

الفصل الثالث

علاقة الاستثمار بالعملات العالمية

نشأة أسواق المال :

تعود عملية تبادل العملات لعهد الفراعنة، أي قبل أكثر من خمسة آلاف سنة قبل الميلاد حيث قام تجار منطقة الشرق الأوسط بتبادل العملات المعدنية في العهود القديمة والمتوسطة، ومنذ تلك الحقبة وإلى عهد قريب كانت أسواق العملات مستقرة ولم يكتنفها أية مضاربات تذكر.

ابتدأ التحول الجوهري لعمليات المتاجرة بالعملات العالمية منذ اتفاق بريتون وودز عقب انتهاء الحرب العالمية الثانية حيث تم ربط الدولار الأمريكي بالذهب بواقع 35 دولار لكل أونصة ذهب، كما تم ربط معظم العملات العالمية الرئيسية بالدولار الأمريكي وذلك للحيلولة دون حصول تذبذبات عالية في أسعار تلك العملات. وفي العام 1971 انهار اتفاق بريتون وودز عقب مطالبة فرنسا للولايات المتحدة باستبدال مخزون الدولارات لديها بالذهب وعجز الولايات المتحدة عن الاكتفاء بذلك. وعقب ذلك تم إبرام عدة اتفاقات أوروبية لإيجاد تحالفات لتعويم عملات هذه الدول، ولكن هذه الاتفاقات لم تصب نجاحا وانهارت في العام 1973. وكان ذلك إيذانا ببداية عهد جديد تتحرر فيه أسعار العملات آخذة قوى السوق بالعرض الطلب (Abuaf, N&Schoess, S., 1988).

النقد كموجود مالي :

يعتبر النقد من أهم الموجودات المالية في الاقتصاد العالمية والمحلية، والنقود هي من أهم ما أوجده الإنسان منذ بداية تاريخه في هذا العالم. تم استخدام المصكوكات المعدنية كنقود على مدى دهور عديدة حتى اهتدى الإنسان لفكرة إصدار أوراق النقد والتي بدأ ظهورها في الصين ما بين عامي 618-907 ثم في السويد عام 1661. أن كافة الموجودات المالية أصبحت تقيم حالياً بالنقود وبالتالي فإن النقود تعرف على أنها موجودات مالية.

للقد مهام ووظائف متعددة أولها أنها تمثل مقياس تقييم الموجودات من بضائع وخدمات وأدوات مالية أخرى، كما أن النقد هو الوسيلة لتبادل الثروات من بضائع وخدمات تسلم للآخرين بحيث تمكن أصحاب الأعمال والمنتجون التخلص من عمليات التبادل المعروفة (bartering) . والنقد هو أفضل وسيلة لعملية تسيل الموجودات عرفها النظام المالي حيث أنه يطلق على المجودات بأنها قابلة للتسييل أي أنه يمكن تحويلها إلى نقد. أما خصائص النقد المثالي فهي تكمن في ثبات سعر صرفه أمام وحدات النقد المختلفة وقابلية تداوله في الأسواق، وكذلك قابليته للتحويل للأدوات المالية الأخرى.

الاقتصاد العالمي والنظام المالي :

يكن الدور الأساسي للنظام المالي بقيامه بدور الوسيط الكفؤ بين ذوي الفائض المالي وألئك المحتاجون لهذا الفائض. كما يقوم النظام المالي بتقديم العديد من الأدوات المالية والاستثمارية لتحفيز ذوي الفائض المالي

باختيار ما يناسبهم من الاستثمارات المالية المتعددة وتبعاً لطبيعتهم الاستثمارية.

أن المهمة الرئيسية للنظام الاقتصادي هو توجيه المصادر الاقتصادية لوجهتها الصحيحة مثل القوى العاملة - الأراضي - الإدارات المختلفة والمهارات ورأس المال العامل وذلك بهدف تلبية احتياجات المجتمع من لبضائع والخدمات. ويستند النظام الاقتصادي على دعائم المصادر المالية المتنوعة وكذلك الصفقات المالية وإن كفاءة هذا النظام تعتمد على جودها على كفاءة الأسواق المالية. أن المستوى المعيشي الرغد الذي يعيشه معظم المجتمعات يعتمد على قابلية الاقتصاد العالمي من تزويد المجتمع العالمي بمقومات الحياة المعيشية من مأكلاً مسكناً وتوفير المقومات الأساسية والأخرى للحياة العصرية الحديثة من تكنولوجيا المعلومات والاتصالات. تقوم الأسواق المالية بآلية توزيع مصادر الثروة وعمليات إنتاج البضائع والخدمات . وعلى ذلك فإن الأسواق المالية كما يعرفها الاقتصاديون هي آلية ترتيب مصادر الثروة وتوزيعها حسب الطلب وبناءً على العروض المتوفرة لها .

الأسواق المالية هي الأماكن والمراكز التي يقوم المشتري باختيار البضائع والخدمات التي يحتاجها والحصول عليها من صاحب المصنع أو المتجر في مقابل كميات من المال يتم الاتفاق عليها بينهما المهام التي قام بانجازها النظام المالي العالمي والأسواق المالية.

يقوم النظام المالي العالمي بالعديد من المهام ويلقى عليه المسؤوليات في المجالات التالية :

1- عملية التوفير وذلك من خلال إيداع الأموال لدى المؤسسات المالية ومن خلال عمليات بيع الأسهم والسندات والأدوات المالية الأخرى كالمستشفيات .

2- عمليات بناء الثروات وتخزينها حيث تقوم الأسواق المالية بدور الأمن الراعي للأموال والقيام بتخزينها لحين الحاجة لاستهلاكها .

3- توفير السيولة النقدية : أن النقد هل أقل الموجودات المالية من حيث نسبة تحقيق العائد خصوصاً في حالات التضخم . وبذلك فإن العديد من المدخرين للنقد هم أقل المحافظين على ثرواتهم.

أهمية وجود نظام مالي عالمي سليم :

أن الأداء الجيد للأسواق المالية العالمية يعتبر من أهم مقومات التطور والتقدم للاقتصاد العالمي، حيث أن الأسواق المتطورة ينتج عنها إيجابيات مثل زيادة كفاءة رأس المال العامل للمنشآت الصناعية والخدمية وزيادة إنتاجيتها وتطورها. لقد كان لمفهوم العولمة المتمثل في حرية انتقال رؤوس الأموال والبضائع والتكنولوجيا أثر كبير في زيادة الاعتماد على الأسواق المالية في تنظيم التجارة العالمية حيث كان للجهاز المصرفي دور أساسي في مؤازرة الحكومات وصانعي السياسات ومنظمي اقتصاديات الدول لتمويل مشروعاتهم الطموحة، كما كان للقطاع الخاص الدور المؤازر في استيعاب التكنولوجيا الحديثة واستخدامها الأمثل. لقد حظي القطاع المالي بتطورات جذرية بدأت منذ تسعينات القرن الماضي وذلك بإدخال مبدأ خصخصة المؤسسات العامة إلى شركات خاصة أي بيعها للقطاع الخاص (International Monetary Fund) .

دور صندوق النقد الدولي في تطوير النظام المالي العالمي:

يتمثل هذا الدور في تفعيل الرقابة المالية على المستويين الثنائي والجماعي لدول أعضاء الصندوق، وقد تشمل المساعدة في تزويد للأعضاء بالمشورة الفنية وتفاصيل هذه الرقابة كما يلي:

1- **الرقابة الثنائية:** والتي تتمثل في برنامج التعاون الثنائي بين الصندوق وكل دولة على حدة، ويتمثل هذا التعاون في منح إدارة الصندوق حق الرقابة على الأداء المالي وتقييم المؤسسات المالية من حيث أظهر نقاط القوة والضعف في أدائها والعمل على تذليل كافة العقبات التي تعوق عمل هذه المؤسسات بشكل سليم وفعال.

2- **الرقابة الجماعية:** وهي تتمثل في إيجاد برامج تعاون بين مجموعة معينة من المؤسسات لدول ذات طبيعة مشتركة وإدارة الصندوق، حيث يتم تبادل المعلومات عن العملاء الإقليميين ومجالات الاستثمار المشترك.

3- **برامج الدعم الفني للمؤسسات المالية:** ويتمثل ذلك في تحديد وتشخيص مشاكل المنشآت البنك، كما يساهم الصندوق في إعادة هيكلة البنوك بما يتناسب والأوضاع الاقتصادية للأقطار وسياساتها المالية .

4- **المساعدة الفنية:** وتتمثل في مساهمة الصندوق بمساعدة أعضائه في مجال الالتزام بتطبيق الإجراءات والسياسات التي تخدم وتقوي البنية الأساسية للنظام المالي، ويشمل ذلك عمليات التدريب ووسائل تطوير السياسات المالية والضريبية، أسواق صرف العملات، تطوير أسواق رأس المال وأنظمة الإيداع.

أن مرونة وصحة الأنظمة المالية مهمة لتهيئة الاقتصاد الدولي التكاملي وبالتالي الثبات المالي العالمي والرأس مال المتنامي وكذلك التدفقات

النقدية المتعاضمة. يضم النظام المالي العالمي منظومة البنوك التجارية، مراكز تداول الأوراق المالية، صناديق الاستثمار والتقاعد، وشركات التأمين المختلفة. أن عمل هذه المنشآت يكون نظاماً مالياً تكاملياً مما يؤدي إلى تبني سياسات نقدية ناجحة. النظام المالي الجيد يعمل على دعم التنمية الاقتصادية العالمية ويزيد من ثقة الممولين والمودعين لفائض أموالهم وقيام الهيئات العالمية الرسمية والخاصة باستثمار هذا الفائض مما يعود بالنفع على الأفراد والجماعات ويحقق رفاهية المجتمعات.

أي خلل يصيب الظلم المالي الدولي سوف يؤثر سلباً على السياسات النقدية للدول وبالتالي تدني عمليات الاستثمار، والنتيجة حصول ركود في اقتصاديات الدول والذي يكون سبباً في اضطراب المؤسسات الحكومية لضخ الأموال الهائلة لرأب الصدع وإنقاذ المؤسسات المتهاوية جراء الكوارث الاقتصادية. كما أن هذا الركود المتفشي في بلد ما سوف ينتشر كالوباء في الأقطار ذات العلاقة التجارية أو المالية. أن سلامة النظام المالي تكون أساساً لسلامة الاقتصاديات المرتبطة (Petr Rose, Money and Capital Markets).

يعتمد النظام الاقتصادي العالمي بدرجة أساسية على المصادر المالية والعمليات المالية المتنوعة. وتستند الكفاءة الاقتصادية جزئياً على كفاءة الأسواق المالية والتي تتألف عادة من الوكلاء والسماسرة والمنشآت المالية والوسائط التي تقوم بعمليات بيع وشراء الأوراق المالية .

أن العديد من الأشخاص والهيئات التي تقوم بالمتاجرة بالأسواق المالية ترتبط فيما بينها بعقود ملزمة وشبكات اتصال تعكس الأوضاع

التفصيلية للعمليات والأدوات المالية الأخرى وهيكلتها والقوانين التي تحكم عملها (Robert chiller, Yale) .

إيجابيات تعويم أسعار صرف العملة : **آلية عمل الأسواق المالية :**

أن المهمة الأساسية للنظام الاقتصادي العالمي هو استغلال المصادر الاقتصادية النادرة من مصادر طبيعية وخبرات علمية عملية وإدارية إضافة إلى رأسمال لإنتاج البضائع والخدمات التي يحتاجها المجتمع. وفي هذا السياق فإن الأسواق المالية تمثل الآلية التي تمكن الأفراد والمؤسسات من بيع وشراء الأدوات المالية والبضائع برسوم قليلة وبكفاءة عالية (Martin et al, 2001).

كفاءة الأسواق المالية :

أن سلامة القرارات المالية يتطلب توفر المعلومات المالية الصحيحة والكافية، فالجهات المتعاملة بالأموال والأدوات المالية من مقترضين ومودعين فإنهم بحاجة إلى بيانات حول أسعار الأدوات المالية المختلفة نسب الإيرادات منها. كما أن المقترضين بحاجة إلى معرفة كلفة الاقتراض وشروطه والمناخ العام للاستثمار حتى يمكن لأصحاب القرار من اتخاذ القرار الصائب لعملية الاستثمار. وعلى ذلك فإنهم بحاجة لاستطلاع أسعار الفائدة وكذلك أسعار تبديل العملات المستقبلية . وكذلك أسعار الأوراق المالية المختلفة وأوقات اكتتابها وكمياتها وتزويد المستثمرين باستطلاعات قوى العرض والطلب لهذه الأدوات المالية وما يؤثر عليها من أوضاع اقتصادية من حيث حجم التداول وتوفر الفائض لدى أسواق النقد وأسواق رأس المال.

فرضية كفاءة الأسواق المالية:

تقر هذه الفرضية بأن المعلومات ذات العلاقة تجعل من أسعار الإقراض والأوراق المالية واضحة المعالم للجميع ودونما كلفة، وتشمل هذه الفرضية المعلومات عن كافة الأدوات المالية من أسهم وسندات وأية موجودات مالية أخرى، كما تتضمن أية معلومات خارجية مثل قوة الأحوال الاقتصادية وحرية تحويل الأموال وقوانين المتاجرة والتداول بالأوراق المالية. أما المعلومات الداخلية فتشمل قوة الشركة وإنتاجها وأرباحها وإدارتها وأن انتقال هذه المعلومات يتم بحرية وسرعة لكافة المستثمرين بدون كلفة، وبحيث أن العائد على الاستثمار بأي من هذه الموجودات أو الأدوات المالية يتحدد بنسبة المخاطر. وعليه يقوم المستثمرين بمراجعة محافظهم ويعملون على تقييمها وتعديلها بما تتأثر به من المعلومات المستحدثة. أن أسعار الأدوات المالية تتحدد بناء على المعلومات المتوفرة، حيث أن أسعار الأدوات المالية هي مرآة للمعلومات الواردة عنها لأي فترة من الفترات.

من أهم الصفات التي تطلق على كفاءة الأسواق المالية هي فرضية السير العشوائي (Random Walk Hypothesis) والتي تقول بأن أي تغير في أسعار الأدوات المالية تأخذ صفة السير العشوائي. والصفة العامة الثانية فهي ارتباط معدل العائد بنسبة المخاطرة.

نماذج كفاءة الأسواق المالية

: Alternative Efficient Market Hypotheses

قام الباحث المالي يوجين فاما (Eugene Fama) بتقسيم فرضيات كفاءة الأسواق المالية إلى ثلاثة نماذج:

1- النموذج الضعيف لفرضية كفاءة السوق:

Weak-Form Efficient Market Hypothesis:

يعكس هذا النموذج المعلومات التاريخية للأدوات المالية ونمط حدوثها (Trend) وكذلك العوائد المرتبطة بها وحجم تداولها. يقر هذا النموذج بأن ليس للأسعار التاريخية أي تأثير على أسعار الغدوات المالية المستقبلية. وعلى ذلك فإن هذا النموذج يقر بأن المستثمرين ينجون القليل باعتمادهم هذا النموذج في متاجرتهم بالأدوات المالية.

2- النموذج شبه القوي لفرضية كفاءة السوق:

Semistrong-Form Efficient Market Hypothesis:

يقر هذا النموذج بأن أسعار الأدوات المالية تتأثر بسرعة في حال ورود أية معلومات مالية عامة عن الأدوات المالية بحيث تعكس هذه المعلومات بسرعة.

وذلك مثل نسبة الأرباح الموزعة، تغيرات مجالس الإدارة، القيمة الدفترية للأوراق المالية. كما أن هناك معلومات عامة تتعلق بالوضع الاقتصادي والقوانين الحكومية التي قد تؤثر سلباً أو إيجاباً على حجم الاستثمار.

3- النموذج القوي لفرضية كفاءة السوق:

Strong-Form Efficient Market Hypothesis:

في هذا النموذج تضاف المعلومات الداخلية عن الوضع المالي للمنشأة للنموذج السابق، وبذلك فإنه يتوفر للمستثمرين كافة المعلومات التاريخية، المعلومات العامة والخاصة، وبذلك تتحقق كفاءة السوق بالمفهوم القوي.

أنواع الأسواق المالية في النظام المالي:

حيث أن المهمة الأساسية للأسواق المالية هو الحصول على النقد ممن لديهم فائض نقدي ومنح هذا النقد للجهات التي بحاجة له، وهذا ما يطلق عليه التدفقات النقدية للفئات المختلفة والتي تنتم بصفات محددة ، وقد أمكن تجميع هذه الفئات السوقية إلى مجموعتين هما:

1-أسواق النقد(money markets):

هي اكبر الأسواق في النظام المالي وأكثرها ثباتا والمتعاملين الرئيسيين في هذه الأسواق هي البنوك الكبرى وشركات التأمين والمؤسسات المالية المختلفة.يقوم عمل أسواق النقد على مبدأ الإقراض المؤقت (أقل من سنة) للمال الفائض لدى بعض فئات المجتمع والمؤسسات ومنها تمويل احتياجات رأس المال العامل للمنشآت وكذلك تزويد الحكومات بالنقد لآجال قصيرة لتمكينها من الإيفاء بأعبائها ولحين حصولها على إيراداتها من العوائد المختلفة، كما أن هذه الأسواق هي المزود الرئيسي للمضاربين بالأسواق المالية والمتاجرة بالأوراق المالية والأدوات المالي الأخرى مثل العملات العالمية والسلع الإستراتيجية والمشتقات المالية المختلفة. ومن أدواتها الأدونات، شهادات الإيداع، القبولات البنكية والأوراق التجارية وغيرها (Diamond,D.,1997).

2-أسواق رأس المال(capital markets):

هي الأسواق التي تمول الاستثمارات الطويلة الأجل (أكثر من سنة)، وتشمل كافة المشاريع الحكومية والأفراد والمؤسسات بكافة أنواعها ومن

ذلك بناء المنازل والمدارس والمصانع والمزارع والخدمات الخاصة والعامة، والمتعاملون بهذه الأسواق هي الحكومات والأفراد والشركات العامة والخاصة والمؤسسات المالية. أما أدواتها فهي السندات طويلة الأجل بأنواعها، القروض السكنية، الأسهم والبورصات المالية.

مميزات أسواق النقد (money market characteristics):

مقارنة بأسواق رأس المال، فإن أسواق النقد تعتبر القناة المستخدمة في تحويل الموجودات المالية إلى وحدات نقدية، وعلى ذلك فإن أسواق النقد تختلف عن غيرها من الأسواق المالية الأخرى في كونها تركز على الإقراض النقدي القصير الأمد، مثل حسابات الجاري مدين لدى المصارف، وعلى ذلك فإن أسواق النقد هي الآلية التي تحقق أهداف تلك الفئة التي لديها فائض مالي مؤقت وتقابل الفئة التي تكون بحاجة لهذا الفائض، وهذا ما يخلق أداة استثمارية مناسبة للمدى القصير (لأقل من سنة) من مميزات أسواق النقد أنها تتسم بالمرونة في أحجام تعاملاتها حيث أنها تتدرج من بضع مئات أو آلاف الدولارات في عمليات الصرف الفردي إلى الأحجام الكبيرة لمئات الملايين أو البلايين من الدولارات (Wholesale Markets). كما أنها تتيح الفرصة لتبيع وشراء العملات أو الأدوات المالية النقدية بسهولة وسرعة كبيرين. كما يجب التنويه أن أقطاب أسواق النقد على اتصال دائم فيما بينهم وجاهزون لآلية تطورات .

لقد أضافت التكنولوجيا الحديثة ميزات كبيرة وخدمات جلييلة في ازدهار أسواق النقد مما أثر إيجاباً في تسريع عمليات البيع والشراء للوحدات النقدية المختلفة والسلع الإستراتيجية بأي حجم وفي أي وقت ومكان

من العالم وذلك بعد انتشار استخدام الانترنت في المتاجرة بالأسواق العالمية، وبالتالي فقد تلاشت حدود الأسواق النقدية مثلما هو الحال في أسواق الأوراق المالية. ومن الجدير بالذكر أن هذه الأسواق تعتمد في تعاملاتها على الثقة المطلقة فيما بين أقطابها الممثلة بالبنوك التجارية والمركزية وشركات التأمين والمؤسسات المالية الحكومية والشركات المالية الكبيرة حيث تكون التعاقدات فيما بينها فورية والنقد متوفر (Immediately Available Funds) وذلك على عكس أسواق رأس المال التي تتم فيها التعاقدات بين رجال الأعمال والبنوك، وذلك باستخدام وسائل الدفع التقليدية مثل الشيكات التي تحتاج إلى تحصيل من خلال غرف المقاصة بالبنوك، وربما تكون الشيكات مزورة أو أن أرصدة أصحابها غير كافية مما يعوق عمليات المتاجرة بمثل هذه الأدوات.

الفئات المسيطرة على أسواق النقد هي البنوك الكبيرة والمنتشرة في البلدان المتقدمة مثل الولايات المتحدة وأوروبا الغربية واليابان، وتؤلف هذه المؤسسات مجتمعة إضافة إلى المؤسسات المالية الحكومية العمود الفقري لأسواق النقد العالمية. أما الأدوات الأساسية المستخدمة في هذه للأسواق فهي أذونات الخزينة للدول الصناعية الكبرى مثل الولايات المتحدة، ولأوراق المالية الفدرالية والعملات العالمية والمشتقات المالية والسلع الإستراتيجية.

لقد ازدهرت أسواق النقد والأدوات المالية العالمية بصورة كبيرة في الآونة الأخيرة وذلك بسبب النمو الكبير في الاقتصاد العالمي والحاجة المتزايدة للنقد وأشباه النقد مثل الأوراق المالية وذلك بغرض إتمام الصفقات العالمية الضخمة.

التعديل التلقائي لميزان المدفوعات :

من الميزات المهمة لأسواق النقد هو تقويم أي خلل في ميزان المدفوعات للدولة التي تتبع النظام النقدي في تقويم أسعار صرف عملتها. يعمل هذا الميزان على تعديل نفسه تلقائياً من خلال تغيير في أسعار صرف عملة البلد . إذا كان هناك فائضاً في ميزان المدفوعات فإن عملة البلد تأخذ بالارتفاع مقابل العملات الأخرى ذات العلاقة أي أن حاجة الدول الأخرى لعملة البلد تأخذ بالزيادة وزيادة الطلب على العملة تعمل على ارتفاع أسعارها .

أما إذا كان هناك عجز في ميزان المدفوعات مما يعني أن إجمالي قيمة الاستيراد تزيد عن التصدير فإن توجه عملة البلد تأخذ بالانخفاض مقابل العملات الأخرى ذات العلاقة حيث أن حجم العملة الأجنبية الواردة للبلد تكون أقل من حجم العملة المحلية الصادرة مما يعني قلة العرض للعملة الأجنبية ، وتكون هناك حاجة لهذه العملة لإكمال عمليات الاستيراد مما يؤدي إلى ارتفاع سعر شرائها بالعملة المحلية .

إن لانخفاض عملة أي بلد فائدة تتمثل في زيادة الصادرات عن الواردات ، حيث أن العملة الرخيصة للبلد تزيد من رغبة المستوردون زيادة استيرادهم من هذا البلد بسبب انخفاض سعر صرفها لديهم وعليه فإن الصادرات سوف تزيد على المستوردات . ومثال ذلك دولة الصين التي تحافظ على انخفاض عملتها اليوان عن معظم العملات العالمية وخصوصاً الدولار الأمريكي واليورو الأوروبي وبذلك فإن الميزان التجاري يميل لصالحها بناءً على هذه القوى الغير متزنة ويستمر المال على تساوي حجوم الصادرات بالواردات .

تعمل أسواق النقد على تحرير السياسات الداخلية لتعديل ميزان المدفوعات ، حيث إن الخلل بميزان المدفوعات يتم تصويبه بتغيير أسعار صرف العملات في الأسواق الخارجية . وذلك بدون ان تقوم الدولة صاحبة العملة بالتدخل في هذه الأسواق وفي حال تم تدخل الدولة فإن ذلك يعني ختم المزيد من العملات في هذه السيولة .

كما تقوم أسواق النقد على تجنب الأزمات المالية من حيث أنها مهيئة لخدمة المقترضين وأصحاب الفائض النقدي للأجل قصيرة (أي لأقل من سنة). وتمثل أسواق النقد المستودع الآمن للسيولة النقدية المستخدمة في التجارة الدولية كما في تجارة الأوراق والأدوات المالية والأدوات العالمية مثل البترول والذهب ، ويكمن خطر أي الإفلاس وعدم الوفاء بالدفع كمصدر خطر رئيسي لأسواق النقد .

طرق تحديد أسعار صرف العملات العالمية:

عقب انهيار اتفاقية بريتون وودز عام 1973، فقد برزت هناك فجوة في أسعار العملات لدى العديد من دول العالم، وقد توجهت معظم دول أوروبا واليابان إلى تعويم أسعار عملاتها في أسواق الصرف العالمية، بينما لجأت معظم الدول الأقل حظا إلى استراتيجيات مختلفة لتثبيت أسعار عملاتها وحمايتها من التقلبات السوقية:

1- نظام التبعية أو ربط أسعار صرف العملة المحلية بنسبة محددة ومتفق عليها بإحدى العملات العالمية مثل الدولار أو الجنية الإسترليني أو غيرها (Pegged currency) ، وتهدف هذه الإستراتيجية إلى تسهيل عمليات التجارة البينية لبعض الدول النامية والتي تقوم بتصدير محدود للعملات العالمية بهدف تحقيق تنميتها الاقتصادية، وحيث أن أرباب

التجارة الدولية يحبذون ثبات أسعار صرف العملات حتى يتسنى لهم تحديد أسعار المنتجات المصدرة والمستوردة من وإلى هذه البلدان. وعملية ربط العملة المحلية بعملة عالمية فإن العملة لا تكون معرضة للصعود والهبوط على مبدأ العرض والطلب وإنما تصعد وتهبط بنفس نسبة صعود وهبوط العملة العالمية المرتبطة بها. ومثال ذلك عملات دول الخليج المصدرة للنفط والمرتبطة بالدولار الأمريكي، وكذلك الدينار الأردني.

2- الارتباط بسلة من العملات العالمية (Currency Basket) بنسب محددة تعلن عنها الدولة المطبقة لها، وعادة ما تكون هذه العملات ذات تذبذب متعارض مع عملة أو عملات أخرى بحيث أن ارتفاع إحدى العملات يقابله هبوط بالعملة الأخرى وبذلك يتعادل الأثر للعملتين وتكون محصلة التأثير قريبة من الصفر.

3- الارتباط بنظام حقوق السحب الخاصة (Special Drawing Rights): وهو نظام تم تطويره من قبل صندوق النقد الدولي عام 1969 وكن بهدف تزويد بعض الأقطار باحتياجات رسمية محددة. وبموجب هذا النظام يتم تحديد عملة البلد المعين بسلة عملات عالمية محددة وبنسب محددة وهذه العملات هي : الدولار الأمريكي، اليورو الأوروبي، الين الياباني، والجنيه الإسترليني. وحقوق السب الخاصة ليست عملة متداولة، كما أنها ليست حقوق تترب على صندوق النقد الدولي، ولكنها حقوق بحرية استخدام العملات لأعضاء الصندوق.

4- تعويم أسعار صرف العملات (Currency Floating Rates): ويتم ذلك بإخضاع أسعار صرف العملة لعوامل قوى العرض والطلب

السوقية، وهذه الأسعار تتأرجح في قيمتها مقابل العملات الأخرى معتمدة على القوة المالية والاقتصادية للبلد المصدر لهذه العملة، أضفة لتأثير قوى السوق وسلوكيات المضاربين (Speculators) وقناصي الفرص (Scalpers) ويؤلف سوق أسعار العملات المعمومة أو المتحررة (Floating Rates Currency Prices) أكبر سوق مالي في العالم من حيث حجم التداول اليومي الذي يزيد عن ثلاثة تريليونات دولار يوميا (وذلك حسب إحصاءات عام 2009).

5- أسواق صرف العملات (money exchange markets): هي أحد أسواق النقد الهامة والتي يتم من خلالها بيع وشراء العملات العالمية المختلفة. توجد هذه الأسواق أينما يكون هناك تبادل للعملات ، وهذه الأسواق هي من أكبر الأسواق في النظام المالي العالمي. بدأت تجارة العملات العالمية منذ بدايات القرن التاسع عشر وكانت العملة السائدة هي الجنية الإسترليني حيث كان للمملكة المتحدة علاقات تجارية مع معظم أقطار العالم، وبعيد الحرب العالمية الثانية زاد ازدهار هذه التجارة ولكن بزعامة الدولار الأمريكي. أن لدى أسواق العملات العالمية القدرة على استحواذ وشل الأنظمة المالية الأخرى، حيث أن استطلاعات الأخيرة لبنك التسويات الدولي (BIS) بأن هذه الأسواق تعتبر من أقدم وأكبر الأسواق العالمية وأكثرها انتشارا. وبرغم سيولتها الهائلة وحجمها الكبير وانتشارها الجغرافي فان هذه الأسواق تتطوي على مخاطر هيكلية كبيرة (Korders,L.,1996). أن الهدف من وجود أسواق صرف العملات هو تقديم المساعدة للمستثمرين في الأسواق العالمية وأرباب

التجارة الدولية من حيث تمكينهم من تحويل أية عملة عالمية لأخرى في وقت قصير وبكفاءة عالية مما يحقق أهداف التجار العالميين بالإيفاء بالتزاماتهم بتسديد أثمان البضائع المستوردة من كافة أنحاء العالم. من ميزات أسواق صرف العملات العالمية أنها أسواق بلا حدود أو مراكز تداول محددة المكان أو ساحات للتداول كما في أسواق الأوراق المالية، بل على العكس فهي مفتوحة الأرجاء لكل المستثمرين في كل مكان من العالم. كما تتضمن هذه الأسواق أكبر شبكة معلومات عن الأوضاع المالية والاقتصادية العالمية. لا يحتاج المستثمرون بأسواق العملات العالمية لعضوية أو اشتراك أو فتح حسابات لدى البنوك للتمكن من التداول، كما أن عمليات التداول مفتوحة على مدى ساعات اليوم الكاملة (أي على مدى 24 ساعة)، وقد تبدأ عملية التداول من خلال سوق معينة بينما تنتهي عملية الإغلاق في سوق أخرى حيث أن وكلاء التداول مرتبطون بالبورصة العالمية للأسعار وليسوا حكرًا على سوق محددة. أي يمكن أن يقوم مستثمر بشراء عملة الين الياباني من سوق نيويورك في وقت ما ويبيعها في سوق هونغ كونغ.

تطور أسواق العملات العالمية:

:(development of currency markets)

عديدة بقيت أسواق المال حكرًا على البنوك المركزية والمؤسسات المالية الكبرى، وبعد تحرير تجارة العملات العالمية في أواخر السبعينات أصبح بإمكان أي مؤسسة أو فرد الدخول في هذه التجارة، ونشطت حركة التداول لتصل إلى 5 بليون دولار يوميًا في العام 1977، وقفزت إلى 600

بليون يوميا في العام 1987. والى تريليون دولار يوميا عام 1992، وأكثر من ثلاثة تريليون دولار عام 2009.

وكانت وسائل الاتصال تعتمد على التلفون والتلكس مما يستغرق وقتا لانجاز الصفقات وبالتالي يحد من اغتنام فرص الحصول على أفضل الأسعار.

وكان لتطور تكنولوجيا المعلومات والحاسوب وظهور الانترنت أثر كبير في تطور عمليات التداول ، حيث أصبح بإمكان المستثمرين التداول المباشر ببيع وشراء العملات العالمية، وهو ما أطلق على عملية التداول "بدون حاجز" أو over the counter, or O.T.C. وهذا ما يعني أن عمليات التداول تتم دونما حاجة لوجود قاعات تداول فعلية (Sadwski, R. 2008) . ومن التطورات التي جعلت أسواق العملات في مقدمة الأسواق المالية:

1- حدوث تغير في النظام النقدي العالمي من أسعار العملات المرتبطة بالدولار الأمريكي أو الذهب، وهو ما عرف بمعاهدة بريتون وودز بعيد نهاية الحرب العالمية الثانية، إلى الانفتاح وتعويم الأسعار في أوائل السبعينات من القرن الماضي مما جعل أسعار العملات خاضعة لقوى العرض والطلب كما هو معمول به حالياً.

2- التسهيلات الإدارية وإزالة الضوابط المعيقة لعمليات نقل وتحويل العملات فيما بين أقطار العالم، وكذلك إزالة القيود الحكومية في معظم دول العالم مما كان له أثر في ازدهار التجارة في جميع أنواعها وكذلك سهولة انتقال رؤوس الأموال فيما بين دول العالم.

3- التحول إلى مؤسسة وتدويل حسابات الادخار والاستثمار مما سمح بزيادة الأموال المستثمرة في أسواق العملات العالمية.

4- تحرير التجارة العالمية وتداولها بين معظم دول العالم مما شجع تأليف تحالفات تجارية إقليمية مثل اتفاقية أمريكا الشمالية للتجارة الحرة (NAFTA).

5- التقدم التكنولوجي أدى إلى رفع جاهزية المؤسسات المالية لإبرام صفقات مالية بسرعة والقيام بتحويل الأموال من وإلى أماكنها بسرعة كبيرة، كما أدى التقدم التكنولوجي إلى تحسين وسائل الاتصال عبر دول العالم، وكان أثر ذلك واضحاً في رفع حجم التداولات في الأسواق العالمية.

6- استمرار التطور في أساليب الاستثمار والتمويل واستحداث الأدوات المالية الجديدة شجع العديد من الأفراد والمؤسسات على الاستثمار في الأسواق المالية العالمية.

أن لمجمل هذه التطورات في الأسواق العالمية أدت إلى زيادة في حجم الاستثمار وزاد من الاعتماد المتبادل والثقة فيما بين أطراف العمليات المالية وزيادة حجم التجارة البينية وخلق نوع من التكامل المالي والتقني وهو ما انعكس على المتعاملين بهذه الأسواق وزيادة كفاءتها.

وعلى الجانب الآخر فإن هذه الإيجابيات لم تخلو من جوانب سلبية ظهرت للعيان في الفترة الأخيرة من العام 2008 والتي أدت إلى انهيار الأسواق المالية وذلك بسبب الإفراط في التفاؤل والثقة في تعاملات الأقطاب العالمية الكبيرة، حيث أدى زيادة حجم الاستثمار المالي والعقاري إلى تولد فقاعة مالية عقارية بدأت بالظهور في 2005 في بدايتها وزاد حجمها في الأعوام 2006-07 بعمليات المتاجرة بالمستقبليات (FUTURES) وعمليات

التوريق (SECURITIZATION)، وهذا ما فاقم من زيادة حجم الفقاعة وأدى إلى انفجارها وكان من أثر ذلك انهيار العديد من اقتصاديات الدول والمنشآت المالية في معظم دول العالم وعلى رأسها العالم المتقدم مثل الولايات المتحدة ودول أوروبا الغربية ومعظم الدول ذات الفائض المالي والمستثمر في الأسواق المالية للبلدان الغنية.

مميزات أسواق العملات العالمية والسلع الإستراتيجية:

تمتاز أسواق العملات العالمية والسلع الإستراتيجية عن غيرها في أنها أسواق عالية السيولة بحيث أن المستثمر يكون مالكا لرصيده في أي وقت، كما أن المستثمرين يستطيعون البدء بمبالغ بسيطة ويحصلون على أرباحا عالية وذلك بالدخول في مضاعفات هذا المبلغ (MARGIN) علما بأن المحللين الماليين ومديري المحافظ الاستثمارية لا ينصحون بالاستثمار بالمضاعفات الكبيرة (HIGH MARGINS) وذلك للحيلولة دون الوقوع في خسارة كبيرة وبالتالي الخروج من السوق. ومن مميزات هذا السوق استمرار العمل على مدار الساعة، وذلك بعد إدخال ميزات التكنولوجيا الحديثة بعمليات الاستثمار من مواقع الانترنت المنتشرة في كافة بقاع العالم، ومن الميزات الجيدة لسوق العملات العالمية هو أماكن البيع للعملة أو السلعة أو المؤشر المالي دونما امتلاكه أي البيع على المكشوف، وهذه الإستراتيجية يتبعها المستثمرون المغامرون وبعد عملية استطلاع الأسعار المستقبلية بحيث أنه في حال كانت التوقعات بانخفاض الأسعار في المستقبل، يقوم المستثمر بعملية بيع على المكشوف، ومن ثم الانتظار لحين حصول هبوط

بالأسعار حيث تتم عملية الشراء بكمية مساوية للرصيد المكشوف والعمل على تغطيته بسعر أقل وبالتالي الحصول على أرباح جيدة.

وقامت معظم بورصات العملات العالمية بإدخال برامج تدريبية مجانية للمتاجرة بالعملات العالمية، بحيث يتم منح العميل الجديد سقفا وهميا (\$ 50,000--100,000) مثلا ويقوم هذا المتدرب باستخدام برنامج التدريب للمتاجرة بالعملات العالمية ويتمرن حتى يصل إلى مرحلة الإتقان، كما يشمل التدريب على كافة أساليب التحوط وذلك للاحتفاظ برأس المال سليما والتقليل من المخاطر.

تكامل وعولمة أسواق العملات العالمية:

أن جوهر العولمة هو خلق تكامل بين الأسواق المالية العالمية وذلك اعتمادا على العلاقات المالية والتجارية المتعددة. أن عمليتي العولمة والتكامل مرتبطتين معا (Gonnel,A.,1990) حيث أن عولمة الأسواق تقر بحرية تدفق الأموال بين كافة الدول دونما عوائق وبكلفة قليلة. كما أن تكامل الأسواق هو عملية توحيد للأسواق والعوائد وتحجيم مخاطرها بين كافة الأسواق المالية. شهدت أسواق العملات العالمية ازدهارا وتكاملا على المستويين المحلي والدولي على حد سواء مدعومة بتخفيف وإزالة القيود المحلية والدولية وكذلك انتشار مبدأ عولمة التجارة والأسواق المالية والتقدم الهائل لوسائل الاتصال وتكنولوجيا المعلومات (Allen,L.,1997).

العوامل المؤثرة على أسعار تداول العملات العالمية:

- تتأثر العملات العالمية بعدة عوامل سياسية مثل التأميم أو المصادرة أو التغيير الفجائي لقوانين الدولة من حيث ربط

سعر العملة بعملة عالمية معينة أو تحديد سعر صرفها، أو سن قوانين ضريبية على الاستثمار وغير ذلك مما يؤثر على العائد المتوقع للمستثمرين والذي قد يسبب أحجاما على التعامل بهذه العملة. وقد تكون هناك بعض القوانين التي تقنن من خروج ودخول العملة لبلد معين.

(Livingston, M., 199)

- كما تتأثر العملات بعوامل اقتصادية مثل ارتفاع معدل التضخم أو الإخفاق في أداء الديون بأنواعها الحكومية أو الأفراد (أزمة القطاع العقاري الأمريكي الاخير 2008) وكذلك حدوث الخلل في ميزان مدفوعات البلد، ارتفاع معدلات البطالة. ومن ذلك أيضا استبدال لأحد العملات بواحدة أكثر ثباتا مما يرفع الطلب عليها وبالتالي ارتفاع سعر هذه العملة (Jeanne&Rancier,2005).
- الحالة السوقية (Market psychology) وسلوكيات المستثمرين (Flights to Quality) تؤثران على أسعار صرف العملات التي يعتقد المستثمرون إنها أقوى من غيرها وهي بذلك ترتفع عن أسعار العملات الأخرى.
- التوجهات طويلة الأمد (long-term trends) وهي أن وتيرة الأسعار للمدى الطويل تعيد نفسها ما لم يكن هناك أثر لعوامل أساسية مفاجئة.
- سلوكيات البيع والشراء (Buy the rumor, sell the fact)، وهي أن المستثمرين يتأثرون بالخبر قبل وقوعه.

- الحالة السوقية المتخمة بالبيع أو الشراء الزائد (Over bought or oversold) في هذه الحالة يتوجه المستثمرون لعكس عملياتهم بالبيع والشراء (contrarian).
- الأرقام الاقتصادية وأثرها على سلوكيات المتعاملين من حيث إيجابيات، أو سلبيات هذه الأرقام مثل: الميزان التجاري، نسبة التضخم.

2-3 أهداف تطوير المؤشرات الفنية والأساسية:

- أن الممارسة السليمة لعمليات الاستثمار المالي تعمل على توسيع أعمال أسواق المال وتزيد من كفاءة هذه الأسواق، وكذلك رسم الاستراتيجيات السليمة للاستثمار، من ذلك إجراءات التحوط المناسبة لتقليل الإخطار الناجمة عن تقلبات أسعار العملات العالمية التي تتأثر بكافة الأحداث الاقتصادية والسياسية لدول العالم، وتحقيق هذه الأهداف من خلال:
- تطوير مفهوم المؤشرات الفنية وأثر ذلك على التنبؤ بأسعار العملات العالمية.
- زيادة فهم المستثمرين للعوامل الأساسية وأثر ذلك على تقلبات الأسعار.
- تطوير مفاهيم جديدة لرسم استراتيجيات استثمارية متطورة وذلك بدمج بعض المؤشرات الفنية والأساسية التي من شأنها تطوير مفهوم الاستثمار المالي وزيادة الدقة في التنبؤ بتحركات أسعار العملات والأدوات المالية العالمية (IMF:Public Information Notice, 2003).

- تحسين كفاءة استخدام المؤشرات المالية لتحقيق المزيد من الأرباح وجذب المزيد من المستثمرين (Perira,V.F. et al, 2006).
- زيادة فرص العمل بأسواق المال وتدعيم استقرار وكفاءة الأسواق المالية مما يسهم في ازدهار المؤسسات التمويلية للعمليات الاستثمارية.
- زيادة ثقة المستثمرين بأسواق المال العالمية.
- زيادة استقرار أسعار صرف العملات العالمية (Jarle Berge, 2002).

4-2 الأطراف المعنية بالمؤشرات المالية:

هناك أطراف عديدة معنية بدقة وفاعلية المؤشرات المالية:

- **فئة المستثمرين:** هذه الفئة وعلى تنوعها فهي مصدر الحكم على مدى صلاحية المؤشرات المالية ودقة تنبؤها بأسعار صرف العملات العالمية.
- **المحللين الماليين:** هي الفئة ذات العلاقة المباشرة بأسواق المال والتي تستخدم المؤشرات المالية في تحليل أوضاع أسواق المال ودقة التنبؤ بأسعار العملات والأدوات المالية المستقبلية.
- **المؤسسات التمويلية:** هي الممول الرئيسي للعمليات الاستثمارية، وتهتم هذه الفئة بتوفر عناصر تحقيق أرباح وخفض المخاطر الاستثمارية مما يضمن لها استرداد قروضها

الاستثمارية وفوائدها المستحقة مما يشجعها على التوسع في عملياتها الاقراضية لأغراض الاستثمار بأسواق المال العالمية.

- **المؤسسات الحكومية:** وهي مصدر التشريعات والقوانين الاستثمارية، وهذه المؤسسات معنية أن يتوفر لها المعلومات التفصيلية للعمليات الاستثمارية مما يساعدها في سن القوانين والتشريعات المعتمدة على سلوكيات المستثمرين والتي هي انعكاس لمدى فهم واستيعاب المستثمرين للمؤشرات المالية واعتمادهم عليها في وضع استراتيجياتهم الاستثمارية. (Jackson., Article, 2008)

5-2 التحليل المالي:

التحليلات المالية تساعد المستثمرين على استطلاع أسعار الأوراق المالية والسلع السلفية ويعتمدون عليها في بناء إستراتيجية الاستثمار للفرات الزمنية المقترحة القصيرة والتي تصل إلى بضع ساعات أو أيام أو قد تصل أسابيع التحليل المالي الأساسي يمثل الركيزة الأساسية في عمليات الاستثمار المالي .

وعليه فإن المستثمرين الذين لا يابهن المؤثرات الأساسية في الاقتصاد للأقطار الذين يتعاملون لعملاتها فإنما يقومون بعمليات مقامرة فقط تعتمد على ضروب الحظ وارتكاب المخاطر تتركز التحليلات الأساسية لتجارة العملات والأدوات المالية وهي التي بموجبها تتوجه العملات صعوداً وهبوطاً، ومن العوامل الأساسية المهمة هنالك العوامل الاقتصادية مثل نسبة البطالة والتضخم نسبة الفائدة وهناك العوامل الأساسية التي تؤثر على توجهات البلاء وإنفاقها وهناك بسيئة العمل وقوانين العمل مثل قوانين تشجيع

الاستثمار وهذه العوامل مجتمعة أو انفرادية تؤثر على قوي العرض والطلب لل عملات. أما التحليلات الفنية فهي تساعد المستثمرين على وضع برامجهم الاستثمارية المبنية على منهجية معينة مثل إتباع الوتيرة لحركة أسعار العملات لفترة تاريخية معينة ، إنها قد تعود لمثلها (Trend analysis) وهناك سلوكيات بعض المستثمرين الذين يبيعون ويشتررون كغالبية المستثمرين (Follow the herd) ومن شأن هذه المؤشرات زيادة معرفة المستثمرين بتوجهات حركة العملات المستقبلية ومن ثم التوجه لأفضل الطريق لتحقيق أعلى عائد ممكن.

الغالبية العظمى من المستثمرين بأسواق العملات والسلع العالمية يستخدمون التحليلات المالية الأساسية والفنية، ولكن نسبة بسيطة منهم تستطيع تحقيق أرباحا ذات معنى (10% - 20%).

أن الممارسة التقليدية للمستثمرين بإتباع المؤشرات على حرفيتها أي استخدام المعادلات الرياضية والمؤشرات المبنية على حقائق سابقة أثرت في الأسواق وأدت إلى ارتفاع أو انخفاض تلك العملات . أن العوامل المؤثرة على أسعار صرف العملات والأدوات المالية الأخرى متنوعة وذات آثار مختلفة، وإن دور المؤشرات الفنية هو إرشاد إلى توقف المستثمرين عند نقاط معينة لوقف تزييف الخسارة أو الاكتفاء بتحقيق ربح معين . أن الاعتماد الكلي على المؤشرات دون الالتفات إلى وجود عوامل أخرى ومؤثرات قد تحصل بعد إجراء الدراسات الفنية والأساسية مما يعكس أوضاع أسعار العملات من ارتفاع إلى انخفاض وعليه فإنه على المستثمر التحوط لمثل هذه المفاجآت وإعطاء أوامر لتحقيق أثر الانخفاض، وضع أوامر لوقف الخسارة وكذلك عدم الإسهاب والاستمرار في حالة ارتفاع الأسعار لحالاتها لأنه لا يمكن للأسعار الاستمرار بدون توقف وعليه يجب على المستثمر أن يضع

حداً معقولاً للربح وبعض أوامر لتحقيق ذلك والعملية المطلوبة في حالات الاستثمار بالعملة العالية هو إدارة مخاطر هذه التجارة. إن كافة قوى السوق يتم أخذها بالاعتبار لمعرفة توجهات الأسواق وحركة أسعار العملات. حيث أن هناك عدة مؤثرات أساسية منها الاقتصاد والسياسة والطبيعة وغيرها.

- التحليل الفني لا يتدخل في عمل المؤثرات الأساسية حيث أنها هي القوى التي تضع أسعار العملة في نصابها السوقي وعمل التحليل الفني يتبع التحركات النهائية للعملات والأدوات المالية في الأسواق فقط (Stop – loss order) .

- هناك عدة توجهات ذات وتيرة معينة لتحرك أسعار صرف العملات وهذه النماذج السوقية معروفة للمستثمرين والمحللين الماليين .

الرابطة بين المؤشرات المالية والأداء المالي:

أن الممارسة السليمة لعملية الاستثمار المالي والتي تعتمد على الاستخدام الجيد للمؤشرات المالية والتحليل المالي، تعمل على جذب المزيد من المستثمرين وزيادة حجم الاستثمارات المالية مما يدعم الهيكل المالي والاقتصادي للبلد وذلك من خلال:

- أداء استثماري جيد ناجم عن استخدام الأدوات الاستثمارية المناسبة.
- خفض المخاطر المالية وذلك بإتباع المستثمرين للطرق العلمية في رسم الاستراتيجيات الاستثمارية والمعتمدة على التحليل المالي السليم واستخدام المؤشرات المالية المناسبة. (Dempster,

M.A.H. et al, 2001)

- زيادة فرص الاستثمار بالحصول على تمويل جيد للعمليات الاستثمارية وتحقيق أرباح جيدة مما يحقق نمواً مالياً واقتصادياً للبلد، والذي يرفع من مستوى الدخل القومي وزيادة العمالة.
- تطوير المزيد من علاقات التعاون بين أصحاب المصالح مما ينتج عنه تقوية العلاقات مع المجتمع وتحسين البيئة.

6-2 العوامل الفنية والمخاطر المالية:

-(Technical Indicators and Financial Risk):

- يعتبر تحقيق الربح وتقليل مخاطر الاستثمار من العناصر الأساسية لاستمرار عملية الاستثمار المالي وبقاء المستثمرين أعضاء عاملين في أسواق المال.
- أن اعتماد المستثمرين على المؤشرات المالية لوحدها قد تقود لخسارات كارثية، حيث أنه لا بد من ربط الأحداث العالمية على اختلاف أنواعها بعمليات الاستثمار.
- أن المؤشرات المالية تعمل بكفاءة ودقة في حال استقرار الأحوال الاقتصادية والسياسية للبلد، كما أن دقة التنبؤ لهذه المؤشرات تبقى محدودة نظراً للأحداث العديدة الغير متوقعة (Coudert, V., 2008).&Gex, M., 2008)
- المؤشرات المالية تساعد المستثمرين على استطلاع الأسعار المستقبلية للأدوات المالية والسلع الإستراتيجية كم أنهم يعتمدون عليها في بناء إستراتيجية الاستثمار للفترات الزمنية المتفاوتة من بضع دقائق وساعات إلى بضع أيام أو أسابيع.

- تتركز التحليلات الأساسية على معرفة الأسباب الموجهة والمؤثرة في أسعار صرف العملات والسلع وبأثر هذه القوى تتوجه الأسعار صعوداً أو هبوطاً المؤشرات الأساسية (fundamental) تعطي تنبؤات لأسعار العملات للحاضر والمستقبل المتوسط والبعيد حيث أنها تعتمد على عوامل اجتماعية واقتصادية وسياسية. العوامل الاقتصادية مثل نسبة البطالة ونسبة التضخم وكذلك نسبة الفائدة، هناك أيضاً العوامل السياسية التي تؤثر على مجالات الإنفاق والاستقرار السياسي والأمني للبلد، كما أن هناك بيئة العمل والاستثمار والقوانين المتعلقة بذلك وقوانين تشجيع الاستثمار. أن هذه العوامل مجتمعة يكون لها أثر فاعل على قوى العرض والطلب (Chung, J. & Hong, Y., 2007).
- المؤشرات الفنية تساعد المستثمرين على ترتيب برامجهم الاستثمارية المبنية على منهجية معينة ومتأثرة بسلوك استثماري مثل إتباع وتيرة الاستثمار (Trend Strategy). فاعلية المؤشرات الفنية (technical) تتركز على التنبؤ بوتيرة تحرك الأسعار للأجل القصيرة (أقل من ثلاثة أشهر). وهذه الإستراتيجية تفترض بأن أسعار العملات والأدوات المالية تعود لوتيرتها التاريخية.
- هناك أيضاً سوكميات أخرى مثل تقليد مستثمرين آخرين أو ما يسمى بسلوك القطيع (Follow The Herd)، وغير ذلك من الاستراتيجيات وهي عديدة. أن استخدام هذه المؤشرات وغيرها من شأنه زيادة معرفة المستثمرين بتوجهات حركة أسعار العملات المستقبلية والتي تقود المستثمرين لأفضل الطرق لتحقيق أعلى عوائد (www.Easy.Forex.com).

7-2 بيان الخلفية النظرية لموضوع الدراسة وبيان ما أسهم به الباحثون في الدراسات السابقة:

- الأدب النظري والدراسات ذات الصلة:

- لقد شهدت الفترة من أواخر القرن الماضي ومطلع القرن الحالي العديد من الأبحاث المتعلقة في مجال أسواق العملات العالمية والعوامل المتعددة التي تؤثر في استطلاع الأسعار المستقبلية لأسعار العملات الأجنبية:

- 1- G. B. Wickremasinghc, 2004 Efficiency of foreign Exchange Markets: Developing Country perspective:

- قام الباحث بإجراء اختبارات على فرضيات الفرضية الضعيفة وشبه القوية وكفاءة أسواق تبادل العملات والأدوات المالية في سيريلانكا ، وذلك باستخدام ستة مجموعات من أسعار تبادل العملات الأجنبية .

- تم اختبار الفرضية الضعيفة لكفاءة الأسواق باستخدام اختبارات وحدة الجذور والفرضية شبه القوية باستخدام اختبارات Granger ودرجات التكامل المرادفة للأسباب والمسببات وتحليل درجة) الانحراف (Covariance)، وبنيت الدراسة بأن سوق سيريلانكا لتبادل صرف العملات العالمية يتبع النموذج الضعيف لكفاءة الأسواق المالية . واطهرت النتائج وجود أدلة على رفض الفرضية الشبه قوية لكفاءة الأسواق . ولقد كان لنتائج الدراسة أثر في التوجهات المالية للحكومة السيريلانكية وأصحاب العلاقة بأسواق العملات العالمية في سيرلانكا.

-2 Giannellis.N &Papadopoulos A- Jan 2008 في دراسة

أجراها: تعرف الورقة البحثية بدائل لاختبار كفاءة أسواق صرف

العملات العالمية للدول النامية ، من أساسيات كفاءة الأسواق هو توفر تام للمعلومات عن الأوضاع المالية الاقتصادية وابتكارها على أسعار الصرف . وإذا تحقق ذلك فإن أسعار العملات سوق تتمحور حول أسعار التوازن equilibrium rates .

وعليه فإن أسعار الصرف اللحظية (spot rates) ينحرف عن سعر التوازن بمقدار مكونات المعلومات اللحظية للفترة الزمنية فقط (وهو ما يسمى بعملية الضجيج الأبيض) أو (white noise process) . وقد تم تطبيق الاختبار على ثلاثة إقطار من وسط أوروبا وثلاثة من أوروبا الشرقيين من أعضاء الاتحاد الأوروبي قام الإخوان باستخدام نموذج LSTAR(logistic,smooth, transition, auto-regression model) لإيجاد أي دليل على عدم وجود توافق بين التعديلات في مسلسل اللاتوافق . وجد الباحثون أن اختبار وحدة الجذر الخطي linear Unit root Test توحى بأن سوق تبادل عملة بولندا واليورو هو سوق كفؤ بينما سوق تشيكيا مع اليورو ليس كفؤاً ولكن عملة سلوفاكيا مع اليورو شبه كفؤ .

3- في دراسة أجراها الباحثان Anna serbento & Sevtlozar T.

Intraday spot foreign exchange : بعنوان : Rachev, 2008

:market, Analysis of efficiency. Liquidity and volatility.

تركز البحث على كفاءة وسيولة ومخاطر السوق التي يتعرض لها المستثمر اليومي وبالذات فيما يتعلق بتكرار البيانات للمتاجرة اليومية . وجدت الدراسة أن السوق كفؤاً للفرضية الضعيفة للكفاءة مما يعني أن التحليل الفني للأسواق لا يحقق فوائد فوق الاعتيادية للمضاربة بالأسعار العالمية ولكن وبالتحليل الأساسي أمكن تحقيق عائد فوق المتوسط .

كما اثبت البحث أن السوق الفورية لتجارة العملات يحقق أعلى سيولة وان هذه السيولة ليست معتمدة على أسواق الجوار ، كما اثبت البحث أن هناك خمسة مقاييس للمخاطر تم إظهارها لتبين أن محلية المتاجرة المستندة على قاعدة كبيرة من البيانات مثل البيانات لكل دقيقة، تختلف عن دقة البيانات التي يجمع كل آخر يوم . أن تذبذب السوق اثبت انه يحدث في بداية أول ثلاثون دقيقة من يوم التداول وعند الإغلاق لعملية التداول .

كما أثبتت الدراسة بأن سوق العملات العالمية عالي التذبذب وبالذات عند البيانات ذات التكرار العالي .

4- Antonis A. Demos and Charles AE. Good hart في دراسة
 أجراها بعنوان: The interaction between the frequency of market quotations, spread and volatility in the foreign exchange market 1996 Volatility ومعدل فارق السعر (spread) أفترض الباحثان وجود علاقة بين التذبذب للبيع والشراء وعدد طلبات التسعير quotations وذلك في أسواق العملات الفورية.

وتضمنت عملية التقدير للعلاقة خطوتان : الخطوة الأولى تتعلق بالعلاقة الناجمة (optimal) بين هذه المتغيرات والتي تحدد بواسطة طريقة تعظيم الانحراف الغير مشروط Unrestricted variance والخطوة الثانية تستخدم طريقة أقل المربعات ذات المرحلتين (Two-stage least squares ، وذلك لتقدير المتغيرات المتحولة بنموذج المعادلات التلقائية Simultaneous equation system frame work كانت نتيجة الدراسة بأن عدد عمليات التسعير quotations على تقدير نشاط السوق

الفورية. وكذلك فإن عدد التسعيرات وعدد المحاولات الوهمية تعمل على تقليل تأثير حالات الارتداد التلقائي. Heteroskedasticity.

وقام الباحثان بدراسة جوانب النموذج ومداخلته ومؤشراته على نظريات المعلومات المالية .

كما اثبت الباحثان بأن زيادة عدد المشاهدات لنفس الفترة الزمنية كان لها أثر ايجابي على تحديد نسبة التذبذب ومعدل المسافة بين سعري البيع والشراء (Price spread).

5- في دراسة أجراها Peter G. Szialgyi & Jonathan Batten : Arbitrage, covered interest parity and long – term Dependence between USD and JPY. 2006.

استخدم الباحثان جداول أسعار من عام 1983 – 2005 لأسعار الصرف الفورية والآجلة بين الدولار الأمريكي والين الياباني وذلك للفترات القصيرة وأسعار الفائدة لهذه الفترات وجد الباحثان أن حساسية تغير الأسعار المحتسبة وتلك الحقيقة لهذه الفترة عدة نتائج أهمها : وجود فارق ذا أهمية بين الأسعار المحتسبة وتلك الحقيقية . بحيث أن هناك فجوة يفترض خلالها قناصوا الفرض بحيث يتم بافتراض الدولار وإقراض الين وتحقيق عائد جيد بدون مخاطر (Arbitrage) .

1- ولكن هذه الفروضات أخذت بالنقصان إلى أن انتهت في العام 2000 ويغزو الباحثان ذلك إلى تطور أساليب المتاجرة بالعملات نظراً لظهور وسائل الاتصال السريعة مثل الانترنت والتقدم التكنولوجي لعمليات المتاجرة بالعملات .

2- يظهر التحليل أن آية تغيرات في أسعار الفائدة خلال يوم التداول بين أسعار الصرف يكون لها أثر اكبر على ازدواجية نسبة الفائدة (Covered Interest parity) من اثر تذبذب أسعار صرف العملات نفسها .

3- أن بيان اثر انحرافات ازدواجية نسبة الفائدة للمدى الطويل اظهر وضوحاً كبيراً في ازدواجية نسبة الفائدة للمدى الطويل اظهر وضوحاً كبيراً في ازدواجية نسبة الفائدة أكثر من التذبذب السعري (Volatility)

4- دراسة **Oberlechner (2001) بعنوان: "Importance of Technical and Fundamental analysis in the European exchange market"**

استخدم الباحث استبانة بحثية وقام بمقابلات إحصائية ، وقد أظهرت البيانات والتحليلات الأساسية للمستثمرين بالعملات الأجنبية في كل من فرانكورت، لندن، فيينا، وزيوريخ أن معظم المتاجرين يقومون باستخدام الرسوم البيانية والتحليلات الأساسية لاستطلاع أسعار العملات الأوروبية. وبحسب الباحث فان الاعتماد على العوامل الفنية والأساسية قد ازدادت في العشر سنوات الأخيرة، وكان التركيز على العوامل الفنية أكثر من الأساسية، وهذا يؤيد الاعتقاد بتأكيد اعتماد المستثمرين على التحليلات المالية الفنية والأساسية لمساعدتهم في استطلاع أسعار العملات الأجنبية.

**5- في مقالة بحثية ل Menkhoff & Gehrig (2006) بعنوان :
"Extended evidence on the use of Technical analysis
"in foreign exchange**

هذه الدراسة هي استكمال لدراسات سابقة حول استخدام التحليل الفني باستخدام التحليل الانسيابي (Flow Analysis) كمصدر لتكوين المعلومات. المشمولون بالدراسة هم فئة المتعاملون بالعملات الأجنبية (Foreign Exchange Dealers) والمدراء الماليون. اكتسب هذا النوع من التحاليل أهمية وأصبح من أكثر أنواع التحليل انتشاراً، وأصبح التحليل الفني من أكثر العوامل المالية أهمية بتجارة العملات الأجنبية. استخدم الباحثون الرسوم البيانية لاستطلاع الأسعار للمدى القصير والتحليلات الأساسية للمدى الطويل. وظهر البحث خلافاً جدياً حول اختيار العوامل الفنية أو الأساسية. أكد البحث اهتمام الباحثين بالتركيز على استخدام المؤشرات الفنية لاستطلاع أسعار العملات أكثر من المؤشرات الأساسية.

**6- دراسة Liu & Jia (1991) بعنوان: A variance ratio; Test of
:"Random Walk in Foreign Exchange Rates**

أجرى الباحثان الدراسة باستخدام نسبة الانحراف الأحادية الانتشار (Hetero Scedasticity) والعديدة الانتشار (Homo Scedasticity) أجريت الدراسة على خمسة مجموعات ثنائية لقوائم أسعار العملات الأجنبية للفترة من 1974/8/7-1989/3/92، وفي كلا الاختبارين تم رفض مبدأ السير العشوائي لتحرك أسعار العملات الأجنبية. وبذلك

ألقيت ظلال من الشك على فرضية السير العشوائي. وهذه دعوة لإجراء أبحاث لتأكيد الفرضيات البديلة، أو نقضها .

7- دراسة Hugnes& Bjorn land بعنوان: "The importance of interest rates in forecasting the exchange rates of foreign currencies"

قام الباحثان بإجراء دراسة مقارنة بين استطلاع الأسعار المستقبلية للعملات الأجنبية باستخدام ازدواجية نسبة الفائدة (Interest Rate Parity) مع مجموعة أسعار مستقبلية حسب استخدام نماذج مختلفة. (أجريت على أسعار صرف الكورون النرويجي). تبين أن الأسعار بينت العلاقة بصورة ضعيفة ولكنها ثابتة لكافة الحالات، وقد فاقت هذه فرضية السير العشوائي لاستقراء الأسعار في بعض آفاقها، وهذا يدل على جدوى استخدام (Interest Rate Parity) في استطلاع الأسعار المستقبلية للعملات الأجنبية.

8- دراسة Aysoy and Balaban (1996) بعنوان : "Term Structure of Volatility in the Turkish Foreign Market"

قام الباحثان بتطبيق مفهوم تذبذب أسعار العملات في دولة نامية مثل تركيا. تمت مقارنة التذبذب المتحقق (Realized Volatility) والتذبذب الضمني (Implied Volatility) وذلك ضمن فرضية السير العشوائي لأسعار العملة التركية مقابل عمليتي الدولار الأمريكي والمارك الألماني، ومقارنة ذلك بالمشاهدة اليومية لتغير هذه الأسعار للفترة من 1981—1995. أثبت البحث ان التذبذب يزداد بنسبة اقل من

الجذر التربيعي لعامل الزمن للفترات القصيرة، ويزداد بنسبة تزيد عن الجذر التربيعي لعامل الزمن للفترات الطويلة. هذه النتيجة تتعارض مع فرضية السير العشوائي، كما اعتبر ذلك بمثابة رفض للنموذج الضعيف لكفاءة السوق (EMH, Weak form)، وهذا يشير بوضوح لوجود تأثيرا ذا معنى لتذبذب حركة أسعار العملات الأجنبية واثّر ذلك في الاستطلاع أسعارها المستقبلية. وهذا يضيف عنصرا جديدا لمزيد من البحوث لتأكيد هذه النتائج أو دحضها.

9- دراسة Bonser,etal (1999) بعنوان: "Central Bank Intervention and the Volatility of Foreign Exchange Rates"

تهدف الدراسة لبيان اثر تدخل البنك المركزي حركة تذبذب مرحلي متوقع لأسعار صرف عمليتي المارك الألماني والجنية الإسترليني مقابل الدولار الأمريكي، وذلك للفترة من 1985-1991 استخدم الباحثون تقديرات تذبذب ضمنية سابقة استخدمت لخيارات أسعار العملات المذكورة، وتم تحييد العوامل الأخرى المؤثرة على عملية التذبذب لحصر النتائج. نتيجة البحث أكدت بأن هناك اثر لتدخل البنك المركزي يعمل على زيادة تذبذب أسعار العملات، وفي أحسن الأحوال لا يكون للبنك المركزي تأثير ذا معنى، وباعتقاد الباحثين فان هذه الدراسة لم تقم بدراسة التذبذب المباشر لأسعار العملات مما يعزز الاعتقاد بضرورة إجراء دراسات مباشرة لبيان درجة الأثر الحقيقي للتذبذب الضمني على أسعار العملات الأجنبية.

10- دراسة Minho and Minchoul (2003) بعنوان : Implied Volatility Dynamics in the Foreign Exchange Markets

تهدف الدراسة لاختبار حركة التذبذب الضمني (Dynamics of Implied Volatility) لخيارات العملات الأجنبية. أجريت عدة اختبارات في مجال التذبذب الضمني في أسواق الأوراق المالية وأسواق الفائدة، ولكن القليل من هذه الاختبارات أجريت في أسواق العملات الأجنبية.

أشارت النتائج إلى أن المتعاملين بأسواق العملات يتوقعون وجود ذبذبات ضمنية عالية في حال تأرجح العملات بدرجة عالية، وذلك بغض النظر عن الاتجاه، أي أن هناك تأرجح وحدث عدم تأكيد في الأسعار كنتيجة لذلك (Uncertainty). ولدى قياس التذبذب الضمني لأسعار العملات، وجدت الدراسة أن التذبذب الضمني يكون كبيرا بصفة عامة عندما يكون تأرجح الأسعار عاليا. وقد أشارت النتائج أن هناك اتجاها لوجود جيوب نماذج ضعيفة بينها. كما أشارت الدراسة على وجود صعوبة في تحقيق أرباحا استثنائية للمحافظ الاستثمارية المعتمدة على نماذج التذبذب الضمني فقط. وهذا ما حدا بالباحثان القيام بدمج عامل التذبذب الضمني بعامل ازدواجية نسبة الفائدة لاستطلاع أسعار الأوراق المالية واختبار الأثر المزدوج لها. وهذا البحث من البحوث القليلة التي أمكن الباحث الحالي من الحصول عليها والتي تجمع الأثر المزدوج لازدواجية نسبة الفائدة والتذبذب الضمني لأسعار

الأوراق المالية، وهذا يعزز ضرورة البحث في الأثر المزدوج لكلا العاملين السابقين في استطلاع أسعار العملات الأجنبية.

11- دراسة Sarantis (2006) بعنوان: "Testing the uncovered interest parity using traded volatility, a time-varying risk premium and heterogeneous expectations"

قام الباحث بإجراء دراسة تجريبية (Empirical Testing) على خيارات مجموعة العملات العالمية الرئيسية مقابل الدولار الأمريكي، وذلك لبيان اثر ازدواجية نسبة الفائدة الغير مغطاة (Uncovered parity) مجتمعة مع المخاطر المستقبلية على أسعار السندات الحكومية تبعا لتغير أسعار الفائدة، وتذبذب أسعار صرف العملات الأجنبية مستخدما نموذج العلاقة الازدواجي (uncovered interest parity) (Non linear). وقد دعمت نتيجة البحث النموذج المستخدم، كما اثبت أن التذبذب العالي للعملات ينتج عنة ذبذبة في الأسعار.

12- في دراسة Evans & Lyons بعنوان : Foreign Exchange Markets; An Overview of Special Issue

قدم الباحثان ثلاثة أوراق بحثية تتعلق باثر ازدواجية نسبة الفائدة الغير مغطاة (Uncovered Interest Prity, UIP) وبالرغم من أن هذه الأبحاث لم تعط أدلة كافية لمفهوم الازدواجية الغير مغطاة (UIP) والتي تزداد أثرا في حالات استخدام بيانات مالية حديثة أو أحيانا لأجل طويلة أو لأسواق نامية. لقد استخدم الباحثون بيانات مالية لقياس أسعار صرف العملات، اثنان منها لدراسة أسعار صرف العملات

العالمية والتي أظهرت أثرا مهما للتدخلات من قبل السلطات المالية في تلك البلدان التي ضمتها الدراسة، وكذلك الأحداث ذات الأثر المالي وذلك بصورة أفضل من السابق. لقد أضافت هذه الدراسة مفاهيم جديدة للجيل الجديد من المستثمرين، وقدمت تفسيراً للعلاقة بين سلوكيات المستثمرين والبيانات الاقتصادية المنشورة في هذا المجال. وهذا ما فتح المجال لمزيد من الدراسة لسلوكيات المستثمرين من خلال تزويدهم بالمؤثرات الاقتصادية الكلية (Macroeconomic Influences) على أسعار صرف العملات للمدى القصير.

كم أثبتت الدراسة بأن الزيادة في أسعار صرف العملات الحقيقي يمكن استنباطها من نماذج تسعير بعض الموجودات المالية والتي ترتبط ارتباطاً وثيقاً بمجال مضاربات العملات، العوامل الأساسية والمؤسسية (Fundamental and Institutional Factors) وكذلك العوامل الاقتصادية ذات الأثر الغير مباشر.

13- دراسة،Huang, and Guo(2006) بعنوان : “Covered Interest Parity and Market Volatility: Asian Evidence”

تناولت الدراسة إجراء اختبار تجريبي(Empirical test) لقياس اثر ازدواجية الفائدة المغطاة، من خلال نموذج إحصائي معد، على نسبة حركة رؤوس الأموال وتذبذبها في سبعة مراكز اقتصادية شرق آسيوية بينت الدراسة أن كلا من هونج كونغ وسنغافورة اثبتا انسيابا لرؤوس الأموال في أسواقهما الرأسمالية، بينما باقي المراكز الاقتصادية أظهرت انفتاحا محدودا.وبينت الدراسة أن هناك تكاملا

ماليا فيما بين هذه المراكز الاقتصادية نتيجة لتحرر هذه الأسواق. وباستثناء هونج كونج ، فان نسبة حركة رؤوس الأموال بين هذه الأسواق لم تعد لحالها السابق لازمتها الاقتصادية. وهذه الدراسة ستفيد الباحث من حيث فكرة دمج عاملي ازدواجية نسبة الفائدة مع التذبذب الضمني لأسعار العملات.

14- دراسة (Bhar, etal 2003) بعنوان : "Exchange rate volatility and its impact on the transaction cost of covered interest parity"

قدم الباحثون أدلة تجريبية (Empirical evidences) للعلاقة بين تذبذب أسواق العملات الأجنبية وازدواجية الفائدة المغطاة لمدة 90 يوما (90-day covered interest parity) لسعر صرف الين الياباني مقابل الدولار الأمريكي. تم استخدام نموذج ماركوف لأحداث متسلسلة زمنية لاحتمالات ذبذبة العملة، والقيام باستخدام هذه المتسلسلات لبيان الأثر الأساسي والثانوي لكمية الانحراف اليومي لحالات الصرف المغطاة. تم رصد علاقة ايجابية بين كمية الانحراف واحتمالات موجات التذبذب، وقد أشارت النتائج إلى زيادة احتمالية حالة التذبذب المرتبطة بموجات الانحراف (الانحراف الابتدائي والثانوي) عن الحالات الازدواجية. لقد بينت الدراسة أن هناك زيادة في تذبذب سعر صرف الدولار الأمريكي مقابل الين الياباني وهذه الزيادة مرتبطة بدرجة هبوط سعر الدولار أكثر من ارتفاعه، كما بينت الدراسة أن هناك علاقة بين هبوط سعر الدولار مع اتساع مستويات العمليات مما يزيد من عمليات عدم التأكد لحالات هبوط سعر الدولار.

15- دراسة Yu-Hon Lui & David Mole (1998) بعنوان: "The use of fundamental and technical analyses by foreign exchange dealers, Hong Kong Evidence"

تظهر هذه الدراسة نتيجة استبانته أجريت عام 1995 حول استخدام متعاملي البورصة في هونج كونغ للتحليلات الأساسية والفنية في استطلاع أسعار العملات العالمية.

بينت الدراسة أن 85% من المتعاملين يعتمدون على كلا التحليلات الأساسية والفنية وذلك للمدنيين الطويل والمتوسط، وقد بينت الدراسة أن هناك حيودا حول اعتماد المتعاملين على التحليلات الفنية أكثر من الأساسية للمدى القصير، ولكن هذا الحيود يزول في حال تحول المدى القصير إلى متوسط أو طويل.

كما بينت الدراسة بأن التحليل الفني أظهر فائدة أكبر في معرفة توجهات أسعار العملات عن التحليل الأساسي.

كما أثبتت الدراسة أن نسبة الفائدة لها أهمية في التنبؤ بأسعار العملات المستقبلية.

وقد بينت الدراسة أيضا بأن معدل السعر المتحرك (Moving Average) هو من المؤشرات الهامة للتنبؤ بتوجهات أسعار العملات العالمية.

16- دراسة Alan T. Yong، 2006 ، بعنوان: "Does Implied Volatility of Currency Futures Options Imply Volatility of Exchange Rates?"

ركزت الدراسة على المقارنة بين العلاقة الهيكلية للتذبذب الضمني بين معدلات أسعار العملات العالمية والخيارات المستقبلية لهذه العملات.

لقد بينت الدراسة أن العلاقة بين الخيارات ذات الاستحقاق الطويل المدى وعملية تذبذب أسعار العملات أقوى من العلاقة بين الخيارات ذات الاستحقاق القصير المدى وعملية تذبذب أسعار العملات العالمية. وأثبتت الدراسة أن معدل تغير التذبذب الضمني للخيارات للمدى القصير أعلى من معدل تغير التذبذب الضمني للمدى الطويل لهذه الخيارات. وهذا بدوره يؤثر على فارق أسعار العرض والطلب لهذه الخيارات للمدى القصير أكبر من تأثيره على فارق أسعار الخيارات للمدى الطويل وبالتالي فهو أقل تأثيراً على تذبذب أسعار العملات للمدى الطويل.

17- دراسة Keith Gundhus 2006 بعنوان: "Implied Volatility"

"Skews in Foreign Exchange Markets"

أشار الباحث بوجود حيود في مقدار التذبذب الضمني في أسواق صرف العملات العالمية. وفي هذه الدراسة أجري البحث على عمليتي الين الياباني والجنية الإسترليني للفترة 1997-2002 وقد استخدم الباحث المعامل $N(d1)$ في معادلة Black-Schole للخيارات --- . وقد أثبت البحث وجود ترابط (correlation) بين انحراف مستوى التذبذب الضمني لأسعار صرف العملات المذكورة ومعدل تذبذب أسعارها. كما أثبت الباحث أن هناك علاقة طردية بين ارتفاع سعر العملات المعنية (الين الياباني والجنية الإسترليني) ومقدار حيود التذبذب الضمني له.

Higher Skew levels for JPY and GBP with their "stronger uptrend".

كما أشار الباحث إلى أن العلاقة الطردية بين حيود التذبذب الضمني للين الياباني كان أعلى منه للجنية الإسترليني.

18-دراسة : Alexandra Horobet,Sorin Dumitrescu,and

“Uncovred : بعنوان Dan G. Dumitrescu (2009)

:"Interest Parity and Financial Market Volatility

بينت الدراسة العلاقة بين أسعار صرف العملات وفرق نسبة الفائدة وذلك باستخدام نموذج ازدواج نسبة الفائدة الغير مغطى (Uncovred Interest Parity, "UIP") ، وذلك بأخذ درجات تذبذب أسواق الصرف وأسواق رأس المال. استخدم الباحثون ثمانية عملات منها خمسة لبلدان أوروبا الشرقية وهي : رومانيا، تشيكيا، بولندا، روسيا، وتركيا كإضافة إلى عملات ثلاثة دول متقدمة هي : سويسرا، اليابان، وبريطانيا؛ مقابل الدولار الأمريكي. استخدم الباحثون معادلة الانحدار (Regression) لبيان أثر درجة التذبذب السوقي (Market Volatility) وذلك لاختبار ازدواج نسبة الفائدة (UIP) . توصل الباحثون إلى أن ازدواج نسبة الفائدة ليست ذات فاعلية مطلقة لكامل فترة الدراسة، وذلك بأخذ درجات التذبذب القصوى للأسواق. ووجد الباحثون أن أسعار صرف العملات تتبع نموذج ازدواج نسبة الفائدة، كما وجد الباحثون أن العلاقة بين ازدواج نسبة الفائدة وأسعار صرف العملات تتبع علاقة متغيرة. كما أن هناك علاقة موجبة بين معدل تغير نسبة الفائدة اليومي وأسعار صرف العملات. إضافة إلى ذلك فقد أثبتت الدراسة أن ارتفاع درجة التذبذب السوقي يعمل على اتساع فارق

صرف العملات (Bid Ask Spread) كما ويغير سعر الصرف تبعا لذلك ، ومن نتائج البحث أيضا إن ارتفاع درجة تذبذب الأسواق يرفع من أسعار صرف العملات ذات العائد المنخفض ويعمل على انخفاض أسعار صرف العملات ذات العائد العالي.

21- دراسة (2003) Minho Kim and Minchoul Kim ،

بغوان: Implied Volatility Dynamics in The Foreign :"Exchange Markets"

أثبت الباحثان أن توجهات المستثمرين في أسواق العملات أنهم يتوقعون - ذبذبا مستقبليا عاليا عندما يتأرجح فارق أسعار صرف العملات (Bid-Ask Spreads) بصورة كبيرة وذلك بغض النظر عن توجه هذا التآرجح مما يوحي بزيادة في الشك في ثبات الأسعار (Uncertainty) والتي يمتن قياها بألية التذبذب الضمني حيث أن درجة التآرجح ترتفع عندما تكون حركة أسعار الصرف عالية؛ كما وجد الباحثون أن المعلومات العامة (Public Information) والخاصة (Private Information) لهما تأثير كبير على ارتفاع نماذج التذبذب الضمني لحركة أسعار صرف العملات (Volatility Patterns). كما استنتج الباحثون انه من الصعب تحقيق أرباح أعلى من الاعتيادية (Unnormal Profits) للمحافظ الاستثمارية المعتمدة على قاعدة بيانات ونماذج مبنية على أساس التذبذب الضمني. (Observed Patterns of Implied Volatility).

22- في دراسة : Psaquala Della Corte; Lucio Sarno and

2009; Ilias Tsiakas بعنوان: Spot and Forward

Volatility in Foreign Exchange

تبحث الدراسة في اختبار العلاقة بين درجات التذبذب الضمني الفورية والآجلة لسوق العملات العالمية.

تم اختيار الفرضية الغير منازاة (Volatility Unbiasedness Hypothesis) وهي العلاقة المشابهة لبحث الفرضية الغير منازاة للأسعار العالمية المستقبلية (Forward Exchange Rate) ، وقد قام الباحثان باستخدام بيانات جديدة للتذبذب الضمني تم تخصيصها لتسعير الخيرات الفورية من على الطاولة (Over the Counter) ، ومن ثم تحديد أسعار الخيارات المستقبلية. وباحتساب التذبذب الضمني المقابل للعقود المستقبلية الفورية المعروفة باتفاقية التذبذب الضمني.

وقد وجد الباحثان أن هناك أثرا ذو دلالة على أن التذبذب الضمني المستقبلي هو أداة استطلاع نظامية منازاة (Systematically Biased Predictor) ، والتي تعمل على تضخيم التذبذب الضمني المستقبلي الفوري . (Future Spot Implied Volatility) .

وهذا الانحراف للتذبذب المستقبلي يولد مؤثرات اقتصادية عالية الأثر في تقديرات وتوجهات المستثمرين وتوقعاتهم لمجرى الأسعار في مقابل رهانات التذبذب والتي تدل فيما تدل على وجود علاوة أو زيادة في قيمة التذبذب الضمني المستقبلي في صرف العملات العالمية.

المساهمة العلمية لهذه الدراسة :

قامت الدراسات السابقة ببيان مفهوم العوامل الفنية المختلفة وأثرها في التنبؤ بأسعار صرف العملات العالمية المستقبلية مما ساعد في ازدهار أسواق صرف العملات.

تقوم هذه الدراسة لبيان الأثر الإجمالي لثلاث عوامل مجتمعة ، منها عاملان فنيان هما المتوسط المتحرك والتذبذب الضمني العامل الأساسي وهو ازدواج نسبة الفائدة، في أسعار صرف العملات العالمية مما يعزز الثقة لدى المستثمرين وزيادة قدراتهم لاتخاذ قرارات استثمارية صائبة ، والعمل على رفع كفاءة أسواق صرف العملات العالمية. وحيث أنه وبحسب علم الباحث فان هذه الصيغة لم يتم تناولها سابقا. ولذا فان هذه هي الدراسة الأولى التي تختبر الأثر الجماعي لعوامل فنية وأساسية مما سيكون له أثر إيجابي على بناء استراتيجيات استثمارية سليمة.