VAR Lag Order Selection Criteria
Endogenous variables: LNINDT LNIEX2T
Exogenous variables: C
Date: 11/25/17 Time: 13:46
Sample: 2001:01 2016:12
Included observations: 186

| Lag | LogL | LR | FPE | AIC | SC | HQ |
|-----|-----------|-----------|-----------|------------|------------|------------|
| 0 | -43.28565 | NA | 0.005579 | 0.486942 | 0.521628 | 0.500998 |
| 1 | 805.5910 | 1670.370* | 6.33E-07* | -8.597753* | -8.493697* | -8.555585* |
| 2 | 806.0423 | 0.878263 | 6.57E-07 | -8.559595 | -8.386167 | -8.489315 |
| 3 | 808.7931 | 5.294600 | 6.66E-07 | -8.546163 | -8.303364 | -8.447772 |
| 4 | 813.2472 | 8.477193 | 6.63E-07 | -8.551046 | -8.238877 | -8.424543 |
| 5 | 814.6322 | 2.606034 | 6.82E-07 | -8.522926 | -8.141387 | -8.368312 |
| 6 | 815.6585 | 1.909194 | 7.04E-07 | -8.490951 | -8.040041 | -8.308225 |

* indicates lag order selected by the criterion

LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level)

FPE: Final prediction error

AIC: Akaike information criterion

SC: Schwarz information criterion

HQ: Hannan-Quinn information criterion

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على معطيات الدراسة والبرنامج الإحصائي Eviews

يتضح بأن النموذج الأول هو الذي يحقق أكبر عدد للمعايير التي تحقق الشروط المطلوبة، أي أن معامل الإبطاء أو عدد الفجوات هو $p=01$.

نتائج اختبار الأثر والقيمة الذاتية العظمى تعرض من خلال الملحق (2-06) عند درجة إبطاء $P=01$ ، حيث يتضح في السطر الأول بأن القيمة المحسوبة $r=7.63$ أقل من القيمة الحرجة $r=15.41$ كما في السطر الثاني القيمة المحسوبة $r=2.39$ أقل من القيمة الحرجة $r=3.76$ عند مستوى دلالة معنوية 5 %، أي يتم قبول الفرضية البديلة حيث عدد أشعة التكامل $r+1 =$ ، ما يعني عدم وجود أي متجه لعلاقة تكامل بين مؤشر أسهم تونس وسعر صرف الدينار التونسي وعدم وجود توازن على المدى الطويل، وهذا ما تدعمه القيمة العظمى المحسوبة 5.72 الأقل من 14.07 وأيضا 2.39 الأقل من 3.76.

2- نتائج تقدير نموذج تصحيح الخطأ ما بين مؤشر أسهم تونس وبين سعر صرف الدينار التونسي:

نظرا لعدم وجود علاقة تكامل متزامن ما بين مؤشر أسهم تونس وبين سعر صرف الدينار التونسي فإنه لا يمكن تقدير نموذج تصحيح الخطأ.

ثانيا : نتائج التكامل المتزامن ما بين مؤشر أسهم تونس وبين أسعار الفائدة، ونموذج تصحيح الخطأ

يتم عرض نتائج التكامل المتزامن ما بين مؤشر أسهم تونس وبين أسعار الفائدة، فنموذج تصحيح الخطأ.

1- نتائج التكامل المتزامن ما بين مؤشر أسهم تونس وبين أسعار الفائدة:

لتحديد عدد الفجوات.

جدول (2-17) : نتائج اختبار معامل التباطؤ لمؤشر أسهم تونس وأسعار الفائدة

VAR Lag Order Selection Criteria
Endogenous variables: LNINDT LNINTT
Exogenous variables: C
Date: 11/25/17 Time: 13:56
Sample: 2001:01 2016:12
Included observations: 186

| Lag | LogL | LR | FPE | AIC | SC | HQ |
|-----|----------|-----------|-----------|------------|------------|------------|
| 0 | 11.09361 | NA | 0.003109 | -0.097781 | -0.063095 | -0.083725 |
| 1 | 766.6901 | 1486.819 | 9.61E-07 | -8.179463 | -8.075407* | -8.137296* |
| 2 | 772.4902 | 11.28852* | 9.43E-07 | -8.198820 | -8.025393 | -8.128541 |
| 3 | 777.1306 | 8.931409 | 9.36E-07 | -8.205705 | -7.962907 | -8.107314 |
| 4 | 781.1547 | 7.658834 | 9.36E-07* | -8.205965* | -7.893796 | -8.079462 |
| 5 | 782.3198 | 2.192373 | 9.65E-07 | -8.175482 | -7.793942 | -8.020867 |
| 6 | 784.8432 | 4.694028 | 9.81E-07 | -8.159604 | -7.708693 | -7.976878 |

* indicates lag order selected by the criterion

LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level)

FPE: Final prediction error

AIC: Akaike information criterion

SC: Schwarz information criterion

HQ: Hannan-Quinn information criterion

المصدر : من إعداد الباحث بالاعتماد على معطيات الدراسة والبرنامج الإحصائي Eviews

يتضح بأن النموذج الأول هو الذي يحقق أكبر عدد للمعايير التي تحقق الشروط المطلوبة، أي أن معامل الإبطاء أو عدد الفجوات هو $p=01$.

نتائج اختبار الأثر والقيمة الذاتية العظمى تعرض من خلال الملحق (2-07) عند درجة إبطاء $P=01$ ، حيث يتضح في السطر الأول بأن القيمة المحسوبة $r=9.38$ أقل من القيمة الحرجة $r=15.41$ كما في السطر الثاني القيمة المحسوبة $r=0.73$ أقل من القيمة الحرجة $r=3.76$ عند مستوى دلالة معنوية 5 %، أي يتم قبول الفرضية البديلة حيث عدد أشعة التكامل $r+1 =$ ، مما يعني عدم وجود أي متجه لعلاقة تكامل بين مؤشر أسهم تونس وأسعار الفائدة وعدم وجود توازن على المدى الطويل، وهذا ما تدعمه القيمة العظمى المحسوبة 8.65 الأقل من 14.07 وأيضا 0.73 الأقل من 3.76.

2- نتائج تقدير نموذج تصحيح الخطأ ما بين مؤشر أسهم تونس وبين أسعار الفائدة:

نظرا لعدم وجود علاقة تكامل متزامن ما بين مؤشر أسهم تونس وبين أسعار الفائدة فاننا لانستطيع تقدير نموذج تصحيح الخطأ.

ثالثا : نتائج التكامل المتزامن ما بين مؤشر أسهم تونس وبين عرض النقود، ونموذج تصحيح الخطأ

يتم عرض نتائج التكامل المتزامن ما بين مؤشر أسهم تونس وبين عرض النقود، فنموذج تصحيح الخطأ.

1- نتائج التكامل المتزامن ما بين مؤشر أسهم تونس وبين عرض النقود:

لتحديد عدد الفجوات.

جدول (2-18) : نتائج اختبار معامل التباطؤ لمؤشر أسهم تونس وعرض النقود

VAR Lag Order Selection Criteria
Endogenous variables: LNINDT LNSMT
Exogenous variables: C
Date: 11/25/17 Time: 14:10
Sample: 2001:01 2016:12
Included observations: 186

| Lag | LogL | LR | FPE | AIC | SC | HQ |
|-----|-----------|-----------|-----------|------------|------------|------------|
| 0 | -11.39834 | NA | 0.003959 | 0.144068 | 0.178754 | 0.158124 |
| 1 | 936.0053 | 1864.246* | 1.56E-07* | -10.00006* | -9.896000* | -9.957889* |
| 2 | 939.6355 | 7.065375 | 1.56E-07 | -9.996081 | -9.822654 | -9.925802 |
| 3 | 943.8977 | 8.203533 | 1.56E-07 | -9.998900 | -9.756102 | -9.900509 |
| 4 | 946.6542 | 5.246188 | 1.58E-07 | -9.985529 | -9.673360 | -9.859026 |
| 5 | 949.3001 | 4.978948 | 1.60E-07 | -9.970969 | -9.589429 | -9.816355 |
| 6 | 951.1988 | 3.531859 | 1.64E-07 | -9.948374 | -9.497463 | -9.765647 |

* indicates lag order selected by the criterion

LR: sequential modified LR test statistic (each test at 5% level)

FPE: Final prediction error

AIC: Akaike information criterion

SC: Schwarz information criterion

HQ: Hannan-Quinn information criterion

المصدر : من إعداد الطالب بالاعتماد على معطيات الدراسة والبرنامج الإحصائي Eviews

يتضح بأن النموذج الأول هو الذي يحقق أكبر عدد للمعايير التي تحقق الشروط المطلوبة، أي أن معامل الإبطاء أو عدد الفجوات هو $p=01$.

اختبار الأثر والقيمة الذاتية العظمى من خلال الملحق (2-08) عند درجة إبطاء $P=01$ ، حيث يتضح في السطر الأول بأن القيمة المحسوبة $r=5.97$ أقل من القيمة الحرجة $r=15.41$ كما في السطر الثاني القيمة المحسوبة $r=0.12$ أقل من القيمة الحرجة $r=3.76$ عند مستوى دلالة معنوية 5 %، أي أننا نقبل بالفرضية البديلة حيث عدد أشعة التكامل $r+1=$ ، مما يعني عدم وجود أي متجه لعلاقة تكامل بين مؤشر أسهم تونس وعرض النقود وعدم وجود توازن على المدى الطويل، وهذا ما تدعمه القيمة العظمى المحسوبة 5.84 الأقل من 14.07 وأيضا 0.12 الأقل من 3.76.

2- نتائج تقدير نموذج تصحيح الخطأ ما بين مؤشر أسهم تونس وبين عرض النقود:

نظرا لعدم وجود علاقة تكامل متزامن ما بين مؤشر أسهم تونس وبين عرض النقود فإنه لا يمكن تقدير نموذج تصحيح الخطأ.

المبحث الثالث : مناقشة النتائج

يخصص المطلب الأول لمناقشة النتائج المتعلقة بدراسة العلاقة بين مؤشري الأسهم وبين أسعار صرف العملات ومحدداتها ، والمطلب الثاني للنتائج المرتبطة بدراسة العلاقة بين مؤشرات الأسهم وبين كل من سعر الصرف، أسعار الفائدة، عرض النقود.

المطلب الأول : مناقشة نتائج دراسة العلاقة بين مؤشرات الأسهم وبين أسعار صرف العملات ومحدداتها

تم في المبحث الأول اختبار امكانية وجود تكامل متزامن بين مؤشري أسهم الأردن وتونس وبين أسعار صرف عملاتهما مقابل الدولار الأمريكي ومحدداتهما حسب أسلوب جوهانسون ونموذج تصحيح الخطأ، كما تم اختبار السببية لغرانجر.

من خلال الدراسة التطبيقية تم التوصل للنتائج التالية:

الفرع الأول :بالنسبة للأردن المطبقة لنظام سعر الصرف الثابت من خلال الربط بالدولار الأمريكي

- معاملات الارتباط ذات علاقة طردية ضعيفة جدا بين مؤشر أسهم الأردن وسعر الصرف وتقدر ب 0.4%، وبين مؤشر الأسهم وأسعار الفائدة طردية متوسطة تقدر ب 36% ، وبين مؤشر الأسهم وعرض النقود طردية متوسطة تقدر ب 31% بعلاقة طردية.

* تمت دراسة السببية لغرانجر عند فجوتين بين مؤشر أسهم الأردن وبين سعر الصرف ومحدداته، وحسب الاحتمالين 0.36 و 0.93 الأكبر من 0.05 ما يوحي بأنه لا توجد علاقة سببية من الاتجاهين بين مؤشر أسهم الأردن وسعر صرف الدينار الأردني، ما تؤكدُه إحصائيتا فيشر المحسوبتان 1.01 و 0.07 الأقل من إحصائية

فيشر الجدولة عند درجة حرية 2 للسط و 190 للمقام ومستوى معنوية 5%، في حين يرتبط مؤشر أسهم الأردن بأسعار الفائدضصشة وبعرض النقود بعلاقة سببية من جهته، تبعا لاحتمالين الأقل من 0.05 و إحصائيتا فيشر المحسوبتان الأكبر من إحصائية فيشر الجدولة عند درجة حرية 2 للسط و 190 للمقام ومستوى معنوية 5%، كمايرتبط عرض النقود بعلاقة سببية بسعر الصرف وبأسعار الفائدة من جهته، حسب الاحتمالين واحصائيتا فيشر المحسوبتان.

- تمت دراسة علاقة التكامل المشترك حسب أسلوب جوهانسون بين مؤشر أسهم الأردن وبين سعر صرف الدينار الأردني ومحدداته عند درجة إبطاء $P=01$ ، حيث يتضح في السطر الأول بأن القيمة المحسوبة $r=102.31$ أكبر من القيمة الحرجة $r=47.21$ كما في السطر الثاني القيمة المحسوبة $r=46.61$ أكبر من القيمة الحرجة $r=29.68$ والسطر الثالث والرابع عند مستوى دلالة معنوية 5%، أي يتم قبول الفرضية البديلة حيث عدد أشعة التكامل $r+1 =$ ، وهذا ما تدعمه القيمة العظمى المحسوبة 55.70 الأكبر من 27.07 وأيضا 24.89 الأكبر من 20.97 والسطر الثالث والرابع، ما يعني وجود أربع متجهات للتكامل المتزامن بين مؤشر أسهم سوق الأردن وبين سعر صرف الدينار الأردني ومحدداته ووجود توازن على المدى الطويل.

- حسب نتائج تقدير نموذج تصحيح الخطأ ، تم التوصل لوجود أثر سالب وليس ذو معنوية احصائية لسعر صرف الدينار الأردني على مؤشر الأسهم فقد بلغت مرونة المؤشر بالنسبة لسعر الصرف حوالي -287.5391، فارتفاع سعر الصرف يؤدي الى انخفاض مؤشر الأسهم ووجود أثر سالب وليس ذو معنوية احصائية لأسعار الفائدة على مؤشر الأسهم فقد بلغت مرونة المؤشر بالنسبة لأسعار الفائدة حوالي 0.636209 -، فارتفاع أسعار الفائدة يؤدي الى انخفاض مؤشر الأسهم ووجود أثر سالب وليس ذو معنوية احصائية لعرض النقود على مؤشر الأسهم في الفترة طويلة الأجل فقد بلغت مرونة المؤشر بالنسبة لعرض النقود حوالي -1.527814، فارتفاع عرض النقود يؤدي الى انخفاض مؤشر الأسهم.

كما كانت قيمة سعر الصرف سالبة وليست ذات معنوية احصائية في الفترة الأولى -0.55535- مما يوضح التأثير السالب و كانت قيمة أسعار الفائدة سالبة وليست ذات معنوية احصائية في الفترة الأولى -0.063678- مما يوضح التأثير السالب ، كما كانت قيمة عرض النقود سالبة وليست ذات معنوية احصائية في الفترة الأولى - 0.110159 مما يوضح التأثير السالب في المدى القصير.

أما معامل تصحيح الخطأ الذي يقيس سرعة وقدرة النموذج في العودة الى التوازن بعد حدوث اختلال موجب وذو قيمة معنوية 0.000935 أي أنه بطيء جدا للوصول الى قيمته التوازنية في المدى الطويل، ما يعني عدم وجود تكامل على المدى القصير.

كما أن المتغيرات المستقلة تفسر 0.006032 من التغيرات الحاصلة في المتغير التابع وهي نسبة ضعيفة جدا.

الفرع الثاني: بالنسبة لتونس المطبقة لنظام سعر الصرف المرن من خلال التعويم المدار

- معاملات الارتباط بين مؤشر الأسهم التونسي وسعر الصرف ذات علاقة طردية مقبولة تقدر ب 62%، وبين مؤشر الأسهم وأسعار الفائدة عكسية جيدة تقدر ب 72% وبين مؤشر الأسهم وعرض النقود طردية مرتفعة جدا وتقدر ب 97% .

- تمت دراسة السببية لعراجلر عند فحوتين بين مؤشر أسهم تونس وبين سعر الصرف ومحدداته، وحسب الاحتمالين 0.30 و 0.13 الأكبر من 0.05 ما يوحي بأنه لا توجد علاقة سببية من الاتجاهين بين مؤشر أسهم تونس وبين سعر صرف الدينار التونسي، ماتؤكدده إحصائيتا فيشر المحسوبتان 1.18 و 2.00 الأقل من إحصائية فيشر الجدولة عند درجة حرية 2 للبسط و 190 للمقام ومستوى معنوية 5%، في حين يرتبط سعر الصرف بعلاقة سببية بعرض النقود من جهته، حسب الاحتمال وإحصائية فيشر المحسوبة .

- تمت دراسة علاقة التكامل المشترك حسب أسلوب جوهانسون بين مؤشر أسهم تونس وبين سعر صرف الدينار التونسي ومحدداته عند درجة إبطاء $P=01$ ، حيث يتضح في السطر الثالث فقط بأن القيمة المحسوبة $r=5.07$ أكبر من القيمة الحرجة $r=3.76$ عند مستوى دلالة معنوية 5%، أي يتم قبول الفرضية البديلة حيث عدد أشعة التكامل $r+1=$ ، وهذا ما تدعمه القيمة العظمى المحسوبة 5.07 الأكبر من 3.76 عند السطر الثالث فقط، ما يعني وجود متجه واحد فقط للتكامل المتزامن بين مؤشر أسهم تونس وسعر صرف الدينار التونسي ومحدداته ووجود توازن على المدى الطويل.

- حسب تقدير نموذج تصحيح الخطأ تم استخلاص وجود أثر موجب وليس ذو معنوية إحصائية لسعر صرف الدينار التونسي على مؤشر الأسهم فقد بلغت مرونة المؤشر بالنسبة لسعر الصرف حوالي 2.339442 ، فارتفاع سعر الصرف يؤدي الى ارتفاع مؤشر الأسهم ووجود أثر موجب وليس ذو معنوية إحصائية لأسعار الفائدة على مؤشر الأسهم فقد بلغت مرونة المؤشر بالنسبة لأسعار الفائدة حوالي 0.719264 فارتفاع أسعار الفائدة يؤدي الى ارتفاع مؤشر الأسهم ووجود أثر سالب وليس ذو معنوية إحصائية لعرض النقود على مؤشر الأسهم في الفترة طويلة الأجل فقد بلغت مرونة المؤشر بالنسبة لعرض النقود حوالي -1.888543 ، فارتفاع عرض النقود يؤدي الى انخفاض مؤشر الأسهم.

- كانت قيمة سعر الصرف سالبة وليست ذات معنوية إحصائية في الفترة الأولى -0.013923 مما يوضح التأثير للمالب، و كانت قيمة أسعار الفائدة سالبة وليست ذات معنوية إحصائية في الفترة الأولى -0.09843 مما يوضح التأثير السالب ، كما كانت قيمة عرض النقود موجبة وليست ذات معنوية إحصائية في الفترة الأولى 0.308507 مما يوضح التأثير الموجب في المدى القصير.

أما معامل تصحيح الخطأ الذي يقيس سرعة وقدرة النموذج في العودة الى التوازن بعد حدوث اختلال سالب وذو قيمة معنوية 0.026497- أي أنه بطيء جدا للوصول الى قيمته التوازنية في المدى الطويل، ما يعني وجود تكامل على المدى القصير.

كما أن المتغيرات المستقلة تفسر 0.063755 من التغيرات الحاصلة في المتغير التابع وهي نسبة ضعيفة.

المطلب الثاني : مناقشة نتائج دراسة العلاقة ما بين مؤشرات الأسهم وبين كل من أسعار صرف

العملات، أسعار الفائدة وعرض النقود

تم في المبحث الثاني اختبار امكانية التكامل المتزامن ما بين مؤشري أسهم الأردن وتونس وبين كل من أسعار الصرف عملاتهما مقابل الدولار الأمريكي، أسعار الفائدة وعرض النقود، حسب أسلوب جوهانسون واختبار السببية لغرانجر.

من خلال الدراسة التطبيقية تم التوصل للنتائج التالية:

الفرع الأول :بالنسبة للأردن المطبقة لنظام سعر الصرف الثابت من خلال الربط بالدولار الأمريكي

يتم عرض نتائج العلاقة بين مؤشر أسهم الأردن وبين سعر الصرف ، فأسعار الفائدة وعرض النقود.

أولاً: بخصوص سعر صرف الدينار الأردني

- بدراسة السببية لغرانجر عند فحوتين لمؤشر أسهم الأردن مع سعر صرف الدينار الأردني تم التوصل الى أن مؤشر أسهم الأردن لا يرتبط بسعر صرف الدينار الأردني من الاتجاهين، وهذا حسب الاحتمالين الأكبر من 0.05، كما أن إحصائيتا فيشر المحسوبتان أقل من إحصائية فيشر المحدولة عند درجة حرية 2 للسطح و 190 للمقام ومستوى معنوية 5%.

- تمت دراسة علاقة التكامل المشترك حسب أسلوب جوهانسون بين مؤشر أسهم الأردن وبين سعر صرف الدينار الأردني عند درجة إبطاء $P=02$ ، حيث يتضح في السطر الأول بأن القيمة المحسوبة $r=33.30$ أكبر من القيمة الحرجة $r=15.41$ كما في السطر الثاني القيمة المحسوبة $r=5.09$ أكبر من القيمة الحرجة $r=3.76$ عند مستوى دلالة معنوية 5 %، أي يتم قبول الفرضية البديلة حيث عدد أشعة التكامل $r+1 =$ ، مما يعني وجود متجها علاقة تكامل بين مؤشر أسهم الأردن وسعر صرف الدينار الأردني ووجود توازن على المدى الطويل، وهذا ما تدعمه القيمة العظمى المحسوبة 28.21 الأكبر من 14.07 وأيضا 5.09 الأكبر من 3.76.

- عند تطبيق نماذج تصحيح الخطأ تم التوصل لوجود أثر سالب وليس ذو معنوية احصائية لسعر صرف الدينار الأردني على مؤشر الأسهم في الفترة طويلة الأجل فقد بلغت مرونة المؤشر بالنسبة لسعر الصرف حوالي - 694.3243، فارتفاع سعر الصرف يؤدي الى انخفاض مؤشر الأسهم.

كانت قيمة سعر الصرف سالبة وليست ذات معنوية احصائية في الفترة الأولى 2.640003- ، كما كانت سالبة وليست ذات معنوية احصائية في الفترة الثانية 1.355207-، مما يوضح التأثير السالب في المدى القصير.

أما معامل تصحيح الخطأ الذي يقيس سرعة وقدرة النموذج في العودة الى التوازن بعد حدوث اختلال سالب وذو قيمة معنوية 0.003763- أي أنه بطيء جدا للوصول الى قيمته التوازنية في المدى الطويل، ما معناه وجود توازن على المدى القصير.

كما أن المتغيرات المستقلة تفسر 0.037927 من التغيرات الحاصلة في المتغير التابع وهي نسبة ضعيفة جدا.

ثانيا: بخصوص أسعار الفائدة

- بدراسة السببية لغرانجر عند فجوتين لمؤشر أسهم الأردن مع أسعار الفائدة تم التوصل الى أن مؤشر أسهم الأردن يرتبط بأسعار الفائدة من جهته، وهذا حسب الاحتمال الأقل من 0.05، كما أن إحصائية فيشر المحسوبة أكبر من إحصائية فيشر الجدولة عند درجة حرية 2 للبسط و 190 للمقام ومستوى معنوية 5%.

- تمت دراسة علاقة التكامل المشترك حسب أسلوب جوهانسون بين مؤشر أسهم الأردن وبين أسعار الفائدة عند درجة إبطاء 03=P، حيث يتضح في السطر الأول بأن القيمة المحسوبة 20.26=r أكبر من القيمة الحرجة 15.41=r كما في السطر الثاني القيمة المحسوبة 7.88=r أكبر من القيمة الحرجة 3.76=r عند مستوى دلالة معنوية 5 %، أي يتم قبول الفرضية البديلة حيث عدد أشعة التكامل 1=r+ ، أما من خلال القيمة العظمى المحسوبة 12.38 الأقل من 14.07 وأيضا 7.88 الأكبر من 3.76، مامعناه وجود متجه علاقة تكامل واحد بين مؤشر أسهم الأردن وأسعار الفائدة ووجود توازن على المدى الطويل.

- عند تطبيق نماذج تصحيح الخطأ تم التوصل لوجود أثر سالب وليس ذو معنوية احصائية لأسعار الفائدة على مؤشر الأسهم في الفترة طويلة الأجل فقد بلغت مرونة المؤشر بالنسبة لأسعار الفائدة حوالي 0.892428-، فارتفاع أسعار الفائدة يؤدي الى انخفاض مؤشر الأسهم.

كانت قيمة أسعار الفائدة سالبة وليست ذات معنوية احصائية في الفترة الأولى 0.091965- ، كما كانت موجبة وليست ذات معنوية احصائية في الفترة الثانية 0.055067 ، كما كانت موجبة وليست ذات معنوية احصائية في الفترة الثالثة 0.055067 مما يوضح التأثير السلبي فالإيجابي في المدى القصير.

أما معامل تصحيح الخطأ الذي يقيس سرعة وقدرة النموذج في العودة الى التوازن بعد حدوث اختلال سالب وذو قيمة معنوية 0.013513- أي أنه بطيء جدا للوصول الى قيمته التوازنية في المدى الطويل، ما معناه وجود توازن على المدى القصير.

كما أن المتغيرات المستقلة تفسر 0.042416 من التغيرات الحاصلة في المتغير التابع وهي نسبة ضعيفة جدا.

ثالثاً: بخصوص عرض النقود

- بدراسة السببية لغرانجر عند فجوتين لمؤشر أسهم الأردن مع عرض النقود تم التوصل الى أن مؤشر أسهم الأردن يرتبط بعرض النقود من جهته، وهذا حسب الاحتمال الأقل من 0.05، كما أن إحصائية فيشر المحسوبة أكبر من إحصائية فيشر الجدولة عند درجة حرية 2 للسط و 190 للمقام ومستوى معنوية 5%.

- تمت دراسة علاقة التكامل المشترك حسب أسلوب جوهانسون بين مؤشر أسهم الأردن وبين عرض النقود عند درجة إبطاء $P=05$ ، حيث يتضح في السطر الأول بأن القيمة المحسوبة $r=27.82$ أكبر من القيمة الحرجة $r=15.41$ كما في السطر الثاني القيمة المحسوبة $r=5.56$ أكبر من القيمة الحرجة $r=3.76$ عند مستوى دلالة معنوية 5%، أي أننا نقبل بالفرضية البديلة حيث عدد أشعة التكامل $r+1 =$ ، ما يعني وجود متجهها علاقة تكامل بين مؤشر أسهم الأردن وعرض النقود ووجود توازن على المدى الطويل، وهذا ما تدعمه القيمة العظمى المحسوبة 22.26 الأكبر من 14.07 وأيضاً 5.56 الأكبر من 3.76.

- عند تطبيق نماذج تصحيح الخطأ تم التوصل لوجود أثر سالب وليس ذو معنوية احصائية لعرض النقود على مؤشر الأسهم في الفترة طويلة الأجل فقد بلغت مرونة المؤشر بالنسبة لعرض النقود حوالي -0.400694، فارتفاع عرض النقود يؤدي الى انخفاض مؤشر الأسهم.

كانت قيمة عرض النقود سالبة وليست ذات معنوية احصائية في الفترة الأولى -0.132305، كما كانت موجبة وليست ذات معنوية احصائية في الفترة الثانية 0.306691، و كانت سالبة وليست ذات معنوية احصائية في الفترة الثالثة -0.896179، وموجبة وليست ذات معنوية احصائية في الفترة الرابعة 1.187303، في حين أنها سالبة وليست ذات معنوية احصائية في الفترة الخامسة -0.459593، مما يوضح التأثير المتذبذب بين السالب والموجب في المدى القصير.

أما معامل تصحيح الخطأ الذي يقيس سرعة وقدرة النموذج في العودة الى التوازن بعد حدوث اختلال سالب وذو قيمة معنوية -0.018451 أي أنه بطيء جداً للوصول الى قيمته التوازنية في المدى الطويل، ما معناه وجود توازن على المدى القصير.

كما أن المتغيرات المستقلة تفسر 0.112960 من التغيرات الحاصلة في المتغير التابع وهي نسبة ضعيفة.

الفرع الثاني: بالنسبة لتونس المطبقة لنظام سعر الصرف المرن من خلال التعويم المدار

يتم عرض نتائج العلاقة بين مؤشر أسهم تونس وبين سعر الصرف، فأسعار الفائدة وعرض النقود.

أولاً: بخصوص سعر صرف الدينار التونسي

- بدراسة السببية لغرانجر عند فجوتين لمؤشر أسهم تونس مع سعر صرف الدينار التونسي تم التوصل الى أن مؤشر أسهم تونس لا يرتبط بسعر صرف الدينار التونسي من الاتجاهين، وهذا حسب الاحتمالين الأكبر من

0.05، كما أن إحصائيتا فيشر المحسوبتان أقل من إحصائية فيشر الجدولة عند درجة حرية 2 للسط و 190 للمقام ومستوى معنوية 5 % .

- تمت دراسة علاقة التكامل المشترك حسب أسلوب جوهانسون بين مؤشر أسهم تونس وبين سعر صرف الدينار التونسي عند درجة إبطاء $P=01$ ، حيث يتضح في السطر الأول بأن القيمة المحسوبة $r=7.63$ أقل من القيمة الحرجة $r=15.41$ كما في السطر الثاني القيمة المحسوبة $r=2.39$ أقل من القيمة الحرجة $r=3.76$ عند مستوى دلالة معنوية 5 %، أي يتم قبول الفرضية البديلة حيث عدد أشعة التكامل $r+1=$ ، ما يعني عدم وجود أي متجه لعلاقة تكامل بين مؤشر أسهم تونس وأسعار صرف الدينار التونسي وعدم وجود توازن على المدى الطويل، وهذا ما تدعمه القيمة العظمى المحسوبة 5.72 الأقل من 14.07 وأيضا 2.39 الأقل من 3.76.

- لم يتم تطبيق نموذج تصحيح الخطأ نظرا لعدم وجود علاقة تكامل متزامن مابين مؤشر أسهم تونس وبين أسعار صرف الدينار التونسي.

ثانيا: بخصوص أسعار الفائدة

- بدراسة السببية لغرانجر عند فجوتين لمؤشر أسهم تونس مع أسعار الفائدة تم التوصل الى أن مؤشر أسهم تونس لا يرتبط بأسعار الفائدة من الاتجاهين، وهذا حسب الاحتمالين الأكبر من 0.05، كما أن إحصائيتا فيشر المحسوبتان أقل من إحصائية فيشر الجدولة عند درجة حرية 2 للسط و 190 للمقام ومستوى معنوية 5 %.

- تمت دراسة علاقة التكامل المشترك حسب أسلوب جوهانسون بين مؤشر أسهم تونس وبين أسعار الفائدة عند درجة إبطاء $P=01$ ، حيث يتضح في السطر الأول بأن القيمة المحسوبة $r=9.38$ أقل من القيمة الحرجة $r=15.41$ كما في السطر الثاني القيمة المحسوبة $r=0.73$ أقل من القيمة الحرجة $r=3.76$ عند مستوى دلالة معنوية 5 %، أي يتم قبول الفرضية البديلة حيث عدد أشعة التكامل $r+1=$ ، ما يعني عدم وجود أي متجه لعلاقة تكامل بين مؤشر أسهم تونس وأسعار الفائدة وعدم وجود توازن على المدى الطويل، وهذا ما تدعمه القيمة العظمى المحسوبة 8.65 الأقل من 14.07 وأيضا 0.73 الأقل من 3.76.

- لم يتم تطبيق نموذج تصحيح الخطأ نظرا لعدم وجود علاقة تكامل متزامن مابين مؤشر أسهم تونس وبين أسعار الفائدة.

ثالثا: بخصوص عرض النقود

- بدراسة السببية لغرانجر عند فجوتين لمؤشر أسهم تونس مع عرض النقود تم التوصل الى أن مؤشر أسهم تونس لا يرتبط بعرض النقود من الاتجاهين، وهذا حسب الاحتمالين الأكبر من 0.05، كما أن إحصائيتا فيشر المحسوبتان أقل من إحصائية فيشر الجدولة عند درجة حرية 2 للسط و 190 للمقام ومستوى معنوية 5 %.

- تمت دراسة علاقة التكامل المشترك حسب أسلوب جوهانسون بين مؤشر أسهم تونس وبين عرض النقود عند درجة إبطاء $P=01$ ، حيث يتضح في السطر الأول بأن القيمة المحسوبة $r=5.97$ أقل من القيمة الحرجة $r=15.41$

كما في السطر الثاني القيمة المحسوبة $r=0.12$ أقل من القيمة المرجحة $r=3.76$ عند مستوى دلالة معنوية 5 %، أي أننا نقبل بالفرضية البديلة حيث عدد أشعة التكامل $r+1$ ، ما يعني عدم وجود أي متجه لعلاقة تكامل بين مؤشر أسهم تونس وعرض النقود وعدم وجود توازن على المدى الطويل، وهذا ما تدعمه القيمة العظمى المحسوبة 5.84 الأقل من 14.07 وأيضا 0.12 الأقل من 3.76.

- لم يتم تطبيق نموذج تصحيح الخطأ نظرا لعدم وجود علاقة تكامل متزامن ما بين مؤشر أسهم تونس وبين عرض النقود.

خلاصة الفصل

بالتطرق في هذا الفصل للتكامل المتزامن بين مؤشرات أسهم الأردن وتونس وبين أسعار صرف عملاتهما مقابل الدولار الأمريكي ومحدداتهما حسب أسلوب جوهانسون، تم التوصل لوجود أربع متجهات تكامل بين مؤشر أسهم الأردن وبين سعر صرف الدينار الأردني، ومحدداته، ووجود متجه تكامل واحد بين مؤشر أسهم تونس وبين سعر صرف الدينار التونسي ومحدداته، كما تم تقدير نموذج تصحيح الخطأ والتوصل لعدم وجود توازن على المدى القصير بخصوص مؤشر أسهم الأردن ووجود توازن على المدى القصير بشأن مؤشر أسهم تونس، وتم أخيراً اختبار علاقة السببية لغرانجر.

بالإضافة لدراسة التكامل المتزامن حسب أسلوب جوهانسون ما بين مؤشر الأردن وبين كل من سعر الصرف، أسعار الفائدة وعرض النقود، للحصول على متجهي تكامل بالنسبة لسعر صرف الدينار الأردني ومتجه تكامل بالنسبة لأسعار الفائدة ومتجهي تكامل بالنسبة لعرض النقود، وتم تقدير نموذج تصحيح الخطأ فتم التوصل لوجود توازن على المدى القصير، أما بالنسبة لمؤشر تونس فلم يتم التوصل لأي متجه تكامل، فلم يتم تقدير نموذج تصحيح الخطأ ، وتم أخيراً اختبار علاقة السببية لغرانجر.

الخاتمة

تمت دراسة العلاقة التي تربط بين أنظمة أسعار الصرف ومؤشرات أسهم الأسواق المالية نظرياً، أي ما يعرف بمسألة اختيار نظام سعر الصرف الملائم لبلد ما، وتوضيحها في الدراسة التطبيقية من خلال اختبارات التكامل المتزامن ونموذج تصحيح الخطأ لمعرفة مدى العلاقة والترابط بين هذين المتغيرين.

بدراسة استقرارية السلاسل الزمنية لمؤشري أسهم الأردن وتونس، سعر صرف الدينار الأردني والدينار التونسي مقابل الدولار الأمريكي وأسعار الفائدة وعرض النقود بواسطة الاختبارات المعتمدة ADF (1981) - PP (1988) خلال الفترة 2001/01/01 - 2016/12/31، كانت النتائج كما يلي:

- تم التوصل إلى أن كلا من سلاسل مؤشر أسهم الأردن وتونس مستقرة من الدرجة الأولى (I(1)).
- تم التوصل إلى أن كلا من سلاسل أسعار صرف الدينار الأردني والدينار التونسي مقابل الدولار الأمريكي مستقرة من الدرجة الأولى (I(1)).

- تم التوصل إلى أن كلا من سلاسل أسعار الفائدة للأردن وتونس مستقرة من الدرجة الأولى (I(1)).

- تم التوصل إلى أن كلا من سلاسل عرض النقود للأردن وتونس مستقرة من الدرجة الأولى (I(1)).

وباختبار الفرضيات المقدمة كإجابات للإشكاليات الفرعية المطروحة كانت النتائج كما يلي :

- لا توجد علاقة سببية من الاتجاهين بين مؤشر أسهم الأردن وسعر صرف الدينار الأردني، في حين يرتبط مؤشر أسهم الأردن بأسعار الفائدة وبعرض النقود بعلاقة سببية من جهته، كما يرتبط عرض النقود بعلاقة سببية بسعر الصرف وبأسعار الفائدة من جهته، في حين أنه لا توجد علاقة سببية من الاتجاهين بين مؤشر أسهم تونس وبين سعر صرف الدينار التونسي، ويرتبط سعر الصرف بعلاقة سببية بعرض النقود من جهته، ليتم قبول الفرضية الأولى بتحفظ.

- وجود أربع متجهات للتكامل المتزامن حسب أسلوب جوهانسون ما بين مؤشر أسهم الأردن وبين سعر صرف الدينار الأردني ومحدداته، ووجود متجه واحد فقط للتكامل المتزامن ما بين مؤشر أسهم تونس وبين سعر صرف الدينار التونسي ومحدداته أي وجود توازن على المدى الطويل، إجابة على الإشكالية الثانية وبالتالي قبول الفرضية الثانية.

- لا يرتبط مؤشر أسهم الأردن بسعر صرف الدينار الأردني من الاتجاهين، ويرتبط بأسعار الفائدة من جهته وبعرض النقود من جهته أيضاً، في حين لا يرتبط مؤشر أسهم تونس بسعر صرف الدينار التونسي من الاتجاهين، ولا بأسعار الفائدة ولا بعرض النقود، فيتم قبول الفرضية الثالثة وتحفظ بخصوص الأردن فقط المطبقة لنظام أسعار صرف ثابتة.

- وجود متجها علاقة تكامل بين مؤشر أسهم الأردن وسعر صرف الدينار الأردني أي وجود توازن على المدى الطويل، في حين أنه لا وجود لأي متجه لعلاقة تكامل بين مؤشر أسهم تونس وسعر صرف الدينار التونسي أي عدم وجود توازن على المدى الطويل، فتقبل الفرضية الرابعة بخصوص الأردن فقط المطبقة لنظام أسعار صرف ثابتة.

- وجود متجه علاقة تكامل واحد بين مؤشر أسهم الأردن وأسعار الفائدة ووجود متجها علاقة تكامل بين مؤشر أسهم الأردن و عرض النقود أي وجود توازن على المدى الطويل، في حين أنه لا وجود لأي متجه لعلاقة تكامل بين مؤشر أسهم تونس وأسعار الفائدة، ولا وجود أي متجه لعلاقة تكامل بين مؤشر أسهم تونس و عرض النقود أي عدم وجود توازن على المدى الطويل، لتقبل الفرضية الخامسة بخصوص الأردن فقط المطبقة لنظام أسعار صرف ثابتة.

كما كانت النتائج بخصوص العلاقة ما بين مؤشر أسهم الأردن وبين أسعار صرف الدينار الأردني، أسعار الفائدة، عرض النقود كما يلي:

- حسب نتائج تقدير نموذج تصحيح الخطأ ما بين مؤشر أسهم الأردن وبين سعر صرف الدينار الأردني ومحدداته، هناك أثر سالب وليس ذو معنوية إحصائية لسعر صرف الدينار الأردني على مؤشر الأسهم، ولأسعار الفائدة ولعرض النقود في الفترة طويلة الأجل.

أما معامل تصحيح الخطأ الذي يقيس سرعة وقدرة النموذج في العودة إلى التوازن بعد حدوث اختلال موجب وذو قيمة معنوية، ما يعني عدم وجود توازن على المدى القصير.

في حين النتائج بخصوص العلاقة ما بين مؤشر أسهم تونس وبين سعر صرف الدينار التونسي، أسعار الفائدة، عرض النقود كما يلي:

- حسب نموذج تصحيح الخطأ ما بين مؤشر أسهم تونس وبين سعر صرف الدينار التونسي ومحدداته، هناك أثر موجب وليس ذو معنوية إحصائية لسعر صرف الدينار التونسي على مؤشر الأسهم، ولأسعار الفائدة ووجود أثر سالب لعرض النقود في الفترة طويلة الأجل.

أما معامل تصحيح الخطأ الذي يقيس سرعة وقدرة النموذج في العودة إلى التوازن بعد حدوث اختلال سالب وذو قيمة معنوية، ما يعني وجود توازن على المدى القصير.

أما بخصوص نتائج العلاقة بين مؤشر أسهم الأردن وبين كل من سعر صرف الدينار الأردني، أسعار الفائدة وعرض النقود كما يلي:

- سعر صرف الدينار الأردني:

بتطبيق نموذج تصحيح الخطأ تم استخلاص وجود أثر سالب وليس ذو معنوية إحصائية لسعر صرف الدينار الأردني على مؤشر الأسهم في الفترة طويلة الأجل ، أما معامل تصحيح الخطأ سالب وذو قيمة معنوية، ما معناه وجود توازن على المدى القصير.

- أسعار الفائدة:

من خلال نموذج تصحيح الخطأ تم التوصل لوجود أثر سالب وليس ذو معنوية إحصائية لأسعار الفائدة على مؤشر الأسهم في الفترة طويلة الأجل، أما معامل تصحيح الخطأ سالب وذو قيمة معنوية ، ما معناه وجود توازن على المدى القصير.

- عرض النقود:

بتطبيق نموذج تصحيح الخطأ تم استخلاص لوجود أثر سالب وليس ذو معنوية إحصائية لعرض النقود على مؤشر الأسهم في الفترة طويلة الأجل، أما معامل تصحيح الخطأ سالب وذو قيمة معنوية، ما معناه وجود توازن على المدى القصير.

في حين كانت النتائج بخصوص العلاقة بين مؤشر أسهم تونس وبين كل من سعر صرف الدينار التونسي، أسعار الفائدة وعرض النقود كما يلي :

- سعر صرف الدينار التونسي:

لم يتم تطبيق نموذج تصحيح الخطأ نظرا لعدم وجود علاقة تكامل متزامن ما بين مؤشر أسهم تونس وبين سعر صرف الدينار التونسي.

- أسعار الفائدة:

لم يتم تطبيق نموذج تصحيح الخطأ نظرا لعدم وجود علاقة تكامل متزامن ما بين مؤشر أسهم تونس وبين أسعار الفائدة.

- عرض النقود:

لم يتم تطبيق نموذج تصحيح الخطأ نظرا لعدم وجود علاقة تكامل متزامن ما بين مؤشر أسهم تونس وبين عرض النقود.

هذه النتائج تتنافى مع استدلال غرانجر الناص على أن وجود علاقة تكامل متزامن ما بين متغيرين يعني وجود علاقة سببية في اتجاه واحد على الأقل، وتدعو لإعطاء الأفضلية لاختيار أنظمة أسعار الصرف الثابتة الملائمة لاقتصاديات الدول العربية من منطلق أن نظام الصرف المرن مناسب لمواجهة الصدمات الخارجية الحقيقية، إلا أنه يتطلب وجود نظام مالي متطور، في حين أنه على الدول التي لها ديون خارجية غير مغطاة اختيار نظام

صرف ثابت، للحد من ارتفاع خدمة الديون بسبب تقلب سعر الصرف، مما يتماشى مع عدم الانفتاح الاقتصادي وحركة مراقبة رؤوس الأموال.

توصيات واقتراحات وحلول :

بناء على ما ورد في هذه الدراسة تقدم التوصيات التالية:

- ✓ الاهتمام بقضية اختيار نظام سعر الصرف الملائم لما له من تأثير بالغ على مؤشرات الأسهم؛
- ✓ ضرورة العمل على استقرار صرف العملات، أي تثبيتها ودعم الثقة بها تبعاً لنتائج الدراسة؛
- ✓ ضرورة لجوء المستثمر المالي لاستخدام اختبارات التكامل المشترك بين أسواق المال للوصول لتوزيع أمثل لمخفظته الدولية؛
- ✓ ضرورة فحص البيانات المعتمدة كسلاسل زمنية بدقة واختبار سكونها قبل الدراسة للتخلص من النتائج المضللة.

آفاق الدراسة :

يمكن فتح آفاق الدراسة التالية:

- ✓ إعادة إجراء هذه الدراسة بتطبيق بيانات السلاسل المقطعية أو ما يدعى البانل؛
- ✓ إعادة هذه الدراسة بتطبيق اختبار الحدود المطورة نسبياً؛
- ✓ إعادة إجراء هذه الدراسة بإدخال متغيرات جديدة أخرى.

قائمة المصادر والمراجع

1- قائمة المصادر والمراجع باللغة العربية:

قائمة الكتب:

1. عاطف وليم أندراوس، السياسة المالية و أسواق رأس الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية- مصر ، 2005.
2. محمد صالح جابر، الاستثمار بالأسهم والسندات وإدارة المحافظ الاستثمارية، الطبعة الثالثة، دار وائل للنشر، عمان- الأردن، 2005.
3. بسام الحجار، نظام النقد العالمي وأسعار الصرف، الطبعة الأولى، دار المنهل اللبناني، لبنان، 2009.
4. طاهر حردان، أساسيات الاستثمار، الطبعة الأولى، دار المستقبل ودار البداية، عمان- الأردن، 2009.
5. عصام حسين، أسواق الأوراق المالية، البورصة، الطبعة الأولى، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان- الأردن، 2008.
6. طارق عبد العال حماد، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية- مصر، 2005.
7. محمود حميدات، مدخل للتحليل النقدي، الطبعة الثالثة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2005.
8. محمد الحناوي، نحال فريد مصطفى، مبادئ وأساسيات الاستثمار، قسم إدارة الأعمال، بدون بلد نشر، 2005.
9. محمد صالح الحناوي، نحال فريد مصطفى، جلال العبد، تقييم الأسهم والسندات - مدخل الهندسة المالية، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية- مصر، 2007.
10. عبد الغفار حنفي، رسمية قريبا قص ، أسواق المال ، بنوك تجارية - شركات تامين، شركات استثمار، الدار الجامعية ، الإسكندرية- مصر ، 2000.
11. فاخر عبد الستار حيدر، التحليل الإقتصادي لتغيرات أسعار الأسهم، دار المريخ للنشر، الرياض- السعودية، 2002.
12. محمود محمد الداغر، الأسواق المالية، مؤسسات، أوراق، بورصات ، دار الشروق للنشر و التوزيع، عمان- الأردن، 2005.
13. أحمد زكرياء صيام، مبادئ الاستثمار، الطبعة الثانية، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان- الأردن، 2003.
14. مجيد ضياء ، البورصات - أسواق رأس المال- الأسهم والسندات، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية- مصر، 2008.
15. عبد المطلب عبد المجيد، اقتصاديات النقود و البنوك، الدار الجامعية، الإسكندرية - مصر، 2007.

16. سيد سليم عرفة، إدارة المخاطر الاستثمارية ، الطبعة الأولى، دار الراجحة للنشر والتوزيع، عمان - الأردن 2009.
17. مروان عطوان، أسعار صرف العملات، دار الهدى، الجزائر، بدون سنة نشر.
18. مروان عطوان، الأسواق النقدية والمالية، البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال، الجزء الثاني، الطبعة الأولى، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2005.
19. أحمد عبد المنعم عفو، أحمد فريد مصطفى، سهير محمد السيد حسين، السياسات النقدية و البعد الدولي لليورو، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية - مصر، 2000.
20. عبد المجيد قدي، المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية، الطبعة الثالثة، ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 2006.
21. موسى سعيد مطر ، شقيري نوري موسى، ياسر المومني، التمويل الدولي، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان - الأردن، 2008.
22. محمد مطر، إدارة الاستثمارات، الإطار النظري و التطبيقات العملية، الطبعة الخامسة، دار وائل للنشر، عمان - الأردن ، 2009.
23. غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان - الأردن 2009.
24. نجيب نعمة الله ، محمود يونس، عبد النعيم مبارك، مقدمة في إقتصاديات النقود و الصيرفة و السياسات النقدية، الدار الجامعية، الإسكندرية - مصر ، 2001.
25. سي بول هالوود، رونالد ماكد ونالد تعريب محمود حسن حسني ومراجعة ونيس فرج عبد العال، النقود والتمويل الدولي، دار المريخ، الرياض - السعودية ، 2007.
26. حسين بن هاني، الأسواق المالية، - طبيعتها، تنظيمها، أدواتها المشتقة، الطبعة الأولى، بدون دار نشر ولا بلد نشر، 2002.
27. منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال مصادر التمويل، دار منشأة المعارف، الإسكندرية - مصر، 1998.
28. معروف هوشيار ، الاستثمارات و الأسواق المالية، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر و التوزيع، عمان - الأردن، 2003.
29. محمود يونس، عبد النعيم مبارك، النقود وأعمال البنوك والأسواق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية - مصر ، 2002-2003.

قائمة البحوث الجامعية:

1. مراد باريك، التحرير التجاري وسعر الصرف الحقيقي - دراسة حالة الجزائر ، مذكرة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية جامعة تلمسان، 2013/2014.
2. شاهيناز بدرابي ، تأثير أنظمة سعر الصرف على النمو الاقتصادي في الدول النامية - دراسة قياسية باستخدام بيانات البانل - لعينة من 18 دولة نامية (1990-2012) أطروحة دكتوراه نظام ل م د، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة تلمسان ، 2015.
3. محمد براق، بورصة القيم المتداولة و دورها في تحقيق التنمية - مع دراسة حالة الجزائر، أطروحة دكتوراه دولة غير منشورة، العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 1999.
4. محمد أمين بربري ، الاختيار الأمثل لنظام الصرف ودوره في تحقيق النمو الاقتصادي في ظل العولمة الاقتصادية - دراسة حالة الجزائر - أطروحة دكتوراه، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر3 ، 2011.
5. محمد جبوري ، تأثير أنظمة أسعار الصرف على التضخم والنمو الاقتصادي :دراسة نظرية وقياسية باستخدام بيانات بانل" أطروحة دكتوراه ، كلية العلوم الاقتصادية ، جامعة تلمسان، 2013.
6. سمية بلجيلة ، اثر التضخم على عوائد الأسهم -دراسة تطبيقية لأسهم مجموعة من الشركات المسعرة في بورصة عمان للفترة (1996 - 2006) مذكرة ماجستيرو كلية العلوم الاقتصادية، جامعة قسنطينة، 2010.
7. عمار جعفري ، إشكالية اختيار نظام الصرف الملائم في ظل التوجه الحديث لأنظمة الصرف الدولية - دراسة حالة نظام سعر الصرف في الجزائر (1990-2010)، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة بسكرة ، 2013.
8. بن اعمر بن حاسين، فعالية الأسواق المالية في الدول الناشئة - دراسة قياسية، أطروحة دكتوراه دولة غير منشورة كلية العلوم الاقتصادية، جامعة تلمسان، 2013.
9. علاء زياد خزم، تقييم أنظمة سعر الصرف في سورية خلال الفترة (1990 - 2010)، مذكرة ماجستير، كلية العلوم المالية والمصرفية، جامعة تشرين، سوريا، 2015.
10. زاهر عبد الحليم خضر - تأثير سعر الصرف على المؤشرات الكلية للاقتصاد الفلسطيني (1994- 2010) - مذكرة ماجستير ، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة غزة ، 2012.
11. محمد خميس رجم ، تسيير مخاطر الصرف على مستوى المؤسسة الاقتصادية ، مذكرة ماجستير غير منشورة ، كلية العلوم الاقتصادية ، جامعة عنابة ، 2005.

12. علي بن الضب، دراسة اثر الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة بالبورصة - دراسة حالة عينة من الشركات المدرجة بسوق الكويت للأوراق المالية، مذكرة ماجستير غير منشورة ، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة ورقلة، 2009.
13. عبد الرحمن بن عزوز ، دور الوساطة المالية في تنشيط سوق الأوراق المالية- مع الإشارة لحالة بورصة تونس ، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة منتوري قسنطينة، 2012.
14. السعيد عناني، آثار تقلبات أسعار الصرف وتدابير المؤسسة الاقتصادية لمواجهتها- حالة مؤسسة الملح بسكرة ، مذكرة ماجستير غير منشورة، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة باتنة، 2006.
15. محمد قارة - أثر أنظمة سعر الصرف على استقطاب الاستثمار الأجنبي المباشر (1974-2009) دراسة قياسية لحالة الجزائر - مذكرة ماجستير ، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة تلمسان ، 2015.
16. حسين القاضي، دور سوق الأوراق المالية في تطوير المعلومات المحاسبية في سورية، أطروحة دكتوراه ، كلية الاقتصاد، جامعة سوريا، 2000.
17. رفيق مزاهدية ، كفاءة سوق الأوراق المالية و دورها في تخصيص الاستثمارات- دراسة حالة سوق الأسهم السعودية، مذكرة ماجستير، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة باتنة، 2007.
18. سمية موري ، آثار تقلبات أسعار الصرف على العائدات النفطية-دراسة حالة الجزائر، مذكرة ماجستير غير منشورة ، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة تلمسان، 2010.
19. سعيد هتهات، دراسة اقتصادية وقياسية لظاهرة التضخم في الجزائر ، مذكرة ماجستير غير منشورة ، كلية العلوم الاقتصادية جامعة ورقلة، 2006/2005.

فائمة المقالات:

1. محمد أمين بربري ، مبررات ودوافع التوجه الحديث لأنظمة الصرف الدولية -دراسة حالة سعر صرف الدينار الجزائري-، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، العدد التاسع، 2011.
2. محمد مداحي ومحمد ترقو، العلاقة التبادلية بين مؤشرات السوق المالي الاسلامي والتقليدي-دراسة قياسية لمؤشري III و LQ45 ببورصة اندونيسيا، مجلة ميلاف للبحوث والدراسات، المركز الجامعي ميله، العدد الخامس، 2017.
3. عائشة بخالد ،عبد الغني دادن ومحمد شيخي ،اختبار القدرة على التنبؤ بعوائد مؤشر سوق الدار البيضاء المالي من 2007 إلى 2011 ، مجلة الباحث ، جامعة ورقلة، العدد الرابع عشر ، 2014.
4. عبد الغني دادن ،راضية كروش ، دراسة محددات تكامل أسواق الأموال - حالة دول شمال افريقيا (مصر - تونس - الجزائر - المغرب)، المجلة الجزائرية للعولمة والسياسات الاقتصادية ، جامعة الجزائر 3، العدد السادس، 2016.

5. أحمد سلامي، محمد شيخي، اختبار العلاقة السببية والتكامل المشترك بين الادخار والاستثمار في الاقتصاد الجزائري للفترة 2011/1970، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، العدد الثالث عشر، 2013.
6. أحمد سلامي، اختبار علاقة التكامل المشترك بين سعر الصرف ومعدلات التضخم في الاقتصاد الجزائري للفترة 2014/1970، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، جامعة ورقلة، العدد السابع، 2015.
7. شفيق عريش، عثمان نقاز، رولى شقيق اسماعيل، اختبارات السببية والتكامل المشترك في تحليل السلاسل الزمنية، مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية، المجلد الثالث والثلاثون، العدد الخامس، 2011.
8. عامر عمارن، كاظم المعموري وسليم رشيد عبود الزبيدي، أثر تقلبات أسعار الصرف على المؤشر العام لأسعار الأسهم دراسة تطبيقية - في سوق العراق للأوراق المالية للفترة (2005-2011)، مجلة الإدارة والاقتصاد، جامعة كربلاء- العراق، المجلد الثالث- العدد الثاني عشر.
9. زهير غراية، محمد ترقو، التحليل القياسي لاستجابة مؤشرات الأسواق المالية لديناميكية مؤشر "داو جونز الصناعي"، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، جامعة ورقلة، العدد الثاني، 2013.
10. سيدي أحمد كبداني، محمد فؤاد قاسم، تأثير أنظمة سعر الصرف على النمو الاقتصادي لمجموعة من دول الـ MENA باستعمال معطيات Panel وتقنية شعاع الانحدار الذاتي VAR، مجلة أداء المؤسسات الجزائرية، جامعة ورقلة، 2013.
11. م. م نوال محمود محمود، استخدام منهج تحليل التكامل المشترك لبيان أثر المتغيرات النقدية والحقيقية في التضخم، مجلة جامعة الأنبار للعلوم الاقتصادية والإدارية، جامعة الموصل - العراق، المجلد الرابع، العدد السابع، 2011.
12. حسن مشرقي، أيمن الشهاب، تحديد أثر المتغيرات الاقتصادية الكلية على عائد مؤشر السوق المالي في الأسواق المالية الناشئة - حالة سوق دمشق وعمان الدوليين، مجلة جامعة البعث، المجلد الثالث والستون - العدد الحادي عشر، 2014.
13. صالح مفتاح، معارفي فريدة، دراسة لواقع الأوراق المالية العربية وسبل رفع كفاءتها، مجلة الباحث، جامعة ورقلة، العدد السابع، 2009/2010.

قائمة الملتقيات العلمية:

1. محمد خميس رجم، المنتجات المالية المشتقة، أدوات مستحدثة لتغطية المخاطر أم لصناعتها، الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحكومة العالمية، جامعة سطيف، 20-21 أكتوبر 2009.

2- قائمة المصادر والمراجع باللغة الأجنبية:

قائمة الكتب:

1. M.Robert DUNN, H.John MUITTI, **International Economies**, 13^{eme} Edition Cenagge Learning, United States of America, 2008 .
2. G.Gardinieau et G. Portier, **Comment Comprendre et mieux utiliser les Change**, Dunod, Paris -France, 1987.
3. Marie Henry Gérard, **Les marchés financiers**, Armand Colin, Paris - France, 1999.
4. Bernard Guilochoon, Anne Kawecki, **Economie International**, 4^{eme} Edition, Dunod, Paris -France.
5. Peyrard Josette, **Risque de Change**, Librairie Vuibert, Paris, 1986.
6. Michel Juria, **Technique Financiere Internationale**, Dunod, Paris, 1999.
7. Jacques Lehmann -Paul, **Bourse et marchés financiers**, 2^{eme} Edition, Dunod, Paris -France, 2005.
8. J.Peyrard, **Risque de Change et Gestion de Lentreprise**, Vuibert, Paris - France, 1995.
9. Josette Peyrard, **Risque de Change et Gestion de Lentreprise**, Librairie Vuibrent, Paris -France, 1996 .
10. Vernimmen .P, **Finance d'entreprise**, 7^{eme} edition, Dalloz, Paris-France, 2009.

قائمة البحوث العلمية:

1. Lassana Yougbare, **Effets macroéconomiques des régimes de change : essais sur la volatilité, la croissance économique et les déséquilibres du taux de change réel**, These de Doctorat, Faculté des Sciences Economiques et de Gestion, Université d'Auvergne, Clermont-Ferrand 1, 2009.

- قائمة المقالات:

1. Chaker Aloui et Haithem sassi, Régime de change et croissance économique : une investigation empirique, **Economie internationale**, La Documentation Française, n° 104, 2005.
2. Hasan Mohammed El-Nader, Ahmad Diab Alraimony, The Impact of Macroeconomic Factors on Amman Stock Market Returns **International Journal of Economics and Finance**, Vol. 4, No. 12, Canadian Center of Science and Education, 2012
3. B. Kenen Peter, Fixed versus floating exchange rates, **Cato Journal**, Vol 1 N° 1, Cato Institute, 2000.

قائمة الملتقيات العلمية:

1. Mirah Putu Nikita, Subiakto Soekarno, Testing on Weak Form Market Efficiency: The Evidence from Indonesia Stock Market Year 2008-2011, 2nd International Conference on Business, Economics, Management and Behavioral Sciences (BEMBS'2012) , Bali (Indonesia) , Oct. 13-14, 2012 .

3- قائمة مواقع الانترنت:

1. www.sa.investing.com الموقع الالكتروني للسوق السعودي
2. www.Cbj.gov.jo موقع البنك المركزي الأردني
3. www.Cbt.gov.tn موقع البنك المركزي التونسي

الملاحق

الملحق (1) : مؤشرات الأسهم، أسعار الصرف، أسعار الفائدة وعرض النقود للأردن وتونس باللوغاريتم

النيبيري خلال 2016/12/31-2001/01/01

| | LNINDJ | LNIEX1J | LNINTJ | LNSMJ | LNINDT | LNIEX2T | LNINTT | LNSMT |
|---------|--------|---------|--------|-------|--------|---------|--------|-------|
| janv-01 | 6,72 | -0,34 | 1,87 | 8,91 | 7,25 | 0,32 | 1,78 | 9,66 |
| févr-01 | 6,73 | -0,34 | 1,79 | 8,92 | 7,19 | 0,33 | 1,79 | 9,67 |
| mars-01 | 6,74 | -0,34 | 1,75 | 8,93 | 7,20 | 0,37 | 1,79 | 9,68 |
| avr-01 | 6,72 | -0,34 | 1,75 | 8,93 | 7,20 | 0,36 | 1,83 | 9,70 |
| mai-01 | 6,74 | -0,34 | 1,70 | 8,94 | 7,24 | 0,40 | 1,78 | 9,69 |
| juin-01 | 6,75 | -0,34 | 1,70 | 8,95 | 7,18 | 0,41 | 1,79 | 9,71 |
| juil-01 | 6,78 | -0,34 | 1,70 | 8,95 | 7,18 | 0,38 | 1,80 | 9,72 |
| août-01 | 6,83 | -0,34 | 1,70 | 8,96 | 7,19 | 0,36 | 1,80 | 9,72 |
| sept-01 | 6,84 | -0,34 | 1,70 | 8,95 | 7,15 | 0,36 | 1,80 | 9,72 |
| oct-01 | 6,88 | -0,34 | 1,61 | 8,95 | 7,15 | 0,37 | 1,79 | 9,70 |
| nov-01 | 6,93 | -0,34 | 1,61 | 8,96 | 7,13 | 0,37 | 1,78 | 9,71 |
| déc-01 | 6,97 | -0,34 | 1,61 | 8,97 | 7,14 | 0,37 | 1,78 | 9,73 |
| janv-02 | 7,00 | -0,34 | 1,61 | 8,98 | 7,15 | 0,40 | 1,78 | 9,71 |
| févr-02 | 6,98 | -0,34 | 1,61 | 8,99 | 7,15 | 0,40 | 1,78 | 9,70 |
| mars-02 | 6,98 | -0,34 | 1,61 | 8,99 | 7,14 | 0,40 | 1,78 | 9,70 |
| avr-02 | 6,94 | -0,34 | 1,61 | 8,99 | 7,09 | 0,38 | 1,78 | 9,70 |
| mai-02 | 7,01 | -0,35 | 1,61 | 9,00 | 7,09 | 0,36 | 1,78 | 9,71 |
| juin-02 | 7,09 | -0,35 | 1,61 | 9,02 | 7,08 | 0,32 | 1,78 | 9,73 |
| juil-02 | 7,07 | -0,35 | 1,61 | 9,04 | 7,07 | 0,32 | 1,79 | 9,73 |
| août-02 | 7,04 | -0,35 | 1,61 | 9,05 | 7,04 | 0,32 | 1,79 | 9,74 |
| sept-02 | 7,01 | -0,34 | 1,61 | 9,04 | 7,09 | 0,33 | 1,78 | 9,74 |
| oct-02 | 6,98 | -0,34 | 1,61 | 9,03 | 7,04 | 0,32 | 1,78 | 9,74 |
| nov-02 | 7,00 | -0,34 | 1,50 | 9,04 | 7,03 | 0,32 | 1,78 | 9,75 |
| déc-02 | 6,99 | -0,34 | 1,50 | 9,04 | 7,02 | 0,29 | 1,78 | 9,76 |
| janv-03 | 7,01 | -0,34 | 1,50 | 9,04 | 6,96 | 0,27 | 1,78 | 9,76 |
| févr-03 | 6,95 | -0,34 | 1,50 | 9,06 | 6,95 | 0,28 | 1,77 | 9,75 |
| mars-03 | 7,02 | -0,34 | 1,50 | 9,06 | 6,95 | 0,27 | 1,76 | 9,76 |
| avr-03 | 7,08 | -0,34 | 1,18 | 9,08 | 7,07 | 0,26 | 1,70 | 9,77 |
| mai-03 | 7,15 | -0,34 | 1,18 | 9,09 | 7,05 | 0,23 | 1,70 | 9,77 |
| juin-03 | 7,19 | -0,34 | 0,92 | 9,10 | 7,06 | 0,24 | 1,67 | 9,77 |
| juil-03 | 7,30 | -0,34 | 0,92 | 9,12 | 7,12 | 0,26 | 1,61 | 9,80 |
| août-03 | 7,34 | -0,34 | 0,92 | 9,13 | 7,11 | 0,27 | 1,61 | 9,81 |
| sept-03 | 7,36 | -0,34 | 0,92 | 9,14 | 7,11 | 0,24 | 1,61 | 9,81 |
| oct-03 | 7,35 | -0,34 | 0,92 | 9,14 | 7,10 | 0,24 | 1,61 | 9,81 |
| nov-03 | 7,43 | -0,34 | 0,92 | 9,15 | 7,11 | 0,22 | 1,61 | 9,81 |
| déc-03 | 7,47 | -0,34 | 0,92 | 9,16 | 7,13 | 0,19 | 1,61 | 9,81 |
| janv-04 | 7,57 | -0,34 | 0,92 | 9,17 | 7,14 | 0,21 | 1,61 | 9,82 |
| févr-04 | 7,55 | -0,34 | 0,92 | 9,15 | 7,14 | 0,21 | 1,61 | 9,83 |
| mars-04 | 7,50 | -0,34 | 0,92 | 9,14 | 7,17 | 0,21 | 1,61 | 9,83 |
| avr-04 | 7,49 | -0,34 | 0,92 | 9,15 | 7,19 | 0,24 | 1,61 | 9,85 |

| | | | | | | | | |
|---------|------|-------|------|------|------|------|------|-------|
| mai-04 | 7,54 | -0,34 | 0,92 | 9,16 | 7,19 | 0,23 | 1,61 | 9,86 |
| juin-04 | 7,59 | -0,34 | 0,92 | 9,18 | 7,19 | 0,23 | 1,61 | 9,86 |
| juil-04 | 7,64 | -0,34 | 1,01 | 9,20 | 7,19 | 0,24 | 1,61 | 9,87 |
| août-04 | 7,64 | -0,34 | 1,10 | 9,23 | 7,19 | 0,23 | 1,61 | 9,88 |
| sept-04 | 7,70 | -0,34 | 1,18 | 9,24 | 7,18 | 0,23 | 1,61 | 9,88 |
| oct-04 | 7,77 | -0,34 | 1,18 | 9,24 | 7,21 | 0,21 | 1,61 | 9,90 |
| nov-04 | 7,88 | -0,34 | 1,25 | 9,26 | 7,19 | 0,19 | 1,61 | 9,90 |
| déc-04 | 7,91 | -0,34 | 1,32 | 9,27 | 7,19 | 0,19 | 1,61 | 9,91 |
| janv-05 | 8,04 | -0,34 | 1,32 | 9,27 | 7,20 | 0,21 | 1,61 | 9,92 |
| févr-05 | 8,08 | -0,34 | 1,39 | 9,27 | 7,18 | 0,20 | 1,61 | 9,93 |
| mars-05 | 8,18 | -0,34 | 1,45 | 9,29 | 7,22 | 0,22 | 1,61 | 9,92 |
| avr-05 | 8,33 | -0,34 | 1,45 | 9,31 | 7,31 | 0,22 | 1,61 | 9,94 |
| mai-05 | 8,30 | -0,34 | 1,50 | 9,32 | 7,37 | 0,26 | 1,61 | 9,94 |
| juin-05 | 8,42 | -0,34 | 1,50 | 9,35 | 7,34 | 0,28 | 1,61 | 9,94 |
| juil-05 | 8,40 | -0,34 | 1,56 | 9,37 | 7,35 | 0,28 | 1,61 | 9,96 |
| août-05 | 8,42 | -0,34 | 1,61 | 9,39 | 7,35 | 0,27 | 1,61 | 9,97 |
| sept-05 | 8,41 | -0,34 | 1,70 | 9,40 | 7,37 | 0,29 | 1,61 | 9,98 |
| oct-05 | 8,40 | -0,34 | 1,79 | 9,41 | 7,38 | 0,30 | 1,61 | 9,99 |
| nov-05 | 8,45 | -0,35 | 1,83 | 9,42 | 7,38 | 0,31 | 1,61 | 9,99 |
| déc-05 | 8,36 | -0,34 | 1,87 | 9,42 | 7,39 | 0,31 | 1,61 | 10,01 |
| janv-06 | 8,39 | -0,34 | 1,87 | 9,44 | 7,43 | 0,29 | 1,61 | 10,02 |
| févr-06 | 8,25 | -0,34 | 1,91 | 9,40 | 7,46 | 0,31 | 1,61 | 10,03 |
| mars-06 | 8,20 | -0,34 | 1,91 | 9,41 | 7,53 | 0,30 | 1,61 | 10,03 |
| avr-06 | 8,24 | -0,34 | 1,95 | 9,45 | 7,57 | 0,28 | 1,61 | 10,05 |
| mai-06 | 8,22 | -0,34 | 1,98 | 9,45 | 7,60 | 0,27 | 1,61 | 10,05 |
| juin-06 | 8,07 | -0,34 | 2,01 | 9,49 | 7,57 | 0,28 | 1,61 | 10,07 |
| juil-06 | 8,08 | -0,34 | 2,01 | 9,49 | 7,56 | 0,28 | 1,61 | 10,09 |
| août-06 | 8,43 | -0,34 | 2,01 | 9,50 | 7,61 | 0,28 | 1,61 | 10,11 |
| sept-06 | 8,10 | -0,34 | 2,01 | 9,51 | 7,67 | 0,28 | 1,61 | 10,11 |
| oct-06 | 8,10 | -0,34 | 2,01 | 9,52 | 7,74 | 0,28 | 1,65 | 10,10 |
| nov-06 | 8,02 | -0,34 | 2,01 | 9,53 | 7,75 | 0,26 | 1,66 | 10,10 |
| déc-06 | 8,01 | -0,34 | 2,01 | 9,55 | 7,75 | 0,26 | 1,67 | 10,12 |
| janv-07 | 8,09 | -0,34 | 2,01 | 9,55 | 7,85 | 0,27 | 1,66 | 10,13 |
| févr-07 | 8,13 | -0,34 | 2,01 | 9,56 | 7,86 | 0,26 | 1,66 | 10,13 |
| mars-07 | 8,09 | -0,34 | 2,01 | 9,57 | 7,86 | 0,26 | 1,68 | 10,14 |
| avr-07 | 8,06 | -0,34 | 2,01 | 9,58 | 7,86 | 0,25 | 1,66 | 10,16 |
| mai-07 | 8,05 | -0,34 | 2,01 | 9,58 | 7,84 | 0,26 | 1,66 | 10,16 |
| juin-07 | 8,06 | -0,34 | 2,01 | 9,60 | 7,83 | 0,26 | 1,65 | 10,17 |
| juil-07 | 8,04 | -0,34 | 2,01 | 9,62 | 7,80 | 0,25 | 1,65 | 10,19 |
| août-07 | 8,01 | -0,34 | 2,01 | 9,63 | 7,82 | 0,25 | 1,64 | 10,20 |
| sept-07 | 8,04 | -0,34 | 1,95 | 9,65 | 7,81 | 0,22 | 1,65 | 10,21 |
| oct-07 | 8,15 | -0,34 | 1,95 | 9,65 | 7,84 | 0,21 | 1,66 | 10,21 |
| nov-07 | 8,14 | -0,35 | 1,95 | 9,65 | 7,87 | 0,20 | 1,65 | 10,22 |
| déc-07 | 8,21 | -0,34 | 1,95 | 9,66 | 7,87 | 0,20 | 1,66 | 10,24 |

| | | | | | | | | |
|---------|------|-------|------|-------|------|------|------|-------|
| janv-08 | 8,25 | -0,34 | 1,91 | 9,67 | 7,88 | 0,19 | 1,66 | 10,25 |
| févr-08 | 8,29 | -0,34 | 1,91 | 9,68 | 7,89 | 0,18 | 1,67 | 10,25 |
| mars-08 | 8,28 | -0,34 | 1,91 | 9,69 | 7,92 | 0,14 | 1,65 | 10,26 |
| avr-08 | 8,33 | -0,34 | 1,91 | 9,72 | 8,00 | 0,15 | 1,65 | 10,27 |
| mai-08 | 8,38 | -0,35 | 1,91 | 9,73 | 7,99 | 0,16 | 1,65 | 10,30 |
| juin-08 | 8,47 | -0,35 | 1,91 | 9,75 | 8,03 | 0,15 | 1,65 | 10,32 |
| juil-08 | 8,44 | -0,34 | 1,91 | 9,77 | 8,02 | 0,16 | 1,65 | 10,34 |
| août-08 | 8,38 | -0,35 | 1,91 | 9,79 | 8,11 | 0,21 | 1,65 | 10,36 |
| sept-08 | 8,31 | -0,34 | 1,91 | 9,80 | 8,12 | 0,23 | 1,64 | 10,36 |
| oct-08 | 8,06 | -0,34 | 1,91 | 9,80 | 8,02 | 0,32 | 1,66 | 10,36 |
| nov-08 | 7,93 | -0,34 | 1,83 | 9,81 | 7,99 | 0,33 | 1,64 | 10,37 |
| déc-08 | 7,92 | -0,34 | 1,83 | 9,81 | 7,97 | 0,27 | 1,65 | 10,37 |
| janv-09 | 7,90 | -0,35 | 1,83 | 9,82 | 8,00 | 0,35 | 1,55 | 10,38 |
| févr-09 | 7,87 | -0,34 | 1,83 | 9,83 | 8,03 | 0,37 | 1,50 | 10,39 |
| mars-09 | 7,90 | -0,34 | 1,75 | 9,84 | 8,04 | 0,34 | 1,45 | 10,40 |
| avr-09 | 7,91 | -0,34 | 1,66 | 9,85 | 8,13 | 0,34 | 1,46 | 10,41 |
| mai-09 | 7,96 | -0,35 | 1,66 | 9,86 | 8,14 | 0,30 | 1,44 | 10,41 |
| juin-09 | 7,91 | -0,34 | 1,66 | 9,86 | 8,21 | 0,30 | 1,45 | 10,42 |
| juil-09 | 7,87 | -0,34 | 1,66 | 9,87 | 8,20 | 0,28 | 1,47 | 10,45 |
| août-09 | 7,85 | -0,34 | 1,66 | 9,88 | 8,24 | 0,28 | 1,43 | 10,46 |
| sept-09 | 7,90 | -0,34 | 1,66 | 9,88 | 8,31 | 0,26 | 1,44 | 10,46 |
| oct-09 | 7,87 | -0,34 | 1,66 | 9,89 | 8,31 | 0,26 | 1,44 | 10,46 |
| nov-09 | 7,86 | -0,34 | 1,66 | 9,90 | 8,32 | 0,25 | 1,46 | 10,46 |
| déc-09 | 7,84 | -0,35 | 1,56 | 9,90 | 8,36 | 0,28 | 1,43 | 10,49 |
| janv-10 | 7,83 | -0,34 | 1,56 | 9,91 | 8,45 | 0,31 | 1,40 | 10,50 |
| févr-10 | 7,81 | -0,34 | 1,45 | 9,92 | 8,45 | 0,33 | 1,41 | 10,51 |
| mars-10 | 7,83 | -0,34 | 1,45 | 9,92 | 8,45 | 0,34 | 1,44 | 10,50 |
| avr-10 | 7,85 | -0,34 | 1,45 | 9,93 | 8,49 | 0,36 | 1,42 | 10,52 |
| mai-10 | 7,78 | -0,34 | 1,45 | 9,93 | 8,51 | 0,41 | 1,47 | 10,52 |
| juin-10 | 7,76 | -0,34 | 1,45 | 9,94 | 8,50 | 0,42 | 1,48 | 10,53 |
| juil-10 | 7,76 | -0,34 | 1,45 | 9,96 | 8,54 | 0,38 | 1,51 | 10,56 |
| août-10 | 7,72 | -0,35 | 1,45 | 9,97 | 8,58 | 0,40 | 1,53 | 10,56 |
| sept-10 | 7,74 | -0,34 | 1,45 | 9,98 | 8,64 | 0,35 | 1,51 | 10,57 |
| oct-10 | 7,76 | -0,35 | 1,45 | 10,00 | 8,54 | 0,33 | 1,53 | 10,58 |
| nov-10 | 7,76 | -0,34 | 1,45 | 9,99 | 8,57 | 0,38 | 1,57 | 10,59 |
| déc-10 | 7,77 | -0,35 | 1,45 | 10,01 | 8,54 | 0,34 | 1,58 | 10,60 |
| janv-11 | 7,77 | -0,34 | 1,45 | 10,02 | 8,40 | 0,35 | 1,56 | 10,62 |
| févr-11 | 7,72 | -0,34 | 1,45 | 10,02 | 8,31 | 0,34 | 1,54 | 10,63 |
| mars-11 | 7,69 | -0,34 | 1,45 | 10,02 | 8,39 | 0,33 | 1,52 | 10,63 |
| avr-11 | 7,70 | -0,34 | 1,45 | 10,03 | 8,35 | 0,30 | 1,48 | 10,65 |
| mai-11 | 7,68 | -0,34 | 1,45 | 10,02 | 8,32 | 0,31 | 1,51 | 10,63 |
| juin-11 | 7,65 | -0,34 | 1,50 | 10,04 | 8,37 | 0,31 | 1,50 | 10,63 |
| juil-11 | 7,64 | -0,34 | 1,50 | 10,06 | 8,39 | 0,31 | 1,45 | 10,66 |
| août-11 | 7,62 | -0,34 | 1,50 | 10,08 | 8,41 | 0,32 | 1,32 | 10,67 |

| | | | | | | | | |
|---------|------|-------|------|-------|------|------|------|-------|
| sept-11 | 7,60 | -0,34 | 1,50 | 10,08 | 8,45 | 0,36 | 1,18 | 10,66 |
| oct-11 | 7,61 | -0,34 | 1,50 | 10,08 | 8,45 | 0,35 | 1,20 | 10,67 |
| nov-11 | 7,58 | -0,34 | 1,50 | 10,09 | 8,45 | 0,38 | 1,15 | 10,66 |
| déc-11 | 7,60 | -0,34 | 1,50 | 10,09 | 8,46 | 0,40 | 1,17 | 10,69 |
| janv-12 | 7,57 | -0,34 | 1,50 | 10,10 | 8,45 | 0,41 | 1,15 | 10,68 |
| févr-12 | 7,58 | -0,34 | 1,61 | 10,10 | 8,47 | 0,40 | 1,23 | 10,69 |
| mars-12 | 7,60 | -0,34 | 1,61 | 10,11 | 8,48 | 0,41 | 1,25 | 10,70 |
| avr-12 | 7,59 | -0,34 | 1,61 | 10,11 | 8,53 | 0,43 | 1,29 | 10,71 |
| mai-12 | 7,54 | -0,34 | 1,61 | 10,11 | 8,52 | 0,48 | 1,32 | 10,71 |
| juin-12 | 7,54 | -0,35 | 1,61 | 10,12 | 8,51 | 0,46 | 1,29 | 10,71 |
| juil-12 | 7,52 | -0,35 | 1,61 | 10,12 | 8,56 | 0,48 | 1,35 | 10,72 |
| août-12 | 7,56 | -0,35 | 1,61 | 10,13 | 8,56 | 0,47 | 1,36 | 10,73 |
| sept-12 | 7,55 | -0,34 | 1,61 | 10,14 | 8,51 | 0,46 | 1,36 | 10,74 |
| oct-12 | 7,56 | -0,35 | 1,61 | 10,15 | 8,50 | 0,45 | 1,42 | 10,73 |
| nov-12 | 7,56 | -0,35 | 1,61 | 10,13 | 8,45 | 0,46 | 1,43 | 10,73 |
| déc-12 | 7,58 | -0,34 | 1,61 | 10,12 | 8,43 | 0,44 | 1,38 | 10,76 |
| janv-13 | 7,62 | -0,34 | 1,61 | 10,13 | 8,47 | 0,43 | 1,41 | 10,76 |
| févr-13 | 7,62 | -0,35 | 1,61 | 10,13 | 8,44 | 0,46 | 1,44 | 10,77 |
| mars-13 | 7,65 | -0,35 | 1,61 | 10,15 | 8,46 | 0,47 | 1,47 | 10,78 |
| avr-13 | 7,60 | -0,35 | 1,61 | 10,16 | 8,44 | 0,47 | 1,55 | 10,77 |
| mai-13 | 7,61 | -0,34 | 1,61 | 10,16 | 8,43 | 0,50 | 1,55 | 10,77 |
| juin-13 | 7,59 | -0,34 | 1,61 | 10,18 | 8,44 | 0,50 | 1,56 | 10,78 |
| juil-13 | 7,58 | -0,34 | 1,61 | 10,19 | 8,42 | 0,50 | 1,55 | 10,79 |
| août-13 | 7,54 | -0,35 | 1,56 | 10,21 | 8,43 | 0,50 | 1,56 | 10,80 |
| sept-13 | 7,52 | -0,35 | 1,56 | 10,21 | 8,40 | 0,50 | 1,55 | 10,81 |
| oct-13 | 7,59 | -0,34 | 1,50 | 10,21 | 8,41 | 0,50 | 1,54 | 10,81 |
| nov-13 | 7,61 | -0,35 | 1,50 | 10,22 | 8,40 | 0,51 | 1,56 | 10,82 |
| déc-13 | 7,63 | -0,35 | 1,50 | 10,22 | 8,39 | 0,50 | 1,56 | 10,82 |
| janv-14 | 7,70 | -0,35 | 1,45 | 10,23 | 8,41 | 0,47 | 1,55 | 10,83 |
| févr-14 | 7,69 | -0,35 | 1,45 | 10,23 | 8,46 | 0,45 | 1,54 | 10,85 |
| mars-14 | 7,67 | -0,35 | 1,45 | 10,24 | 8,43 | 0,46 | 1,55 | 10,84 |
| avr-14 | 7,66 | -0,35 | 1,45 | 10,25 | 8,41 | 0,47 | 1,55 | 10,85 |
| mai-14 | 7,66 | -0,34 | 1,45 | 10,25 | 8,42 | 0,49 | 1,55 | 10,85 |
| juin-14 | 7,66 | -0,34 | 1,45 | 10,27 | 8,43 | 0,52 | 1,56 | 10,86 |
| juil-14 | 7,67 | -0,35 | 1,45 | 10,28 | 8,45 | 0,54 | 1,61 | 10,89 |
| août-14 | 7,66 | -0,34 | 1,45 | 10,28 | 8,45 | 0,55 | 1,60 | 10,90 |
| sept-14 | 7,66 | -0,34 | 1,45 | 10,28 | 8,43 | 0,59 | 1,59 | 10,89 |
| oct-14 | 7,65 | -0,35 | 1,45 | 10,28 | 8,50 | 0,60 | 1,60 | 10,89 |
| nov-14 | 7,67 | -0,35 | 1,45 | 10,28 | 8,51 | 0,61 | 1,60 | 10,90 |
| déc-14 | 7,68 | -0,35 | 1,45 | 10,28 | 8,54 | 0,62 | 1,59 | 10,91 |
| janv-15 | 7,68 | -0,34 | 1,45 | 10,30 | 8,56 | 0,66 | 1,59 | 10,91 |
| févr-15 | 7,69 | -0,35 | 1,39 | 10,31 | 8,60 | 0,67 | 1,57 | 10,92 |
| mars-15 | 7,67 | -0,34 | 1,39 | 10,31 | 8,58 | 0,68 | 1,57 | 10,91 |
| avr-15 | 7,66 | -0,35 | 1,39 | 10,32 | 8,62 | 0,65 | 1,57 | 10,90 |

| | | | | | | | | |
|---------|------|-------|------|-------|------|------|------|-------|
| mai-15 | 7,69 | -0,34 | 1,39 | 10,33 | 8,64 | 0,67 | 1,56 | 10,91 |
| juin-15 | 7,66 | -0,34 | 1,39 | 10,33 | 8,65 | 0,67 | 1,56 | 10,91 |
| juil-15 | 7,66 | -0,34 | 1,32 | 10,34 | 8,64 | 0,68 | 1,57 | 10,92 |
| août-15 | 7,65 | -0,34 | 1,32 | 10,35 | 8,61 | 0,67 | 1,56 | 10,93 |
| sept-15 | 7,62 | -0,35 | 1,32 | 10,35 | 8,57 | 0,68 | 1,56 | 10,92 |
| oct-15 | 7,62 | -0,35 | 1,32 | 10,35 | 8,54 | 0,69 | 1,56 | 10,92 |
| nov-15 | 7,60 | -0,34 | 1,32 | 10,35 | 8,51 | 0,72 | 1,56 | 10,92 |
| déc-15 | 7,67 | -0,35 | 1,32 | 10,36 | 8,53 | 0,71 | 1,46 | 10,96 |
| janv-16 | 7,67 | -0,34 | 1,32 | 10,36 | 8,60 | 0,72 | 1,45 | 10,95 |
| févr-16 | 7,66 | -0,34 | 1,32 | 10,37 | 8,57 | 0,72 | 1,45 | 10,95 |
| mars-16 | 7,67 | -0,34 | 1,32 | 10,37 | 8,60 | 0,70 | 1,44 | 10,97 |
| avr-16 | 7,65 | -0,35 | 1,32 | 10,38 | 8,59 | 0,69 | 1,44 | 10,96 |
| mai-16 | 7,66 | -0,35 | 1,32 | 10,37 | 8,61 | 0,75 | 1,45 | 10,96 |
| juin-16 | 7,65 | -0,35 | 1,32 | 10,38 | 8,57 | 0,78 | 1,44 | 10,98 |
| juil-16 | 7,65 | -0,35 | 1,32 | 10,38 | 8,59 | 0,79 | 1,46 | 10,99 |
| août-16 | 7,64 | -0,35 | 1,32 | 10,39 | 8,60 | 0,79 | 1,44 | 10,99 |
| sept-16 | 7,66 | -0,34 | 1,32 | 10,40 | 8,58 | 0,79 | 1,45 | 10,99 |
| oct-16 | 7,65 | -0,35 | 1,32 | 10,39 | 8,61 | 0,81 | 1,47 | 11,00 |
| nov-16 | 7,68 | -0,35 | 1,32 | 10,39 | 8,62 | 0,84 | 1,44 | 11,00 |
| déc-16 | 7,68 | -0,35 | 1,32 | 10,40 | 8,61 | 0,83 | 1,45 | 11,03 |

Source: www.sa.investing.com - www.cbj.gov.jo - www.bct.gov.tn (consulte le 18/10/2017).

الملحق (2-01) : نتائج اختبار التكامل المشترك لجوهانسون لمؤشر أسهم الأردن وسعر صرف الدينار الأردني ومحدداته

Date: 11/23/17 Time: 22:23
 Sample(adjusted): 2001:03 2016:12
 Included observations: 190 after adjusting endpoints
 Trend assumption: Linear deterministic trend
 Series: LNINDJ LNIEX1J LNINTJ LNSMJ
 Lags interval (in first differences): 1 to 1

Unrestricted Cointegration Rank Test

| Hypothesized No. of CE(s) | Eigenvalue | Trace Statistic | 5 Percent Critical Value | 1 Percent Critical Value |
|---------------------------|------------|-----------------|--------------------------|--------------------------|
| None ** | 0.254101 | 102.3102 | 47.21 | 54.46 |
| At most 1 ** | 0.122791 | 46.60890 | 29.68 | 35.65 |
| At most 2 ** | 0.084882 | 21.71691 | 15.41 | 20.04 |
| At most 3 * | 0.025272 | 4.863409 | 3.76 | 6.65 |

*(**) denotes rejection of the hypothesis at the 5%(1%) level
 Trace test indicates 4 cointegrating equation(s) at the 5% level
 Trace test indicates 3 cointegrating equation(s) at the 1% level

| Hypothesized No. of CE(s) | Eigenvalue | Max-Eigen Statistic | 5 Percent Critical Value | 1 Percent Critical Value |
|---------------------------|------------|---------------------|--------------------------|--------------------------|
| None ** | 0.254101 | 55.70132 | 27.07 | 32.24 |

الملاحق.....

| | | | | |
|-------------|----------|----------|-------|-------|
| At most 1 * | 0.122791 | 24.89199 | 20.97 | 25.52 |
| At most 2 * | 0.084882 | 16.85350 | 14.07 | 18.63 |
| At most 3 * | 0.025272 | 4.863409 | 3.76 | 6.65 |

(**) denotes rejection of the hypothesis at the 5%(1%) level

Max-eigenvalue test indicates 4 cointegrating equation(s) at the 5% level

Max-eigenvalue test indicates 1 cointegrating equation(s) at the 1% level

الملحق (2-02) : نتائج اختبار التكامل المشترك لجوهانسون لمؤشر أسهم تونس وسعر صرف الدينار

التونسي ومحدداته

Date: 11/23/17 Time: 22:35

Sample(adjusted): 2001:03 2016:12

Included observations: 190 after adjusting endpoints

Trend assumption: Linear deterministic trend

Series: LNINDT LNIEX2T LNINTT LNSMT

Lags interval (in first differences): 1 to 1

Unrestricted Cointegration Rank Test

| Hypothesized No. of CE(s) | Eigenvalue | Trace Statistic | 5 Percent Critical Value | 1 Percent Critical Value |
|---------------------------|------------|-----------------|--------------------------|--------------------------|
| None | 0.057363 | 32.40365 | 47.21 | 54.46 |
| At most 1 | 0.045130 | 21.17965 | 29.68 | 35.65 |
| At most 2 | 0.037881 | 12.40547 | 15.41 | 20.04 |
| At most 3 * | 0.026322 | 5.068131 | 3.76 | 6.65 |

(**) denotes rejection of the hypothesis at the 5%(1%) level

Trace test indicates no cointegration at both 5% and 1% levels

| Hypothesized No. of CE(s) | Eigenvalue | Max-Eigen Statistic | 5 Percent Critical Value | 1 Percent Critical Value |
|---------------------------|------------|---------------------|--------------------------|--------------------------|
| None | 0.057363 | 11.22400 | 27.07 | 32.24 |
| At most 1 | 0.045130 | 8.774180 | 20.97 | 25.52 |
| At most 2 | 0.037881 | 7.337338 | 14.07 | 18.63 |
| At most 3 * | 0.026322 | 5.068131 | 3.76 | 6.65 |

الملحق (2-03) : نتائج اختبار التكامل المشترك لجوهانسون لمؤشر أسهم الأردن وسعر صرف الدينار

الأردني

Date: 11/25/17 Time: 12:12

Sample(adjusted): 2001:04 2016:12

Included observations: 189 after adjusting endpoints

Trend assumption: Linear deterministic trend

Series: LNINDJ LNIEX1J

Lags interval (in first differences): 1 to 2

Unrestricted Cointegration Rank Test

| Hypothesized No. of CE(s) | Eigenvalue | Trace Statistic | 5 Percent Critical Value | 1 Percent Critical Value |
|---------------------------|------------|-----------------|--------------------------|--------------------------|
| None ** | 0.138673 | 33.30291 | 15.41 | 20.04 |
| At most 1 * | 0.026566 | 5.088821 | 3.76 | 6.65 |

(**) denotes rejection of the hypothesis at the 5%(1%) level

Trace test indicates 2 cointegrating equation(s) at the 5% level

Trace test indicates 1 cointegrating equation(s) at the 1% level

| Hypothesized No. of CE(s) | Eigenvalue | Max-Eigen Statistic | 5 Percent Critical Value | 1 Percent Critical Value |
|---------------------------|------------|---------------------|--------------------------|--------------------------|
| None ** | 0.138673 | 33.30291 | 15.41 | 20.04 |
| At most 1 * | 0.026566 | 5.088821 | 3.76 | 6.65 |

| | | | | |
|-------------|----------|----------|-------|-------|
| None ** | 0.138673 | 28.21409 | 14.07 | 18.63 |
| At most 1 * | 0.026566 | 5.088821 | 3.76 | 6.65 |

(**) denotes rejection of the hypothesis at the 5%(1%) level
 Max-eigenvalue test indicates 2 cointegrating equation(s) at the 5% level
 Max-eigenvalue test indicates 1 cointegrating equation(s) at the 1% level

الملحق (2-04) : نتائج اختبار التكامل المشترك لجوهانسون لمؤشر أسهم الأردن وأسعار الفائدة

Date: 11/25/17 Time: 12:32
 Sample(adjusted): 2001:05 2016:12
 Included observations: 188 after adjusting endpoints
 Trend assumption: Linear deterministic trend
 Series: LNINDJ LNINTJ
 Lags interval (in first differences): 1 to 3

Unrestricted Cointegration Rank Test

| Hypothesized No. of CE(s) | Eigenvalue | Trace Statistic | 5 Percent Critical Value | 1 Percent Critical Value |
|---------------------------|------------|-----------------|--------------------------|--------------------------|
| None ** | 0.063746 | 20.26390 | 15.41 | 20.04 |
| At most 1 ** | 0.041052 | 7.880575 | 3.76 | 6.65 |

(**) denotes rejection of the hypothesis at the 5%(1%) level
 Trace test indicates 2 cointegrating equation(s) at both 5% and 1% levels

| Hypothesized No. of CE(s) | Eigenvalue | Max-Eigen Statistic | 5 Percent Critical Value | 1 Percent Critical Value |
|---------------------------|------------|---------------------|--------------------------|--------------------------|
| None | 0.063746 | 12.38333 | 14.07 | 18.63 |
| At most 1 ** | 0.041052 | 7.880575 | 3.76 | 6.65 |

(**) denotes rejection of the hypothesis at the 5%(1%) level
 Max-eigenvalue test indicates no cointegration at both 5% and 1% levels

الملحق (2-05) : نتائج اختبار التكامل المشترك لجوهانسون لمؤشر أسهم الأردن وعرض النقود

Date: 11/25/17 Time: 12:46
 Sample(adjusted): 2001:07 2016:12
 Included observations: 186 after adjusting endpoints
 Trend assumption: Linear deterministic trend
 Series: LNINDJ LNSMJ
 Lags interval (in first differences): 1 to 5

Unrestricted Cointegration Rank Test

| Hypothesized No. of CE(s) | Eigenvalue | Trace Statistic | 5 Percent Critical Value | 1 Percent Critical Value |
|---------------------------|------------|-----------------|--------------------------|--------------------------|
| None ** | 0.112786 | 27.82215 | 15.41 | 20.04 |
| At most 1 * | 0.029469 | 5.563707 | 3.76 | 6.65 |

(**) denotes rejection of the hypothesis at the 5%(1%) level
 Trace test indicates 2 cointegrating equation(s) at the 5% level
 Trace test indicates 1 cointegrating equation(s) at the 1% level

| Hypothesized No. of CE(s) | Eigenvalue | Max-Eigen Statistic | 5 Percent Critical Value | 1 Percent Critical Value |
|---------------------------|------------|---------------------|--------------------------|--------------------------|
| None ** | 0.112786 | 22.25845 | 14.07 | 18.63 |
| At most 1 * | 0.029469 | 5.563707 | 3.76 | 6.65 |

(**) denotes rejection of the hypothesis at the 5%(1%) level
 Max-eigenvalue test indicates 2 cointegrating equation(s) at the 5% level
 Max-eigenvalue test indicates 1 cointegrating equation(s) at the 1% level

الملحق (2-06) : نتائج اختبار التكامل المشترك لجوهانسون لمؤشر أسهم تونس وسعر صرف الدينار

التونسي

Date: 11/25/17 Time: 13:48
 Sample(adjusted): 2001:03 2016:12
 Included observations: 190 after adjusting endpoints
 Trend assumption: Linear deterministic trend
 Series: LNINDT LNIEX2T
 Lags interval (in first differences): 1 to 1

Unrestricted Cointegration Rank Test

| Hypothesized No. of CE(s) | Eigenvalue | Trace Statistic | 5 Percent Critical Value | 1 Percent Critical Value |
|------------------------------|------------|--------------------|-----------------------------|-----------------------------|
| None | 0.027203 | 7.634946 | 15.41 | 20.04 |
| At most 1 | 0.012525 | 2.394797 | 3.76 | 6.65 |

*(**) denotes rejection of the hypothesis at the 5%(1%) level
 Trace test indicates no cointegration at both 5% and 1% levels

| Hypothesized No. of CE(s) | Eigenvalue | Max-Eigen Statistic | 5 Percent Critical Value | 1 Percent Critical Value |
|------------------------------|------------|------------------------|-----------------------------|-----------------------------|
| None | 0.027203 | 5.240149 | 14.07 | 18.63 |
| At most 1 | 0.012525 | 2.394797 | 3.76 | 6.65 |

*(**) denotes rejection of the hypothesis at the 5%(1%) level
 Max-eigenvalue test indicates no cointegration at both 5% and 1% levels

الملحق (2-07) : نتائج اختبار التكامل المشترك لجوهانسون لمؤشر أسهم تونس وأسعار الفائدة

Date: 11/25/17 Time: 13:59
 Sample(adjusted): 2001:03 2016:12
 Included observations: 190 after adjusting endpoints
 Trend assumption: Linear deterministic trend
 Series: LNINDT LNINTT
 Lags interval (in first differences): 1 to 1

Unrestricted Cointegration Rank Test

| Hypothesized No. of CE(s) | Eigenvalue | Trace Statistic | 5 Percent Critical Value | 1 Percent Critical Value |
|------------------------------|------------|--------------------|-----------------------------|-----------------------------|
| None | 0.044508 | 9.384482 | 15.41 | 20.04 |
| At most 1 | 0.003855 | 0.733947 | 3.76 | 6.65 |

*(**) denotes rejection of the hypothesis at the 5%(1%) level
 Trace test indicates no cointegration at both 5% and 1% levels

| Hypothesized No. of CE(s) | Eigenvalue | Max-Eigen Statistic | 5 Percent Critical Value | 1 Percent Critical Value |
|------------------------------|------------|------------------------|-----------------------------|-----------------------------|
| None | 0.044508 | 8.650535 | 14.07 | 18.63 |
| At most 1 | 0.003855 | 0.733947 | 3.76 | 6.65 |

*(**) denotes rejection of the hypothesis at the 5%(1%) level
 Max-eigenvalue test indicates no cointegration at both 5% and 1% levels

الملحق (2-08) : نتائج اختبار التكامل المشترك لجوهانسون لمؤشر أسهم تونس وعرض النقود

Date: 11/25/17 Time: 14:15
 Sample(adjusted): 2001:03 2016:12
 Included observations: 190 after adjusting endpoints
 Trend assumption: Linear deterministic trend
 Series: LNINDT LNSMT ++
 Lags interval (in first differences): 1 to 1

Unrestricted Cointegration Rank Test

| Hypothesized No. of CE(s) | Eigenvalue | Trace Statistic | 5 Percent Critical Value | 1 Percent Critical Value |
|---------------------------|------------|-----------------|--------------------------|--------------------------|
| None | 0.030298 | 5.971618 | 15.41 | 20.04 |
| At most 1 | 0.000663 | 0.125939 | 3.76 | 6.65 |

*(**) denotes rejection of the hypothesis at the 5%(1%) level
 Trace test indicates no cointegration at both 5% and 1% levels

| Hypothesized No. of CE(s) | Eigenvalue | Max-Eigen Statistic | 5 Percent Critical Value | 1 Percent Critical Value |
|---------------------------|------------|---------------------|--------------------------|--------------------------|
| None | 0.030298 | 5.845679 | 14.07 | 18.63 |
| At most 1 | 0.000663 | 0.125939 | 3.76 | 6.65 |

*(**) denotes rejection of the hypothesis at the 5%(1%) level
 Max-eigenvalue test indicates no cointegration at both 5% and 1% levels

الملحق (3-01): نتائج تقدير نموذج تصحيح الخطأ بين مؤشر أسهم الأردن وبين سعر صرف الدينار

الأردني ومحدداته بإبطاء 01

Vector Error Correction Estimates
 Date: 02/16/18 Time: 20:08
 Sample(adjusted): 2001:03 2016:12
 Included observations: 190 after adjusting endpoints
 Standard errors in () & t-statistics in []

| Cointegrating Eq: | CointEq1 | | | |
|-------------------|--------------------------------------|-------------------------------------|-------------------------------------|-------------------------------------|
| LNINDJ(-1) | 1.000000 | | | |
| LNIE1J(-1) | -287.5391 (36.4790) [-7.88232] | | | |
| LNINTJ(-1) | -0.636209 (0.41512) [-1.53261] | | | |
| LNSMJ(-1) | -1.527814 (0.27384) [-5.57919] | | | |
| C | -90.31929 | | | |
| Error Correction: | D(LNINDJ) | D(LNIE1J) | D(LNINTJ) | D(LNSMJ) |
| CointEq1 | 0.000935 (0.00495) [0.18907] | 0.002446 (0.00032) [7.67387] | 0.003126 (0.00344) [0.90762] | 0.000575 (0.00082) [0.70512] |
| D(LNINDJ(-1)) | 0.011702 (0.07553) | -0.007215 (0.00487) | 0.026195 (0.05260) | 0.000917 (0.01246) |

| | | | | |
|---------------------------------|--------------------------------------|--------------------------------------|--------------------------------------|-------------------------------------|
| | [0.15494] | [-1.48254] | [0.49801] | [0.07361] |
| D(LNIEX1J(-1)) | -0.555354 (1.13419) [-0.48965] | -0.122532 (0.07308) [-1.67672] | -0.147341 (0.78985) [-0.18654] | 0.356753 (0.18713) [1.90642] |
| D(LNINTJ(-1)) | -0.063678 (0.10215) [-0.62337] | -0.005321 (0.00658) [-0.80844] | 0.156714 (0.07114) [2.20294] | 0.013798 (0.01685) [0.81865] |
| D(LNSMJ(-1)) | -0.110159 (0.44948) [-0.24508] | -0.021125 (0.02896) [-0.72942] | 0.673785 (0.31302) [2.15253] | 0.026958 (0.07416) [0.36350] |
| C | 0.005585 (0.00558) [1.00080] | 0.000127 (0.00036) [0.35185] | -0.007409 (0.00389) [-1.90620] | 0.007634 (0.00092) [8.29006] |
| R-squared | 0.006032 | 0.410157 | 0.066643 | 0.026520 |
| Adj. R-squared | -0.020978 | 0.394129 | 0.041280 | 0.000066 |
| Sum sq. resids | 0.667698 | 0.002772 | 0.323816 | 0.018176 |
| S.E. equation | 0.060239 | 0.003881 | 0.041951 | 0.009939 |
| F-statistic | 0.223324 | 25.58951 | 2.627566 | 1.002505 |
| Log likelihood | 267.2413 | 788.2484 | 335.9889 | 609.5938 |
| Akaike AIC | -2.749908 | -8.234193 | -3.473568 | -6.353619 |
| Schwarz SC | -2.647371 | -8.131656 | -3.371030 | -6.251082 |
| Mean dependent | 0.005000 | -5.26E-05 | -0.002474 | 0.007789 |
| S.D. dependent | 0.059617 | 0.004986 | 0.042844 | 0.009939 |
| Determinant Residual Covariance | | 9.05E-15 | | |
| Log Likelihood | | 2005.768 | | |
| Log Likelihood (d.f. adjusted) | | 1993.575 | | |
| Akaike Information Criteria | | -20.69026 | | |
| Schwarz Criteria | | -20.21175 | | |

الملحق (02-3): نتائج تقدير نموذج تصحيح الخطأ بين مؤشر أسهم تونس وبين سعر صرف الدينار

التونسي ومحدداته بإبطاء 01

Vector Error Correction Estimates

Date: 02/16/18 Time: 20:17

Sample(adjusted): 2001:03 2016:12

Included observations: 190 after adjusting endpoints

Standard errors in () & t-statistics in []

| Cointegrating Eq: | CointEq1 |
|-------------------|--------------------------------------|
| LNINDT(-1) | 1.000000 |
| LNIEX2T(-1) | 2.339442 (0.77446) [3.02076] |
| LNINTT(-1) | 0.719264 (0.84792) [0.84827] |
| LNSMT(-1) | -1.888543 (0.36492) [-5.17523] |
| C | 9.587808 |

| Error Correction: | D(LNINDT) | D(LNIEX2T) | D(LNINTT) | D(LNSMT) |
|---------------------------------|--------------------------------------|--------------------------------------|--------------------------------------|--------------------------------------|
| CointEq1 | -0.026497 (0.01014) [-2.61239] | -0.010010 (0.00623) [-1.60771] | 0.002776 (0.00760) [0.36515] | -0.004079 (0.00300) [-1.35922] |
| D(LNINDT(-1)) | 0.030398 (0.07170) [0.42398] | -0.021159 (0.04401) [-0.48077] | 0.034770 (0.05374) [0.64703] | 0.003447 (0.02121) [0.16249] |
| D(LNIEX2T(-1)) | -0.013923 (0.12089) [-0.11517] | 0.065099 (0.07421) [0.87721] | -0.008344 (0.09061) [-0.09208] | 0.068995 (0.03577) [1.92910] |
| D(LNINTT(-1)) | -0.098438 (0.09829) [-1.00156] | 0.029040 (0.06033) [0.48133] | 0.178910 (0.07367) [2.42862] | 0.011947 (0.02908) [0.41086] |
| D(LNSMT(-1)) | 0.308507 (0.25338) [1.21759] | 0.016270 (0.15554) [0.10461] | -0.102626 (0.18991) [-0.54039] | -0.125995 (0.07496) [-1.68085] |
| C | 0.004941 (0.00321) [1.53779] | 0.002543 (0.00197) [1.28951] | -0.000973 (0.00241) [-0.40422] | 0.007854 (0.00095) [8.26330] |
| R-squared | 0.063755 | 0.017948 | 0.037105 | 0.043150 |
| Adj. R-squared | 0.038314 | -0.008739 | 0.010940 | 0.017149 |
| Sum sq. resids | 0.236858 | 0.089253 | 0.133064 | 0.020730 |
| S.E. equation | 0.035879 | 0.022024 | 0.026892 | 0.010614 |
| F-statistic | 2.505966 | 0.672542 | 1.418087 | 1.659531 |
| Log likelihood | 365.6969 | 458.4155 | 420.4769 | 597.1036 |
| Akaike AIC | -3.786283 | -4.762269 | -4.362915 | -6.222143 |
| Schwarz SC | -3.683746 | -4.659731 | -4.260377 | -6.119605 |
| Mean dependent | 0.007474 | 0.002632 | -0.001789 | 0.007158 |
| S.D. dependent | 0.036586 | 0.021929 | 0.027040 | 0.010707 |
| Determinant Residual Covariance | | 4.82E-14 | | |
| Log Likelihood | | 1846.767 | | |
| Log Likelihood (d.f. adjusted) | | 1834.574 | | |
| Akaike Information Criteria | | -19.01657 | | |
| Schwarz Criteria | | -18.53806 | | |

الملحق (3-03): نتائج تقدير نموذج تصحيح الخطأ بين مؤشر أسهم الأردن وسعر صرف الدينار الأردني

02 بإبطاء

Vector Error Correction Estimates

Date: 02/16/18 Time: 21:10

Sample(adjusted): 2001:04 2016:12

Included observations: 189 after adjusting

Endpoints

Standard errors in () & t-statistics in []

| Cointegrating Eq: | CointEq1 |
|-------------------|--------------------------------------|
| LNINDJ(-1) | 1.000000 |
| LNIEX1J(-1) | -694.3243 (129.467) [-5.36292] |
| C | -245.4933 |

| Error Correction: | D(LNINDJ) | D(LNIEX1J) |
|---------------------------------|--------------------------------------|--------------------------------------|
| CointEq1 | -0.003763 (0.00195) [-1.92581] | 0.000689 (0.00013) [5.14943] |
| D(LNINDJ(-1)) | -0.000391 (0.07298) [-0.00536] | -0.001851 (0.00500) [-0.37011] |
| D(LNINDJ(-2)) | 0.115030 (0.07263) [1.58373] | 0.000783 (0.00498) [0.15726] |
| D(LNIEX1J(-1)) | -2.640003 (1.34289) [-1.96592] | -0.255338 (0.09200) [-2.77530] |
| D(LNIEX1J(-2)) | -1.355207 (1.09774) [-1.23454] | -0.059828 (0.07521) [-0.79549] |
| C | 0.004198 (0.00435) [0.96451] | -6.41E-05 (0.00030) [-0.21507] |
| R-squared | 0.037927 | 0.354522 |
| Adj. R-squared | 0.011641 | 0.336886 |
| Sum sq. resids | 0.646248 | 0.003033 |
| S.E. equation | 0.059426 | 0.004071 |
| F-statistic | 1.442854 | 20.10215 |
| Log likelihood | 268.4217 | 775.0833 |
| Akaike AIC | -2.776949 | -8.138447 |
| Schwarz SC | -2.674037 | -8.035535 |
| Mean dependent | 0.004974 | -5.29E-05 |
| S.D. dependent | 0.059775 | 0.005000 |
| Determinant Residual Covariance | | 5.84E-08 |
| Log Likelihood | | 1043.663 |
| Log Likelihood (d.f. adjusted) | | 1037.566 |
| Akaike Information Criteria | | -10.83139 |
| Schwarz Criteria | | -10.59126 |

الملحق (3-04): نتائج تقدير نموذج تصحيح الخطأ بين مؤشر أسهم الأردن وأسعار الفائدة بإبطاء 03

Vector Error Correction Estimates

Date: 02/16/18 Time: 21:14

Sample(adjusted): 2001:05 2016:12

Included observations: 188 after adjusting

Endpoints

Standard errors in () & t-statistics in []

| Cointegrating Eq: | CointEq1 |
|-------------------|--------------------------------------|
| LNINDJ(-1) | 1.000000 |
| LNINTJ(-1) | -0.892428 (0.38681) [-2.30718] |
| C | -6.319276 |

| Error Correction: | D(LNINDJ) | D(LNINTJ) |
|---------------------------------|--------------------------------------|--------------------------------------|
| CointEq1 | -0.013513 (0.01243) [-1.08716] | 0.026555 (0.00788) [3.37114] |
| D(LNINDJ(-1)) | 0.004893 (0.07428) [0.06587] | 0.047951 (0.04708) [1.01854] |
| D(LNINDJ(-2)) | 0.132142 (0.07392) [1.78775] | 0.071718 (0.04684) [1.53100] |
| D(LNINDJ(-3)) | 0.141250 (0.07478) [1.88896] | -0.039032 (0.04739) [-0.82363] |
| D(LNINTJ(-1)) | -0.091965 (0.11481) [-0.80102] | 0.043569 (0.07276) [0.59879] |
| D(LNINTJ(-2)) | 0.055067 (0.10556) [0.52166] | 0.365482 (0.06690) [5.46301] |
| D(LNINTJ(-3)) | 0.017731 (0.11288) [0.15708] | 0.009837 (0.07154) [0.13751] |
| C | 0.003708 (0.00442) [0.83990] | -0.001641 (0.00280) [-0.58635] |
| R-squared | 0.042416 | 0.252965 |
| Adj. R-squared | 0.005177 | 0.223914 |
| Sum sq. resids | 0.642633 | 0.258113 |
| S.E. equation | 0.059751 | 0.037868 |
| F-statistic | 1.139007 | 8.707507 |
| Log likelihood | 267.0302 | 352.7748 |
| Akaike AIC | -2.755641 | -3.667817 |
| Schwarz SC | -2.617920 | -3.530096 |
| Mean dependent | 0.005106 | -0.002287 |
| S.D. dependent | 0.059906 | 0.042985 |
| Determinant Residual Covariance | | 5.11E-06 |
| Log Likelihood | | 619.9769 |
| Log Likelihood (d.f. adjusted) | | 611.8017 |
| Akaike Information Criteria | | -6.317039 |
| Schwarz Criteria | | -6.007167 |

الملحق (3-05): نتائج تقدير نموذج تصحيح الخطأ بين مؤشر أسهم الأردن وعرض النقود

بإطاء 05

Vector Error Correction Estimates
 Date: 02/16/18 Time: 21:17
 Sample(adjusted): 2001:07 2016:12
 Included observations: 186 after adjusting
 Endpoints
 Standard errors in () & t-statistics in []

| Cointegrating Eq: | CointEq1 | |
|-------------------|--------------------------------------|--------------------------------------|
| LNINDJ(-1) | 1.000000 | |
| LNSMJ(-1) | -0.400694 (0.16171) [-2.47782] | |
| C | -3.807912 | |
| Error Correction: | D(LNINDJ) | D(LNSMJ) |
| CointEq1 | -0.018451 (0.01318) [-1.40001] | 0.008624 (0.00216) [3.98563] |
| D(LNINDJ(-1)) | 0.044415 (0.07659) [0.57993] | -0.004354 (0.01257) [-0.34632] |
| D(LNINDJ(-2)) | 0.081214 (0.07496) [1.08342] | 0.016655 (0.01231) [1.35333] |
| D(LNINDJ(-3)) | 0.153593 (0.07355) [2.08815] | -0.004214 (0.01208) [-0.34895] |
| D(LNINDJ(-4)) | 0.032670 (0.07435) [0.43942] | -0.002648 (0.01221) [-0.21694] |
| D(LNINDJ(-5)) | 0.071710 (0.07431) [0.96503] | 0.008226 (0.01220) [0.67422] |
| D(LNSMJ(-1)) | -0.132305 (0.47448) [-0.27884] | -0.055576 (0.07790) [-0.71344] |
| D(LNSMJ(-2)) | 0.306691 (0.45358) [0.67615] | -0.032415 (0.07447) [-0.43528] |
| D(LNSMJ(-3)) | -0.896179 (0.45681) [-1.96182] | -0.006447 (0.07500) [-0.08596] |
| D(LNSMJ(-4)) | 1.187303 (0.45947) [2.58409] | -0.253048 (0.07543) [-3.35454] |

| | | |
|---------------------------------|--------------------------------------|--------------------------------------|
| D(LNSMJ(-5)) | -0.459593 (0.48951) [-0.93888] | -0.058089 (0.08037) [-0.72279] |
| C | 0.003047 (0.00990) [0.30784] | 0.010925 (0.00162) [6.72311] |
| R-squared | 0.112960 | 0.137466 |
| Adj. R-squared | 0.056882 | 0.082938 |
| Sum sq. resids | 0.595071 | 0.016040 |
| S.E. equation | 0.058480 | 0.009601 |
| F-statistic | 2.014355 | 2.521020 |
| Log likelihood | 270.3458 | 606.4108 |
| Akaike AIC | -2.777912 | -6.391514 |
| Schwarz SC | -2.569799 | -6.183402 |
| Mean dependent | 0.005000 | 0.007796 |
| S.D. dependent | 0.060218 | 0.010026 |
| Determinant Residual Covariance | | 2.95E-07 |
| Log Likelihood | | 882.9873 |
| Log Likelihood (d.f. adjusted) | | 870.5827 |
| Akaike Information Criteria | | -9.081534 |
| Schwarz Criteria | | -8.630623 |

المصدر: من إعداد الباحث بالاعتماد على معطيات الدراسة والبرنامج الإحصائي Eviews

الفهرس

| الصفحة | الفهرس |
|--------|--|
| IV | الإهداء..... |
| V | الشكر..... |
| VI | مستخلص البحث..... |
| VII | قائمة المحتويات..... |
| IX | قائمة الجداول..... |
| XII | قائمة الأشكال البيانية..... |
| XIV | قائمة الاختصارات والرموز..... |
| XVII | قائمة الملاحق..... |
| ب | المقدمة |
| 01 | الباب الأول : أدبيات أنظمة أسعار الصرف ومؤشرات الأسهم..... |
| 02 | تمهيد |
| 03 | الفصل الأول : تأثير أنظمة أسعار الصرف على مؤشرات الأسهم..... |
| 04 | تمهيد |
| 05 | المبحث الأول : مؤشرات الأسهم في الأسواق المالية..... |
| 05 | المطلب الأول : الأسواق المالية |
| 05 | الفرع الأول : مدخل للأسواق المالية..... |
| 06 | الفرع الثاني : كفاءة الأسواق المالية..... |
| 07 | الفرع الثالث : الأسواق المالية العربية..... |
| 07 | المطلب الثاني : الأوراق المالية المتداولة في الأسواق المالية..... |
| 08 | الفرع الأول : الأسهم..... |
| 08 | الفرع الثاني : السندات والأوراق المهجنة..... |
| 09 | الفرع الثالث : مفاهيم أساسية عن تحليل الأسهم |
| 10 | المطلب الثالث : مؤشرات الأسهم..... |

| | | |
|----|-------|--|
| 10 | ..... | الفرع الأول: مفهوم مؤشر السهم..... |
| 10 | ..... | الفرع الثاني : كيفية بناء المؤشرات وأهم الاستخدامات الأساسية لها..... |
| 11 | ..... | الفرع الثالث : أهمية مؤشرات الأسهم..... |
| 11 | ..... | المبحث الثاني: الإطار المفاهيمي لأنظمة أسعار الصرف..... |
| 10 | ..... | المطلب الأول: النظام النقدي الدولي..... |
| 10 | ..... | الفرع الأول : مدخل للأنظمة النقدية الدولية..... |
| 13 | ..... | الفرع الثاني: محاولات إصلاح النظام النقدي الدولي..... |
| 14 | ..... | المطلب الثاني: سعر الصرف في سوق الصرف الأجنبي..... |
| 14 | ..... | الفرع الأول : مفاهيم أساسية عن سوق الصرف الأجنبي..... |
| 15 | ..... | الفرع الثاني: مفاهيم أساسية عن سعر الصرف الأجنبي..... |
| 17 | ..... | الفرع الثالث: سياسات ونظريات سعر الصرف الأجنبي..... |
| 18 | ..... | الفرع الرابع: أنظمة أسعار الصرف الأجنبي..... |
| 19 | ..... | المطلب الثالث : مسألة اختيار أنظمة أسعار الصرف الدولية..... |
| 19 | ..... | الفرع الأول:المفاضلة والانتقال بين أنظمة أسعار الصرف..... |
| 20 | ..... | الفرع الثاني : معايير ومحددات اختيار نظام سعر الصرف الملائم..... |
| 20 | ..... | الفرع الثالث: واقع أنظمة أسعار الصرف العربية..... |
| 22 | ..... | المبحث الثالث: أنظمة أسعار الصرف ومؤشرات الأسهم..... |
| 22 | ..... | المطلب الأول: تأثير المتغيرات الاقتصادية الكلية على مؤشرات الأسهم..... |
| 23 | ..... | الفرع الأول: تأثير التضخم والناتج المحلي الخام والبطالة على مؤشرات الأسهم..... |
| 23 | ..... | الفرع الثاني: تأثير عرض النقود وسعر الفائدة على مؤشرات الأسهم..... |
| 24 | ..... | الفرع الثالث: تأثير الضرائب والإنفاق الحكومي على مؤشرات الأسهم..... |
| 25 | ..... | المطلب الثاني: تأثير المتغيرات الاقتصادية الكلية على أسعار الصرف..... |
| 25 | ..... | الفرع الأول: تأثير عرض النقود وأسعار الفائدة على أسعار الصرف..... |
| 26 | ..... | الفرع الثاني: تأثير التضخم على أسعار الصرف..... |

| | |
|----|---|
| 27 | الفرع الثالث: تأثير الدخل وعجز الموازنة وميزان المدفوعات على أسعار الصرف..... |
| 28 | <u>المطلب الثالث: علاقة مؤشرات الأسهم بأنظمة أسعار الصرف وتقنيات تغطية مخاطرها.....</u> |
| 28 | الفرع الأول: أثر أنظمة أسعار الصرف على مؤشرات الأسهم..... |
| 29 | الفرع الثاني : التقنيات المستخدمة لمواجهة مخاطر تقلبات أسعار الصرف..... |
| 33 | خلاصة الفصل..... |
| 34 | الفصل الثاني : عرض وتقييم للدراسات السابقة..... |
| 35 | تمهيد..... |
| 36 | <u>المبحث الأول : عرض وتقييم الدراسات السابقة التي تناولت مؤشرات الأسهم.....</u> |
| 36 | <u>المطلب الأول : عرض الدراسات السابقة التي تناولت مؤشرات الأسهم.....</u> |
| 39 | <u>المطلب الثاني : تقييم الدراسات السابقة التي تناولت مؤشرات الأسهم.....</u> |
| 39 | <u>المبحث الثاني : عرض وتقييم الدراسات السابقة التي تناولت أنظمة أسعار الصرف.....</u> |
| 39 | <u>المطلب الأول : عرض الدراسات السابقة التي تناولت أنظمة أسعار الصرف.....</u> |
| 43 | <u>المطلب الثاني : تقييم الدراسات السابقة التي تناولت أنظمة أسعار الصرف.....</u> |
| 44 | خلاصة الفصل..... |
| 45 | الباب الثاني : الدراسة التطبيقية- حالة السوقين الماليين للأردن وتونس..... |
| 46 | تمهيد..... |
| 47 | الفصل الأول : الدراسة الوصفية الإحصائية..... |
| 48 | تمهيد..... |
| 49 | <u>المبحث الأول: أدوات ومتغيرات الدراسة.....</u> |
| 49 | <u>المطلب الأول : متغيرات الدراسة.....</u> |
| 49 | الفرع الأول : مجتمع وعينات الدراسة..... |
| 49 | الفرع الثاني : طريقة جمع المتغيرات وقياسها..... |
| 50 | <u>المطلب الثاني : الأدوات القياسية والبرامج الإحصائية المستخدمة في الدراسة.....</u> |
| 50 | الفرع الأول : الاختبارات المعتمدة لدراسة الاستقرار..... |

| | |
|----|---|
| 52 | الفرع الثاني : الاختبارات المستخدمة..... |
| 54 | الفرع الثالث : البرامج الإحصائية المستخدمة في الدراسة..... |
| 55 | <u>المبحث الثاني: التحليل الإحصائي ودراسة استقرارية متغيرات الدراسة.....</u> |
| 55 | <u>المطلب الأول : التحليل الوصفي الإحصائي لمتغيرات الدراسة.....</u> |
| 55 | الفرع الأول : التحليل الوصفي الإحصائي لمؤشرات الأسهم..... |
| 57 | الفرع الثاني : التحليل الإحصائي الوصفي لأسعار صرف العملات مقابل الدولار الأمريكي..... |
| 60 | الفرع الثالث : التحليل الوصفي الإحصائي لأسعار الفائدة..... |
| 62 | الفرع الرابع : التحليل الوصفي الإحصائي لعرض النقود..... |
| 64 | <u>المطلب الثاني : دراسة استقرارية متغيرات الدراسة.....</u> |
| 64 | الفرع الأول : دراسة استقرارية سلاسل مؤشرات الأسهم..... |
| 68 | الفرع الثاني : دراسة استقرارية سلاسل أسعار الصرف مقابل الدولار الأمريكي..... |
| 72 | الفرع الثالث : دراسة استقرارية سلاسل أسعار الفائدة..... |
| 76 | الفرع الرابع : دراسة استقرارية سلاسل عرض النقود..... |
| 81 | <u>خلاصة الفصل.....</u> |
| 82 | <u>الفصل الثاني : مناقشة نتائج الدراسة التطبيقية.....</u> |
| 83 | تمهيد..... |
| 84 | <u>المبحث الأول : نتائج اختبارات العلاقة مابين مؤشرات الأسهم وبين أسعار الصرف ومحدداتها.....</u> |
| 84 | <u>المطلب الأول: نتائج دراسة الارتباط مابين مؤشرات الأسهم وبين أسعار الصرف ومحدداتها، واختبار</u> |
| | <u>السببية لغرانجر.....</u> |
| 84 | الفرع الأول : نتائج دراسة الارتباط مابين مؤشرات الأسهم وبين أسعار الصرف ومحدداتها..... |
| 85 | الفرع الثاني: اختبارات السببية لغرانجر مابين مؤشرات الأسهم وبين أسعار الصرف ومحدداتها..... |

- 87 المطلب الثاني: نتائج اختبار التكامل المتزامن بأسلوب جوهانسون مابين مؤشرات الأسهم وبين أسعار الصرف ومحدداتها، وتطبيق نموذج تصحيح الخطأ.....
- 87 الفرع الأول: نتائج اختبار التكامل المتزامن بأسلوب جوهانسون مابين مؤشرات الأسهم وبين أسعار الصرف ومحدداتها.....
- 89 الفرع الثاني: نتائج تقدير نموذج تصحيح الخطأ مابين مؤشرات الأسهم وبين أسعار الصرف ومحدداتها.....
- 90 المبحث الثاني : نتائج اختبارات العلاقة مابين مؤشرات الأسهم وبين كل من أسعار الصرف، أسعار الفائدة، عرض النقود.....
- 90 المطلب الأول: نتائج دراسة العلاقة مابين مؤشرات الأسهم وبين كل من أسعار الصرف، أسعار الفائدة، عرض النقود من خلال اختبار السببية لغرانجر
- 90 الفرع الأول: نتائج اختبار علاقة السببية مابين مؤشر أسهم الأردن وبين أسعار الصرف، أسعار الفائدة، عرض النقود حسب غرانجر.....
- 92 الفرع الثاني: نتائج اختبار علاقة السببية مابين مؤشر أسهم تونس وبين أسعار الصرف، أسعار الفائدة، عرض النقود حسب غرانجر.....
- 93 المطلب الثاني: نتائج اختبارات التكامل لمشارك مابين مؤشرات الأسهم وبين أسعار الصرف، أسعار الفائدة، عرض النقود بأسلوب جوهانسون، ونموذج تصحيح الخطأ.....
- 94 الفرع الأول: نتائج التكامل المتزامن مابين مؤشر أسهم الأردن وبين أسعار صرف الدينار الأردني، أسعار الفائدة، عرض النقود بأسلوب جوهانسون، ونموذج تصحيح الخطأ.....
- 98 الفرع الثاني: نتائج التكامل المتزامن مابين مؤشر أسهم تونس وبين أسعار صرف الدينار التونسي، أسعار الفائدة، عرض النقود بأسلوب جوهانسون ونموذج تصحيح الخطأ.....
- 101 المبحث الثالث : مناقشة النتائج.....
- 101 المطلب الأول : مناقشة نتائج دراسة علاقة مؤشرات الأسهم بأسعار صرف العملات ومحدداتها...
- 101 الفرع الأول :بالنسبة للأردن المطبقة لنظام سعر الصرف الثابت من خلال الربط بالدولار الأمريكي.....

| | |
|-----|--|
| 103 | الفرع الثاني: بالنسبة لتونس المطبقة لنظام سعر الصرف المرن من خلال التعويم المدار..... |
| 104 | <u>المطلب الثاني : مناقشة نتائج دراسة علاقة مؤشرات الأسهم بأسعار صرف العملات ،أسعار الفائدة وعرض النقود.....</u> |
| 104 | الفرع الأول : بالنسبة للأردن المطبقة لنظام سعر الصرف الثابت من خلال الربط بالدولار الأمريكي..... |
| 106 | الفرع الثاني: بالنسبة لتونس المطبقة لنظام سعر الصرف المرن من خلال التعويم المدار..... |
| 109 | خلاصة الفصل. |
| 111 | الخاتمة |
| 116 | قائمة المصادر والمراجع. |
| 124 | الملاحق. |
| 140 | الفهرس |

