دراسة قياسية لأثر تقلبات سعر الصرف على الأسواق المالية
- ماليزيا(2013- 2019) نموذجا-

A standard study of the impact of exchange rate fluctuations on financial markets
-Malaysia (2013 - 2019) model-

زهرة دريش [1،*]، علاء الدين قادري [2]، محمد الخطيب نمر [3]

[1،2] مخبر إدارة الابتكار والتسويق ،كلية العلوم الإقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة جيلالي اليابس- سيدي بلعباس (الجزائر)

[3]مخبر متطلبات تأهيل وتنمية الاقتصاديات النامية في ظل الانفتاح الاقتصادي ،كلية العلوم الإقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير،جامعة قاصدي مرباح -ورقلة (الجزائر)

تاريخ الاستلام: 2019/11/04 ؛ **تاريخ المراجعة :**2019/11/05 ؛ **تاريخ القبول:**2019/12/10

ملخص:تتناول الدراسة إشكالية تقلبات سعر الصرف ومدى أثرها على الأسواق المالية، وعليه قامت الدراسة على جملة من الأهداف، أهمها: معرفة أثر تقلبات سعر صرف الرينغيت الماليزي على المؤشر العام لأسعار كوالالمبور المدرجة في سوق الأوراق المالية لماليزيا. وقد تم الاستعانة بنموذجARDL لاختبار العلاقة بين سعر الصرف والمؤشر العام لأسعار في ماليزيا للفترة (2013-2019). و أفصحت نتائج التحليل عن وجود علاقة عكسية بين المتغيرات المذكورة، تتجه من سعر الصرف إلى مؤشر كوالالمبور ، وهذا ينسجم مع الجانب التحليلي للدراسة، وبالتالي إمكانية اعتبار مؤشر كوالالمبور كمؤشر عام حول اتجاه النشاط الاقتصادي المستقبلي. كما بينت نتائج الدراسة أن لتقلبات أسعار الصرف تأثير متباين و باتجاهات مختلفة على المؤشر للسوق المالي خلال المدى الطويل، وهذا يعني إمكانية استخدام سياسة سعر الصرف في التأثير على النشاط الاقتصادي من خلال التأثير في مؤشرات السوق المالية، وبالتالي توجيه سياسة سعر الصرف بالشكل الصحيح.

الكلمات المفتاحية: سعر الصرف، السوق المالي، مؤشر كوالالمبور ,ARDL.
تصنيف JEL: G12 ؛ G10 ؛ C01؛F3

Abstract: The study deals with the problem of exchange rate fluctuations and its impact on financialmarkets, the studywasbased on a number of objectives, the most important of whichis to know the impact of the exchange rate fluctuations of the Malaysian ringgit on the general index of Kuala Lumpur priceslisted on the stock market of Malaysia. The ARDL model wasused to test the relationshipbetween the exchange rate and the generalprice index in Malaysia for the period (2013-2019).The results of the analysisrevealedthatthereis an inverse relationshipbetween the variables mentioned, movingfrom the exchange rate to the Kuala Lumpur index on the one hand, and from the index to the exchange rate on the other hand, and thisis consistent with the analyticalside of the study, and thus the possibility of considering the Kuala Lumpur index as a generalindicator on the direction of future economicactivity The results of the studyalsoshowedthat exchange rate fluctuations have a differenteffect in different directions on the index for the financialmarket over the long term.
Keywords: exchange rate; Financial Market; Kuala Lumpur Index ;ARDL.
Jel Classification codes: C01;F31;G12 ; G10

* Corresponding author, e-mail: derriche.zahraa@gmail.com

- تمهيد :I

استحوذ موضوع أسعار صرف العملات اهتمام الأكاديميين والباحثين ومتخذي القرار على حد سواء، نتيجة لأهميته وعلاقته المباشرة بحركة رؤوس الأموال والمعاملات المالية مع العالم الخارجي، ومدى أثره على تنافسية الاقتصاد ككل.وإذا كانت الدول تهتم بأسعار الصرف لإعادة التوازن لموازين مدفوعاتها ودعم تنافسية الاقتصاد، فإن المؤسسات المالية والاقتصادية ذات العلاقة مع الخارج هي الأخرى تهتم بتطور أسعار الصرف وتتأثر بها.

إن تقلبات أسعار الصرف ينجم عنه عدة مخاطر تمثل عائقا بالنسبة للمؤسسات المالية. فعلى سبيل المثال تعاني ماليزيا من تقلبات أسعار صرف عملتها الوطنية الذي يؤثر حتما على المؤسسات والشركات المدرجة في السوق المالي الذي بات أحد أنشط الأسواق المالية في العالم.
وبناءا على ماسبق يمكن صياغة الإشكالية الآتية: ما هو أثر تقلبات سعر صرف الرينغيت الماليزي على المؤشر العام لأسعار الأسهم في سوق ماليزيا للأوراق المالية؟

تقوم فرضية الدراسة على وجود علاقة سلبية معنوية بين تغيرات سعر الصرف الرينغيت الماليزي و مؤشر أسعار الأسهم.
وتكتسب الدراسة أهميتها من كونها دراسة قياسية لأثر تقلبات سعر الصرف على السوق المالي الماليزي للفترة (2013- 2019)، و تبرز أهميتها في محاولة إيجاد علاقة بين تقلبات سعر صرف و مؤشر سوق ماليزيا للأوراق المالية،لمعرفة اتجاهها وتبيان ما إذا كان الاستقرار في سعر الصرف يؤدي إلى زيادة الثقة و التعامل في الأوراق المالية.

1.I- الدراسات السابقة:

هناك العديد من الدراسات التي بينت أثر تقلبات أسعار الصرف على مؤشرات العامة للأسواق المالية و من بينها:

- ✓ دراسة(Granger and al) بعنوان A Bivariatecausalitybetween stock prices and exchange rates

عالج الباحثون العلاقة بين أسواق الأسهم و أسواق الصرف في البلدان الأسيوية شملت العينة المدروسة (الفلبين,كوريا الجنوبية ,تايوان,ماليزيا,سنغافورا,هونكونغ ,تايلنديا,اندونيسيا و اليابان) ببيانات يومية و باستخدام طريقة جرانجر لمعرفة طبيعة العلاقة بين المتغيرين و نوعها .خلصت الدراسة الى وجود علاقة سببية ثنائية الاتجاه بين تقلبات أسعار الصرف و أسعار الأسهم في كل بلدان العينة باستثناء اندونيسيا و اليابان حيث انعدمت العلاقة تماما بين متغيرات الدراسة في هذه البلدان.

- ✓ دراسة(Nesrine and al) بعنوان: the impact of exchange rate volatilities on stocks marketsdynamics: evidencefromtunisia and turkey

تطرقت الدراسة الى معرفة أثر تطاير أسعار الصرف على التغيرات في أسعار الأسهم في البورصة , حيث شملت العينة المدروسة دولتين من دول MENAوهي تركيا و تونس باستخدام نموذج GARCH حيث توصلت الدراسة الى أن التطاير الحاصل في أسعار الصرف له تأثير ذو دلالة إحصائية على أسعار الأسهم في البورصة .

- ✓ دراسة (حيدر حسين الطعمة) بعنوان أثر تقلبات أسعار الصرف على سلوك أسواق الأسهم في الاقتصاد التركي

عالج الباحث في دراسته موضوع سعر الصرف و أثره على سلوك أسعار الأسهم في سوق اسطنبول للأوراق المالية خاصة و أن الفترة المدروسة شهد فيها سعر صرف الليرة التركية تقلبات حادة.اعتمد الباحث الأساليب الاحصائية الحديثة في قياس العلاقة الاقتصادية ,وذلك باستخدام منهجية جوهانسن للتكامل المشترك و سببية جرانجر لدراسة طبيعة و اتجاه العلاقة الديناميكية بين سوق الصرف و سوق الأسهم في الاقتصاد التركي للمدة من 2000-2012 حيث أفصحت نتائج التقدير الى وجود علاقة ذات دلالة احصائية بين سعر صرف الليرة التركية و مؤشر العام لأسعار الأسهم خلال مدة الدراسة .كما بين اختبار جرانجر الى أن العلاقة تتجه من سعر الصرف الى أسعار الأسهم .

- ✓ دراسة (المعموري و آخرون) بعنوان أثر تقلبات أسعار الصرف على المؤشر العام لأسعار الأسهم – دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية للمدة 2005-2011.

حاول الباحث من خلال بحثه معرفة أثر تقلبات سعر الصرف الدينار العراقي على المؤشر العام لأسعار أسهم الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية.تم الاستعانة بمنهجية (جوهانسن – جسيليس) للتكامل المشترك و متجه الانحدار الذاتي و سببية جرانجر لاختبار العلاقة بين سعر الصرف و المؤشر العام لأسعار الأسهم في العراق للفترة 2005-2011 .و أفصحت نتائج الدراسة عن وجود علاقة سببية ثنائية الاتجاه بين متغيرات الدراسة و بالتالي يمكن اعتبار مؤشر سوق الاسهم كمؤشر عام حول اتجاه النشاط الاقتصادي .

✓ دراسة(الطيب الهادي) بعنوان Measure of impact of exchange rate fluctuation in generalindicator of sharesprices in khartoum stock exchange

الهدف من هذه الدراسة هو قياس أثر تقلبات سعر الصرف على مؤشر أسعار الأسهم في سوق الخرطوم للأوراق المالية خلال الفترة 2004-2016 باستخدام نماذج الانحدار الذاتي المعممة المشروطة بعدم تجانس التباين GARCH

حيث انتهت الدراسة بوجود علاقة معنوية ذات دلالة إحصائية بين تقلبات سعر الصرف و مؤشر أسعار الأسهم في سوق الخرطوم للأوراق المالية. الى جانب أن لنماذج GARCH قدرة عالية في التنبؤ بتقلبات بسعر الصرف.

و توصي الدراسة بوضع إستراتيجية محددة لتحسين سعر الصرف.

2.I- الاطار النظري للدراسة:

1.2.I- ماهية سعر الصرف:

أ-تعريف سعر الصرف:

هو العملية التي يتم بمقتضاها استبدال العملة المحلية بالعملات الأجنبية ,و سعر الصرف هو السعر الذي يتم بموجبه استبدال العملة المحلية بالعملة الأجنبية, أي السعر الذي يتم بموجبه تحويل العملة المحلية الى العملة الأجنبية .و الحاجة للصرف الأجنبي تقتضي معاملات تتصل بالعالم الخارجي . (الحجار، 2003، صفحة 76)

يعرف سعر الصرف الأجنبي بأنه السعر الذي يتم من خلاله مبادلة عملة بأخرى ،نستنتج من هذاالتعريف أن تسوية المعاملات الدولية تقتضي وجود أداة للتسوية، فاقتناء سلعة معينة من دولة ما لا يتم دفعقيمتها بالعملة المحلية، بل يتطلب تحديد نسبة الوحدات بالعملة المحلية إلى العملات الأجنبية (دوحة، صفحة 3)

ب-أنظمة سعر الصرف :

✓ أسعار الصرف الثابتة: تقوم على أساس تثبيت العملات الوطنية الى قاعدة صرف محددة غالبا ما تكون الذهب أو عملة رئيسية قابلة للتحويل الى ذهب ,أو يتم تحديد قيم ثابتة للعملات الوطنية بحيث لا تنحرف أسعارها عن قاعدة التثبيت الرئيسية الا ضمن الحدود المسموح بها . ويتطلب نظام الصرف الثابت قابلية التحويل التامة بين العملات المختلفة لتسهيل تسوية المدفوعات المتعددة الأطراف و الغاء القيود المفروضة على التجارة و الصرف و المدفوعات الدولية بهدف تحقيق الاستقرار و النمو الاقتصادي و توسيع حجم التجارة الدولية.

✓ أسعار الصرف المرنة :تتحدد هنا أسعار الصرف بتفاعل قوى العرض و الطلب على العملات الوطنية في سوق الصرف الأجنبية بصورة حرة ,و في هذه الحالة يتحقق التوازن في ميزان المدفوعات من خلال الية التغير في سعر الصرف بدون أن يتطلب ذلك تدخلا معتمدا من قبل السلطات النقدية . (بلقاسم، نوفمبر 2011، صفحة 5)

ت-أشكال سعر الصرف :

✓ سعر الصرف الاسمي :هو سعر عملية أجنبية بدلالة وحدات عملية محلية ,و يؤدي التعامل بين عنصري العرض و الطلب في أسواق الصرف الأجنبي الى وضع أسعار صرف اسمية تم على أساسها تبادل العملات .وسعر الصرف الاسمي يسعر بطريقتين

-التسعير المباشر: هو سعر الصرف الذي يعبر عن العلاقة التالية عدد الوحدات النقدية الأجنبية الممكن الحصول عليها من خلال وحدة نقدية محلية

-التسعيرة الغير مباشرة :هو سعر الصرف الذي يعبر عن العلاقة التالية عدد الوحدات النقدية المحلية الواجب تقديمها للحصول على وحدة واحدة من العملة الأجنبية

سعر الصرف الحقيقي : هو سعر الصرف الذي يأخذ بعين الاعتبار الأسعار في البلدين ,فاذا كان المستوى العام للأسعار في بلد ما هو P)) و في البلد الأجنبي(k)و كان E هو سعر الصرف الاسمي ,فان سعر الصرف الحقيقي يعرف كالآتي∑= EK /P

حيث يعكس Eالأسعار الأجنبية بدلالة الأسعار المحلية .وعليه يعتبر المؤشر الذي يجمع بين كل تقلبات سعر الصرف الاسمي و تباين معدلات التضخم باعتباره أنه يأخذ التقلبات التي تطرأعلى الأسعار الأجنبية و ربطها بمستوى الأسعار المحلية ,وبالتالي يعكس القدرة على المنافسة و هو يفيد المتعاملين الاقتصاديين في اتخاذ قراراتهم . (بن ياني مراد، 2012، الصفحات 9,8)

I.2.2- السوق الماليزي للأوراق المالية:

قبل إعطاء نبذة عن السوق المالي الماليزي سوف نتعرف عن السوق المالي بمفهومه الضيق .السوق المالي هو تنظيم يجمع بين المقرضين و المقترضين (المستثمرين),بما يوفر الموارد المالية اللازمة للمنشئات للتوسع في المشاريع عند سعر معين,و يحقق للمقرضين و المساهمين فرصة الحصول على عائد (ربح أو فائدة) مقابل التنازل عن نقودهم. (البنا، 1996، صفحة 100)

و يمكن تعريفها أيضا : على أنها مكان التقاء بين عارضي رؤوس الأموال طويلة الأجل و الطالبين لها و ذلك بغية تعبئة و تسهيل تدفق الفوائض المالية نحو من لهم عجز مالي, من أجل المساهمة في التنمية الاقتصادية. (أحمد بوراس، 2006، صفحة 1).

السوق المالي الماليزي: أنشأ سوق رأس المال الماليزي سنة 1930 أين أسست نقابة سماسرة بورصة سنغافورا كنقابة منظمة للتعامل في الأوراق المالية ,و في 09 ماي 1960 تشكلت بورصة مشتركة بين سنغافورا و كوالالمبور,حيث أدخل نظام الغرف التجارية ,إذ يكون في كل واحدة منها نفس الأوراق المالية المدرجة ,ونفس الأسعار ,وذلك من خلال ربطهم بالخطوط الهاتفية (خط هاتفي مباشر),وفي سنة 1964 انفصلت سنغافورا عن ماليزيا رسميا و أسست بورصة مستقلة لها وفي سنة 1976 تم إنشاء بورصة لتداول الأسهم تحت اسم بورصة كوالالمبور للأوراق المالية (ضيف، 2016، صفحة 170)

تطور سوق الأوراق المالية في ماليزيا بعد عام 1993 بتأسيس هيئة الأوراق المالية الماليزية و بورصة كوالالمبور للأسهم Kuala Lumpur stock Exchangeو سوق المشتقات ,و سوق السندات ,بجانب تقديمkLSE CALL WARRANTSبعض المعاملات المالية الجديدة مثل شهادات الشراء و الأسهم الموجودة ليصبح هذا السوق مصدرا رئيسيا للتمويل .و شهادات الشراء من الأسهم الجديدة للمشروعات ذات رؤوس الأموال الكبيرة حيث كان يحصل عليها القطاعان العام و الخاص. (سلطان، 2015/2014، صفحة 162)

I.2.3-مفهوم مؤشرات الأسواق المالية و علاقتها بأسعار الصرف :

مؤشر السوق هو مقياسا شاملا لاتجاه السوق ,إذ يعكس الاتجاه العام لحركة أسعار الأسهم ,فمؤشر السوق يمثل إذا مستوى مرجعي للمستثمر في سوق الأوراق المالية ,أو مجموعة معينة من الأسهم.

كما يعتبر معيار يعكس حالة سوق رأس المال المستهدف فهو تقنية و أداة لقياس تطور الأسعار و حجم الأوراق المالية المتداولة في السوق الأوراق المالية لغرض معرفة أداء السوق بصفة عامة. (عبد القادر رملاوي، 2017)

العلاقة بين سعر الصرف و مؤشر الأسواق المالية :تعد تقلبات أسعار الصرف من المخاطر التي تواجه المؤسسات و الشركات العاملة في المجال الدولي و المدرجة في البورصة في نفس الوقت ,فهذه التقلبات تأثر بشكل مباشر على أسعار الأسهم نظرا للحساسية التي تتميز بها هذه الأسعار وعليه فالتغير في قيمة العملة سيؤثر حتما على أسعار الأسهم بصفة خاصة وعلى مؤشر السوق المالي بصفة عامة .

و هذا ما أكدته الأعمال التي قام بها شابيروSHAPIRO1975, لوفي 1994 LEVI ,و مارستون1998 MARSTON و آخرون (يعقوبي، 2012، صفحة 130),أن أسعار الصرف تؤثر على تنافسية الشركات و على أسعار أسهمها .

وبهذا فان ارتفاع قيمة العملة المحلية (في إطار نظام الصرف العائم)سيؤدي الى ارتفاع تكلفة الإنتاجومنه ارتفاع أسعار السلع المنتجة مما يؤدي الى انخفاض تنافسية هذه المنتجات في السوق و بالتالي انخفاض أسعار أسهم الشركات المدرجة مما ينجر عن هذا الانخفاض ارتفاع في أسعار الفائدة و كذا زيادة معدلات التضخم و بالتالي تغير اتجاه مؤشر السوق من الارتفاع الى الانخفاض .

و مما سبق يتضح وجود علاقة عكسية بين أسعار الصرف مؤشر الأسواق المالية .

II- الطريقة والأدوات :

II.1- منهج الدراسة:

تم استخدام المنهج الوصفي لوصف متغيرات الدراسة و تبيان العلاقة النظرية بين أسعار الصرف و مؤشر السوق المالي .أما لاختبار العلاقة الإحصائية تم استخدام المنهج القياسي باستعمال نموذجARDL(نموذج الانحدار الذاتي لفترات الإبطاء الموزعة)لأن نموذجARDLيعطي أفضل النتائج للمعلمات في المدى الطويل بالإضافة إلى أن هذه المنهجية تحدد العلاقة التكاملية للمتغير التابع و المتغيرات المستقلة في الأمدين الطويل و القصير في نفس المعادلة ,وبهاذ يعتبر نموذجARDLأكثر النماذج ملائمة مع حجم العينة المستخدمة في الدراسة و البالغة 78 مشاهدة و ذلك للإجابة عن إشكالية الدراسة و لاختبار مدى صحة الفرضيات المقدمة ,حيث استعان الباحث بالبرنامج الإحصائي(EVIEWS 9)لمعالجة البيانات من أجل تقدير نموذج الدراسة.

التعريف بنموذج الانحدار الذاتي لفترات الإبطاء الموزعة ARDL : تم تطوير منهجية ARDL من قبل كل من PESARAN and all , (2001) حيث يتميز هذا الاختبار عن بقية الاختبارات بأنه لا يتطلب تكامل السلاسل الزمنية من نفس الدرجة , فحسب Pesaran فان اختبار الحدود في إطار ARDL يمكن اعتماده في حالة كون السلاسل الزمنية مستقرة عند المستوى I(0) أو مستقرة عند الفرق الأول I (1) أو خليط بينهما ,و يبقى المانع الوحيد لهذا الاختبار هو أن لا تكون السلاسل الزمنية متكاملة من الدرجة الثانية I(2) .بالإضافة الى ذلك فان منهجية Pesaran لها عدة مميزات في حالة الدراسات ذات المشاهدات القليلة . و من مميزات هذا النموذج:

- قادر على التمييز بين المتغيرات التوضيحية والمتعددة.
- يساعد على التخلص من المشكلات المتعلقة بحذف المتغيرات و مشكلات الارتباط الذاتي
- يمكن تطبيقه في حالة ما إذا كان حجم العينة صغيرا
- يأخذ عدد كافي من فترات التخلف الزمني للحصول على أفضل مجموعة بيانات
- يطبق فيما إذا كانت المتغيرات مستقرة في قيمتها أي متكاملة من الرتبة I(0) أو متكاملة من الرتبة,I(1) أو من الرتبة نفسها
- يمكن هذا النموذج من فصل تأثيرات الأجل الطويل عن الأجل القصير حيث نستطيع من خلال هذه المنهجية تحديد العلاقة التكاملية للمتغير التابع و المتغيرات المستقلة في المدى القصير و الطويل في نفس المعادلة (غيدة فوزية، 2018، صفحة 12)

2.II-التعريف بمتغيرات الدراسة:

لتفسير تأثير تقلبات سعر الصرف الرينغيت الماليزي على مؤشر بورصة ماليزيا و ذلك خلال الفترة الممتدة من 2013 إلى 2019 تم الاعتماد في النموذج على المتغيرات التالية:

- **سعر الصرف**:سعر صرف الرينغيت الماليزي مقابل الدولار الأمريكي . متغير مستقل و يرمز له ب(EX)
- **المؤشر** : تم الاعتماد في الدراسة على مؤشر كوالالمبور KLSE INDEX وهو أهم مؤشر في بورصة ماليزيا و يشتمل على 30 أكبر شركة بالسوق . متغير تابع و يرمز له ب(Index)
- **أسعار الفائدة**:هو ذلك العائد على رأس مال المستثمر يتحدد بناء على العرض و الطلب.و هي تؤثر على حركة السوق من خلال ارتفاع الطلب على الأسهم و عليه ارتفاع أسعار الفائدة في البورصة مما يؤدي الى تغير اتجاه حركة السوق من خلال الارتفاع في نسبة المؤشر . متغير مستقل ويمز له ب(i)
- **معدل التضخم** :هو متوسط المستوى العام للأسعار و له تأثير مباشر على القدرة الشرائية للأفراد وعليه ينعكس على سلوك المستثمرين في البورصة . متغير مستقل يرمز له ب(inf)

مصادر المتغيرات :غطت بيانات الدراسة الفترة الممتدة من شهر جانفي 2013 الى جوان2019 (بيانات شهرية).أما بالنسبة لمصادر البيانات فتم اعتماد البيانات الصادرة من الموقع الرسمي ل صندوق النقد الدولي لكل من متغير سعر الصرف ,سعر الفائدة و أسعار التضخم أما بالنسبة لأسعار المؤشر فتم استخراجها من موقع منصة الأسواق المالية Investing.com *

III- النتائج ومناقشتها :

1.III- تحليل تطور متغيرات الدراسة :

سعر صرف الرينغيت الماليزي : نلاحظ من خلال الشكل رقم 01 (الملحق) تذبذب مستمر لسعر صرف الرينغيت الماليزي مقابل الدولار الأمريكي طول فترة الدراسة,ففي سنة 2013 شهد سعر الصرف استقرارا نسبيا لينخفض في سنة 2014 بنسبة 7% و يستقر حتى أفريل 2016 ليرتفع بنسبة 5.5% بسبب الانخفاضات الحادة التي شهدها الدولار الأمريكي آنذاك .ثم عاود لانخفاض لاكن انخفاضا طفيفا و استقر ثم ارتفع مع بداية عام 2019.

المؤشر : نلاحظ من خلال الشكل رقم 01 (الملحق) تذبذبات متواصلة خلال فترة الدراسة لمؤشر كوالالمبور حيث منذ جانفي2013 ارتفع وواصل الارتفاع حتى بداية عام 2016 انخفض ثم استمر في التذبذب بنسب منخفضة ليعاود الارتفاع بداية من جانفي 2018 و ذلك راجع إلى نشاط السوق في هذه الفترة التي تزامنت مع تداول الصكوك الإسلامية,شهد هذا الارتفاع استقرارا طوال السنة لينخفض مع بداية عام 2019.

و مما سبق يتضح و جود علاقة عكسية مبدئية بين سعر صرف الرينغيت الماليزي و مؤشر كوالالمبور.

معدل التضخم:نلاحظ من خلال الشكل رقم02 (الملحق) أن معدل التضخم في تزايد مستمر طول فترة الدراسة .حيث شهد ارتفاعا حادا في جويلية 2014 و هذا راجع لانخفاض سعر صرف الرينغيت الماليزي مقابل الدولار كما هو موضح في الشكل رقم 01 . ثم رجع الى مستوياته خلال نفس السنة و استمر في الارتفاع خاصة سنة 2017 كان الارتفاع متنامي و ذلك بسبب زيادة الكتلة النقدية كل هذا منجر عن الأحوال الاقتصادية العالمية التي شهدتها سنة 2017 حيث شهد الاقتصاد العالمي تحسنا واضحا في الأداء و النمو بنسبة 3.7 % و يعتبر أعلى معدل نمو مسجل في الاقتصاد العالمي في أعقاب الأزمة المالية العالمية مما عزز استمرار النمو في دول أسيا الناشئة منها ماليزيا.

أسعار الفائدة :من خلال الشكل رقم 03 (الملحق) نلاحظ أن سعر الفائدة على الأوراق المالية خلال فترة الدراسة ثابت نوعا ما حيث يتراوح ما بين 3% و 3.25%. يمكن أن نفسر هذا الثباتبعزوف المستثمر في السوق المالي الماليزي بتعامله بمعدلات الفائدة و تفضيله التعامل بالصيغ المالية الإسلامية التي أصبح يعرف بها هاذا السوق.

2.III-اختبار جذر الوحدة:

تعتبر الخطوة الأولى في منهجية ARDLو هي اختبار لمدى استقرار السلاسل الزمنية . و كذلك معرفة خصائص السلاسل الزمنية محل الدراسة من حيث درجة تكاملها.بعبارة أخرى يهدف اختبار جذر الوحدة الى فحص خواص السلسلة الزمنية لكل متغير خلال مدة الدراسة و التأكد من مدى استقراريتها ,و تحديد رتبة تكامل كل متغير لتفادي الانحدار الزائف أو المضللSpuriousRegressio.

يوضح الجدول رقم01و 02(الملحق) اختبار استقرارية السلاسل الزمنية باستخدام اختبارDickey-fullerالموسع و اختبار فيليب بيرون PPحيث تم الحكم على استقرارية المتغيرات من خلال مقارنة t الجدولية مع t المحسوبة عند مستوى الدلالة 5% أجمل نتائج الاختبارين أن كل متغيرات الدراسة مستقرة عند الفرق الأول I(1) و عند مستوى المعنوية (5%) أي تحتوي على جذر الوحدة و تصبح مستقرة عند أخذ الفرق الأول , و لا وجود لمتغيرات مستقرة عند الفرق الثاني I(2) و عليه يمكن تطبيق منهجية التكامل المشترك باستخدام نموذجARDL.

3.III-تقدير نموذج الانحدار الذاتي لفترات الإبطاء الموزعة:

أ- اختبار فترات الإبطاء:

من خلال هذا الاختبار يتم تحديد فترات الإبطاء الزمني المثلى للمتغيرات باستخدام معيار, Akaikeفمن خلال الشكل رقم04 (الملحق) فان النموذج المناسب هو(ARDL3,0,3,2)وهذا يعني أن للمتغير التابع 3 فترات ابطاء مثل متغير سعر الفائدة ,أما متغير سعر الصرف فليس له فترة أما متغيرالتضخم له درجتين من التأخير .ومنه يمكن صياغة نموذج الدراسة وفق الصيغة التالية:

$$\Delta index_t = C + \sum_{c=1}^{3} B_{1i}\,\Delta\, index_{t-1} + \sum_{c=1}^{0} B_{2i}\,\Delta\, ex + \sum_{c=1}^{3} B_{3i}\Delta i_{t-1} + + \sum_{c=1}^{3} B_{4i}\,\Delta Inf_{t-1+}$$
$$\propto_1 index_{t-1} + \propto_2 ex_{t-1} + \propto_3 i_{t-1} + \propto_4 inf_{t-1} + \varepsilon t$$

Δ :الفروق من الدرجة الأولى

c:الحد الثابت

t :اتجاه الزمن

:حد الخطأ العشوائي

(B1,B2,B3,B4):معاملات العلاقة قصيرة الأجل

($\propto$1,$\propto$2,$\propto$3,$\propto$4):معاملات العلاقة طويلة الأجل

ب-اختبار التكامل المشترك:

من خلال المعادلة السابقة سوف نجري اختبار Wald testللتحقق من قيمة المعلمات حيث اختبار التكامل المشترك يهدف إلى اختبار العلاقة التوازنية طويلة الأجل بين متغيرات الدراسة و لإجراء هذا الاختبار تم صياغة الفرضيات التالية:

فرضية العدم ←$H_0: \propto = \propto_1 = \propto_2 = \propto_3 = 0$لا يوجد علاقة طويلة الأجل

الفرضية البديلة←$H_0: \propto \neq \propto_1 \neq \propto_2 \neq \propto_3 \neq 0$وجود علاقة طويلة الأجل

نستنتج من خلال الجدول رقم03 (الملحق) أن القيمة المحسوبة F=4.58 هي أكبر من قيم اختبار Bound test أي القيم الجدولية العليا و الدنيا (3.67 و 3.2)عند مستوى الدلالة 5 10% و %مما يدل على وجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين المتغيرات المستقلة و المتغير التابع و عليه يتم قبول الفرضية البديلة التي تشير إلى وجود علاقة طويلة الأجل بين المتغيرات.

✓ تقدير العلاقة في الأجل الطويل:

بعد التأكد منوجود علاقة توازنية طويلة الأجل بين المتغير التابع و المتغيرات المستقلة يتم تقدير معلمات الأجل الطويل و هي موضحة في الجدول رقم 04.و نلاحظ من خلال نتائج التقدير أن معامل التحديد يساوي 82% أي أن المتغيرات المستقلة تأثر بنسبة 82 %في قيمة المؤشر و الباقي 18%يدخل ضمن هامش الخطأ .مما يدل على أن النموذج له قدرة تفسيرية قوية ,بالإضافةإلى أن قيمة فيشر المحسوبة 26.17% أكبر من القيمة المجدولة و قيمة الاحتمال 0.0000 أي أن النموذج كله له دلالة معنوية .وهذا يعني أن المتغيرات المستقلة قادرة على تفسير التغيرات التي تطرأ على المتغير التابع.

و من الجدول رقم 05نلاحظ أن إشارة كل المتغيرات المستقلة سالبة مما يدل على وجود علاقة عكسية بين المتغيرات المستقلة و مؤشر السوق المالي ,بالنسبة لسعر الصرف هذا متوافق مع النظرية الاقتصادية أما بالنسبة لمغير سعر الفائدة فقد أتبث العكس.

✓ تقدير العلاقة في الأجل القصير:

من خلال الجدول رقم06 نلاحظ أن متغير سعر الفائدة هو الوحيد الذي له دلالة معنوية مما يدل على تأثيره في قيمة المؤشر في المدى القصير هذا ما أثبتته الدراسة النظرية لأن ارتفاع أسعار الفائدة على الأسهم سيحفز المتعاملين في البورصة على الاستثمار في هذه الأوراق المالية ذات العائد المرتفع مما يؤدي الى التغير في اتجاه السوق من خلال الارتفاع في قيمة المؤشر ,أما متغير سعر الصرف و التضخم فليسو معنويين مما يدل على عدم وجود علاقة قصيرة الأجل بين هذه المتغيرات و قيمة المؤشر.

ج-اختبار جودة النموذج:

✓ اختبارARCH:الغرض من هذا الاختبار هو الكشف عن مشكلة الارتباط التسلسلي للبواقي, و من الجدول رقم 07 (أنظر الملحق) نلاحظ أن قيمةProb chi-squareأكبر من 5% أي 0.05 < 0.799 وبالتالي قبول فرضية العدم التي تنصب عدم وجود ارتباط ذاتي بين البواقي.

✓ اختبارBreusch-Godfrey :الغرض من هذا الاختبار هو الكشف عن مشكلة عدم ثبات التباين , ومن الجدول رقم 08 (أنظر الملحق) نلاحظ أن قيمة Pro chi-squareأكبر من 5 % أي 0.05<0.92 وهذا ما تأكده فرضية العدم عدم وجود مشكلة عدم ثبات تباين الأخطاء .

د- اختبار الاستقرار الهيكلي للنموذج :

يكمن الغرض من هذا الاختبار هو التحقق من خلو البيانات المستخدمة في الدراسة من وجود أي تغيرات هيكلية عبر الزمن و لمعرفة ذلك يتم استخدام الاختبارين الموضحين في الشكل رقم 04 (أنظر الملحق) اختبار المجموع التراكمي للبواقي Cusumواختبار المجموع التراكمي لمربعات البواقيCusum of square و من خلال الشكل يتضح لنا أن المعاملات المقدرة بصيغة Uecm لنموذج ARDL بالشكلين تقع داخل الحدود الحرجة عند مستوى المعنوية 5 % و بالتالي وجود انسجام في النموذج بين نتائج الأجل الطويل و نتائج الأجل القصير و عليه لا يوجد أي تغير هيكلي في بيانات النموذج خلال فترة الدراسة.

IV- الخلاصة:

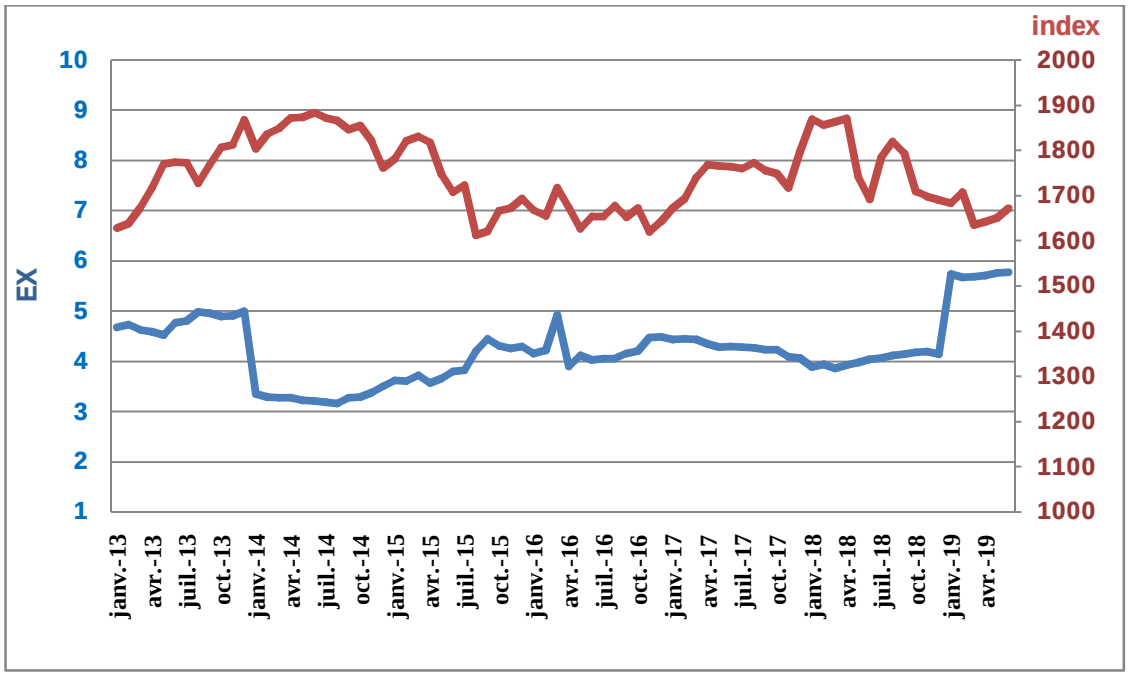
تضمنت الدراسة توضيح أثر تغيرات سعر صرف الرينغيت الماليزي على مؤشر كوالالمبور للأوراق المالية للفترة (2013–2019)، حيث تبين أن هناك علاقة عكسية ذات دلالة معنوية بين سعر صرف الرينغيت و مؤشر كوالالمبور في المدى الطويل، وهذا يتوافق مع توقعات الدراسة النظرية و الدراسات السابقة، لكن تبين أنه لا يوجد علاقة بين سعر صرف الرينغيت و مؤشر كوالالمبور في الأمد القصير خلال فترة الدراسة.

و مما سبق نستنتج ما يلي:

- تغيرات الدراسة لها دلالة إحصائية بالإضافة الى الثابت.
- أظهرت نتائج اختبار الاستقرارية من خلال اختبار ADFو PPأن السلاسل الزمنية مستقرة عند الفرق الأول بمستوى معنوية 5%
- يوجد أثر ذو دلالة إحصائية بين سعر صرف الرينغيت و مؤشر كوالالومبر خلال فترة الدراسة.
- بينت نتائج اختبار الحدودBOUND TEST أن لهذا النموذج علاقة توازنية طويلة الأجل، وبالتالي وجود علاقة تكامل مشترك بين متغيرات الدراسة.
- بينت نتائج تقدير نموذجARDLأن معامل التحديد يساوي82% مما يدل على أن للنموذج قدرة تفسيرية قوية.
- بينت نتائج اختبار المدى الطويل أن هناك علاقة سالبة (عكسية) بين سعر الصرف و المؤشر.
- بينت نتائج اختبار المدى القصير أنه لا يوجد علاقة بين سعر الصرف و المؤشر.

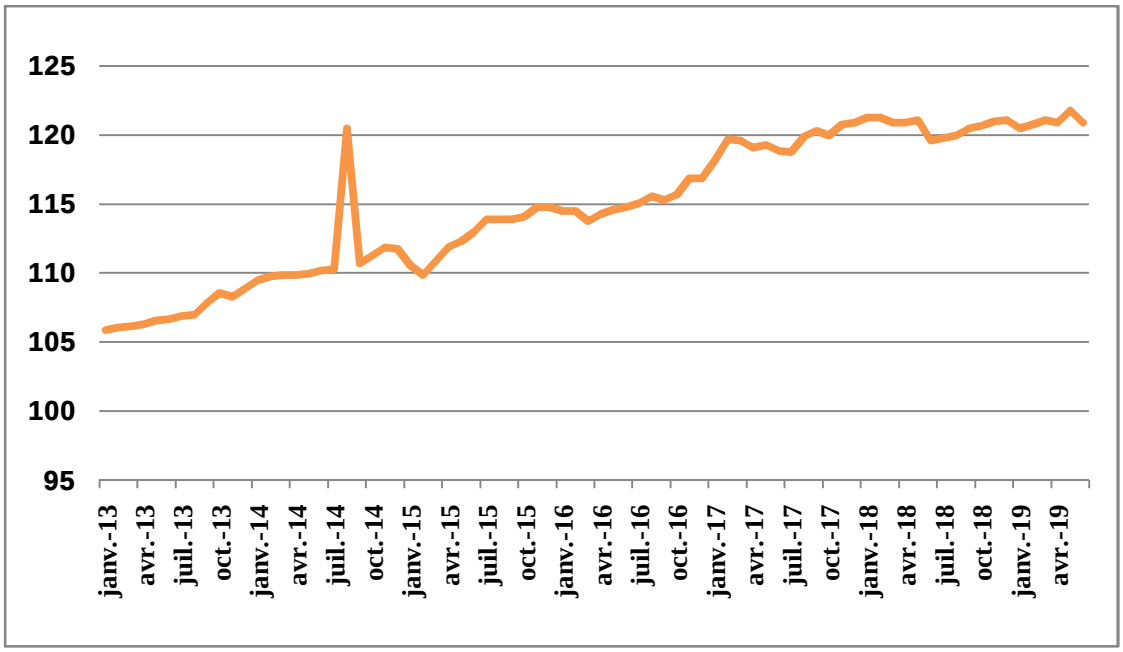
- ملاحق:

الشكل رقم 1: تطور سعر صرف الرينغيت الماليزي و مؤشر كوالالمبور



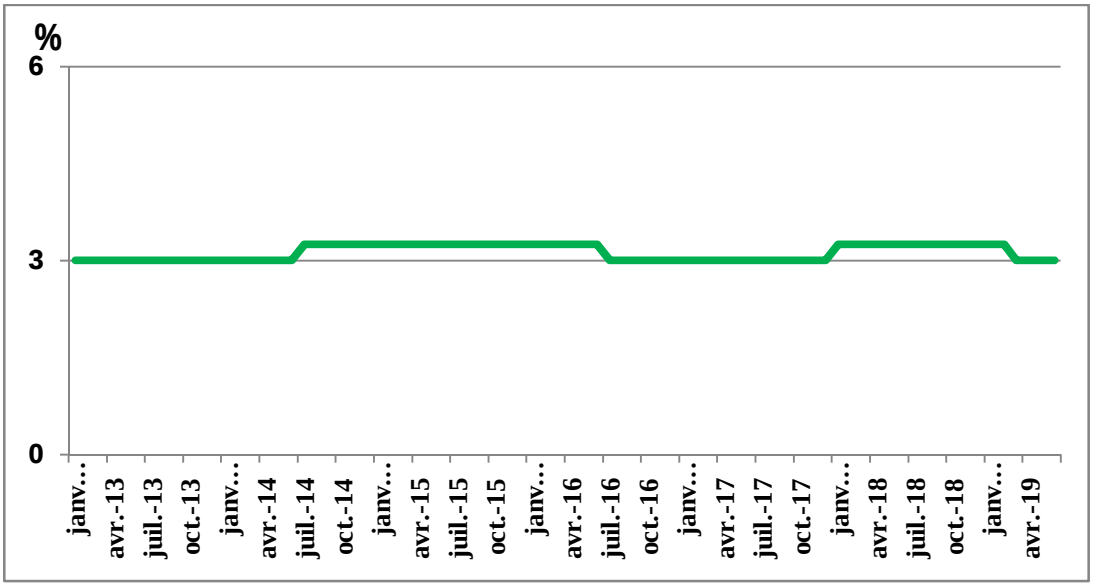
المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على بيانات صندوق النقد الدوليو موقع investing.com

الشكل رقم 2: تطور معدل التضخم لماليزيا



المصدر:من إعداد الباحثين بالاعتماد على بيانات صندوق النقد الدولي

الشكل رقم 3: تطور معدلات الفائدة بماليزيا



المصدر:من إعداد الباحثين بالاعتماد على بيانات صندوق النقد الدولي

الجدول رقم 1:نتائج اختبار ADF

Withouat constant and trend		With constant and trend		With constant		المتغيرات	
At first deff	At level	At first deff	At level	At first deff	At level		
-8,19	0,017	-8,16	-2,76	-8,13	- 2,44	T stat	**index**
0,0000	0,685	0,000	0,216	0,0000	0,133	Prob	
-9,964	0,166	-10,127	-1,996	-9,919	-1,564	T stat	**Ex**
0,0000	0,731	0,0000	0,593	0,0000	0,495	Prob	
-8,660	-0,0794	-8,629	-1,868	-8,602	-2,027	T stat	**I**
0,0000	0,653	0,0000	0,000	0,0000	0,2748	Prob	
-9,318	2,109	-9,790	-5,718	-9,794	-1,342	T stat	**Inf**
0,0000	0,991	0,0000	0,000	0,0000	0,605	prob	

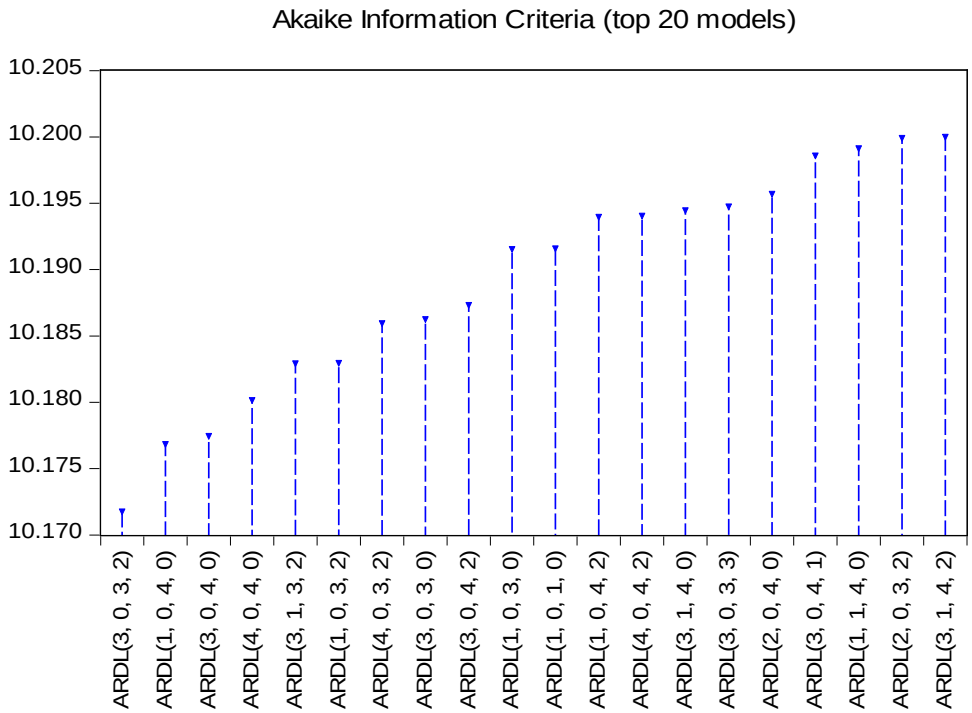
المصدر:من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامجEVIEWS 9

الجدول رقم 2: نتائج اختبارPP

Withouat constant and trend		With constant and trend		With constant		المتغيرات	
At first deff	At level	At first deff	At level	At first deff	At level		
-8,241	0,05	-8,219	-2,749	-8,174	-2,50	T stat	**index**
0,0000	0,69	0,0000	0,22	0,0000	0,11	Prob	
-9,954	0,166	-10,127	-1,886	-9,911	-1,562	T stat	**Ex**
0,0000	0,731	0,0000	0,652	0,0000	0,496	Prob	
-8,660	-0,079	-8,629	-1,951	-8,602	-2,112	T stat	**I**
0,0000	0,653	0,0000	0,618	0,0000	0,240	Prob	
-8,241	0,050	-8,219	-2,749	-8,174	-2,505	T stat	**Inf**
0,0000	0,696	0,0000	0,220	0,0000	0,118	prob	

المصدر:من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج EVIEWS 9

الشكل رقم4: اختبار فترات الإبطاء الملائمة للنموذج



المصدر: مخرجات برنامج EVIEWS 9

الجدول رقم 3:اختبار BOUND TEST

ARDL Bounds Test
Date: 10/10/19 Time: 02:17
Sample: 2013M04 2019M06
Included observations: 75
Null Hypothesis: No long-run relationships exist

Test Statistic	Value	k
F-statistic	4.586078148879461	3

Critical Value Bounds

Significance	I0 Bound	I1 Bound
10%	2.37	3.2
5%	2.79	3.67
2.5%	3.15	4.08
1%	3.65	4.66

المصدر: مخرجات برنامج EVIEWS 9

الجدول رقم 4:اختبار التكامل المشترك ARDL

Dependent Variable: INDEX
Method: ARDL
Date: 10/10/19 Time: 02:18
Sample (adjusted): 2013M04 2019M06
Included observations: 75 after adjustments
Maximum dependent lags: 4 (Automatic selection)
Model selection method: Akaike info criterion (AIC)
Dynamic regressors (4 lags, automatic): EX INTEREST_RATE INFLATION
Fixed regressors: C
Number of models evalulated: 500
Selected Model: ARDL(3, 0, 3, 2)
Note: final equation sample is larger than selection sample

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.*
INDEX(-1)	0.842320	0.118794	7.090606	0.0000
INDEX(-2)	-0.288427	0.152682	-1.889070	0.0635
INDEX(-3)	0.214222	0.113497	1.887475	0.0637
EX	-0.961996	8.845578	-0.108754	0.9137
INTEREST_RATE	140.5173	78.50719	1.789865	0.0783
INTEREST_RATE(-1)	-141.4192	107.9616	-1.309902	0.1950
INTEREST_RATE(-2)	111.0300	120.4688	0.921649	0.3602
INTEREST_RATE(-3)	-234.9553	89.00077	-2.639924	0.0104
INFLATION	-1.644406	3.155717	-0.521088	0.6041
INFLATION(-1)	-5.109276	3.227541	-1.583024	0.1184
INFLATION(-2)	5.864556	2.936379	1.997207	0.0501
C	903.5520	230.6286	3.917780	0.0002

R-squared	0.820463	Mean dependent var	1747.831
Adjusted R-squared	0.789115	S.D. dependent var	78.53723
S.E. of regression	36.06605	Akaike info criterion	10.15423
Sum squared resid	81947.88	Schwarz criterion	10.52503
Log likelihood	-368.7835	Hannan-Quinn criter.	10.30228
F-statistic	26.17290	Durbin-Watson stat	2.158425
Prob(F-statistic)	0.000000		

المصدر: مخرجات برنامج EVIEWS 9

الجدول رقم 5:اختبار العلاقة طويلة الأجل

Long Run Coefficients

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
EX	-4.148586	37.428838	-0.110839	0.9121
INTEREST_RATE	-538.314363	246.059235	-2.187743	0.0324
INFLATION	-3.834334	4.176139	-0.918153	0.3620
C	3896.546430	876.963130	4.443227	0.0000

المصدر: مخرجات برنامج EVIEWS

الجدول رقم 6:اختبار العلاقة قصيرة الأجل

Cointegrating Form

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(INDEX(-1))	0.098588	0.105135	0.937725	0.3520
D(INDEX(-2))	-0.216350	0.101877	-2.123638	0.0376
D(EX)	11.433163	13.263679	0.861990	0.3920
D(INTEREST_RATE)	142.578771	70.194433	2.031198	0.0465
D(INTEREST_RATE(-1))	117.850269	86.072969	1.369190	0.1758
D(INTEREST_RATE(-2))	241.907187	85.997522	2.812955	0.0065
D(INFLATION)	-1.309421	2.997206	-0.436881	0.6637
D(INFLATION(-1))	-5.891997	2.778905	-2.120258	0.0379
CointEq(-1)	-0.232167	0.047664	-4.870945	0.0000

Cointeq = INDEX - (-4.1486*EX -538.3144*INTEREST_RATE -3.8343 *INFLATION + 3896.5464)

المصدر:مخرجات برنامج EVIEWS

الجدول رقم 7:اختبارARCH

Heteroskedasticity Test: ARCH

F-statistic	0.063167	Prob. F(1,72)	0.8023
Obs*R-squared	0.064865	Prob. Chi-Square(1)	0.7990

المصدر:مخرجات برنامجEVIEWS 9

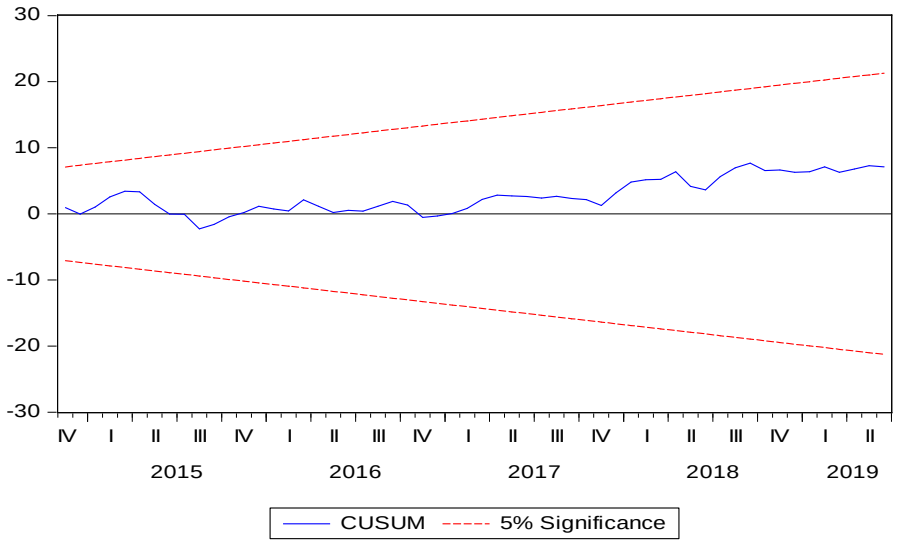
الجدول رقم 8:اختبارBREUSH-GODFREY

Heteroskedasticity Test: Breusch-Pagan-Godfrey

F-statistic	0.388138	Prob. F(11,63)	0.9560
Obs*R-squared	4.760163	Prob. Chi-Square(11)	0.9422
Scaled explained SS	5.139927	Prob. Chi-Square(11)	0.9242

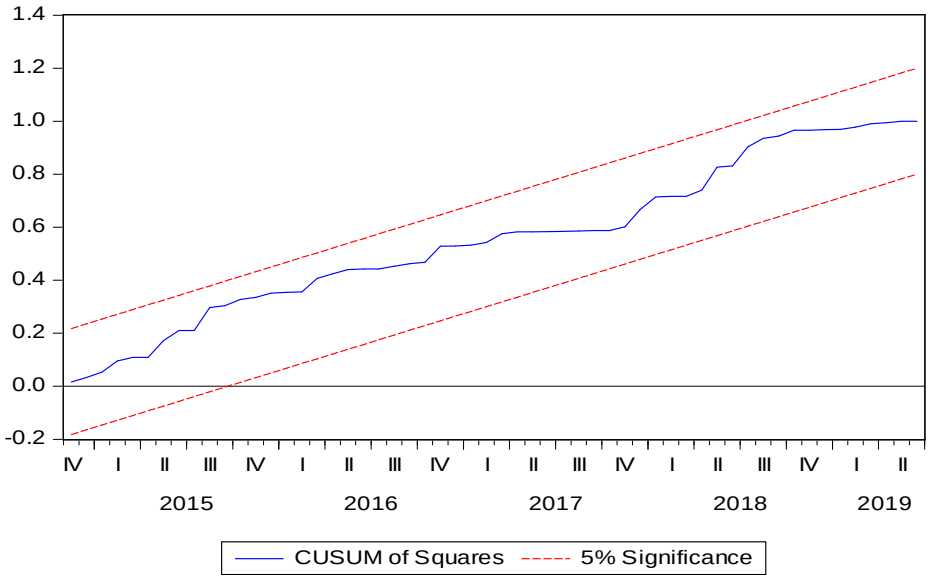
المصدر: مخرجات برنامجEVIEWS 9

الشكل رقم 5: اختبار المجموع التراكمي للبواقيCUSUM



المصدر: مخرجات برنامجEVIEWS 9

الشكل رقم 6: اختبار المجموع التراكمي لمربعات للبواقي CUSUM of SQUARE



المصدر: مخرجات برنامجEVIEWS 9

- الإحالات والمراجع :

السعيد بريكة أحمد بوراس. (21,22 نوفمبر , 2006). كفاءة الأسواق العربية و تمويل الاقتصاد. سياسات التمويل و أثرها علىالاقتصاديات و المؤسسات ، صفحة 1.

بسام الحجار. (2003). العلاقات الاقتصادية الدولية . المؤسسة الجامعية للدراسات و النشر .

بن ياني مراد. (2012). سعر الصرف و دوره في جلب الاستثمار الأجنبي المباشر-دراسة قياسية حالة الجزائر -. تلمسان - الجزائر: كلية العلوم الاقتصادية ,التجارية و علوم التسيير.

سلمى دوحة. (2015). أثر تقلبات سعر الصرف على الميزان التجاري و سبل علاجها -دراسة حالة الجزائر-. بسكرة - الجزائر.

عباس بلقاسم. (نوفمبر 2011). سياسات أسعار الصرف. الكويت : سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الأقطار العربية.

فلة غيدة غيدة فوزية. (2018). أثر الاستثمالر في التعليم على النمو الاقتصادي في الجزائر -دراسة قياسية باستخدام نموذج ARDL-. مجلة نماء للاقتصاد و التجارة ، 12.

فيصل بشرول عبد القادر رملاوي. (2017). مؤشرات الأسواق المالية كوسيلة للوقاية من الأزمات. اقتصاديات الأعمال و التجارة ، 120.

محمد البنا. (1996). أسواق النقد و المال ,الأسس النظرية و العملية . مصر : زهراء الشرق.

محمد عدنان بن ضيف. (2016). العلاقات التكاملية بين المؤسسات المالية الاسلامية واثارها التنموية. بسكرة ,الجزائر: دار النفائس.

محمد يعقوبي. (2012). تأثير تغيرات أسعار صرف العملات على مؤشرات أسعار الأسهم في الأسواق المالية العربية . شلف, الجزائر : جامعة حسيبة بن بوعلي .

مونية سلطان. (2015/2014). كفائة الأسواق المالية الناشئة و دورها في الاقتصاد الوطني دراسة حالة بورصة ماليزيا . أطروحة دكتوراه : جامعة محمد خيضر بسكرة .

كيفية الإستشهاد بهذا المقال حسب أسلوب APA :

زهرة دريش ، علاء الدين قادري ،محمد الخطيب نمر (2019)، **دراسة قياسية لأثر تقلبات سعر الصرف على الأسواق المالية** ، المجلة الجزائرية للتنمية الاقتصادية، المجلد 6 (العدد 2)،، الجزائر: جامعة قاصدي مرباح ورقلة، ص.ص 233-248.

يتم الاحتفاظ بحقوق التأليف والنشر لجميع الأوراق المنشورة في هذه المجلة من قبل المؤلفين المعنيين وفقا لـــ **رخصة المشاع الإبداعي نَسب المُصنَّف - غير تجاري - منع الاشتقاق 4.0 دولي (**CC BY-NC 4.0**)**.

المجلة الجزائرية للتنمية الاقتصادية مرخصة بموجب **رخصة المشاع الإبداعي نَسب المُصنَّف - غير تجاري - منع الاشتقاق 4.0 دولي (**CC BY-NC 4.0**)**.

The copyrights of all papers published in this journal are retained by the respective authors as per the **Creative Commons Attribution License**.
Algerian Review of Economic Development is licensed under a **Creative Commons Attribution-Non Commercial license** (CC BY-NC 4.0).