

دراسة قياسية لأثر تقلبات سعر الصرف على الأسواق المالية

- ماليزيا (2013 - 2019) نموذجاً -

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

زهرة دريش^{1*}، علاء الدين قادري²، محمد الخطيب نمر³

^{1,2} محبر إدارة الابتكار والتسويق، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة جيلالي اليابس - سيدي بلعباس (الجزائر)

³ محبر متطلبات تأهيل وتنمية الاقتصاديات النامية في ظل الانفتاح الاقتصادي العالمي، كلية العلوم الاقتصادية 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 بنموذج ARDL 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 financial markets, the study was based on a number of objectives, the most important of which is to know the impact of the exchange rate fluctuations of the Malaysian ringgit on the general index of Kuala Lumpur prices listed on the stock market of Malaysia. The ARDL model was used to test the relationship between the exchange rate and the general price index in Malaysia for the period (2013-2019). The results of the analysis revealed that there is an inverse relationship between the variables mentioned, moving from 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 this is consistent with the analytical side of the study, and thus the possibility of considering the Kuala Lumpur index as a general indicator on the direction of future economic activity. The results of the study also showed that exchange rate fluctuations have a different effect in different directions on the index for the financial market 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

I - تمهيد

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 لموازن مدفوعاتها ودعم تنافسية الاقتصاد، فإن المؤسسات المالية والاقتصادية ذات العلاقة مع الخارج هي الأخرى تهتم بتطور أسعار الصرف وتأثر بها.

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

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

1.I- الدراسات السابقة:

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

✓ دراسة (Granger and al) بعنوان A Bivariate causality between stock prices and exchange rates

عالج الباحثون العلاقة بين أسواق الأسهم وأسواق الصرف في البلدان الآسيوية شملت العينة المدروسة (الفلبين، كوريا الجنوبية، تايوان، ماليزيا، سنغافورا، هونكونغ، تايلندا، اندونيسيا واليابان) ببيانات يومية وباستخدام طريقة جرانجر لمعرفة طبيعة العلاقة بين المتغيرين ونوعها. خلصت الدراسة إلى وجود علاقة سببية ثنائية الاتجاه بين تقلبات أسعار الصرف وأسعار الأسهم في كل بلدان العينة باستثناء اندونيسيا واليابان حيث انعدمت العلاقة تماماً بين متغيرات الدراسة في هذه البلدان.

✓ دراسة (Nesrine and al) بعنوان the impact of exchange rate volatilities on stocks markets dynamics: evidence from tunisia and turkey

تطرقت الدراسة إلى معرفة أثر تطاير أسعار الصرف على التغيرات في أسعار الأسهم في البورصة، حيث شملت العينة المدروسة دولتين من دول MENA وهي تركيا وتونس باستخدام نموذج GARCH حيث توصلت الدراسة إلى أن التطاير الحاصل في أسعار الصرف له تأثير ذو دلالة إحصائية على أسعار الأسهم في البورصة.

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

عالج الباحث في دراسته موضوع سعر الصرف وأثره على سلوك أسعار الأسهم في سوق اسطنبول للأوراق المالية خاصة وأن الفترة المدروسة شهد فيها سعر صرف الليرة التركية تقلبات حادة. اعتمد الباحث الأساليب الإحصائية الحديثة في قياس العلاقة الاقتصادية، وذلك باستخدام منهجية جوهانسن للتكامل المشترك وسببية جرانجر لدراسة طبيعة واتجاه العلاقة الديناميكية بين سوق الصرف وسوق الأسهم في الاقتصاد التركي للمدة من 2000-2012 حيث أفصحت نتائج التقدير إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين سعر صرف الليرة التركية ومؤشر العام لأسعار الأسهم خلال مدة الدراسة. كما بين اختبار جرانجر إلى أن العلاقة تتجه من سعر الصرف إلى أسعار الأسهم.

✓ دراسة (المعموري وآخرون) 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 ومتجه الانحدار الذاتي وسببية جرانجر لاختبار العلاقة بين سعر الصرف والمؤشر العام لأسعار الأسهم في العراق للفترة 2005-2011. وأفصحت نتائج الدراسة عن وجود علاقة سببية ثنائية الاتجاه بين متغيرات الدراسة وبالتالي يمكن اعتبار مؤشر سوق الاسهم كمؤشر عام حول اتجاه النشاط الاقتصادي.

✓ دراسة (الطيب الهادي) بعنوان **Measure of impact of exchange rate fluctuation in general indicator of shares prices 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 بالعملة 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 هذا التعريف أن تسوية المعاملات الدولية تقتضي وجود أداة للتسوية، فاقتناء سلعة معينة من دولة ما لا يتم دفع قيمتها 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 آلية 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. و سعر 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

-التسعير 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 كالتالي $\sum = EK/P$ حيث يعكس E الأسعار الأجنبية بدلالة الأسعار المحلية. وعليه يعتبر المؤشر الذي يجمع بين كل تقلبات سعر الصرف الاسمي و تباين معدلات التضخم باعتباره أنه يأخذ التقلبات التي تطرأ على 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 8,9)

2.2.I - 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 والمقرضين (المستثمرين)، بما يوفر الموارد المالية اللازمة للمنشآت للتوسع في المشاريع عند سعر معين، ويحقق للمقرضين والمساهمين فرصة الحصول على عائد (ربح أو فائدة) مقابل التنازل عن نقودهم. (البناء، 1996، صفحة 100)

ويمكن تعريفها أيضا: على أنها مكان التقاء بين عارضي رؤوس الأموال طويلة الأجل والطالين لها وذلك 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 سمسرة 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 هاتف 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 Exchange و سوق المشتقات، و سوق السندات، بجانب تقديم KLSSE CALL WARRANTS بعض 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)

3.2.I - 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 رملوي، 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 تؤثر بشكل مباشر على أسعار الأسهم نظرا للحساسية التي تتميز بها هذه الأسعار و عليه فالنغير في قيمة العملة سيؤثر حتما على أسعار الأسهم بصفة خاصة و على مؤشر السوق المالي بصفة عامة.

و هذا ما أكدته الأعمال التي قام بها شابيرو SHAPIRO 1975، لوفي LEVI 1994، و مارستون MARSTON 1998 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 الإنتاج وارتفاع 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 :

1.II - 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 نموذج ARDL (نموذج الانحدار الذاتي لفترات الإبطاء الموزعة) لأن نموذج ARDL يعطي 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، وبهذا يعتبر نموذج ARDL أكثر 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)

II-2- التعريف بمتغيرات الدراسة:

لتفسير تأثير تقلبات سعر الصرف الريغيت 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 الريغيت 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 و يرمز له ب (i)
- **معدل التضخم:** هو متوسط المستوى العام للأسعار و له تأثير مباشر على القدرة الشرائية للأفراد و عليه ينعكس على سلوك المستثمرين في البورصة . متغير مستقل يرمز له ب (inf)

مصادر المتغيرات: غطت بيانات الدراسة الفترة الممتدة من شهر جانفي 2013 الى جوان 2019 (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 :**III.1- تحليل تطور متغيرات الدراسة :**

سعر صرف الينغيت الماليزي : نلاحظ من خلال الشكل رقم 01 (الملحق) تذبذب مستمر لسعر صرف الينغيت 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 شهدتها الدولار الأمريكي آنذاك .ثم عاود لانخفاض لآكن 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 جانفي 2013 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 الينغيت الماليزي و مؤشر كوالالمبور .
معدل التضخم: نلاحظ من خلال الشكل رقم 02 (الملحق) أن معدل التضخم في تزايد مستمر طول فترة الدراسة . حيث شهد ارتفاعا حادا في جويلية 2014 و هذا راجع لانخفاض سعر صرف الينغيت 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 آسيا 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 الثبات بعزوف المستثمر في السوق المالي الماليزي بتعامله بمعدلات الفائدة و تفضيله التعامل بالصيغ المالية الإسلامية التي أصبح يعرف بها هاذا السوق .

III.2- اختبار جذر الوحدة:

تعتبر الخطوة الأولى في منهجية ARDL و هي اختبار المدى 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 المثلل Spurious Regressio.
يوضح الجدول رقم 01 و 02 (الملحق) اختبار استقرارية السلاسل الزمنية باستخدام اختبار Dickey–fuller الموسع و اختبار فيليب برون PP حيث 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 نموذج ARDL.

III.3- تقدير نموذج الانحدار الذاتي لفترات الإبطاء الموزعة:**أ- اختبار فترات الإبطاء:**

من خلال هذا الاختبار يتم تحديد فترات الإبطاء الزمني المثلى للمتغيرات باستخدام معيار Akaike فمن خلال الشكل رقم 04 (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 متغير التضخم له درجتين من التأخير . ومنه يمكن صياغة نموذج الدراسة وفق الصيغة التالية :

$$\Delta \text{index}_t = C + \sum_{c=1}^3 B_{1i} \Delta \text{index}_{t-1} + \sum_{c=1}^0 B_{2i} \Delta \text{ex} + \sum_{c=1}^3 B_{3i} \Delta i_{t-1} + \sum_{c=1}^3 B_{4i} \Delta \text{inf}_{t-1} + \alpha_1 \text{index}_{t-1} + \alpha_2 \text{ex}_{t-1} + \alpha_3 i_{t-1} + \alpha_4 \text{inf}_{t-1} + \varepsilon_t$$

Δ : الفروق من الدرجة الأولى

c: الحد الثابت

t: اتجاه الزمن

:حد الخطأ العشوائي

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

($\alpha_1, \alpha_2, \alpha_3, \alpha_4$): معاملات العلاقة طويلة الأجل

ب- اختبار التكامل المشترك:

من خلال المعادلة السابقة سوف نجري اختبار Wald test للتحقق 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 $\leftarrow H_0: \alpha = \alpha_1 = \alpha_2 = \alpha_3 = 0$ لا يوجد علاقة طويلة الأجل

الفرضية البديلة $\leftarrow H_0: \alpha \neq \alpha_1 \neq \alpha_2 \neq \alpha_3 \neq 0$ وجود علاقة طويلة الأجل

نستنتج من خلال الجدول رقم 03 (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% و 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 من وجود 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 تؤثر بنسبة 82% في قيمة المؤشر و الباقي 18% يدخل ضمن هامش الخطأ. مما يدل على أن النموذج له قدرة تفسيرية قوية، بالإضافة إلى أن قيمة فيشر المحسوبة 26.17% أكبر من القيمة الجدولية 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 05 نلاحظ 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 أثبت العكس.

✓ تقدير العلاقة في الأجل القصير:

من خلال الجدول رقم 06 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 إلى التغير في اتجاه السوق من خلال الارتفاع في قيمة المؤشر، أما متغير سعر الصرف و التضخم فليسوا معنويين مما يدل على عدم وجود علاقة قصيرة الأجل بين هذه المتغيرات و قيمة المؤشر.

ج- اختبار جودة النموذج:

✓ اختبار ARCH: الغرض من هذا الاختبار هو الكشف عن مشكلة الارتباط التسلسلي للبواقي، و من الجدول رقم 07 (أنظر الملحق) نلاحظ أن قيمة Prob chi-square أكبر من 5% أي $0.799 > 0.05$ وبالتالي قبول فرضية العدم التي تنص على عدم وجود ارتباط ذاتي بين البواقي.

✓ اختبار Breusch-Godfrey: الغرض من هذا الاختبار هو الكشف عن مشكلة عدم ثبات التباين، و من الجدول رقم 08 (أنظر الملحق) نلاحظ أن قيمة Pro chi-square أكبر من 5% أي $0.92 > 0.05$ وهذا ما أكدته 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 معرفة ذلك يتم استخدام الاختبارين الموضحين في الشكل رقم 04 (أنظر الملحق) اختبار المجموع التراكمي للبواقي Cusum واختبار المجموع التراكمي لمربعات البواقي Cusum 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 هيكلية في بيانات النموذج خلال فترة الدراسة.

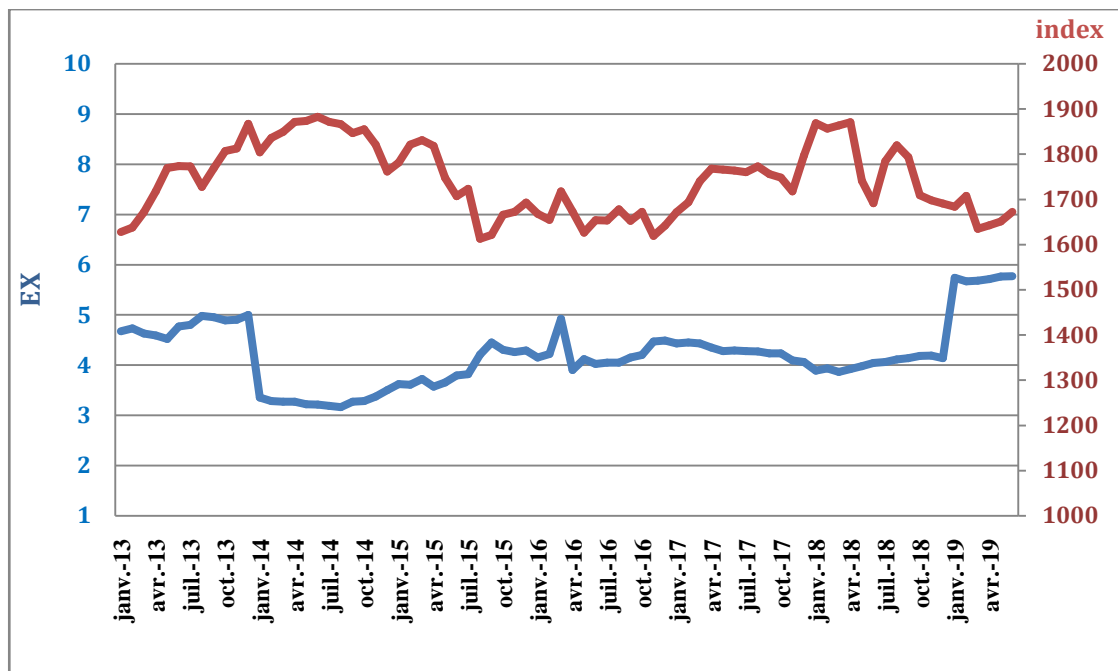
IV- الخلاصة:

تضمنت الدراسة توضيح أثر تغيرات سعر صرف الريغيت الماليزي على مؤشر كوالالمبور للأوراق المالية للفترة (2013-2019)، حيث تبين أن هناك علاقة عكسية ذات دلالة معنوية بين سعر صرف الريغيت و مؤشر كوالالمبور في المدى الطويل، وهذا يتوافق مع توقعات الدراسة النظرية و الدراسات السابقة، لكن تبين أنه لا يوجد علاقة بين سعر صرف الريغيت 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 ADF و PP أن السلاسل الزمنية مستقرة عند الفرق الأول بمسوى معنوية 5% يوجد أثر ذو دلالة إحصائية بين سعر صرف الريغيت و مؤشر كوالالمبور خلال فترة الدراسة .
- ❖ بينت نتائج اختبار الحدود BOUND TEST أن لهذا النموذج علاقة توازنية طويلة الأجل، وبالتالي وجود علاقة تكامل مشترك بين متغيرات الدراسة.
- ❖ بينت نتائج تقدير نموذج ARDL أن معامل التحديد يساوي 82% مالم 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 .

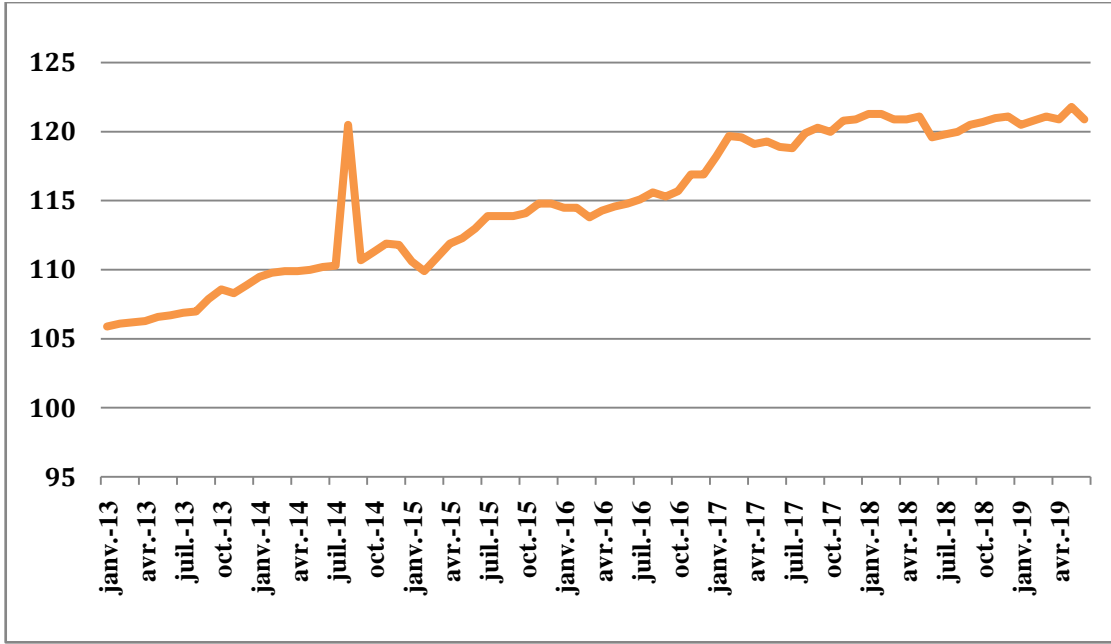
- ملاحق:

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



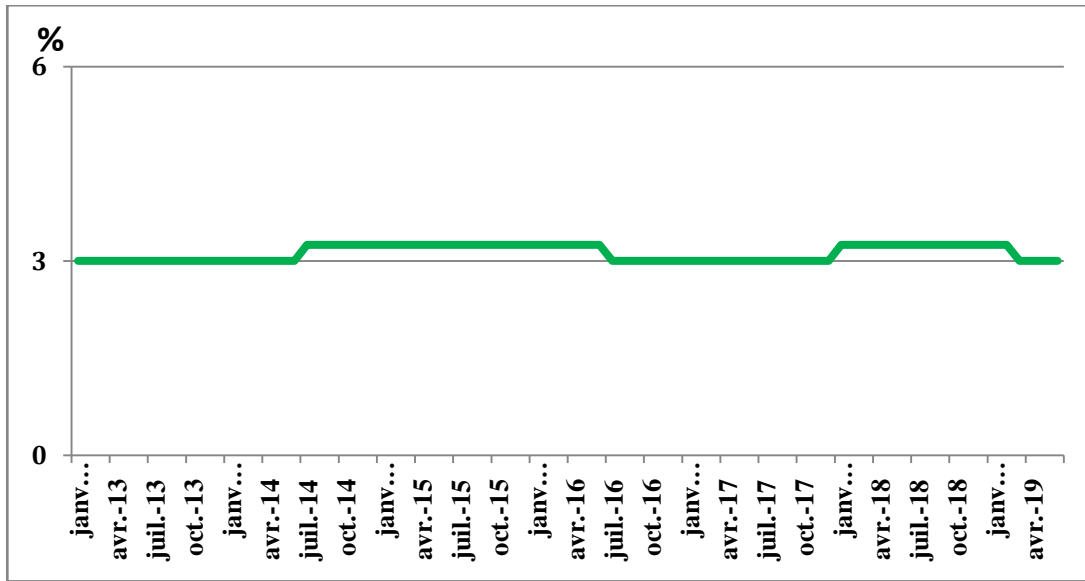
المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على بيانات صندوق النقد الدوليو موقع investing.com

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

Without 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	

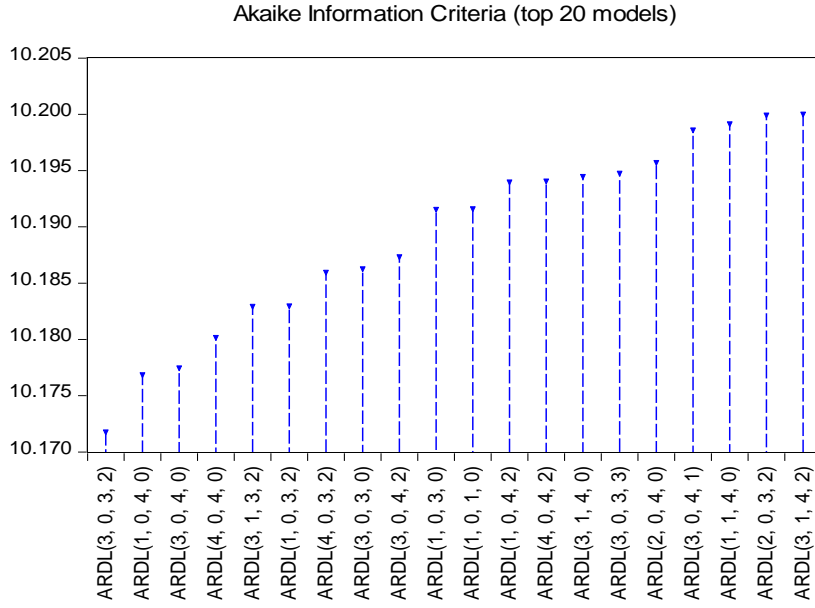
المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج 9 EViews

الجدول رقم 2: نتائج اختبار PP

Without 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 9 EViews

الشكل رقم 4: 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	4.5860781488 79461	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 evaluated: 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 9 EViews

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 9 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: اختبار ARCH

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 برنامج EVIEWS 9

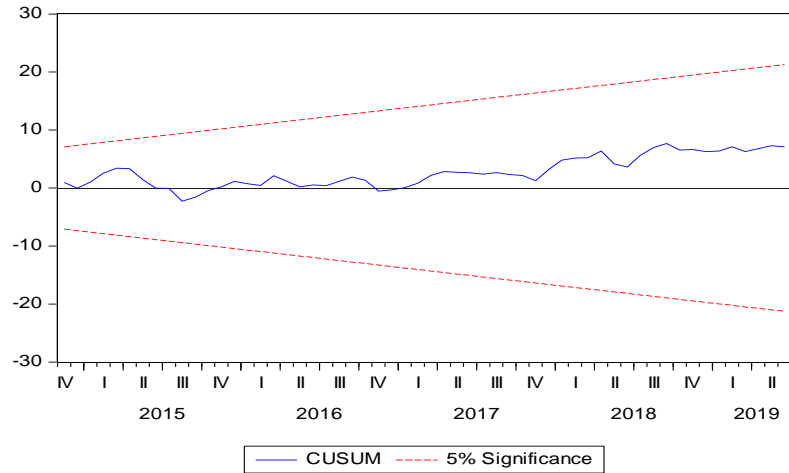
الجدول رقم 8: اختبار BREUSH-GODFREY

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

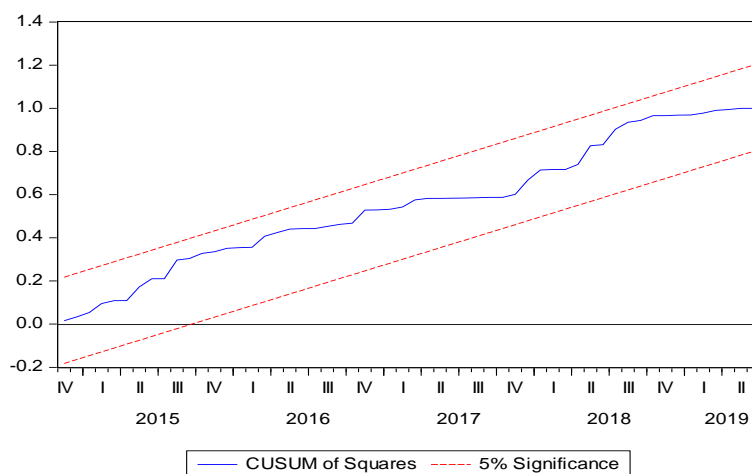
المصدر: مخرجات برنامج EVIEWS 9

الشكل رقم 5: اختبار المجموع التراكمي للبقايا CUSUM



المصدر: مخرجات برنامج EVIEWS 9

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



المصدر: مخرجات برنامج EViews 9

- الإحالات والمراجع :

- السعيد بريكة أحمد بوراس. (21,22 نوفمبر , 2006). كفاءة الأسواق العربية و تمويل الاقتصاد. سياسات التمويل و أثرها على الاقتصاديات 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 والتجارية و علوم التسيير.
- سلمى دوحه. (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 الاستثمار في التعليم على النمو الاقتصادي في الجزائر -دراسة قياسية باستخدام نموذج ARDL-. مجلة نماء للاقتصاد و التجارة ، 12.
- فيصل بشرول عبد القادر رملوي. (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 حسينية بن بوعلي .
- مونية سلطان. (2015/2014). كفاءة 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 لـ **رخصة المشاع الإبداعي نسب المصنّف - غير تجاري - منع الاقتناع 4.0 دولي (CC BY-NC 4.0)**.

المجلة الجزائرية للتنمية الاقتصادية مرخصة بموجب **رخصة المشاع الإبداعي نسب المصنّف - غير تجاري - منع الاقتناع 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)**.