

جامعة حسية بن بو علي بالشلف
كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير
قسم العلوم الاقتصادية

مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير
في العلوم الاقتصادية
تخصص: مالية واقتصاد دولي
بعنوان:

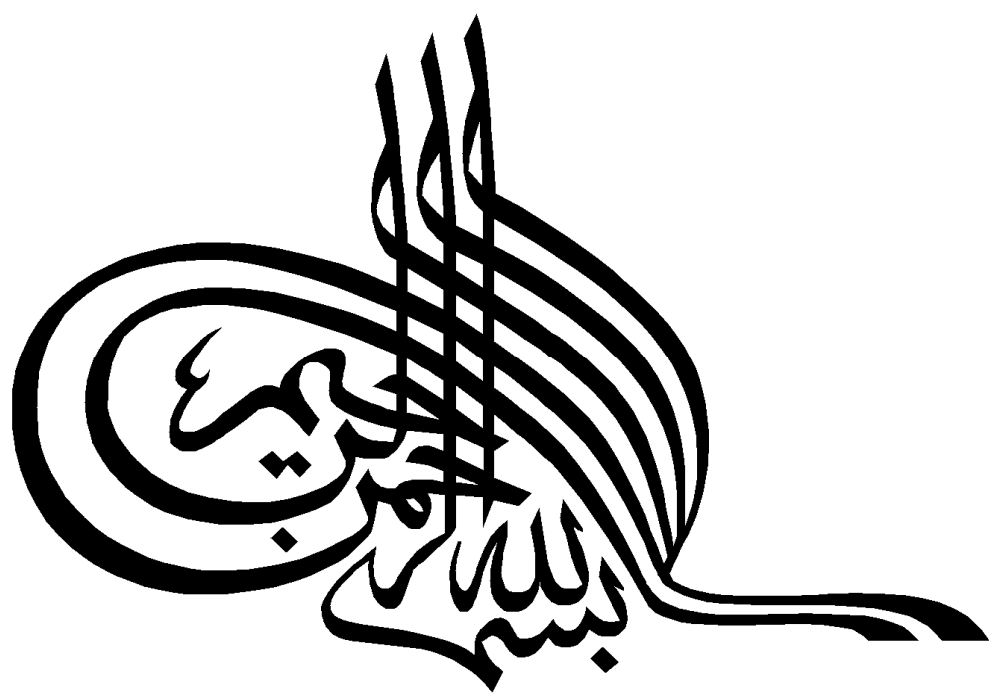
تأثير تغيرات أسعار صرف العملات على مؤشرات أسعار الأسهم في الأسواق المالية العالمية

تحت إشراف:
د/ زيدان محمد

إعداد الطالب:
يعقوبي محمد

لجنة المناقشة:

أ.د/ بلعزوز بن علي.....رئيسا
د/ زيدان محمد.....مقرا
د/ سحنون جمال الدين.....ممتحنا
د/ بربري محمد أمين.....ممتحنا
د/ بريش عبد القادر.....ممتحنا



إهداء إهداء

بسم الله الرحمن الرحيم

الحمد لله الذي سجدت له والشكر الجزيل لله عز وجل نحمده ونستعين به، والثناء على رسول الله صلى الله عليه وسلم.

إلى أعز شخصين في الوجود، إلى اللتين بذلنا كل ما في وسعهما لأتَّحصل على هذا المستوى من التعليم، إلى أمي وأختي الكريمتين.

إلى جميع إخوتي، وإلى الوالد الكريم.

إلى أخوالي وعائلاتهم، وخالاتي وعائلاتهم، وعمتي وأولادها، وإلى كل من يحمل إسم يعقوبي من قريب أو بعيد.

إلى كافة الأصدقاء الذين لم ييخلوا عليّ بمساعدتهم على القيام بهذا العمل.

إلى كل طلبة العلم، وأخص بالذكر طلبة الماجستير، تخصص مالية واقتصاد دولي بجامعة الشلف.

إلى المشرف عليّ في هذا العمل الدكتور: زيدان محمد، وإلى كافة أساتذتي الكرام.

إلى كل هؤلاء أهدي هذا العمل المتواضع.

شكر وتقدير شكر وتقدير

قال الله تعالى بعد بسم الله الرحمن الرحيم:

«... وَقَالَ رَبُّ أَوْزَعْنِي أَنْ أَشْكُرَ نِعْمَتَكَ الَّتِي أَنْعَمْتَ عَلَيَّ وَعَلَىٰ وَالِدَيَّ وَأَنْ أَعْمَلَ صَالِحًا تَرْضَاهُ وَأَدْخِلْنِي بِرَحْمَتِكَ فِي عِبَادِكَ الصَّالِحِينَ» سورة النمل، الآية 19.

قبل كل شيء أشكر الواحد الأحد الذي أعانني على دراسي هذه، وزودني بالقوة والإرادة لإتمامها.

وبصدق الوفاء والإخلاص أتقدم بالشكر والإمتنان والتقدير إلى المشرف علي في هذا العمل الدكتور: زيدان محمد، على قبوله تأطير هذه المذكرة وعلى نصائحه وتوجيهاته القيمة التي مكنتنا من إخراج هذه المذكرة في شكلها النهائي.

كما لا يفوتني أن أتقدم بالشكر والتقدير إلى السادة الأساتذة أعضاء لجنة المناقشة على قبولهم تحكيم هذه المذكرة وصرفهم جزءاً من وقتهم الثمين لأجل قراءتها، وإلى كافة الأساتذة الذين أشرفوا على تعليمي منذ بداية مشواري الدراسي إلى غاية هذه المرحلة.

كما أتقدم بجزيل الشكر والعرفان إلى أفراد عائلتي على ما بذلوه من أجلي في حياتي العامة والدراسية.

كما أتقدم بالشكر الجزيل والإمتنان إلى كافة الأصدقاء والزملاء الذين ساعدوني على إنجاز هذا العمل، وأخص بالذكر الزميل والصديق: محمد ترقو، وإلى كل من ساعدني ولو بابتسامة صادقة.

فهرس المحتويات:

الصفحة	العنوان
	الإهداء
	شكر وتقدير
	فهرس المحتويات
	قائمة الجداول والأشكال
أ-خ	مقدمة عامة
37-01	الفصل الأول: الإطار النظري والمفاهيمي لسعر الصرف
02	تمهيد:
03	المبحث الأول : مفهوم سعر الصرف
03	المطلب الأول: تعريف وأهمية سعر الصرف والعوامل المحددة له
03	أولاً: تعريف سعر الصرف
04	ثانياً: أهمية سعر الصرف
04	ثالثاً: أهم العوامل المؤثرة على سعر الصرف
05	المطلب الثاني: تقسيمات سعر الصرف
05	أولاً: معيار البعد الزمني
06	ثانياً: معيار تشريع سعر الصرف
07	ثالثاً: من حيث التعبير على قيمة العملة
08	المطلب الثالث: آثار ومخاطر سعر الصرف
08	أولاً: آثار تغيرات سعر الصرف
09	ثانياً: خطر الصرف
11	المبحث الثاني: النظريات والنماذج المفسرة لسعر الصرف
11	المطلب الأول: نظريتنا تعادل القوة الشرائية وأسعار الفائدة
11	أولاً: نظرية تعادل القوة الشرائية
14	ثانياً: نظرية تعادل أسعار الفائدة
15	المطلب الثاني: نظريات سعر الخصم، الإنتاجية، والأرصدة
15	أولاً: نظرية سعر الخصم

16	ثانيا: نظرية الإنتاجية
16	ثالثا: نظرية الأرصدة
17	المطلب الثالث: النماذج المحددة لسعر الصرف
17	أولا: النموذج النقدي لتحديد سعر الصرف
19	ثانيا: نموذج توازن المحفظة
20	ثالثا: نموذج إحلال العملة
22	المبحث الثالث: ماهية سوق الصرف
22	المطلب الأول: تعريف سوق الصرف وقواعد التعامل فيها
22	أولا: تعريف سوق الصرف
23	ثانيا: قواعد التعامل في سوق الصرف
24	المطلب الثاني: المتعاملون المتدخلون في سوق الصرف وعمليات الصرف
24	أولا: المتدخلون في سوق الصرف
25	ثانيا: أهم العمليات في سوق الصرف
26	المطلب الثالث: أسباب تطور سوق الصرف الأجنبي
26	أولا: نمو سوق الصرف
26	ثانيا: عوامل تطور سوق الصرف
28	المبحث الرابع: أنظمة وسياسات سعر الصرف
28	المطلب الأول: مفهوم وأنواع أنظمة سعر الصرف
28	أولا: مفهوم نظام سعر الصرف ومحددات إختياره
29	ثانيا: نظام سعر الصرف المرن
31	ثالثا: نظام سعر الصرف الثابت
32	رابعا: أنظمة سعر الصرف الوسيطة
33	المطلب الثاني: سياسة سعر الصرف
33	أولا: مفهوم وأهداف سياسة سعر الصرف
34	ثانيا: أشكال سياسة سعر الصرف
37	خلاصة الفصل الأول

79-38	الفصل الثاني: مؤشر أسعار الأسهم كأحد أهم مؤشرات السوق المالية
39	تمهيد:
40	المبحث الأول: مفاهيم عامة حول الأسواق المالية
40	المطلب الأول: مفهوم السوق المالية
40	أولاً: سوق النقد
41	ثانياً: سوق رأس المال
44	المطلب الثاني: خصائص ووظائف الأسواق المالية
44	أولاً: خصائص سوق الأوراق المالية
45	ثانياً: وظائف سوق الأوراق المالية
46	المطلب الثالث: المتدخلون في السوق المالية
46	أولاً: صناديق الإستثمار
46	ثانياً: الشركات والمؤسسات
47	ثالثاً: المستثمرون الأفراد
47	المطلب الرابع: الأوراق المالية المتداولة في السوق المالية
47	أولاً: الأوراق المالية التقليدية
52	ثانياً: الأدوات المالية الحديثة
54	المبحث الثاني: مداخل تحليل الإستثمار في الأسواق المالية وأهم مؤشراتها
54	المطلب الأول: مداخل تحليل الإستثمار في السوق المالية
54	أولاً: التحليل الأساسي
56	ثانياً: التحليل الفني
60	ثالثاً: المقارنة بين التحليل الأساسي و التحليل الفني
62	المطلب الثاني: المؤشرات الأساسية لقياس أداء السوق المالية
62	أولاً: مؤشر أسعار الأسهم ومؤشر درجة التركيز
63	ثانياً: مؤشرات حجم السوق
64	ثالثاً: مؤشرات سيولة السوق
65	المبحث الثالث: ماهية مؤشرات أسعار الأسهم
65	المطلب الأول: مفهوم مؤشرات أسعار الأسهم والشروط الواجب توفرها فيها

65	أولاً: مفهوم مؤشرات أسعار الأسهم
66	ثانياً: الشروط الواجب توفرها في مؤشرات أسعار الأسهم
66	المطلب الثاني: كيفية بناء مؤشرات أسعار الأسهم
66	أولاً: المؤشرات المبنية على أساس القيمة
67	ثانياً: المؤشرات المبنية على أساس السعر
68	ثالثاً: المؤشرات المبنية على أساس الأسعار النسبية
68	رابعاً: المؤشرات المبنية على أساس الأوزان المتساوية
69	المطلب الثاني: إستخدامات وأهمية مؤشرات أسعار الأسهم
69	أولاً: إستخدامات مؤشرات أسعار الأسهم
70	ثانياً: أهمية مؤشرات أسعار الأسهم
72	المبحث الرابع: كفاءة السوق المالية وعلاقتها بمؤشرات أسعار الأسهم
72	المطلب الأول: المعلومة ونموذج كفاءة السوق المالية
72	أولاً: مفهوم المعلومة
74	ثانياً: مفهوم ونموذج كفاءة السوق المالية
75	ثالثاً: متطلبات كفاءة السوق المالية
76	المطلب الثاني: أنواع وصيغ كفاءة السوق المالية
76	أولاً: أنواع كفاءة السوق المالية
77	ثانياً: صيغ كفاءة السوق المالية
79	خلاصة الفصل الثاني
125-80	الفصل الثالث: ترتيبات أسعار الصرف وطبيعة وخصائص الأسواق المالية في الدول المتقدمة وفي الدول الناشئة والعربية
81	تمهيد:
82	المبحث الأول: ترتيبات أسعار الصرف المعتمدة في الدول المتقدمة
82	المطلب الأول: ترتيبات أسعار الصرف التي تبنتها الدول المتقدمة قبل سنة 1944
82	أولاً: ترتيبات أسعار الصرف في الدول المتقدمة قبل بداية الحرب العالمية الأولى
83	ثانياً: ترتيبات أسعار الصرف في الدول المتقدمة ما بين الحربين
85	المطلب الثاني: ترتيبات أسعار الصرف التي تبنتها الدول المتقدمة بعد سنة 1944

85	أولاً: ترتيبات أسعار الصرف في الدول المتقدمة بين سنتي 1944 و1971
87	ثانياً: ترتيبات أسعار الصرف في الدول المتقدمة بعد سنة 1971
89	المبحث الثاني: ترتيبات أسعار الصرف المعتمدة في الدول الناشئة والعربية
89	المطلب الأول: ترتيبات أسعار الصرف المتبعة من طرف الدول الناشئة
89	أولاً: ترتيبات أسعار الصرف المتبعة من طرف الدول الناشئة حتى نهاية الثمانينيات وبداية التسعينيات
92	ثانياً: ترتيبات أسعار الصرف المتبعة من طرف الدول الناشئة منذ بداية التسعينيات
95	المطلب الثاني: ترتيبات أسعار الصرف المتبعة من طرف الدول العربية
95	أولاً: ترتيبات أسعار الصرف المتبعة من طرف الدول العربية حتى نهاية فترة الثمانينيات
98	ثانياً: ترتيبات أسعار الصرف المتبعة من طرف الدول العربية منذ بداية التسعينيات
102	المبحث الثالث: مميزات وخصائص الأسواق المالية في الدول المتقدمة
102	المطلب الأول: الأسواق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية
102	أولاً: بورصة نيويورك للأسهم
104	ثانياً: البورصات الأخرى في الولايات المتحدة الأمريكية
105	المطلب الثاني: الأسواق المالية في الدول الأوروبية
106	أولاً: سوق الأوراق المالية في المملكة المتحدة
106	ثانياً: سوق الأوراق المالية في ألمانيا
107	ثالثاً: سوق الأوراق المالية في فرنسا
108	رابعاً: الأسواق المالية الأوروبية الأخرى
109	المطلب الثالث: الأسواق المالية في اليابان
109	أولاً: نشأة وتطور السوق المالية اليابانية
111	ثانياً: أهم خصائص البورصات اليابانية
112	المبحث الرابع: مميزات وخصائص الأسواق المالية في الدول الناشئة والعربية
112	المطلب الأول: مميزات الأسواق المالية في الدول الناشئة

112	أولاً: تعريف الأسواق المالية الناشئة
113	ثانياً: خصائص الأسواق المالية الناشئة
115	ثالثاً: أمثلة عن البورصات الناشئة
118	المطلب الثاني: الأسواق المالية في الدول العربية
118	أولاً: هيكل الأسواق المالية العربية
119	ثانياً: السمات المشتركة للأسواق المالية في الدول العربية
120	ثالثاً: أهم الأسواق المالية المتواجدة في الدول العربية
125	خلاصة الفصل الثالث
168-126	الفصل الرابع: تأثير تغيرات أسعار الصرف على مؤشرات أسعار الأسهم في مختلف الأسواق المالية العالمية
127	تمهيد:
128	المبحث الأول: العلاقة بين سعر الصرف وأسعار الأوراق المالية
128	المطلب الأول: آلية انتقال آثار تغيرات أسعار صرف العملات إلى الأسواق المالية
128	أولاً: من خلال الشركات والمؤسسات
129	ثانياً: من خلال المستثمر الأجنبي
130	المطلب الثاني: العلاقة بين سعر صرف وأسعار الأوراق المالية
131	أولاً: إتجاه الإقتصاد الجزئي
132	ثانياً: إتجاه الإقتصاد الكلي
134	المبحث الثاني: تأثير تغيرات أسعار صرف العملات على مؤشرات أسعار الأسهم في الدول المتقدمة
134	المطلب الأول: تأثير تغيرات سعر صرف الدولار الأمريكي على مؤشرات أسعار الأسهم في الولايات المتحدة الأمريكية
134	أولاً: التعريف بمؤشر "داو جونز"
135	ثانياً: تأثير تغيرات سعر صرف الدولار الأمريكي مقابل الأورو على مؤشر "داو جونز"
137	المطلب الثاني: تأثير تغيرات سعر صرف الأورو على مؤشرات أسعار الأسهم في منطقة الأورو:

137	أولاً: تأثير تغيرات سعر صرف الأورو على مؤشر الكاك 40 (CAC40) في بورصة باريس
140	ثانياً: تأثير تغيرات سعر صرف الأورو على مؤشر داكس (DAX) في بورصة فرانكفورت
142	المطلب الثالث: تأثير تغيرات سعر صرف الجنيه على مؤشرات أسعار الأسهم في إنجلترا
142	أولاً: التعريف بمؤشر فاينانشال تايمز (FTSE)
142	ثانياً: تأثير تغيرات سعر صرف الجنيه الإسترليني على مؤشر FTSE
144	المطلب الرابع: تأثير تغيرات سعر صرف الين الياباني على مؤشرات أسعار الأسهم في اليابان
144	أولاً: التعريف بمؤشر نيكاي 225 (Nikkei 225)
144	ثانياً: تأثير تغيرات سعر صرف الين على مؤشر نيكاي 225
147	المبحث الثالث: تأثير تغيرات أسعار صرف العملات على مؤشرات أسعار الأسهم في الاقتصاديات الناشئة
147	المطلب الأول: تأثير تغيرات سعر صرف الريال البرازيلي على مؤشرات أسعار الأسهم في البورصة البرازيلية
147	أولاً: التعريف بمؤشر بوفيسبا (Bovespa) (Bolsa de Valores de Sao Paulo)
148	ثانياً: تأثير تغير سعر صرف الريال البرازيلي على مؤشر بوفيسبا
150	المطلب الثاني: تأثير تغيرات سعر صرف الليرة التركية على مؤشرات أسعار الأسهم في البورصة التركية
150	أولاً: التعريف بمؤشر ISE100
150	ثانياً: تأثير تغير سعر صرف الليرة التركية على مؤشر ISE100
152	المطلب الثالث: تأثير تغيرات سعر صرف الروبية الهندية على مؤشرات أسعار الأسهم في البورصة الهندية
152	أولاً: التعريف بمؤشر BSE SENSEX
152	ثانياً: تأثير تغيرات سعر صرف الروبية الهندية على مؤشر BSE SENS
154	المطلب الرابع: تأثير تغيرات سعر صرف اللون الكوري على مؤشرات أسعار

	الأسهم في البورصة الكورية
155	أولاً: التعريف.مؤشر كوسبي KOSPI (Corea composit Stock Price) (Index
155	ثانياً: تأثير تغير سعر صرف الون الكوري على مؤشر كوسبي
158	المبحث الرابع: تأثير تغيرات أسعار صرف العملات على مؤشرات أسعار الأسهم في الدول العربية
158	المطلب الأول: تأثير تغيرات سعر صرف الدينار الكويتي على مؤشرات أسعار الأسهم في السوق المالية الكويتية
158	أولاً: التعريف.مؤشر بورصة الكويت
159	ثانياً: تأثير تغير قيمة الدينار الكويتي على مؤشر بورصة الكويت
161	المطلب الثاني: تأثير تغيرات سعر صرف الجنيه المصري على مؤشرات أسعار الأسهم في السوق المالية المصرية
162	أولاً: التعريف.مؤشر EGX30
162	ثانياً: تأثير تغير سعر صرف الجنيه المصري على مؤشر EGX30
164	المطلب الثالث: تأثير تغير سعر صرف الدرهم المغربي على مؤشرات أسعار الأسهم في بورصة الدار البيضاء
164	أولاً: التعريف.مؤشر MASI (Morocan All Shares Index)
164	ثانياً: تأثير تغيرات سعر صرف الدرهم على مؤشر MASI
167	خلاصة الفصل الرابع
173-169	الخاتمة:
183-174	المراجع:
	الملاحق:

قائمة الجداول والأشكال:

الصفحة	الجدول
61	الجدول (1-2): أوجه الاختلاف بين التحليل الأساسي والتحليل الفني
90	الجدول (1-3): ترتيبات أسعار الصرف المعمول بها في أهم الدول الناشئة حتى نهاية الثمانينيات وبداية التسعينيات
94	الجدول (2-3): تطور ترتيبات أسعار الصرف المتبعة في عدد من الدول الناشئة منذ 1990:
95	الجدول (3-3): ترتيبات أسعار الصرف في الدول العربية حتى نهاية الثمانينيات وبداية التسعينيات
101	الجدول (4-3): ترتيبات أسعار صرف في الدول العربية حتى عام 2007
123	الجدول (5-3): تغيرات القيمة السوقية، عدد الشركات، والحصة النسبية للبورصات العربية خلال سنتي: 2009 و 2010.
	الأشكال
21	الشكل (1-1): نموذج إحلال العملة لسعر الصرف
30	الشكل (2-1): آلية تحديد سعر صرف العملة في نظام سعر الصرف المرن
32	الشكل (3-1): آلية تحديد سعر صرف العملة في نظام سعر الصرف الثابتة
60	الشكل (1-2): الأنماط الثمانية من موجات "إليوت"
73	الشكل (2-2): المعلومات وآلية تسعير الورقة المالية
93	الشكل (1-3): تطور أنظمة الصرف المتبعة من طرف الدول الناشئة بين سنتي 1990 و1999:
98	الشكل (2-3): أنظمة الصرف في الدول العربية النامية لسنوات 1991، 1999 (15 دولة)، 2000 (17 دولة)
135	الشكل (1-4): تغيرات سعر صرف الدولار مقابل الأورو ومؤشر "داوجونز" من سنة 2008 إلى سنة 2010
138	الشكل (2-4): تغير سعر صرف الأورو مقابل الدولار ومؤشر كاك 40 خلال الفترة 2008-2010
140	الشكل (3-4): تغير سعر صرف الأورو مقابل الدولار ومؤشر داكس خلال الفترة 2008-2010

142	الشكل (4-4): تغير سعر صرف الجنيه الإسترليني وقيمة مؤشر فوتسي خلال الفترة 2010-2008
145	الشكل (5-4): تغير سعر صرف الين الياباني وقيمة مؤشر نيكاي 225 خلال الفترة 2010-2008
148	الشكل (6-4): تغير سعر صرف الريال البرازيلي وقيمة مؤشر بوفيسبا خلال الفترة 2010-2008
150	الشكل (7-4): تغير سعر صرف الليرة التركية وقيمة مؤشر ISE100 خلال الفترة 2010-2008
153	الشكل (8-4): تغير سعر صرف الروبية الهندية وقيمة مؤشر BSE SENS خلال الفترة 2010-2008
155	الشكل (9-4): تغير سعر صرف الوون الكوري وقيمة مؤشر كوسي خلال الفترة 2010-2008
160	الشكل (10-4): تغير سعر صرف الدينار الكويتي وقيمة مؤشر بورصة الكويت خلال الفترة 2010-2008
162	الشكل (11-4): تغير سعر صرف الجنيه المصري وقيمة مؤشر EGX30 خلال الفترة 2010-2008
164	الشكل (12-4): تغير سعر صرف الدرهم المغربي وقيمة مؤشر MASI خلال الفترة 2010-2008

مقدمة عامة

يعد سعر صرف العملة لأي دولة محور مبادلاتها الاقتصادية ومعيار المقارنة بين أسعار منتجاتها ومنتجات الدول الأخرى، ويؤدي تغييره إلى التأثير على مختلف القطاعات الاقتصادية التي لها علاقة مع العالم الخارجي، سواء كانت قطاعات إنتاجية مصدرة أو مستوردة، أو قطاعات تجارية بائعة أو مشترية، أو قطاعات مالية وما تضمه من بنوك ومؤسسات مالية وأسواق مالية. يختلف عملياتها مع الخارج. ولا يقتصر هذا التأثير على الدولة صاحبة العملة المتغيرة قيمتها فقط، بل يمتد ليشمل مختلف الشركاء الاقتصاديين الرسميين وغير الرسميين وهذا من خلال العلاقات المتشابكة بينهم سواء كانت عن طريق الجهاز البنكي أو عن طريق الأسواق المالية.

وهذا التأثير المزدوج لتغيرات سعر صرف العملة يخلق وضعاً غير متوازن في المكاسب المحققة من عملية التبادل التجاري بين الدول، لذلك سعى صندوق النقد الدولي لتجنب هذه المشكلة من خلال إجبار الدول على تفادي الإنخفاض الكبير في قيمة عملاتها إلا في حالات معالجة الاختلالات الهيكلية في موازين مدفوعاتها، وهنا يجب على الصندوق توفير كافة السبل والسياسات التي تساعد على التصحيح الهيكلي.

ومن جهة أخرى فقد تبوأَت الأسواق المالية مكانة هامة في الاقتصاد، وأصبحت تلعب دوراً فاعلاً فيه يساعد على تنميته وتوفير التمويل لقطاعاته وتسهيل تداول الكتلة النقدية وأدوات الدين والملكية بين المتعاملين الاقتصاديين. وما يزيد من تعزيز هذه المكانة الإرتفاع الضخم لوزن الاقتصاد الرمزي في مختلف المعاملات وهو ما يعني تسهيل إنتقال وتداول الملكية والدين وأساليب التغطية دون الحاجة لانتقال الأصول العينية والحقيقية للثروة، وهذا بالإضافة إلى ما جاءت به ظاهرة العولمة من سياسات تحرير لانتقال عوامل الإنتاج بين مختلف مناطق العالم وخاصة رؤوس الأموال. بمرور الحصول على أعلى عائد بأدنى تكلفة. وقد واكب هذا الوضع ثورة تكنولوجية جنونية لم يشهد العالم لها مثيل من قبل ساعدت على تسهيل إنتقال المعلومات والربط بين مختلف الأسواق في العالم.

ونتيجة لأن أساس ومحرك وموجه التعامل في الأسواق هو المعلومة وطبيعتها ووزنها وكيفية تلقيها وتحليلها، فقد أصبح المتعاملون في الأسواق المالية في مختلف مناطق العالم يتخوفون من أية تغيرات تطرأ على العناصر التي لها علاقة بالتعامل في الأسواق المالية المحلية والأجنبية، ومن هذه العناصر سعر صرف العملة التي تحملها الأدوات المالية المستثمر فيها، وعلى رأسها أسهم الشركات المدرجة في السوق المالية. فتغير سعر صرف عملة ما يؤثر مباشرة بالإرتفاع أو الإنخفاض على قيمة هذه الأدوات المالية بالنسبة لمثليتها أو بدائلها في الأسواق المالية الأجنبية، وهذا ما يؤدي إلى تغير هيكل طلبها أو عرضها وهو ما يجبر بالضرورة إلى تغير سعرها المحلي.

وكما ذكرنا سابقاً فإن تغيرات مؤشرات الأسواق المالية مرتبطة مباشرة بالمعلومات، وحتى وإن كانت متشابهة بين مختلف الأسواق المالية، فإن تأثيرها يختلف من سوق لأخرى. ويتوقف هذا على خصائص مرتبطة بالسوق المالية نفسها أو بنظام الصرف المتبع لتحديد سعر صرف العملة، أو بطبيعة إقتصاد الدولة (إقتصاد

إستدانة أو اقتصاد أسواق مالية) ودرجة إنفتاحه على العالم الخارجي وارتباطه بالبيئة الدولية. وعليه وجب دراسة العلاقة بين تغيرات سعر صرف العملة وتغيرات مؤشرات أسعار الأسهم في الأسواق المالية وتحليل منطلقاتها وأبعادها ومعرفة درجة التأثير التي يمارسها المتغير الأول على المتغير الثاني في مختلف أنواع الإقتصاديات.

إشكالية الدراسة:

و من خلال ما سبق فقد تبلورت لدينا الإشكالية الرئيسية لهذه الدراسة كالتالي:

كيف تؤثر تغيرات أسعار صرف العملات على مؤشرات أسعار الأسهم في الأسواق المالية؟ وما هي

درجة و سرعة هذا التأثير؟

الأسئلة الفرعية:

و لتسهيل الإجابة على الإشكالية الرئيسية فقد وضعنا الأسئلة الفرعية التالية:

- ماهو الإطار النظري لسعر صرف العملة وسوق تداولها؟
- ماهو مفهوم السوق المالية وماذا نعني بمؤشرات أسعار الأسهم المعمول بها في قياس الأداء في الأسواق المالية؟

■ ماهي طبيعة ترتيبات أسعار الصرف المتبعة من طرف كل من الدول المتقدمة والدول الناشئة والعربية؟

- ماهي مميزات وخصائص الأسواق المالية في الدول المتقدمة والدول الناشئة والعربية؟
- ما مدى إستجابة مؤشرات أسعار الأسهم في الأسواق المالية في الدول المتقدمة والناشئة والعربية للتغيرات التي تطرأ على أسعار صرف العملات؟ و ماهي إتجاهات و سرعة هذه الإستجابة؟

فرضيات الدراسة:

وللإحاطة بهذا الموضوع والتمكن من الوصول إلى الإجابة على الأسئلة الفرعية ومن ثم على الإشكالية الرئيسية، فقد وضعنا الفرضيات التالية:

■ توجهت معظم الدول المتقدمة بعد ائهميار نظام بروتن وودز إلى تطبيق ترتيبات أسعار صرف عائمة وهو ما يتوافق مع طبيعة نظامها الإقتصادي، في حين طبقت الدول الأخرى ترتيبات أسعار صرف ثابتة و ترتيبات وسيطية.

■ تتميز الأسواق المالية في الدول المتقدمة بكبر حجمها وضخامة تعاملاتها وكفاءتها العالية، وهذا ما يميزها عن الأسواق المالية في الدول الناشئة والعربية التي تتميز بحداثتها وصغر حجمها وانخفاض درجة كفاءتها.

■ تمارس التغيرات التي تصيب سعر صرف العملة تأثيرات جلية على مؤشرات أسعار الأسهم في الأسواق المالية، وهذا ما يسمح لنا باتخاذ سعر صرف العملة كمتغير مستقل ومؤشر أسعار الأسهم كمتغير تابع.

■ تختلف تأثيرات سعر صرف العملة على مؤشر أسعار الأسهم من حيث شدتها واتجاهها من دولة إلى أخرى، وذلك حسب اختلاف أنظمة الصرف المتبعة ومكانة العملة في الإقتصاد العالمي وحجم السوق المالية.

■ لا يوجد فارق زمني كبير بين تغيرات سعر صرف العملة وتغيرات مؤشر أسعار الأسهم في السوق المالية، أو بعبارة أخرى فإن تغير مؤشر أسعار الأسهم لا يتأخر زمنيا عن تغيرات سعر صرف العملة. وهذا يعني أن الإتصال مباشر بين أسواق الصرف والأسواق المالية، بما يكفل تدفق المعلومات الخاصة بالتغيرات الطارئة على مستوى أسواق الصرف إلى المتعاملين بالأسواق المالية بسرعة وسهولة كبيرتين.

أهمية الدراسة:

تكتسي دراسة الأسواق المالية والعوامل المؤثرة فيها أهمية بالغة خاصة مع تزايد حجم المعاملات فيها وتشابكها مع المتغيرات الداخلية والخارجية والتي يعتبر سعر صرف العملة من أهمها، وبذلك يمكننا أن نشترك أهمية داستنا هذه من جانبين أساسيين:

- التزايد الواضح والمتتالي في أزمات الأسواق المالية وأزمات الفقاعات خاصة منذ نهاية القرن الماضي، وتأثيرها على المؤسسات الفاعلة في الإقتصاد وامتداد تأثيراتها إلى الدول والإقتصاديات الأخرى وهذا ماجعلها قناة سهلة لانتقال الأزمات من اقتصاد لآخر، وبالتالي وجب البحث في مدى تأثير سعر الصرف باعتباره الرابط بين الإقتصاد المحلي والخارج ودوره في زيادة حدة هذه الأزمات.

- إمتلاك سعر الصرف لخصائص مميزة تمكنه من التأثير على كافة الأسواق ومنها السوق المالية، وتتأتى هذه الخصائص من وظائف سعر الصرف كمرآة تعكس الأوضاع الإقتصادية للدول من وجهة نظر محلية ودولية، وبالتالي فتحليل العلاقة بين تغيرات أسواق الصرف والأسواق المالية مهم لاتخاذ كتنجربة يقاس عليها ويُتحوط على أساسها في المستقبل.

أهداف الدراسة:

نهدف من خلال هذه الدراسة إلى إبراز الأثر الذي يتركه تغير سعر صرف العملة على مؤشرات أسعار الأسهم في الأسواق المالية، ومقارنة درجة هذا التأثير بين مختلف الأسواق المالية العالمية على حسب اختلاف درجة نمو إقتصادياتها.

أسباب إختيار الموضوع:

يرجع سبب إختيارنا لهذا الموضوع إلى مايلي:

■ إرتباط مؤشرات أداء النظام الإقتصادي العام كمعدلات النمو و معدلات التضخم بأداء الأسواق المالية، وهو ما يدفع إلى الإهتمام بها والإلمام بالعوامل المؤثرة فيها حتى يمكن أن نضمن تحسين الأوضاع الإقتصادية واستقرار واستدامة هذا التحسن.

■ التوجه الواضح من قبل مختلف الدول الكبرى لاستعمال سعر صرف عملتها للتأثير على مختلف الأسواق الحقيقية والمالية من أجل تحسين اقتصادياتها، وأهم دليل على ذلك هو اشتعال المنافسة التخفيضية لقيمة العملة أو ما يصطلح على تسميته بـ " حرب العملات " بين الولايات المتحدة الأمريكية والصين، وهو ما يزيد من الإهتمام بمعرفة تأثيرات هذه التغيرات على مختلف الأسواق ومن بينها الأسواق المالية.

حدود الدراسة:

ندرس في هذا البحث العلاقة بين تغيرات أسعار الصرف في سوق الصرف من جهة وتغيرات مؤشرات أسعار الأسهم في الأسواق المالية من جهة أخرى، بحيث تمتد الحدود الزمنية لدراستنا من بداية سنة 2008 إلى غاية نهاية سنة 2010.

أما بالنسبة للحدود المكانية فقد أسقطنا هذه الدراسة على الأسواق المالية لثلاث مجموعات من الدول، المجموعة الأولى هي مجموعة الدول المتقدمة ذات العملات القيادية (الولايات المتحدة الأمريكية، فرنسا وألمانيا، إنجلترا، واليابان)، والمجموعة الثانية هي عينة من الدول الناشئة (البرازيل، تركيا، الهند، وكوريا الجنوبية)، أما المجموعة الثالثة فتتكون من ثلاثة دول عربية (الكويت، مصر، والمملكة المغربية).

المنهج المتبع:

من أجل التمكن من الإجابة على الأسئلة الفرعية ومن خلالها على الإشكالية الرئيسية، واختبار صحة الفرضيات الموضوعية من عدمها، فقد اعتمدنا على المنهج التحليلي لوصف العلاقة والربط بين المتغيرات، وكذلك إستخدمنا المنهج الإستقرائي في قراءة البيانات والمعلومات، مع الإستعانة بالأساليب الإحصائية والقياسية للتأكد من النتائج المتوصل إليها فيما يخص العلاقة بين سعر صرف العملة ومؤشر أسعار الأسهم في الأسواق المالية.

الدراسات السابقة:

❖ دراسة عباس كاظم جاسم الدعيمي:

"أثر السياسات النقدية والمالية في مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية (دراسة تطبيقية في مصر والولايات المتحدة الأمريكية 1990-2006)". أطروحة مقدمة إلى مجلس كلية الإدارة والإقتصاد في جامعة الكوفة، وهي جزء من متطلبات نيل شهادة دكتوراه فلسفة في العلوم الإقتصادية 2008.

وقد درس الكاتب العلاقة بين عناصر السياسات النقدية والمالية في البلدين كمتغيرات مستقلة ومؤشرات الأسواق المالية فيهما كمتغيرات تابعة، واستنتج في الأخير أن السياسة النقدية أكثر تأثيرا من

السياسة المالية في مؤشرات سوق مصر المالية، بينما جاء تأثير السياسة المالية أكبر من تأثير السياسة النقدية في مؤشرات أداء سوق نيويورك المالية.

❖ دراسة **Jarl G.KALLBERG, Crocker H.LIEU, Paolo PASQUARIELLO** :

“An examination of the Asian crisis: Rigime shifts in currency and equity markets.” - *Journal of business, 2005, vol 78, No 01.*

درست هذه المقالة العلاقة بين تغيرات قيمة العملة وتغيرات مؤشرات الأسواق المالية لدول جنوب شرق آسيا خلال فترة الأزمة التي مرت بها، والنتيجة التي توصلت إليها هذه الدراسة هي أن العلاقة موجبة بين سعر صرف قيمة العملة ومؤشر السوق المالية، غير أن سرعة الإستجابة بين المتغيرين وقوتها تختلف من دولة لأخرى.

❖ دراسة **Gilbert KOEING** :

“ La valeur de L' euro par rapport au Dollar et les marches d'actifs financiers et monetaires – L'europe et la mondialisation.” *Bultin de L'observatoire des Politiques Economiques en Europe – OPEE. Hiver 2002, No 07.*

حيث درس الكاتب في هذه المقالة تأثير الإنخفاض الذي عرفته قيمة الأورو مقابل الدولار على طول الفترة 1999-2001 على تصرفات المتعاملين في الأسواق الدولية، واستنتج أن هذا الإنخفاض قاد المتعاملين إلى التوجه نحو شراء أصول مالية في السوق المالية الأمريكية، وهو تصرف غير عقلائي، لأن انخفاض الأورو يعني إنخفاض قيمة الأصول المالية الأوروبية بالنسبة للدولار، ولكن هذا التصرف رآه الكاتب كنتيجة لتوجه المتعاملين نحو تنويع تركيب محافظهم لتغطية الأخطار الناتجة عن تكامل الأسواق المالية الأوروبية، بالإضافة إلى قراءة المتعاملين لمرحلة إرتفاع الدولار مقابل الأورو كمؤشر على متانة الإقتصاد الأمريكي.

❖ دراسة **Salma MEFTEH** :

“ La sensibilité des entreprises exportatrices aux variations du taux de change et les déterminants de la couverture : le cas Français”. *Cahier de recherche de CEREG, n^o2004-04.*

من خلال دراسة لـ 100 شركة فرنسية تمتلك نسبة تصدير تساوي أو تفوق 10%، وجدت الباحثة أن 40% من الشركات المدروسة تتأثر بتغيرات سعر الصرف على طول الفترة 1996-1998، وانخفضت هذه النسبة إلى 20% على طول الفترة 1999-2001 بسبب اعتماد العملة الأوروبية الموحدة "الأورو".

تقسيمات الدراسة:

ولمعالجة هذا الموضوع والإلمام بكل جوانبه فقد وضعنا خطة لدراسته تتكون من أربعة فصول وخاتمة

كالتالي:

❖ الفصل الأول خصصناه للإطار النظري لسعر الصرف، وسنعالجه من خلال أربعة مباحث، في

المبحث الأول نتعرف على مفهوم سعر الصرف ومحدداته، وتقسيماته، وآثاره ومخاطره. أما المبحث الثاني فنعالج فيه مختلف النظريات وأهم النماذج الإقتصادية المفسرة لسعر صرف العملة. وفي المبحث الثالث

نتعرض فيه بالدراسة لمفهوم سوق الصرف وقواعد التعامل فيه، والمتدخلون فيه، وأسباب تطوره ونموه. ونتطرق في المبحث الرابع إلى دراسة نظام سعر الصرف وأنواعه، وسياسة سعر الصرف وتقسيماتها.

❖ وفي الفصل الثاني نتعرض فيه بالدراسة إلى مؤشرات أسعار الأسهم في الأسواق المالية كأحد أهم مؤشراتنا وهذا من خلال أربعة مباحث، المبحث الأول نخصّصه لإلقاء نظرة تفصيلية على الأسواق المالية من خلال التعرف على مفهوميها وخصائصها، وأهم المتدخلين فيها، وعلى الأدوات المالية المتداولة فيها. أما المبحث الثاني فتعرض فيه إلى دراسة مداخل تحليل الأسواق المالية من خلال التعرف على مفهوم كل من التحليل الأساسي والتحليل الفني، بالإضافة إلى التعرف على المؤشرات الرئيسية المستعملة في التعرف على حالة السوق المالية. وفي المبحث الثالث فسوف نتطرق إلى دراسة مفهوم مؤشرات أسعار الأسهم، وكيفية بنائها، واستخداماتها وأهميتها. أما المبحث الرابع فنعالج فيه مفهوم كفاءة السوق المالية، وأنواعها وصيغها، وعلاقتها بمؤشرات أسعار الأسهم.

❖ والفصل الثالث نخصّصه لتحليل طبيعة ترتيبات أسعار الصرف وخصائص ومميزات الأسواق المالية في كل من الدول المتقدمة والدول الناشئة والعربية، وذلك من خلال أربعة مباحث، المبحث الأول ندرس فيه طبيعة ترتيبات أسعار الصرف التي اعتمدها الدول المتقدمة في مختلف مراحلها الاقتصادية. وفي المبحث الثاني نتعرف على طبيعة هذه الترتيبات في الدول الناشئة والعربية. فيما نخصّص المبحثين الثالث والرابع لإبراز مميزات الأسواق المالية في كل من الدول المتقدمة والدول الناشئة والعربية على الترتيب.

❖ أما الفصل الرابع لهذا البحث، فنعالج فيه الإشكالية التي طرحناها من خلال أربعة مباحث كذلك، حيث نخصّص المبحث الأول لإظهار العلاقة النظرية بين أسعار الصرف وأسعار الأوراق المالية من خلال التعرف على آلية انتقال آثار تغيرات أسعار الصرف إلى الأسواق المالية، والتعرف على طبيعة العلاقة التي تربط بين سعر الصرف وأسعار الأوراق المالية. وفي المبحث الثاني ندرس أثر تغيرات أسعار صرف عملات الدول المتقدمة القيادية على مؤشرات أسعار الأسهم في أسواقها المالية. أما المبحثين الثالث والرابع فندرس فيهما تأثير تغيرات أسعار صرف العملات على مؤشرات أسعار الأسهم في مجموعة من الدول الناشئة ومجموعة من الدول العربية على الترتيب.

أما خاتمة البحث فنخصّصها لعرض ملخص عن البحث وأهم النتائج التي خرجنا بها من هذه الدراسة، ونتائج إختبار الفرضيات التي وضعناها، بالإضافة إلى مجموعة من التوصيات، ومجموعة من الآفاق التي يمكن أن تشكل إشكاليات مكملة لإشكاليتنا الموضوعية في هذا البحث.

الفصل الأول

الإطار النظري والمفاهيمي لسعر الصرف

تمهيد:

تمثل وسائل الدفع الخارجي عنصرا مهما لدى المتعاملين الدوليين من أجل تسوية مدفوعاتهم وتوفير التمويل والتمويل اللازمين لمواصلة أنشطتهم في الإقتصاد المحلي والإقتصاديات الأجنبية. ونتيجة لأن لكل دولة عملة معينة تتعامل بها داخل حدودها الجغرافية، بحيث لا تعتبر هذه العملة وسيلة مقبولة لتسوية المبادلات خارج هذه الدولة (إلا عدد قليل جدا من العملات)، فإنه على المتعاملين إيجاد سعر للتبادل بين مختلف العملات، ولا يتم هذا إلا من خلال إعطاء الدولة سعر صرف معين لعملتها مقابل العملات الأخرى، بما يسمح لها ويسهل عليها معرفة الوحدات التي تدفع منها مقابل الحصول على وسيلة دفع أخرى أو سلعة أجنبية مقومة بعملة أجنبية.

ونتيجة لهذه الوظيفة التي يظطلع سعر صرف العملة بالقيام بها وهي الربط والتوفيق بين القيم والأسعار المحلية والأجنبية، فإن تغيره ولو بنسبة قليلة يجر إلى التأثير على مختلف القطاعات الإقتصادية والمتدخلين فيها، وهو ما جعله موضع اهتمام من طرف السلطات المسيرة لمختلف الدول والهيئات الدولية، ومحل بحوث إقتصادية عديدة تبحث في ماهيته ووظائفه وتأثيراته المحلية والأجنبية.

وتتم هذه الدراسة من خلال هذا الفصل بإبراز الإطار النظري العام لسعر الصرف، وذلك من خلال أربعة مباحث كالتالي:

المبحث الأول: مفهوم سعر الصرف

المبحث الثاني: النظريات والنماذج المفسرة لسعر الصرف

المبحث الثالث: ماهية سوق الصرف

المبحث الرابع: أنظمة وسياسات سعر الصرف

المبحث الأول: مفهوم سعر الصرف

تتميز المعاملات الداخلية عن المعاملات الدولية في أنه لكل دولة عملة خاصة بها تتمتع بأساس قانوني وقبول عام من طرف المتعاملين، في حين أن المعاملات الدولية تتطلب تعدد العملات على مستوى العالم، وهذه العملات لا تتمتع بالقبول العام خارج حدود دولتها (ماعدات العملات القابلة للتحويل أو التي تكون محل توافق في إطار عقد معين). ونتيجة لهذا تظهر مشكلة قياس العملات ببعضها، ولهذا يجب تحليل الجهاز الذي يتم بواسطته إجراء المدفوعات الدولية .

المطلب الأول: تعريف وأهمية سعر الصرف والعوامل المحددة له

في ظل اختلاف العملات على مستوى العالم يحمل سعر الصرف أهمية بالغة، كونه يبيد تأثيرا على التجارة وتدفق الإستثمارات و يتيح للتجار مقارنة الأسعار بطريقة مباشرة. وحين يكون سعر الصرف بين عملتين معلوما يصبح بالإمكان احتساب أسعار صادرات بلد ما مقومة بعملة بلد آخر.¹

أولاً: تعريف سعر الصرف

يعرّف الصرف الأجنبي، أو ما يطلق عليه بالتحويل الخارجي بأنه العملية التي يتم بمقتضاها إستبدال العملة المحلية بعملات أجنبية، وسعر الصرف هو الذي يتم بموجبه إستبدال العملة المحلية بالعملة الأجنبية، أي السعر الذي يتم بموجبه تحويل العملة المحلية إلى العملة الأجنبية.² وعليه يمكن تعريف سعر الصرف على أنه سعر التبادل بين وحدة النقد الأجنبية ووحدة النقد الوطنية، وبمعنى أدق فإن سعر الصرف هو السعر الذي يتم به شراء أو بيع عملة ما مقابل وحدة واحدة من عملة أخرى.³

ويعبر كذلك سعر الصرف عن سعر العملة بالنسبة لعملة بلد معين أو مجموعة بلدان. فكل شخص يحول أموالا بعملته المحلية إلى أموال بعملة أجنبية يُكسب العملة سعر صرف معين.⁴ ويمكن تعريفه كذلك على أنه عدد وحدات العملة الوطنية التي يستلزم دفعها لشراء وحدة واحدة من العملة الأجنبية، أو عدد وحدات العملة الأجنبية اللازمة لشراء وحدة واحدة من العملة الوطنية.⁵ ويعرف سعر الصرف الأجنبي بأنه سعر الوحدة من النقد الأجنبي معبرا عنه بوحدات من العملة الوطنية.⁶

¹ - بسام حجار: نظام النقد العالمي وأسعار الصرف. دار المنهل اللبناني، 2009. ص 96.

² - فليح حسن خلف: التمويل الدولي. مؤسسة الوراق للنشر و التوزيع، عمان، الأردن، 2004. ص 57.

³ - محمد كمال الحمزاوي: سوق الصرف الأجنبي. منشأة المعارف، الإسكندرية، 2004. ص 17.

⁴ - Sam Y. CROSS: All About: The foreign exchange market in the United States. Federal Reserve Bank of New York, 1998. p09.

⁵ - موسى سعيد مطر، شقيري نوري موسى، ياسر المومني: المالية الدولية. دار صفاء للنشر و التوزيع، عمان، 2003. ص 43.

⁶ - توفيق عبد الرحيم يوسف حسن: الإدارة المالية الدولية و التعامل بالعملات الأجنبية. دار الصفاء للنشر و التوزيع، عمان، 2004. ص 63.

وعليه نستنتج أن سعر صرف العملة له علاقة عكسية مع قيمتها بالنسبة للعملات الأجنبية، فكلما ارتفع سعر الصرف إنخفضت قيمتها الخارجية و العكس صحيح.¹

ثانياً: أهمية سعر الصرف

لكل دولة عملة محلية يتعامل بها الأعوان الإقتصاديون المحليون، غير أن هؤلاء المتعاملين يحتاجون إلى عملات أجنبية للقيام بالمعاملات مع الأطراف الخارجيين. وعليه لا بد من تحديد سعر صرف للعملة المحلية لتسهيل التعامل مع العالم الخارجي.

وسعر الصرف مهم جدا لأنه يحدد السعر الذي يربط بين منتجات دولة ما بالنسبة للمنتجات الأجنبية. فسعر سلعة معينة منتجة في الولايات المتحدة الأمريكية بالأورو يتحدد بعاملين: سعر السلعة بالدولار، وسعر صرف الدولار مقابل الأورو.² فإذا كان سعر سلعة معينة منتجة في الولايات المتحدة هو 1000 دولار، وكان سعر الصرف أورو/دولار هو: 1.25 دولار للأورو الواحد، فإن سعر هذه السلعة بالأورو هو 800 أورو. وإذا ارتفع سعر صرف الأورو/دولار إلى 1.30 دولار للأورو فإن سعر هذه السلعة يصبح: 769.23 أورو، أما إذا أصبح الأورو يساوي 1.20 دولار، فإن سعر السلعة يصبح 833.33 أورو. وعليه يمكن القول أنه إذا ارتفعت قيمة عملة ما بالنسبة للعملات الأجنبية فإن السلع المحلية تصبح أعلى من السلع الأجنبية التي تبدو أرخص سعرا، والعكس صحيح، فإذا انخفضت قيمة عملة ما بالنسبة للعملات الأخرى، فإن السلع المحلية تبدو أرخص بالنسبة للسلع الأجنبية.

وبالتالي فإن ارتفاع قيمة العملة المحلية يجعل صادراتها أقل تنافسية، بينما تصبح التنافسية بين السلع المحلية والسلع الأجنبية شديدة، لأن هذه الأخيرة تبدو منخفضة السعر.

ثالثاً: أهم العوامل المؤثرة على سعر الصرف

يتأثر سعر صرف عملة ما بحجم العرض والطلب منها وعليها، وهذان العاملان يتحكمان فيهما عناصر كثيرة منها مايلي:³

(أ) تكاليف الإنتاج المحلي والأسعار المحلية: فمع افتراض ثبات تكاليف الإنتاج والأسعار في الخارج، فإن ارتفاع تكاليف الإنتاج المحلي ومن ثم إرتفاع أسعاره في السوق المحلية يؤدي إلى إحداث أثر تحويلي في سلوك المستهلك المحلي، إذ يتجه إلى المنتجات الأجنبية والتي تصبح أرخص نسبياً بالمقارنة مع المنتجات المحلية. و كنتيجة لذلك يزيد الطلب المحلي على الصرف الأجنبي.

¹ - Martine PEYARD.MOULARD: Les paiements internationaux: monnaie-finance.Ellips/Edition Marketing S.A, Paris ,1996. P42.

² - Frederic MISHKIN : Monnaie, banque et marchés financiers.Pearson education France, 7^{ème} edition, Paris, 2004.p562.

³ - محمد كمال الحمزاوي، مرجع سابق. ص 41.

ب) **الدخول الحقيقية:** يختلف الأمر في حالة تغير الدخل الحقيقي في دولة ما عن الدخل الحقيقي في الدول الأخرى. فمع بقاء العوامل الأخرى على ما هي عليه، نجد أن زيادة الدخل الوطني تؤدي إلى زيادة الواردات، والزيادة في الواردات تعني زيادة الطلب على العملات الأجنبية ومن ثم ارتفاع أسعار الصرف.

ج) **محفزات وعوائق التجارة الخارجية:** من المعروف أن التعريفية الجمركية وعوائق التجارة الأخرى تقيّد من حركة السلع بين الدول ومن ثم تقيّد من مقدرة المقيمين في دولة ما على شراء السلع المنتجة في دول أخرى، وبالتالي ينخفض طلب العملات الأجنبية.

د) **أسعار الفائدة:** إذا زادت أسعار الفائدة المحلية مقارنة بتلك السائدة في العالم الخارجي، يكون ذلك دافعا لزيادة تدفقات رأس المال للداخل وهبوطها بالنسبة للدول الأخرى، ويترتب على ذلك بالضرورة زيادة الطلب على العملة الوطنية مقارنة بالعملات الأجنبية فيرتفع سعرها.

هـ) **التوقعات المستقبلية لأسعار الصرف:** فإذا ما توقع المضاربون في أسواق الصرف ارتفاع قيمة عملة معينة في المستقبل فإنهم سيلجؤون إلى زيادة مشترياتهم منها مقابل التخلص من العملات المتوقع إنخفاض قيمها، وهذا ما يؤدي إلى رفع سعر العملة.

المطلب الثاني: تقسيمات سعر الصرف

في ضوء تشابك العلاقات الاقتصادية والتجارية الدولية، وسعي المتعاملين للحصول على كميات جديدة من الصرف الأجنبي، فقد تعددت أنواع أسعار الصرف التي يمكن أن تقاس بها أية عملة. وبذلك يمكن التمييز بين عدد من تقسيمات أسعار الصرف وذلك وفقا لعدة معايير نذكر منها: البعد الزمني، تشريع سعر الصرف، والتعبير عن قيمة العملة.

أولاً: معيار البعد الزمني

وفقا لهذا المعيار يمكننا تقسيم سعر الصرف إلى نوعين هما:

أ) **سعر الصرف العاجل:** *Spot exchange rate*

فالعملة يتحدد سعرها باستمرار في سوق الصرف (24 ساعة على 24 ساعة) كدالة في العرض منها والطلب عليها.¹ ويشير سعر الصرف العاجل (الحاضر، الآني) إلى سعر العملة، على أن يتم تسليم العملة المشتراة خلال مدة لا تتجاوز يومين. وعادة يتم شراء العملات الأجنبية في السوق

¹ - *Martine PEYARD.MOULARD, OP-CIT. P41.*

الحاضرة لعدة أسباب منها: تمويل عمليات الإستيراد، وشراء أحد الأصول الأجنبية مثل السندات أو العقارات، أو لتمويل المصاريف الخاصة بالإيجازات ورحلات العمل.¹

ب) سعر الصرف الآجل: *Forward exchange rate*

سعر الصرف الآجل هو السعر الذي على أساسه يكون المتعاملون مستعدون لشراء أو بيع عملة ما بسعر يحدد يوم التعاقد، ولكن التسليم يكون في تاريخ لاحق. وتستخدم أسعار الصرف الآجلة للقيام بثلاثة أنواع رئيسية من الأنشطة هي:² التغطية (*Hedging*) لتجنب التعرض للضرر إذا حدث تغير في سعر الصرف الحاضر، و المراجحة (*Arbitrage*) من خلال بيع و شراء العملة الأجنبية بشكل متزامن بين سوقين مختلفين، والمضاربة (*Speculisation*) على أساس التوقعات المستقبلية لاتجاه أسعار الصرف.

ثانياً: معيار تشريع سعر الصرف

ففي ظل نظام الرقابة على الصرف ينشأ هناك سعران للعملة: سعر صرف رسمي، وسعر صرف موازي: (أ) **سعر الصرف الرسمي:** وهو السعر الذي تعطيه السلطات النقدية لعملتها مقابل العملات الأخرى، ويتم التعامل به في الدوائر البنكية والمالية الرسمية للدولة. غير أنه يمكن أن يكون للوحدة من النقد الأجنبي عدداً من الأسعار بالنسبة للعملة المحلية، حيث يخصص كل سعر لتسوية نوعية معينة من المعاملات كما هو الحال عندما تحدد الدولة:³

- سعر صرف تفضيلي لصادرات معينة ترغب الدولة في تنشيطها.
- سعر صرف تفضيلي للواردات من السلع الإستراتيجية والغذائية.
- سعر صرف سياحي يطبق على النشاطات السياحية داخل الدولة بغية تنشيطها.

■ تقرير سعر صرف حسابي يطبق على المعاملات التجارية التي تتم بين دولتين، وعادة ما يكون أقل من السعر الحر للعملة الأجنبية.

ب) **سعر الصرف الموازي:** ويظهر بسبب التدخل الإداري المباشر عن طريق اللوائح التنظيمية والقوانين، بهدف توزيع موارد الصرف الأجنبي على الإستخدامات المختلفة، بحيث تتساوى الكمية المطلوبة منه مع الكمية المعروضة عند السعر الذي تحدده السلطة النقدية. وبما أن احتياجات كثيرة لا يتم تلبيتها لكونها مسقطه من لوائح السلطة المنظمة، فإن المتعاملون يلجؤون إلى محاولات تدبير العملة

¹ - سي بول هالوود، رونالد ماكدونالد: النقود و التمويل الدولي. تعريب: محمود حسن حسني، مراجعة: ونيس فرج عبد العال. دار المريخ للنشر، الرياض، المملكة العربية السعودية، 2007. ص 41.

² - سي بول هالوود، رونالد ماكدونالد، نفس المرجع السابق، ص 41.

³ - محمد كمال الحمزاوي، مرجع سابق. ص 23.

الصعبة من السوق الغير رسمية، ومن هنا ينشأ سعر ثاني هو السعر الغير رسمي يكون ليس فقط أعلى من السعر الرسمي، ولكنه أعلى أيضا من السعر التوازني.¹

ثالثا: معيار التعبير على قيمة العملة

ووفق هذا المعيار نجد الأنواع التالية:

(أ) **سعر الصرف الإسمي**: وهو السعر الذي يعلن في البنوك والبورصات والقنوات والمجلات. ويربط هذا السعر بين عملة البلد المحلي والعملات الأجنبية، وقد يعبر عنه بعدد الوحدات من العملة المحلية مقابل وحدة واحدة من العملة الأجنبية، أو بعدد الوحدات من العملة الأجنبية مقابل وحدة واحدة من العملة المحلية.²

(ب) **سعر الصرف الحقيقي**: سعر الصرف الحقيقي هو عبارة تسمح بمعرفة تطور سعر الصرف المصحح بالفجوة بين معدل التضخم في دولة معينة ومعدل التضخم في إحدى الدول من شركائها.³ وتكتب عبارة سعر الصرف الحقيقي كما يلي:⁴

$$TCR_{i/j} = TCM_{i/j} \times \frac{P^*}{P} \dots\dots\dots(1-1)$$

حيث: $TCR_{i/j}$: سعر الصرف الحقيقي لعملة البلد i بالنسبة لعملة البلد j .

$TCM_{i/j}$: سعر الصرف الإسمي لعملة البلد i بالنسبة لعملة البلد j .

P^* : المستوى العام للأسعار في الدولة الأجنبية.

P : المستوى العام للأسعار في الدولة المعنية.

(ج) **سعر الصرف الفعلي**: ويعتبر مؤشرا على تطور سعر عملة بلد ما مقابل عملات الشركاء التجاريين لهذا البلد.⁵ فالعملة يمكن أن ترتفع بالنسبة لبعض العملات وتنخفض بالنسبة لبعض العملات الأخرى، وتطور سعر الصرف الفعلي يقيس تطور سعر العملة بالنسبة لجميع العملات. وعند حساب سعر الصرف الفعلي، كل عملة تكون ممثلة بوزنها في المبادلات مع الدولة المعنية. ويحسب سعر الصرف الفعلي بالعبارة التالية:⁶

$$TCE_i = \sum_{j=1}^w W_{j,t} \times \frac{TC_{i/j_t}}{TC_{i/j_0}} \dots\dots\dots(2-1)$$

حيث: $TCE_{i,t}$: سعر الصرف الفعلي للعملة المحلية في الزمن t .

¹ - محمد راتول: مطبوعة الإقتصاد الدولي. السنة الجامعية 2006/2005. ص 142-143.

²-Henri BOURGINAT, Jerome TEIETCHE, Michel DUPUY: *Finance internationale*. Edition DALLOZ, Paris, 2007.P177.

³-Philippe d'AVRIVISSET: *Finance international*. Edition BUNOD, Paris, .P187.

⁴- Henri BOURGINAT, Jerome TEIETCHE, Michel DUPUY, *OP-CIT*. P183.

⁵- Philippe d'AVRIVISSET, *OP-CIT*. P188.

⁶- Henri BOURGINAT, Jerome TEIETCHE, Michel DUPUY, *OP-CIT*. P185.

$W_{j,t}$: الوزن النسبي لمبادلات الدولة j في مجموع مبادلات الدولة المحلية.

$TC_{i/j,t}$: سعر الصرف الإسمي للعملة المحلية بالنسبة لعملة الدولة j في الزمن t .

$TC_{i/j,0}$: سعر الصرف الإسمي للعملة المحلية بالنسبة لعملة الدولة j في الزمن t .

(د) **سعر الصرف الفعلي الحقيقي**: وهذه العبارة تشمل سعر الصرف الحقيقي وسعر الصرف الفعلي، فإذا كان معدل التضخم المحلي P_i معلوماً ومعدلات التضخم الخارجية P_j معلومة فإن عبارة سعر الصرف الفعلي الحقيقي تكتب كما يلي:

$$TCER_{i,t} = \left[\sum W_{j,t} \times \left(\frac{TC_{i/j,t}}{TC_{i/j,0}} \right) + P_j \right] - P_i \dots\dots\dots(3-1)$$

حيث: $TCER_{i,t}$: سعر الصرف الفعلي للعملة المحلية في الزمن t .

$W_{j,t}$: الوزن النسبي لمبادلات الدولة j في مجموع مبادلات الدولة المحلية.

$TC_{i/j,t}$: سعر الصرف الإسمي للعملة المحلية بالنسبة لعملة الدولة j في الزمن t .

$TC_{i/j,0}$: سعر الصرف الإسمي للعملة المحلية بالنسبة لعملة الدولة j في سنة الأساس.

P_j : معدل التضخم في الدولة j .

P_i : معدل التضخم في الدولة i .

المطلب الثالث: آثار ومخاطر سعر الصرف

إن وظيفة سعر الصرف كعامل يربط بين الإقتصاد المحلي والعالم الخارجي يجعل من تغيره عاملاً مهماً يؤثر في مختلف المتغيرات الإقتصادية، ويشكل خطراً على مختلف الأعوان الفاعلين في النشاط الإقتصادي الداخلي والخارجي.

أولاً: آثار تغيرات سعر الصرف

يؤدي تغير سعر الصرف إلى التأثير على كافة المتغيرات الإقتصادية التي لها علاقة بالعالم الخارجي، ومن هذه المتغيرات نذكر مايلي:¹

(أ) **الإستهلاك**: يؤدي إرتفاع أسعار العملات الأجنبية وانخفاض قيمة العملة الوطنية تبعاً لذلك إلى زيادة أسعار السلع المستوردة ومن ثم المساهمة في ارتفاع أسعار السلع المحلية الإنتاج.

(ب) **الإدخار**: فانخفاض قيمة العملات الأجنبية سيزيد من الواردات ومن ثم يزيد العرض المحلي من السلع والخدمات فيزيد الإستهلاك الوطني وتقل المدخرات تبعاً لذلك.

¹ - محمد كمال الحمزاوي، مرجع سابق، ص 55.

(ج) التجارة الخارجية (الصادرات والواردات): من المسلم به أن ارتفاع قيمة العملات الأجنبية في سوق الصرف بدولة ما يعني إنخفاض القيمة الخارجية لعملة تلك الدولة، ويعني ذلك في النهاية أن تصبح السوق المحلية بهذه الدولة سوقاً جيدة للشراء منها فتزيد الصادرات وتقل الواردات.

(د) متغيرات الموازنة العامة (الإنفاق الحكومي والضرائب): يتأثر جانبي الموازنة بما يعترى سعر صرف العملات الأجنبية من تقلبات. ففي مجال الإنفاق الحكومي تعد الحكومة المستورد الأول في المجتمع، لذا فإن ارتفاع أسعار العملات الأجنبية مقابل إنخفاض سعر العملة المحلية ينعكس بارتفاع تكاليف الإستيراد. وعلى الجانب الآخر تتأثر حصيلة التعريفات الجمركية بتغير سعر الصرف باعتبارها تحسب كنسبة من أسعار السلع والخدمات الداخلة والخارجة.

ثانياً: خطر الصرف

يرتبط خطر الصرف بتغيرات سعر عملة الدفع أو القبض باستمرار، فعندما تكون عملة التسوية ليست العملة المحلية وأن التسوية لا تكون آنية، حينها ينشأ خطر الصرف. أي أنه خطر الفقد بسبب التقلبات المحتملة لسعر الصرف، وهو يصيب التحويلات الحقيقية أكثر من الإستثمارات المالية.¹ وعلى مستوى الإستثمارات المالية يكون التعرض لخطر الصرف من خلال شكلين:²

(أ) خطر التحويل: وهو الأكثر شيوعاً، وينشأ من التغيرات بين قيمة العملة التي تم بها إصدار الورقة المالية، و العملة المرجعية بالنسبة للمستثمر.

(ب) خطر القيمة: حيث تكون الورقة المالية دائماً عرضة لمخاطر الصرف (ماعداد الأصول المالية العدمية المخاطر). ويعكس هذا الخطر تأثير تغيرات سعر الصرف على قيمة الورقة المالية، فنجد مثلاً أن قيمة سهم IBM المسجل في سويسرا بالفرنك السويسري يتأثر بسعر الصرف دولار/ فرنك سويسري. وبالتالي فيجب على كل متعامل إقتصادي تحديد وضعيته بالنسبة لسعر الصرف، إذا كان في وضعية طويلة أي أن حقوقه بعملة أجنبية معينة أكبر من ديونه من نفس العملة، أو إذا كان في وضعية قصيرة أي أن حقوقه أقل من ديونه من نفس العملة.* وعلى أساس تحديد الوضعية تجاه مختلف العملات، يتخذ المتعاملون بعض الإجراءات للتغطية والتحوط ضد مخاطر الصرف، ومن هذه الإجراءات والتقنيات نذكر مايلي:

¹ - Martine PEYARD.MOULARD.OP-CIT.P43.

² - Rainer HABERLE :*Risque de chagge,entreprise.Le cas du marché suisse des actions.Thèse pour l'obtention du grade de docteur és sciences économique et sociales, présentée à la Faculté des sciences économiques et sociales de l'Université de Fribourg(Suisse).Fribourg 1999. P72.*

* - يمكن أن يكون المتعامل في وضعية طويلة إنجاه عملة أجنبية معينة، غير أن آجال إستحقاق ديونه تكون أقل من آجال إستحقاق حقوقه، وهنا يكون في وضعية سالبة إنجاه هذه العملة وعليه معالجتها.

- (أ) **الشراء والبيع الآجل للعملة:** بحيث يقوم المتعاملون بشراء العملة بسعر معين يحدد آنيا وتسلم العملة في تاريخ لاحق إذا كانت هناك توقعات بارتفاع سعر عملة الدفع، وإذا كانت هناك توقعات بانخفاض سعر عملة القبض، فإن المتعاملين يتوجهون إلى بيعها بعقد آجل.
- (ب) **إبرام عقود مبادلة العملات:** وهي عبارة عن إتفاق بين طرفين يقضي بتبادل مبالغ متساوية من عملة معينة ومدفوعات فائدتها خلال فترة زمنية محددة.
- (ج) **إبرام عقود مستقبلية:** وهي عبارة عن إتفاق بين متعاملين لشراء أو بيع عملة معينة بسعر محدد بتاريخ تسليم لاحق يحدد أثناء إبرام العقد. فإذا ما توقع أحد المتعاملين إرتفاع سعر عملة الدفع في تاريخ الدفع، فإنه يقوم بشراء عقد مستقبلي لشراء مبلغ العملة المعنية وتغطية خطر الصرف المصاحب لها، وفي حالة توقع إنخفاض سعر عملة القبض فإنه يقوم بإبرام عقد مستقبلي لبيع هذه العملة مستقبلا بالسعر المتفق عليه.
- (د) **إبرام عقود خيارات:** وهي عبارة عن عقود ثنائية تعطي الحق لمشتري العقد (إذا أراد ذلك) ببيع (في حالة خيار البيع) أو بشراء (في حالة خيار الشراء) مبلغ معين من عملة أجنبية معينة خلال فترة زمنية معينة (إذا كان الخيار أمريكيا) أو عند تاريخ محدد (إذا كان الخيار أوروبيا) بسعر يتفق عليه عند إبرام العقد. وعليه يمكن للمتعاملين الدوليين التحوط ضد مخاطر الصرف باتخاذ قرار تنفيذ عقد الخيار، وإذا لم تكن هناك مخاطر فإنهم لا ينفذون العقد ولا يلتزمون بدفع أي شيء ماعدا العمولة المقدمة إلى بائع العقد.

المبحث الثاني: النظريات والنماذج المفسرة لسعر الصرف

ترجع تغيرات أسعار الصرف إلى العديد من العوامل والمحددات المتغيرة، بحيث أن هذه المتغيرات تكون لها علاقة مباشرة مع سعر صرف العملة، وبالتالي فإن تحرك هذه المتغيرات يؤدي بالضرورة إلى تغير هيكل الطلب والعرض الخاص بالعملة، ويتغير سعر صرفها بالتبعية. ونتيجة لأهمية تحديد سعر الصرف والتنبؤ باتجاهه مستقبلا بسبب تأثيره على مختلف المتعاملين المحليين والخارجيين، فقد حاول المفكرون الإقتصاديون إعطاء بعض النظريات والنماذج التي تسمح بتحديد سعر الصرف المستقبلي وتوقعه بالإعتماد على التغيرات التي تصيب محددات الطلب على العملة والعرض منها. وسنحاول من خلال هذا المبحث إعطاء نظرة عامة على أهم هذه الأعمال.

المطلب الأول: نظريتا تعادل القوة الشرائية وأسعار الفائدة

تعد نظريتا تعادل القوة الشرائية وأسعار الفائدة من بين أهم النظريات المعتمد عليها في تفسير تغيرات أسعار الصرف.

أولاً: نظرية تعادل القوة الشرائية

توفر نظرية تعادل القوة الشرائية التي تم تطويرها في البدء على يد الإقتصادي السويدي "غوستاف كاسل (1866-1945)" والتي اكتسبت مزيداً من الإهتمام في مطلع عقد السبعينات الأساس النظري لاحتساب مؤشرات سعر الصرف الفعلي المتعدد الأطراف، وبموجب هذه النظرية يعتبر سعر الصرف الفعلي هو السعر النسبي بين عملتين، والذي يجب أن يتحدد في حالة التوازن على أساس القوة الشرائية النسبية لهاتين العملتين.¹

إن الفهم العام لسعر الصرف في المدى الطويل يعتمد على الرأي القائل أن هناك علاقة بين مستوى أسعار المنتجات وسعر الصرف. وهذه العلاقة تستند إلى أن الأفراد يمكنهم شراء سلع وخدمات من دولة ما أو أخرى على أساس السعر الذي يدفعونه.² وعليه فإن الأفراد يتزاحون إلى السلع ذات السعر المنخفض، وينفرون من السلع المرتفعة السعر، وهذا ما يؤدي إلى ارتفاع سعر الأولى وانخفاض سعر الثانية، وبالتالي فإن السلع المتبادلة في التجارة الدولية لا بد وأن يكون لها نفس السعر بين مختلف الدول (مقاساً بنفس العملة)، ويقودنا هذا إلى فرضية السعر الموحد.

¹ - بسام حجار، مرجع سابق، ص 122.

² - *Petter H. LINDERT, Thomas A. PUGEL: Economie Internationale. Edition Economica, Paris, 10^{ème} edition, 1996. P512.*

فإذا كان P و P^* هما السعران بالعملة المحلية والعملة الأجنبية على الترتيب لنفس السلعة، فإن التساوي بينهما هو نتيجة منطقية للعلاقات الإقتصادية والأسواق التنافسية، ويقودنا هذا إلى أن يكون للسلعة سعرا واحدا.¹

فنظرية تعادل القوة الشرائية تدل على وجود مستوى تدور حوله أسعار العملات، ويتوقف هذا المستوى على العلاقة بين القوى الشرائية لمختلف العملات داخل حدودها، أي العلاقة بين الأسعار السائدة في الدول. ويشترط لنجاح نظرية تكافؤ القوى الشرائية توفر مايلي:²

■ أن لا تخضع التجارة الدولية لأية قيود سعرية أو كمية؛

■ أن لا تخضع عمليات تحويل النقود من دولة لأخرى لأية قيود، بل يجب أن تكون حرة.

وينص مفهوم تعادل القوة الشرائية على أن العملة المحلية تتعرض قيمتها للإخفاض إذا ارتفع مستوى الأسعار داخل الدولة، بينما ترتفع قيمتها إذا حدثت زيادة في مستوى الأسعار الأجنبية مقارنة بالدولة المعنية.³ ونميز بين شكلين لتعادل القوة الشرائية:

(أ) تعادل القوة الشرائية المطلقة: *Absolute purchasing power parity*

يمكن الحصول على الصيغة المطلقة لحساب تعادل القوة الشرائية من خلال تجميع كل الأسعار (باستخدام نفس الأوزان التي تستخدم عند حساب مستوى الأسعار في كل دولة)، وذلك يعطينا الصيغة التالية:⁴

$$S_t = \frac{\sum_{i=0}^n \alpha^i \times p_t^i}{\sum_{i=0}^n \alpha^i \times p_t^{i*}} \dots\dots\dots(4-1)$$

حيث:

S_t : سعر الصرف الذي يعرف بأنه عدد الوحدات من العملة الوطنية اللازمة لشراء وحدة واحدة من العملة الأجنبية.

P_t^i : سعر السلعة i في الدولة المعنية.

P^* : سعر السلعة i في الدولة الأجنبية.

α^i : الوزن الذي يتم الترجيح من خلاله.

¹ - **Richard E.CAVES, Jeffrry A.FRANKEL, Ronald W.JONES** : *Commerce et paiements internationaux*. Traduction de la 9^{ème} edition Americaine par : Mireille Chirleu-ASSOULINE. Edition DeBoeck Université, Paris, 2003.P425.

² - صبحي تادرس قريصة، مدحت محمد العقاد: النقود والبنوك والعلاقات الإقتصادية الدولية . دار النهضة العربية للطباعة والنشر، بيروت، 1983. ص347.

3 - محمد كمال الحمزاوي، مرجع سابق. ص45.

4 - سي بول هالوود، رونالد ماكدونالد، مرجع سابق، ص214.

فإذا كان بسط هذه المعادلة هو 70 دج ومقام المعادلة هو \$ 1 فان سعر الصرف بين الدينار الجزائري والدولار هو 70 دينار لكل دولار.

(ب) تعادل القوة الشرائية النسبية: Relative purchasing power parity

إن الصيغة المطلقة لحساب تعادل القوة الشرائية تربط بين سعر الصرف والمستوى المطلق للأسعار لجميع السلع المتبادلة بين الدولتين، غير أنه إذا حدثت موجة تضخمية سريعة داخل دولة ما فمن المرجح أن تتغير مستويات الأسعار المحلية النسبية بدرجة كبيرة، مما يؤدي إلى حدوث تغير في سعر الصرف. وعليه تم صياغة عبارة نسبية لتعادل القوة الشرائية لكي تكون أكثر تعبيراً على تغير سعر الصرف كما يلي:¹

$$\Delta S_t = \Delta P_t - \Delta P_t^* \dots\dots\dots(5-1)$$

حيث:

ΔS_t : هو التغير في سعر الصرف.

ΔP_t : التغير في المستوى العام للأسعار في الدولة المعنية.

ΔP_t^* : التغير في المستوى العام للأسعار في الدولة الأجنبية.

وعليه فإن الصيغة النسبية لتعادل القوة الشرائية تنص على أنه إذا تضاعفت الأسعار النسبية في الدولة المعنية بين سنة الأساس وسنة أخرى فإن سعر الصرف سوف يتغير بنفس النسبة، أي سيعرف إنخفاضاً. غير أن هذه النظرية تعاني من العديد من الانتقادات والنقائص ساهمت في محدودية تعبيرها عن سعر الصرف، ومن ذلك نذكر مايلي:

- وجود تكاليف على مستوى التجارة الدولية، والتي لا تسمح بتساوي الأسعار بين الدول، وحتى بين المناطق المختلفة للدولة الواحدة؛²
- وجود تفضيلات مختلفة بين المستهلكين بين مختلف الدول،³ فبعض الدول لا يميل مستهلكوها لشراء سلعة معينة نتيجة لأسباب خارجة عن تغيرات سعرها، وبعض الدول يميل مستهلكوها إلى زيادة الطلب على نفس السلع ولو ارتفع سعرها؛
- عدم وجود حرية لتحويل النقود من دولة لأخرى، فالرقابة على الصرف والقيود على تحويل النقد تكاد تنتشر في معظم دول العالم، بالإضافة إلى الإتفاقيات والمعاهدات وسياسات التمييز والتفضيل في المعاملة؛⁴
- عدم تماثل مكونات المجموعات السلعية التي تحسب على أساسها الأرقام القياسية بين الدول؛

¹ - سي بول هالوود، رونالد ماكدونالد، مرجع سابق، ص 215.

² - Jean-Louis MUCCHIELLI, Thierry MAYER : *Economie internationale*. Edition DALLOZ, Paris, 2005. P78.

³ - Jean-Louis MUCCHIELLI, Thierry MAYER, *OP-CIT*, P78.

⁴ - محمد عبد العزيز عجمية، مدحت محمد العقاد: النقود والبنوك والعلاقات الاقتصادية الدولية. دار النهضة العربية للطباعة والنشر، ديسمبر 1979. ص 347.

➤ تفترض النظرية أن التغيير في سعر الصرف يكون ناجما عن التغيير في القوة الشرائية للنقود فقط، أما التغيير في أذواق المستهلكين وظهور سلع بديلة فليس له إعتبار في تحديد سعر الصرف. وهذا ناهيك عن أن النظرية لا تقيم أهمية لتحويلات الفوائد والأرباح وانتقال رؤوس الأموال إلا في أضيق الحدود.¹

ثانيا: نظرية تعادل أسعار الفائدة

تعتبر نظرية تعادل أسعار الفائدة عنصرا مهما في الإقتصاد الكلي، ويعود أصلها إلى الإقتصادي الكبير "كيتز (1923)" الذي لفت الإنتباه إلى النمو القوي في أسواق الصرف الآجلة مع نهاية الحرب العالمية الأولى.² وحسب نظرية تعادل أسعار الفائدة، فإن العالوة والخصم الخاصين بعملة ما بالنسبة لعملة أخرى يجب أن يرتبطا بتغيرات معدلات الفائدة بين الدولتين. وحسب هذه النظرية دائما فإن المستثمر لا يستطيع أن يحصل على عائد عن طريق توظيف أمواله في دولة أجنبية يكون فيها سعر الفائدة I_E مرتفعا عن السوق المحلية، لأن التغيرات في سعر الفائدة تعوّض بالتغيرات في سعر الصرف العاجل أو الآجل.³ وبالتالي فإن المستثمر يمكن أن يوظف مبلغا M في السوق المحلية، ويحصل في نهاية التوظيف على $M(1 + I_D)$. وهذا المبلغ حسب نظرية تعادل أسعار الفائدة، يجب أن يتساوى مع المبلغ الذي يمكن أن يتحصل عليه بتحويل أمواله إلى عملة أجنبية بسعر الصرف العاجل، ويوظفها في السوق الأجنبية بسعر فائدة I_E ، ويعيد بيعها آجلا ليتحصل على مبلغ جديد بالعملة المحلية. وبطريقة أخرى يمكن كتابة هذه المساواة كما يلي:⁴

$$M(1 + I_D) = M \times CC(1 + I_E) \times \frac{1}{CT} \dots\dots\dots(6-1)$$

حيث:

CC : سعر الصرف العاجل.

CT : سعر الصرف الآجل.

I_D : سعر الفائدة الإسمي المحلي.

I_E : سعر الفائدة الإسمي الأجنبي.

ويمكن كتابة المعادلة (6-1) كمايلي:

$$\frac{CT}{CC} - 1 = \frac{1 + I_E}{1 + I_D} - 1 \Rightarrow \frac{CT - CC}{CC} = \frac{I_E - I_D}{1 + I_D} \dots\dots\dots(7-1)$$

ومع إفتراض أن سعر الفائدة المحلي ضعيف فإننا نحصل على المعادلة التالية:

¹ - محمد عبد العزيز عجمية، مدحت محمد العقاد، نفس المرجع السابق، ص 348.

² - Henri BOURGINAT, Jerome TEHETCHE, Michel DUPUY, OP-CIT, P253.

³ - Josette PEYRARD: *Gestion financière internationale*. Libraire Vuibert, Paris, Septembre 1999. P73.

⁴ - Josette PEYRARD, OP-CIT, P74.

$$\frac{CT - CC}{CC} \cong I_E - I_D \dots\dots\dots(8-1)$$

وبالتالي فإن معدل العلاوة أو الخصم يجب أن يكون قريبا جدا من التساوي مع فرق معدلات الفائدة بين الدولتين خلال نفس الفترة الزمنية.

وتساعدنا توقعات أسعار الصرف على فهم جوهر الفروقات في أسعار الفائدة بين الدول ذات مستويات التضخم المنخفضة والمرتفعة، فحين يكون معدل التضخم مرتفعا يجب أن نتوقع إنخفاضا في سعر الصرف. عدا ذلك فإن معادلة "فيشر" تشير إلى أن الفروق في معدلات التضخم بين الدول تعوض عن طريق التغيرات في أسعار الصرف والعلاقة سوف تكون على الشكل التالي:¹

الفروقات في معدلات التضخم \cong الفروقات في أسعار الفائدة \cong معدل التغير في قيمة العملة.

وهذه المساواة بطبيعة الحال تقريبية، لأن أسعار الصرف من الممكن أن تتغير دونما علاقة بتغير الأسعار، ولأن العوائق التي توضع أمام انسياب رؤوس الأموال من الممكن أن تكون سببا في الفروقات طويلة الأجل في أسعار الفائدة.

المطلب الثاني: نظريات سعر الخصم، الإنتاجية، والأرصدة

بعد أن تعرفنا في المطلب الأول على نظريتي تعادل القوة الشرائية وتعادل أسعار الفائدة، سنتطرق في هذا المطلب إلى ثلاث نظريات أخرى مفسرة لسعر الصرف وهي: نظرية سعر الخصم، نظرية الإنتاجية، ونظرية الأرصدة.

أولا: نظرية سعر الخصم

وتعود هذه النظرية إلى تفسير العلاقة بين سعر الفائدة وسعر الصرف، حيث يرى *Wichesell* أن رفع سعر الخصم في بلد ما يؤدي إلى رفع القيمة الخارجية لعملة ذلك البلد.² حيث أن رفع سعر الخصم معناه زيادة أسعار الفائدة، وهذا يؤدي إلى اجتذاب رؤوس الأموال الأجنبية، وبالتالي زيادة طلب الأجانب على عملة تلك الدولة وهذا ما يؤدي إلى ارتفاع قيمتها الخارجية.³ وعلى العكس من ذلك، فإن خفض سعر الخصم يؤدي إلى خفض سعر الفائدة بالتبعية، وبالتالي خروج رؤوس الأموال وانخفاض الطلب على العملة المحلية مما يخفض من قيمتها الخارجية.

¹ - بسام حجار، مرجع سابق، ص 131.

² - صبحي تادرس قريضة، مدحت محمد العقاد، مرجع سابق، ص 338.

³ - فليح حسن خلف: العلاقات الاقتصادية الدولية. مؤسسة الوراق للنشر، عمان، الأردن، 2004. ص 228.

ولقد استدل *Wichesell* على صحة هذه النظرية من تجارب البنوك المركزية التي تلجأ إلى رفع سعر الخصم للعمل على تحسين مركز العملة الخارجي، وبالإضافة إلى هذا فإن "مارشال" ذكر أهمية سلاح سعر الخصم في تحديد السعر الخارجي للعملة.¹

ثانياً: نظرية الإنتاجية

حسب هذه النظرية فإن سعر صرف العملة المحلية له علاقة جلية مع المستوى الإنتاجي داخل البلد. وتتلخص فكرة هذه النظرية في أن القيمة الخارجية لعملة دولة ما تتحدد على أساس كفاءة ومقدرة جهازها الإنتاجي، وزيادة الإنتاجية بما في ذلك زيادة إنتاجية الفرد، ومن ثم مستوى معيشتته، بما يتضمنه هذا من ارتفاع في مستويات الدخل والأسعار، الأمر الذي يؤدي إلى الحد من الصادرات وزيادة الواردات، وهذا معناه زيادة الطلب على العملات الأجنبية، وانخفاض الطلب على العملة المحلية، وهو ما يعني انخفاض قيمتها الخارجية.²

ويرى مؤيدوا هذه النظرية أن مستويات الأسعار تتبع دائماً مستويات الإنتاج والمعيشة، ولكن يرد على ذلك بأنه كثيراً ما تقوم الحكومات بتحديد أسعار بعض السلع أو تدعمها أو تتواجد داخلها منظمات احتكارية تتحكم في الأسعار. بالإضافة إلى أن بعض الدول تنخفض فيها مستويات الإنتاجية في فترات معينة غير أنها تبقى محافظة على قيمة عملتها الخارجية، وعليه فإن الاعتماد على هذه النظرية في تفسير تغيرات سعر الصرف يصبح غير مجدي.

ثالثاً: نظرية الأرصدية

يرى أصحاب هذه النظرية أن القيمة الخارجية للعملة تتحدد على أساس ما يطرأ على أرصدية موازين المدفوعات من تغير وليس على أساس كمية النقود وسرعة تداولها، فإذا كان رصيد ميزان المدفوعات موجبا فهذا يعني زيادة الطلب على العملة الوطنية مما يؤدي إلى ارتفاع قيمتها الخارجية، أما إذا كان الميزان غير موافق، فهذا يدل على زيادة العرض من العملة الوطنية وعلى انخفاض قيمتها الخارجية.³

وعليه فإن هذه النظرية تفسر تغيرات سعر الصرف على أساس التغيرات التي تطرأ على ميزان المدفوعات الناتجة عن تغيرات الأسعار المحلية ومعدلات الفائدة المحلية مقارنة بالخارج. ولقد أثبت بعض الاقتصاديين الألمان صحة هذه النظرية خلال الحرب العالمية الأولى، فالأسعار الخارجية للمارك حينذاك لم تتأثر بالرغم من الزيادة الكبيرة في كمية النقود وسرعة تداولها وارتفاع الأسعار. ويرجع السبب في ذلك إلى أن الميزان الحسابي كان متعادلاً فلم يسمح لألمانيا بزيادة وارداتها عن صادراتها، أي لم يكن هناك أي رصيد مدين أو دائن يؤثر على قيمة العملة الخارجية.

¹ - صبحي تادرس قريصة، مدحت محمد العقاد، مرجع سابق، ص 338.

² - فليح حسن خلف، مرجع سابق، ص 229.

³ - صبحي تادرس قريصة، مدحت محمد العقاد، مرجع سابق، ص 337.

وهناك إستثناء لهذه النظرية، ففي حالة ما إذا كان الميزان الحسابي غير موافق، ولكن قبل الدائنون تأجيل الحصول على حقوقهم، فإن سعر الصرف في هذه الحالة لن يتأثر.¹

المطلب الثالث: النماذج المحددة لسعر الصرف

إضافة إلى النظريات المذكورة، فقد صمم الإقتصاديون العديد من النماذج النقدية التي استعملت في تفسير التغيرات التي تصيب سعر الصرف، وهذا من خلال ربط تغيره بمتغيرات أخرى في الإقتصاد. وستتطرق في هذا المطلب إلى النموذجين النقديين لتحديد سعر الصرف: السعر المرن، والسعر الجامد، بالإضافة إلى نموذج توازن المحفظة ونموذج إحلال العملة.

أولاً: النموذج النقدي لتحديد سعر الصرف

(أ) النموذج النقدي للسعر المرن لتحديد سعر الصرف: يقوم النموذج النقدي لمعدل الصرف في ظل مرونة الأسعار على أفكار كل من "جونسن 1973 Johnson"، "فرانكل 1976 Frankel"، "كوفر 1976 Kouver"، "بيلسون 1976 Bilson"، "موسا 1976-1979 Mussa"، وما طرأ على هذه الأفكار من تطوير وتعديل.²

وفي هذا النموذج يفترض أن العالم يتكون من دولتين، دولة محلية ودولة أجنبية. كما أن الطلب على النقود (اللوغاريتم) يرتبط بالدخل الحقيقي Y ، ومستوى الأسعار P ، ومستوى سعر الفائدة r (اللوغاريتم)،³ ومنه فإن دوال الطلب على النقود المحلية والأجنبية هي:

$$M_S = P + \phi y - \lambda r \dots\dots\dots(9-1)$$

$$M_D^* = P^* + \phi^* y^* - \lambda^* r^* \dots\dots\dots(10-1)$$

وكذلك يفترض النموذج أن نظرية تعادل القوة الشرائية محققة في الأجل القصير والطويل، ويكون

هذا من خلال توفر مرونة كاملة لأسعار السلع، ومنه فإن:

$$E = P - P^* \dots\dots\dots(11-1)$$

حيث: E : لوغاريتم سعر الصرف الإسمي الحالي.

P, P^* : لوغاريتما مستويا الأسعار المحلية والأجنبية.

¹ - صبحي تادرس قريضة، مدحت محمد العقاد، مرجع سابق، ص 337.

² - نشأت الوكيل: التوازن النقدي ومعدل الصرف: دراسة تحليلية مقارنة لسوق النقد وسعر الصرف. شركة ياسر للطباعة، القاهرة، 2006. ص336.

³ - **Keith CUTHBERTSON**: *Economie financéere quantitative: action, obligation et taux de change. Traduction de la premiere édition Anglaise par Christelle Puibasset, révision scientifique de Stephen Bazén. DeBoeck Université, Paris, 2000. P389.*

وتجدر الإشارة إلى أن: (ϕ) تشير إلى مرونة الدخلية، و (λ) تشير للمرونة بالنسبة لسعر الفائدة، حيث يفترض أن: $\lambda = \lambda^*, \phi = \phi^*$ ¹.

وبدمج المعادلات السابقة يصبح لدينا:

$$E = (M_s - M_s^*) - \phi(y - y^*) + \lambda(r - r^*) \dots\dots\dots (12-1)$$

وتعتبر المعادلة (12-1) عن النموذج النقدي الأساسي للسعر المرن، وتشير إلى أن الزيادة في عرض النقود المحلية بالنسبة لعرض النقود الأجنبية يؤدي إلى تدهور قيمة العملة المحلية بالنسبة للعملة الأجنبية، أما الزيادة في الناتج المحلي فتؤدي إلى تحسن قيمة العملة المحلية، وبالمثل فإن ارتفاع أسعار الفائدة المحلية يؤدي إلى تخفيض في قيمة العملة المحلية، وهذا ما يظهر تناقضا مع الواقع ومع ما جاءت به النظريات السابقة.

ويمكن تفسير ذلك من خلال التسليم بأن مستوى الإنتاج (الدخل) ومستوى سعر الفائدة يؤثران على الطلب على النقود. حيث أن الزيادة في الدخل تؤدي إلى زيادة الطلب على النقود بدافع المعاملات، لذلك يحدث إرتفاع في قيمة العملة من أجل المساواة بين الطلب الحقيقي على النقود والعرض الحقيقي منها. وبالمثل يقال على أسعار الفائدة، حيث أن حدوث إرتفاع في سعر الفائدة المحلية يقلل من الطلب على النقود، وهو ما يؤدي إلى انخفاض في قيمة العملة المحلية ².

ب) النموذج النقدي الجامد لتحديد سعر الصرف: في منتصف السبعينات لم يتمكن النموذج النقدي

للسعر المرن من إعطاء توصيف دقيق لسلوك سعر الصرف في بعض الإقتصاديات الصغيرة المنفتحة ³. بالإضافة إلى هذا فإن الإقتصاديين لاحظوا خلال عام 1974 أنه بالرغم من أن الدولار مقوم بأقل من قيمته (أي أن سعر صرف الدولار أدنى من قوته الشرائية) فإن المضاربين لم يقبلوا على شرائه ⁴. وقد أوجد هذا التساؤل بيئة جيدة لظهور نماذج جديدة كنموذج "دورنبوش *DORNBUSCH*".

ويتشابه نموذج دورنبوش مع نموذج السعر المرن من حيث الفروض، باستثناء أنه يفترض أن التحليل يتم على مستوى إقتصاد صغير نسبيا، ويفترض أيضا ببطء تعديل الأسعار في أسواق السلع مقارنة مع أسواق الأصول المالية. وانطلق "دورنبوش" في عرضه لنموذجه من سوق الأوراق المالية، حيث أوضح أن سعر الفائدة المحلي على الأصول (r) سوف يزيد أو ينخفض عن سعر الفائدة الأجنبي (r^*) بمقدار معدل الإنخفاض أو الإرتفاع المتوقع لقيمة العملة بناء على افتراض القابلية الكاملة للإحلال بين الأصول بالعملة المحلية والأصول بالعملة الأجنبية أي أن: ⁵

1 - نشأت الوكيل، مرجع سابق، ص 388.

2 - نشأت الوكيل، مرجع سابق، ص 388.

3 - سي بول هالوود، رونالد ماكدونالد، مرجع سابق، ص 293.

4 - نشأت الوكيل، مرجع سابق، ص 251.

5 - نشأت الوكيل، مرجع سابق، ص 253.

$$r = r^* + \frac{E_t - E_0}{E_0} \dots\dots\dots(13-1)$$

ومن هذه المعادلة نجد أن تعادل العوائد على رأس المال بين الداخل والخارج يعني توقف رؤوس الأموال عن التدفق إلى الخارج، إلا في حالة توقع المستثمرين في الأوراق المالية إرتفاع معدل الصرف مستقبلا (أي تدهور قيمة العملة). بمعدل يلغي الأرباح الممكن تحقيقها نتيجة زيادة العائد الداخلي عن العائد الخارجي، ويحدث العكس في حالة ما إذا كان سعر الفائدة المحلي أقل من سعر الفائدة الأجنبي.

وفيما يتعلق بسوق السلع، يرى "دربوش" أن الطلب على الناتج المحلي يعتمد على السعر النسبي للسلع المحلية ($E-P$)، أسعار الفائدة، والدخل الحقيقي، وبالتالي تأخذ دالة الطلب الشكل التالي:¹

$$I_n D = U + \delta(E - P) + \gamma y + \sigma r \dots\dots\dots(14-1)$$

حيث: InD : الطلب على الناتج المحلي.

U : معلمة ناقلة.

ومن خلال هذه المعادلة نلاحظ أن انخفاض السعر النسبي للسلع المحلية يؤدي إلى زيادة الطلب، تماما كتأثير زيادة الدخل أو انخفاض أسعار الفائدة، وهو ما يؤثر على قيمة العملة المحلية.

ثانيا: نموذج توازن المحفظة

يركز نموذج توازن المحفظة على دور سوق النقود وسوق السندات في تغيير سعر الصرف في الأجل القصير، وبالتالي فهو يفسر تغيرات معدلات الصرف بالتغيرات في العرض والطلب على الأصول المالية.

ويبدأ هذا النموذج تحليله من افتراض أن المقيمين بالدولة المحلية لديهم حجم ثروة (W) ويوزعونها على ثلاثة أنواع من الأصول: الإحتياطي النقدي بدون فائدة لدى البنك المركزي (M)، والسندات المحلية التي تصدرها الحكومة ويقوم القطاع الخاص بجزائها (B)، والسندات الحكومية الأجنبية ذات الفائدة والتي يقوم القطاع الخاص المحلي بجزائها (F). كما أن الطلب على هذه الأصول يتعلق بكل من: الثروة الكلية (W)، ومعدل الفائدة على السندات المحلية (r)، ومعدل الفائدة على السندات الأجنبية ($r^* + Ee$)، حيث يمثل هذا الأخير معدل العائد على السندات الأجنبية مضافا إليه التغير المتوقع في معدل الصرف (E^e)، بالإضافة إلى أن إجمالي حيازة المقيمين للسندات الأجنبية يتم التعبير عنه بوحدات من العملة المحلية، وبالتالي فإن المعادلات المثلة للطلب على الأصول السابقة يمكن كتابتها كما يلي:²

$$M = m(r, r^*, Ee)W \dots\dots\dots(15-1)$$

$$B = b(r, r^*, Ee)W \dots\dots\dots(16-1)$$

$$EF = f(r, r^*, Ee)W \dots\dots\dots(17-1)$$

$$W = M + B + EF \dots\dots\dots(18-1)$$

$$M + b + f = 1 \dots\dots\dots(19-1)$$

1 - نشأت الوكيل، مرجع سابق، ص 258.

2 - نشأت الوكيل، مرجع سابق، ص 317.

حيث: (f, b, m) تمثل نسب توزيع الثروة على كل أصل من الأصول.

$$m_1 < 0, m_2 < 0 \quad \text{و:}$$

$$b_1 > 0, b_2 < 0$$

$$f_1 < 0, f_2 > 0$$

وفي ظل افتراض أن توقعات تغيرات معدل الصرف المستقبلي ساكنة، أي أن: $(E^e = 0)$ وأن (r^*) تكون معطاة وثابتة، حينئذ سوف يكون المستوى التوازني لكل من سعر الفائدة المحلي ومعدل الصرف دالة في عرض الأصول كما يلي:

$$\begin{bmatrix} r \\ E \end{bmatrix} = \delta(M, B, E) \dots \dots \dots (20-1)$$

حيث تعبر هذه المعادلة الأخيرة عن الشروط التي في ظلها يتحقق توازن سوق الأصول في الأجل القصير. وبالتالي فإن سعر صرف العملة المحلية يرتبط مباشرة بالطلب على الأرصد النقدية السائلة، والسندات المحلية والسندات الأجنبية.

ثالثاً: نموذج إحلال العملة

يسعى المتعاملون الإقتصاديون الدوليون دائماً إلى تنويع تركيبة محافظهم النقدية، وبذلك فهم يملكون الحافز على الإحتفاظ بسلة من العملات تتباين نسبها حسب المخاطر والمكاسب المتعلقة بكل عملة، مما يجبر في كثير من الأحيان إلى إحلال عملة مكان عملة أخرى. ويشير *MENGER* إلى أن ظاهرة إحلال العملة تمثل حالة خاصة من قانون "جريشام"، والذي يقضي بأن العملة الرديئة تطرد العملة الجيدة من التداول. فالعملة التي ينظر إليها باعتبارها عملة جيدة يتم إستخدامها لأداء وظيفة مخزن القيمة، أي تكتنز، في حين تقوم العملة الرديئة بوظيفة وسيط للتبادل.¹

ويمكن إيضاح عملية إحلال العملة من خلال إعادة كتابة دالة الطلب على النقود على النحو التالي:²

$$M_t^D - P_t = \Omega + \alpha_1 y - \alpha_2 i \dots \dots \dots (21-1)$$

حيث يشير المعامل Ω إلى درجة إحلال العملة الأجنبية في اتجاه العملة المحلية. ويفترض *King* وآخرون أن Ω تعتمد على التغير المتوقع في سعر الصرف، والذي يعتمد في المقابل على النمو النقدي المتوقع Δm^e ، وعلى درجة عدم اليقين التي تشوب هذه التوقعات والتي يعبر عنها بالتباين في النمو النقدي $\text{Var}(\Delta m^e)$ ، وبالتالي فإن الشكل الدالي للمعامل Ω يكون على النحو التالي:

$$\Omega = B_0 \times \Delta m_t^e + B_1 \text{Var}(\Delta m_t^e) \dots \dots \dots (22-1)$$

حيث: $B_0 < 0, B_1 < 0$

¹ - نشأت الوكيل، مرجع سابق، ص 347.

² - سي بول هالوود، رونالد ماكدونالد، مرجع سابق، ص 314.

وبإحلال المعادلة (22-1) في المعادلة (21-1)، وتعويض قيمة (P_t) في معادلة تعادل القوة الشرائية نتحصل على:

$$S_t = P_t - P_t^* \Rightarrow S_t = m_t - B_0 \Delta m_t^e - B_1 \text{Var}(\Delta m_t^e) - \alpha_1 y_t + \alpha_2 i_t - P_t^* \dots\dots\dots(23-1)$$

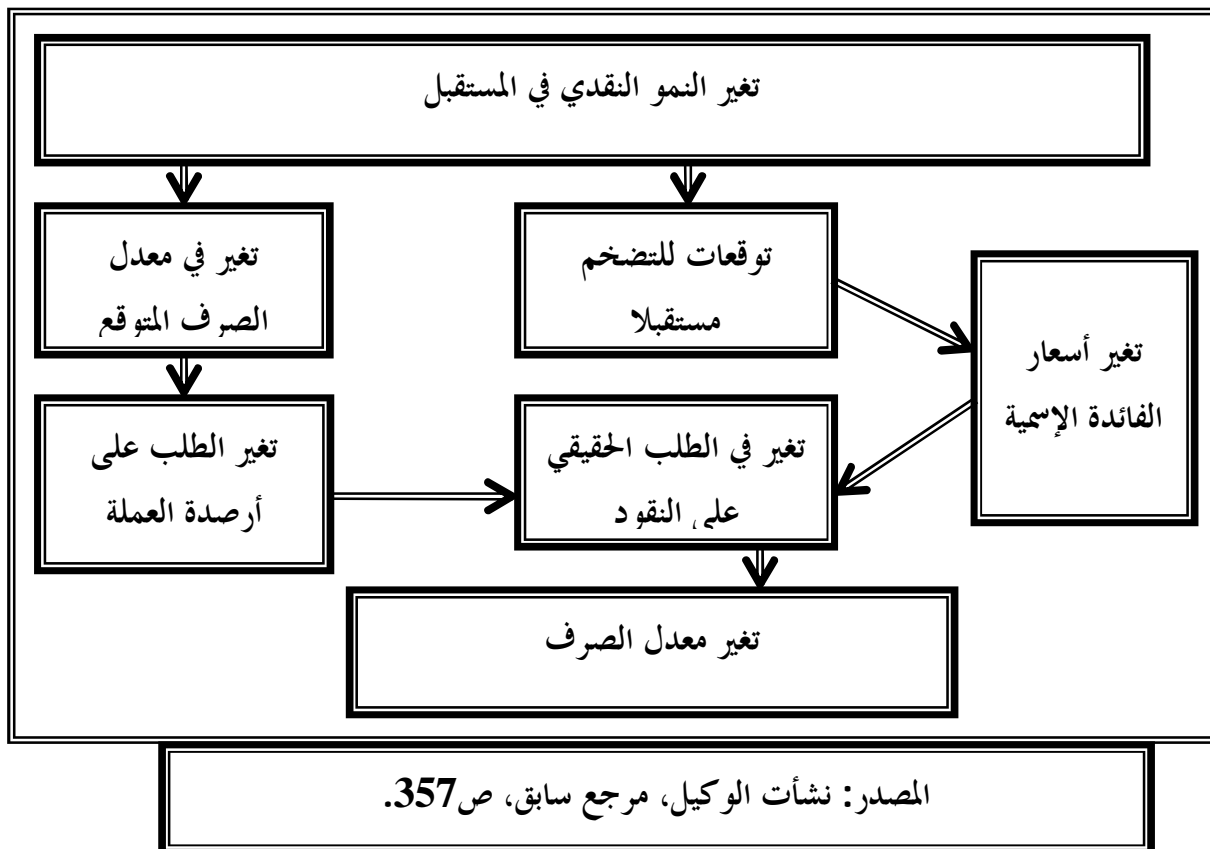
وعندما نستخدم شرط تعادل سعر الفائدة غير المغطاة في معادلة تعادل أسعار الفائدة لإحلال سعر الفائدة المحلي، ومع افتراض أن $\Delta S_t^e = \Delta m_t^e$ نحصل على:

$$S_t = m_t + (\alpha_2 - B_0) \Delta m_t^e - B_1 \text{Var}(\Delta m_t^e) - \alpha_1 y_t + \alpha_2 i_t^* - P^* \dots\dots\dots(24-1)$$

وبالإضافة إلى التعبير عن الآثار النقدية التقليدية لكل من m , y على سعر الصرف، فإن المعادلة الأخيرة توضح أثر إحلال العملة على سعر الصرف. فقيمة المعامل Δm^e تكون أكبر مما هي عليه في غياب إحلال العملة (أي أن: $\alpha_2 - B_0 > \alpha_2$) لأن قدرة العناصر الاقتصادية على الإحلال بين النقود المحلية والنقود الأجنبية تؤدي إلى تضخيم الضغط من أجل إنخفاض أو ارتفاع قيمة العملة. ويصبح الأثر أقوى إذا كان التقلب المتوقع في السياسة النقدية يتغير بشكل مرادف للتغير المتوقع في m (أي أن B_1 من المفترض أيضا أن تأخذ قيمة سالبة).

ويمكن تمثيل سيرورة عملية إحلال العملة من خلال الشكل التالي:

الشكل (1-1): نموذج إحلال العملة لسعر الصرف:



المبحث الثالث: ماهية سوق الصرف

تعتبر سوق الصرف الإطار العام الذي يتبادل فيه المتعاملون العملات المختلفة بيعا وشراء كل حسب احتياجاته ورغباته المتأتية من سعيه إلى زيادة الأرباح أو تدنية التكاليف. وهي ذات أهمية بالغة من حيث أنها تسمح بتحديد سعر الصرف التوازني والذي يعبر عن تلاقي منحنيات الطلب والعرض من كل عملة. وسنعالج في هذا المبحث الإطار العام لهذه السوق من خلال تحديد مفهومها ومعرفة قواعدها والمتدخلين فيها وأهميتها وآثارها.

المطلب الأول: تعريف سوق الصرف وقواعد التعامل فيها

سوق الصرف هي كأي سوق أخرى لها إطارها الجغرافي والزمني ولها قواعد وأساسيات يعتمد عليها المتعاملون للقيام بعملياتهم، وهذا ما سنتعرف عليه في هذا المطلب.

أولاً: تعريف سوق الصرف

يتم تبادل العملات بين بعضها البعض حسب القيم السوقية التي تتحدد على مستوى سوق الصرف، والتي يمكن تعريفها على أنها مكان إلتقاء البائعين والمشتريين للعملات المختلفة، بغض النظر عن الزمان والمكان، حسب معلومات وآليات وأنظمة معينة للإستفادة من فروقات الأسعار، وبما يحقق إحتياجات عمليات تبادل السلع والخدمات والأصول المالية والموارد الأخرى.¹

وتكفل سوق الصرف البنية الفيزيائية والمؤسسية اللازمة لتبادل عملة دولة ما بالنسبة لعملات الدول الأخرى، وتحديد سعر صرف عملة معينة بالنسبة لعملة أخرى، والدفع بعملة معينة مقابل عملة أخرى.² وتغطي سوق الصرف كل مكان في العالم، بتغيرات دائمة في أسعار العملات في كل ساعة وفي كل يوم مفتوح في الأسبوع. وأول مكان مالي مهم يفتح كل صباح في آسيا (سيدني وطوكيو)، ثم تتحرك عملية فتح السوق نحو الغرب في هونغ كونغ وسنغافورة، ثم البحرين بعد ذلك، ثم تفتح الأسواق الأوروبية في فرانكفورت، زيوريخ، باريس، ولندن، ثم بعد ذلك تفتح الأسواق الأطلسية في نيويورك، ثم شيكاغو، وتنتهي بسانفرانيسكو ولوس أنجلوس.³

وبالتالي فإن هذه السوق تعتمد أساساً على شبكات الإتصالات الدولية، بحيث أنه كلما تطورت هذه الأخيرة وانخفضت تكاليف إستعمالها، كلما ساعد ذلك على زيادة نشاطات أسواق الصرف وتعدد مهامها دون أي تقيّد بزمان أو مكان معينين.

¹ - هويشار معروف: تحليل الإقتصاد الدولي . دار جرير للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2006. ص281.

² - David EITEMAU, Arthur STOMEHILL, and Michael MOFFETT: *Gestion et finance internationales*. Pearson Education, France, 2004. P135.

³ - David EITEMAU, Arthur STOMEHILL, and Michael MOFFETT, *OP-CIT*, P135.

ويتم تبادل العملات في سوق الصرف إما يدويا بين المتعاملين - وهذه العمليات هي أقل أهمية- وإما يكون التبادل عن طريق الحسابات البنكية لكل متعامل.¹ وبهذا فإن هذه السوق تقوم بعدة وظائف كتنقل القوة الشرائية بين مختلف المتعاملين الدوليين، كما أنها تسمح بتقديم القروض والحصول عليها لتسهيل عمليات التجارة الدولية، وتساعد على تخفيض مخاطر التغيرات المستمرة في أسعار صرف العملات.

وتنقسم سوق الصرف إلى سوق صرف عاجل وسوق صرف آجل، حيث يتم في سوق الصرف العاجل بيع عملة أو شرائها مع وجوب الدفع خلال أجل أقصاه يومي عمل بعد عملية التعاقد. أما في سوق الصرف الآجل، فإن المتعاملين يتفقون على بيع أو شراء عملة ما بسعر يحدد في لحظة التعاقد، ولكن التسليم يتم في تاريخ لاحق يحدد يوم التعاقد.²

ثانيا: قواعد التعامل في سوق الصرف

يتم التعامل عادة في سوق الصرف بتسمية طرفي السعر أي سعر الشراء وسعر البيع لكل عملة، وعلى أساس هذه الأسعار والإحتياجات والرغبات، يقوم المتعاملون باختيار إتجاه تعاملهم إما بيعا أو شراء. وهناك بعض البنوك التي تعطي سعرا واحدا فقط بإتجاه واحد نتيجة لرغبتها في شراء أو في بيع العملة المسماة، واللغة المستعملة في أسواق العملات الأجنبية هي اللغة الإنجليزية.³

ويتم التعامل في أسواق العملات الأجنبية خلال أيام العمل الرسمية، ويغلق المتعاملون دفاترهم عادة عند الساعة الرابعة بعد ظهر يوم العمل، ويتم إعداد التقارير والكشوف عن مختلف العملات للإدارة، ويتم تحميل أية عملية تتم بعد ذلك إلى سجلات اليوم التالي. ويتم قبل بدء التعامل الإطلاع على أسعار الإغلاق في الأسواق الأخرى لتحديد أسعار الإفتتاح في السوق، مع الأخذ بعين الإعتبار الأسعار المثبتة (*Rate-Fixing*) في السوق في حالة ما إذا كان النظام المتبع يقضي بذلك. ويفضل المتعاملون عدم البدء بإعطاء أسعار الإفتتاح إلى أن يبدأ غيرهم بذلك ليتأكدوا من إتجاه السوق.⁴

وعندما يتم الإتفاق على سعر معين فإن هذا السعر يكون ملزما ولا يستطيع أي طرف التراجع عنه، ولتجنب الخسائر يتوجب على المتعاملين القيام بما يلي:⁵

- إنهاء العملية والإتفاق بسرعة ودون تباطؤ، لأن أي تأخير قد يسبب الخسائر للمتعاملين بسبب التذبذب في أسعار السوق؛
- البقاء على اتصال مستمر بتقلبات الأسعار والظروف المحيطة بالسوق، من أجل إجراء التعديلات المستمرة للأسعار؛

¹ - Martine PEYARD.MOULARD, OP-CIT.P37.

² - Yves SIMON : *Marché des changes et gestion du risque de change. Edition DALLOZ, Paris, 1995. P11.*

³ - هاني عرب: *المالية الدولية* . ملتقى البحث العلمي: www.rsscra.com، 1429هـ. ص12.

⁴ - هزاع مفلح: *التمويل الدولي* . منشورات جامعة حلب ، كلية الإقتصاد، 2007/1428 . ص284.

⁵ - هزاع مفلح، نفس المرجع السابق، ص 284.

- توسيع الهامش بين سعري البيع والشراء خاصة في أوقات التذبذب الشديد وذلك حتى لا تؤدي التغيرات الطفيفة والمستمرة إلى أية خسارة؛
- إعطاء الأسعار للعلم فقط دون الإلتزام بها إلا بعد التأكد من رغبة الطرف المقابل في إجراء العملية.

ولا توجد حدود دنيا ضرورية للتعامل وإن كان يفضل عادة التعامل بمضاعفات المليون أو النصف مليون، والهامش بين الأسواق يكون في العادة أضيق منه داخل السوق.

المطلب الثاني: المتعاملون المتدخلون في سوق الصرف وعمليات الصرف

يمثل سوق الصرف جزءا هاما من استراتيجية المعاملات الدولية، ومكانا مهما للعديد من المتعاملين لتلبية احتياجاتهم من أدوات الدفع الدولية السائدة، بحيث أنه يتعامل فيها العديد من الأعوان الإقتصاديين يوميا بعمليات كبيرة ومتعددة وأدوات تتطور وتتغير كلما زادت إحتياجات المتعاملين. وسنحاول في هذا المطلب التعرف على أهم المتدخلين في سوق الصرف، وكذا أهم العمليات التي يقومون بها على مستواها.

أولاً: المتدخلون في سوق الصرف

يتفاعل في سوق الصرف العديد من المتعاملين، نوجزهم فيما يلي:

- (أ) البنوك التجارية المتواجدة على مستوى سوق الصرف: حيث أن أغلب المبادلات الدولية تتم عبر أصول وخصوم المتعاملين في حسابات البنوك التجارية، وتكون النسبة الأكبر من مبادلات العملة تتضمن تحويل الودائع البنكية المصدرة بمختلف العملات. وتسمى تجارة العملات بين البنوك بسوق ما بين البنوك، والتي تمثل القسم الأكبر من النشاطات على مستوى سوق الصرف.¹
- (ب) المؤسسات التجارية: والتي تمارس نشاطا دوليا سواء تصديرا أو استيرادا وتعمل على تلبية إحتياجاتها من العملات الأجنبية من خلال السوق بهدف تدنية تكاليفها ومخاطرها المتعلقة بالصرف الأجنبي.
- (ج) المؤسسات المالية غير البنكية: والتي بدأت تتدخل في السوق نتيجة للإضطرابات الشديدة التي أصبحت تشهدها أسواق الصرف في الولايات المتحدة والمملكة المتحدة واليابان، وتكون معظم عملياتها بواسطة البنوك.²
- (د) البنوك المركزية: والتي تتدخل بهدف الحصول على أدوات الدفع الأجنبي، أو التأثير على سعر صرف عملتها في اتجاه معين، ويولي المتعاملون الكثير من الإهتمام لتدخلات البنوك المركزية في السوق خاصة

¹ - Paul R.KRUGMAN, Maurice OBSTFELD : *Economie internationale*, Traduction de la 5^{ème} édition Americaine par Achille Hannequart et Fabienne Leloup. Edition DeBoeck Université. 3^{ème} édition 2001, 2^{ème} tirage 2003. P384.

² - Paul R.KRUGMAN, Maurice OBSTFELD, *OP-CIT*, P385.

إذا كانت المبالغ كبيرة، نتيجة لأن هذا التدخل يؤثر على أسعار صرف العملات والتي تؤثر بالضرورة على وضعياتهم.

(ه) **السماسة:** وهم عبارة عن وسطاء لا يتدخلون في السوق لحسابهم الخاص، ويوفرون الطرف المقابل للعمليات التي يكونون فيها في وضعية بائعين أو مشتريين، وتسمح هذه الفئة بتجميع أوامر الزبائن، وتوفر السيولة في السوق، وبذلك فهي تلعب دورا مهما في أسواق الصرف.¹

ثانيا: أهم العمليات في سوق الصرف

تعتبر عمليات الصرف عن مختلف العمليات التي يقصد من ورائها الحصول على عملات أجنبية أو التخلص منها مقابل عملات أخرى. وهي تتخذ صورة البيع أو الشراء فورا وهو ما يسمى بالصرف العاجل، غير أن هناك عمليات أخرى يتم فيها البيع والشراء لأجل، ويسمى عندئذ الصرف آجلا.² وتتطلب عمليات الصرف العاجل التسوية بالدفع أو التحصيل خلال مدة لا تتجاوز 48 ساعة من تاريخ التعاقد، (أي يومي عمل مفتوحين)، وتسمح هذه المعاملات بتحديد سعر الصرف قصير الأجل.³ ويتم التعامل عن طريق البنوك، بحيث يحدد كل بنك متدخل في سوق الصرف إحتياجاته وفوائضه من مختلف العملات، ليقوم بتسوية وضعيته بالنسبة للصرف الأجنبي، وهذا بالبحث عن الأطراف المقابلة للقيام بتبادل العملات، وبذلك يلبى إحتياجاته وإحتياجات زبائنه. أما عمليات الصرف الآجل فيكون فيها تاريخ التسوية أكثر من يومي عمل، وتسمح هذه العمليات بتحديد سعر الصرف الآجل في تاريخ التعاقد.

ويقوم المتعاملون بعمليات تبادل العملات الأجنبية عاجلا أو آجلا لتحقيق عدة أهداف، فقد تكون بهدف التغطية ضد مخاطر إنخفاض أو ارتفاع العملات الأجنبية التي يمكن أن يتعرض لها المصدرون والمستوردون والمقرضون والمقترضون، وهي تتم أساسا من خلال البنوك. وقد يكون الهدف هو المضاربة، بحيث يقوم المضاربون بالمضاربة على ارتفاع أو انخفاض إحدى العملات وهذا بهدف تحقيق الربح في آخر العملية، فإذا كان المضارب يتوقع إرتفاع قيمة عملة معينة، فهو يستطيع شراء هذه العملة في السوق العاجلة والإحتفاظ بها، على أن يقوم بإعادة بيعها آجلا بسعر أعلى إذا حدث الإرتفاع في قيمة العملة فعلاً. كما يمكن أن تكون العمليات عبارة عن عمليات مراجعة بين أسعار العملات بين مختلف الأسواق بشكل مترام بهدف الإستفادة من فروقات أسعار العملات بين سوقين أو أكثر وتحقيق الأرباح، وتتطلب هذه العمليات سرعة فائقة في رد الفعل على أي تغير في أسعار العملات بين الأسواق الدولية، وبالتالي فهي لا تتحقق إلا من طرف المتعاملين

¹ - *Chichi Wafa: Dynamique du marché des changes interbancaire Tunisien: les enseignements de la microstructure. Mémoire en vue de l'obtention du diplôme de mastère. Université de Sousse, Faculté de droit et sciences économiques et politiques. Octobre 2007. P14.*

² - *مجدي محمود شهاب: الإقتصاد الدولي المعاصر . دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، 2007. ص 246.*

³ - *Martine PEYARD.MOULARD, OP-CIT, P38.*

الداخليين للسوق، وقد تكون المراجعة بين سعر عملة بالنسبة لعملة أخرى، أو بين عملتين مقابل عملتين أخرتين.

وتتنوع الطرق المستعملة في عمليات الصرف بين المتعاملين وخاصة عمليات الصرف الآجلة، ومن أمثلتها: العقود الآجلة، العقود المستقبلية، عقود المبادلات، وعقود الخيارات. حيث أن هذه الطرق والوسائل هي أكثر إستعمالاً من طرف المتعاملين لتحقيق الربح أو تغطية الخسائر.

المطلب الثالث: أسباب تطور سوق الصرف الأجنبي

لقد حققت أسواق الصرف الأجنبي في العالم ومنذ بداية الثمانينات تحولات كبيرة من حيث التنوع والتوسع والإنتشار.

أولاً: نمو سوق الصرف

لقد نما حجم المعاملات في هذه الأسواق بسرعة عالية إستجابة لتزايد الإستثمارات والمبادلات الدولية. وقد ساعد هذا الوضع على تزايد معدلات المبادلات السلعية والخدمية ومبادلات رؤوس الأموال، بالإضافة إلى أن زيادة التسهيلات الخاصة بالتحويلات الخارجية قد دفع أيضاً إلى تعاضد حركات الموارد البشرية من القوة العاملة والمنظمين الإقتصاديين.

وهكذا فقد بلغت القيمة الكلية للمعاملات الجارية في أسواق الصرف الأجنبي حوالي 1091.3 مليار دولار سنة 1998.¹ علماً بأن القيمة الكلية لاحتياطات العملات الأجنبية لبلدان صندوق النقد الدولي قد بلغت في نهاية العام 1998 أكثر من 1.6 تريليون دولار.² وقد بلغت المعاملات اليومية في سوق الصرف 77.2 مليار دولار في نفس السنة، غير أنها إنخفضت بعد ذلك في سنة 2001 إلى 49.7 مليار دولار، وهو ما يمثل نسبة 35.6 % مقارنة مع ارتفاع بـ 26% بين سنتي 1995 و 1998. كما أعلن بنك التسويات الدولي أن المعاملات في المشتقات إنخفضت بـ 19% على أوراق الصرف بين أبريل 1998 وأفريل 2001 مقارنة مع ارتفاع بنسبة 28% بين سنتي 1995 و 1998.³

ثانياً: عوامل تطور سوق الصرف

لقد تحققت التطورات السابقة الذكر في أسواق الصرف نتيجة لعوامل عديدة نذكر منها مايلي:
➤ ضخامة الصفقات البترولية بين الدول نتيجة للإرتفاع الكبير في أسعار هذه السلعة بالإضافة إلى زيادة حجم الإستثمارات وأحجام الشركات والصناعات العالمية؛

¹ - Sylvie RENOTON-MARILLIA, Cyrille STEVAT: *L'activité des marchés de change et de produits de change de gré a gré sur la place de Paris en Avril 2001*. Bultin de la banque de France- N°96- décembre 2001, P50.

² - هويشار معروف، مرجع سابق، ص283.

³ - Sylvie RENOTON-MARILLIA, Cyrille STEVAT, *OP-CIT*, P50.

- إنفتاح الإقتصاديات التي كانت منغلقة على نفسها مما زاد من احتياجات التمويل بالعملات الأجنبية لأجل القيام بالتنمية وهذا ما رفع بدوره من حجم المبادلات الدولية؛
- تطور تكنولوجيات الإعلام والاتصال ساهم في استمرار نشاطات الصرف وارتباطها على مدار اليوم، وساعد على تطوير وسائل معالجة المعلومات وتخزينها لفائدة المتعاملين في الأسواق وتعزيز قدرتها على إجراء التحويلات وتعديل الأسعار؛
- تطور أساليب وطرق التعامل في أسواق الصرف خاصة مع ظهور المشتقات المالية مما ساعد على تدنية مخاطر المعاملات وزيادة درجة التأكد في الأسواق؛
- بروز أسواق الأورو دولار منذ أوائل خمسينيات القرن الماضي والتي نشأت في البداية من دخول مبالغ كبيرة ومنتزعة محولة إلى الدولار الأمريكي من دول أوروبا الشرقية إلى البنوك القائمة في أوروبا الغربية، ومن ثم تراكمت مع هذه المبالغ الأرصدة المحولة بالدولار من مناطق أخرى في العالم، وتجمعت حسابات الأورو دولار لتشكل أسواقها من خلال البنوك الأوروبية وفروع البنوك الأمريكية في الخارج، وذلك لأغراض النشاطات المصرفية حيث يتخلى مودعوها عن حقهم في استخدام هذه الأرصدة أو السحب منها لفترة زمنية معينة¹؛
- إصدار العملة الأوروبية الموحدة "الأورو"، حيث ساهم هذا في انخفاض تكاليف تبادل عملات الدول المنظمة إليها فيما بينها ومع العملات الأخرى خارج منطقة الأورو، كما قلل هذا التوحيد للعملات الأوروبية من مخاطر الصرف عما كانت عليه من قبل (قاعدة الذهب)، وهذا كله زاد من درجة التأكد في الأسواق وساعد على نموها؛
- إن التقلبات التي تحدث بشكل دوري أو بشكل غير دوري ولفترات مختلفة في أسعار الصرف وفي قيم الإستثمار والتبادل الخارجيين قد حفزت كثيرا عوامل تطوير أسواق الصرف الأجنبي.

¹ - هويشار معروف، مرجع سابق، ص 284.

المبحث الرابع: أنظمة وسياسات سعر الصرف

يعكس نظام الصرف الإستراتيجية العامة التي تستعملها الدولة للتحكم في سعر صرف عملتها مقابل العملات الدولية لتحقيق أهدافها الإقتصادية الكلية، وهي تعتمد في ذلك على سياسات صرف معينة تتوافق مع خططها الإقتصادية. وسنحاول في هذا المبحث التعرف على أهم أنظمة الصرف المتبعة من قبل الدول بالإضافة إلى سياسات سعر الصرف الممكنة وآثارها الإقتصادية الكلية.

المطلب الأول: مفهوم وأنواع أنظمة سعر الصرف

يعد إختيار نظام الصرف الملائم للإقتصاد مهما جدا لأية دولة، باعتباره عنصرا من عناصر السياسة الإقتصادية الكلية، وانطلاقا من دوره في التصحيح الإقتصادي الكلي، بالإضافة إلى هذا، فإن له تأثيرا مباشرا على الإقتصاديات الشريكة للدولة.

أولاً: مفهوم نظام سعر الصرف ومحددات إختياره

يعرّف نظام الصرف على أنه ذلك النظام المؤسسي الذي يوضع من أجل ضمان درجة معينة من المرونة في سعر صرف العملة المحلية مقابل العملات الأجنبية.¹

كما يعرّف نظام الصرف على أنه مجموعة القواعد التي تحدد تدخل السلطات النقدية في سوق الصرف، أي تصرف الدولة فيما يخص سعر الصرف، وتتواجد هناك عدة أنواع من أنظمة الصرف، والتي تتوزع بين حدين أساسيين هما: أسعار الصرف الثابتة وأسعار الصرف المرنة (المعومة).²

ويعتمد إختيار نظام الصرف في دولة معينة على عدة عوامل منها مايلي:³

- حجم الإقتصاد، فكلما كان كبير حجم الإقتصاد، قوي المبرر لاستخدام سعر الصرف المرن؛
- الإنفتاح، فكلما كان الإقتصاد أكثر إنفتاحا، قلّ الإقبال على سعر الصرف المرن.
- تنوع هيكل الإنتاج/ الصادرات، فكلما زاد تنوع الإقتصاد أصبح سعر الصرف المرن أكثر جدوى؛
- التركيز الجغرافي للتجارة، فكلما زادت نسبة التجارة مع بلد واحد كبير، قوي الحافز لربط العملة بعملة ذلك البلد؛
- إختلاف معدل التضخم المحلي عن المعدل العالمي، فكلما زاد إختلاف معدل التضخم في بلد ما عن معدل التضخم لدى شركائه التجاريين الأساسيين زادت الحاجة لتواتر التعديلات في أسعار

¹ - *Philippe D'ARVISSENT, Jean-pierre PETIT : Echanges et finance internationale : les acteurs, les corperation internationale, l'Europe, l'Euro. La revue Banque Editeur, Paris (sans date de publication). P122.*

² - *Amina LAHREVHE-REVIL : L'économie mondiale 2000 : Les regimes de change. Edition la Découverte, Collection Repères, Paris, 1999. P93.*

³ - ماجدة قنديل: محاضرة: أنظمة وسياسات الصرف. معهد صندوق النقد الدولي، قسم الشرق الأوسط. ص21.

- الصرف (ولكن بالنسبة لبلد بلغ التضخم فيه معدلا شديداً الإرتفاع، قد يفرض سعر الصرف الثابت إنضباطاً أكبر على السياسة الإقتصادية ويضفي المصدقية على برامج تحقيق الإستقرار الإقتصادي)؛
- درجة التطور الإقتصادي/ المالي، فكلما زادت درجة التطور الإقتصادي والمالي أصبحت هناك إمكانية أكبر لتطبيق نظام سعر الصرف المرن؛
- حرية حركة العملة، فكلما زاد مدى الحرية في حركة العملة في ظل عدم مرونة إلى أسفل لأسعار العمل (الأجور) والأسعار، إنخفضت صعوبة (وتكلفة) التعديل في وجه الصدمات الخارجية في ظل سعر الصرف الثابت؛
- حرية حركة رأس المال، فكلما زاد مدى الحرية في حركة رأس المال زادت صعوبة الإحتفاظ بنظام لأسعار الصرف المربوطة والقابلة للتعديل؛
- الصدمات الإسمية المحلية، فكلما شاعت الصدمات الإسمية المحلية زاد الإقبال على سعر الصرف الثابت؛
- الصدمات الحقيقية، فكلما كان الإقتصاد أكثر تعرضاً للصدمات الحقيقية سواء الأجنبية أو المحلية، كان سعر الصرف المرن أكثر نفعاً؛
- مصداقية صنّاع السياسات، فكلما قلت مصداقية صنّاع السياسات من حيث مكافحة التضخم، زاد الإقبال على سعر الصرف الثابت كأداة تثبيت إسمية.

ثانياً: نظام سعر الصرف المرن

- وهو ذلك النظام الذي يترك فيه سعر العملة يتحدد على أساس العرض والطلب عليها من طرف المتعاملين على مستوى سوق الصرف. ونظرياً فإن البنك المركزي لا يتدخل، ويترك سعر الصرف يتحرك بحرية تامة، ولكن في الواقع فإن البنك المركزي يتدخل على مستوى سوق الصرف ولكن لا يعلن ذلك.¹ ويضمن العمل بهذا النظام تحقق العناصر الإيجابية التالية:
- لا يكون البنك المركزي مجبراً على الإحتفاظ بكميات كبيرة من الذهب أو العملات الأجنبية من أجل دعم سعر صرف العملة؛
- يثبط العمل بهذا النظام المضاربات على سعر صرف العملة، أو بالأحرى يشجع المضاربات المستقرة أي أن ما يربحه البعض يخسره البعض الآخر؛
- يكون سعر صرف العملة في ظل نظام الصرف المرن عاكساً للأوضاع الإقتصادية الخاصة بالبلد؛
- يسمح سعر الصرف المرن بالتعديل التلقائي لميزان المدفوعات على أساس العلاقة بين سعر الصرف وكل من الصادرات والواردات؛

¹ - Philippe D'ARVISSENT, Jean-pierre PETIT, OP-CIT, P123.

➤ لا يكون سعر الصرف في ظل هذا النظام إستهدافا حقيقيا ضمن الإستهدافات الموضوعية للسياسات والخطط الإقتصادية.

غير أنه بالمقابل فإن لهذا النظام عدة مساوئ نذكر أهمها فيما يلي:

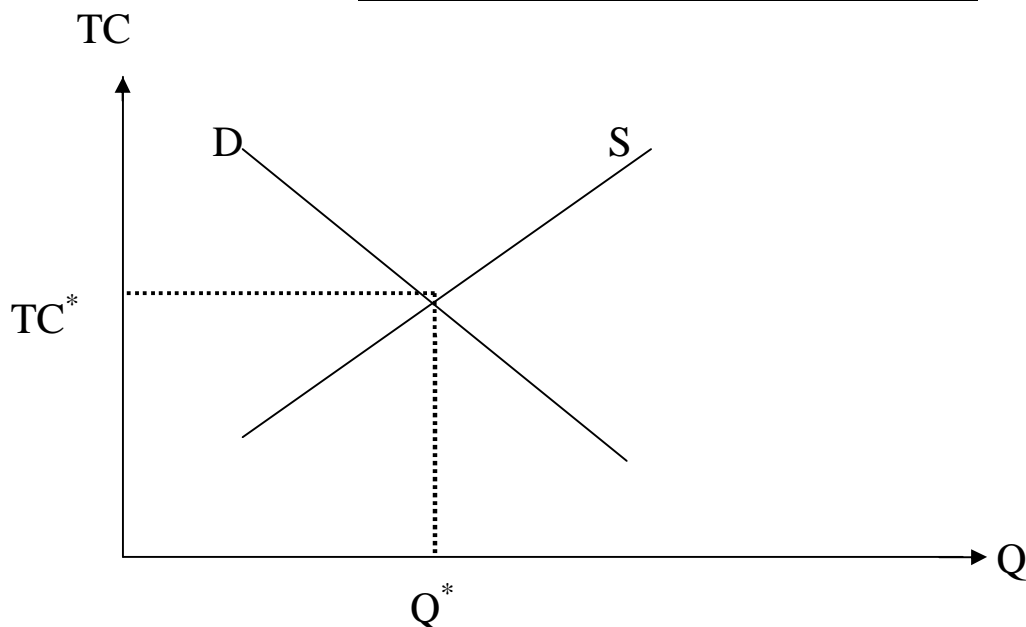
➤ إن سعر الصرف المرن يزيد من حالة عدم التأكد في المبادلات الدولية مما يؤثر على معدلات النمو العالمية؛

➤ يؤدي هذا النظام إلى رفع معدل التضخم داخل الدولة؛

➤ لا يمنع هذا النظام من تخصيص جزء من الإحتياطيات لدعم سعر صرف العملة، لأن البنك المركزي لا يمكنه الإمتناع عن التدخل في سوق الصرف من أجل الحفاظ على استقرار القيمة الخارجية لعملته.

ويتحدد سعر صرف عملة ما في نظام أسعار الصرف الحرة بتفاعل قوى العرض والطلب على تلك العملة، وينشأ الطلب على عملة ما لمقابلة شراء الأجانب للسلع والخدمات والأوراق المالية الخاصة بالدولة صاحبة تلك العملة، بينما ينشأ العرض من عملة ما نتيجة لطلب المقيمين في الدولة صاحبة العملة للسلع والخدمات والأوراق المالية الأجنبية. ويمكن تمثيل كيفية إتخاذ العملة لسعر صرف معين في إطار نظام سعر الصرف الحر من خلال الشكل التالي:

الشكل (1-2): آلية تحديد سعر صرف العملة في نظام سعر الصرف المرن



المصدر: مشهور هذلول بربور: العوامل المؤثرة على انتقال أثر أسعار صرف العملات الأجنبية على

مؤشر الأسعار في الأردن (1985-2006). أطروحة دكتوراه مقدمة على قسم المصارف والمصارف

الإسلامية، كلية العلوم المالية والمصرفية، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، 2008. ص 33.

ويتحدد سعر صرف العملة بتلاقي منحني العرض مع منحني الطلب عليها دون أي تدخل رسمي للسلطات النقدية في سوق الصرف.

ثالثا: نظام سعر الصرف الثابت

وهو يعبر عن ذلك النظام الذي يكون فيه سعر الصرف مثبتا إلى عملة واحدة، إذ تثبت الدول عملتها إلى عملة دولية رئيسية دون تعديلات إلا في حالات نادرة، وتعلن مسبقا التعديل مقابل عملة الإرتكاز.¹ كما يمكن أن تثبت الدولة سعر صرف عملتها إلى سلة من العملات تعكس عملات الشركاء التجاريين الرئيسيين أو تلجأ إلى تثبيت سعر صرف عملتها مقابل وحدة معيارية مثل حقوق السحب الخاصة. وقد طبقت الجزائر نظام التثبيت مقابل سلة من العملات بعد 21 جانفي 1974، حيث كان الدينار مثبتا بالنسبة إلى 14 عملة على أساس تدفق المدفوعات الخارجية الجزائرية لهذه الدول صاحبة العملات.²

وتاريخيا فقد ساد نظام تثبيت العملات مقابل بعضها البعض بعامش تغير لا يتجاوز 1% في اتفاقية "بروتن وودز"، ثم عدل هامش التغير في عام 1971 ليصبح 4.5% صعودا وهبوطا لتلافي إتهام النظام، إلا أن ذلك لم يسعفه أن يستمر طويلا. ويتيح تثبيت سعر الصرف للمنتجين القدرة على تحديد الكميات التي يرغبون في إنتاجها في ضوء تقديرهم للأرباح المتوقعة على أساس السعر الثابت للعملة المحلية مقابل العملة الأجنبية، وكذلك الضمان للمشتريين بتحويل أرباح إستثماراتهم سواء من العملة المحلية إلى العملة الأجنبية أو العكس بسعر صرف ثابت.³

إلا أن هذا النظام له عدة مساويء، حيث أنه لا يسمح بإظهار سعر صرف العملة الذي يعكس الأوضاع الإقتصادية للبلد، كما أنه يفرض على السلطات النقدية الإحتفاظ باحتياطيات كبيرة من العملات الأجنبية للحفاظ على ثبات سعر صرف عملتها. بالإضافة إلى أن ربط الدولة لعملتها بعملة أجنبية أو سلة من العملات يعني تقييد قدرة المستثمرين على توجيه أموالهم إلى هذه الدولة في حالة ما إذا كان سعر الفائدة فيها مرتفعا، على اعتبار أن تطبيق الدولة لهذا النظام يعني تقييدها لحرية حركة رؤوس الأموال وتعطيل فعالية السوق في حالة إستخدام أنظمة الصرف الثابتة.

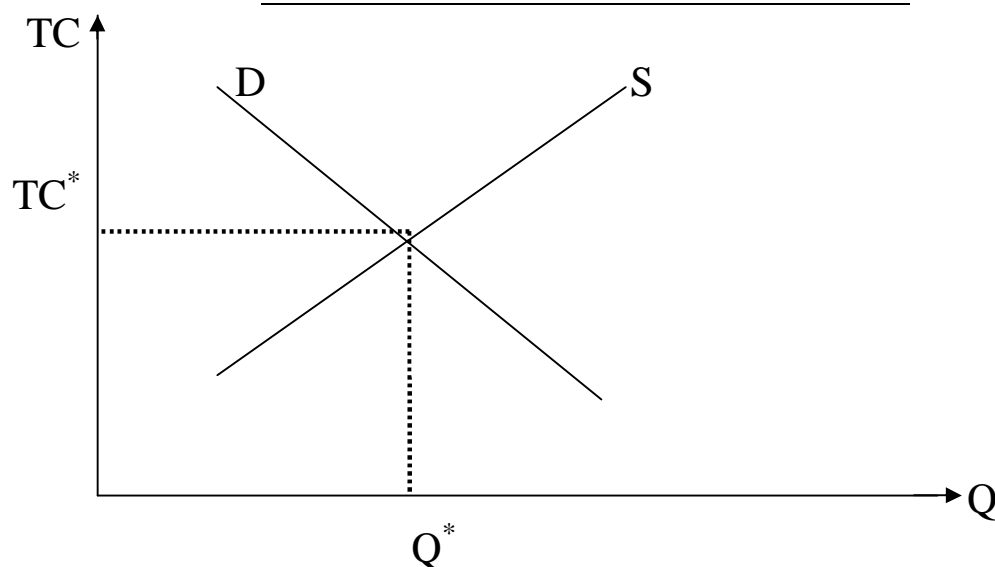
ويتحدد سعر صرف العملة في نظم أسعار الصرف الثابتة بتقاطع منحني الطلب على العملة المحلية مع منحني عرضها ولكن عند سعر توازني محدد مسبقا من قبل السلطات النقدية. ويمثل الشكل التالي آلية تحديد سعر الصرف الثابت:

¹ - مشهور هذلول بربور: مرجع سابق، ص 37.

² - Sid Ali BOUKRAMI : *La finance internationale : vues d'un economiste du tiers-monde*. Office des Publication universitaire, Alger, 2^{ème} édition (sans date de publication). P29.

³ - مشهور هذلول بربور، مرجع سابق، ص 37.

الشكل (3-1): آلية تحديد سعر صرف العملة في نظام سعر الصرف الثابت



المصدر: مشهور هذلول بربور، مرجع سابق، ص38.

فإذا ارتفع الطلب على العملة المحلية أو الأجنبية أو العكس، فإن السلطات النقدية تقوم بالتدخل من خلال زيادة عرض أو طلب العملة المحلية والأجنبية لإعادة التوازن في سوق العملات عند السعر التوازني TC^* .

رابعا: أنظمة سعر الصرف الوسيطة

بين نظامي أسعار الصرف المرنة وأسعار الصرف الثابتة يتواجد عدد من الأنظمة الوسيطة نذكر أهمها فيما يلي:

أ) **نظام التعويم المدار:** وتكون فيه أسعار الصرف عائمة، و لكن مع تدخلات محددة للبنوك المركزية في أسواق الصرف لإعادة سعر الصرف إلى الحالة العادية في حالة تغيره¹.

ب) **نظام الربط الزاحف:** تعدل قيمة العملة وفقا لهذا النظام تعديلا دوريا طفيفا بمعدل ثابت أو استجابة للتغيرات في مؤشرات كمية مختارة، مثل فرق معدل التضخم مقارنة بأهم الشركاء التجاريين في فترة سابقة، والفروق بين التضخم المستهدف والمتوقع لدى أهم الشركاء التجاريين وغيرها من المؤشرات. ويمكن تحديد سعر الصرف الزاحف بحيث يتعدل تلقائيا لاستبعاد أثر التضخم (على أساس إسترجاعي)، أو تحديده بسعر صرف ثابت معلن سلفا و/ أو عند مستوى أقل من فروق التضخم المتوقعة (على أساس إستراتيجي)، و يفرض نظام الربط الزاحف نفس القيود التي يفرضها نظام الربط الثابت على السياسة النقدية.²

¹ - Amina LAHREVHE-REVIL, OP-CIT, P94.

² - روبا دوتغوبينا، غيلدا فرنانديز، وسيم كاراكا داغ: التحرك نحو مرونة سعر الصرف: كيف، ومتى، وبأي سرعة . صندوق النقد الدولي، 2006. ص3.

ج) نظام أسعار الصرف الثابتة مع اتساع نطاق التغير المسموح به: قد يتم تحديد سعر الصرف مع السماح بمدى واسع للتغير إرتفاعا وانخفاضا، ويؤدي ذلك بالطبع إلى التقليل من احتمالات التدخل الحكومي وإلى الحد من عمليات المضاربة وإلى السماح لأسعار الصرف بأن تتولى بنفسها عمليات التصحيح الضرورية.¹

د) أسعار الصرف الثابتة مع فرض القيود: تحاول العديد من الدول تحقيق الإستقرار في أسعار صرف عملاتها من خلال فرض قيود على الصرف الأجنبي، والواقع أن فرض القيود على الصرف الأجنبي يؤدي إلى إبطال مفعول الوظيفة التوزيعية لسوق الصرف الأجنبي. ومن الأمثلة الشائعة لتلك القيود هي فرض قيود على الواردات ومنع المقيمين من فتح حسابات مصرفية بالعملة الأجنبية.²

المطلب الثاني: سياسة سعر الصرف

يرتبط سعر الصرف بعدة متغيرات داخل الإقتصاد، وعليه فتغيره يحمل معه تغيرات عديدة في مردود النظام الإقتصادي ككل سواء بالسلب أو الإيجاب، ولذلك نجد أن الدول التي تعاني من مشاكل إقتصادية كلية غالبا ما تلجأ إلى تطبيق سياسات تعديلية يكون سعر الصرف أحد أهم عناصرها.

أولاً: مفهوم وأهداف سياسة سعر الصرف

تعد سياسة الصرف من ضمن السياسات المتعددة التي تلجأ إليها السلطات النقدية ببلدان العالم من أجل إدارة الإقتصاد الوطني ودعم نموه والحد من اختلال توازنه، فهي تسعى إلى فهم تغيرات سعر الصرف لكي لا تكون عاقبتها وخيمة على الأعوان الإقتصاديين، وبهذا فهي تعتبر جزءا من السياسة الإقتصادية تسمح بتحقيق أهداف التشغيل الكامل، النمو، إستقرار الأسعار، التوازن الخارجي. فبعض الدول اتبعت سياسة تثبيت سعر صرفها وربطه إلى مختلف العملات بعد تخليها عن الربط بالذهب، وبلدان أخرى فضلت تعويم سعر صرفها وترك مسألة تحديده لعوامل العرض والطلب داخل السوق.³

ويمكن تعريف سياسة سعر الصرف بأنها مجموعة الإجراءات والتدابير التي تتخذها الدولة ممثلة في سلطاتها النقدية في سبيل التأثير على سعر صرف عملتها من أجل تحقيق أهداف إقتصادية محددة خلال فترة زمنية معينة. ومن بين الأهداف التي يمكن أن توضع لسياسة سعر الصرف نذكر مايلي:⁴

¹ - مجدي محمود شهاب: الوحدة النقدية الأوروبية: الإشكاليات والآثار المحتملة على المنطقة العربية. الدار الجامعية (بدون سنة نشر). ص43.

² - مجدي محمود شهاب، نفس المرجع السابق، ص43.

³ - شعيب بونوة، خياط رحيمة: سياسة سعر الصرف بالجزائر - نموذج قياسية للدينار الجزائري. الأكاديمية للدراسات الإجتماعية والإنسانية، 5-2011. ص 122.

⁴ - عبد المجيد قدي: المدخل إلى السياسات الإقتصادية الكلية: دراسة تحليلية تقييمية. ديوان المطبوعات الجامعية، بن عكنون، الجزائر، الطبعة الثالثة، 2006. ص131.

(أ) **مقاومة التضخم:** بحيث يؤدي سعر الصرف إلى انخفاض في مستوى التضخم المستورد وتحسن في مستوى تنافسية المؤسسات، ففي المدى القصير يكون لانخفاض تكاليف الإستيراد أثر إيجابي على انخفاض مستوى التضخم، وهكذا تحقق المؤسسات عوائد إنتاجية وتتمكن من إنتاج سلع ذات جودة عالية بما يعني تحسن تنافسيته.

(ب) **تخصيص الموارد:** يؤدي سعر الصرف الحقيقي الذي يجعل الإقتصاد أكثر تنافسية إلى تحويل الموارد إلى قطاع السلع الدولية (الموجهة للتصدير)، وهذا ما يعمل على توسيع قاعدة السلع الدولية بحيث يصبح عدد كبير من السلع قابلاً للتصدير، وبالتالي يقل عدد السلع التي يتم إستيرادها، كما ينعكس أثر تغيير سعر الصرف الحقيقي على إعادة تخصيص الموارد على أسعار عوامل الإنتاج، إذ يؤدي إنخفاضها إلى زيادة إستخدام عنصري العمل ورأس المال في قطاع التصدير وفي الصناعات المنافسة للإستيراد.

(ج) **توزيع الدخل:** يؤدي سعر الصرف دوراً هاماً في توزيع الدخل بين الفئات أو بين القطاعات المحلية. فعند ارتفاع القدرة التنافسية لقطاع التصدير التقليدي (مواد أولية، زراعة) نتيجة إنخفاض سعر الصرف الحقيقي فإن ذلك يجعله أكثر ربحية، ويعود الربح من هذا الوضع إلى أصحاب رؤوس الأموال في الوقت الذي تنخفض فيه القدرة الشرائية للعمال. وعند انخفاض القدرة التنافسية الناجمة عن انخفاض سعر الصرف الإسمي (إرتفاع سعر الصرف الحقيقي) فإن ذلك يؤدي إلى ارتفاع القدرة الشرائية للأجور في الوقت الذي تنخفض فيه ربحية الشركات العاملة في قطاع السلع الدولية فتقلص إستثماراتها.

(د) **تنمية الصناعة المحلية:** بحيث يمكن للبنك المركزي إعتتماد سياسة لتخفيض أسعار الصرف من أجل تشجيع الصناعة الوطنية.

بالإضافة إلى هذا فإن سعر الصرف يؤثر على العديد من المتغيرات الإقتصادية كتأثيره على الصادرات والواردات وتأثيره على مستويات الأسعار وهو ما يجر إلى التأثير على موازين المدفوعات،¹ و بالتالي فإن الدولة يجب أن تأخذ بعين الإعتبار هذه المتغيرات لدى تطبيقها لأية سياسة للصرف.

ثانياً: أشكال سياسة سعر الصرف

تتخذ سياسة سعر الصرف أشكالاً و أنواعاً عديدة نذكر أهمها فيما يلي:

(أ) **تعديل سعر الصرف:** بحيث تلجأ السلطات إلى هذه السياسة عندما ترغب في تعديل ميزان مدفوعاتها بعد احتلاله، ويكون التعديل إما بالرفع أو التخفيض في قيمة العملة، غير أن معظم الدول تلجأ إلى تخفيض قيمة عملتها لكونه يمكنها من تحقيق ما يلي:

¹ - ماجدة قنديل: تأثير سياسة سعر الصرف . معهد صندوق النقد الدولي، 2004. ص4.

■ زيادة الصادرات نتيجة لأن تخفيض قيمة العملة يجعل السلع المحلية تبدو منخفضة السعر بالنسبة للعالم الخارجي فيزيد الطلب عليها.

■ تخفيض الواردات نتيجة لأن تخفيض قيمة العملة يجعل السلع الأجنبية تبدو مرتفعة السعر بالنسبة للمستهلك المحلي فيخفض طلبه عليها.

ويؤدي هذا إلى موازنة ميزان المدفوعات إذا كان في حالة عجز ويمكن أن يسمح للدولة بتحقيق فائض في الميزان. غير أن هذه السياسة تحمل معها العديد من الآثار، حيث أن ارتفاع أسعار السلع الأجنبية يؤدي إلى زيادة الطلب على السلع المحلية مما يؤدي إلى ارتفاع الأسعار المحلية (ارتفاع معدل التضخم)، وقد استنتجت بعض الدراسات أن التخفيض يؤدي إلى زيادة الإنتاج إذا كانت هناك موارد معطلة، ويؤدي إلى رفع الأسعار إذا كان الإقتصاد في حالة تشغيل تام.¹

ولسياسة تخفيض قيمة العملة العديد من الفروض التي لا بد من تحققها للوصول إلى النتائج المرجوة، نذكر أهمها فيما يلي:

■ تحقق شرط مارشال- ليرنر والذي ينص على أن مجموع مرونتي الصادرات والواردات بالنسبة لسعر الصرف يكون أكبر من الواحد الصحيح أي: $E_{XTC} + E_{MTC} > 1$ ، وهو ما يعني توفر مرونة كبيرة لكل من طرفي الميزان التجاري بالنسبة لتغيرات سعر الصرف. فإذا كان مجموع المرونتين يساوي الواحد فإن التغير الذي يحصل في ميزان المدفوعات نتيجة تخفيض القيمة الخارجية للعملة يكون معدوماً، أما إذا كان المجموع أصغر من الصفر فإن اللجوء إلى مثل هذه السياسة لتحسين وضعية ميزان المدفوعات سوف تكون له نتائج عكسية.

■ يجب أن يكون ميزان المدفوعات عند الإنطلاق في تطبيق هذه السياسة متوازناً.

■ يتم تجاهل الآثار النقدية لتغير سعر الصرف.²

■ لا تقوم الدول الأخرى بسياسات مضادة لهذه السياسة.

■ سيادة حالة من التشغيل التام داخل الإقتصاد.

ويلاحظ أن الفروض القائمة عليها هذه السياسة كمرونة الصادرات والواردات بالنسبة لسعر الصرف، وسيادة حالة التشغيل التام، وتوازن ميزان المدفوعات، هي فروض صعبة التحقق في الواقع الإقتصادي خاصة بالنسبة للدول النامية والتي تمثل المعنى الأول بها في أوقات مرورها بأزمات إقتصادية.

¹ - بلقاسم العباس: سياسات أسعار الصرف . المعهد العربي للتخطيط بالكويت، سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الأقطار العربية، العدد الثالث والعشرون، نوفمبر/ تشرين الثاني 2003، السنة الثانية، ص27.

² - Jean-Louis MUCThIELLI : *Economie internationale. Edition DALLOZ, 2^{ème} edition, 1997. P178*

ب) مراقبة الصرف: تقضي هذه السياسة بإخضاع المشتريات والمبيعات من العملة الصعبة إلى رخصة خاصة، ويتم إستخدامها لتحقيق عدة أغراض نذكر منها مايلي:¹

- التقليل من هروب رؤوس الأموال، بحيث تؤدي الرقابة إلى منع هروب الأموال المودعة بالبنوك. وذلك لأن تحويل أي مبلغ لا يتم إلا بعد استئذان الجهات المختصة.
- حماية القيمة الخارجية للعملة من التدهور، بحيث توفر هذه السياسة حماية العملة من الإنخفاض والتقلب.

- عزل الإقتصاد الداخلي، بحيث تحاول الرقابة على الصرف الخارجي أن تقلل من اعتماد الدولة على العالم الخارجي وأن تنظم تجارتها وتوجهها التوجيه السليم.

ج) إقامة سعر صرف متعدد: ويهدف نظام أسعار الصرف المتعددة إلى تخفيض آثار حدة التقلبات في الأسواق وتوجيه السياسة التجارية لخدمة بعض الأغراض المحددة. ومن أهم الوسائل المستخدمة هي اعتماد نظام ثنائي أو أكثر لسعر الصرف بوجود سعرين أو أكثر للعملة، أحدهما مغالى فيه ويتعلق بالمعاملات الخاصة بالواردات الضرورية أو الأساسية أو واردات القطاعات المراد دعمها وترقيتها. أما السلع المحلية الموجهة للتصدير أو الواردات فتخضع لسعر الصرف العادي، بل هناك من يذهب إلى ضرورة تعويم سعر الصرف المتعلق بالعمليات العادية، وإخضاع العمليات الخاصة بالقطاعات المحبذة والواردات الأساسية إلى سعر صرف محدد إدارياً.²

و يضطلع صندوق النقد الدولي بدور مهم في أية عملية لتبني سياسة صرف معينة، حيث أن البلدان الأعضاء ملزمة بإشعار الصندوق بالترتيبات التي اختارتها، وهي معلومات تستخدم بعد ذلك كجزء من عملية الإشراف الثنائية والمتعددة الأطراف. والمشورة التي يقدمها الصندوق من حيث سلامة سياسة سعر الصرف لاتعكس فقط الهياكل الإقتصادية المختلفة وترتيبات الصرف المتباينة لدى الدول الأعضاء، بل تعكس كذلك أهداف الصندوق الكلية.³

¹ - محمد عبد العزيز عجمية، مدحت محمد العقاد، مرجع سابق، ص 353.

² - عبد المجيد قدي، مرجع سابق، ص 137.

³ - دافيد برتون، مارتن ج. غلمان: سياسة سعر الصرف وصندوق النقد الدولي. مجلة التمويل والتنمية، سبتمبر 1991، المجلد 28، العدد 3. ص 19.

خلاصة الفصل الأول:

يمثل سعر صرف العملة في أية دولة عنصرا هاما من عناصر السياسات والمخططات الاقتصادية على المدى الطويل والقصير، ولذلك نجد أن السلطات الاقتصادية في مختلف الدول تعمل على ضمان ملاءمته للأوضاع الاقتصادية السائدة، وتكيفه معها بما يكفل الأداء الاقتصادي الجيد ذو العائد الأكبر والتكلفة المنخفضة. وقد اجتهد الاقتصاديون في إثراء الفكر الاقتصادي بالبحوث والدراسات والنظريات التي توفر الفهم العام والدقيق لكيفية التعامل مع هذا المتغير الهام، وكيفية قراءة الدلائل التي تعطيها قيمه المتعددة.

وقد حاولنا من خلال هذا الفصل التعرف على ماهية سعر الصرف وإطاره المفاهيمي، وبالتالي يمكننا أن نبلور النتائج التي خرجنا بها من هذا الفصل في النقاط التالية:

- يعبر سعر صرف عملة معينة عن قيمة هذه العملة مقابل العملات الأخرى، وهو يحدد مقدار ما يدفع منها للحصول على وحدة من النقد الأجنبي أو العكس، ويتغير هذا التعبير بإدخال متغيرات أخرى في حساب أسعار التبادل بين العملات كالمستوى العام للأسعار ومعدلات التضخم، وهذا ما يعطيه أهمية بالغة في التعبير عن الأوضاع الاقتصادية داخل الدولة؛
- يتوفر الفكر الاقتصادي على العديد من النظريات التي حاولت تفسير التغيرات في سعر الصرف والتنبؤ بحركته المستقبلية كنظرية تعادل القوة الشرائية ونظرية تعادل أسعار الفوائد، بالإضافة إلى نماذج قياسية أخرى كالنموذج النقدي ونموذج توازن المحفظة؛
- يمثل سوق الصرف الفضاء الذي يمكن من خلاله لعملة معينة أخذ سعر معين على أساس تفاعل قوى العرض والطلب عليها، ويوفر كذلك الحقل الذي يتدخل فيه العديد من المتعاملين من أجل الحصول على احتياجاتهم من مختلف العملات وطرح الفائض منها؛
- يمثل سعر الصرف العنصر الذي من خلاله يمكن للدولة التأثير على العديد من المتغيرات في إطار نظام من الأنظمة المتعددة لأسعار الصرف باستخدام عدة أنواع من سياسات الصرف.

الفصل الثاني الفصل الثاني

مؤشر أسعار الأسهم كأحد أهم مؤشرات السوق المالية
مؤشر أسعار الأسهم كأحد أهم مؤشرات السوق المالية

تمهيد:

يعتبر توفير التمويل للإقتصاد عاملا مهما من أجل ضمان إستمرارية دورات الإنتاج والإستهلاك، وتحسين مردودية الأنشطة الإقتصادية بالتبعية. وتأخذ الأسواق المالية على عاتقها القيام بتلبية إحتياجات التمويل للمتعاملين. ممعية القطاع البنكي، بحيث يمكن للأسواق المالية القيام بهذا الدور من خلال موقعها كرابط بين أصحاب الفوائض التمويلية وأصحاب العجوزات التمويلية.

وقد زاد الإهتمام في السنوات الأخيرة بتتبع مؤشرات أسعار الأسهم في الأسواق المالية من قبل المتعاملين والإقتصاديين نتيجة للمكانة التي أصبحت تحتلها البورصات في الإقتصاديات الدولية، بالإضافة إلى التغيرات التي أصبحت تصيب البيئة الإقتصادية الدولية مما يؤثر على قيم الأسهم في البورصات المختلفة. وستتطرق في هذا الفصل إلى ماهية مؤشرات أسعار الأسهم ودلائلها من خلال المباحث التالية:

المبحث الأول: مفاهيم عامة حول الأسواق المالية

المبحث الثاني: مداخل تحليل الإستثمار في الأسواق المالية وأهم مؤشراتها

المبحث الثالث: ماهية مؤشرات أسعار الأسهم

المبحث الرابع: كفاءة السوق المالية وعلاقتها بمؤشرات أسعار الأسهم

المبحث الأول: مفاهيم عامة حول الأسواق المالية

تعتبر السوق المالية من أهم الأسواق في الإقتصاد وتشكل مساحة هامة للمتعاملين تمكنهم من تسوية أوضاعهم والحصول على احتياجاتهم التمويلية وتحقيق عوائد تساهم في تدعيم نشاطاتهم الإقتصادية، وستتناول في هذا المبحث الإطار العام للسوق المالية من خلال عرض مفهومها وأقسامها والأدوات المتداولة على مستواها والمتدخلين فيها.

المطلب الأول: مفهوم السوق المالية

تعد الأسواق المالية النظام الأوسع والأشمل للأسواق التي يتمحور نشاطها في الأوراق المالية، لذا في الغالب الأعم تبوب السوق المالية وفقا لأغراض التمويل، منها ما يخصص في تمويل المشاريع الإقتصادية، ومنها ما يمول عمليات التشغيل، وطبقا لهذا التصنيف يمكن تقسيم السوق المالية إلى سوق النقد وسوق رأس المال.

أولاً: سوق النقد

تعد سوق النقد الأبعد وجودا وتطورا من سوق رأس المال، فهي سوق الأموال قصيرة الأجل، التي لاتتعدى مدة إستحقاقها من حيث مصادرها واستخداماتها السنة المالية الواحدة، كما أنها تمثل الميدان الإقتصادي الذي تباع وتشتري فيه أوراق الدين قصيرة الأجل. ومواصفات سوق النقد أنها لاتتحدد بمشكل تنظيمي موحد، إذ تشكل مجموعة البنوك بأنواعها وبعض المؤسسات المالية المنتشرة جغرافيا نشاط السوق، لذا تتميز بطابع المرونة والسيولة العالية لأدواتها، وبدرجات مرتفعة من الأمان، أي أنها ذات مخاطرة منخفضة جدا، لأن القيمة الإسمية لهذه الأدوات شبه مؤكدة ولا تتحمل أية خسائر رأسمالية، لاسيما الأوراق المالية التي تصدرها الحكومة والشركات ذات المراكز الإئتمانية القوية.¹

وتؤدي سوق النقد دورا مهما في الإقتصاد الوطني، وتنعكس أهمية هذا الدور من خلال قدرتها على تأمين السيولة للجهاز المصرفي، وتوظيف السيولة الفائضة المؤقتة بأدوات ذات عائد مضمون ومخاطرة منخفضة، كما تلعب هذه السوق دورا هاما في رسم معالم السياسة النقدية بالنسبة للبنوك المركزية.

وتتوفر في سوق النقد مجموعة من الأوراق المالية، التي تشكل بطبيعتها دين، فتشترك جميعها بخاصية القابلية التسويقية العالية، ومخاطرة تكون منخفضة، وبأجل إستحقاق قصير لا يتعدى السنة الواحدة. والأنواع المتاحة في سوق النقد هي:²

(أ) **أذونات الخزينة:** تعتبر أذونات الخزينة من أدوات الدين العام للحكومة، تصدرها السلطة النقدية في البلد المعني، وفي الغالب الأعم لحاملها، تباع بطريقة المزايمة العلنية وبخصم عن القيمة الإسمية المثبتة في شهادة الحوالة، وقد تصدر الأذونات إما بالأشهر (3،6،9،12)، أو بالأيام (91،182،365).

¹ - أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام: الإستثمار بالأوراق المالية : تحليل وإدارة . دار الميسرة للنشر والتوزيع، عمان- الأردن، 2004. ص114.

² - أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، نفس المرجع السابق، ص ص:115-119.

ب) الأوراق التجارية: تمثل الأوراق التجارية تعهدات غير مضمونة بموجودات مادية، تصدرها الشركات ذات المراكز الائتمانية القوية، تتراوح آجالها بين 3 و270 يوماً، تباع بخصم عن القيمة الإسمية، وأحياناً تكون إصداراتها بالأشهر 2-6 أشهر.

ج) شهادات الإيداع المصرفية: الرمز الشائع في التداول لهذه الورقة هو CDs ، وهي تعتبر من الأدوات المهمة في سوق النقد، تصدرها المصارف التجارية. ترتب لحاملها بذمة الجهة المصدر لها بفوائد عند الإستحقاق الذي لا يتجاوز السنة الواحدة وبنسب مئوية من القيمة الإسمية المثبتة بشهادة الوديعة.

د) القبولات المصرفية: عبارة عن سحبات مصرفية يستخدمها المستورد عند استيراد البضاعة من الخارج. فهي إذن حوالات تنشأ بسبب الترتيبات الائتمانية قصيرة الأجل، حيث يصدر البنك التجاري حوالة يتعهد فيها بالدفع عند الطلب أو خصمها قبل تاريخ الإستحقاق. تنشأ هذه الحوالات بشكل واسع في عمليات تمويل التجارة الخارجية، وتتراوح آجال إستحقاقها بين 30 و180 يوماً، مواصفاتها أهما قصيرة الأجل، معتدلة المخاطر، ويرتبط حجمها بمعدلات الفائدة على القروض البنكية، والعلاقة بينها عكسية.

هـ) قرض فائض الإحتياطي القانوني: قد يحصل لدى بنك فائض في قيمة الإحتياطي النقدي الإلزامي الواجب إيداعه لدى البنك المركزي، فإن هذا الفائض يستطيع إقراضه لبنك آخر لديه عجز في ذلك الإحتياطي، وهنا يفضل البنك ذو العجز في الإحتياطي الإقتراض بفائدة من البنك ذو الفائض تجنباً للعقوبات التي قد يفرضها عليه البنك المركزي وذلك لمخالفته تعليمات البنك المركزي بوجوب الإحتفاظ بالإحتياطي النقدي الإلزامي بقيمة معينة (توافق مع حجم الودائع لدى البنك المعني).

ثانياً: سوق رأس المال

وهي سوق الأموال طويلة الأجل، والتي تلتقي من خلالها وحدات الإستثمار مع وحدات الإدخار لعقد صفقات طويلة الأجل. ويمكن النظر إلى هذه السوق على أنها المجال الذي يتم فيه الإلتقاء بين الوحدات الإقتصادية التي لديها موارد مالية فائضة ترغب في إقراضها (المدخرين) والوحدات الإقتصادية ذات العجز المالي (المقترضين)، ومن ثم تنشأ وتداول الأموال داخل إطارها التنظيمي.¹

وتعرف السوق المالية أو البورصة على أنها السوق التي تضمن تلاقي الطالبين والعارضين للأوراق المالية بطرق متنوعة.²

والبورصة هي سوق بالمفهوم الإقتصادي للسوق باعتبارها مكاناً يلتقي فيه البائعون والمشترون - من خلال ممارسة - لتبادل سلع هي الأسهم والسندات، وهي أقرب ما يكون إلى السوق الكاملة، إذ يتحدد فيها

¹ - إسماعيل أحمد الشناوي، عبد النعيم مبارك: إقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية . الدار الجامعية، الأزاريطة، الإسكندرية، 2002. ص118.

² - Daniel GOYEAN, Amine TARARZI : La bourse. Edition La Découverte, Paris, 2006. P11.

سعر واحد- للصفقة الواحدة- للسهم أو السند في وجود عدد كبير من المشترين مع سهولة الإتصال بينهم وتجانس وحدات السلعة (وهي الأسهم والسندات) مع سهولة نقلها من مكان إلى آخر.¹

وتقسم السوق من حيث أولوية الإصدار إلى سوق للإصدارات الجديدة أو ما يسمى بالسوق الأولية، وأخرى للإصدارات القائمة أو ما يسمى بالسوق الثانوية.

أ) السوق الأولية أو سوق الإصدار: وفيها يتم التعامل بالأوراق المالية الجديدة، أي التي يتم إصدارها لأول مرة، وتختص بتأسيس الشركات الجديدة، وطرح رأس مال الشركات للإكتتاب في صورة أوراق مالية. وتكوّن السوق الأولية مجموعة المؤسسات المتخصصة في إصدار الأوراق المالية لحساب منشآت الأعمال والجهات الحكومية، وتمثل تلك المؤسسات في بيوت السمسرة الكبيرة التي يطلق عليها بنوك الإستثمار، كما قد تتمثل في البنوك التجارية وذلك في الحالات التي تنسم فيها سوق رأس المال بالصغر.²

وتعد السوق الأولية الخطوة الأولى للنشاط المالي للورقة، إذ أن التوقف عند هذه السوق يفقد الورقة المالية مرونة تسهيلها، الأمر الذي يستدعي وجود أسواق أخرى محفزة ومنشطة لحركة تداول الإصدارات الجديدة، حيث تعد السوق الثانوية الصورة الأخرى لسوق رأس المال التي توفر مهمة المرونة والإستمرارية والعمق والإتساع للورقة المالية.³

ب) السوق الثانوية أو سوق التداول: وفيها يتم التعامل بالأوراق المالية القديمة المصدرة سابقا، التي تطرح للإكتتاب للجمهور من خلال سوق الإصدار. وتوفر هذه السوق السيولة للمستثمرين الذين اشتروا الأوراق المالية من السوق.

فعن طريق هذه السوق تتحقق آلية العرض والطلب على الأوراق المالية، ويلعب صانعوا السوق دورا مهما في السوق الثانوية، ولذلك ففي غياب السوق الثانوية يصعب تصور سيولة الأوراق المالية وجاذبيتها للمستثمرين، فهذه السوق توفر حرية التصرف في تحويل الورقة المالية طبقا للأسعار المقبولة من قبل البائع والمشتري، ومثل هذه الخاصية تعرف باستمرارية السوق. حيث دائما هناك بائع ومشتري للورقة المالية، وتُصنّف السوق الثانوية طبقا لصيغة تنظيمها، فهناك السوق المنظمة والسوق الموازية، والسوق الثالثة والرابعة، وفيما يلي شرح لهذه الأسواق:⁴

❖ **السوق المنظمة:** وهي السوق التي تتداول بها الأوراق المالية المدرجة، بمواعيد دورية طبقا لقواعد وإجراءات تحددها لجنة السوق. تتميز هذه الأسواق بميكلها التنظيمي والمؤسسي المنظم، يدار

¹ - محمود أمين زويل، يوسف البطريق: بورصة الأوراق المالية: موقعها من الأسواق، أحوالها ومستقبلها . دار الوفاء لدينا للطباعة والنشر، الإسكندرية، 2000. ص36.

² - ضياء مجيد: أسواق رأس المال وأدواتها الأسهم والسندات . مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2003، ص6.

³ - أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، مرجع سابق، ص121.

⁴ - أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، مرجع سابق، ص 122.

من قبل لجنة السوق أو لجنة البورصة، التي تتكون من أعضاء منتخبتين ممثلين عن الشركات المسجلة في السوق، والوسطاء، وعن الحكومة، تتحدد مهام المجلس بإدارة وتنظيم المتاجرة بالأوراق المالية، والإشراف على عملية الإدراج ورصد المخالفات وتخصيص منصات التداول. ومن أمثلة هذه السوق: سوق نيويورك، بورصة لندن، طوكيو، وفي الوطن العربي بورصة الإسكندرية، بورصة البحرين وغيرها من بورصات دول الخليج العربي. وتجري عمليات التداول في قاعة السوق، من قبل الوسطاء المسجلين، ووفقا للشروط التي تضعها لجنة سوق المال في البلد المعني.

❖ السوق الموازية (السوق الغير منتظمة): هي أسواق عرفية ليس لها إطار مؤسسي، أو هيكل تنظيمي محدد. وتمثل بيوت السمسرة والوسطاء والمؤسسات المالية المنتشرة جغرافيا حدود السوق، تتداول بها الأوراق المالية الغير مدرجة في السوق المنتظمة، وتشكل عملية التفاوض بين البائع والمشتري آلية التسعير. وتدار السوق الموازية من قبل مجموعة من التجار يرتبطون بشبكة إتصالات قوية (هاتف أو حاسوب وغيرها) تمكنهم من تحديد أفضل الأسعار، ويعتبر هؤلاء التجار بمثابة صناع السوق للجملة والمفرد. وغالبا ما ينتظم المتعاملون في السوق الموازية في إطار جمعية أو رابطة تسمى بالجمعية الوطنية لتجارة الأوراق المالية (NASD) كما هو الحال في أمريكا.

❖ السوق الثالثة: تمثل هذه السوق قطاعا من السوق الموازية، وتتكون من بيوت السماسرة، من غير الأعضاء المسجلين في السوق المنتظمة، ولهذه البيوت الحق بالمتاجرة بالأسهم المدرجة في السوق المنتظمة، مهما كبر حجم الصفقة أو صغر. والمستثمرون في هذه السوق هم من المؤسسات المالية الكبيرة مثل صناديق التقاعد، وصناديق الأموال المؤتمن عليها التي تدار من قبل البنوك التجارية، والأسهم التي تركز عليها هذه السوق للتعامل لا تتجاوز 200 سهم. تصنع هذه الأسواق كدافع من قبل المؤسسات الإستثمارية الكبيرة لتمتعها بخصم العمولة، الذي لا يمكن الحصول عليه في السوق المنتظمة، والتي يلتزم فيها السماسرة بحد أدنى من العمولة لكل صفقة. إن السبب الرئيسي في انخفاض العمولة بهذه السوق هو كون بيوت السمسرة لا تدفع رسوم تسجيل أو رسوم عضوية في السوق، كما هو الحال في السوق المنتظمة، وهذا يعني إنخفاض التكاليف الثابتة للخدمات التي تقدمها إلى المستثمرين.

❖ السوق الرابعة: تتكون هذه السوق من المؤسسات الإستثمارية الكبيرة والأفراد الأغنياء الذين يتعاملون فيما بينهم بشراء وبيع الأوراق المالية بأحجام كبيرة. تصنع هذه السوق للحد من العمولات الإضافية التي يدفعها البائع والمشتري إلى السمسار. سمة هذه السوق السرعة في إتمام الصفقة وبكلفة أقل، لذلك تعد منافسا قويا للأسواق المنتظمة، إذ يمكن التعامل فيها بكافة الأوراق المالية.

وعادة ما يقصد بمصطلح السوق المالية السوق الثانوية المنتظمة، ولذلك سوف نشير فيما يأتي من هذه الدراسة بالسوق المالية إلى السوق الثانوية المنتظمة.

المطلب الثاني: خصائص ووظائف الأسواق المالية

تتصف السوق المالية بالعديد من الخصائص التي تميزها عن غيرها من الأسواق، وهو ما يعطي لها مكانة مهمة داخل الإقتصاد، مما يؤدي إلى الإعتماد عليها في القيام بالعديد من الأدوار المساعدة والمكملة لأدوار ووظائف المكونات الأخرى للجهاز المالي.

أولاً: خصائص سوق الأوراق المالية

لسوق الأوراق المالية بعض الخصائص تميزها عن باقي الأسواق الأخرى نذكر منها مايلي:¹

- سوق الأوراق المالية تتسم بكونها أكثر تنظيماً مقارنة بباقي الأسواق المالية، نظراً لكون المتعاملين فيه من الوكلاء المختصين، وهناك شروط وقيود قانونية لتداول الأوراق المالية في هذه السوق، لذلك في معظم البلدان هناك إدارات مستقلة ذات صلاحيات تدير العمليات في أسواق الأوراق المالية وتوفر للمتعاملين المعلومات الضرورية؛
- تتطلب سوق الأوراق المالية وجود سوق ثانوية، يتم فيها تداول الأدوات التي تم إصدارها من قبل. بما يكفل توفير السيولة؛
- التداول في هذه السوق يتم بتوفير المناخ الملائم، وكذا المنافسة التامة حتى يتم تحديد الأسعار العادلة على أساس العرض والطلب؛
- التداول في سوق الأوراق المالية الثانوية يتم من خلال الوسطاء ذوي الخبرة في الشؤون المالية؛
- سوق الأوراق المالية تتميز بالمرونة، وبإمكانية إستفادتها من تكنولوجيا الإتصالات، وذلك يعطي خاصية للأسواق المالية بكونها تتميز عن غيرها من أسواق السلع بأنها أسواق واسعة تتم فيها صفقات كبيرة وممتدة قد يتسع نطاقها ليشمل أجزاءً عدة من العالم في نفس الوقت؛
- الإستثمار في سوق الأوراق المالية يتطلب توفر المعلومات السوقية، واتخاذ القرارات الإستثمارية الرشيدة.

كذلك هناك الخصائص الآتية لسوق الأوراق المالية، وهي:

- سوق الأوراق المالية ترتبط بالأوراق المالية طويلة الأجل، وتكتسب أهمية خاصة في تمويل المشروعات الإنتاجية التي تحتاج إلى أموال تسدد على أمد طويل؛
- الإستثمار في سوق الأوراق المالية قد يكون أكثر مخاطرة وأقل سيولة من الإستثمار في السوق النقدية، نظراً لكون أدوات الإستثمار فيها، مثل السندات طويلة الأجل يحتمل مخاطرة سعرية، سوقية، وتنظيمية مختلفة، وكذلك الأسهم على الرغم من أنها ذات عائد أكبر نسبياً إلا أن مخاطرتها كبيرة أيضاً؛
- الإستثمار في سوق الأوراق المالية يعتبر ذو عائد مرتفع نسبياً، وبالتالي فإن اهتمام المستثمرين في سوق الأوراق المالية يكون موجهاً نحو الدخل أكثر منه نحو السيولة والمخاطرة.

¹ - بوكساني رشيد: معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها . رسالة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، السنة الدراسية 2005-2006. ص33.

ثانياً: وظائف السوق المالية

تؤدي السوق المالية عدة وظائف مهمة في الإقتصاد، ومن ذلك نذكر ما يلي:

■ تحويل الموارد المالية من الوحدات ذات الفائض إلى الوحدات ذات العجز، ويكون ذلك بشكل مباشر حيث تلتقي وحدات العجز ووحدات الفائض مباشرة في سوق المال، أو بشكل غير مباشر عن طريق تحويل الموارد المالية من وحدات الفائض إلى المؤسسات المالية لسوق المال وهي أساساً البنوك وشركات التأمين ومؤسسات الإيداع والإقراض وصناديق المعاشات، والتي تقوم بتحويلها إلى الوحدات ذات العجز التمويلي؛¹

■ إتاحة سوق مستمرة للأوراق المالية وذلك لإمكان إسترداد المستثمر لمدخراته، وهذا من خلال شراء المدخر للأوراق المالية في السوق عند توفر الفائض لديه ثم بيعها من أجل الحصول على احتياجاته التمويلية في فترة العجز؛

■ تحديد الأسعار المناسبة للأوراق المالية، وهذا يعني أن البورصة لها دور في تحقيق عدالة الأسعار وذلك من خلال الإلتقاء الواسع للطلب والعرض معاً، فهي بما فيها من أجهزة وإمكانات وإتصالات السماسرة ببعضهم واتصالاتهم بعملائهم بوسائل الإتصال المختلفة تعمل على تجميع الطلب والعرض في مكان واحد مما يترتب عليه سعر عادل للبائع حتى لا يتعرض لضغط الحاجة و يبيع مضطراً بخسارة؛²

■ توفير فرص إستثمارية متنوعة ومتفاوتة من حيث المخاطر، وذلك من خلال كثرة وتنوع الأوراق المالية من جهة، وتوفر البيانات والمعلومات عن هذه الأوراق المالية التي يتم التعامل بها من جهة أخرى؛

■ تمثل البورصة مؤشراً هاماً يعبر عن الحالة الإقتصادية العامة للبلد، حيث تساعد في تحديد الإتجاهات العامة في عملية التنبؤ من خلال موقعها كمركز يتم فيه تجميع التذبذبات التي تحدث في الكيان الإقتصادي وتسجيلها.

ونتيجة لهذا الدور الذي تلعبه سوق الأوراق المالية في الإقتصاد، نجد أن السلطات الإقتصادية تولي لها أهمية بالغة وتعمل من خلالها على تحقيق العديد من أهداف خططها الإقتصادية.

¹ - أحمد أبو الفتوح علي الناقبة: نظرية النقود والأسواق المالية، مدخل حديث للنظرية النقدية والأسواق المالية . مكتبة ومطبعة الإسماع الفنية، الإسكندرية، 2001، ص10.

² -عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص: أسواق المال: بنوك تجارية، أسواق الأوراق المالية، شركات تأمين، شركات إستثمار . الدار الجامعية طبع ونشر وتوزيع، 2000، ص271.

المطلب الثالث: المتدخلون في السوق المالية

يتدخل في السوق المالية العديد من المتعاملين، كل على حسب حاجاته ورغباته ووظائفه الرئيسية، ويمكن تصنيف المتدخلين في السوق المالية إلى مايلي:

أولاً: صناديق الإستثمار

وهي صناديق تنشئها البنوك أو شركات التأمين أو الشركات المساهمة، وتديرها شركات مساهمة مستقلة ذات خبرة وكفاءة في إدارة صناديق الإستثمار. ويكون الهدف هو تجميع الأموال من الأفراد والمؤسسات مقابل إصدار وثائق إستثمار، واستخدام حصيلة تلك الأموال في استثمارات في الأوراق المالية، وبما يحقق التنوع الكفاء والعائد المناسب لحملة الوثائق. وتنقسم صناديق الإستثمار إلى صناديق إستثمار مفتوحة وهي التي يكون فيها للمستثمرين حرية الخروج والدخول من وإلى الصندوق في أي وقت وبسهولة نسبية مما يفرض على مدير الإستثمار الإحتفاظ بسيولة كافية لمواجهة طلبات الإسترداد، والنوع الآخر هو صناديق الإستثمار المغلقة وهي التي تتميز بثبات أموال الصندوق وعدم الحاجة إلى توفير سيولة نقدية لمواجهة طلبات الإسترداد.¹ وهي ذات فائدة كبيرة في السوق المالية نتيجة لأنها تعمل على تلبية إحتياجات متعددة لعدد كبير من المستثمرين، مما يسمح لها بتجميع حجم كبير من الأموال واستثمارها بكل كفاءة وخبرة، بالإضافة إلى هذا فإنها تساعد على حفظ توازن السوق وزيادة كفاءتها.

ثانياً: الشركات والمؤسسات

بحيث يتدخل في السوق المالية عدد كبير من الشركات والمؤسسات بمختلف أنواعها وأشكالها وطبيعة نشاطاتها، ومن بينها نذكر مايلي:

أ) الشركات القابضة الخاضعة لقطاع الأعمال العام: بحيث تعتبر هذه الشركات من الأطراف

الفاعلة والمؤثرة على اتساع نشاط سوق الأوراق المالية، وخاصة من خلال برامج خصصتها، بحيث تجتذب أسهم الخصخصة عددا كبيرا من المستثمرين.

ب) الشركات التي تعمل في مجال الوساطة المالية بين المتعاملين في الأسواق المالية: وهي جميع

الشركات التي تتولى تسوية الصفقات بين المتعاملين في السوق المالية ويمكن تقسيمها إلى نوعين:

❖ شركات السمسرة: والسمسار هو شخص ذو دراية وعلم وكفاءة في شؤون الأوراق المالية،

ويقوم بعقد عمليات بيع وشراء الأوراق المالية من خلال بورصة الأوراق المالية، وفي المواعيد الرسمية المقدرة لها، وحساب العملاء مقابل عمولة محددة من كل من البائع والمشتري.²

¹ - طارق عبد العال حماد: دليل المستثمر إلى بورصة الاوراق المالية . الدار الجامعية، طبع ونشر وتوزيع، 2000، ص 29.

² - محمد الصيرفي: البورصات . دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2006، ص14.

❖ شركات المقاصة والتسوية: وهي شركات تقوم بتنظيم إستيلاء وتسليم الأوراق المالية المتعامل بها بواسطة شركات السمسرة وتسوية الأوضاع المالية الناتجة عن عمليات التداول التي تتم بواسطة تلك الشركات وعمل المقاصة المترتبة عليها وفقاً لنظام وترتيبات السوق المالية.

(ج) شركات تكوين وإدارة محافظ الأوراق المالية: وهي شركات تقوم بتكوين محافظ متنوعة من الأوراق المالية نيابة عن المستثمرين، وتقوم بإدارتها وتغيير مكوناتها بما يتناسب مع ظروف السوق، ويتم ذلك إما بناءً على أمر مباشر من العميل بعد تقديم النصح والمشورة له، أو عن طريق قيام العميل بتفويض الشركة للقيام بذلك، وهي تختلف عن صناديق الإستثمار في كونها تمسك لكل عميل محفظة مستقلة به.

(د) الشركات والمؤسسات المالية: بحيث تقوم الشركات والمؤسسات المالية بإستثمار جزء من أموالها في الأوراق المالية إما بغرض إستثمار أموالها الفائضة في أوراق مالية لفترة قصيرة، أو تقوم بإستثمارات محفظية طويلة الأجل.

(هـ) الشركات التي تمارس نشاط التعامل في الأوراق المالية لحسابها الخاص: وهي مختلف الشركات العاملة في السوق المالية والتي تمارس نشاط ترويج وتغطية الإكتتاب في الأوراق المالية، بالإضافة إلى المشاركة في تأسيس الشركات التي تصدر أوراقاً مالية أو زيادة رأس مال الشركات القائمة.

ثالثاً: المستثمرون الأفراد

ويمثلون كبار المستثمرين الذين يقومون بتوجيه جهودهم نحو الحصول على المعلومات أولاً بأول ورصد تحركات السوق، ويتم ذلك عن طريق مصادر مختلفة، لذلك تكون قراراتهم الإستثمارية عادة مبنية على أسس سليمة، بينما لا تتوافر مثل هذه الإمكانيات للمستثمرين الصغار مما يجعلهم يتوجهون إلى وضع أموالهم لدى مؤسسات أخرى تنوب عنهم في السوق المالية.

المطلب الرابع: الأوراق المالية المتداولة في السوق المالية

يتعامل المتدخلون في السوق المالية بأدوات مالية متعددة تختلف فيما بينها من حيث عوائدها ومخاطرها، وقد ساهم التطور التقني والإقتصادي في تحديثها وإفراز أدوات جديدة تلائم إحتياجات ورغبات المتعاملين بطريقة أحسن. ويمكن تصنيف الأوراق المالية المتعامل بها في البوصات إلى قسمين رئيسيين هما: الأوراق المالية التقليدية، والأوراق المالية الحديثة.

أولاً: الأوراق المالية التقليدية

وتتمثل هذه المجموعة أساساً في أداتين هما الأسهم والسندات:

أ) **الأسهم:** وهي عبارة عن مجموعة كبيرة من الأوراق التي تمثل أموالاً خاصة، والتي تسمح بتنوع مصادر تمويل المؤسسات،¹ ويمثل السهم حق ملكية صاحبه في رأسمال مؤسسة أو مشروع معين. وتنقسم الأسهم من حيث طريقة التداول إلى:²

❖ **الأسهم الإسمية:** الأصل أن تصدر الأسهم إسمية. بمعنى قيد إسم المساهم في سجلات خاصة تحتفظ بها الشركة التي أصدرت تلك الأسهم، وعند تداول هذه الأسهم في البورصة يتم نقل الملكية باسم المساهم الجديد.

❖ **الأسهم لحاملها:** وهي أسهم تشبه النقود، ويكون مالك السهم هو الشخص الذي يحوزه، أي أن الملكية تنتقل بمجرد المناولة.

ويمكن تقسيم الأسهم من حيث الحقوق المكفولة إلى أسهم عادية وأسهم ممتازة:

❖ **الأسهم العادية:** ويمثل السهم العادي مستند ملكية له قيمة إسمية وقيمة دفترية وقيمة سوقية، وتمثل القيمة الإسمية القيمة المدونة على قسيمة السهم وعادة ما يكون منصوصاً عليها في عقد التأسيس، أما القيمة الدفترية فتتمثل في قيمة حقوق الملكية التي لا تتضمن الأسهم الممتازة، بل تتضمن فقط الإحتياطات والأرباح المحتجزة وعلاوة الإصدار فضلاً عن القيمة الإسمية للسهم مقسومة على عدد الأسهم العادية المصدرة، وأخيراً تتمثل القيمة السوقية في القيمة التي يباع بها السهم في سوق رأس المال، وقد تكون هذه القيمة أكبر أو أقل من القيمة الدفترية.³ ويتمتع حامل السهم العادي بالحق في المشاركة في اتخاذ القرار داخل الشركة والحق في نقل ملكيته، بالإضافة إلى حصوله على عائد سنوي ناتج عن الأرباح الموزعة للشركة إذا حققت أرباحاً وقرر مجلس الإدارة توزيع جزء منها، والأرباح الرأسمالية الناتجة عن تغير القيمة السوقية للسهم. وتصنف الأسهم العادية في الأسواق العالمية في ضوء طبيعتها إلى مايلي:⁴

➤ **الأسهم المتميزة:** وهي الأسهم الخاصة بشركات قوية ومعروفة، تم تقييمها من قبل شركات مالية متخصصة حللت وقيمت مؤشرات هذه الشركات المالية في دورات معينة وأخذت التصنيف AAA، وتتميز هذه الأسهم بسمعتها الجيدة ومركزها المالي الجيد والأمان والدخل (أسعارها مرتفعة في العادة).

¹ - Christian et Mireille ZAMBOTO : *Gestion financière : finance de marché*. Edition Bunod, Paris, 1997. P13.

² - طارق عبد العال حماد: دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية . الدار الجامعية طبع - نشر - توزيع، 2000. ص20.

³ - منير إبراهيم الهندي: أساسيات الإستثمار في الأوراق المالية . توزيع منشأة المعارف بالإسكندرية ، 2003. ص17.

⁴ - أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، مرجع سابق، ص33.

- أسهم الدخل: وهي الأسهم التي تعطي دخلا مستقرا (توزيعات أرباح مستمرة ومستقرة)، وغالبا ما تكون هذه الأسهم لشركات ذات إمتياز إنتاج سلع معينة مما يجعلها تحقق أرباحا مضمونة وتوزيعات أرباح مضمونة.
- أسهم النمو: عكس أسهم الدخل، لا يتوقع المستثمر أو حامل السهم أرباحا موزعة في نهاية السنة بشكل دائم، لكنه يتوقع مقابل ذلك إرتفاعا كبيرا في القيمة السوقية للسهم وبمعدلات نمو متزايدة. هذه الأسهم تكون عادة لشركات تتعامل بمنتجات ذات محتوى تكنولوجي عالي، وتجري دراسات مستمرة لتطوير إنتاجها أو للوصول إلى اكتشافات جديدة لتحقيق أرباح عالية من شأنها زيادة قيمة أسهمها في السوق مثل شركات الأدوية وأجهزة الحاسوب. ومقابل هذه المزايا فإن هذه الأسهم ذات مخاطر عالية خاصة عند عدم الوصول للتطوير المناسب أو فشل الإكتشاف، أو توصل المنافسين لهذا التطوير أو الإكتشاف، مما يؤدي إلى انخفاض سعر السهم.
- أسهم المضاربة: وهي الأسهم التي تكون أسعارها معرضة لتحركات شديدة وسريعة وهو ما يبحث عنه المضاربون، رغبة منهم في الحصول على عائد مالي في الأجل القصير جراء التذبذب في أسعار الأسهم لشركات حديثة التأسيس ومعرضة لاحتمالات النجاح والفشل.
- أسهم موسمية: هي الأسهم التي تتأثر بالدورات الإقتصادية، وتعود هذه الأسهم للشركات التي تنتج سلعا موسمية، ويرتبط الطلب على منتجاتها بتحسّن الإقتصاد وانتعاشه (رواج)، كما أنها تتأثر بمحالات الكساد.
- أسهم دفاعية: وهي عكس الأسهم الموسمية لا تتأثر بالدورات الإقتصادية، وتكون أسهم لشركات تنتج سلعا أساسية لا يتأثر إنتاجها بالدورات الإقتصادية سواء في حالات الرواج أو في حالات الكساد. فالطلب عليها يكون ثابتا لحد ما كإنتاج القمح أو المياه.
- أسهم الشركات الصغيرة: يتسم رأس المال وحقوق الملكية لهذه الشركات بالصغر، كذلك حجم الأصول وعدد العاملين أيضا يتسم بالصغر وعليه فهي صغيرة برأس مالها.
- ❖ الأسهم الممتازة: يمثل السهم الممتاز ورقة مالية تجمع بين خصائص السهم العادي والسند، وله قيمة إسمية وقيمة دفترية وقيمة سوقية، حيث أن القيمة الدفترية تتمثل في القيمة الإسمية وعلاوة الإصدار للسهم الممتاز كما تظهر في دفاتر الشركة مقسومة على عدد الأسهم المصدرة.¹ ولحاميل السهم الممتاز الأولوية على حملة الأسهم العادية في أموال التصفية، كما أن له الحق في توزيعات سنوية محددة بنسبة مئوية ثابتة من قيمته الإسمية، وإذا لم تتحقق أرباح في سنة مالية ما، أو حققت أرباح ولكن الإدارة قررت عدم توزيعها حينئذ، فإنه لا يحق للمنشأة إجراء توزيعات لحملة الأسهم العادية في أية سنة

¹ - منير إبراهيم الهندي، مرجع سابق، ص23.

لاحقة ما لم يحصل حملة الأسهم الممتازة على التوزيعات المستحقة لهم في السنوات السابقة، مع الإشارة إلى أن حملة الأسهم الممتازة لا يحق لهم التصويت على القرارات داخل الشركة، بالإضافة إلى أن التوزيعات ليست مضمونة وتكون محددة بنسب ثابتة. وتوجد أنواع مختلفة من الأسهم الممتازة منها مايلي:¹

➤ أسهم ممتازة مجمعة الأرباح أو غير مجمعة الأرباح: وتعني الأسهم الممتازة مجمعة الأرباح أن عدم كفاية الأرباح في سنة ما لا يؤدي إلى سقوط حق حملة الأسهم الممتازة في الحصول على نصيبهم من الأرباح، وإنما تُرحل وتُجمع مع المستحق منها في السنة المالية التالية ويحصلون على الأرباح المجمعة معا، وإذا لم تكفي تُجمع مع أرباح السنة التالية وهكذا. أما الأسهم الممتازة الغير مجمعة الأرباح فتعني أن عدم كفاية الأرباح لإجراء التوزيعات المستحقة على حملة الأسهم الممتازة يؤدي إلى سقوط حقهم في المطالبة بها.

➤ الأسهم الممتازة القابلة للإستدعاء وغير القابلة للإستدعاء: والأسهم الممتازة القابلة للإستدعاء تجمع بين خصائص الأسهم والسندات، فهي من ناحية يتم ردّها وفقا لما هو محدد في نشرة الإكتتاب وهي خاصة من خصائص الدين، وهي في نفس الوقت لا يترتب على سداد توزيعات أرباحها أو فوائدها مشاكل متعلقة بإشهار الإفلاس وهي خاصة من خصائص الأسهم العادية، وعادة ما يحدد لهذا النوع من الأسهم ربح سنوي ثابت وتكون مجمعة الأرباح.

➤ أسهم ممتازة مشاركة في الأرباح وغير مشاركة في الأرباح: تتميز الأسهم المشاركة في الأرباح عادة بتحديد حد أدنى بمعدل معين لأرباحها السنوية، مع مشاركتها في الأرباح إذا كانت معدلاتها أكبر من الحد الأدنى المقرر، بينما يستحق للأسهم الممتازة غير المشاركة في الأرباح توزيعات أرباح سنوية ثابتة بصرف النظر عن الأرباح التي تحققها الشركة كبيرة أو متوسطة أو صغيرة.

➤ أسهم ممتازة قابلة للتحويل إلى أسهم عادية وغير قابلة للتحويل: أحيانا تعطى للأسهم الممتازة حق التحويل إلى أسهم عادية وفقا للأوضاع المقررة في نشرة الإكتتاب.

(ب) السندات: وهي تمثل صكوك مديونية تصدرها منشآت الأعمال كما تصدرها الحكومات المركزية والحكومات المحلية فضلا عن الهيئات الشبه حكومية.² ويمثل السند عقدا بين المنشأة المصدرة له والمستثمر، يقترض بمقتضاه الطرف الثاني مبلغا معيناً إلى الطرف الأول الذي يتعهد بدوره برد أصل القرض زائد معدل فائدة المتفق عليه في تاريخ مستقبلي معين. وعادة ماتصدر المنشآت الكبيرة والحكومات عددا كبيرا من السندات تمثل في مجموعها قرضا كبيرا، وتوزع هذه السندات على المستثمرين، بحيث يصبح كل مستثمر مالك لحصة معينة في ذلك القرض تتوقف على عدد السندات

1 - طارق عبد العال حماد، مرجع سابق، ص22.

2 - منير إبراهيم الهندي، مرجع سابق، ص25.

- التي اشتراها، وتتحدد قيمتها ودرجة الإقبال عليها بالعائد المرتبط بها، بالإضافة إلى درجة الملاءة والثقة التي تتمتع بها الهيئة المصدرة لها. ويمكن تصنيف السندات من حيث الجهة المصدرة لها إلى:¹
- ❖ سندات الشركات: تصدر هذه السندات من قبل شركات المساهمة العاملة في جميع القطاعات الاقتصادية طبقاً لتشريعات وتعليمات تنظم بموجب قانون الشركات في البلد المعني، وهناك أنواع مختلفة من هذه الإصدارات تختلف باختلاف شروط كل إصدار، ومن ذلك نذكر مايلي:
- السندات المضمونة: التي توفر لحملة السندات بالموجودات المرهونة لها، وتعد السندات المرهونة بعقار أو معدات ومكائن من أهم صورها، وتسمى بسندات الرهن.
 - السندات العادية: وضماناتها لحملة السندات تنحصر بقدرة الجهة المصدرة على دفع الفائدة وأصل المبلغ، أي يعد المركز الإئتماني محور ضمان هذه السندات، وتمثل سندات الدخل إحدى صور هذه السندات، حيث يرتبط دفع الفائدة بقدرة الشركة على تحقيق الأرباح التي تغطي الفائدة الواجب دفعها.
 - سندات الدرجة الأولى والدرجة الثانية: هذه التسمية مشتقة من الأسبقية القانونية لحملةها بموجودات الشركة عند التصفية، وعادة تكون سندات الدرجة الأولى ذات فائدة أقل من الدرجة الثانية.
 - سندات المشاركة: وتعطي الحق لحملةها في المشاركة بأرباح الجهة المصدرة لها بجانب الفائدة، ومثل هذه الإصدارات نجدها في الشركات ذات المراكز الإئتمانية الضعيفة.
 - سندات لحاملها: وهي سندات قابلة للتداول ويمكن لأي شخص أن يحمّل ويبيعه أو المطالبة بفوائده وبالقيمة الإسمية، ويمكن رهنه "شبه نقدي"، لكنها ذات مخاطر عالية خاصة عند فقدانها لذا تستحق عائداً أعلى.
 - سندات مسجلة بأسماء مالكيها: بحيث لا يستطيع أي شخص من غير المالك المسجل بإسمه السند أن يتصرف فيه سواء بالبيع أو المطالبة بالفوائد أو بالقيمة الإسمية. وهي أقل خطورة عند فقدانها لذا تستحق عائداً أقل، كذلك فبالإضافة للمخاطر القليلة، فهي تتحمل تكاليف تسجيل المعلومات المتعلقة بالمالكين والتي قد يكون مسؤولاً عنها قسم كامل في المنشأة.
 - سندات قابلة للتحويل لأسهم عادية: يتم إصدار هذه السندات بشرط إعطاء خيار للمستثمر بين تحويله للسند إلى سهم عادي أو تحصيله للقيمة الإسمية والفوائد، وذلك في حالات توقع المنشأة مرورها بظروف كساد أو حالات سيئة رغبة منها في عدم تحمل أعباء ثابتة متمثلة بالفوائد.
 - السندات ذات الفائدة المعومة: وهي سندات بسعر فائدة غير ثابت متذبذب بدرجة محدودة ومرتبطة بحالة التضخم ومعدلاته وإمكانية تغيره بالإرتفاع أو الإنخفاض تبعاً للحالة الاقتصادية.

1 - أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، مرجع سابق، ص 91.

- سندات بمعدل كوبون صفري: وهي السندات التي تباع بخصم عن القيمة الإسمية.
- السندات الرديئة: وهي السندات الغير المصنفة، وهي عادة ما تجتذب المضاربين كونها خاضعة لاحتمالات فشل كما هي خاضعة لاحتمالات نجاح.
- ❖ السندات الحكومية: تعتبر هذه السندات من الأوراق المالية ذات الدرجة الإستثمارية المناسبة للمؤسسات المالية والمصرفية، نظرا لما تتمتع به من درجات عالية من الضمان لأصل المبلغ والفائدة، والقابلية التسويقية العالية، لذا يطلق عليها بالأوراق المالية الخالية المخاطرة، ويعزى سبب ذلك إلى قدرة الحكومة على تحصيل الإيرادات وإصدار سندات إضافية تستخدم لتسديد إلتزاماتها من الإصدارات السابقة.

ثانيا: الأدوات المالية الحديثة

وهي أدوات مالية أُستحدثت للتعامل بها بسبب زيادة درجة المخاطر وعدم التأكد المتعلقة بالإستثمارات المالية، بالإضافة إلى زيادة إمكانيات التربح وبطرق عديدة. وهي عبارة عن أصول مالية تشتق قيمها من الأصول محل التعاقد والتي يمكن أن تكون سلعا أو أوراقا مالية أو تدفقات مالية، ولذلك يطلق عليها مصطلح "المشتقات المالية"، وتمثل أساسا فيمايلي:

أ) **العقود الآجلة**: وهي عبارة عن إتفاق على شراء أو بيع أصل معين في وقت مستقبلي مقابل سعر معين، ويكون عادة بين مؤسستين ماليتين أو بين مؤسسة مالية وأحد عملائها من المنشآت.¹ وهذه العقود قليلة التداول في الأسواق المالية نتيجة لأنها تحمل شروطا وتفضيلات لا تناسب في العادة جميع المتعاملين في السوق المالية. وهي إتفاقيات ملزمة للطرفين، وعند حلول تاريخ التنفيذ تتم تسويته بين طرفيه بتسليم البائع للأصل مقابل استيلائه مبلغ السعر المتفق عليه من طرف المشتري.

ب) **العقود المستقبلية**: وهي عبارة عن إتفاق بين طرفين على شراء أو بيع أصل معين في تاريخ محدد بسعر متفق عليه، بحيث يكون هذا السعر نمطيا وقابلا للتعديل حسب الأسعار السائدة في السوق، ويتم تعديل السعر عن طريق السحب من هامش أمان يضعه طرفي العقد لدى بورصة العقود المستقبلية. وعلى عكس العقود الآجلة، فإن العقود المستقبلية يتم تداولها في السوق المالية، وتسري هذه العقود بصفة كبيرة على السلع والأصول المالية، وتتواجد أكبر هذه البورصات في الدول المتقدمة ومن أهمها بورصة "شيكاغو".

ج) **عقود الخيارات**: عقد الخيار هو عقد يتيح لمشتريه شراء (خيار الشراء *Call*) أو بيع (خيار البيع *Put*) سلعة معينة أو أصلا معيننا بسعر محدد في تاريخ مستقبلي محدد.² وقد يكون تاريخ التنفيذ فترة محددة إذا كان الخيار أمريكيا، وقد يكون تاريخنا معيننا إذا كان الخيار أوروبيا، وقد يكون في تواريخ محددة

¹ - طارق عبد العال حماد: المشتقات المالية (المفاهيم - إدارة المخاطر - المحاسبة) . الدار الجامعية، طبع نشر وتوزيع، 2001. ص12.

² - *Dov OGIEN : Pratique des marchés financiers. Edition Bunod, Paris, 2005. P271.*

خلال فترة معينة (برمودا). ويعطي الخيار لمشتريه الحق في تنفيذه أو عدم تنفيذه عند حلول التاريخ المتفق عليه على حساب بائع الخيار، أي أن بائع الخيار ليس له الحق في رفض التنفيذ إذا قرر مشتريه ذلك. وتستعمل الخيارات للمضاربة المستقبلية وتحقيق الأرباح، أو التغطية ضد المخاطر المستقبلية.

المبحث الثاني: مداخل تحليل الإستثمار في الأسواق المالية وأهم مؤشراتها

يتم قياس أداء السوق المالية من خلال تحليل عدة مؤشرات، بحيث يتم الإعتماد عليها لمعرفة سير المعاملات في السوق وتطورها، بالإضافة إلى أنها تعطي إمكانية للتنبؤ بأوضاع السوق المستقبلية. ومن خلال هذا المبحث سنحاول التعرض لمداخل تحليل الإستثمار في السوق المالية بالإضافة إلى أهم المؤشرات التي تقيس أداء السوق المالية.

المطلب الأول: مداخل تحليل الإستثمار في السوق المالية

يُعتمد في تحليل الإستثمارات في سوق الأوراق المالية على مدخلين رئيسيين هما: مدخل التحليل الأساسي ومدخل التحليل الفني.

أولاً: التحليل الأساسي

يركز المدخل الأساسي لتحليل الإستثمار في الأسواق المالية على الظروف الإقتصادية مثل مستوى التوظيف والنمو الإقتصادي، والظروف المالية مثل مستوى واتجاه التغيرات في أسعار الفائدة. ويبحث هذا المدخل أيضا في قدرة المنشأة على الكسب وربحيتها وإمكانيات نموها ومصادر تمويلها. ويقارن المحللون الماليون الذين يستخدمون هذه الطريقة بين منشآت الصناعة الواحدة للتعرف على المنشآت التي تتمتع بوضع مالي أفضل وإمكانيات نمو قوية، كما يتم التركيز في ظل هذا المدخل على الأداء الإقتصادي للمنشأة وإمكانيات تحسين وضعها النسبي في نطاق الصناعة التي تعمل فيها، وتعتبر النسب والبيانات المالية والملاحظات الذكية هي الأدوات الرئيسية للمدخل الأساسي.¹

ويقوم المستعملون للتحليل الأساسي بتحليل الظروف الإقتصادية العامة، ثم يبدؤون بالتدرج إلى الظروف الخاصة وفقا لما يلي:

أ) **تحليل الظروف الإقتصادية الكلية:** يستعمل للإستدلال على الإتجاه المستقبلي لأسعار الأوراق المالية، ومن المتغيرات المستعملة في تحليل الظروف الإقتصادية، نذكر مايلي:²

❖ **البيئة الإقتصادية:** تتخذ كافة القرارات الإستثمارية في سياق البيئة الإقتصادية، وتتفاوت هذه البيئة مع اجتياز الإقتصاد لمراحل الرفاهية والإزدهار، ويشار لهذه المراحل غالبا بـ "دورة الأعمال"، غير أن هذه التسمية غير دقيقة لأن كلمة "دورة" تشير إلى سلسلة متتابعة ومتكررة من الأحداث مثل فصول السنة، في حين أن الإقتصاد لا يتبع سلسلة متكررة من الأحداث بانتظام، ولكن مصطلح دورة الأعمال يقصد به نمط من المخرجات والنمو الإقتصادي المتغير، أي فترة من النمو السريع يعقبها فترة من النمو البطيء أو حتى الركود ينكمش خلالها الإقتصاد.

¹ - طارق عبد العال حماد: التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية . الدار الجامعية، الإسكندرية، 2006، ص82.

² - طارق عبد العال حماد، نفس المرجع السابق، ص: 84-155.

❖ السياسة النقدية: بالإضافة إلى التنبؤات بالنشاط الاقتصادي الإجمالي فإن المستثمر يجب أن يهتم بالسياسة النقدية للبنك المركزي، ويسعى البنك المركزي إلى تحقيق نفس الأهداف الاقتصادية العامة وهي تحقيق التوظيف الكامل واستقرار الأسعار والنمو الاقتصادي، وهذا من خلال تنظيم عملية تقديم الإئتمان والنقود. فعندما يشتري البنك المركزي أوراقا مالية على الخزانة (أذون الخزانة) فإنه يرفع الأسعار ويتسبب في هبوط العوائد، ويزداد فرق السعر بين مديونية الخزانة ومديونية الشركات، ونتيجة لذلك يشتري المستثمرون الأوراق المالية للشركات مما يرفع أسعارها ويؤدي إلى انخفاض عوائدها، وينتقل التأثير على عوائد عمليات الشراء في السوق المفتوحة بواسطة البنك المركزي إلى أدوات الدين الأخرى. ويحدث العكس عندما يبيع البنك المركزي الأوراق المالية الحكومية، حيث يعمل ذلك على خفض أسعارها وزيادة أسعار الفائدة، وبالتالي يقل فرق السعر بين مديونية الحكومة ومديونية الشركات، ويتحول المستثمرون من شراء الأوراق المالية للشركات إلى شراء الأوراق المالية الحكومية، مما يخفض سعر السندات التي تصدرها الشركات ويزيد من عائدتها.

أما المصدر الثاني لتأثير السياسة النقدية فهو تأثير التغيرات في الظروف النقدية على قدرة المنشأة على كسب الأرباح، ونظرا لأن كل الأصول يجب أن يتم تمويلها من خلال مصادر تمويل، لذلك فإن أي تغيير في السياسة النقدية يؤثر على تكلفة تمويل المنشأة، فالتشدد في منح الإئتمان يزيد من تكلفة التمويل وبالتالي إنخفاض الأرباح، وتنعكس الزيادة في تكلفة الإئتمان على الأسعار التي تحددها المنشآت لمنتجاتها وهو ما يمكن أن يقلل من الطلب على إنتاج الشركة، ويزيد هذا الإنخفاض في الطلب بدوره من التكلفة التمويلية ويتسبب في هبوط الأرباح.

❖ السياسة المالية: فمن الواضح أن الضرائب يمكن أن يكون لها تأثير على أسعار الأوراق المالية، فضرائب الدخل المفروضة على الشركات تقلل من أرباحها وقدرتها على إجراء توزيعات أرباح على المساهمين، وكذلك قدرتها على احتجاز أرباح لزيادة معدلات النمو. والتأثير المحتمل للسياسة المالية لا يقتصر على المجال الضريبي، ولكنه يمكن أن يمتد أيضا إلى النفقات العامة والتي تؤثر أيضا على أسعار الأوراق المالية، ويبدو ذلك واضحا فيما يتعلق بالمنتجات النوعية التي تشتريها الحكومة، فمثل هذه المشتريات قد تزيد من إيرادات منشأة معينة وتساعد في زيادة أسعار أسهمها.

(ب) تحليل ظروف الصناعة أو القطاع الصناعي الذي تعمل فيه الشركة: ويرجع ذلك إلى أن الصناعات تبدي ردود أفعال مختلفة تجاه التغيرات في البيئة الاقتصادية. فعلى سبيل المثال، فإن الطلب على السلع مرتفعة السعر مثل السيارات والأجهزة المنزلية والعقارات يستجيب بشكل أكبر للتغيرات في مستوى النشاط الاقتصادي، في حين أن الطلب على المنتجات الأخرى مثل السلع الضرورية كالطعام والسلع الاستهلاكية الضرورية الأخرى يكون أقل إستجابة للتغيرات الحادثة في النشاط الاقتصادي.

ويتيح تحليل ظروف الصناعة الإجابة على التساؤلات التالية:

- هل هناك إختلافات بين عوائد الصناعات المختلفة خلال فترات زمنية معينة؟
 - هل تستمر الصناعة التي تقدم معدلات أداء جيدة في فترة زمنية معينة في تقديم نفس هذه المعدلات الجيدة في المستقبل؟ أي هل نستطيع إستخدام العلاقات السابقة بين السوق والصناعة للتنبؤ بالإتجاهات المستقبلية للصناعة؟
 - هل يستمر أداء الشركات في صناعة معينة بنفس المستوى بمرور الزمن؟
 - هل يوجد إختلاف في المخاطرة بين الصناعات المختلفة؟
 - هل تختلف المخاطرة بالنسبة للصناعات المختلفة أم أنها تبقى مستمرة نسبيا بمرور الزمن؟
- (ج) **دراسة ظروف الشركة:** بحيث أن ما ينطبق على الصناعة والإقتصاد الكلي قد لاينطبق على شركة بعينها، فبعض الشركات يكون أداؤها سيئا على الرغم من ازدهار القطاع الذي تعمل فيه أو تحسن الظروف الإقتصادية الكلية، والعكس صحيح، فبعض الشركات يكون أداؤها جيدا في ظل ظرف يكون فيه أداء الإقتصاد أو القطاع الصناعي ليس في الإتجاه الجيد. وبالتالي فعلى المحللين أخذ هذه الظروف بعين الإعتبار عند تحليلهم للإستثمار في الأوراق المالية.
- والمقصود بتحليل الشركة مقابل إختيار السهم هو توصيل فكرة أنه ليس من الضروري أن تكون أسهم الشركات الجيدة بمثابة إستثمار جيد، فعند القيام بتحليل الشركة وخصائصها الداخلية فإنه من الضروري أن يوفر التحليل آراء حول جودة الشركة وإدارتها ونظرتها المستقبلية.

ثانيا: التحليل الفني

إن المدخل الفني لتحليل الإستثمار هو بالضرورة إنعكاس لفكرة أن سوق الأوراق المالية تتحرك في إتجاهات تتحدد بواسطة الميول المتغيرة للمستثمرين تجاه القوى المتنوعة من اقتصادية إلى نقدية وسياسية أو نفسية. وإن فن التحليل الفني هو التعرف على التغيرات في هذه الإتجاهات في مرحلة مبكرة والإحتفاظ بوضع إستثماري معين لحين ظهور تحول في تلك الإتجاهات.¹

والتحليل الفني هو أسلوب يهتم بدراسة الأشكال المختلفة للأسعار كما تظهر من خلال الخرائط والرسومات البيانية، ومن البديهي أن الأسعار تتحدد بتوقعات المستثمرين في السوق أو أولئك الذين يعتمون الدخول فيها. وعلى هذا الأساس، فإن سعر أي ورقة مالية في أي وقت إنما يتوقف على مدى المعرفة والأمان والخوف، والتوقعات لهؤلاء الأفراد الذين يمتلكونها، أو أولئك الذين يفكرون في امتلاكها.²

¹ - طارق عبد العال حماد: دليل المستثمر إلى بورصة الاوراق المالية ، مرجع سابق، ص 296.

² - محمد صالح الحناوي، مهال فريد مصطفى، جلال إبراهيم العبد: الإستثمار في الأوراق المالية ومشتقاتها - مدخل التحليل الأساسي والفني . الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005/2004. ص123.

ويقوم المحلل الفني بدراسة المعلومات المتاحة عن السوق بغرض بناء خرائط لإظهار أنماط معيمة لحركة سعر السهم، أو لإظهار علاقات بين حركة سعر ورقة مالية معينة ومؤشرات سوقية أخرى مثل حجم الأسهم المباعة، وعلى ذلك فإن المحلل الفني يهتم بتحليل إتجاهات الأسعار على مستوى ورقة مالية معينة.

وهناك عدة طرق مستخدمة في التحليل الفني، لعل أكثرها شيوعاً هو تحليل الخرائط، حيث يقوم المحلل الفني بإعداد خرائط لأسعار الأوراق المالية التي تعنيه، ولأقسام السوق الرئيسية، بالإضافة إلى خرائط إجمالية للسوق، وذلك للتنبؤ بالأسعار المستقبلية لتلك الأوراق. كذلك يوجد إستخدامان آخران للخرائط فيما يتعلق بإتجاهات الأسعار في الماضي والحاضر دون المستقبل، حيث تستخدم خرائط عامة لمراقبة حركة الأسعار في السوق. ويعتمد المحللون الفنيون في قراراتهم على فحص البيانات السابقة للأسعار وبيانات حجم التداول وذلك لتحديد إتجاهات السوق السابقة والتي يمكن من خلالها التنبؤ بالسلوك المستقبلي للسوق ككل والأوراق المالية الفردية، ويتم الإستشهاد بعدة إفتراضات تساند هذا الرأي لتحركات الأسعار كما يلي:¹

- تتحدد القيمة السوقية لأية سلعة أو خدمة من خلال تفاعل قوى العرض والطلب؛
- هناك عدة عوامل تحكم العرض والطلب بعضها منطقية ومعقولة والبعض الآخر غير منطقية، وتشمل هذه العوامل المتغيرات الاقتصادية التي يركز عليها المحللون الأساسيون في آرائهم وتخميناتهم؛
- إغفال التقلبات الصغرى في أسعار الأوراق المالية الفردية والقيمة الكلية للسوق والتي تميل إلى أن تتحرك في إتجاهات تستمر لفترة قصيرة من الوقت؛
- الإتجاهات المسيطرة التي تمثل تغير رد فعل للتحول في العلاقات ما بين العرض والطلب يمكن تحديدها آجلاً أو عاجلاً من خلال حركة السوق نفسها.

وقد وضعت عدة نظريات لتفسير الأسعار على أساس التحليل الفني نذكر أهمها فيما يلي:

أ) **نظرية داو "Dow Theory"**: لقد توصل "داو جونز" إلى نظريته والتي تعرف بنظرية "داو" من خلال سلسلة من البحوث في جريدة "ول ستريت" خلال الفترة من 1900 إلى 1902، والتي تمثل الأساس الذي يبنى عليه التحليل الفني الحديث. وتتم هذه النظرية باستخدام الإتجاهات العامة للسوق ولا تستخدم كما يعتقد الكثيرون في التنبؤ بأسعار الأسهم. وتقوم نظرية "داو" على ستة إفتراضات تتمثل فيما يلي:²

❖ المتوسطات تلغي كل شيء: تعكس الأسعار المختلفة للسهم كل شيء يمكن معرفته عن الورقة المالية، مثل المعلومات الجديدة التي تصل إلى السوق، حيث يستوعب المشاركون في السوق هذه المعلومات وتنعكس على سلوكهم ومن ثم يتحرك السعر ويضبط نفسه وفقاً لسلوك وتصرفات المشاركين في السوق. وبالمثل فإن متوسطات السوق تعكس كل شيء معروف لدى الأطراف المشاركة في السوق.

¹ - طارق عبد العال حماد: دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، مرجع سابق، ص 298.

² - محمد صالح الحناوي، نبال فريد مصطفى، جلال إبراهيم العبد: الإستثمار في الأوراق المالية. الدار الجامعية، 2003/2002. ص 127.

❖ يتكون السوق من ثلاثة اتجاهات: عند أية نقطة زمنية في السوق، تؤثر ثلاثة قوى في الأسعار، وهي الاتجاه الأساسي والاتجاه الثانوي والاتجاه غير الرشيد.

فيما يتعلق بالاتجاه الأساسي، فهو يعكس حالة السوق هل هي صاعدة أم هابطة، والاتجاه الأساسي عادة يغطي فترة أكثر من سنة وقد تمتد لعدة سنوات، فإذا حقق السوق إرتفاعات عالية، أو إرتفاعات منخفضة فإن الاتجاه الأساسي هو الصعود أو الإرتفاع، أما إذا حقق السوق إنخفاضات مرتفعة أو إنخفاضات منخفضة، فإن الاتجاه الأساسي هو الهبوط.

وفيما يتعلق بالاتجاه الثانوي فهو اتجاه متوسط ويمثل تصحيحاً لردود الأفعال التي تحدث في الاتجاه الأساسي.

أما الاتجاهات غير الرشيدة فهي اتجاهات قصيرة الأجل تتمثل في تحركات الأسعار خلال يوم إلى ثلاثة أسابيع، ويمكن القول أن الاتجاه الثانوي يتكون من عدة اتجاهات غير رشيدة، وترى نظرية "داو" أن الاتجاهات غير الرشيدة غير هامة، ويمكن أن تقودنا إلى اتجاهات خاطئة.

❖ الاتجاهات الأولية لها ثلاثة مراحل: تقول نظرية "داو" أن المرحلة الأولى للسوق تبدأ بعملية شراء مكثفة من جانب المشاركين في السوق، والذين لديهم معلومات عن الاتجاهات القوية للإقتصاد والطبيعة التسويقية.

أما المرحلة الثانية فتتصف بزيادة أرباح الشركات وتحسن ظروف الإقتصاد، وهنا يتجه المستثمر إلى زيادة تراكم الأوراق المالية.

أما المرحلة الثالثة فتتميز باستقرار أرباح الشركات وتكون الظروف الإقتصادية في أحسن حالاتها.

❖ يجب أن تثبت المتوسطات من بعضها: يعني هذا الفرض أن متوسطات مؤشرات الصناعة ومتوسطات مؤشرات النقل مثلاً يجب أن يثبت كل منه صدق الآخر، لكي تكون التغيرات في الاتجاهات صادقة الحدوث. ويحدث الإثبات لاتجاه التغيرات عندما يشهد المؤشرين صعوداً وهبوطاً لأعلى من قيمة الأسعار السابقة لكل منهما.

❖ يجب أن تؤكد أحجام التعامل الاتجاه: تركز نظرية "داو" بشكل أولي على تصرفات الأسعار، وتعتمد على أحجام التعامل فقط لتثبت من حالات عدم التأكد، حيث يجب أن يمتد حجم التعامل في نفس توجه الاتجاه الأساسي، فإذا كان الاتجاه الأولي هبوطياً، فإن حجم التعامل يجب أن ينخفض أثناء هبوط السوق، أما إذا كان الاتجاه الأولي صعودياً، فيجب أن يزيد حجم التعامل أثناء صعود السوق.

❖ يظل الاتجاه فعالاً إلى أن يعطى إشارة إنقلاب واضحة: يعرف الاتجاه الصاعد بأنه سلسلة من الإرتفاعات الضئيلة، ولكي يعكس الاتجاه نفسه، فلا بد أن تتصف الأسعار على الأقل بانخفاض واحد عالي أو انخفاض واحد منخفض يساعد على إمكانية التنبؤ باتجاه هابط.

وعندما تحدث إشارة إنعكاس أو انقلاب في الأسعار من خلال كل من مؤشر داوجونز الصناعي ومؤشر داو جونز للنقل فإن ذلك يعد مؤشرا لاتجاه جديد.

ب) **نظرية الموجات لـ إيلوت "Elliot's Wave Theory"**¹: ترجع نظرية الموجات إلى "رالف نيسلون إيلوت" والذي لاحظ أن التحركات في سوق الأسهم يمكن التنبؤ بها من خلال ملاحظة وتحديد أمواج للأسعار ذات أنماط معينة ومتكررة.

ويعتقد إيلوت أن سوق الأسهم يتأثر بهذه السلسلة من الموجات في السعر. ولقد ساعد "C.J Collins" إيلوت في الوصول إلى أفكاره والاهتمام بها من خلال سلسلة مقالات تم نشرها في مجلة "Finantial World Magazine" في العام 1939. وأثناء فترة الخمسينات والستينات، قام "هاملتون بولتون" بتطوير أفكار "إيلوت"، وفي عام 1960 كتب "بولتون" مقالته عن أساسيات نظرية الموجات والتي تعد أول عمل علمي مميز في شرح هذه النظرية. وفي عام 1978 ساهم كل من "روبرت بريشتر وفوستر" في كتابة أول كتاب عن أساسيات "موجات إيلوت".

وتقوم نظرية الموجات لـ "إيلوت" على عدة مبادئ أساسية أهمها مايلي:

❖ أي فعل أو تصرف يتبعه رد فعل؛

❖ يوجد خمس موجات في نفس الاتجاه للإتجاه الأساسي يتبعها ثلاث موجات تصويبية ويطلق عليها "3-5 حركة"؛

❖ الـ "3-5 حركة" تكمل دورة، وتمثل جزئين فرعيين من الـ "3-5 موجة" الصاعدة؛

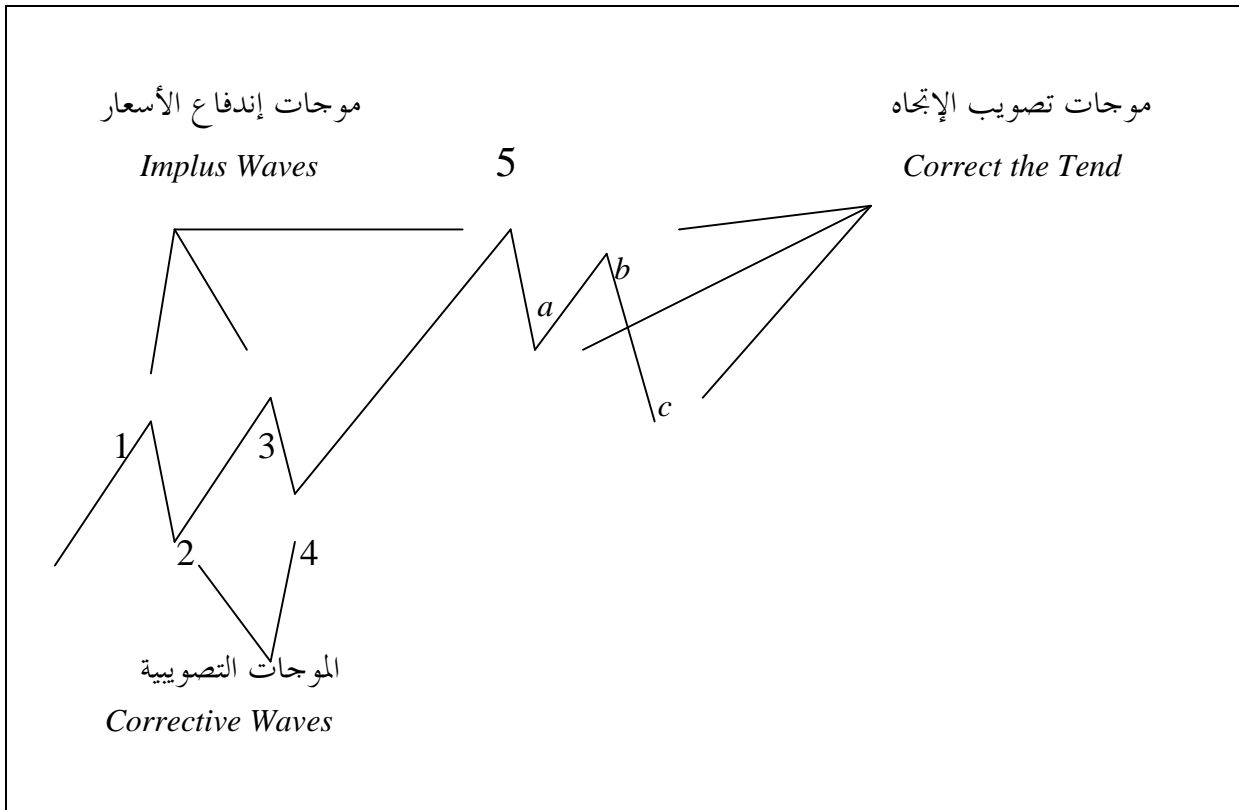
❖ نمط الـ "3-5" يبقى ثابتا خلال مدى زمني معين.

أما النمط الأساسي فيتكون من 8 موجات 5 صاعدة و3 هابطة والتي تأخذ الأرقام 1، 2، 3، 4، 5

والحروف A, B, C في الخريطة التي يوضحها الشكل التالي:

¹ - محمد صالح الحناوي، نبال فريد مصطفى، جلال إبراهيم العبد: الإستثمار في الأوراق المالية . مرجع سابق، ص 132.

الشكل 1-2: الأنماط الثمانية من موجات "إليوت"



المصدر: محمد صالح الحناوي، نبال فريد مصطفى، جلال إبراهيم العبد: الإستثمار في الأوراق المالية . مرجع سابق، ص133.

ويتمتع التحليل الفني بقبول كبير نتيجة لانخفاض تكاليف القيام به، حيث أن أغلب المستثمرين يتحفظون ضد الأحداث غير المؤكدة في السوق عن طريق إلقاء نظرة تحليلية على تاريخ الأسعار في الماضي.¹

ثالثاً: المقارنة بين التحليل الأساسي والتحليل الفني

من خلال ما سبق يتبين لنا أن لكل من التحليل الأساسي والتحليل الفني مميزات وخصائص يتميز بها عن الآخر، وهذا ما يجعل هناك العديد من نقاط الاختلاف بينهما. ويمكن إظهار ذلك من خلال الجدول التالي:

¹ - Martin SEWELL: *Technical analysis*, Department of Computer science, University College London, April 2007(revised August 2008).P2.

الجدول 1-2: أوجه الاختلاف بين التحليل الأساسي والتحليل الفني

وجه المقارنة	التحليل الأساسي	التحليل الفني
المفهوم	هو التحليل الذي ينصب على الظروف الاقتصادية العامة وظروف الصناعة والمنشأة	هو التحليل الذي ينصب على ظروف السوق (أسعار الأوراق المالية)
الهدف	تقييم العوائد والمخاطرة لاتخاذ قرارات الإستثمار والإقراض	دراسة متغيرات السوق في الماضي والدورات وذلك لأغراض التنبؤ باتجاهات السوق في المستقبل في مرحلة مبكرة لاتخاذ قرار الإستثمار في الأوراق المالية
الإفتراضات	1- أن سوق رأس المال كفاء على الأقل في شكله الضعيف. 2- يمثل هذا النوع من التحليل ضمانة لعدم الوقوع في أخطاء إستثمارية فاذحة عند اتخاذ قرارات الإستثمار.	1- تتحدد القيمة السوقية للأوراق المالية من خلال تفاعل قوى العرض والطلب. 2- العوامل التي تحكم العرض والطلب بعضها منطقية والبعض الآخر غير منطقية. 3- أن السوق أفضل متنبأ لنفسها. 4- أن التحرك من سعر توازن لآخر يستغرق بعض الوقت. 5- أن سوق رأس المال غير كفاء.
مصادر البيانات الخاضعة للتحليل	1- عوامل إقتصادية عامة مثل الناتج القومي، أسعار الفائدة، أسعار الصرف، النفقات الرأسمالية. 2- عوامل متعلقة بالصناعة مثل دورة حياة المنتج، إتجاهات الصناعة، المنافسة، الجوانب الإقتصادية والتكنولوجية. 3- عوامل متعلقة بالمنشأة مثل: القوائم المالية وتقارير مجلس الإدارة وتقرير مراقب الحسابات.	عوامل السوق نفسه : - أسعار الأوراق المالية. - حجم التداول. - عدد الصفقات وحجمها. - سلوك المستثمرين. - عمليات البيع على المكشوف. - التوقيت الزمني. - إتساع السوق.
أدوات التحليل الرئيسية	<ul style="list-style-type: none"> ■ المؤشرات الإقتصادية العامة. ■ دورة حياة الصناعة. ■ دورة حياة المنتج. ■ التنبؤ بحالات النمو. ■ تحليل ظروف المنافسة. ■ تحليل التطورات التكنولوجية. ■ القوائم المالية المقارنة. ■ تحليل السلاسل الزمنية. 	<ul style="list-style-type: none"> ■ مؤشرات ميول المستثمرين (نفسية). ■ مؤشرات تتبع تدفقات الاموال. ■ مؤشرات هيكل السوق.

	<ul style="list-style-type: none"> ▪ التحليل الرأسي للقوائم المالية. ▪ تحليل النسب. ▪ التحليلات الخاصة. 	
<p>1- وفرة عدد المحللين الفنيين يجد من منفعة هذا الأسلوب.</p> <p>2- يحتاج الأمر في بعض الحالات إلى استخدام أكثر من قاعدة فنية للتأكد من سلامة التنبؤ.</p> <p>3- تحتاج القواعد الفنية باستمرار إلى تطوير لتناسب الظروف البيئية المتغيرة.</p>	<p>1- تحتاج إلى جهد وتكلفة أكبر نسبياً مقارنة بالتحليل الفني.</p> <p>2- توجد بعض التحفظات التي تحد من منفعة القوائم المالية التي تعدها الشركة.</p>	<p>حدود إستخدامها</p>

المصدر: طارق عبد العال حماد: دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، مرجع سابق، ص304.

المطلب الثاني: المؤشرات الأساسية لقياس أداء السوق المالية

يستخدم الإقتصاديون العديد من المؤشرات للإستدلال على طبيعة أداء السوق المالية خلال فترة زمنية معينة، ويمكن تحليل هذه المؤشرات أيضاً من معرفة درجة تطور السوق ونضجها ومدى تحقيقها لأهدافها. وستطرق في هذا المطلب إلى أهم هذه المؤشرات حسب طبيعتها وتعبيرها على جوانب أداء السوق المالية.

أولاً: مؤشر أسعار الأسهم ومؤشر درجة التركيز

أ) مؤشر أسعار الأسهم: وهو مؤشر إحصائي يستخدم لقياس الأداء الكلي للسوق المالية، ويتكون من معدل أسعار مجموعة من الأسهم التي يفترض أن تعبر تحركاتها عن الحركة العامة للسوق المالية. وعادة ما تنشر الجملات العالمية يوميا قائمة بمختلف المؤشرات التي تنشر التطورات اللحظية التي تطرأ على أسعار الأسهم، الأمر الذي يعطي صورة واضحة للمستثمرين عن أوضاع إستثماراتهم، وبالتالي يساهم في زيادة مقدرتهم على توجيه أموالهم إلى الأسواق الأكثر كفاءة واستقراراً. وسيتم التوسع في مفهوم هذا المؤشر في المبحث الموالي.

ب) مؤشر درجة تركيز التداول: ويقاس هذا المؤشر مدى تركيز التداول في حجم معين من الأوراق المالية لعدد معين من الشركات المقيدة في السوق، أو إذا كان موزعاً على عدد كبير من الأوراق المالية. ويمكن قياس درجة التركيز من خلال حساب نصيب أكبر عشر شركات من إجمالي السوق وإجمالي قيمة التداول.¹

¹ - عباس كاظم جاسم الدعيمي: أثر السياسات النقدية والمالية في مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية (دراسة تطبيقية في مصر والولايات المتحدة الأمريكية للفترة 1990-2006). أطروحة مقدمة إلى مجلس الإدارة والإقتصاد في جامعة الكوفة، وهي جزء من متطلبات نيل درجة دكتوراه فلسفة في العلوم الإقتصادية. 1429-2008. ص124.

ثانياً: مؤشرات حجم السوق

يتم من خلال هذه المؤشرات التعرف على حجم السوق المالية بالإعتماد على مؤشرين أساسيين وهما مؤشر القيمة السوقية ومؤشر عدد الشركات.

أ) مؤشر القيمة السوقية (معدل رسملة السوق)¹: يقصد برسملة السوق المالية مجموعة من الأسهم المدرجة في السوق مأخوذة بمتوسط أسعارها في نهاية المدة، ويشير أيضا هذا المؤشر إلى إجمالي قيمة الأوراق المدرجة في السوق، وهناك من يفسرها بأنها تمثل قيمة أسهم الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية تبعا لسعر السوق، وغالبا ما يقاس معدل رسملة السوق من خلال قسمة القيمة السوقية للأسهم المقيدة في البورصة على الناتج المحلي الإجمالي، ويفترض المحللون الإقتصاديون أن معدل السوق يرتبط ارتباطا وثيقا مع القدرة على تعبئة رؤوس الأموال وتنويع المخاطر.

وتعكس رسملة السوق مستوى نشاطها، فكلما ارتفعت قيمتها دل ذلك على ارتفاع مستوى نشاط السوق (كبر حجم السوق) سواء من حيث زيادة عدد الأسهم وعدد الشركات المدرجة فيها، أو ارتفاع الأسعار الذي قد يكون إنعكاسا لاتساع حجم المعاملات المالية، أو كليهما معا، وبالتالي يكون ذلك إنعكاسا لارتفاع النشاط الإقتصادي، وتعزى الزيادة في القيمة السوقية إلى العديد من الأسباب من أبرزها:

■ درجة تطور نشاط السوق نفسها ولاسيما بعد إدخال العديد من الابتكارات المالية الحديثة أو ما يعرف بالمشنقات (الخيارات، المبادلات، والمستقبليات)، الأمر الذي يحفز العديد من المستثمرين على طلب التمويل، وذلك من خلال إصدار أنواع مختلفة من الأدوات المالية التقليدية والحديثة والتي تشبع رغبة المدخر والمستثمر في آن واحد، الأمر الذي ينعكس على زيادة عدد الأسهم المدرجة وبالتالي القيمة السوقية للأسهم؛

■ تعد زيادة الطلب على الأوراق المالية ناجمة عن زيادة التحرر المالي وتمتع السوق بالشفافية والإستقرار وهي عوامل تؤدي إلى ارتفاع مؤشرات أسعار السوق، وهي من الأسباب المهمة لزيادة القيمة السوقية؛

■ التطور الكبير الذي شهده مجال الإتصالات والثورة التكنولوجية والابتكارات الإلكترونية ولاسيما بعد إدخال نظام الكمبيوتر.

ب) مؤشر عدد الشركات: يسمح هذا المؤشر بمعرفة عدد الشركات المقيدة في السوق المالية، والتي يتم التداول في الأوراق المالية التي تصدرها، وبالتالي فكلما كان هذا المؤشر مرتفعا كلما كان حجم السوق كبير والعكس صحيح. وتؤشر الزيادة في عدد الشركات المقيدة في السوق المالية على تطورها،

¹ - عباس كاظم جاسم الدعيمي، مرجع سابق، ص124.

ويكون هذا دالاً كذلك على زيادة النشاط الإقتصادي داخل البلد. ويكتمل الاستدلال الذي يعطيه هذا المؤشر بحساب مؤشر القيمة السوقية، حيث أنه قد يكون هناك عدد كبير من الشركات المقيدة في السوق المالية، غير أن قيمتها السوقية تكون صغيرة، وبالتالي لا تصحح المعلومة التي يعطيها مؤشر عدد الشركات ذات دلالة إقتصادية كبيرة.

ثالثاً: مؤشرات سيولة السوق

تعني سيولة السوق القدرة على شراء الأوراق المالية وبيعها في السوق الثانوية بسهولة، وهناك مؤشران لقياس سيولة السوق هما مؤشر حجم التداول ومؤشر معدل الدوران.

(أ) **مؤشر حجم التداول:** يقصد بحجم التداول قيمة ما يتم تداوله من أسهم وسندات بمختلف الأسعار خلال مدة زمنية عادة ماتكون سنة، ويقاس معدل التداول من خلال قسمة مجموع الأسهم المتداولة في السوق المالية على الناتج المحلي الإجمالي. ويقاس هنا مؤشر التداول لأسهم الشركات كنسبة من الناتج المحلي، وبالتالي فهو يعكس السيولة في الإقتصاد بصفة عامة. ويكمل هذا المؤشر مؤشر رسملة السوق، إذ يعكس هذا الأخير حجم السوق، فعلى الرغم من أن السوق قد تكون كبيرة إلا أن حجم التداول قد يكون صغيراً، ومن ثم يتعين استخدام المؤشرين معا وذلك للتمكن من الحصول على معلومات سليمة عن سوق الأوراق المالية المحلية.¹

(ب) **مؤشر معدل الدوران:** يقيس هذا المؤشر النسبة المئوية لتداول أسهم شركة معينة أو مجموعة شركات داخل قطاع واحد للتعرف على نشاط هذه الأسهم في السوق المالية خلال مدة زمنية معينة. ويمكن إستخراج معدل الدوران من خلال قسمة إجمالي الأسهم المتداولة على رسملة السوق (القيمة السوقية) خلال العام أو خلال مدة زمنية معينة كالاتي:²

$$\text{معدل دوران السهم} = \text{إجمالي الأسهم المتداولة (حجم التداول)} / \text{رسملة السوق (القيمة السوقية)}$$

ويستخدم هذا المؤشر في الغالب كمقياس لانخفاض تكلفة المعاملات، كما أنه يكمل مؤشر رسملة السوق في توضيح درجة نشاطه، إذ أنه من الممكن أن تكون هناك سوق كبيرة ولكنها غير نشيطة، إذا كانت رسملتها السوقية كبيرة ولكن معدل الدوران فيه منخفض.

¹ - Ross LEVINE and Sara ZERVOS: *Capital contrdiberalisation and stock development. The Policy Research Woring Paper, 1996, P04.*

² - عباس كاظم جاسم الدعيمي، مرجع سابق، ص124.

المبحث الثالث: ماهية مؤشرات أسعار الأسهم

يعتمد المستثمرون في سعيهم للتعرف على السير العام للسوق المالية على تحليل مؤشرات أسعار الأسهم المختلفة للسوق، سواء كانت مؤشرات عامة للسوق أو مؤشرات جزئية تضم عينة من أسهم شركات معينة، وسوف نتعرض في هذا المبحث إلى مفهوم هذه المؤشرات وكيفية بنائها وأهميتها وجودها بالنسبة للمستثمرين والسوق والإقتصاد ككل.

المطلب الأول: مفهوم مؤشرات أسعار الأسهم والشروط الواجب توفرها فيها

تحدد بيانات مؤشرات أسعار الأسهم المرادوية اليومية للأوراق المالية من خلال إبراز التقلبات اللحظية في أسعارها، ولذلك فمؤشرات أسعار الأسهم والتي تنشر يوميا في وسائل الإعلام المختلفة تعنى باهتمام كبير من طرف المستثمرين والإقتصاديين.

أولاً: مفهوم مؤشر أسعار الأسهم

يتعرف المستثمر على اتجاهات أسعار الأوراق المالية عن طريق ما يعرف بمؤشرات الأسهم وذلك من خلال وسائل الإعلام المختلفة والتي تهتم بالنواحي المالية. وتعتبر مؤشرات الأسهم عن اتجاهات أسعار الأسهم المتداولة في بورصة الأوراق المالية وذلك على أساس متوسط أسعار الأسهم المتداولة في البورصة في وقت معين، وهذه المؤشرات تتغير طوال اليوم طالما أن هناك عمليات بيع و شراء للأسهم في البورصة إلى أن ينتهي اليوم. وفي هذه الحالة، فإن آخر أسعار تصل إليها الأسهم تسمى أسعار الإقفال وهي نفسها أسعار التعامل في صباح اليوم التالي التي تسمى أسعار الإفتتاح.¹

ويقيس مؤشر أسعار الأوراق المالية مستوى الأسعار في السوق بالإستناد إلى عينة من أسهم الشركات التي يتم تداولها في أسواق الأوراق المالية، وغالبا ما يتم إختيار العينة بطريقة تتيح للمؤشر أن يعكس حالة سوق رأس المال المستهدف قياسه. ويوجد نوعين من المؤشرات، الأول: المؤشرات التي تقيس حالة السوق بصفة عامة مثل مؤشر "داوجونز" لمتوسط الصناعة و"مؤشر ستاندرد أندبور500"، وهناك مؤشرات قطاعية تقيس حالة السوق بالنسبة لقطاع معين مثل مؤشر ستاندرد أندبور لصناعة الخدمات العامة.²

وبالتالي فمؤشر أسهم السوق هو قيمة رقمية تقيس التغيرات الحادثة في سوق المال، ويتم تكوين المؤشر وتحديد قيمته في مرحلة أو فترة البداية، ثم يتم مقارنة قيمة المؤشر بعد ذلك عند أية نقطة زمنية، وبالتالي يمكن التعرف على تحركات السوق سواء إلى الأعلى أو إلى الأسفل، حيث يعكس المؤشر أسعار السوق واتجاهاتها. وهو بذلك يمثل مقياسا شاملا لاتجاه السوق، يعكس الإتجاه العام لتحركات أسعار الأسهم، لذلك يمثل مؤشر السوق مستوى مرجعيا للمستثمر عن سوق المال، أو لمجموعة معينة من الأسهم، وذلك إزاء الأداء الفردي

¹ - أمين عبد العزيز: الأسواق المالية . دار قباء الحديثة للطباعة والنشر والتوزيع، القاهرة 2007.ص132.

² - حسان خضرم: تحليل الأسواق المالية . المعهد العربي للتخطيط بالكويت: سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الأقطار العربية، العدد السابع والعشرون - مارس/ آذار 2004 - السنة الثالثة. ص7.

لسهم معين. وتستخدم مؤشرات السوق (مؤشرات أسعار الأسهم) كمعايير لأداء السوق سواء في الدول النامية أو المتقدمة، حيث يستخدم لكل سوق مؤشر وعدد من المؤشرات التقييمية.¹

ثانيا: الشروط الواجب توافرها في مؤشرات أسعار الأسهم

يوجد إختلاف في إعداد المؤشرات، والمؤشر الجيد هو الذي يتعد عن التحيز لذلك يشترط أن يمثل المجتمع ككل ونظرا لعدم تجانس وحدات أي مجتمع، لذلك فإذا لم يكن المؤشر يعبر عن مختلف وحدات هذا المجتمع فإنه لا قيمة له.² وعليه فإن تصميم أي مؤشر يتطلب وجود العديد من الشروط والخصائص ومن ذلك ما يلي:³

- (أ) **حجم العينة:** يلاحظ أن العينة من الناحية الإحصائية هي جزء من المجتمع موضوع الدراسة، وكلما كان حجم العينة كبيرا كلما أعطى بوضوح نتائج أدق عن المجتمع الذي تمثله.
- (ب) **أن تعبر عن المجتمع الذي سحبت منه:** يشترط في العينة أن تعبر عن مختلف فئات المجتمع وبمعنى آخر لا تقتصر العينة على أسهم الشركات الكبيرة فقط أو الشركات التي تنتمي إلى نفس الصناعة.
- (ج) **الترجيح:** بمعنى أن يعطي وزن ترجيحي لكل عنصر يدخل في العينة أي أن يتم ترجيح الورقة المالية في المؤشر أو الدليل كنسبة معينة بالمقارنة بالقيمة السوقية لأسهم الشركات المتداولة. وهذا يعني أن الترجيح بالقيمة السوقية يعكس الفرص الإستثمارية المتاحة في السوق، وإذا ما أُتبع أسلوب الوزن المتساوي في الدليل فهذا يعني احتمالية اختيار ورقة معينة بطريقة عشوائية.
- (د) **أن تكون وحدات القياس ملائمة:** أي يجب أن تكون وحدات المؤشر مناسبة، بمعنى أنه من السهل فهمه والتوصل من خلاله إلى إجابات ملائمة على الأسئلة المثارة.

المطلب الثاني: كيفية بناء مؤشرات أسعار الأسهم

يوجد العديد من الطرق والأساليب المستعملة لبناء مؤشرات الأسهم للسوق أو لقطاعات معينة داخل السوق، ومن أهم هذه الأساليب نذكر: المؤشرات المبنية على أساس القيمة، المؤشرات المبنية على أساس السعر، المؤشرات المبنية على أساس السعر النسبي، والمؤشرات المبنية على أساس الأوزان المتساوية.

أولا: المؤشرات المبنية على أساس القيمة

توجد العديد من المؤشرات العالمية التي يتم احتسابها على أساس القيمة، ومن أمثلة ذلك: مؤشر "ستاندرد آند بور 500"، المؤشر المركب لبورصة نيويورك (ASECI)، مؤشر الجمعية الدولية لنظام المتاجرة الآلي للأوراق

¹ - محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد: بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق. دار الجامعة، 2005. ص 251.

² - عبد الغفار حنفي: بورصة الأوراق المالية: أسهم - سندات - وثائق إستثمار - الخيارات. دار الجامعة الجديدة للنشر، 2003. ص 73.

³ - عبد الغفار حنفي: أساسيات الإستثمار في بورصة الأوراق المالية: أسهم - سندات - وثائق إستثمار - الخيارات. دار الجامعة طبع - نشر - توزيع، 2001. ص 78.

المالية (NASDAQ)، مؤشر "الفاينانشل تايمز FT-SE100"، ومؤشر بورصة طوكيو (TSE).¹ وفيما يلي سوف نتناول مثالا عن كيفية حساب المؤشرات المبنية على أساس القيمة:
لنفترض وجود ثلاثة أسهم تكون أسعارها وأحجام إصداراتها كما يلي:

عدد الأسهم المصدرة	سعر السهم	السهم
50000	20	A
30000	40	B
10000	60	C

وبالتالي تكون القيمة الإجمالية هي:

$$2800000 = 600000 + 1200000 + 100000 = 10000 \times 60 + 30000 \times 40 + 50000 \times 20$$

ويتم بناء قيمة المؤشر في البداية بقسمة القيمة الإجمالية على قيمة مبدئية للمؤشر، وهذا الرقم المبدئي يتم تحديده بطريقة إختيارية تكون عادة الرقم 10 أو مضاعفاته. فإذا افترضنا أن القيمة المبدئية هي 100، وأن أسعار الأسهم قد تغيرت وأصبحت كما يلي:

20 :A

45 :B

70 :C

وبالتالي فإن القيمة الجديدة هي:

$$3050000 = 700000 + 1350000 + 100000$$

$$108.92 = (100 / 2800000) / 3050000$$

$$\text{ومعنى ذلك أن المؤشر إرتفع بمعدل: } 100 / (100 - 108.92) = 8.92\%$$

وهذا الإرتفاع جاء نتيجة إرتفاع قيمة السهم B بنسبة 12.5%، وإرتفاع في سعر السهم C بنسبة 16.66% غير أن عدد الأسهم المصدرة من السهمين B و C هو أقل من العدد المصدر من السهم A، وبالتالي فإن إرتفاعا في هذا الأخير بقيمة أقل سوف يصاحبه إرتفاع أكبر في قيمة المؤشر.

ثانيا: المؤشرات المبنية على أساس السعر

ومن أهم المؤشرات العالمية المبنية على أساس السعر نجد مؤشر "الداوجونز".² ويمكن تبين كيفية بناء هذه المؤشرات من خلال المثال التالي:

لنفترض أن مؤشرا موزونا على أساس السعر لثلاثة أسهم كانت أسعارها في إحدى أيام التداول كما يلي:

السهم A : 20

السهم B : 40

¹ - محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد: بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق . مرجع سابق، ص253.

² - محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد: بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق . مرجع سابق، ص256.

السهم C : 80

وبالتالي فإن قيمة المؤشر في هذا اليوم هي: $(80+40+20) / 3 = 46.66$ ون.

إذا ارتفع سعر السهم A في اليوم الموالي بنسبة 20% وأصبح يساوي 24 ون، فإن قيمة المؤشر تصبح تساوي:

$$(80+40+24) / 3 = 48 \text{ ون. ويصبح معدل التغير هو } (48 - 46.66) / 46.66 = 2.87\%$$

وبالتالي فإن ارتفاع سعر السهم A بنسبة 20% أدى إلى ارتفاع المؤشر بنسبة 2.87% ، إلا أن ارتفاع سعر

السهم B أو C السهم بنفس القيمة يؤدي إلى ارتفاع أعلى في المؤشر. ومنه نستنتج أن المؤشرات المبنية على

أساس السعر هي مؤشرات متحيزة للأسهم ذات الأسعار المرتفعة.

ثالثاً: المؤشرات المبنية على أساس الأسعار النسبية

تقوم فكرة هذا المدخل على أساس تحديد السعر النسبي لكل سهم من الأسهم التي يتكون منها المؤشر،

حيث يمكن حساب السعر النسبي بقسمة سعر السهم اليوم (مثلاً) على سعر السهم بالأمس، يلي ذلك حساب

الوسط الهندسي للأسعار، ثم تحديد قيمة المؤشر، بضرب الوسط الهندسي للأسعار في أساس المؤشر.¹

ويمكن توضيح كيفية بناء هذا النوع من المؤشرات كما يلي:

لنفترض أن أسعار أربعة أسهم تستخدم في حساب مؤشر موزون على أساس الأسعار النسبية تظهر كما يلي:

السهم	السعر يوم 01/02	السعر يوم 01/03
A	10	12
B	20	25
C	30	28
D	40	45

يمكن حساب الأسعار النسبية كما يلي:

$$\text{السهم A : } 1.2 = 10 / 12$$

$$\text{السهم B : } 1.25 = 20 / 25$$

$$\text{السهم C : } 0.93 = 30 / 28$$

$$\text{السهم D : } 1.215 = 40 / 45$$

$$\text{والوسط الهندسي هو: } (1.2 \times 1.25 \times 0.93 \times 1.215)^{1/4} = 1.14$$

وإذا وضعت نقطة أساس للمؤشر بقيمة 1000، فإن قيمة المؤشر تصبح تساوي الوسط الهندسي مضروباً في

$$1140 = 1000 \times 1.14$$

رابعاً: المؤشرات المبنية على أساس الأوزان المتساوية

ويقوم هذا المدخل على افتراض أنه يجب استثمار مبالغ متساوية في الأسهم التي يتكون منها المؤشر عند

بداية تكوين المؤشر، وبالتالي يعزل هذا المؤشر فكرة التحيز للأسعار، وهو أحد العيوب التي تعاني منها المؤشرات

¹ - محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد: بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق. مرجع سابق، ص 260.

المبنية على أساس السعر، ومن ثم فإن التغيرات اللاحقة في قيمة المؤشر تعكس إتجاهها حقيقيا للتغيرات الحادثة في أسعار مجموعة الأسهم التي يتكون منها السوق.¹ ويمكن توضيح كيفية حساب هذا المؤشر من خلال المثال التالي:

لنفترض أن أسعار ثلاثة أسهم تستخدم في حساب مؤشر موزون على أساس الأوزان المتساوية كما يلي:

السهم A : 80

السهم B : 60

السهم C : 40

لحساب قيمة المؤشر يجب أولاً حساب الوزن النسبي لكل سهم كما يلي:

الوزن النسبي لأي سهم = السهم صاحب أصغر سعر / سعر السهم

ومنه فإن: الوزن النسبي للسهم C هو: $1 = 40/40$

الوزن النسبي للسهم A هو: $2/1 = 80/40$

الوزن النسبي للسهم B هو: $3/2 = 60/40$

تصبح قيمة المؤشر تساوي حاصل ضرب أسعار الأسهم في أوزانها النسبية.

قيمة المؤشر = $80(2/1) + 60(3/2) + 40(1) = 120 + 90 + 40 = 250$

فإذا ارتفع سعر السهم B بنسبة 10 % وأصبح 66 و. ن فإن قيمة المؤشر تصبح تساوي:

$80(2/1) + 66(3/2) + 40(1) = 120 + 99 + 40 = 259$

ومنه فإن معدل تغير المؤشر هو: $0.033 = 120 / (259 - 250) = 3.33\%$

مع العلم أن الوزن النسبي لا يتغير بتغير أسعار الأسهم.

المطلب الثالث: استخدامات وأهمية مؤشرات أسعار الأسهم

تحتل مؤشرات أسعار الأسهم أهمية بالغة لدى المستثمرين المحليين والأجانب، وتتبع هذه المكنة من الوظائف التي يمكن لها أن تؤديها باعتبارها تعبر عن حالة السوق المالية ككل أو عن قطاع معين، ومنه التعبير عن الحالة الاقتصادية العامة بالتبعية.

أولاً: استخدامات مؤشرات أسعار الأسهم

هناك العديد من الفوائد التي تتيحها مؤشرات أسعار الأسهم للمهتمين والمتعاملين في الأسواق المالية، ومن ذلك نذكر مايلي:

¹ - محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد: بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق. مرجع سابق، ص 262.

- تساعد في تلخيص حركة النشاط الإقتصادي عبر صورة كمية يسهل إستخدامها بشكل سريع، وبالتالي فالتعرف على الأداء الإقتصادي ممكن نسبيا من خلال تتبع تغيرات مؤشرات السوق؛¹
- إعطاء فكرة سريعة عن أداء المحفظة بحيث يمكن للمستثمر أن يكون فكرة سريعة عن التغير في عائد محفظة أوراقه المالية - إيجابا أو سلبا- بمجرد مقارنته بالتغير الذي طرأ على مؤشر أسعار الأسهم، وذلك دون الحاجة إلى متابعة أداء كل ورقة مالية على حدى، وبالطبع إذا كانت إستثماراته كلها في صناعة معينة لها مؤشر خاص بها، حينئذ يكون من الأفضل له متابعة ذلك المؤشر؛²
- تقدير مخاطر المحفظة، بحيث يمكن إستخدام المؤشرات لقياس المخاطر المنتظمة لمحفظة الأوراق المالية، أو ما يمكن أن يطلق عليه بالمخاطر ذات الصبغة العامة، وتقاس تلك المخاطر بمعامل الإنحدار بين معدل العائد على الإستثمار في المحفظة ومعدل العائد على محفظة السوق الذي يقاس بدوره بمعدل العائد المحسوب لأحد المؤشرات التي تقيس حالة السوق؛³
- ولا يقتصر إستخدام مؤشرات الأسهم على متابعة تحركات الأسعار في البورصات، بل يتعداه لاستخدامات أخرى، حيث يستخدم المحللون الفنيون مؤشرات الأسهم كوسيلة للتنبؤ بتغيرات إتجاهات السوق من صاعدة إلى هابطة أو العكس، وذلك عن طريق رسم منحنيات المعدلات المتحركة لهذه المؤشرات.⁴

ثانيا: أهمية مؤشرات أسعار الأسهم

- نتيجة للإستخدامات السابقة الذكر واستخدامات عديدة أخرى، فقد أصبحت مؤشرات أسعار الأسهم تعنى بأهمية بالغة في السوق المالية والإقتصاد ككل، ويمكن إظهار ذلك من خلال مايلي:⁵
- تمد المستثمرين بقاعدة عريضة من المعلومات الأساسية عن السوق، تشكل الأساس لقرارات الإستثمار وتحريك محافظ الأوراق المالية الخاصة وتحديد كفاءة مدير الإستثمار الذي يدير إستثماراتهم واتخاذ القرار بالإستثمار معه أم لا؛
 - التقييم الحقيقي للإستثمارات، من خلال عمليات المقارنة عن طرق سلاسل زمنية، ويمكن كذلك للمؤسسات تحديد العمليات التي يجب أن تتغير؛

1 - محمود محمد الداغر: الأسواق المالية: مؤسسات، أوراق، بورصات . دار الشروق للنشر والتوزيع، 2005. ص 299.

2 - منير إبراهيم الهندي، مرجع سابق، ص130.

3 - منير إبراهيم الهندي، مرجع سابق، ص 131.

4 - محمد عبد الجواد، علي إبراهيم الشديفات: الإستثمار في البورصة: أسهم- سندات- أوراق مالية . دار الحامد للنشر والتوزيع 2006. ص 136.

5 - أمين عبد العزيز، مرجع سابق، ص137.

- مساعدة المستثمرين على تغطية مخاطر إستثماراتهم، حيث يساعد المؤشر الواقعي للمستثمرين على تغطية مخاطر إستثماراتهم، ويلخص الأداء المتكامل للبورصة سواء للأوراق المالية أو عقود المستقبلات أو عقود الخيارات أو عمليات المضاربة. فالمؤشر في تلك الأسواق يعكس إختيار السوق ويلخص المعلومات المهمة التي يرغب في معرفتها المتعاملون سواء مستثمرين أو خبراء؛
- يعتبر المؤشر إنذارا مبكرا للدولة والمؤسسات المالية والذي من خلاله تتخذ قرارات وإجراءات مالية واقتصادية قابلة لتصحيح مسار التعامل في السوق المالية للحد من حالات الكساد أو التضخم أو الإنهيار المالي للسوق المتوقع، وكذلك الحد من حالات الإفلاس المالي للشركات والمستثمرين في الأوراق المالية.

المبحث الرابع: كفاءة السوق المالية وعلاقتها بمؤشرات أسعار الأسهم

تعد المعلومة من أهم المقومات والأسس التي يستند عليها قرار الإستثمار في الأسواق المالية. وتعكس كمية المعلومات ومصادقيتها مدى تطور وتعدد أنظمة الإفصاح لدى المتعاملين الإقتصاديين، كما تعكس سرعة ودرجة تأثير المعلومة على اتجاهات أسعار الأوراق المالية مدى كفاءة السوق المالية. وفي هذا المبحث سنتطرق إلى معالجة موضوع كفاءة السوق المالية من خلال التعرف على مفهومها ومتطلباتها وصيغها.

المطلب الأول: المعلومة ونموذج كفاءة السوق المالية

يعنى عنصر كفاءة السوق المالية بأهمية بالغة عند دراسة الأسواق المالية ، على اعتبار أنها تربط بين المعلومات المتدفقة للسوق وتصرفات المتعاملين فيها. ومع تزايد دور المعلومات في الإقتصاد وتعدد طرق وقنوات الحصول عليها، فقد أصبحت الكفاءة تشكل متغيراً مؤثراً على قرارات المستثمرين. وسنحاول من خلال هذا المطلب التعرف على مفهوم المعلومة أولاً، ثم التطرق إلى مفهوم كفاءة السوق المالية ومتطلباتها.

أولاً: مفهوم المعلومة

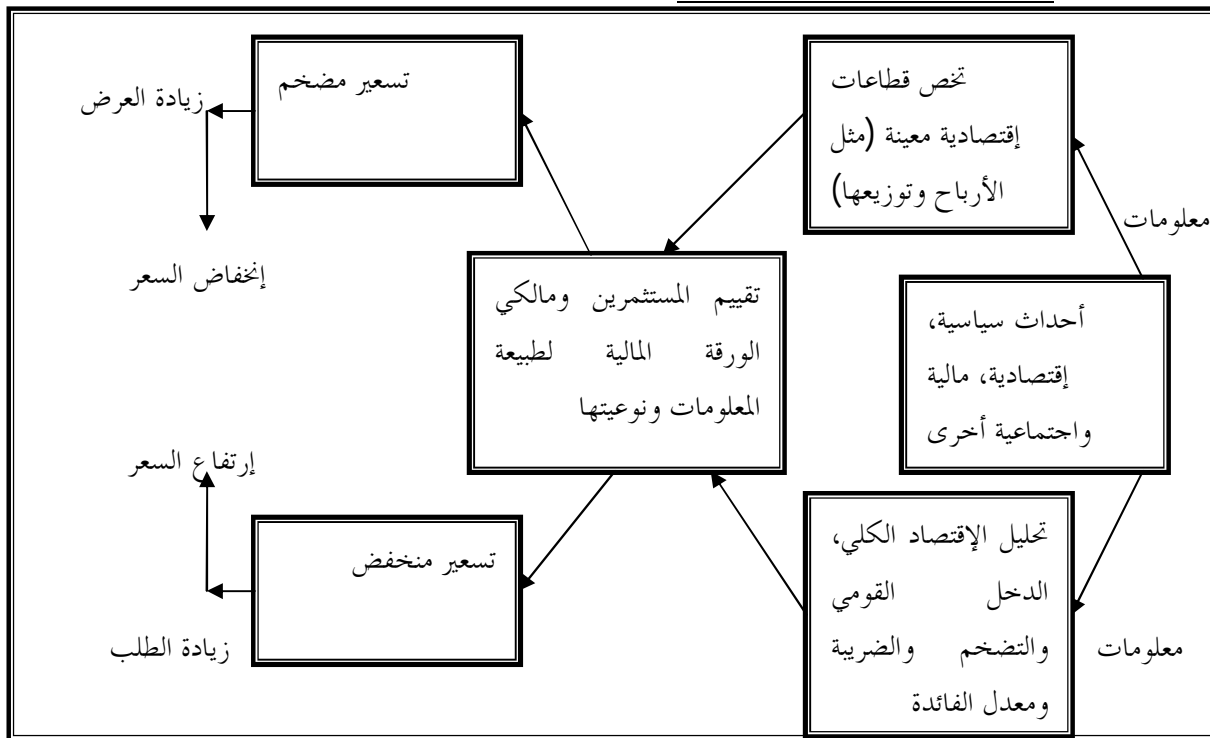
تعد المعلومات من أهم الأركان المساعدة على نجاح وتطور بورصات الأوراق المالية، فهي تمثل المحرك الأساسي لتوجيه المدخرات نحو الفرص الإستثمارية، وتحقيق التخصيص الكفء للموارد. فالمعلومات عبارة عن بيانات تنظم بشكل يعطي لها معنى وقيمة لصالح المستفيد، الذي يقوم بدوره بتفسيرها وتحديد مضامينها من أجل إتخدامها في صياغة القرارات. وفي هذا الإطار فإن المعلومات تستخدم من قبل المستثمرين والمتعاملين في سوق رأس المال في صياغة القرارات الإستثمارية، لاسيما على صعيد الإستثمار بالأوراق المالية.¹

تتبعكس أهمية المعلومات (مالية واقتصادية) على ثقة المستثمرين والمتعاملين بكفاءة بورصة الأوراق المالية، ودرجة هذه الثقة تتحدد بنوعية وكمية المعلومات المتاحة لعموم المستثمرين بكلفة أرخص ومنفعة أعلى، بشرط أن تعكس هذه المعلومات مؤشرات حقيقية عن واقع الجهات المصدرة للورقة المالية وظروف سوق تداولها، إضافة إلى الوضع الإقتصادي العام في البلد المعني.

إن ترويج المعلومات ذات العلاقة بمناخ البورصة وظروفها، يجنب المتعاملين في السوق التسعير الخاطيء للورقة المالية، مع إيضاح مستقبل أداء الإستثمارات. والشكل التالي يوضح أهمية المعلومات ومدى انعكاسها على سلوك المستثمرين وحملة الأوراق المالية.

¹ - أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، مرجع سابق، ص132.

الشكل 2-2: المعلومات وآلية تسعير الورقة المالية



المصدر: أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، مرجع سابق، ص 133.

يتضح من الشكل أن دراية المستثمر وحملة الأوراق المالية بظروف سوق رأس المال (بورصة الأوراق المالية) والبيئة الإقتصادية العامة، يساهم في تحديد دقيق لتوقعاتهم. بمستقبل الإستثمارات، والعوائد المتوقع إستيلاهما. فإذا كان التشاؤم يسيطر على التوقعات، طبقا للمعلومات المستلمة، فإن الأسعار المطروحة في السوق وفي لحظة زمنية معينة لا تعكس جدوى الإستثمار بالأوراق المالية، مما يدفع المتعاملين لعرض كميات كبيرة محاولة منهم للحد من الخسائر المحتملة، الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض الأسعار. أما إذا كانت التوقعات تشير إلى تفاؤل المستثمرين. بمستقبل الإستثمارات وعوائدها، وفقا لطبيعة المعلومات المستلمة سواء المتعلقة بالإقتصاد ككل أو على مستوى القطاع، أو بالشركة المصدرة للورقة المالية، فإن الأسعار المطروحة في السوق تعتبر منخفضة من وجهة نظر المتعاملين، أي لا تعكس القيمة الحقيقية للورقة المتوقع إستيلاهما مستقبلا. وتجدر الإشارة هنا إلى أنه بالرغم من أهمية المعلومات ودورها، فإنه لا يجب إستبعاد سلوك المستثمر الذي تحكمه عوامل شخصية تعكس رغباته وميوله في تفسير المعلومات لتعبير عن طموحات ومخاوف تجاه تحركات الأسعار مستقبلا.

وعلى هذا الأساس فإن سعر السهم في السوق يمثل القيمة النقدية عند لحظة زمنية محددة كانعكاس لعوامل العرض والطلب وسلوك المستثمر تجاه ظروف السوق (التشاؤم والتفاؤل)، ليكون هذا السعر مرغوب دفعه من قبل المستثمرين والمتعاملين في السوق، ومعبرا عن مدى تحسسهم لمخاطر الورقة المالية لاسيما في الأجل الطويل.

ثانياً: مفهوم كفاءة السوق المالية

تعد نظرية كفاءة الأسواق المالية نظرية مقبولة من طرف المستثمرين المحترفين، وحسب هذه النظرية، فإن المنافسة بين المستثمرين وأسعار الأسهم ترتبط مباشرة بالمعلومات التي يعتمدون عليها في تقييم الأسهم.¹ ويشير مفهوم كفاءة السوق إلى تلك الدرجة التي تعكس فيها أسعار الأسهم على وجه السرعة المعلومات الحالية في موقع السوق، الأمر الذي يقود إلى تحركات في أسعار الأسهم لأعلى أو لأسفل حسب ما إذا كانت هذه المعلومات سارة أو غير سارة. وغالبا ما تتمثل هذه المعلومات في القوائم المالية أو المعلومات التي تبثها وسائل الإعلام، أو السجلات التاريخية لأسعار الأسهم، أو تحليلات وتقارير حول الحالة الاقتصادية العامة أو الحالة الاقتصادية عن أداء المنشأة.²

ونقول عن سوق أنها كفاءة إذا كانت أسعار الأسهم تمثل أفضل التقديرات للقيمة السوقية لشركة معينة، وبعبارة أخرى فإن الأسعار تعكس بدقة المعلومات المتخذة في تقييم الشركة.³ وفي السوق الكفاءة يظهر ما يسمى بـ "السعر العادل للورقة المالية"، والذي يعكس القيمة الخورية لها، حيث تكون القيمة السوقية معادلة للقيمة الحالية للمكاسب المتوقعة والتي بدورها تكفي لتعويض المستثمر عما ينطوي عليه الإستثمار في الورقة المالية من مخاطر. وينطوي مفهوم الكفاءة بالشكل السابق على ضرورة توافر كافة البيانات والمعلومات المتاحة لجميع المستثمرين وفي نفس الوقت، ولكن هذا لا يعني تماثل تقديرات المتعاملين فيما يتعلق بالمكاسب المتوقعة ومستوى المخاطرة، ذلك أن سوق الأوراق المالية يتضمن أنواعا مختلفة من المستثمرين تتباين درجة معرفتهم وخبراتهم في تعاملات أسواق رأس المال.⁴ في ظل السوق الحرة التنافسية، فإن أسعار الأوراق المالية يجب أن تعكس المعلومات المتاحة، وأن تلك الأسعار يتم تعديلها بصورة سريعة في حالة ظهور معلومات جديدة، وفي ظل التغيرات المستمرة في أسعار الأوراق المالية في السوق الكفاءة إستجابة لورود معلومات جديدة من الممكن أن تختلف الأسعار التي يتوقعها المستثمرون عن الأسعار السوقية ويسمى ذلك بخطأ التنبؤ في التقدير.⁵ ويعطى النموذج العام لكفاءة السوق المالية كما يلي:⁶

¹ - *Christin HURSON, Constantin ZOPOUNIDIS : Gestion de portefeuille et analyse multicritère. Editon ECONOMICA, 1997. P13.*

² - *الغرفة الصناعية والتجارية بالرياض، قطاع البحوث ومنتدى الرياض الإقتصادي، إعداد مركز البحوث والدراسات: إستكشاف مدى كفاءة سوق الأسهم المحلية ودوره في دعم النمو الإقتصادي . ورقة عمل مقدمة إلى اللقاء السنوي الخامس عشر لجمعية الإقتصاد السعودية بعنوان "السوق المالية السعودية: الواقع والمأمول"، رمضان 1426. ص6.*

³ - *C.A. VAILHEN : Evaluation de l'entreprise et cout du capital. Librairie Vuibert, 1981. P92.*

⁴ - *صلاح الدين حسن السيسي: الأسواق المالية: الأزمات المالية العالمية (الأسباب، التداعيات، سبل المواجهة) في ظل منظمة التجارة العالمية . دار الفكر العربي، 2008. ص164.*

⁵ - *عاطف وليم أندراوس: السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق . مؤسسة شباب الجامعة. ص56.*

⁶ - *Robert COBBAUT: Theorie financière. Edition ECONOMICA, 3^{ème} edition, 1994. P264.*

$$P_{i,t} = \alpha_i \times E(P_{i,t} / Q_{t-1}) + \beta_i Z_{i,t} + \varepsilon_{i,t} \dots\dots\dots (1-2)$$

حيث: $P_{i,t}$: سعر الورقة المالية i في الزمن t .

Q_t : مجموعة المعلومات المتوفرة في الزمن t .

$Z_{i,t}$: شعاع الأسس المعترف كمحددات لـ P_i .

$\varepsilon_{i,t}$: الخطأ العشوائي الذي يمثل تأثير العوامل الخارجية على P_i .

وهذا النموذج يأخذ شكله المبسط عندما يكون: $\alpha_i = 1$ و $\beta_i = 0$ ، و Q_{t-1} تمثل السلسلة الزمنية لأسعار الورقة المالية i . وبالتالي تكتب المعادلة السابقة كما يلي:

$$E(P_{i,t} / Q_{t-1}) = P_{i,t-1} \dots\dots\dots (2-2)$$

وتشير كفاءة السوق المالية إلى العديد من الأبعاد المترابطة فيما بينها، غير أن أهم بعدين للكفاءة هما: الكفاءة المعلوماتية، وعقلانية تصرفات وتوقعات المتعاملين. ويرجع هذا إلى أن الكفاءة المعلوماتية تعتبر عمودا مهما وحجر الزاوية في النظرية المالية الحديثة، ومن جهة أخرى فإن العقلانية تعتبر مفهوما لا يمكن الإستغناء عليه في النظرية الإقتصادية.¹

ويرتبط مؤشر أسعار الأسهم إرتباطا وثيقا بكفاءة السوق المالية، ويرجع هذا إلى أن تأثر أسعار الأسهم المكونة للمؤشر بالمعلومات الواردة إلى السوق سلبا أو إيجابا يؤثر مباشرة على قيمة المؤشر بالإخفاض أو بالإرتفاع، وبالتالي فما ينطبق على الأوراق المالية في علاقتها بالكفاءة، ينطبق بالضرورة على مؤشر أسعار الأسهم.

ثالثا: متطلبات كفاءة السوق المالية

إن السوق الكفاءة هي السوق التي تحقق تخصيصا كفاءاً للموارد المتاحة بما يضمن توجيه تلك الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية، ولكي تحقق السوق هذا الهدف المنشود ينبغي أن يتوافر فيه سمتين أساسيتين هما: كفاءة التسعير وكفاءة التشغيل.

(أ) **كفاءة التسعير:** يطلق على كفاءة التسعير "الكفاءة الخارجية"، ويقصد بها أن المعلومات الجديدة تصل إلى المتعاملين في السوق بسرعة - دون فاصل زمني كبير - بما يجعل أسعار الأسهم مرآة تعكس كافة المعلومات المتاحة، ليس هذا فقط بل أن المعلومات تصل إلى المتعاملين دون أن يتكبدوا في سبيلها تكاليف باهضة، بما يعني أن الفرصة متاحة للجميع للحصول على تلك المعلومات. وبهذا يصبح التعامل في تلك السوق بمثابة مباراة أو لعبة عادلة، فالجميع لديهم نفس الفرصة لتحقيق الأرباح، إلا أنه يصعب على أي منهم أن يحقق أرباحا غير عادية على حساب الآخرين.²

¹ - Valérie MIGNON : *Marchés financiers et modélisation des rentabilités boursières.* Edition ECONOMICA, Paris, 1998. P8.

² - منير إبراهيم الهندي: الأوراق المالية وأسواق رأس المال. توزيع منشأة المعارف بالإسكندرية، 2002. ص501.

(ب) **كفاءة التشغيل:** وتسمى "الكفاءة الداخلية"، وتعني قدرة السوق على خلق توازن بين العرض والطلب، دون أن يتكبد المتعاملون فيه تكلفة عالية للسمسة، ودون أن يتاح للتجار والمتخصصين (أي صناع السوق) فرصة لتحقيق مدى أو هامش ربح فعال فيه، وكما يبدو فإن كفاءة التسعير تعتمد إلى حد كبير على كفاءة التشغيل.¹ وينبغي أن تكون التكاليف التي يتكبدتها المستثمرون لإتمام الصفقة عند حدها الأدنى، مما يشجعهم على بذل الجهد للحصول على المعلومات الجديدة، وتحليلها مهما كان حجم التأثير الذي تحدثه تلك المعلومات على السعر الذي تباع به الورقة. وبالطبع لو كانت تكلفة المعاملات مرتفعة قد يكون العائد من وراء البحث عن المعلومات الجديدة ضئيلاً ولا يكفي لتغطية تلك التكاليف.²

المطلب الثاني: أنواع وصيغ كفاءة السوق المالية

تختلف الأسواق المالية بين بعضها البعض في درجة كفاءتها وقدرتها على استيعاب المعلومات المتدفقة إليها، ونتيجة لأهمية تحديد كفاءة أي سوق مالية بالنسبة للمستثمرين وللاقتصاد ككل، فقد فرّق الاقتصاديون بين نوعين من كفاءة السوق المالية وثلاثة صيغ يمكن أن تتخذها الكفاءة.

أولاً: أنواع كفاءة السوق المالية

يتم التمييز بين نوعين من كفاءة السوق المالية هما: الكفاءة الكاملة، والكفاءة الاقتصادية.

(أ) **الكفاءة الكاملة:** يمكن القول بأن السوق الكفءة هي تلك السوق التي لا يوجد فيها فاصل زمني بين تحليل المعلومات الجديدة الواردة إلى السوق، وبين الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر السهم، وهو ما يضمن تغييراً فورياً في السعر بما يعكس ما تحمله تلك المعلومات من أبناء. هذا بالطبع يحمل في طياته عدم وجود فاصل زمني بين حصول مستثمر وآخر على تلك المعلومات، ومن ثم لن تتاح لأي منهم فرصة لا تتاح لغيره، وهذا المفهوم لكفاءة السوق يطلق عليه "الكفاءة الكاملة".³ وتتحقق عندما تتوافر مجموعة من الشروط أهمها:⁴

- عدم وجود قيود على التعامل، حيث يستطيع المستثمر بيع أو شراء أية كمية من الأسهم مهما صغر حجمها بسهولة ويسر نسبياً مما يعني قابلية الأسهم للتجزئة؛
- توافر معلومات كاملة عن الأوراق المالية الموجودة في السوق لجميع المتعاملين، وبدون تكاليف إضافية، وبما يسمح بأن تكون توقعات جميع المتعاملين متماثلة؛

¹ - عصام حسن: أسواق الأوراق المالية . دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2002. ص33.

² - منير إبراهيم الهندي: الأوراق المالية وأسواق رأس المال. مرجع السابق، ص502.

³ - منير إبراهيم الهندي: الأوراق المالية وأسواق رأس المال. مرجع السابق، ص 494.

⁴ - صلاح الدين حسن السيسى، مرجع سابق، ص165.

- وجود عدد كبير جدا من المتعاملين بحيث لا يؤثر تصرف أي منهم على حركة الأسعار في السوق، وبالتالي يقبل كل منهم السعر كأمر مسلم به؛
- تمتع المتعاملين في السوق بالرشد الإقتصادي، وبالتالي سوف يسعى كل منهم إلى تعظيم منفعته الخاصة.

غير أن مثل هذه الشروط اللازمة لتحقيق الكفاءة الكاملة لا تتجسد في الواقع العملي، فهناك بعض القيود التي تضعها التشريعات والتنظيمات، وهناك تكاليف المعاملات،... إلخ، وهذا يؤدي إلى حدوث إختلاف بين القيمة السوقية للورقة المالية والقيمة الحقيقية لها، وهذا الأمر هو الشائع مهما بلغت درجة تقدم وتطور الأسواق المالية.

ب) **الكفاءة الإقتصادية:** وتستند إلى فرضية السعي المستمر للمستثمر في تعظيم منفعته الخاصة، وبالتالي يظل في سباق مع المتعاملين الآخرين للحصول على البيانات والمعلومات التي تساعده في تحقيق هذا الهدف.¹ وفي ظل الكفاءة الإقتصادية للسوق فإنه يُتوقع أن يمضي بعض الوقت منذ وصول المعلومات إلى السوق حتى تبدو آثارها على أسعار الأسهم، مما يعني أن القيمة السوقية للسهم قد تبقى أعلى أو أقل من قيمته الحقيقية لفترة من الوقت على الأقل. ولكن بسبب تكلفة المعاملات والضرائب وغيرها من تكاليف الإستثمار لن يكون الفارق بين القيمتين كبيرا إلى درجة أن يحقق المستثمر من ورائها أرباحا غير عادية على المدى الطويل.²

ثانيا: صيغ كفاءة السوق المالية

لقد فرق "فاما FAMA" بين ثلاثة صيغ لفرضية كفاءة السوق المالية، وهي: الصيغة الضعيفة للكفاءة، الصيغة المتوسطة، والصيغة القوية.

أ) **الصيغة الضعيفة:** بموجب هذه الصيغة، فإن المعلومات التي تعكسها الأسعار السوقية للأسهم، هي عبارة عن معلومات تاريخية متعلقة بتحركات الأسعار وأحجام التداول السابقة، وعليه فإن المعلومات التي أدت إلى ارتفاع سعر سهم ما في الفترة السابقة ليست ذات جدوى وأهمية في التنبؤ بالسعر مستقبلا، ويعود السبب في ذلك إلى أن كافة المتعاملين قد حصلوا على هذه المعلومات التي انعكست بأسعار اليوم. وفي ضوء تلك السوق تكون التحركات في أسعار الأسهم أو العوائد مستقبلا مستقلة بشكل كامل عن التغيرات التي طرأت في تلك الأسعار أو العوائد الماضية، وبعبارة أخرى فإن التغيرات المتتالية في الأسعار مستقلة تماما عن بعضها البعض، وهذا يعني غياب الأنماط الدورية ذات الأهمية التنبؤية بالأسعار المستقبلية.³

¹ - صلاح الدين حسن السيسي، مرجع سابق، ص 166.

² - عصام حسن، مرجع سابق، ص 32.

³ - أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، مرجع سابق، ص 142.

ويتضح مما تقدم أن المشتركين في ظل إفتراضات هذه الصيغة يستجيبون للمعلومات والأحداث الإقتصادية الجديدة فقط، وتنعكس هذه الإستجابة في أسعار الأسهم المستقبلية، وعليه فإنه لا يمكن للمضاربين أن يحققوا أرباحا غير عادية عند الإعتماد على تحليل المعلومات التاريخية لأسعار الأسهم.

ب) **الصيغة المتوسطة القوة:** يفترض الشكل المتوسط القوة بأن أسعار الأوراق المالية لا تعكس فقط المعلومات التاريخية الخاصة بأسعار الأسهم في الماضي، بل تعكس أيضا المعلومات المنشورة والمتاحة للجمهور سواء كانت معلومات خاصة بالإقتصاد ككل أو بالصناعة أو بالوحدة الإقتصادية نفسها، وبصفة خاصة البيانات الواردة في القوائم والتقارير المالية. وفي ظل هذا الفرض سوف تستجيب الأسعار لورود المعلومات الجديدة إلى السوق. وكلما زادت سرعة إستجابة السوق كلما كان ذلك دليلا على الكفاءة، وبالتالي فإن المستثمر لن يستطيع أن يحقق أية عوائد غير عادية كنتيجة لدراسة وتحليل هذه المعلومات وهو ما يعرف بالتحليل الأساسي.¹

وقد اختلفت الدراسات في اختبارها لفرض السوق متوسطة الكفاءة، حيث أثبت بعضها سرعة إستجابة أسعار الأسهم للمعلومات المالية بما لا يتيح فرصة لأي مستثمر أن يحقق عائدا متميزا على حساب الآخرين، مما يعتبر تأييدا لهذا الفرض، فيما كشفت دراسات أخرى أن هناك فاصلا زمنيا يعطي فرصة لتحليل المعلومات الواردة للسوق وتحقيق أرباح غير عادية مما يعني رفض صيغة الفرض المتوسط القوة.

ج) **الصيغة القوية:** وفقا لهذا الشكل من فروض السوق الكفاءة فإن أسعار الأسهم تعكس جميع المعلومات المتاحة العامة إلى جانب المعلومات الخاصة بفتة معينة مثل أعضاء إدارة الوحدة الإقتصادية. أي أن الأسعار الحالية للأوراق المالية تعكس كل ما يمكن معرفته عن المنشأة، وبالتالي فلن يستطيع أي مستثمر حتى ولو امتلك خبرة ومهارة فائقة في التحليل أن يحصل على إيرادات غير عادية.² ويتطلب اختبار فرضية الكفاءة القوية للسوق تحديد ما إذا كانت مبادئ فرضية الكفاءة محققة بالأخذ بعين الإعتبار مجموعة المعلومات المستعملة من طرف مستثمرين معينين والتي تعتبر معلومات خاصة.³

وبالرغم من أن هناك العديد من الدراسات التي أحرقت لفحص واختبار هذه الصيغة إلا أن نتائجها أشارت إلى صعوبة التحقق من كفاءة السوق بالصيغة القوية، حتى في ظل مفهوم الكفاءة الإقتصادية. ويعود السبب في ذلك إلى وجود صعوبة في تحديد من يمتلك معلومات خاصة، حيث أن هذه المعلومات تصبح عامة إذا علم أنها موجودة لدى أحد المتعاملين.⁴

¹ - محمد صالح الحناوي، إبراهيم سلطان، جلال العبد: تحليل وتقييم الأوراق المالية . الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002/2001. ص128.

² - محمد صالح الحناوي، إبراهيم سلطان، جلال العبد، نفس المرجع السابق، ص129.

³ - Robert COBBAUT, OP-CIT, P270.

⁴ - أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، مرجع سابق، ص 144.

خلاصة الفصل الثاني:

تعكس تغيرات مؤشرات أسعار الأسهم تذبذب قيم الشركات في السوق المالية، وعلى اعتبار أن السوق تعبر حالتها عن حالة الإقتصاد ككل، فتصبح بالتالي مؤشرات أسعار الأسهم ذات دلالة إقتصادية كبيرة، ومدخلا هاما من مداخل تحليل الأوضاع الإقتصادية في أية دولة. ولذلك نجد أن المستثمرين والمتعاملين يعتمدون في قراءاتهم للتغيرات الإقتصادية الدولية على تحليل تغيرات هذه المؤشرات في البورصات العالمية الكبرى، وعلى أساس الدلائل التي تعطيها يتم إتخاذ القرار بالإستثمار من عدمه. بالإضافة إلى هذا، نجد أن معظم الإقتصاديين يعتمدون إلى استخدام قيم هذه المؤشرات في تحليل الأوضاع الإقتصادية الحالية والتنبؤ باتجاهاتها مستقبلا.

ومن خلال المفهوم العام لمؤشرات أسعار الأسهم في هذا الفصل، إستطعنا أن نخرج بالعديد من النتائج، نوجزها في النقاط التالية:

- تعتبر الأسواق المالية مكانا يتم فيه تداول الأموال والقوة الشرائية بين المتعاملين الإقتصاديين باستعمال وسائل مختلفة لنقل هذه القوة من أصحاب الفائض إلى أصحاب العجز في التمويل، مما يعطي لها دورا فاعلا في النظام المالي والإقتصادي ككل؛
- يتم تحليل الإستثمار في الأسواق المالية باستخدام مدخلين رئيسيين هما التحليل الفني والتحليل الأساسي، بالإضافة إلى استخدام العديد من المؤشرات التي تعطي بوضوح درجة تطور وفعالية السوق؛
- تمثل مؤشرات أسعار الأسهم قيما مختلفة يتم من خلال قراءتها ومقارنتها مع قيمها التاريخية التعرف على تطور أسعار مجموعة من أسهم شركات معينة تنتمي إلى قطاع واحد أو قطاعات مختلفة؛
- تعبر كفاءة السوق المالية عن مدى وسرعة إستجابة الأسواق المالية للتغيرات الحاصلة في المحيط الإقتصادي والأخبار الواردة منه، وتمثل بذلك عنصرا مهما في تحليل الأسواق المالية واتخاذ قرارات الإستثمار فيها، نتيجة لتأثيرها المباشر على قيم مؤشرات الأسعار في البورصة وعلاقتها المباشرة بها.

الفصل الثالث الفصل الثالث

ترتيبات أسعار الصرف وطبيعة وخصائص الأسواق المالية
ترتيبات أسعار الصرف وطبيعة وخصائص الأسواق المالية

في الدول المتقدمة وفي الدول الناشئة والعربية
في الدول المتقدمة وفي الدول الناشئة والعربية

تمهيد:

تعتبر الأسواق المالية في أية دولة بشكل كبير عن طبيعة الإقتصاد وخصائص الهياكل المكونة له، ونتيجة لأن الإقتصاديات المتقدمة تختلف بشكل جلي عن الإقتصاديات الناشئة والعربية من حيث البنية الهيكلية وخصائص أنشطة الإنتاج والتبادل، فإن هذا سوف يؤدي بالضرورة إلى وجود إختلاف بين الأسواق المالية في الدول المتقدمة والأسواق المالية في الدول الأخرى.

بالإضافة إلى هذا فإن نجاح أية سياسة إقتصادية في الوصول إلى أهدافها يتحدد بمدى ملاءمة هذه السياسة للأوضاع والهياكل الإقتصادية داخل الدولة، وبالتالي فإن اعتماد ترتيبات محددة في مجال سياسة إقتصادية معينة، يرتبط بشكل كبير بالطبيعة الهيكلية للإقتصاد، وهذا ما يجعل ترتيبات أسعار الصرف المطبقة في الدول المتقدمة تختلف عن نظيرتها المطبقة في الدول الناشئة والعربية.

ونهتم في دراستنا هذه من خلال هذا الفصل بإظهار الإختلافات بين الدول المتقدمة والدول الناشئة والعربية فيما يتعلق بطبيعة ترتيبات أسعار الصرف المعتمدة وخصائص الأسواق المالية، في كل مجموعة من الدول. ولذلك جاءت خطة هذا الفصل مقسمة إلى أربعة مباحث كالتالي:

المبحث الأول: ترتيبات أسعار الصرف المعتمدة في الدول المتقدمة

المبحث الثاني: ترتيبات أسعار الصرف المعتمدة في الدول الناشئة والعربية

المبحث الثالث: مميزات وخصائص الأسواق المالية في الدول المتقدمة

المبحث الرابع: مميزات وخصائص الأسواق المالية في الدول الناشئة والعربية

المبحث الأول: ترتيبات أسعار الصرف المعتمدة في الدول المتقدمة

عرف تاريخ الفكر الإقتصادي عدة أنظمة نقدية تداولت عبر مراحلها المختلفة، وكل نظام له خصائصه التي تميزه عن الأنظمة الأخرى. وقد كانت الدول القوية والفاعلة في الإقتصاد العالمي آنذاك تتبنى أنظمة وسياسات صرف معينة تتوافق وطبيعة النظام النقدي السائد وشروطه. وسنحاول في هذا المبحث التعرف على مختلف الترتيبات المتعلقة بأسعار الصرف التي تبنتها الدول المتقدمة خلال مرحلتي ما قبل سنة 1944 وما بعد هذه السنة.

المطلب الأول: ترتيبات أسعار الصرف التي تبنتها الدول المتقدمة قبل سنة 1944

تميزت هذه المرحلة بالإعتماد على الذهب في بناء النظام النقدي العالمي وتحديد أسعار صرف العملات بالنسبة لبعضها البعض. كما تميزت بوقوع الحربين العالميتين الأولى والثانية، واللذان كان لهما الأثر الكبير على النظام الإقتصادي العالمي وموازن القوى فيه، وقد اتبعت الدول المتقدمة آنذاك المتمثلة أساسا في الولايات المتحدة الأمريكية ودول أوروبا الغربية أنظمة صرف تختلف على حسب البيئة الإقتصادية والنقدية الدولية.

أولا: ترتيبات أسعار الصرف في الدول المتقدمة قبل بداية الحرب العالمية الأولى

لقد ساد في هذه الفترة نظام تثبيت سعر صرف العملات بالنسبة للذهب في إطار ما يعرف بنظام قاعدة الذهب، وقد بدأ العمل به فعليا سنة 1850 في أوروبا والولايات المتحدة الأمريكية بدون أية إتفاقية دولية، في الوقت الذي كانت فيه المبادلات الدولية وتحركات رؤوس الأموال متطورة.¹

وتمثلت قواعد هذا النظام أساسا في التزام حكومات الدول بتحديد قيمة ثابتة لعمليتها الورقية بالنسبة لوزن معين من الذهب مع الإلتزام بتحويل مايقدم إليها من عملات ورقية إلى ذهب عند المستوى السابق تحديده، هذا بالإضافة إلى ترك الحرية للأفراد في تصدير واستيراد الذهب بدون قيود. فإذا التزمت كل الدول بهذه القواعد، فإن هذا من شأنه أن يؤدي إلى تحقيق ميزة هامة وهي استقرار وثبات أسعار صرف عملات مختلف الدول. وترتب على اتباع قاعدة الذهب، ربط حجم الإصدار المحلي في كل دولة من العملات الورقية بما يطرأ على موجوداتها الفعلية من الذهب، ويتأثر رصيد الدولة من الذهب بمقدار العجز أو الفائض المحقق في ميزان المدفوعات.²

وقد كانت بريطانيا أول من تبنت نظام قاعدة الذهب سنة 1816، ولكن لم يطبق رسميا، إلا في سنة 1844، وقد حدد وزن الجنيه بـ 7.322 غ من الذهب. وكانت كل أشكال النقود قابلة للتبديل بالذهب بضمان هيئة الإصدار، وكانت عملية خلق النقود مقيدة، غير أن الأوراق النقدية كانت تتمتع بثقة كبيرة من قبل المتعاملين.³

¹ - Martine PEYARD.MOULARD, OP-CIT, P65.

² - هزاع مفلح، مرجع سابق، ص51.

³ - Martine PEYARD.MOULARD, OP-CIT, P65.

وقد تبنت الدول الأوروبية نظاما مزدوجا بالذهب والفضة أو ما يعرف بنظام المعدنين، والذي ينص على وجود عملتين قابلتين للتداول والإستعمال في تسوية المعاملات بين المتعاملين. غير أن هذا النظام صعب التطبيق في الواقع، نتيجة أن المتعاملين سوف يلجؤون إلى الاحتفاظ بالعملة القوية واكتنازها، والإبقاء على العملة الضعيفة كوسيلة دفع وحيدة، وهو ما يعرف بقانون "جريشام" الذي ينص على أن العملة الرديئة تطرد العملة القوية من التداول. ناهيك عن عدم قدرة معظم الدول على الحفاظ على سعر ثابت بين الذهب والفضة. ونتيجة لهذه الصعوبة في تطبيق نظام المعدنين، فقد أنشأت أربعة دول أوروبية هي: فرنسا، إيطاليا، سويسرا، وبلجيكا سنة 1865 "الإتحاد النقدي اللاتيني" بهدف الدفاع والإبقاء على نظام المعدنين (الذهب والفضة)، كما قامت الولايات المتحدة الأمريكية بتنظيم مؤتمر دولي سنة 1878 مع الدول الأوروبية بهدف خلق منطقة واسعة لنظام المعدنين.¹

ولكن نتيجة لصعوبة الإبقاء على هذا النظام فقد تخلت هذه الدول عن نظام المعدنين في النصف الثاني من القرن 19.² كما طبقت ألمانيا نظام قاعدة الذهب رسميا سنة 1873، والنمسا والمجر سنة 1892، بينما لم تطبق اليابان هذا النظام إلا في سنة 1897.³

ثانيا: ترتيبات أسعار الصرف في الدول المتقدمة ما بين الحربين

لقد شهدت الحرب العالمية الأولى صعودا في معدلات التضخم، على اعتبار أن الحكومات قد وجهت سياساتها النقدية لتمويل نفقات الحرب، وبالتالي كان من الضروري إيجاد وسائل لتمويل، فبدأت تتوجه نحو التمويل التضخمي عبر إصدار المزيد من العملات الورقية واللجوء إلى الإقتراض الداخلي، وبذلك بدأت العلاقة بين حجم العملات المصدرة والإحتياطيات الذهبية بالإختلال. وكان معدل التضخم في أوروبا أعلى مما هو عليه في الولايات المتحدة الأمريكية، ويعود ذلك في جزء منه إلى تأخر دخول هذه الأخيرة في الحرب حتى عام 1917، وفي جزء آخر إلى أن رُحى الحرب كانت دائرة على الأرض الأوروبية مما ترك تأثيره متمثلا في إضطرابات عملية الإنتاج هناك.⁴

وعقب اندلاع الحرب العالمية الأولى توقف العمل بقاعدة الذهب ريثما تنتهي الحرب، حيث كان الذهب يستخدم من طرف الحكومات لتمويل استيراداتها الحربية وتم إصدار نقود ورقية وفُرض لها سعر إلزامي وسحب الذهب من التداول. وهكذا فقد تغيرت الظروف المناسبة لبقاء نظام الذهب وتناقصت الكميات الكافية من السيولة الدولية، مقابل تكديس مضطرد منه لدى الولايات المتحدة الأمريكية، وكانت هي أول دولة تمكنت من العودة إلى نظام الذهب عام 1919 بسبب وضعها المتقدم إقتصاديا، وعدم تأثرها بآثار الحرب،

¹ - Marc BASSONI, Alain BEITONE : *Problèmes monétaires internationaux*. Edition Armand Golin, Paris, 1998. P53.

² - Martine PEYARD.MOULARD, *OP-CIT*, P65.

³ - Marc BASSONI, Alain BEITONE, *OP-CIT*. P53.

⁴ - هزاع مفلح، مرجع سابق، ص 59.

وتزايد إحتياطاتها الذهبية، إذ أن حصتها من الذهب تزايدت من 24% من الرصيد العالمي سنة 1913 إلى 44% عام 1923، أي أنها حققت إرتفاعا كبيرا في حصتها من الذهب العالمي، تكاد تصل إلى الضعف، وهذا ناجم عن تزايد صادراتها إلى العالم الخارجي وتحقيق فوائض في ميزان تعاملها التجاري معه.¹

وقد استمرت معظم الدول الأوروبية بعد الحرب العالمية الأولى في السماح لعملائها بالتحرك عاتمة، وانخفضت أغلب تلك العملات بجدة مقابل الدولار، واعتبر التعويم حالة مؤقتة. وبرز السؤال الأساسي في ذلك الوقت وهو: بأي سعر يتوجب إعادة تقييم العملة مقابل الذهب، أي كيف نحدد معامل (مكافئ) الذهب؟²

وقد واجهت بريطانيا بعض الكساد بداية العشرينيات، عندما أعيد تحديد مكافئ الذهب، غير أن بلدانا أخرى كألمانيا والنمسا عانت من تضخم جامح خلال العشرينيات، وكانت قد حددت مكافئ ذهب أعلى من مستوى ما قبل الحرب. وهذا يعني أن معظم العملات قد خُفضت مقابل الدولار، وبقي سعر صرف الجنيه الإسترليني مقابل الدولار كما كان قبل الحرب عند 4.8065 دولار للجنيه. وقد سارعت الدول إلى عقد مؤتمر الإصلاح النقدي في بروكسل عام 1920 وفي جنوة عام 1922، وكانت الدعوة آنذاك هي العودة إلى قاعدة الذهب، على أن تكون في شكل تطبيق نظام السبائك الذهبية، أو بمعنى آخر حرية تحويل العملات الورقية إلى سبائك ذهبية لاستخدامها على المستوى الدولي شريطة أن لا يقل مقدار السبائك الذهبية المحولة عن وزن معين. وعادت إنجلترا بالفعل إلى قاعدة الذهب عام 1925 وحدد سعر للجنيه الإسترليني عند مستواه في الفترة السابقة للحرب، وعادت فرنسا إلى نفس القاعدة عام 1928، أما ألمانيا فقد اضطرت بفعل التضخم وتعويضات الحرب إلى القيام بإصلاح نقدي واسع عام 1924. وهكذا عاد عدد كبير من الدول إلى قاعدة الذهب ولفترة محدودة إلى أن حصل الكساد الكبير عام 1929 وخرجت الدول تباعا عن الإلتزام بقاعدة الذهب، وساد عدم الإستقرار وفرضت معظم الدول مرة أخرى السعر الإلزامي لعملتها المحلية.³

وفي فترة ما بين الحربين (1931-1945) عرف الجنيه الإسترليني إنخفاضاً بقيمة 30% مقابل الدولار، كما عرفت هذه الفترة تدخل بنك اليابان بين 1932 و1933 في سوق الصرف نتيجة لانخفاض قيمة الين بنسبة 40% مقابل الجنيه الإسترليني. وقد عرف النظام النقدي العالمي فترة إضطراب إلى غاية 1945، وقد تميزت بثلاثة تجمعات نقدية هي:⁴

■ تجمع الإسترليني الذي ضم المملكة المتحدة، البرتغال، وإسبانيا؛

¹ - المركز العراقي للإعلانات...سوق كل العراقيين: النظام النقدي الدولي .

http://www.kayall.com/ads/index.php?option=com تاريخ النشر 29 نوفمبر 2010 ، تاريخ الإطلاع: 19 فيفري 2011.

² - هزاع مفلح، مرجع سابق، ص 60.

³ - هزاع مفلح، مرجع سابق، ص 61.

⁴ - *Joseph NDEFFON GUE : Le système monétaire international, l'Euro et l'Afrique. L'évolution du système monétaire internationale, l'avenement de l'Euro, et implication pour l'Afrique. Communication présenté au colloque : Du franc a l'Euro : Changements et continuité de la monnaie. Poitiers du 14-16 Novembre 2001. P3.*

- تجمع الذهب الذي ضم فرنسا، بلجيكا، سويسرا، إيطاليا، بولونيا، وهولندا؛
 - تجمع الدولار الذي ضم الولايات المتحدة الأمريكية وأمريكا اللاتينية؛
 - تجمع الين الذي ضم اليابان وجنوب شرق آسيا.
- وبعض الدول الأخرى مثل ألمانيا بقيت حيادية واتبعت سياسة مراقبة العملة.

المطلب الثاني: ترتيبات أسعار الصرف التي تبنتها الدول المتقدمة بعد سنة 1944

تميزت الأوضاع الاقتصادية والنقدية مع نهاية الحرب العالمية الثانية بحالة بعدم الاستقرار، ولذلك سارعت الدول الكبرى إلى عقد مؤتمر "بروتن وودز" بـ "نيوهامشر" في الولايات المتحدة الأمريكية من أجل إزالة الإضطرابات النقدية العالمية، وإقامة نظام نقدي جديد في إطار مؤسسي محكم. ويمكن تقسيم هذه المرحلة إلى فترتين: فترة ما قبل 1971 وفترة ما بعد 1971.

أولاً: ترتيبات أسعار الصرف في الدول المتقدمة بين سنتي 1944 و 1971

لقد خرجت الولايات المتحدة الأمريكية عن قاعدة الذهب التي أقرت في مؤتمر بروتن وودز في سنة 1944، وبدأ نظام بروتن وودز الذي أنشئ بموجبه صندوق النقد الدولي والبنك العالمي في النفاذ في سنة 1946، واعتمد نظام الصرف بالذهب بهدف تحقيق الاستقرار في النظام النقدي الدولي، وتحدد بموجبه قيمة الأونصة من الذهب بخمسة وثلاثين دولاراً.¹

ولقد كان الدولار المحور الأساسي للنظام النقدي الذي جاء به مؤتمر بروتن وودز، ونقطة الارتكاز في نظام استقرار أسعار الصرف، ويعود السبب في ذلك إلى كون الولايات المتحدة الأمريكية قد خرجت منتصرة من الحرب وبكامل قوتها الاقتصادية، على عكس أوروبا التي دمرتها الحرب.²

ويقوم نظام بروتن وودز على قاعدة الصرف بالذهب، حيث يركز بصفة رئيسية على قابلية تحويل الدولار الأمريكي فقط إلى ذهب من ناحية، وعلى تثبيت أسعار صرف العملات الأخرى بالنسبة للدولار الأمريكي من ناحية أخرى، ومن ثم تصبح جميع العملات مربوطة بشكل أو بآخر بالذهب من خلال الدولار، واقتضى ذلك بالطبع إحتفاظ الولايات المتحدة الأمريكية باحتياطي كبير من الذهب.³

وتم بذلك تحديد أسعار صرف عملات الدول الأعضاء على أساس مايعادلها من دولار أمريكي، ومن الأمثلة على ذلك: الجنيه الإسترليني = 4.03 دولار، الفرنك الفرنسي = 0.008 دولار،

¹ - فؤاد حمدي بسيسو: إصلاح النظام النقدي والمالي الدولي . البحث التاسع، المؤتمر العالمي العاشر: "الإقتصاديات العربية وتطورات ما بعد الأزمة الاقتصادية العالمية" 19-20 كانون الأول/ ديسمبر 2009، بيروت، لبنان. ص4.

² - خالد حنفي، أيمن رجب، إسلام عبد الباري: النظام النقدي العالمي بعد الأزمة العالمية (رؤية عربية) . المائدة المستديرة، المؤتمر العالمي العاشر: "الإقتصاديات العربية وتطورات ما بعد الأزمة الاقتصادية العالمية" 19-20 كانون الأول/ ديسمبر 2009، بيروت، لبنان. ص3.

³ - زينب حسن عوض الله: إقتصاديات النقود والمال . دار الجامعة الجديدة، الأزاريطة، 2007. ص101.

الدولار الكندي = 1 دولار أمريكي، الجلودر الهولندي = 0.377 دولار. وهكذا تم تحديد أسعار صرف 30 دولة أعضاء في بداية الأمر، وعلى هذا أصبح الدولار والذهب والعملات الأجنبية القابلة للتحويل إلى دولار هي إحتياطيات الدول من الصرف الأجنبي. كما تم الإتفاق على المحافظة على ثبات أسعار الصرف المعلنة لعملات الدول وعدم تقلبها عن 1% صعوداً وهبوطاً عن سعر الصرف المعلن، والسماح بتخفيض قيمة العملة بنسبة لا تتجاوز 10% في حالة معالجة العجز الدائم في ميزان المدفوعات.¹

غير أنه منذ الخمسينيات بدأ ميزان المدفوعات الأمريكي يعرف عجوزات كبيرة ومستمرة تركت أثراً سلبياً كبيراً على احتياطي الولايات المتحدة من الذهب، وزادت من صعوبة مواجهة إلتزامات تحويلات الدولارات إلى ذهب، كما بدأت البيئة الإقتصادية تتغير شيئاً فشيئاً مع بروز الدول الأوروبية كقوة إقتصادية منافسة للإقتصاد الأمريكي وفي مقدمتها ألمانيا، بالإضافة إلى نجاح الإقتصاد الياباني في منافسة الإقتصاد الأمريكي في الأسواق، وترتب على هذا كله زيادة الطلب على عملات أخرى قوية تنافس الدولار كعملة دولية مثل المارك الألماني والين الياباني.

وكان من مصلحة الدول التي تحتفظ بكميات كبيرة من الدولارات المحافظة على ثبات سعر الدولار بالذهب، فتعاونت تلك الدول من أجل هذا الهدف، وتم إنشاء ما يسمى بـ "مجمع الذهب" عام 1961 من قبل مجموعة بنوك مركزية أوروبية بقيادة إنجلترا لدعم الدولار ومنع إنخفاض سعره، وتم بيع الذهب في سوق لندن بالسعر الرسمي للدولار بما يعادل 35 دولار للأونصة لمقابلة الطلب المتزايد على الدولار.²

وواجه نظام بروتن وودز معضلة سميت بـ "معضلة تريفين" باسم "روبرت تريفين"، الذي أشار في عام 1960 إلى أنه اعتماداً على التزمات الولايات المتحدة بتحويل العملة إلى ذهب عند 35 دولار للأونصة، فإن تراكم مخزون إلتزاماتها من قبل الأجانب سيتجاوز إحتياطياتها من الذهب خلال عدة سنوات.³

ومع استمرار تدهور مركز ميزان المدفوعات الأمريكي، وانخفاض الإحتياطي من الذهب لديها، أعلنت فرنسا عام 1965 تحويل جميع أرصدها من الدولارات إلى ذهب، وتبعها في ذلك عدد من الدول الأوروبية.⁴ وأدى هذا كله إلى حدوث مزيد من الإختلالات في ميزان المدفوعات الأمريكي، وهنا أضطر رئيس الولايات المتحدة الأمريكية آنذاك "ريشترد نيكسون" إلى أن يعلن في 15 أوت 1971 تعليق قابلية تحويل الدولار الأمريكي إلى ذهب معلناً بذلك نهاية نظام بروتن وودز وفي ذات الوقت فرضت الولايات المتحدة ضريبة إضافية مؤقتة على الواردات قدرها 10%.⁵

1 - عبد الله الطاهر، موفق علي الخليل: النقود والبنوك والمؤسسات المالية . مركز يزيد للنشر، الكرك، 2004. ص438.

2 - عبد الله الطاهر، موفق علي الخليل، مرجع سابق ص441.

3 - هزاع مفلح، مرجع سابق، ص 77.

4 - عبد الله الطاهر، موفق علي الخليل، مرجع سابق، 441.

5 - زينب حسن عوض الله، مرجع سابق، ص104.

ثانيا: ترتيبات أسعار الصرف في الدول المتقدمة بعد سنة 1971

في ديسمبر 1971 إجتمع ممثلوا مجموعة العشرة (الولايات المتحدة الأمريكية، اليابان، إنجلترا، فرنسا، ألمانيا، كندا، إيطاليا، هولندا، السويد، بلجيكا) في "سيمثيونيان" بواشنطن، ووافقوا على رفع سعر أوقية الذهب إلى 38 دولار بدلا من 35 دولار للأوقية، الأمر الذي يعني خفض قيمة الدولار بنسبة 9%، وفي ذات الوقت رفعت قيمة المارك الألماني بنسبة 17% والين الياباني بنسبة 14%، ورفعت كذلك قيمة العملات الأخرى بنسب أقل. ومن ناحية أخرى رفع الحد المسموح به لتغير سعر التعادل الأساسي ليصبح 2.25% بدلا من 1% فوق أو تحت هذا السعر.¹

وأمام استمرار وتزايد العجز الكبير في ميزان المدفوعات الأمريكي، أدرك الجميع عدم صلاحية إتفاقية "سيمثيونيان" للتطبيق وأنه من الضروري تخفيض قيمة الدولار من جديد. ومع تزايد المضاربات على الدولار اضطرت الولايات المتحدة إلى رفع سعر أوقية الذهب إلى 42.22 دولار، فانخفضت بذلك قيمة الدولار مرة أخرى بنسبة 10%. وإزاء عدم قابلية تحويل الدولار إلى ذهب، قررت الدول المؤسسة للسوق الأوروبية المشتركة* في مارس 1972 تعويم عملاتها بشكل مشترك مقابل الدولار في حدود 2.25% فوق أو تحت سعر التعادل وفقا للنظام الذي عرف باسم "الثعبان الأوربي داخل النفق"، حيث تمثل حدود التقلب (2.25%) جدران النفق التي تتحرك فيها العملات الأوروبية الممثلة بالثعبان حول سعر التعادل مقابل الدولار. ولكن مع تزايد حدة المضاربات مرة أخرى قررت السلطات النقدية في الدول الصناعية الكبرى في مارس 1973 إطلاق حرية التعويم لعملاتها، إما بصورة مستقلة (الدولار الأمريكي، الجنيه الإسترليني، الين الياباني، الفرنك السويسري، الليرة الإيطالية، الدولار الكندي)، أو بصورة مشتركة (المارك الألماني والفرنك الفرنسي بالإضافة إلى عملات الدول الست الأخرى في وسط وشمال أوروبا) مع ترك الثعبان يتحرك في هامش قدره 2.25% بين أقوى عملة وأضعف عملة مقابل الدولار، وهكذا تمت ولادة نظام التعويم المدار لأسعار الصرف.²

وفي عام 1976 إعترفت إتفاقية "جامايكا" رسميا بنظام التعويم المدار وتركت لكل دولة حرية إختيار نظام الصرف الذي يناسبها بشرط عدم الإضرار بشركائها في التجارة أو بالإقتصاد العالمي ككل، وقد دخلت إتفاقية جامايكا العمل إبتداءا من أفريل 1978، وهكذا فإن أكثر من نصف عدد الدول أعضاء صندوق النقد الدولي تبنت شكلا أو آخر من أنظمة سعر الصرف التي تتسم بالمرونة، وتشمل هذه المجموعة كافة الدول الصناعية الكبرى وعدد من الدول النامية.³

¹ - زينب حسن عوض الله، مرجع سابق، ص104.

* - هذه الدول هي: فرنسا، ألمانيا، إيطاليا، هولندا، بلجيكا، لوكسمبورج.

² - أسامة محمد الفولي، زينب عوض الله: إقتصاديات النقود والتمويل. دار الجامعة الجديدة، الأزاريطة، 2005. ص100.

³ - زينب حسن عوض الله، مرجع سابق، ص105.

وقد توجهت الدول الأوروبية إلى محاولة تحقيق تكاملها النقدي، حيث قام الإتحاد الأوروبي في مارس 1979 بوضع النظام النقدي الأوروبي كخطوة في الطريق نحو التكامل النقدي بين كافة الدول الأوروبية أعضاء الإتحاد. ووفقا لهذا النظام تم خلق وحدة نقدية أوروبية جديدة عرفت باسم "إيكو" (Euroan Currency Unit) مع السماح لعملات الدول الأعضاء بالتغير في حدود 2.25% فوق أو تحت سعر التعادل مع "الإيكو" مع التعويم المشترك مقابل الدولار وغيره من العملات.¹

ووفقا لمعاهدة "ماستريخت" في ديسمبر 1991 وافقت الدول الأعضاء في الإتحاد الأوروبي على أن يتم إنجاز الوحدة النقدية الأوروبية على ثلاثة مراحل إنتهت عام 1999 بإطلاق العملة الأوروبية الموحدة وهي المتعامل بها حاليا "الأورو". وقد دخل في هذا الإتحاد النقدي في البداية 12 دولة من دول الإتحاد الأوروبي، ثم تزايد عددها، حيث وصل حاليا إلى 17 دولة. بينما بقيت إنجلترا خارج الوحدة النقدية الأوروبية وطبقت نظام التعويم الحر للجنيه الإسترليني، وكذلك طبقت اليابان نفس النظام بالنسبة لعملتها، وغالبية الدول المتقدمة.

1 - مجدي محمود شهاب، مرجع سابق، ص55.

المبحث الثاني: ترتيبات أسعار الصرف المعتمدة في الدول الناشئة والعربية

تختلف الإقتصاديات الناشئة والعربية عن الإقتصاديات المتقدمة، وينعكس هذا الاختلاف على هيكلها الإنتاجي وعلاقتها التجارية الخارجية، وكذلك على أنظمة وسياسات أسعار الصرف المعمول بها. وقد تأثرت ترتيبات أسعار الصرف المتبعة من قبل هذه الدول بتغيرات البيئة الإقتصادية الدولية وتطورات النظام النقدي الدولي بالإضافة إلى الأوضاع السياسية التي مرت بها. وستتطرق في هذا المبحث إلى دراسة أهم التطورات التي مرت بها أنظمة الصرف في الدول الناشئة بالنسبة للمطلب الأول، وفي الدول العربية بالنسبة للمطلب الثاني.

المطلب الأول: ترتيبات أسعار الصرف المتبعة من طرف الدول الناشئة

لقد شهدت الإقتصاديات الناشئة العديد من التطورات عبر مختلف مراحل بنائها، وقد كان نظام الصرف متغيراً أساسياً ومؤثراً في نظامها الإقتصادي الكلي، ولذلك فقد أرجع العديد من الإقتصاديين وقوع الأزمات في معظم الدول التي تعتبر إقتصادياتها إقتصاديات ناشئة حالياً إلى نظام الصرف المتبع من طرفها قبل حدوث هذه الأزمات. ومن خلال هذا المطلب سنتعرف على مميزات ترتيبات أسعار الصرف التي اتبعتها ولازالت تتبعها أبرز الدول الناشئة، بحيث سنقسم فترة دراستنا إلى فترتين، الفترة الأولى تمتد منذ بداية القرن العشرين إلى غاية نهاية الثمانينات، والفترة الثانية تمتد من بداية التسعينات إلى يومنا هذا، على اعتبار أن فترة نهاية الثمانينات وبداية التسعينات شهدت إضطرابات إقتصادية متعددة ضربت معظم الإقتصاديات الناشئة.

أولاً: ترتيبات أسعار الصرف المتبعة من طرف الدول الناشئة حتى نهاية الثمانينات وبداية التسعينات

تميزت ترتيبات أسعار الصرف المتبعة من طرف الدول الناشئة حتى بداية التسعينات بالتذبذب والتباين بين مختلف الدول حسب التطورات الإقتصادية العامة وتأثيراتها. وحتى بداية السبعينات كان نظام التعويم يعتبر مقياساً لحالة طارئة، حيث كان إستعماله من طرف الدول التي تعاني من الأزمات ولفترات قصيرة، إلا أنه بين سنوات الثمانينات إلى غاية منتصف التسعينات، تضاعف عدد الدول المطبقة للتعويم الحر أو المدار.

ويمكن تلخيص الترتيبات المتبعة من قبل الدول الناشئة حتى نهاية الثمانينات وبداية التسعينات من خلال

الجدول التالي:

الجدول (3-1): ترتيبات أسعار الصرف المعمول بها في أهم الدول الناشئة حتى نهاية الثمانينيات وبداية

التسعينيات

الدولة	التاريخ	الترتيبات المتبعة
البرازيل	1933-11-21 إلى 1946-07-22	سعر صرف متعدد
	1946-07-22 إلى أكتوبر 1949	التثبيت بالنسبة للدولار
	1949 أكتوبر إلى 1968-08-27	إتبع البرازيل في هذه الفترة نظام تعويم مدار، غير أنها تميزت بانخفاض كبير في قيمة العملة (ارتفاع معدلات التضخم)
	1968-08-27 إلى مارس 1975	تم تطبيق سعر صرف ثابت بالنسبة للدولار مع هامش تقلب نسبته 5% إرتفاعا وانخفاضا
	1975 أبريل إلى جوان 1977	تم تطبيق نفس النظام لكن هذه الفترة تميزت بارتفاع كبير في معدلات التضخم وتعدد أسعار الصرف.
	1977 جويلية إلى 1986-02-28	تم تطبيق التعويم المدار، وتميزت هذه الفترة بتعدد أسعار الصرف
المكسيك	1986-02-28 إلى أبريل 1989	تم تطبيق نظام التثبيت بالنسبة للدولار، وزاد الفارق بين السعر الرسمي والموازي إلى 30 %
	1933 جويلية إلى 1-09-1976	تثبيت سعر الصرف بالنسبة للدولار
	01 سبتمبر 1976 إلى فيفري 1977	اتبعت المكسيك نظام التعويم المدار
	1977 مارس إلى أبريل 1981	التثبيت بالنسبة للدولار
	1981 ماي إلى جانفي 1988	التثبيت الزاحف بالنسبة للدولار
	1988-03-01 إلى ديسمبر 1988	التثبيت بالنسبة للدولار
تركيا	1988 ديسمبر إلى 11-11-1991	التثبيت الزاحف
	1930 سبتمبر إلى أوت 1931	التثبيت بالنسبة للجنه الإسترليني
	1931 سبتمبر إلى 26-09-1936	التثبيت بالنسبة للفرنك الفرنسي
	1936-09-26 إلى 28-11-1939	التثبيت بالنسبة للجنه الإسترليني
	1939-11-28 إلى 09-09-1946	تميزت بتوسع السوق الموازية وتعدد أسعار الصرف.
	1946-09-09 إلى 03-09-1953	التثبيت بالنسبة للدولار بهامش تقلب نسبته 5%
1953-09-03 إلى 20-08-1960	التعويم المدار، وتميزت هذه الفترة باتساع السوق الموازية وتعدد أسعار الصرف حيث وصل الفرق بين السعر الرسمي والموازي إلى 537% سنة 1958.	

الفصل الثالث:.....ترتيبات أسعار الصرف وطبيعة وخصائص الأسواق المالية في الدول المتقدمة والدول الناشئة والعربية

التثبيت بالنسبة للدولار	1960-08-20 إلى 1961-06-06	
التثبيت الزاحف بالنسبة للدولار بهامش تقلب 5%	1961-06-06 إلى 1970-08-09	
التثبيت بالنسبة للدولار	1970-08-09 إلى 1971-12-22	
التثبيت الزاحف بالنسبة للدولار بهامش تقلب 5%	1971-12-22 إلى مارس 1981	
التعويم المدار	أفريل 1981 إلى أفريل 1984	
التثبيت بالنسبة للجنه	1935-11-03 إلى 1938-03-14	
تحرير سعر الصرف وكانت معظم التحويلات تتم بسعر السوق	1939 إلى 1948-08-19	
تم تطبيق التعويم المدار، وتميزت بتوسع السوق الموازية، حيث وصل الفرق بين السعر الرسمي والسعر الموازي إلى 347% في جويلية 1958 و763% في جوان 1962.	جانفي 1952 إلى ديسمبر 1973	الصين
التثبيت الزاحف بالنسبة للدولار بهامش 2%	جانفي 1974 إلى فيفري 1981	
التعويم المدار.	مارس 1981 إلى جويلية 1992	
التثبيت بالنسبة للجنه الإسترليني	أوت 1914 إلى 1927-03-22	
تطبيق قاعدة الذهب	1927-03-22 إلى 1931-09-24	
التثبيت بالنسبة للجنه الإسترليني	1931-09-24 إلى 1971-08-23	
التثبيت بالنسبة للدولار	1971-08-23 إلى 1971-12-20	
التثبيت بالنسبة للجنه الإسترليني	1971-12-20 إلى 1975-09-25	
التثبيت الزاحف بالنسبة للجنه الإسترليني بهامش تقلب 2% ، وهو مثبت رسميا بالنسبة لسلة من العملات.	1975-09-25 إلى فيفري 1979	الهند
التعويم المدار	مارس 1979 إلى جويلية 1979	
التثبيت الزاحف بالنسبة للدولار بهامش تقلب 2% ، ورسميا مثبت بالنسبة لسلة من العملات	أوت 1979 إلى جويلية 1989	
التثبيت الزاحف مقابل الدولار بهامش تقلب 5%	أكتوبر 1945 إلى 1953-02-15	كوريا الجنوبية
التثبيت الزاحف مقابل الدولار بهامش تقلب 2%	1953-02-15 إلى 1964-05-03	
التثبيت الزاحف مقابل الدولار بهامش تقلب	1964-05-03 إلى أفريل 1974	

5%		
التثبيت مقابل الدولار	ماي 1974 إلى 1990-03-02	
التثبيت بتطبيق قاعدة الذهب	1877 إلى سبتمبر 1940	أندونيسيا
التثبيت بالنسبة للجنيه الإسترليني	1940 إلى 1942	
التثبيت بالنسبة للين	1942 إلى سبتمبر 1945	
التثبيت بالنسبة للجنيه الإسترليني	1945 سبتمبر إلى 1946-03-07	
التثبيت بالنسبة للجنيه الهولندي	1946-03-07 إلى 1949-11-02	
التعويم المدار	1949-11-02 إلى مارس 1969	
التثبيت الزاحف مقابل الدولار بهامش تقلب 5%	أفريل 1969 إلى جويلية 1997	

المصدر: *Carmen M.REINHART, Kenneth S.ROGOFF: The modern history of exchange rate arrangements: A Reinterpretation. Working paper 8963: www.nber.org/paper/w8963, NATIONAL BUREAU OF ECONOMIC RESEARCH, Cambridge, June 2002. P54-104.*

من هذا الجدول نستنتج أن معظم الدول الناشئة إتبعت خلال هذه الفترة نظامين رئيسيين هما: التثبيت بالنسبة لعملة قوية والتعويم المدار، حيث كان التثبيت مقابل عملتين رئيسيتين هما الدولار والجنيه، وهذا بسبب إرتفاع وزهما في التجارة الخارجية مع معظم هذه الدول، وبدرجة أقل كان التثبيت مقابل الفرنك الفرنسي والين الياباني، وهذا نتيجة للعلاقات التجارية مع هذه الدول. وبالإضافة إلى نظام التثبيت، فقد اتبعت معظم الدول الناشئة وفي فترات مختلفة نظام التعويم المدار لعملتها، حيث كان هذا كنتيجة لانهيار نظام بروتن وودز وتغير النظام النقدي الدولي، إضافة إلى ضعف هيكل إقتصادياتها مقارنة بالدول الصناعية.

ثانيا: ترتيبات أسعار الصرف في الدول الناشئة منذ بداية التسعينيات

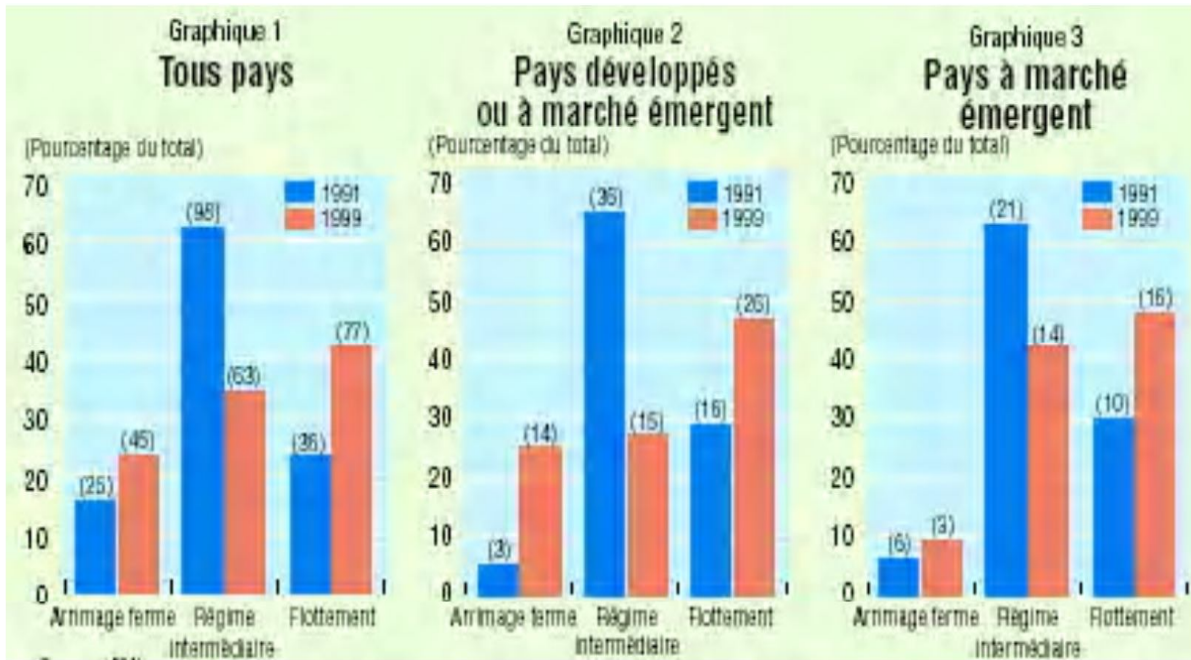
شهدت فترة نهاية الثمانينيات وبداية التسعينيات العديد من الإضطرابات والأزمات الإقتصادية العالمية، والتي مست العديد من الدول الناشئة وكانت آثارها كبيرة جدا عليها. ولقد كانت هذه الدول تعاني من صعوبات كثيرة نتيجة لخصائصها الهيكلية (المديونية الخارجية الكبيرة والمهشاشة المالية)، وأصبح تبني سياسات إقتصادية رشيدة وذات مصداقية أمرا عسيرا (نتيجة لغياب مؤسسات مستقلة والتضخم المرتفع)، وقد أصبحت درجة إندماجها في الأسواق المالية الدولية تتحكم في اختيارها لنظام تعويم سعر الصرف أو تطبيق نظام التثبيت.¹

¹ - *Jean-Pierre ALLEGRET: Les régimes de change dans les marchés émergents. Edition Vuibert, 2005. P398.*

وقد قدّرت أغلب البنوك المركزية للدول الناشئة أنها لا تستطيع السماح لقيمة عملتها الخارجية بالإنخفاض، ولذلك وضعت العديد من الإجراءات لمراقبة سعر صرف عملتها، مما جعله يدخل ضمن السياسة الصناعية الكلية.¹

وقد أظهرت الدراسات أنه من بين 185 دولة عضوا في صندوق النقد الدولي، كانت 98 دولة منها (62%) تطبق أنظمة صرف وسيطية سنة 1991، وانخفضت هذه النسبة بشكل معتبر سنة 1999 لتصل إلى 34%. وبالنسبة للدول الناشئة فلقد أظهرت الدراسات أنه من بين 33 دولة مصنفة كدول ذات أسواق ناشئة، كانت 64% منها تطبق أنظمة وسيطية سنة 1990، ثم انخفضت هذه النسبة إلى 42% سنة 1999، حيث كانت 16 دولة تطبق نظام التعويم (48%)، وثلاثة دول تطبق نظام التثبيت². والشكل التالي يبين ذلك:

الشكل:(3-1): تطور أنظمة الصرف المتبعة من طرف الدول الناشئة بين سنتي 1990 و1999:



المصدر: Safia Mohamed DALY .OP-CIT .P58.

ويمكن تلخيص ترتيبات أسعار الصرف المتبعة من طرف أهم الدول الناشئة منذ بداية التسعينيات في الجدول

التالي:

¹ - *La Commission Sur la Croissance et le Developement : Rapport sur la croissance : stratégies a l'appui d'une croissance durable et d'un developement Solidaire. Edition ESKA, Paris, 2010.P59.*

² - *Safia Mohamed DALY : Le chois du régime de change pour les économies émergentes .MPRA paper (Munich Personal RePEc Archive), May 2007. P57.*

الجدول (2-3): تطور ترتيبات أسعار الصرف المتبعة في عدد من الدول الناشئة منذ سنة 1990:

الدول	نظام الصرف المسير	نظام الصرف العائم: إستهداف التضخم، التعويم المدار
البرازيل	1998-1991: هامش زاحف	إبتداءا من 1999: إستهداف التضخم
كوريا	1997-1990: هامش أفقي	إبتداءا من 1998: إستهداف التضخم
المجر	2001-1995: هامش زاحف	إبتداءا من 2001: هامش أفقي (الربط بالأورو)
الهند		إبتداءا من 1993: التعويم المدار
أندونيسيا	1997-1990: هامش زاحف	إبتداءا من 1998: التعويم إبتداءا من 1999: إستهداف التضخم
المكسيك	1994-1990: هامش زاحف	إبتداءا من 1995: التعويم إبتداءا من 1999: إستهداف التضخم
تايلندا	1997-1990: الربط بسلة من العملات	إبتداءا من 1998: التعويم إبتداءا من 2000: إستهداف التضخم
روسيا	1998-1995: هامش زاحف	إبتداءا من 1999: التعويم المدار
تركيا	2000-1990: هامش زاحف	إبتداءا من 2001: التعويم
سنغافورة		إبتداءا من 1990: التعويم المدار
بولونيا	1999-1991: هامش زاحف	إبتداءا من 2000: التعويم المدار

المصدر: *Hana GHARBI :La gestion des taux de change dans les pays émergent. : la leçon des expériences récentes Observatoire Français des conjonctures économique ,document de travail, N° 2005-6 , Juin 2005. P22.*

يلاحظ من خلال هذا الجدول إختلاف ترتيبات أسعار الصرف المعمول بها في الدول الناشئة، إذ أن معظم الدول الناشئة كانت تطبق خلال فترة التسعينيات أنظمة صرف بهوامش تقلب معينة، ثم بعد ذلك إنتقل بعضها إلى توجيه سياسة الصرف إلى استهداف التضخم (البرازيل، كوريا، أندونيسيا، والمكسيك، تايلندا)، والبعض الآخر إختارت نظام التعويم المدار (المجر، الهند، روسيا، سنغافورة)، أما بقية الدول فقد إختارت نظام تعويم سعر الصرف (بولونيا، تركيا).

غير أن بعض الدول صرحت باتباع نظام صرف معوم، إلا أنه في الواقع فإن سلطاتها النقدية تسعى للحفاظ على استقرار سعر صرف عملتها مقابل عملة قوية، ففي سنة 1999 قدر صندوق النقد الدولي أن

60% من الدول المصنفة على أنها تتبع نظاما بدرجة أكبر أو أقل من المرونة كانت في الواقع تطبق أنظمة تثبيت¹.

المطلب الثاني: ترتيبات أسعار الصرف المتبعة من طرف الدول العربية

تتميز الدول العربية بتبعيتها الإقتصادية الدائمة والمباشرة للإقتصاديات المتقدمة، سواء عبر مختلف حقبها الإستعمارية التي مرت بها حيث كانت مرتبطة مباشرة بالدول المستعمرة لها، أو عبر مراحلها الإقتصادية الحديثة حيث نجد أن هيكل إقتصادياتها المتميز بالتركز التجاري في المواد الأولية ينعكس مباشرة على علاقاتها الإقتصادية الدولية، وهذا ما جعل ترتيبات أسعار الصرف المتبعة من طرفها ترتبط هي الأخرى بطبيعة وضعها الإقتصادي. ومن خلال هذا المبحث، سنحاول التعرف على أبرز سمات هذه الترتيبات على مرحلتين: المرحلة الأولى تغطي فترة ما قبل الثمانينيات، وتمتد المرحلة الثانية من بداية التسعينيات إلى يومنا هذا.

أولاً: ترتيبات أسعار الصرف المتبعة من طرف الدول العربية حتى نهاية فترة الثمانينات وبداية

التسعينيات

أثرت الوضعية الإستعمارية التي عاشتها أغلب الدول العربية وعلاقاتها التجارية مع الدول المستعمرة لها على توجهاتها الإقتصادية الكلية، وكذا ترتيبات أسعار الصرف التي اتبعتها، ويمكن تلخيص أهم هذه الترتيبات لأهم الدول العربية خلال هذه الفترة في الجدول التالي:

الجدول (3-3): ترتيبات أسعار الصرف في الدول العربية حتى نهاية الثمانينيات وبداية التسعينيات

الدولة	الفترة	ترتيبات أسعار الصرف
الجزائر	1878 إلى نوفمبر 1942.	التثبيت مقابل الفرنك الفرنسي.
	نوفمبر 1942 إلى 06-12-1944.	التثبيت مقابل الدولار والجنيه.
	06-12-1944 إلى 04-10-1964.	التثبيت مقابل الفرنك الفرنسي.
	10-04-1964 إلى 01-08-1972.	التثبيت مقابل الفرنك الفرنسي بـ 5%.
	01-08-1972 إلى 21-01-1974.	التعويم المدار (رسميا مثبت بالنسبة للفرنك).
	21-01-1974 إلى ديسمبر 1987.	التثبيت الزاحف مقابل الدولار بـ 5%.
مصر	1931-09-29 إلى 1950.	التثبيت بالنسبة للجنيه الإسترليني.

¹ - Jean-Pierre ALLEGRET, OP-SIT, P16.

الفصل الثالث:.....ترتيبات أسعار الصرف وطبيعة وخصائص الأسواق المالية في الدول المتقدمة والدول الناشئة والعربية

التثبيت الزاحف مقابل الدولار بـ 5% .	1962-05-07 إلى 10-08-1991	
التثبيت (تطبيق قاعدة الذهب). التثبيت مقابل الجنيه الإسترليني. التثبيت مقابل الدولار. التعويم المدار.	1931-04-19 إلى 04-01-1932. 1932-04-01 إلى 06-23-1972. 1972-07-03 إلى ديسمبر 1981. جانفي 1982 إلى ديسمبر 1998.	العراق
التثبيت (تطبيق قاعدة الذهب). التثبيت مقابل الجنيه الإسترليني. التثبيت مقابل الدولار. التثبيت مقابل حقوق السحب الخاصة. التثبيت مقابل الدولار بـ 5% .	1927-11-01 إلى 09-21-1931. 1931-09-21 إلى 08-17-1971. 1971-08-17 إلى 02-22-1975. 1975-02-22 إلى سبتمبر 1988. أكتوبر 1988 إلى 04-17-1990.	الأردن
التثبيت مقابل الجنيه الإسترليني. التثبيت مقابل الدولار. التثبيت الزاحف مقابل الدولار.	1961-04-01 إلى أبريل 1969. ماي 1969 إلى 17-03-1975. 1975-03-17 إلى ديسمبر 2001.	الكويت
التثبيت (تطبيق قاعدة الذهب). التثبيت مقابل الفرنك الفرنسي. التثبيت مقابل الجنيه الإسترليني. التثبيت مقابل الدولار بـ 5% . التثبيت مقابل الدولار بـ 2% . التثبيت مقابل الدولار بـ 5% .	1928-06-24 إلى 10-01-1936. 1936-10-01 إلى فيفري 1944. فيفري 1944 إلى أكتوبر 1946. أكتوبر 1946 إلى جوان 1950. جويلية 1950 إلى أوت 1975. سبتمبر 1975 إلى جويلية 1991.	لبنان
التثبيت مقابل الدولار.	ديسمبر 1927 إلى 03-24-	ليبيا

الفصل الثالث:.....ترتيبات أسعار الصرف وطبيعة وخصائص الأسواق المالية في الدول المتقدمة والدول الناشئة والعربية

<p>التعويم المدار.</p> <p>التثبيت مقابل الجنيه الإسترليني.</p> <p>التعويم المدار.</p> <p>التثبيت بـ 5% زاحف مقابل الدولار بنسبة 5% .</p>	<p>1952.</p> <p>1952-03-24 إلى نوفمبر</p> <p>1955.</p> <p>ديسمبر 1955 إلى 15-12-</p> <p>1971.</p> <p>1971-12-15 إلى 01-05-</p> <p>1986.</p> <p>1986-05-01 إلى مارس</p> <p>1992.</p>	
<p>التثبيت مقابل الفرنك الفرنسي.</p> <p>التثبيت مقابل الجنيه الإسترليني والدولار.</p> <p>التثبيت مقابل الفرنك الفرنسي.</p> <p>التثبيت مقابل الفرنك الفرنسي بـ 2% تقلب .</p>	<p>1924-12-30 إلى 1939.</p> <p>نوفمبر 1942 إلى 06-12-</p> <p>1944.</p> <p>1944-12-06 إلى 05-17-</p> <p>1973.</p> <p>1973-05-17 إلى 01-01-</p> <p>1999.</p>	<p>المغرب</p>
<p>التثبيت بتطبيق قاعدة الجنيه الذهبية.</p> <p>التثبيت مقابل الدولار بـ 2% تقلب .</p> <p>التثبيت مقابل الدولار .</p>	<p>1928-01-22 إلى 06-04-</p> <p>1958.</p> <p>1958-06-04 إلى 01-08-</p> <p>1960.</p> <p>1960-01-08 إلى ديسمبر</p> <p>2001.</p>	<p>السعودية</p>
<p>التثبيت مقابل الفرنك الفرنسي.</p> <p>تعدد أسعار الصرف.</p> <p>التثبيت مقابل الدولار بـ 2% تقلب .</p> <p>التثبيت الزاحف مقابل الدولار بنسبة 5% .</p>	<p>1920-05-01 إلى 01-01-</p> <p>1948.</p> <p>1948-01-01 إلى جانفي</p> <p>1970.</p> <p>جانفي 1970 إلى جويلية 1973.</p> <p>أوت 1973 إلى 01-01-1988.</p>	<p>سوريا</p>
<p>التثبيت مقابل الفرنك الفرنسي.</p> <p>التثبيت مقابل الدولار والجنيه.</p>	<p>1929-05-02 إلى 06-09-</p> <p>1939.</p> <p>1943 إلى 06-12-</p> <p>1944.</p>	<p>تونس</p>

التثبيت مقابل الفرنك الفرنسي.	1944-12-06 إلى 01-01-	1999.
-------------------------------	-----------------------	-------

المصدر: *Carmen M.REINHART, Kenneth S.ROGOFF, OP-CIT, P54-104*

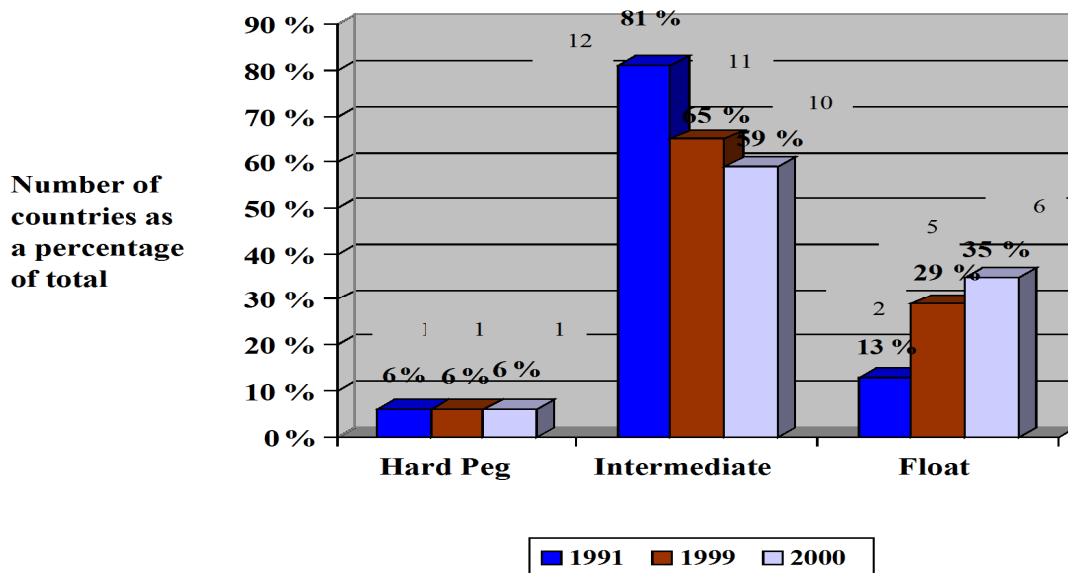
من خلال هذا الجدول نلاحظ أن أغلب الدول العربية طبقت خلال فترة ما قبل نهاية الثمانينيات وبداية التسعينيات نظام تثبيت سعر الصرف مقابل إحدى العملات القوية (الدولار، الجنيه، والفرنك الفرنسي)، وهذا نتيجة للطبيعة الهيكلية لاقتصادياتها القائمة على تركيز تجارتها الخارجية مع الدول ذات العملات القيادية مثل دول الخليج مع الولايات المتحدة الأمريكية، ودول المغرب العربي مع الإتحاد الأوروبي.

ثانياً: ترتيبات أسعار الصرف المتبعة من طرف الدول العربية منذ بداية التسعينيات

شهدت فترة نهاية الثمانينات العديد من الأزمات الاقتصادية العالمية، كان أشدها أزمة النفط سنة 1986 وأزمات ديون الدول النامية، وقد كان لهذه الاضطرابات تأثيراً بالغاً على الإقتصاديات العربية، إلا أنها تفاوتت من دولة لأخرى حسب خصائص كل منها، ودفع هذا معظم الدول العربية إلى تغيير مناهجها وسياساتها الإقتصادية الداخلية والخارجية، وقد كان نظام الصرف واحداً من هذه المتغيرات. حيث نجد أن بعض الدول العربية توجهت إلى تحرير عملاتها والتحول من النظم الوسيطة إلى النظم المعومة، فيما فضلت دول عربية أخرى الإبقاء على أنظمتها الوسيطة أو نظام التثبيت الذي كانت سائرة عليه، والشكل التالي يوضح ذلك:

الشكل (2-3): أنظمة الصرف في الدول العربية النامية لسنوات 1991، 1999 (15 دولة)،

2000 (17 دولة):



المصدر: *Philippe D.KARAM: Exchange rate in Arab countries: assessment and recommendatio. Arab Monetary Fund, Abu Dhabi, December, 2001. P23*

نلاحظ من خلال هذا الجدول أن نسبة الدول العربية المطبقة للأنظمة الثابتة بقيت ثابتة على طول فترة الدراسة بـ 6%، في حين انخفضت نسبة الدول المطبقة للأنظمة الوسيطة من 81% سنة 1991 إلى 65% سنة 1999، ثم إلى 59% سنة 2000، وتقابل هذا الإنخفاض مع ارتفاع نسبة الدول المطبقة للأنظمة التعويم من 13% سنة 1991 إلى 29% سنة 1999، ثم إلى 35% سنة 2000، ليبلغ عددها في هذه السنة 6 دول من أصل 17 دولة. ونستنتج من هذا أن أغلبية الدول العربية إتجهت إلى مراقبة سعر صرف عملتها عن طريق التدخل في أسواق الصرف.

وبالنظر إلى إجمالي الدول العربية، نجد أنها في نهاية العام 2001 إنقسمت إلى فئتين أساسيتين، تضم الأولى منها النظم التي يتم فيها ربط العملة الوطنية بعملة واحدة أو بسلة خاصة من العملات الرئيسية، وتضم الفئة الثانية النظم التي تتمثل بمرونة أكبر في تحديد سعر صرف العملة الوطنية. وتضم الفئة الأولى نظم الربط المعمول بها في أربع عشرة دولة عربية، ومن بين هذه الدول تقوم خمسة منها وهي: الأردن، جيبوتي، سوريا، العراق، وعمان، بربط سعر صرف عملاتها بقيمة ثابتة بالنسبة للدولار الأمريكي، وتتبع دولتان هما لبنان ومصر نظام تثبيت سعر صرف الدولار ولكن مع وجود هامش حول السعر المركزي للدولار الذي تعلن عنه السلطات النقدية بحيث تسمح للبنوك المتعددة وشركات الصيرفة بتحريك أسعار صرف العملة الوطنية في حدوده، ففي لبنان، يسمح مصرف لبنان بتحريك سعر الصرف بين 1501 و1514 ليرة مقابل الدولار، وفي مصر يسمح البنك المركزي بتحريك سعر صرف الجنيه المصري مقابل الدولار في حدود هامش 3% إرتفاعا وانخفاضا عن السعر المركزي. وكذلك فإنه وضمن الفئة الأولى التي تتبع نظام الربط، تقوم خمسة دول عربية أخرى وهي الإمارات والبحرين والسعودية وقطر وليبيا بربط سعر صرف عملاتها بحقوق السحب الخاصة مع السماح بالتغير في حدود هامش نسبته 7.25%. غير أن الدول الأربع الأولى تحافظ على بقاء سعر صرف ثابت لعملاتها مقابل الدولار، وبالتالي لا تلتزم بالضرورة بالهامش المذكور، ويذكر في هذا الصدد أن البحرين كانت آخر هذه الدول الأربع في الإعلان رسميا عن تثبيت سعر صرف عملتها مقابل الدولار وهو الأمر الذي حدث في بداية ديسمبر 2001. وأخيرا فإنه وضمن الفئة الأولى التي تتبع نظم الربط، تقوم كل من الكويت والمغرب بربط عملتيهما بسلة خاصة من العملات الرئيسية، وفي إطار هذا الترتيب، تقوم السلطات النقدية بتحديد سعر الصرف يوميا على أساس التغير الحاصل في أسعار عملات الدول الشريكة الرئيسية لكلا البلدين، وذلك مع الأخذ بعين الاعتبار وزن العملات الرئيسية المكونة للسلة، فعلى سبيل المثال، تقوم السلطات النقدية في الكويت باعتماد وزن أكبر للدولار، في حين أن السلطات النقدية في المغرب تعتمد وزنا أكبر للأورو في تحديد سعر الصرف اليومي. أما الفئة الثانية والمكونة من الدول العربية التي تتبع نظم أسعار صرف ذات مرونة أكبر، فإن من بين هذه الدول، تقوم ثلاثة منها وهي تونس والجزائر وموريتانيا باتباع نظام التعويم المدار. وأخيرا وضمن نظم أسعار الصرف ذات المرونة الأكبر، يتبع السودان نظام التعويم المدار واليمن نظام التعويم المستقل أو الحر لسعر الصرف، علما بأن كل من لبنان وموريتانيا كانا يتبعان هذا النظام في وقت سابق، غير

أن البنكين المركزيين في كل من السودان واليمن يقومان بتحديد سعر صرف وسطي مقابل عملة رئيسية هي في معظم الأحيان الدولار الأمريكي لاستخدامهما في التدخل والتأثير على السوق لتجنب أي تذبذب حاد أو عدم توازن قيمة العملة الوطنية مقابل تلك العملة. وفي هذا الصدد يلاحظ أنه وعلى الرغم من أن الدول التي تتبع التعويم الحر تترك تحديد أسعار الصرف اليومية لقوى السوق (أي البنوك التجارية وشركات الصيرفة في أغلب الأحيان)، فإن صغر حجم سوق النقد الأجنبي في هذه الدول يستلزم تدخل البنك المركزي كطرف نشط للتوفيق بين العرض والطلب وبالتالي للتأثير على سعر الصرف التوازني في السوق.¹

واعتباراً من 1 جانفي 2003، بدأت بلدان مجلس التعاون الخليجي رسمياً بربط عملاتها بالدولار كخطوة أولى صوب تحقيق الإتحاد النقدي، الذي كان مقرراً أن يدخل حيز الوجود عام 2010. وبصورة فعلية كانت عملات مجلس التعاون الخليجي مرتبطة بالدولار الأمريكي، بحيث كانت عملة الكويت مربوطة بسلة عملات رئيسية، ومع ذلك، فنظراً للنصيب الكبير للدولار الأمريكي في تلك السلة، كان الدينار الكويتي مرتبطاً فعلياً بالدولار الأمريكي. ومع أن الدينار البحريني والريال السعودي والريال القطري والدرهم الإماراتي كانت مرتبطة رسمياً بوحدات السحب الخاصة، ففي الواقع كانت هذه العملات مرتبطة بالدولار بأسعار ثابتة.² وتخلت مصر عن ربط عملتها بالدولار في منتصف 2002، وأقرت نظاماً لسعر الصرف العائم في 29 جانفي 2003.³ ويمكن تمثيل ترتيبات أسعار الصرف المتبعة من قبل الدول العربية حتى العام 2007 من خلال الجدول التالي:

¹ - التقرير الإقتصادي العربي الموحد لسنة 2002: الفصل التاسع: موازين المدفوعات والدين العام الخارجي ونظم الصرف . ص 152.

² - علي توفيق الصادق، علي أحمد بلبل، محمد مصطفى عمران: نظم وسياسات أسعار الصرف. وقائع الندوة المنعقدة في 16-17 كانون الأول/ ديسمبر 2002، في إطار برنامج التدريب الإقليمي المشترك بين صندوق النقد العربي وصندوق النقد الدولي. صندوق النقد العربي، معهد السياسات الإقتصادية، أبو ظبي، الإمارات العربية المتحدة. ص 80.

³ - عبد العلي جبيلي، فيتالي كرامارينكو: بلدان الشرق الأوسط وشمال إفريقيا: هل تعوم عملاتها أم تربطها بعملة أخرى؟ مجلة التمويل والتنمية، مارس 2003، المجلد 40، العدد 01. ص 31.

الجدول (3-4): ترتيبات أسعار صرف في الدول العربية حتى عام 2007:

الدول	الترتيبات الفعلية لأسعار الصرف	
الأردن، الإمارات، جيبوتي، السعودية، العراق، عمان، قطر، الكويت، سوريا، لبنان	بالدولار الأمريكي	
ليبيا	سلة حقوق السحب الخاصة	ربط أسعار الصرف
المغرب	سلة من العملات (غير معلنة)	
تونس، الجزائر، السودان، موريتانيا	تعويم مدار - موجه -	تعويم سعر
مصر، اليمن	تعويم حر - مستقل -	الصرف

المصدر: من إعداد الطالب بالإعتماد على معلومات من التقرير الاقتصادي العربي الموحد لسنة 2007، الفصل التاسع: موازين المدفوعات والدين العام الخارجي وأسعار الصرف.

من خلال هذا الجدول نلاحظ أن أغلب الدول العربية لازالت تعتمد ترتيبات أسعار صرف ثابتة مقابل الدولار الأمريكي، فيما تثبت ليبيا سعر صرف عملتها بالنسبة لحقوق السحب الخاصة، والمغرب بالنسبة لسلة من العملات، ويرجع هذا بصفة أساسية لخصائص اقتصادياتها الهيكلية. وتطبق أربعة دول عربية هي الجزائر، تونس، السودان، موريتانيا نظام التعويم المدار، أما مصر واليمن فتتبنى نظام التعويم الحر.

المبحث الثالث: مميزات وخصائص الأسواق المالية في الدول المتقدمة

يرتبط التطور الإقتصادي والصناعي دائما بتطور الأسواق المالية، ولهذا فقد ساعد التقدم والتطور الذي عرفته الدول الصناعية الكبرى وخاصة في الجانب التقني ووسائل الإتصال على تنشيط التداول في أسواقها المالية وزيادة العرض والطلب على الأوراق المالية على مستوى هذه الأسواق، واستطاعت هذه الدول من خلال بناء أسواقها المالية وتطويرها أن توفر التمويل اللازم لنشاطها الإقتصادية. وستعرض في هذا المبحث إلى أبرز سمات وخصائص الأسواق المالية في الدول المتقدمة من خلال دراستها في كل من الولايات المتحدة الأمريكية، الدول الأوروبية، واليابان.

المطلب الأول: الأسواق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية

تتميز الأسواق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية بالكفاءة العالية، وتوفر نظام معلوماتي متطور، إضافة إلى القدرة على الإتصال العالمي، وتطور وتحدد البورصات بشكل مستمر، وهذا ما جعل السوق المالية الأمريكية تعتبر أهم مركز مالي عالمي، وعمودا مهما ومؤثرا في الإقتصاد العالمي، ومن خلال هذا المطلب سنتعرف على أهم سمات بورصة الأوراق المالية الأمريكية، بالإضافة إلى البورصات الأخرى المشكلة للسوق المالية الأمريكية.

أولا: بورصة نيويورك للأسهم

يبلغ عدد أعضاء هذه البورصة 1366 عضوا، ويحكم أنشطتها مجموعة من القواعد والإجراءات بالإضافة إلى نظامها الأساسي. ويتم إنتخاب 26 عضوا لمجلس المديرين للإشراف على البورصة، ويقوم بالإدارة الفعلية 12 عضوا فقط، بالإضافة إلى عضوين يعملان كل الوقت داخل البورصة وهما الرئيس التنفيذي ونائب الرئيس، أما بقية الأعضاء وعددهم 12 فيطلق عليهم مديري عموم. ولكي ينضم أي فرد لعضوية البورصة، فإنه يقوم بشراء مقعد مخصص من عضو حالي، وهذا المقعد يسمح للعضو بتنفيذ عمليات التداول واستخدام إمكانات البورصة، ويلاحظ أن معظم بيوت السمسرة لها عضوية في البورصة عن طريق أحد كبار العاملين بها أو أحد الشركاء. وقد يكون لها أكثر من عضو واحد، وفي جميع الأحوال يطلق على عضوية بيت السمسرة "عضوية مؤسسة".¹

ويطلق على السهم الذي يتم تداوله في بورصة نيويورك "السهم المسجل" (*Listed Security*)، ويتم التسجيل بناء على طلب تتقدم به الشركة. والطلب يكون عادة غير رسمي، وفي حالة الموافقة عليه يتحول إلى طلب رسمي معلن. وتتلخص الشروط العامة للتسجيل في بورصة نيويورك في الآتي:²

■ أن تكون للشركة مكائتها على المستوى الوطني؛

1 - عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص: أسواق المال وتمويل المشروعات. الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005، ص45.

2 - محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد: بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق، مرجع سابق، ص55.

- أن تكون الشركة مستقرة داخل الصناعة ولها وضع متميز؛
- أن تنتمي الشركة إلى صناعة تتميز بالتوسع والنمو.

بالإضافة إلى هذه الشروط العامة، فهناك مجموعة من الشروط الخاصة للتسجيل المبدئي، والتي يمكن إجمالها في الآتي:

- إما أن لا يقل الربح قبل الضريبة في آخر السنة عن 2.5 مليون دولار كما أن الربح قبل الضريبة في السنتين قبل هذه السنة يجب أن يكون 2 مليون دولار، أو أن لا يقل الربح قبل الضريبة في الثلاث سنوات الأخيرة عن 6.5 مليون دولار ولحد أدنى 4.5 مليون دولار في آخر سنة؛
- الحد الأدنى لقيمة الأصول الملموسة 18 مليون دولار؛
- أن لا يقل عدد الأسهم المتداولة عن 1100000 سهم، وبحد أدنى لإجمالي القيمة السوقية يبلغ 17 مليون دولار؛
- ويجب توفر الشرطين التاليين:

- أن يوجد 1200 مساهم على الأقل يملك كل منهم 100 سهم على الأقل؛
- أن يوجد 2200 مساهم على الأقل بمتوسط حجم تداول شهري 100000 سهم على مدى الستة شهور الأخيرة.

وإذا تم قبول تسجيل الشركة فإنه يقع على عاتقها أن تدفع رسوما سنوية معينة كما تلتزم بتوفير معلومات محددة للعامة.

- وينقسم أعضاء بورصة نيويورك إلى أربع مجموعات رئيسية لكل منها أنشطة محددة كالآتي:¹
- أ) **السماسرة الوكلاء Commission Brokers**: وعددهم حوالي 70 عضواً، ويتلقون الأوامر التي يبعث بها جمهور المتعاملين إلى بيوت السمسرة ويتأكدون من إتمام تنفيذها داخل البورصة. وهنا يحصل بيت السمسرة - الذي يعملون لديه - على عمولة السمسرة نظير الخدمة المقدمة لهم.
- ب) **سماسرة المقصورة FloorBrokers**: وعددهم حوالي 41 عضواً ويقومون بمساعدة السماسرة الوكلاء عندما يصعب على الآخرين تنفيذ جميع الأوامر التي تندفق عليهم، ونظير ذلك فإنهم يشاركون السماسرة الوكلاء في العمولة المخصصة لهم.
- ج) **تجار المقصورة Floor Traders**: وعددهم حوالي 225 عضواً، وهم يعملون لحسابهم ولا يقومون بتنفيذ أوامر مستثمرين آخرين، وعادة تتحقق نتيجة الاستفادة من التسعير غير المناسب (أي وجود أسعار بها إختلالات) والذي يحدث بصورة مؤقتة نتيجة عدم التوازن في التعاملات داخل البورصة، مما يسمح لهم

¹ - عبد الغفار حنفي، رسمية قوياقص، مرجع سابق، ص 47.

بالشراء بسعر منخفض والبيع بسعر مرتفع. ويطلق على تجار المقصورة أسماء أخرى مثل صناع السوق والمسجلين والمتنافسين أو التجار المتنافسين أو التجار المسجلين.
د) المتخصصون **Specialists**: وعددهم في بورصة نيويورك حوالي 400 عضو، ويقومون بمهمتين أساسيتين هما:

- عندما يعجز السمسار الوكيل عن تنفيذ أمر محدد بسبب أن سعر السهم السوقى الحالي أقل من السعر المحدد، فإن هذا الأمر يترك مع المتخصصين ليقومون بتنفيذه في المستقبل، وعندما يتم التنفيذ يحصل المتخصص على جزء من عمولة السمسار الوكيل.
- يقوم المتخصص أيضا بدور التاجر (*Dealer*) في أسهم محددة بذاتها (بصورة خاصة في تلك الأسهم التي يعمل فيها كسمسار). وهذا يعني قيام المتخصص ببيع وشراء أسهم معينة لحسابه الخاص وبحقق وراءها ربحا مناسباً.

ثانيا: البورصات الأخرى في الولايات المتحدة الأمريكية

تأتي البورصة الأمريكية للأوراق المالية (*American Stock Exchange AMEX*) في المرتبة الثانية بعد بورصة نيويورك ويعمل الإثنان على المستوى الوطنى. وتعمل هذه البورصة منذ عام 1953، وهي تتعامل في أكثر من 900 سهم من الأوراق المحلية وعدد من الأوراق الأجنبية.¹
وبالإضافة إلى هاتين البورصتين هناك عدد من البورصات الإقليمية التي تتواجد في بوسطن وسنسيناتي والوسط الغربى والباسيفيك وفيلادلفيا. وتشابه هذه البورصات في عملياتها وأنشطتها مع بورصة نيويورك، وإن كانت تختلف قليلا فيما يتعلق بأنشطة المتخصصين ودرجة الأوتوماتيكية كما تختلف كثيرا عن بورصة نيويورك فيما يتعلق بإجراءات تنفيذ عمليات الخيارات، والعقود المستقبلية.²

وبالإضافة إلى هذا، تتواجد في الولايات المتحدة أنواع أخرى من الأسواق النشيطة، نذكر منه مايلي:
أ) **الأسواق غير المنظمة**: وهي التي تتم على أساسها المعاملات خارج البورصات وعن طريق وسيط، ويطلق عليها المعاملات غير المنتظمة أو السوق الموازية. ويلاحظ أيضا أن السوق الموازية عالية الأوتوماتيكية، وقد قام الإتحاد الوطنى للأوراق المالية (*National Association of Securities Dealers NASD*) في عام 1971 بوضع وتنفيذ شبكة إتصالات على المستوى الوطنى تغطي جميع المعلومات والأوامر المرتبطة بالأوراق المالية المشاركة في هذا النظام، ويطلق على هذه الشبكة إسم "ناسداك *NASDAQ*"، وهو عبارة عن نظام لنشر الأسعار على المتعاملين، أما العمليات الفعلية، فإنها تتم من خلال التفاوض الذي يتم باستخدام التلفون بين السمسار والتاجر. ولكي تسجل الورقة المالية في نظام ناسداك فهناك شروط عديدة يجب توفرها، منها أن لا يقل عدد صناع السوق (أو التجار الذين يتعاملون

¹ - رسمية أحمد أبو موسى: الأسواق المالية والنقدية. دار المعتر للنشر والتوزيع، عمان، 2005. ص59.

² - محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد: بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق. مرجع سابق، ص67.

فيها) عن إثنين، وكذلك ضرورة أن يتوافر حد أدنى للأوراق المتداولة المطروحة طرحا عاما يقابل رأس المال وقيمة الأصول والإشترطات الموضوعية. وجدير بالذكر أن نظام ناسداك لا يغطي جميع أسهم الأسواق غير المنتظمة ولا يغطي كذلك السندات.¹

(ب) **الأسواق الثالثة والرابعة:** بصورة عامة تشير السوق الثالثة لعمليات التداول التي تتم على الأوراق المالية المسجلة في البورصة في أسواق غير منتظمة، وقد انتشرت هذه الأسواق بسبب أن التعامل في هذه الأوراق لا يقتصر على ساعات محددة خلال اليوم، بالإضافة إلى أنه يمكن التعامل في هذه الأوراق حتى بعد التوقف عن التعامل فيها داخل سوق منتظمة. وقد ظهر في الولايات المتحدة الأمريكية نظام وشبكة إتصالات إلكترونية يطلق عليها إسم *Instinet* والتي توفر أسعار الشراء والبيع للمشاركين بصورة أوتوماتيكية، وذلك عندما تنفق أوامر البيع والشراء للمشاركين في النظام (وفي حالات أخرى لا تنفذ الأوامر بصورة تلقائية بل يترك الأمر للبائعين والمشتريين للتفاوض تلفونيا بعد معرفة الأسعار)، وهناك أنظمة أخرى في الولايات المتحدة الأمريكية تتولى هذه المهام مثل: *POSIT , Crossing Network*.²

المطلب الثاني: الأسواق المالية في الدول الأوروبية

تؤكد إتفاقية إنشاء الإتحاد الأوروبي على توحيد أسواق المال الأوروبية، وتعتبر بورصة إنجلترا وهولندا ذاتية الإدارة على عكس بورصات فرنسا وإيطاليا، وتؤكد ذات الإتفاقية على تخفيض القيود على التعامل في البورصات، وتوحيد أنماط التعامل في الأوراق المالية، وتسعى إتفاقية البورصات الأوروبية إلى القضاء على العقبات التي تحول دون الربط بينها، من خلال:³

- القضاء على عقبة نقص المعلومات في كل بورصة؛
 - إلغاء أو تقليل معدل الضريبة على عائد الأوراق المالية؛
 - تخفيض تكلفة عقد صفقات الأوراق المالية في البورصات المختلفة؛
 - زيادة حجم تداول الأوراق المالية عبر البورصات؛
 - إلغاء القيود التنظيمية والإدارية الخاصة بالتداول الدولي في البورصات؛
 - توفير شروط التداول والتسجيل في البورصات الأوروبية؛
 - تنوع أدوات الإستثمار في سوق الأوراق المالية.
- وعلى مستوى القارة الأوروبية هناك العديد من المراكز المالية المهمة، نذكر أهمها فيما يلي:

¹ - عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص: أسواق المال وتمويل المشروعات . مرجع سابق، ص 52.

² - محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد: بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق .مرجع سابق، ص 69.

³ - بوكساني رشيد، مرجع سابق، ص 104.

أولاً: سوق الأوراق المالية في المملكة المتحدة

تحتل لندن السوق الأولى من ناحية عدد الخطوط المقيدة في البورصة، من حيث قيمة رسملة التعامل، وحجم العمليات، وتعود أهمية بورصة لندن إلى تاريخ إقتصادي حافل، هو تاريخ إنجلترا التي كانت القوة التجارية والصناعية العظمى حتى نهاية القرن التاسع عشر، تاريخ تبعه سوق مالية قادرة على مواجهة متطلبات مشروعات تلك القوة العظمى.¹

ويرجع إنشاء بورصة لندن إلى عام 1773، وتضم السوق المالية أيضا بورصات برمنجهام، مانشستر، ليفربول، ودبلن. ويوجد أكثر من 300 شركة مسجلة في بورصات إنجلترا، ويصل عدد الأوراق المالية المسجلة إلى ما يزيد عن 6000 سهم تقدر بنسبة 50% من إجمالي الأوراق المالية المسجلة في بورصات أوروبا، منها 200 سهم لشركات دولية وأوروبية أخرى، وتتسم البورصات البريطانية بما يلي:²

- خبرة طويلة في المعاملات الدولية؛
- سوق مستقرة للعملاء الأجنبية؛
- دور فعال في تنشيط الإستثمار للوسطاء الماليين؛
- أدى تطبيق معدلات نمطية للتداول بالبورصة إلى ارتفاع حجم التداول وزيادة الثقة في بورصة لندن مما جعلها من البورصات الرائدة في أوروبا؛
- إنخفاض الضرائب على أرباح الأوراق المالية.

وما يميز سوق لندن للأوراق المالية أنها سوق مستقلة عن السلطات الرسمية، حيث تعتبر سوقا خاصة، فالجمهور لا يقبل فيها ولا بالدخول إليها، ويوجد على رأس البورصة منذ 1948 ما يعرف بمجلس البورصة، والذي يضم 46 عضوا يجري تعيينهم من ضمن أعضاء البورصة، على أن يتم إنتخاب ثلث الأعضاء لهذا المجلس سنويا من قبل أعضائه السابقين.

ثانياً: سوق الأوراق المالية في ألمانيا

تتكون السوق المالية الألمانية من مجموعة البورصات المحلية كبورصة فرانكفورت، ميونيخ، وهامبورج، وتتميز أسواق المال في ألمانيا بصغر حجمها مقارنة باقتصاديات ألمانيا الضخمة، كما أن تلك الأسواق تكاد تكون مقتصرة على البنوك التجارية. ومن أهم خصائص البورصات الألمانية نذكر مايلي:³

- تعتبر بورصة فرانكفورت أكبر بورصات ألمانيا حيث تسيطر على ثلثي حجم التداول في الأسهم وثلثي السندات المتداولة؛

¹ - عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص: أسواق المال: بنوك تجارية، أسواق الأوراق المالية، شركات تأمين، شركات إستثمار ، مرجع سابق، ص262.

² - رسمية أحمد أبو موسى، مرجع سابق، ص52.

³ - رسمية أحمد أبو موسى، مرجع سابق، ص53.

- يتركز تداول الأوراق المالية في أربع بورصات من أصل ثماني بورصات؛
 - تعتبر أسواق ألمانيا محدودة مقارنة مع حجم الإقتصاد الألماني؛
 - إرتفاع الرسوم على الأسهم الألمانية مع تحقيق كفاءة عالية وعائد مناسب للمتعاملين.
- ولقد زاد من كفاءة البورصات الألمانية إستقرار العملة الألمانية سابقا، وسهولة إستخدامها عبر الأسواق الأوروبية والعالمية، وتوحد الألمانييتين. وعموما مازالت البورصات الألمانية محدودة المنشأ مقارنة مع بورصة لندن، وبورصة نيويورك وبورصة طوكيو.¹ وبالتالي يمكن القول بأن السوق الألمانية لا تعكس قوة وحجم الإقتصاد الألماني، وضخامة حجم الشركات واحتياطاتها المالية، ويكاد تعامل تلك الأسواق أن يكون محتكرا على البنوك، حيث أن تعامل الشركات بشكل كبير مع البنوك يؤدي إلى إضعاف حجم التداول في السوق المالية.

ثالثا: سوق الأوراق المالية في فرنسا

تضم البورصات الفرنسية سبع بورصات هي: بارس، بوردو، ليل، ليون، مارسيليا، نانسي، ونانت، وهذه البورصات تمثل نظاما متكاملا وتخضع لنفس السلطات ولنفس قواعد النشر، ويتم المتاجرة فيها تحت نظام إلكتروني مركزي يعرف باسم CAC، الذي يمكن كل أعضاء شركات البورصة من المتاجرة بالأوراق المالية في فرنسا. ولا تعتبر البورصة الفرنسية جذابة للإستثمارات الدولية، لذلك إتخذت الحكومة الفرنسية مجموعة من الإجراءات لتدويل أسواقها الفرنسية نذكر من بينها مايلي:²

- تبسيط إجراءات تداول الأوراق المالية؛
- زيادة كفاءة المقاصة بالبورصة؛
- زيادة ثقة المستثمرين بالبورصة؛
- تخفيض الرسوم والضرائب على الأوراق المالية؛
- زيادة ساعات التداول؛
- جذب الإستثمارات الدولية.

وتتم العمليات على الأوراق المالية في بورصة باريس عن طريق الشركات أعضاء البورصة الذين يطلق عليهم إسم: *Societies de bourse* ، وفي السوق الفرنسية يمكن نشر الأوراق المالية في بورصة واحدة فقط من ضمن السبع بورصات. وابتداءا من 1988 حدث تطور جوهري في هيكل الوسطاء والهيئات المالية قامت على أساسه أربع تنظيمات تمثل الإطار العام للسوق وهي:³

- شركات البورصة (السماسة والمتعاملين).

¹ - بوكساني رشيد، مرجع سابق، ص 106.

² - رسمية أحمد أبو موسى، مرجع سابق، ص 52.

³ - عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص: أسواق المال: بنوك تجارية، أسواق الأوراق المالية، شركات تأمين، شركات إستثمار ، مرجع سابق، ص

- مجلس بورصات الأوراق المالية (ويمثل السلطة المشرفة على السوق).
- شركات البورصات الفرنسية (وتقوم بتنفيذ قرارات مجلس البورصات، وإجراء عمليات المقاصة بين أعضاء البورصة).
- هيئة عمليات البورصة ومهمتها الرقابة على المعلومات المنشورة، حماية المستثمرين، ومراقبة صحة المعاملات.

رابعاً: الأسواق المالية الأوروبية الأخرى

إلى جانب البورصات الإنجليزية والألمانية والفرنسية، تتواجد على مستوى معظم الدول الأوروبية الصناعية بورصات مهمة أخرى، نذكر من بينها مايلي:¹

أ) **البورصات الهولندية:** تعتبر بورصة أمستردام البورصة الرسمية في هولندا، وهي بورصة صغيرة، حيث يسجل فيها حوالي 2500-3000 ورقة مالية فقط، وهي تجذب المقرضين والمستثمرين في هولندا، كما ظهرت أول سوق أوروبية للخيارات فيها. وقد شهدت البورصة تطورات عديدة أهمها فرض شروط ومواصفات نمطية على عمليات التداول والإقلال من الرقابة الحكومية مما جعلها سوقاً مرغوبة للمستثمرين الأجانب.

ب) **البورصات السويسرية:** تعتبر سويسرا سوقاً مفتوحة للمستثمرين والمقرضين الأجانب داخل وخارج سويسرا، ويشترط فيها أن تزيد القيمة الإسمية للأسهم المسجلة في البورصة عن مليون فرنك سويسري. ويوجد في سويسرا ثلاث بورصات للأوراق المالية هي: زيوريخ، بازل، جنيف، حيث تتمتع بورصة زيوريخ بحوالي 60% من تداول الأوراق المالية.

ج) **البورصات الإسبانية:** يوجد في إسبانيا أربع بورصات تتوزع في كل من مدريد، برشلونة، نيليا، وفالنسيا. وتعتبر بورصة إسبانيا أصغر بورصات أوروبا، حيث تعاني من السيولة وتركز التداول في 10 أسهم من أصل 433 سهماً، وانخفاض معدل دوران التداول لغالبية الأسهم.

د) **البورصات البلجيكية:** ويتم التداول في أربع بورصات هي: بروكسل، أنتورب، جنت، لياج، وهذه البورصات هي من أقل بورصات الأوراق المالية جذبا للمستثمر الأجنبي، وتتركز المعاملات في السندات ذات العائد الثابت، وهي محدودة على مواطني الإتحاد الأوروبي فقط.

هـ) **البورصات الإيطالية:** يوجد في إيطاليا 10 بورصات للأوراق المالية، إلا أن التداول محدود جدا في هذه البورصات، ويتركز نشاط تلك البورصات في الأسهم المحلية، ويقل التعامل في الأوراق المالية الدولية، كما يقل الإفصاح المالي في بورصات إيطاليا، وهي تحتاج إلى التطوير والتجديد.

¹ - رسمية أحمد أبو موسى، مرجع سابق، ص53.

و) **بورصات ليكسمبورج:** تعتبر لوكسمبورج من أكبر أسواق المال الأوروبية جذبا للسندات الأوروبية، ويقتصر التعامل في أسواق المال في لوكسمبورج على البنوك، مع تقييد حريات الوكلاء الماليين، ولا توجد فيها ضرائب على الإستثمارات الأجنبية.

المطلب الثالث: الأسواق المالية في اليابان

تعتبر السوق المالية اليابانية من أهم المراكز المالية العالمية والتي تعكس مكانة الإقتصاد الياباني بين الإقتصاديات الأخرى. بحيث تتجاوز قيمة رسملة تعاملاتها حجم البورصات الأوروبية مجتمعة. ومن خلال هذا المطلب سنحاول التعرف على نشأة وتطور السوق المالية اليابانية وخصائصها.

أولاً: نشأة وتطور السوق المالية اليابانية

تم إنشاء أول بورصة في اليابان بطوكيو ولوزاكا، وكانت السندات الحكومية هي الأوراق المالية الوحيدة في التداول بتلك البورصات آنذاك، وقد أدى التطور الإقتصادي في اليابان خلال الفترة 1868-1913 إلى قيام البورصات بدور أساسي في توفير التمويل اللازم للصناعة إبتداء من عام 1930، وفي عام 1949 قامت اليابان بتطوير بورصاتها على النسق الأمريكي، وكانت بورصة طوكيو ولوزاكا ونابويا من أول البورصات اليابانية تطورا أو تحديثا عام 1961.¹

وقد شهدت بورصة طوكيو إرتفاعا مستمرا وسريعا منذ بداية السبعينات، وهو ما صاحب الأداء المرتفع للشركات اليابانية ومن ثم إنخفاض معدل التضخم وظهر فائض في الميزان التجاري، ترتب على ذلك مغالاة في الأسعار بالبورصة، مما أدى إلى انهيار في أبريل 1990 (-53%)، مالبت أن تبعه إهتبار آخر مع حرب الخليج (-43%).² ويتم تداول أسهم الشركات اليابانية في ثمان بورصات محلية هي بورصات: طوكيو، أوزاكا، نابويا، هيروشيما، نياجاتا، فوكوما، كيوتو، و سايبورو.³

وحصل التطور السريع الذي عرفته السوق المالية اليابانية على المستوى الدولي في اتجاهين مختلفين هما:⁴

أ) **الإتجاه نحو الخارج:** كان قد بدأ منذ مطلع الستينيات، وقد حدث بواسطة *American depositary Receipts A.D.R*، على إثر الطلب الملح للشركات اليابانية الحريضة على رفع إعتبارها عبر تسعير أوراقها المالية في البورصات الأمريكية، وهذه الصيغة قد أقرتها وزارة المالية اليابانية في عام 1961، ثم توسعت هذه الصيغة لكي تطل الأسواق الأوروبية، وعلى وجه الخصوص سوق اليورو- دولار، وحتى هذا الحين تقوم *A.D.R* بعشرات الإصدارات السنوية لصالح الشركات اليابانية.

¹ - بوكساني رشيد، مرجع سابق، ص 107.

² - عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص: أسواق المال: بنوك تجارية، أسواق الأوراق المالية، شركات تأمين، شركات إستثمار ، مرجع سابق، ص 262.

³ - رسمية أحمد أبو موسى، مرجع سابق، ص 60.

⁴ - بوكساني رشيد، مرجع سابق، ص 108.

في عام 1971 حصل المستثمرون اليابانيون الفرديون على إذن شراء قيم أجنبية مسعرة في البورصات الخارجية، ومنذ عام 1981 سمح بإصدار سندات مضمونة وأسهم في التداول.

ولا يزال عدد الشركات اليابانية في تصاعد، حيث تقوم بإصدار سندات بالفرنك السويسري، الدولار، واليورو، كما أن البنوك اليابانية أصبحت فاعلة أكثر فأكثر في الأسواق المالية الدولية.

وفي عام 1961 كانت هناك ستة (06) بنوك يابانية تمارس نشاطها خارج اليابان عبر حوالي ثلاثين فرعاً ومكتباً تمثيلية، في حين أنه في نهاية السبعينيات أصبح عدد البنوك في الخارج 23 بنكا، تمارس نشاطها عبر 131 فرعاً، هذا الارتفاع في عدد البنوك اليابانية- التي تمارس نشاطها خارج اليابان- تواصل أيضاً بإطراد خلال العقدين الأخيرين، ومن جهتها ضاعفت بيوت الأوراق المالية اليابانية من عدد فروعها، وبرهنت عن ميل واضح للتعاون مع مؤسسات مالية أجنبية في مسارها، وعلى غرار المصارف كانت الإستثمارات الصناعية في الخارج التي تقوم بها الشركات اليابانية في تزايد مستمر.

وابتداءً من عام 1965 حافظت بيوت الأوراق المالية اليابانية الأربعة على مكائنتها في الولايات المتحدة الأمريكية وأوروبا، ومنذ بداية السبعينيات فتحت أيضاً تلك البيوت مكاتب لها في هونغ كونغ وسنغافورة والبحرين، ولوحظ أنها كانت تحقق خلال الثمانينيات حوالي 10% من مداخيلها نتيجة عمليات خارجية، وما يشار إليه أن البيت المالي الياباني الأكثر أهمية أصبح عضواً في بورصة نيويورك بدءاً من عام 1981.

ب) **الإتجاه نحو الداخل:** ظهرت معالم تدويل السوق باتجاه الداخل منذ عام 1970 وذلك من خلال إصدار سندات أجنبية بالين، وكذلك من خلال توجه المستثمرين الأجانب إلى السوق الداخلية اليابانية بغية الإستثمار المباشر أو غير المباشر. وفي نهاية عام 1973 قررت بورصة طوكيو قبول تسعير إصدارات الأسهم الأجنبية.

وما تجدر الإشارة إليه أنه خلال عام 1980 تم تبادل ما قيمته 7000 مليار من الأوراق المالية الأجنبية 86% كانت سندات و14% كانت أسهماً، والإبتكار الهام الذي حدث في عام 1982 تمثل في بيع المصارف وبيوت الأوراق المالية للأوراق التجارية وشهادات الإيداع الأجنبية التي يقوم بشرائها المستثمرون اليابانيون، وبذلك تم فتح الأسواق النقدية المالية الأجنبية أمام رؤوس الأموال اليابانية القصيرة الأجل.

وردًا على تدويل سوق الأوراق المالية باتجاه الداخل حصلت العديد من بيوت الأوراق المالية الأجنبية منذ عام 1972 على إذن بفتح فروع لها في اليابان، كما أن أحدها قد استطاع في منتصف الثمانينيات أن يصبح عضواً في بورصة طوكيو.

ثانيا: أهم خصائص البورصات اليابانية

تتميز البورصات اليابانية بالعديد من الخصائص نذكر منها مايلي:¹

- إنخفاض المخاطر؛
- تنوع الأوراق المالية المتداولة في البورصة؛
- إتجاه متزايد نحو تسجيل وتداول الأوراق المالية الأجنبية؛
- إتصالات فعالة بين البورصات اليابانية والبورصات الدولية؛
- إستقرار التداول في البورصات اليابانية؛
- زيادة عدد الشركات المسجلة؛
- إنتشار الوعي الإستثماري؛
- إتساع قاعدة الوعي الإدخاري لدى اليابانيين؛
- تحديد وتطوير أدوات البورصات اليابانية؛
- تدويل البورصات اليابانية؛
- الإهتمام بالأداء الإقتصادي للدول المتقدمة؛
- تطوير أدوات السوق الدولي والقانوني؛
- مكنة العمليات في البورصة بالحواسيب المتقدمة؛
- وضع شروط للوسطاء الماليين بالبورصات اليابانية؛
- بناء شبكة معلومات لتداول الأوراق المالية؛
- تحسين شروط تسجيل الشركات اليابانية؛
- تطوير أسواق السندات؛
- الإهتمام بأسواق العملات الأجنبية.

¹ - رسمية أحمد أبو موسى، مرجع سابق، ص60.

المبحث الرابع: خصائص الأسواق المالية في الدول الناشئة والعربية

تختلف الأسواق المالية في الدول الناشئة والعربية عن نظيرتها في الدول المتقدمة، فهي تعبر بوضوح عن مستوى النمو الإقتصادي الذي وصلت إليه هذه الدول. غير أن توفر وسائل الإتصالات وتدفق المعلومات ساهم في رفع نشاط هذه الأسواق، وأصبحت تمثل مكانا جاذبا للإستثمارات والتدفقات المالية. ومن خلال هذا المبحث سنحاول التعرف على أهم خصائص ومميزات الأسواق المالية في كل من الدول الناشئة والعربية.

المطلب الأول: مميزات الأسواق المالية في الدول الناشئة

يطلق على الأسواق المتواجدة في الدول الناشئة أسواقا مالية ناشئة هي الأخرى، وهذا للدلالة على امتلاك هذه الأسواق لفرص حقيقية للنمو والتطور مستقبلا، رغم تواجدها في مناطق أقل نموا وتقدما من الدول الصناعية الكبرى. وستعرض في هذا المطلب إلى مفهوم وخصائص الأسواق المالية الناشئة، بالإضافة إلى أمثلة عن هذه الأسواق في العالم.

أولاً: تعريف الأسواق المالية الناشئة¹

يمكن تعريف الأسواق المالية الناشئة على أنها "الأسواق في الدول منخفضة ومتوسطة النمو، والتي بدأت عمليات التغير والنمو في الحجم والتعدد، وهي تتمتع بقدرات متعددة لمواصلة النمو والتقدم". كما يمكن أن ينصرف لفظ - سوق ناشئة- لسوق الأوراق المالية في أي اقتصاد نام بصرف النظر عن درجة نمو السوق بحد ذاتها، ويرجع ذلك إلى أن نمو سوق المال يرتبط بصورة قوية بدرجة نمو الإقتصاد المعني. ويستخدم خبراء مؤسسة التمويل الدولية هذا المفهوم للربط بين تصنيف سوق المال وتصنيف الإقتصاد نفسه، فحتى لو كانت السوق منظمة وتعمل بكفاءة سيطلق عليها ناشئة ما دامت الدولة أو الإقتصاد ما زال ناميا.

ويمكن أن يطلق على سوق الأوراق المالية في أية دولة لفظ سوق ناشئة إذا انطبق عليها على الأقل

أحد المعيارين التاليين:

- إذا تواجدت هذه السوق في اقتصاد نام؛
- إذا كانت السوق بصدد النمو.

تختلف أسواق الأوراق المالية الناشئة من دولة نامية لأخرى، ويتمثل هذا الاختلاف في عدد الشركات المسجلة فيها، عدد الشركات الجديدة، القيمة السوقية للأسهم...، ويرجع هذا الاختلاف في الأسواق الناشئة إلى الاختلاف في مقومات البيئة الإقتصادية والتمويلية في الدول النامية، والتي تتمثل أهم مكوناتها فيما يلي:

¹ - جمال الدين سحنون: شروط بروز أسواق الأوراق المالية دراسة مقارنة لدول مصر، تونس والجزائر. أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه العلوم في العلوم الاقتصادية، فرع: النقود والمالية، جامعة الجزائر، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، السنة الجامعية 2007-2008. ص43.

- دور وحجم القطاع الخاص؛
- قدرة المستثمر الأجنبي على الوصول إلى السوق؛
- دور مصادر التمويل البديلة؛
- الوضع المؤسسي والإشراف والإفصاح والترتيبات القائمة؛
- الإطار التشريعي والتنظيمي الذي يحكم الإستثمار المحلي والأجنبي.

ثانيا: خصائص الأسواق المالية الناشئة¹

تقدم الأسواق المالية الناشئة للمستثمرين من الدول المتقدمة فرصة تحقيق عوائد أعلى وتنوع أكبر مما هو متاح لهم في أسواقهم المحلية أو المتقدمة، وذلك راجع للمنافع التي يمكن إيجادها في هذه الأسواق من خلال إستثمارهم فيها، غير أن الأسواق الناشئة لا تخلو من المخاطر التي يمكن التعرض إليها.

أ) المنافع والمزايا:

تمثل المزايا والمنافع التي يمكن أن يجدها المستثمرون في الأسواق الناشئة فيما يلي:

❖ الاستفادة من النمو الإقتصادي في الدول النامية: إن معدلات النمو التي تحققها الإقتصاديات في الدول النامية تعد عامل تحفيز بالنسبة للمستثمرين في الأسواق الناشئة الذين يهدفون إلى تحقيق عوائد أكبر. فتسارع النشاط الاقتصادي وزيادة الثروة وكذا التحسين في المستوى المعيشي في هذه الدول من شأنه أن يزيد في الطلب الإستهلاكي المحلي وفرص العمل بمعدلات غير مسبوقه مع تحسن في الأداء لأسواق الأسهم.

إن الأسواق المالية الناشئة تحقق أداء أفضل من الأسواق المتقدمة بسبب معدلات النمو الإقتصادي الأعلى، وذلك حسب التقارير التي يعدها صندوق النقد الدولي. وقد وفرت بعض الأسواق عائدا أعلى من أسواق الأوراق المالية في الدول المتقدمة، ويتوقع أن يستثمر هذا التقدم في المستقبل إلى أن يتجاوز العائد المتوقع للإستثمار في أسهم الأسواق الناشئة مقارنة مع نظيرتها في الأسواق المتقدمة.

❖ التنوع في المحفظة الاستثمارية: إن التنوع في المحفظة الإستثمارية يهدف من خلاله المستثمر إلى التنوع في المخاطر التي يمكن أن يتعرض لها من خلال إستثماره كل أمواله في ورقة مالية واحدة، لهذا يمكن اعتبار التنوع من العناصر الرئيسية في استراتيجية الإستثمار الدولي، إذ أن تنوع الأصول بين الدول وعلى العديد من الأوراق المالية يؤدي إلى الحد من التقلبات وبالتالي إنقاص المخاطرة من دون الحد من إمكانيات العوائد.

وقد أوضح بعض الاقتصاديين إلى أن فوائد التنوع الإستثماري بين الأوراق المالية في الدول المتقدمة قد تضاءلت بشكل كبير وهذا راجع إلى زيادة التكامل والإعتماد المتبادل بين هذه الأسواق، في

¹ - جمال الدين سحنون، مرجع سابق، ص 45.

الوقت الذي نجد أن درجة الارتباط بين الأسواق الناشئة وأسواق الدول المتقدمة ضعيفة لذا فإن توجيه جزء من موارد محفظة الأوراق الإستثمارية إلى الأسواق الناشئة يؤدي إلى الإستفادة من مزايا التنوع الدولي. أما السوق المالية الناشئة الواحدة فتميل إلى أن تكون حركتها مستقلة عن الأسواق الناشئة الأخرى، وبذلك تتوفر ميزة كبيرة تسمح بتنوع المحفظة الإستثمارية في أكثر من سوق ناشئة عوضاً عن الإعتماد على سوق ناشئة واحدة أو على الأسواق المتقدمة وحدها، مما يؤدي إلى تحقيق درجة أكبر من التنوع.

ب) مخاطر الإستثمار في الأسواق الناشئة:

إن الإستثمارات بصفة عامة تتعرض إلى العديد من المخاطر، فسواء كانت هذه الأسواق متقدمة أو ناشئة فكلاهما يتعرض إلى هذه المخاطر. إلا أن الأسواق الناشئة تنفرد ببعض المخاطر التي تكون أكثر وضوحاً فيها، ويمكن تحديد هذه المخاطر على النحو التالي: التقلبات، مخاطر المعلومات والتكاليف الإدارية، إعادة رأس المال إلى البلد الأصلي، مخاطر السيولة، مخاطر العملات، المخاطر السياسية.

❖ التقلبات : تعبر التقلبات عن درجة الإنحرافات عن التقديرات المتوقعة خلال السنة والمعدة على أساس عوائد السوق. فحسب العديد من الإقتصاديين فإن انخفاض مؤشر هذه التقلبات يشير إلى مدى نضج وتقدم هذه السوق، وتعد الأسواق الناشئة أكثر تقلباً بوجه عام من معظم الأسواق المتقدمة، وتعود تقلبات أسعار الأوراق المالية في الأسواق الناشئة إلى الأسباب التالية:

- عدم وجود الآليات المؤسسية المتاحة في الأسواق المتقدمة التي تحد من المضاربات لدى الأسواق الناشئة؛
- إعتماد بعض اقتصاديات الدول الناشئة بدرجة كبيرة على مجموعة صغيرة من الصادرات السلعية والقطاعات الصناعية، أي افتقارها للتنوع؛
- الضآلة النسبية في هذه الأسواق بحيث أن انحصار التداول في بعض الأوراق المالية بشكل كبير بإمكانه التأثير في مؤشر السوق في حالة الأوضاع السيئة لهذه الأوراق المالية.

❖ المعلومات والتكاليف الإدارية : يعود إرتفاع تكاليف الإستثمار في الأسواق الناشئة مقارنة مع الأسواق المتقدمة إلى ارتفاع التكاليف الخاصة بالإستثمار في الأوراق المالية مثل ارتفاع عمولات السماسرة ورسوم الضريبة المفروضة على قيمة التعامل، فهذا راجع إلى نقص المنافسة في هذه الأسواق بسبب قلة السماسرة وبيوت الحفظ. كما يمكن لعدم تطبيق معايير المحاسبة الدولية وشروط الإفصاح وكذا القواعد التنظيمية أن يحدث مخاطر إدارية، وهذه الأوضاع يمكن إيجادها بشكل خاص في الأسواق الناشئة.

❖ إعادة رأس المال إلى البلد الأصلي : بالرغم من أن الدول النامية تحاول تطبيق سياسة الإنفتاح الإقتصادي أمام الإستثمارات الأجنبية وبالتالي إنفتاح أسواقها أمام هذه الإستثمارات، إلا أنها ما زالت

تضع قيوداً شديدة على دخول وخروج رؤوس الأموال الأجنبية، أو على حركة العملات الأجنبية، الشيء الذي يُصعب تحويل الأموال إلى داخل وخارج الدولة، غير أن بعض الدول بدأت تعمل على التخفيض من هذه القيود مع احتفاظها ببعض منها كتحديد نسبة المستثمر الأجنبي في رأسمال مؤسسة ما.

❖ مخاطر السيولة: إن الأسواق الناشئة قد تقل فيها درجة السيولة مقارنة مع الأسواق المتقدمة، فهناك نسبة كبيرة من الأسهم المسجلة في البورصة قد لا تكون متاحة للتداول بسبب طبيعة ملكيتها أي أنها ملك للحكومة أو للعائلات، فانخفاض حجم التداول وانخفاض حجم السيولة يعني أن المستثمرين قد لا يتمكنون من البيع أو الشراء بالسعر المطلوب عندما يرغبون في ذلك، لهذا فقد يضطر مالكي الأسهم إلى الإعراض عن عرض أسهمهم ويفضلون الإبقاء على ملكيتهم لها وبالتالي الإبقاء على حقوقهم في إدارة المشروع. كما أن المستثمرين الذين يرغبون في الخروج من السوق قد يتعرضون إلى ضغط سعري كبير.

❖ مخاطر العملات: يمكن أن تكون تشكيلة محفظة الأوراق المالية متضمنة لأوراق مالية مقومة بالعملات الأجنبية، وبالتالي فهي معرضة لمخاطر سعر الصرف، فاحتمال إنخفاض العملة التي يتم تقويم الإستثمار بها يؤدي إلى انخفاض العائدات مقارنة مع حالة تقويمها بالعملة الأصلية للمستثمر، والعكس صحيح في حالة إرتفاع قيمة العملة التي يتم تقويم الإستثمار بها. كما أن عدم الإستقرار الإقتصادي ووجود معدلات مرتفعة من التضخم قد يرفع من مخاطر تقلبات العملة في كثير من الأسواق الناشئة، مما يؤدي إلى خفض قيمة العملة، ومن ثم توقع تعرض الإستثمارات الأجنبية لخسائر نتيجة إنخفاض قيمة العملة المحلية. فالمستويات المرتفعة من التضخم عندما تتزامن مع الإنخفاض في مؤشر السوق تؤدي إلى تآكل شديد لمحفظة المستثمرين، ما يمكن أن نلمسه بشكل ملحوظ خاصة في العديد من الأسواق الناشئة.

❖ المخاطر السياسية: إن الحروب والإنقلابات العسكرية والتدخلات المتعددة للحكومة في شؤون الإقتصاد بشكل عام وسوق البورصة بشكل خاص عن طريق إتخاذها لبعض التدابير المعاكسة التي تؤثر في البورصة، وكذا فساد الموظفين الذي يشجع الرشوة خاصة في أوقات المراحل الإنتقالية والتغيرات السياسية والإقتصادية، كل هذا بإمكانه أن يؤدي بالمستثمرين إلى الشعور بعدم الإستقرار السياسي ومن ثم العدول عن الإستثمار في هذه الأسواق.

ثالثاً: أمثلة عن البورصات الناشئة

لقد أخذت أسواق الأوراق المالية تنشأ في البلدان النامية وفي الإقتصاديات التي تمر بمرحلة بناء لاقتصادياتها في جميع أنحاء العالم، ومع قيام حكومات هذه الدول بإجراء إصلاحات كلية ومؤسسية، أخذ المستثمرون الدوليون يكتسبون ثقة في الأسواق الجديدة ويوجهون إليها تدفقات رؤوس الأموال. ففي جوان 1993 لم تكن أسواق الأوراق المالية التي تحتل قمة الأداء في العالم هي أسواق الولايات المتحدة أو اليابان أو

ألمانيا، وإنما كانت أسواق تركيا (التي ارتفع الأداء فيها بنسبة 111% مقاسا بالدولار الأمريكي) والبرازيل (التي ارتفع الأداء فيها بنسبة 83%) وأندونيسيا (التي ارتفع الأداء فيها بنسبة 29%)، أما أسواق هونغ كونغ وسنغافورة والفلبين فقد أسفرت عن أداء ذي عائد مرتفع من حيث الدولار الأمريكي.¹

وقد تطورت معظم الأسواق في أواخر عقد السبعينيات وأوائل عقد الثمانينيات، باعتبارها جزءا من عملية التنمية التي جرت في كثير من البلدان، ولكن لم يبدأ قبولها في السوق العالمية إلا منذ نهاية الثمانينيات وبداية التسعينيات. أما الأسواق المبكرة التي اتصفت بانخفاض السيولة والتقلب الشديد والكفاءة المنخفضة فقد غدت نشيطة بصورة معتبرة بسبب ما تحقق فيها من زيادات في أنواع الأوراق المالية وأحجامها، وبسبب السياسات الاقتصادية الكلية المطبقة من طرف الحكومات والأدعى إلى الاستقرار، وبسبب الإقلال من اللوائح القانونية، مما يعزز سهولة الحصول على المعلومات الاستثمارية.

وقد أخذت أسواق الأوراق المالية التي هي في طور التكوين والتي لها نفس الخصائص تنشأ في جميع أنحاء العالم النامي، ومن بينها نذكر مايلي:

أ) **البورصات الآسيوية:** فقد ظهرت في القارة الآسيوية العديد من البورصات الناشئة، نذكر أهمها فيما يلي:

❖ **بورصة كوريا الجنوبية:** والتي أنشئت عام 1956 وكانت أساسا في البداية سوقا للسندات الحكومية لا لأسهم الشركات، ولم تظهر سندات الشركات إلا في عام 1972. وبفعل التدابير السياسية، فقد اتسعت سوق الأوراق المالية كثيرا في المدة 1971 إلى 1978، حيث زاد عدد الشركات المسجلة سبع مرات وزاد مؤشر أسعار الأوراق المالية المركب نحو ست مرات، وزاد إجمالي القيمة السوقية للأوراق المسجلة في البورصة الكورية من 3% من إجمالي الناتج الوطني في 1971 إلى 12% في 1978. وفيما بين 1984 و 1988، شهدت سوق الأوراق المالية الكورية ازدهارا مثيرا، وزاد المؤشر المركب بأكثر من سبعة أمثاله.²

❖ **بورصة هونغ كونغ:** ومؤشرها "هانج سانج" للأسهم، ومستقبلها مرتبط بالعلاقات الصينية البريطانية فيما يتعلق بالشكل القانوني لهونغ كونغ، وبصفة عامة فهذه البورصة تتمتع بالديناميكية.

❖ **بورصة أندونيسيا:** بدأت أولى محاولات الحكومة الأندونيسية لإحياء سوق الأوراق المالية عام 1972 وذلك بمساعدة كل من هولندا ومنظمة التمويل الدولية (IFC). وقد دبت الحياة فيها عام 1989،

¹ - مايكل ج. بابايوانو، لورنس ك. ديوك: تدويل أسواق الأوراق المالية الناشئة مجلة التمويل والتنمية، سبتمبر 1993، المجلد 30، العدد 3. ص36.

² - مالتو ماهر: نمو سوق رأس المال الكورية. مجلة التمويل والتنمية، يونيو - حزيران 1990/ المجلد 27، رقم 2. ص42.

ومنذ بداية تسعينيات القرن الماضي كان نمو السوق محسوسا من جميع النواحي كعدد الشركات المسجلة، وقيمة رأس مال السوق، وحجم التعامل، وعدد شركات الأوراق المالية.¹

❖ بورصة ماليزيا : لقد بدأ الاتجاه نحو إنشاء بورصة منظمة للأوراق المالية في ماليزيا منذ عام 1930 حينما تم إنشاء اتحاد لحائزي الأوراق المالية، غير أن تشكيل بورصة الأوراق بالمفهوم المتعارف عليه تأخر حتى عام 1960.² وهي سوق متطورة وواسعة لرأس المال بصفة عامة، وسوق للأسهم بصفة خاصة، ويعتبر كثير من المستثمرين هذه السوق واحدة من أكثر الأسواق العالمية الناشئة حركة في العالم، بالرغم من أنها ظلت غير ظاهرة مقارنة بجيرانها (هونغ كونغ، تايلندا، سنغافورة)، وهي تعاني من السيولة.³

❖ بورصة الهند : وهي تمثل أيضا سوقا ذات احتمالات نمو واسعة وقد تم إنشاء أول شركة استثمار أجنبية للعمل في سوق الأسهم الهندية، كذلك يعمل صندوق القروض الهندية المسجل في "برمودا" على التعامل في أسهم 6000 شركة هندية مسجلة للتعامل الأجنبي بقيمة سوقية تبلغ نحو 60 مليار دولار. غير أن السوق الهندية الناشئة تعاني من المتاعب، حيث أنها مصممة لصغار المستثمرين وليس للصناديق الكبيرة، ومع ذلك فإن الهند تمثل احتمالا استثماريا رابجا.

(ب) بورصات أمريكا اللاتينية: حيث ظهرت على مستوى قارة أمريكا اللاتينية بعض الأسواق المالية الناشئة، ومن بينها يمكن ذكر مايلي:⁴

❖ بورصة جامايكا : وهي تعد من الدول النامية، ومثالا واضحا لتطور سوق رأس المال خلال عقد الثمانينيات بصفة عامة والنصف الأخير منه بصفة خاصة. ويعزى ذلك إلى السياسات الإصلاحية التي تبناها حكومة جامايكا، وتنفيذ برامج التخصيص مع بداية الثمانينات والجدية والفاعلية في التنفيذ مع نهاية هذا العقد. وأنشئت هذه السوق عام 1968، وتعد تجربة جامايكا من التجارب المفيدة في آثارها الديناميكية على بورصة الأوراق المالية.

❖ بورصة البرازيل : ويلاحظ استمرار ارتفاع مؤشر بورصتها ضمانا للمستثمرين وتحقيقا لعوائد مجزية.

❖ بورصة شيلي : وقد نجحت في السيطرة على التضخم، كما تتمتع بمناخ سياسي مستقر، وتستفيد من إقبال مستثمري الولايات المتحدة عليها.

1 - عاطف وليم أندراوس: أسواق الأوراق المالية بين ضروريات التحول الإقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطويرها . دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2007. ص 294.

2 - عاطف وليم أندراوس، مرجع سابق، ص 379.

3 - رسمية أحمد أبو موسى، مرجع سابق، ص 65.

4 - رسمية أحمد أبو موسى، مرجع سابق، ص 66.

إلى جانب هذه الأسواق، بدأت بورصات أخرى في النمو في القارة الأوروبية مثل بورصة تركيا، وفي اقتصاديات التخطيط المركزي السابق في أوروبا الشرقية والاتحاد السوفياتي وبصورة أخص في بلغاريا وجمهورية التشيك وروسيا وأكرانيا ودول البلطيق.

المطلب الثاني: الأسواق المالية في الدول العربية

تعد الدول العربية حديثة العهد بالأسواق المالية (باستثناء بورصة الإسكندرية وطم القاهرة)، حيث لم تركز على الإستثمارات في الأوراق المالية وبشكل منظم حتى بداية السبعينيات من القرن الماضي، فبدأت تشهد بعد ذلك بروزا لافتا لدور أسواقها المالية داخل الإقتصاد. وسنحاول في هذا المطلب التعرف على هيكل وخصائص الأسواق المالية في الدول العربية وأهم هذه الأسواق.

أولا: هيكل الأسواق المالية العربية

اتخذت الدول العربية خلال الأعوام الأخيرة سلسلة من الإجراءات والسياسات الرامية إلى تطوير الأسواق المالية المحلية، واستهدفت تلك السياسات بشكل أساسي تحسين مناخ الإستثمار، تصحيح الإطار التشريعي لنشاط تلك الأسواق، بالإضافة إلى استصدار قوانين شاملة ذات أهمية منسجمة ومشاهدة لتلك المعمول بها في دول أخرى. وقد تمثلت أهداف تلك السياسات في حشد المدخرات المحلية وتوجيهها للإستفادة من فرض الإستثمار بالأسهم والسندات في كل من القطاع العام والقطاع الخاص، وتيسير عملية التمويل للمشاريع الجديدة، فضلا عن توسيع رقعة ملكية الشركات المساهمة من خلال التوزيع العريض لتملك وتداول الأسهم بين الجمهور.¹

ولكن على الرغم من ذلك، فإن معظم الدول العربية لم تتمكن بعد من تحقيق الأهداف المرجوة من تطوير أسواق رأس المال لديها، بحيث مازالت تعاني من مشاكل عدم الإستقرار في نوعية الإستراتيجية التنموية المتبعة والحاجة إلى تطوير هيكلها الإقتصادية والإستثمارية وأطرها القانونية والتشريعية المعمول بها.

و رغم تطور أسواق الأوراق المالية في عدة دول عربية، إلا أنها لا زالت تعاني من صغر الحجم وضعف التنظيم ولا تعبر عن القدرات الكامنة. بحيث تعتبر أسواق الأوراق المالية في الكثير من الدول العربية حديثة في حد ذاتها، وحتى الأسواق التي يرجع تاريخ إنشائها لفترة ما قبل الإستقلال (تونس، مصر، والمغرب) لم يبرز دورها إلى حيز الوجود ويتخذ المكانة المنوطة به ضمن النظم المالية المحلية إلا مؤخرا. وعلى الرغم من أن الوعي بفرص الإستثمار في الأوراق المالية أخذ بالتطور التدريجي في كافة الدول العربية، إلا أنه لم يتبلور بعد في شكل قاعدة متنامية وواعية وملتزمة من المستثمرين إلا في قلة من الدول. هذا وتعد أسواق الأوراق المالية العربية صغيرة للغاية مقارنة بما هو عليه الحال في بقية دول العالم ولا تتمتع بالعمق والكفاءة والتنظيم بشكل يؤهلها

¹ - حسان خضر: تحليل الأسواق المالية . المعهد العربي للتخطيط بالكويت، سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الأقطار العربية، العدد السابع والعشرون - مارس /آذار 2004، السنة الثالثة، ص13.

لأن تنافس الأسواق الإقليمية الأخرى أو الدولية في جذب الإستثمارات. كما أن حجم نشاط الدول والقيمة الرأسمالية في معظم الأسواق المالية العربية لا تعبر عن القدرات الكامنة التي يمكن أن تحققها هذه الأسواق، خاصة بالنسبة للدول التي تنفذ برامج تصحيح إقتصادي شامل للسياسات المالية وتخصيص شركات القطاع العام.¹

ثانيا: السمات المشتركة للأسواق المالية في الدول العربية

- تتشارك الأسواق المالية في الدول العربية في العديد من السمات والخصائص نذكر منها مايلي:²
- إن دور الأسواق المالية العربية ضعيف ضمن اقتصادياتها الوطنية، وإن معدلات نموها لازالت منخفضة مقارنة بتعاطم قيمة الإستثمارات في الأسواق المالية العالمية، والتي شهدت خلال عشر سنوات مثلا إبتداء من منتصف ثمانينيات القرن الماضي زيادة قدرت بأكثر من 11 مرة؛
 - إن تنظيمات الأسواق المالية في الدول العربية وآليات العمل فيها وأساليب الإتصال ومتابعة وتحليل المعلومات على مدار الساعة لازالت دون المستوى المطلوب؛
 - تركز الأسواق المالية في الدول العربية على الأسهم والسندات وهي لازالت بعيدة عن تنويع الأدوات الإستثمارية وخاصة بالنسبة للأدوات النقدية والمشتقات؛
 - إن ضيق الأسواق مع الرقابة الحكومية قد ساعدا على نشر المعلومات وبما يضمن (إلى حد مقبول) الشفافية داخل السوق وخاصة عندما يتم نشر الأسعار بانتظام؛
 - إن ضعف أو عدم وجود مراكز علمية بحثية متخصصة لتحليل المعلومات المالية في إطار مؤسسات الأسواق المعنية قد أسهم في أن غالبية العمليات تجري بقرارات إرتجالية أو عفوية؛
 - تشرف على الأسواق المالية في الدول العربية هيئات (أو مجالس أو لجان) تضم في عضويتها ممثلين عن جهات أو سلطات متخصصة وخاصة البنك المركزي والشركات المساهمة المسجلة ومكاتب أو شركات الوساطة وبنوك تجارية ومتخصصة ومؤسسات مالية أخرى بالإضافة إلى إتحادات الغرف التجارية والصناعية والزراعية وبعض جمعيات المتخصصين الماليين؛
 - تسيطر المضاربة على نشاطات التعامل اليومي في الأسواق المالية المعنية حيث أن غالبية المعاملات تبحث عن الأرباح السريعة من خلال التركيز على فروقات الأسعار وبشكل خاص في مجال أسهم الشركات. ويلاحظ في بعض الحالات تداول أسهم شركات لم تنته بعد إجراءات تأسيسها. وبالتالي يصبح مشتروا هذه الأسهم ضحايا ما يعرف بالشركات الوهمية؛

¹ - حسان خضرم، مرجع سابق، ص13.

² - هويشار معروف: الإستثمارات والأسواق المالية . دار صفاء للنشر والتوزيع، 2009. ص305.

- التقلب الشديد في قسم الإستثمارات الكلية من سنة إلى أخرى، وهذا ما يعكس مدى وقوع الأسواق المالية المعنية تحت طائلة المتغيرات العشوائية، حيث إن حدود التباين الواسعة أحيانا تكشف عن ارتفاع مخاطر الإستثمار في هذه الأسواق؛
- لقد اتخذت الأسواق المالية في كل من مصر والأردن والكويت خطوات جادة في العقدين الأخيرين بغرض تشديد الرقابة عن النشاطات الجارية فيها، وخاصة بالنسبة لمتابعة أعمال الوسطاء ومنع تعاملهم الشخصي في السوق مباشرة إلا بالنسبة لصانعي السوق الذين يقومون بالبيع والشراء لمخاطبتهم الإستثمارية ويعملون على توازن السوق.

ثالثا: أهم الأسواق المالية المتواجدة في الدول العربية

تتميز معظم الدول العربية بتواجد أسواق مالية تختلف بين بعضها البعض على حسب الأوضاع الإقتصادية التي تتميز بها كل دولة عن الأخرى، ويمكن التفريق بين مجموعتين من الأسواق العربية: الأسواق المالية الخليجية، والأسواق المالية العربية الأخرى.

أ) **الأسواق المالية الخليجية:** تمتلك كل دول مجلس التعاون الخليجي أسواقا مالية حديثة، يمكن إستعراضها من خلال مايلي:¹

❖ **سوق الكويت للأوراق المالية:** في عام 1976 تم إصدار أول قرار وزاري بتنظيم التعامل في الأوراق وتشكيل أول لجنة للأوراق المالية. وفي سنة 1979 صدر أول مرسوم أميري خاص بإعادة تنظيم السوق كهيئة مستقلة بواسطة إدارة تنفيذية تملك صلاحيات وضع القواعد والأحكام التنظيمية للسوق.

❖ **هيئة الأوراق المالية والسلع - الإمارات العربية المتحدة:** تم في سنة 2000 إصدار مرسوم إتحادي بإنشاء هيئة عامة تتمتع بالإستقلال الإداري والمالي وبالصلاحيات التنفيذية والرقابية تحت مسمى هيئة الأوراق المالية والسلع. وفي عام 2000 تم تأسيس سوق أبوظبي للأوراق المالية وسوق دبي المالية على شكل مؤسسات عامة محلية.

❖ **سوق الدوحة للأوراق المالية:** تأسست السوق في سنة 1995 وبدأت العمل رسميا في سنة 1977. وفي سنة 2002 تم التحول من نظام العمل اليدوي إلى مشروع التداول الإلكتروني.

❖ **سوق مسقط للأوراق المالية:** تأسست السوق عام 1997 رسميا بموجب مرسوم سلطاني، أنشئت بموجبه الهيئة العامة لسوق المال وسوق مسقط للأوراق المالية ككيان حكومي مستقل قانونيا.

¹ - محمد بن فهد العمران: الأسواق المالية في دول مجلس التعاون الخليجي (دراسة تحليلية مقارنة). اللقاء السنوي الخامس عشر لجمعية الإقتصاد السعودية بالتعاون مع هيئة السوق المالية (السوق المالية السعودية: الواقع والمأمول)، 11-13 شوال 1426هـ الموافق ل13-15 نوفمبر 2005، الرياض. ص ص3-5.

❖ سوق البحرين للأوراق المالية : تأسست السوق في عام 1987. بموجب مرسوم أميري وتم العمل بالسوق رسمياً اعتباراً من سنة 1989.

❖ السوق السعودية للأوراق المالية: في عام 1984 تم تشكيل لجنة وزارية من خلال وزارة المالية ووزارة التجارة ومؤسسة النقد تهدف إلى تنظيم وتطوير السوق، وعهدوا للمؤسسة النقد بمهمة التنظيم اليومي للسوق. وتم العمل بالسوق من خلال البنوك التجارية اعتباراً من سنة 1984، وتأسست هيئة السوق المالية في عام 2003. بموجب مرسوم ملكي.

ب) الأسواق المالية العربية الأخرى: إلى جانب الأسواق المالية في دول الخليج، تتواجد في معظم الدول العربية الأخرى أسواقاً مالية، نذكر أهمها فيما يلي:

❖ السوق المالية المصرية: تتكون سوق مصر المالية من سوقين تقع إحدهما في القاهرة والأخرى في الإسكندرية، وتدار السوقان من قبل مجلس واحد للإدارة وتخضعان لنفس الأنظمة، علماً بأن سوق الأوراق المالية في مصر أسست أولاً في الإسكندرية في العام 1883 ثم في القاهرة في العام 1898، وفي العام 1909 صدر القرار بشأن بورصة القاهرة.¹ وقد أصدرت الحكومة المصرية العديد من القوانين المنظمة لعمل السوق منذ إنشائها، ومع بداية التسعينات نجحت الحكومة في اتباع سياسات الإصلاح الاقتصادي بالاتفاق مع المؤسسات الدولية كما تم وضع سياسة مرحلية للإصلاح المالي والنقدي، حيث تم تحرير أسعار الفائدة اعتباراً من يناير 1991. كما صدر قانون سوق رأس المال رقم 95 لسنة 1992 بغرض تنشيط سوق الأوراق المالية، حيث تضمن القانون ضمان الشفافية والإفصاح عن المعلومات اللازمة لبث الثقة لدى المستثمرين في أسهم وسندات الشركات عند طرحها للإكتتاب العام.²

❖ بورصة لبنان: بعد إقفال قسري تجاوز الثلاثة عشر عاماً، أعيد فتح أبواب بورصة بيروت في العام 1996 تحت إشراف وزارة المالية، أملاً بالوصول إلى قيام أسواق مالية متطورة وحيوية، بحيث واكبت هذه البورصة التحسن في الأوضاع الاقتصادية العامة الحاصل في العام 2002. وتتميز السوق المالية اللبنانية المكونة من سوق الأسهم وأوراق الدخل الثابت بتنوع وسعة إصدارات الأوراق المالية للقطاعين العام والخاص، والمدرجة في الأسواق المحلية وأيضاً في الأسواق الدولية، مع المعدلات المرتفعة للعائد على الإستثمار في هذه الأوراق بالمقارنة مع المعدلات السائدة في المنطقة والعالم.³

¹ - هويشار معروف، مرجع سابق، ص300.

² - مجدي محمود شهاب: إقتصاديات النقود والمال : النظريات والمؤسسات النقدية، بورصة الأوراق المالية في مصر، نشأة وتطور النظام المصرفي . دار الجامعة الجديدة للنشر، الأزاريطة، الإسكندرية، 2000، ص174.

³ - أحمد سفر: المصارف والأسواق المالية التقليدية والإسلامية في البلدان العربية . المؤسسة الحديثة للكتاب، طرابلس، لبنان، 2006، ص135.

❖ سوق عمان المالية: إن ظهور سوق غير منظمة في الأردن لتداول الأوراق المالية وعن طريق مكاتب غير متخصصة قد دفع إلى التفكير الجاد في إنشاء سوق مالية في العاصمة عمان، فقام البنك المركزي خلال العامين 1975 و1976 وبالتعاون مع مؤسسة التمويل الدولية التابعة للبنك الدولي بتقييم مشروع إنشاء السوق المالية، فصدر القانون رقم 31 للعام 1976، والذي بموجبه أنشئت سوق عمان المالية والتي باشرت بنشاطها في 1/1/1978. وقد جاء الهدف المحدد في القانون هو تنمية المدخرات عن طريق تشجيع الإستثمار في الأوراق المالية وتنظيم إصدار وتداول الأوراق المالية وذلك بما يضمن شفافية التعامل وسلامته وعدالته وسهولته وسرعته.¹

❖ بورصة الخرطوم: تأسست سوق الخرطوم للأوراق المالية عام 1994 بهدف نشر الوعي الإدخاري بين الجمهور، واستقطاب المدخرات الوطنية للإستثمار في الأوراق المالية، والتي عرفها القانون بأنها أسهم الشركات المساهمة العامة والصكوك التي يمكن أن تصدرها الدولة. ويلزم القانون الشركات المساهمة العامة تقديم بيانات وإحصائيات وافية، كما ينص القانون على السماح لغير السودانيين بالإكتتاب في الأوراق المالية المصدرة في السوق الأولية وكذلك التعامل بها في السوق الثانوية.²

❖ البورصة المغربية: تأسست بورصة الدار البيضاء عام 1929، واتخذت الحكومة المغربية عدة إجراءات وخطوات لتطوير سوق الأوراق المالية منها إصدار ثلاثة قوانين بهدف تنشيط وزيادة فعالية السوق:³

الأول: ينص على إنشاء شركة مساهمة تعطى حق الإمتياز في إدارة البورصة.

الثاني: ينص على إنشاء هيئة للرقابة على نشاط البورصة.

الثالث: ينص على السماح بتأسيس صناديق الإستثمار وشركات الإستثمار ذات رأس المال المتغير. كذلك صدرت قوانين أخرى بهدف تشجيع الشركات على التسجيل في بورصة الأوراق المالية من خلال المساواة بين الضرائب المفروضة على سندات الشركات بتلك المفروضة على السندات الحكومية.

❖ بورصة الجزائر: في إطار البرنامج المتعلق بإنشاء بورصة الأوراق المالية في الجزائر قامت السلطات العمومية الجزائرية باتخاذ التدابير اللازمة التي تتعلق بالإطار القانوني. وهذه التدابير تمت ترجمتها بعد التعديلات التي طرأت على القانون التجاري سنة 1993 الذي سمح بإدراج أدوات مالية جديدة وكذا قواعد جديدة لتنظيم وتشغيل الشركات ذات الأسهم، كما تمت ترجمة هذه التدابير في نفس السنة من خلال إصدار المرسوم التشريعي رقم 10-93 المؤرخ في مايو 1993 والمتعلق ببورصة القيم المنقولة،

¹ - هويشار معروف، مرجع سابق، ص 302.

² - رسمية أحمد أبو موسى، مرجع سابق، ص 77.

³ - رسمية أحمد أبو موسى، مرجع سابق، ص 75.

الفصل الثالث:.....ترتيبات أسعار الصرف وطبيعة وخصائص الأسواق المالية في الدول المتقدمة والدول الناشئة والعربية

حيث يمثل الإطار القانوني لسوق رؤوس الأموال والذي يحدد دور وصلاحيات مختلف المتدخلين وكذا التدابير المتعلقة بالشفافية، التشغيل الجيد للسوق وحماية المستثمرين في القيم المنقولة.¹

ويمكن تمثيل تطورات الأسواق المالية العربية خلال العامين الأخيرين من خلال الجدول التالي:

الجدول (3-5): تغيرات القيمة السوقية (مليون دولار)، عدد الشركات، والحصة النسبية (%) للبورصات

العربية خلال سنتي: 2009 و 2010.

10 -4 _ر	10- 3 _ر	10 -2 _ر	10 -1 _ر	09 -4 _ر	09 -3 _ر	09 -2 _ر	09 -1 _ر		
77.081	75.916	73.828	84.387	80.20	9.53	78.87	70.21	ق.س.	أبوظبي
64	65	66	67	67	66	66	66	ع.ش.	
8.14	8.14	8.49	8.72	8.88	9.37	8.33	9.76	ح.ن.	
30.904	29.38	29.361	30.659	31.88	34.09	34.33	32.709	ق.س.	عمان
277	275	275	273	272	272	272	268	ع.ش.	
3.15	3.15	3.37	3.17	3.53	3.53	3.94	4.55	ح.ن.	
20.06	16.794	16.240	17.256	16.263	16.978	17.196	17.35	ق.س.	البحرين
49	49	49	49	49	49	49	49	ع.ش.	
1.80	1.80	1.87	1.78	1.80	1.76	1.98	2.41	ح.ن.	
353.4	336.42	319.56	358.64	318.75	328.11	286.475	235.766	ق.س.	السعودية
146	145	143	139	135	135	128	127	ع.ش.	
30.05	30.05	36.73	37.06	35.28	33.95	32.91	32.77	ح.ن.	
113.88	108.73	88.920	104.24	93.824	117.55	122.343	77.89	ق.س.	الكويت
214	212	212	210	205	204	203	204	ع.ش.	
11.65	11.65	10.22	10.77	10.39	12.17	14.05	10.83	ح.ن.	
69.386	65.32	63.571	70.982	74.186	67.325	68.92	60.55	ق.س.	الدار البيضاء
75	73	74	76	73	76	76	77	ع.ش.	
7	7	7.31	7.33	8.21	6.97	7.92	8.48	ح.ن.	
106	100	96	92	91	90	90	86	ق.س.	الجزائر
2	2	2	2	2	2	2	2	ع.ش.	
0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	ح.ن.	
54.692	55.492	52.259	53.963	58.095	66.468	60.99	57.563	ق.س.	دبي
65	65	66	66	67	66	66	65	ع.ش.	
5.95	5.95	6.01	5.58	6.43	6.88	7.01	8	ح.ن.	
2.446	22.419	2.519	2.764	3.033	3.449	2.94	3.509	ق.س.	الخرطوم
53	52	52	52	53	52	52	52	ع.ش.	
0.26	0.26	0.29	0.29	0.23	0.36	0.34	0.49	ح.ن.	
28.09	25.904	24.031	24.684	23.616	24.053	21.991	18.756	ق.س.	مسقط
119	120	118	120	120	122	122	122	ع.ش.	
2.78	2.78	2.76	2.55	2.61	2.49	2.53	2.61	ح.ن.	
123.64	111.34	100.31	110.72	87.930	92.281	66.338	57.930	ق.س.	قطر
43	42	42	44	44	43	42	43	ع.ش.	
11.93	11.93	11.53	11.45	9.73	9.55	8.53	8.05	ح.ن.	
12.676	12.381	12.501	13.399	12.843	11.644	8.610	8.476	ق.س.	بيروت
26	26	10	10	11	26	13	28	ع.ش.	

¹ - جمال الدين سحنون، مرجع سابق، ص 244.

الفصل الثالث:.....ترتيبات أسعار الصرف وطبيعة وخصائص الأسواق المالية في الدول المتقدمة والدول الناشئة والعربية

1.33	1.33	1.44	1.38	1.42	1.20	1.30	1.18	ح.ن	
84.109	78.516	74.780	83.889	91.092	102.750	77.733	69.966	ق.س	مصر
212	213	215	219	306	321	333	354	ع.ش	
8.41	8.41	8.60	8.68	10.08	10.63	9.52	9.72	ح.ن	

المصدر: من إعداد الطالب بالإعتماد على معلومات من النشرات الفصلية عن أسواق الأوراق المالية العربية لصندوق النقد

العربي لسنتي 2009 و 2010.

نلاحظ من خلال هذا الجدول أن بورصة السعودية تحتل المرتبة الأولى بين البورصات العربية من حيث قيمة رسملتها، مما جعلها تستحوذ على أكثر من 30% من الحصة النسبية للبورصات العربية. بالإضافة إلى هذا، تتواجد هناك بورصات ذات رسملة معتبرة وحصة نسبية متوسطة مثل بورصة القاهرة، وبورصة الكويت، فيما نلاحظ أن البورصات الأخرى كبورصة الخرطوم وبيروت والجزائر لازالت متأخرة كثيرا عن أوضاع البورصات الأخرى، وهذا ما جعل حصتها النسبية من القيمة الإجمالية للبورصات العربية ضعيفة جدا.

خلاصة الفصل الثالث:

لقد خطت معظم الدول التي كانت تعتبر سابقا دولا نامية خطوات كبيرة في بناء إقتصادياتها معتمدة في ذلك على مقوماتها الداخلية، وعلى تجارب الدول المتقدمة في بناء هيكلها الإقتصادية، مما جعلها تصنف ضمن الدول الناشئة حاليا. ولكن رغم ذلك، نجد أن الأوضاع الإقتصادية فيها تختلف بشكل جلي عن مثلتها في الدول المتقدمة، ويرجع هذا إلى اختلاف طبيعة وخصائص الأجهزة والقطاعات الإقتصادية بينهما. وقد حاولنا في هذا الفصل إبراز هذا الاختلاف بين الإقتصاديات المتقدمة والإقتصاديات الناشئة والعربية في مجال ترتيبات أسعار الصرف المعمول بها والأسواق المالية، وقد خرجنا منه بالعديد من النتائج نلورها في النقاط التالية:

▪ تتميز معظم الدول المتقدمة بقوة واستقرار سعر صرف عملتها، ولذلك فقد توجهت غالبيتها بعد اهباء نظام بروتن وودز إلى تبني ترتيبات أسعار صرف مرنة لعملائها بما يتوافق مع طبيعة نظامها الإقتصادي.

▪ تتميز عملات الدول الناشئة والعربية بانخفاض قوتها و قلة استقرارها، وهذا وما جعلها تلجأ إلى وضع ترتيبات صرف تتوافق وخصائصها، عن طريق تشيبتها بالنسبة للعملة القوية، غير أن التغيرات الإقتصادية الدولية دفعت ببعضها إلى تحرير سعر صرف عملتها، فيما توجه البعض الآخر إلى تطبيق أنظمة وسيطية لسعر الصرف.

▪ تتميز الأسواق المالية في الدول المتقدمة بأكبر حجم رسمتها وارتفاع معدلات التبادل فيها، بالإضافة إلى كفاءتها العالية.

▪ تتوفر الدول الناشئة والعربية على أسواق مالية ناشئة ولها مقومات معتبرة للنمو مستقبلا، غير أن معظمها لازالت تعاني من مشاكل عديدة منها إنخفاض سيولتها ودرجة نشاطها، قلة عوائد الإستثمارات فيها وارتفاع مخاطرها، ناهيك عن صغر حجمها.

الفصل الرابع الفصل الرابع

تأثير تغيرات أسعار الصرف على مؤشرات
تأثير تغيرات أسعار الصرف على مؤشرات

أسعار الأسهم في مختلف الأسواق المالية العالمية
أسعار الأسهم في مختلف الأسواق المالية العالمية

تمهيد:

يؤثر سعر الصرف على العديد من المتغيرات داخل الإقتصاد، ويتأتى هذا من دوره كرابط بين الإقتصاد المحلي والدولي، غير أن هذا التأثير يختلف باختلاف طبيعة المتغيرات الإقتصادية بين مختلف الدول. وإن البحث في العلاقة بين سعر الصرف وأي متغير من المتغيرات الإقتصادية يتطلب التطبيق على مختلف الإقتصاديات حسب اختلاف درجة نموها.

وستتطرق من خلال هذا الفصل إلى دراسة التأثير الذي تمارسه تغيرات أسعار الصرف على مؤشرات أسعار الأسهم، من خلال التطبيق على ثلاثة أنواع من البورصات وهي: بورصات الدول المتقدمة، بورصات الدول الناشئة، وبورصات الدول العربية. وعليه قمنا بتقسيم هذا الفصل إلى أربعة مباحث كالتالي:

المبحث الأول: العلاقة بين سعر الصرف وأسعار الأوراق المالية

المبحث الثاني: تأثير تغيرات أسعار صرف العملات على مؤشرات أسعار الأسهم في الدول المتقدمة

المبحث الثالث: تأثير تغيرات أسعار صرف العملات على مؤشرات أسعار الأسهم في الدول الناشئة

المبحث الرابع: تأثير تغيرات أسعار صرف العملات على مؤشرات أسعار الأسهم في الدول العربية

المبحث الأول: العلاقة بين سعر الصرف و أسعار الأوراق المالية

يهتم معظم المتعاملين الدوليين بمتابعة التغيرات التي تطرأ على مختلف الأسواق وخاصة أسواق الصرف، بسبب أن التغيرات التي تطرأ على أسعار العملات وقيمتها الخارجية من شأنه أن يؤثر على عوائد وتكاليف الشركات والمؤسسات المالية وغير المالية التي تتعامل دولياً وحتى محلياً. ومن خلال هذا المبحث سنحاول إظهار آلية انتقال آثار تغيرات أسعار العملات إلى الأسواق المالية، والتعرف بالتالي على العلاقة التي تربط بين أسعار العملات وأسعار الأوراق المالية.

المطلب الأول: آلية انتقال آثار تغيرات أسعار صرف العملات إلى الأسواق المالية

ترتبط قيمة الأوراق المالية بالعرض والطلب عليها من طرف المتعاملين في الأسواق المالية، حيث يؤدي تغير العرض والطلب على الأوراق المالية إلى تقلب قيمتها الجارية بفعل عدد كبير جداً من العوامل ومن أهمها: أسعار صرف العملات، معدلات التضخم، أسعار الفائدة وغيرها.¹ ويختلف تأثير تغيرات أسعار الصرف على الأسواق المالية على حسب اختلاف طبيعة العملات ومكانتها في سلة المدفوعات الدولية، وكذلك طبيعة الأسواق المالية وكفاءتها، غير أن قناة انتقال هذا التأثير هي نفسها بالنسبة لمعظم الأسواق. ويمكن النظر إلى آلية انتقال هذا التأثير من خلال الشركات والمؤسسات أو من خلال المستثمرين الأجبيين.

أولاً: من خلال الشركات والمؤسسات

تتأثر مختلف الشركات بالتغيرات التي تطرأ على سعر صرف العملة المحلية أو العملات الأجنبية إيجاباً أو سلباً. فبالنسبة لشركة مصدرة، فإن انخفاض قيمة العملة المحلية مقابل العملة الأجنبية سوف يرفع من عوائدها بسبب ارتفاع متحصلاتها بالعملة الأجنبية عند تحويلها للعملة المحلية بمعدل مرتفع، وهذا ما يشجع المستثمرين على شراء أسهم الشركة أو على الأقل الإحتفاظ بما يملكونه منها.² وبالتالي تصبح العلاقة عكسية بين المتغيرين، حيث أن انخفاض قيمة العملة المحلية يؤدي إلى تحسن قيمة الورقة المالية. ولكن إذا كانت الشركة تستورد المواد الأولية من نفس الدولة الأجنبية أو الدول الأجنبية الأخرى، وارتفعت قيمة العملة الأجنبية، فإن الربح المسجل من خلال المبيعات يمكن أن يلغى بالإستيراد. وعليه يجب معرفة الوضعية الصافية للعملة بالنسبة للشركة لتوضيح الأثر الحقيقي عليها إثر تغير سعر الصرف. وبالتالي فمن الصعب التأكد من أن ارتفاع أي عملة أجنبية أو أخرى سيكون له أثر إيجابي على جميع الشركات، حيث يرتبط هذا بالموقع الجغرافي للشركاء (الزبائن والموردين).³

¹ - مروان عطوان: الأسواق النقدية والمالية (البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال)، الجزء الثاني: مشكلات البورصات وانعكاساتها على البلدان النامية . ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1993. ص67.

² - *Aymen KAROUÏ : L'étude de l'impact du taux de change sur les rendement boursier des titres : le cas de Taiwan et de la Coré du sud. Université Laval, faculté des sciences de l'administration, Département de finance et assurance, Hiver 2004. P21.*

³ - *Aymen KAROUÏ, OP-CIT, P22.*

وتتأثر الشركات المستوردة كذلك بتغيرات أسعار الصرف، فإذا كانت إحدى الشركات الأمريكية مثلا تعتمد في إنتاجها على مواد تستوردها من ألمانيا بسعر 30 أورو للوحدة الواحدة، وبسعر صرف للدولار يساوي 1.2 دولار للأورو، وهذا يعني أن هذه المادة تكلف الشركة الأمريكية 36 دولار للوحدة، فعند انخفاض قيمة الدولار مقابل الأورو إلى 1.5 دولار للأورو، فإن الشركة الأمريكية تصبح ملزمة بدفع 45 دولار لنفس الوحدة من المادة. وبالتالي فإن انخفاض قيمة الدولار مقابل الأورو يؤدي إلى ارتفاع تكاليف الإنتاج في هذه الشركة، وإذا لم تتمكن تلك الشركة الأمريكية من زيادة أسعار منتجاتها فإن أرباحها سوف تتناقص مما يؤدي إلى تراجع عوائد أسهمها، ومن ثم إنخفاض أسعار هذه الأسهم في الأسواق.

وقد أدى تدهور أسعار البترول وبشكل خاص خلال منتصف الثمانينيات إلى زيادة أرباح الشركات الصناعية الغربية (نتيجة لانخفاض تكاليفها) ومن ثم ارتفاع عوائد أسهمها وبالتالي أسعار هذه الأسهم في الأسواق.¹ وبالمثل، فقد عرفت معظم مؤشرات الأسواق المالية لدول جنوب أوروبا (مثل إيطاليا، إسبانيا، البرتغال) تحسنا واضحا في منتصف التسعينات بسبب مشروع إنشاء الأورو الذي يلغي التغيرات الكبيرة في أسعار الصرف التي تعرفها أغلب هذه الدول.²

ثانيا: من خلال المستثمر الأجنبي

على عكس المستثمرين المحليين، فإن المستثمرين الأجبيين يكونون أكثر عرضة لمخاطر تقلبات العملة المحلية، وقد يؤثر التغير في العملة المحلية بالإيجاب أو بالسلب على المستثمرين الأجبيين. وتكون العلاقة التي تعطي عائد المستثمر الأجنبي (بالعملة الأجنبية) كمايلي:³

$$1+R_G = (1+R_X)(1+R_T) \dots \dots \dots (1-4)$$

$$R_G \approx R_X + R_T \dots \dots \dots (2-4) \quad \text{أو:}$$

حيث: R_G : عائد السهم بالعملة الأجنبية.

R_T : عائد السهم بالعملة المحلية.

R_X : عائد سعر الصرف بالتسمية الغير مباشرة $(R_X = \frac{S_{t+1} - S_t}{S_t})$ ، الذي يمثل التغير في العملة

المحلية مقابل العملة الأجنبية.

S_t : عدد الوحدات من العملة الأجنبية مقابل العملة المحلية في الزمن t .

¹ - مروان عطوان: الأسواق النقدية والمالية (البورصات ومشكلاتهما في عالم النقد والمال)، الجزء الأول: أدوات وآلية نشاط البورصات في الاقتصاد الحديث . ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1993، ص 397.

² - Gilbert KOEING: *La valeur de L' euro par rapport au Dollar et les marches d'actifs financiers et monétaires – L'europe et la mondialisation. Bultin de L'observatoire des Politiques Economiques en Europe – OPEE- Hiver 2002, No 07.P1.*

³ - Aymen KAROUI, *OP-CIT*, P23.

وفي هذه الحالة، وعلى أساس التسمية الغير مباشرة، فإن المعدل $R_X = \frac{S_{t+1} - S_t}{S_t}$ يعطي العائد بالعملية المحلية، فإذا ارتفعت قيمتها يصبح R_X موجب، وإذا انخفضت قيمتها يصبح R_X سالب. وبالنسبة للمستثمرين الذين استثمروا، فإن انخفاض العملة المحلية بالنسبة للعملة الأجنبية (R_X سالب)، يؤدي إلى تحمل المستثمر الأجنبي خسارة في عائد السهم بالعملية الأجنبية. ونتيجة لتخوف المستثمرين الأجبيين من استمرار إنخفاض قيمة العملة المحلية، فإنهم يتوجهون إلى أسواق مالية أخرى لاستثمار أموالهم، وبالتالي يزيد العرض من الأسهم في السوق المحلية وهذا ما يؤدي إلى انخفاض قيمة السهم. وعليه فإنه من وجهة النظر هذه، نجد أن العلاقة بين تغير سعر صرف العملة المحلية والقيمة السوقية للأوراق المالية هي علاقة موجبة (في نفس الاتجاه).

وبالنسبة للمستثمرين الذين لم يستثمروا أموالهم بعد، فإن انخفاض قيمة العملة قبل توظيف أموالهم يمكن أن يمثل إمكانية جديدة للإستثمار في السوق المالية. فالمستثمرون الأجبيون يتوقعون أن قيمة العملة سوف ترتفع في المستقبل، وبالتالي يتوجهون للإستثمار في الأسهم المصدرة في هذه السوق وترتفع العوائد بالتبعية. ومن وجهة النظر هذه، نجد أن العلاقة بين قيمة العملة والقيمة السوقية للورقة المالية تصبح سالبة (عكسية). ومن هذا نجد أن العلاقة بين سعر الصرف وأسعار الأوراق المالية تختلف على حسب اختلاف توقعات المستثمرين بشأن التغيرات المستقبلية لسعر الصرف، ويدل هذا كذلك على أن تأثير تغيرات أسعار الصرف على الأوراق المالية تأخذ فترة زمنية معينة لكي تتحقق، وبالتالي وجود تأخر زمني بين التغير الحادث في سوق الصرف والتغير الذي يسببه في السوق المالية.

المطلب الثاني: العلاقة بين سعر الصرف وأسعار الأوراق المالية

دُرست العلاقة بين عوائد الأسهم وأسعار العملات من طرف العديد من الإقتصاديين، وقد كانت بعض هذه الدراسات نظرية والبعض الآخر تطبيقية. ومن بين الدراسات النظرية نجد دراسة "سلونيك SLONIK 1974"، "سيركو SERCU 1980"، "ألدرد ALDER ودوماس DUMAS 1983"، حيث بين هؤلاء الإقتصاديون أن خطر العملة يمثل عاملا مهما في تفسير عوائد الأسهم، وبعبارة أخرى، فإن التغيرات على مستوى سوق الصرف سوف تؤثر على مداخيل المؤسسات. وبالإضافة إلى الدراسات النظرية، فقد كانت هناك العديد من الدراسات التطبيقية لإثبات العلاقة بين تغيرات سعر الصرف وتغيرات أسعار الأسهم، مثل دراسة "دوماس وسلونيك 1975"، "ودوسانتوس وجيرارد DE SENTIS and GERARD 1998"، الذين بينوا أن خطر العملة يمثل متغيرا مفسرا للتغيرات في عوائد الأسهم. كذلك فقد أكدت الأعمال التي قام بها "شايبورو

SHAPIRO 1975"، "لوفي 1994 LEVI"، "مارستون 1998 MARSTON" وآخرون، أن أسعار الصرف تؤثر على تنافسية الشركات وعلى أسعار أسهمها.¹

وهناك إبتهاين نظريين لتفسير العلاقة بين أسعار الأوراق المالية وأسعار الصرف: الإبتها الأول هو على المستوى الجزئي (الإبتها التقليدي)، والإبتها الثاني هو على المستوى الكلي (إبتها المحفظة).²

أولاً: إبتها الإقتصاد الجزئي

من وجهة نظر الإقتصاد الجزئي، فإن تغيرات سعر الصرف تؤثر على تغيرات قيم الشركات المحلية والمتعددة الجنسيات. حيث أن ارتفاع قيمة العملة المحلية يؤدي إلى انخفاض عوائد الشركات وأسعار أسهمها. وعليه فإن العلاقة بين الورقة المالية وسعر الصرف يمكن أن تأخذ الشكل التالي:³

$$R_{it} = \beta_{ai} + \beta_{li} \times R_{st} + \varepsilon_{it} \dots\dots\dots(3-4)$$

حيث: R_{it} : عائد المؤسسة في الزمن t .

R_{st} : نسبة التغير في سعر الصرف في الزمن t .

وحسب هذا النموذج الذي جاء به *ABDALLA et MURINDE 1997*، فإن حساسية الورقة المالية لتغيرات سعر الصرف ترتبط بطبيعة المؤسسة: متعددة الجنسيات أو محلية. ومن هنا يتم تحديد العلاقة بين تعرض الورقة المالية لخطر تغيرات سعر الصرف ودرجة التغطية للمؤسسة في الخارج. وعليه فإن المعادلة أعلاه تصبح كما يلي:

$$\beta_{li} = a_a + a_1 \times F_i + \mu_i \dots\dots\dots(4-4)$$

حيث: F_i : نسبة المبيعات الأجنبية إلى إجمالي المبيعات.

ويمكن التعبير على تعرض الورقة المالية لخطر الصرف من خلال النموذج المطور التالي:

$$R_{it} = \beta_{0i} + \beta_{li} \times R_{st} + \beta_{2i} \times R_{mt} + \varepsilon_{it} \dots\dots\dots(5-4)$$

ويسمى هذا الإبتها كذلك الإبتها التقليدي (*Granger, MungHuang et WeiYang 1998*)، وتم تأكيده كذلك من قبل *Phylaktis et Ravazola 1999* وأطلقوا عليه إسم "*Flow oriented model*". وعليه فإن انخفاض سعر الصرف يسمح برفع القيمة السوقية للورقة المالية من خلال تأثيره على النشاط الإقتصادي الكلي. وقد اتفق هؤلاء الباحثون على أن تغيرات سعر الصرف تؤثر على قيمة المؤسسة التي تكون لها عمليات مع الخارج، وهذا من خلال الأرباح المحققة.

¹ - *Bill B.FRANCIS, Iftekhar HASAN, Delory M.HUNTER: Dynamic relations between international equity and currency markets: the role of vurrency order flow. Journal of Business, 2006, Vol.79, no1.P224.*

² - *Transmission des chocs de volatilités entre marchés boursieres et marché de change : Une évidence empirique avant et après la crise Asiatique (1997). www.ifgtunisia.org/files/thesis/chawanihejer.pdf , Date de vu : 12/03/2011. P30.*

³ -*Transmission des chocs de volatilités entre marchés boursieres et marché de change : Une évidence empirique avant et après la crise Asiatique (1997). OP-CIT, P30.*

ومن خلال دراسة لـ 100 شركة فرنسية تمتلك نسبة تصدير تساوي أو تفوق 10%، قامت بها الباحثة *Salma MEFTEH*، ومن خلال نموذج من الشكل:

$$R_{it} = \beta_{i0} + \beta_{im} \times R_{mt} + \beta_{ix} \times R_{xt} + \varepsilon_{it} \dots\dots\dots (6-4)$$

حيث: R_{it} : معدل عائد السهم للمؤسسة i .
 R_{mt} : معدل عائد مؤشر سعر الصرف.
 R_{xt} : معدل عائد محفظة السوق.

فقد وجدت الباحثة أن 40% من الشركات المدروسة تتأثر بتغيرات سعر الصرف على طول الفترة 1996-1998، وانخفضت هذه النسبة إلى 20% على طول الفترة 1999-2001 بسبب اعتماد العملة الأوروبية الموحدة "الأورو".¹

وفي دراسة قام بها *Jarl G.KLLBERG* و *Crocker H.LIU* و *Paolo PASQUARIELLO* على دول جنوب شرق آسيا خلال فترة أزمة جنوب شرق آسيا، وباستعمال نموذج من الشكل:²

$$Y_t = \mu + \alpha Y_{t-1} + \sum_{i=1}^5 b_i x_{t+1-3} + d_t(k) \left[\lambda + \alpha Y_{t-1} + \sum_{i=1}^5 \beta_i x_{t+1-3} \right] + \varepsilon_t \dots\dots\dots (7-4)$$

حيث: Y_t : عائد مؤشر السوق المالي للشهر t .
 x_t : عائد سعر الصرف للدولة في الشهر t .
 K : معامل التأخر الزمني.

وجد الباحثون أن تأثير تغيرات أسعار الصرف يمتد إلى الأسواق المالية بعد تأخر زمني معين يختلف باختلاف طبيعة الدولة وعمليتها وسوقها المالية.

ثانياً: اتجاه الاقتصاد الكلي³

على أساس الاقتصاد الكلي، فإن ارتفاع قيمة العملة المحلية في إطار نظام صرف عائم يؤدي إلى تخفيض تنافسية المنتجات المصدرة من طرف الدولة، وهو ما يؤثر على أسعار الأوراق المالية، وهذا يعني وجود علاقة عكسية بين المتغيرين. وعلى العكس بالنسبة للدول المستوردة، فإن ارتفاع قيمة العملة المحلية يخفض تكاليف عوامل الإنتاج ويؤثر إيجاباً على قيمة الأوراق المالية. وعليه فعلى المستوى الكلي، فإن اختبار العلاقة بين سعر الأوراق المالية وسعر الصرف يكون أكثر فعالية بإدخال متغيرات كلية أخرى مثل المديونية، سعر الفائدة،....الخ.

¹ - *Salma MEFTEH: La sensibilité des entreprises exportatrices aux variations du taux de change et les déterminants de la couverture : le cas Français. Cahier de recherche de CEREG, n° 2004-04.P12.*

² - *Jarl G.KALLBERG, Crocker H.LIEU, Paolo PASQUARIELLO: An examination of the Asian crisis: Rigime shifts in currency and equity markets. Journal of business, 2005, vol 78, No 01. P 176.*

³ - *Transmission des chocs de volatilités entre marchés boursières et marché de change : Une évidence empirique avant et après la crise Asiatique (1997). OP-CIT, P32.*

وبسبب تكامل الأسواق المالية العالمية، فإن تغير أسعار الأوراق المالية يمكن أن يؤدي إلى تنقل رؤوس الأموال بين الدول. فإذا حدث إنخفاض في أسعار الأوراق المالية، فإنه يؤدي إلى انخفاض حجم الثروة لدى المستثمرين المحليين، مما يؤدي إلى انخفاض الطلب على النقود وانخفاض سعر الفائدة بالتبعية، وهذا ما يؤدي إلى خروج رؤوس الأموال، وبالتالي فإن سعر الصرف يلعب دور الموازن بين العرض والطلب على الأوراق المالية.

المبحث الثاني: تأثير تغيرات أسعار صرف العملات على مؤشرات أسعار الأسهم في الدول

المتقدمة

تتميز عملات الدول المتقدمة بالقوة والإستقرار الكبيرين في قيمها الخارجية مما يجعلها تصنف ضمن العملات الصعبة مثل الدولار الأمريكي، والأورو، والجنيه الإسترليني، والين الياباني، الفرنك السويسري، والدولار الكندي، وهي في مجملها تكون سلة المدفوعات الدولية، وإن كان الدولار الأمريكي يستحوذ على النصيب الأكبر في هذه السلة. وبالإضافة إلى تطور هياكلها الصناعية والمالية، فإن تكامل أسواقها وقوة العلاقات والاتصالات بينها، يجعل التأثير المتبادل بينها كبيرا جدا. وسنحاول في هذا المبحث دراسة تأثير سعر الصرف على مؤشرات الأسعار في الأسواق المالية المتقدمة من خلال عينة من خمسة دول متقدمة هي الولايات المتحدة الأمريكية، فرنسا، ألمانيا، إنجلترا، واليابان.

المطلب الأول: تأثير تغيرات سعر صرف الدولار الأمريكي على مؤشرات أسعار الأسهم في

الولايات المتحدة الأمريكية

يعتبر الدولار الأمريكي العملة الأولى في العالم والأكثر طلبا، وهو يعكس بذلك قوة وحجم الإقتصاد الأمريكي وتأثيره في الإقتصاد الدولي، وهذا ماجعل بورصة "وول ستريت" أهم سوق مالية في العالم، والتي تؤثر تغيراتها في العالم بأسره. وقد اخترنا لدراسة العلاقة بين سعر الصرف ومؤشر أسعار الأسهم مؤشر "داوجونز الصناعي" في بورصة نيويورك.

أولا: التعريف بمؤشر "داوجونز"

يعد مؤشر داوجونز لمتوسط الصناعة *DJIA* (*DOW Jones Industrial Average*) أقدم المؤشرات وأكثرها شيوعا، إذ نشر لأول مرة في صحيفة وول ستريت في 3 جويلية 1884، وذلك باسم الشخص الذي صممه وهو "شارلز داو *Charles DOW*"، الذي أصبح فيما بعد محررا لتلك الصحيفة. وقد قام المؤشر في البداية على عينة مكونة من تسعة أسهم لتسع شركات صناعية، إرتفع حجمها إلى 12 سهما في 26 ماي عام 1897، ثم إلى 20 سهم عام 1916، وفي عام 1928 إرتفع حجم العينة ليصل إلى 30 سهما، ومنذ ذلك التاريخ، لم يتم إضافة أي سهم إلى العينة. هذا وتمثل تلك الأسهم 30 شركة (بمعدل سهم لكل شركة) تتسم بارتفاع قيمتها السوقية وبالعراقة، وبضخامة الحجم وبضخامة عدد المساهمين.

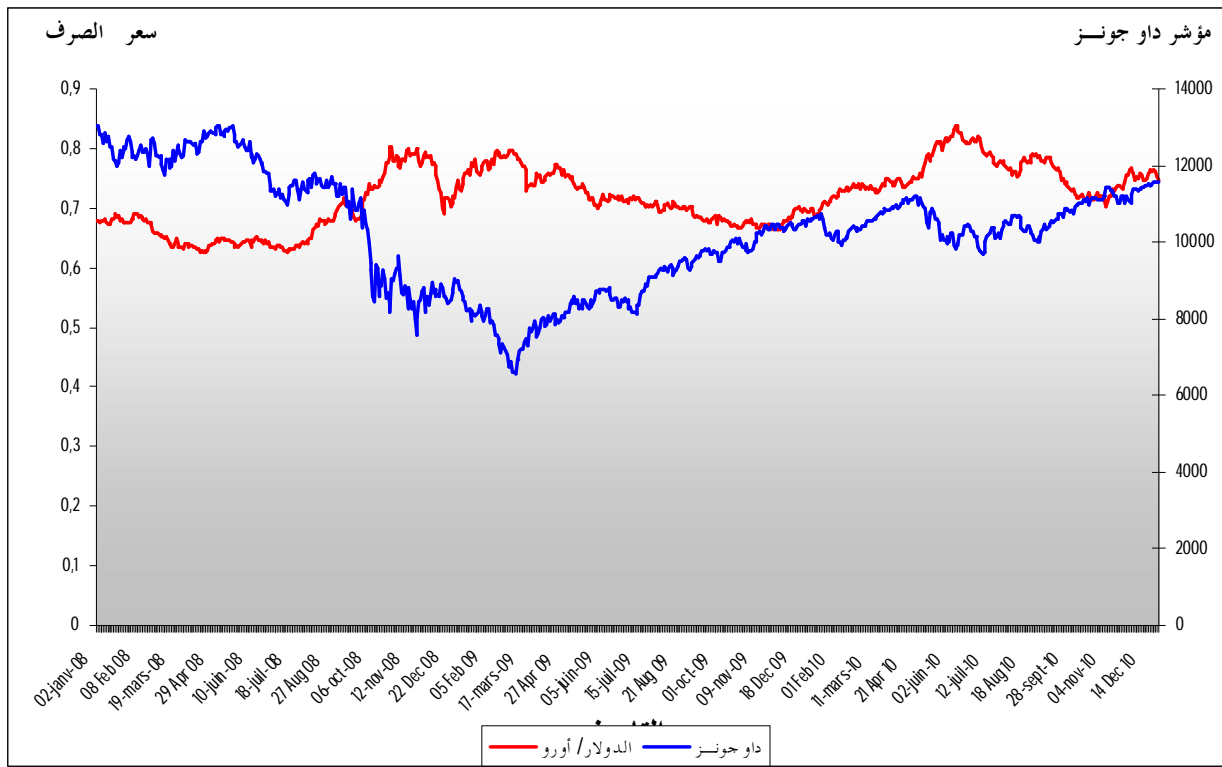
وفي البداية كان يحسب المتوسط بقسمة مجموع أسعار الأسهم على عددها، غير أن اتباع هذه القاعدة أصبح أمرا غير مقبول خاصة عندما يحدث إشتقاق لأسهم إحدى الشركات داخل العينة،* أو عندما تصدر إحدى الشركات أسهما جديدة مقابل توزيعات مما يؤثر على القيمة السوقية.¹

ثانيا: تأثير تغيرات سعر صرف الدولار مقابل الأورو على مؤشر "داو جونز"

يمثل الشكل الموالي تغيرات كل من سعر صرف الدولار مقابل الأورو وقيمة مؤشر داو جونز خلال الفترة 2008-2010.

الشكل (1-4): تغير سعر صرف الدولار مقابل الأورو ومؤشر "داو جونز" من سنة 2008 إلى سنة

2010:



المصدر: من إعداد الطالب بالإعتماد على معلومات من "الفاينانشال تايمز" (www.FT.com) بالنسبة لمؤشر "داو جونز" وبنك إنجلترا (<http://www.bankofengland.co.uk>) بالنسبة لسعر صرف الدولار.

* إشتقاق الأسهم هو إجراء تلجأ إليه الشركات من أجل زيادة عدد الأسهم المصدرة، بحيث تزيد عدد الأسهم لدى المساهمين بمقدار معين قد يكون مرة أو مرتين، وبالتالي تخفيض القيمة السوقية للأسهم. ولتغلب على الحلل الناجم عن انخفاض وزن السهم داخل المجموعة الناتج عن الإشتقاق، ينبغي حساب قيمة المؤشر بقسمة القيمة الكلية للأسهم على مقسوم *Divisor* معين، بحيث يكون الناتج مساو تماما للقيمة التي كان عليها المؤشر قبل الإشتقاق، وتحدد قيمة المقسوم عليه التي تحقق هذا الشرط بالمعادلة: ق.قبل/و.قبل = ق.بعد/و.بعد، حيث تمثل "ق" القيمة الكلية لأسعار الأسهم التي يتكون منها المؤشر قبل وبعد الإشتقاق، و"و" تمثل قيمة المقسوم عليه قبل وبعد الإشتقاق، مع ملاحظة أن قيمة المقسوم عليه بعد الإشتقاق غير معلومة.

¹ - منير إبراهيم الهندي: أساسيات الإستثمار في الأوراق المالية . مرجع سابق، ص 132.

من هذا الشكل نجد أن سعر صرف الدولار مقابل الأورو ومؤشر داوجونز يتحركان في اتجاهين متعاكسين، بحيث يظهر الشكل أن قيمة الدولار مقابل الأورو شهدت مرحلة إرتفاع إمتدت من النصف الثاني لسنة 2008 إلى غاية منتصف 2009، في حين شهد مؤشر داوجونز إنخفاضاً مستمراً على طول هذه الفترة حيث وصل في 9 مارس 2009 إلى أدنى قيمة له بـ 6547.05، مقابل قيمة للدولار بـ 0.7915. إلا أن المؤشر بعد ذلك دخل في مرحلة صعودية إلى غاية نهاية أفريل 2010، في حين شهد سعر صرف الدولار مقابل الأورو إنخفاضاً معتبراً على طول هذه الفترة، ثم بعد ذلك وصل إلى أعلى قيمة له مقابل الأورو بـ 0.8293. وابتداءً من ماي 2010 شهد المؤشر تذبذبات في قيمته تقابلت مع تحركات معاكسة لقيمة الدولار مقابل الأورو. ومن هذا يتضح لنا أن العلاقة بين سعر صرف الدولار ومؤشر داوجونز هي علاقة سالبة أو عكسية، كما أنه ومن خلال الشكل يتضح لنا أن التغيرات لا تحدث في زمن واحد، أي أن تأثير سعر الصرف يأخذ وقتاً لكي يظهر على مؤشر البورصة.

وبحساب معامل الارتباط (الملحق (4)) نجده يساوي 0.5697، وهو ما يعني أن مؤشر داوجونز يرتبط بسعر صرف الدولار مقابل الأورو بـ 56.97%، أما معامل التحديد فيساوي 0.3246 وهو ما يعني أن سعر صرف الدولار مقابل الأورو يفسر 32.46% من التغيرات التي تحدث في مؤشر داوجونز وهي نسبة منخفضة.

* تقدير معادلة الإنحدار:

وبالاعتماد على السلسلتين الزمنيتين للدولار ومؤشر داوجونز المبيتين في الملحق رقم (1)، قمنا برسم شكل الانتشار للعلاقة بين سعر صرف الدولار مقابل الأورو وداوجونز المبين في الملحق رقم (4)، ويتضح أن شكل الانتشار يأخذ شكلاً خطياً تقريبياً، وتقدير دالة الإنحدار التالية: $I_{DOW} = \alpha + \beta \times TC_{USA}$ التي توضح إنحدار المتغير التابع (داوجونز) على المتغير المفسر أو المستقل (سعر صرف الدولار مقابل الأورو) تحصلنا على المعادلة التالية:

$$I_{DOW} = 22202.34 - 16601.32TC_{USA} \dots\dots\dots(8-4)$$

توضح المعادلة (8-4) أن هناك علاقة عكسية بين قيمة الدولار الأمريكي مقابل الأورو وقيمة مؤشر داوجونز، وهذا ما تظهره إشارة المعلمة β ، وهذا يعني أن ارتفاع سعر صرف الدولار مقابل الأورو بوحدة واحدة يؤدي إلى انخفاض قيمة المؤشر بـ 16601.32 وحدة.

* إختبار الفرضيات:

❖ المعلمة α :

$$H_0 : \hat{\alpha} = 0$$

$$H_1 : \hat{\alpha} \neq 0$$

وباستخدام إختبار "ستيودنت" نجد أن t^* تساوي 34.9185 وهي أكبر من قيمة t الجدولية عند مستوى معنوية 0.05 (1.96)، مما يعني رفض فرضية العدم وقبول الفرضية البديلة، وعليه فإن المعلمة لها معنوية إحصائية.

❖ المعلمة β :

$$H_0 : \hat{\beta} = 0$$

$$H_1 : \hat{\beta} \neq 0$$

وبحساب قيمة t^* نجد أنها تساوي -18.82 وهي أكبر من t الجدولية، وبالتالي نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة، وعليه فإن المعلمة لها معنوية إحصائية.

وبإختبار المعنوية الكلية للنموذج باستخدام إختبار "فيسشر" نجد أن قيمة فيشر المحسوبة (354.21) أكبر من القيمة الجدولية (3.84) عند مستوى معنوية 5%، وبالتالي تتأكد المعنوية الإحصائية الكلية للنموذج.

المطلب الثاني: تأثير تغيرات سعر صرف الأورو على مؤشرات أسعار الأسهم في منطقة الأورو

يمثل الأورو العملة الثانية بعد الدولار الأمريكي في العالم، حيث يستحوذ على نسبة معتبرة من سلة المدفوعات الدولية، وكذلك يمثل عملة إحتياط مرغوب فيها لدى عدد من الدول، وقد تزايد هذا التوجه نحو استخدام الأورو في تكوين الإحتياطيات خاصة مع التذبذبات الكبيرة التي أصبحت تعرفها قيمة الدولار الأمريكي. ويبلغ عدد الدول المنظمة إلى منطقة الأورو حاليا 17 دولة أوروبية، وقد اخترنا في دراستنا هذه عيتين منها هما فرنسا وألمانيا.

أولا: تأثير تغيرات سعر صرف الأورو على مؤشر الكاك 40 (CAC40) في بورصة باريس

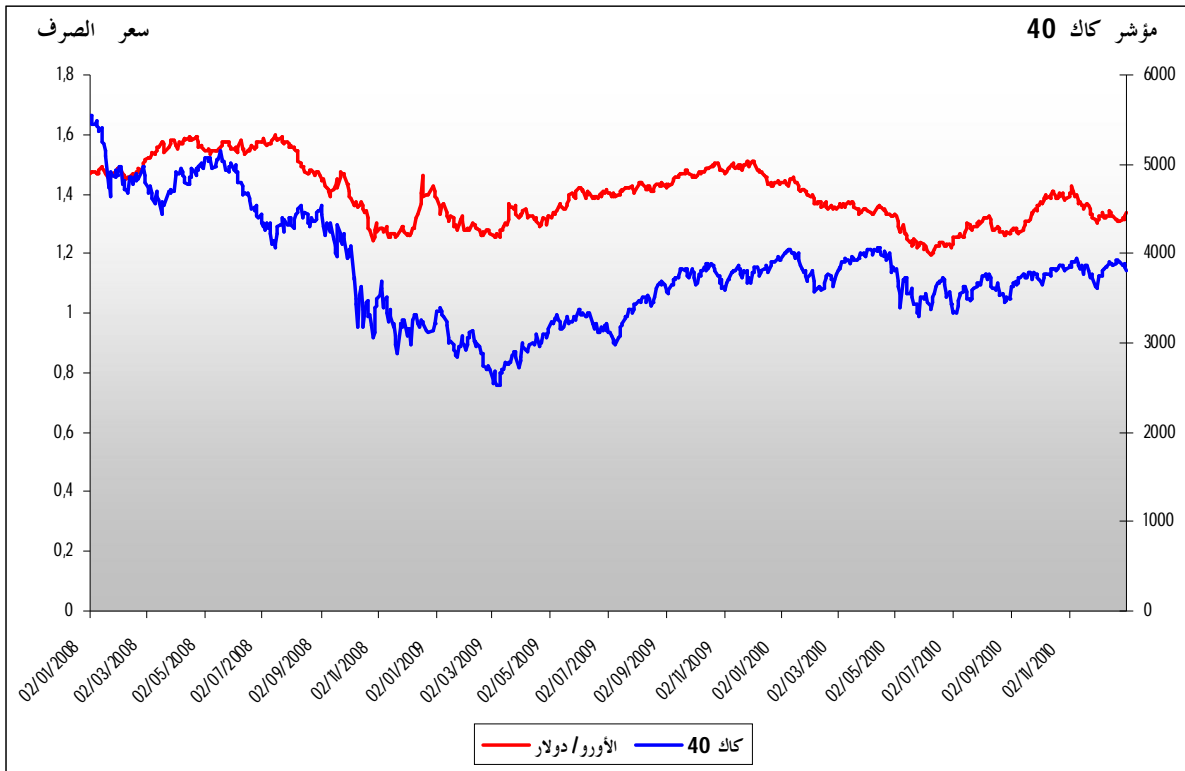
يمثل مؤشر كاك 40 أحد أهم مؤشرات الأسواق المالية في أوروبا والعالم، وقد تم إنشاؤه في 15 جوان 1988، ويمثل أكبر 40 شركة مسجلة في بورصة باريس، من بين 100 شركة ذات أكبر رسملة سوقية في السوق الأولية، وتمثل 60% من حجم التعاملات الإجمالية للبورصة، وتتغير قيمته حسب تغير أسعار الأسهم كل 30 ثانية، ويتم تحيين تركيبته دوريا بدلالة قيمة الرساميل من طرف المجلس العلمي (المكون من أشخاص مستقلين). بدأ العمل به في 31 ديسمبر 1987 على أساس 1000 نقطة، وتحسب قيمته كالتالي:¹

$$1000 \text{ (القيمة السوقية الحاضرة للأوراق) / القيمة السوقية المبدئية للأسهم}$$

ويمكن تبين تغيرات سعر صرف الأورو وتغيرات مؤشر الكاك 40 من خلال الشكل التالي:

¹ - Catherine KARYOTIS : La place financiere de Paris. Idition : Banque editeur, Paris, novembre, 2001. P113.

الشكل (4-2): تغير سعر صرف الأورو مقابل الدولار ومؤشر كاك 40 خلال الفترة 2008-2010:



المصدر: من إعداد الطالب بالإعتماد على معلومات من الفاينانشال تايمز بالنسبة لمؤشر كاك40 ومن بنك فرنسا (<http://www.banque-france.f>) بالنسبة لسعر صرف الأورو.

من هذا الشكل نلاحظ أن سعر صرف الأورو ومؤشر كاك40 يتغيران في اتجاه واحد صعودا وهبوطا وهو ما يعني أن ارتفاع قيمة الأورو يؤدي إلى ارتفاع قيمة مؤشر كاك40 والعكس صحيح، حيث يتبين من الشكل أن مؤشر كاك40 عرف إنخفاضا مستمرا بداية من جانفي 2008 إلى غاية مارس 2009 حيث وصل إلى أدنى قيمة له في التاسع من هذا الشهر بقيمة قدرت بـ 2519.29، وتزامن هذا مع انخفاض في قيمة الأورو مقابل الدولار ولكن لم يكن بنفس النسبة ووصل إلى أدنى قيمة له في سنة 2009 في 4 مارس حيث كان يساوي 1.2555 أورو للدولار الواحد، وهو ما يدل على انخفاض المدة التي يستغرقها إنتقال تأثير تغير سعر الصرف إلى السوق المالية. ثم بعد ذلك عرفت قيمة الأورو إرتفاعا مقابل الدولار مما أدى إلى تحسن قيمة المؤشر هي الأخرى، واستمر الإتجاه المتشابه في التغيرات بين قيمة الأورو وقيمة المؤشر إلى غاية نهاية سنة 2010.

وبحساب معامل الارتباط (الملحق (4)) وجدنا أنه يساوي 0.7193 وهو ما يعني أن مؤشر كاك40 يرتبط بسعر صرف الأورو بنسبة 71.93%، أما معامل التحديد فيساوي 0.509698 وهو ما يعني أن التغيرات التي تحدث في مؤشر كاك40 يفسرها سعر صرف الأورو بنسبة 50.96% وهي نسبة منخفضة.

*** تقدير معادلة الإنحدار:**

وبالإعتماد على السلسلتين الزمنيتين للأورو ومؤشر كاك40 المبيتين في الملحق رقم(1)، قمنا برسم شكل الانتشار للعلاقة بين سعر صرف الأورو مقابل الدولار وكاك40 المبين في الملحق رقم(4)، ويتضح أن شكل الانتشار يأخذ شكلا خطيا تقريبا ، وبتقدير دالة الإنحدار التالية: $I_{CAC} = \alpha + \beta \times TC_{FRAN}$ التي توضح إنحدار المتغير التابع (كاك40) على المتغير المفسر أو المستقل (سعر صرف الأورو مقابل الدولار) تحصلنا على المعادلة التالية:

$$I_{CAC} = -2302.168 + 4375.505TC_{FRAN} \dots\dots\dots(9-4)$$

توضح المعادلة (9-4) أن هناك علاقة طردية بين قيمة الأورو مقابل الدولار وقيمة مؤشر كاك40، وهذا ماتظهره إشارة المعلمة β ، وهذا يعني أن ارتفاع سعر صرف الأورو مقابل الدولار بوحدة واحدة يؤدي إلى ارتفاع قيمة المؤشر بـ 4375.505 وحدة.

*** إختبار الفرضيات:**

❖ المعلمة α :

$$H_0 : \hat{\alpha} = 0$$

$$H_1 : \hat{\alpha} \neq 0$$

وباستخدام إختبار "ستيودنت"(الملحق (4)) نجد أن t^* تساوي -10.6084 وهي أكبر من قيمة t الجدولية عند مستوى معنوية 0.05، مما يعني رفض فرضية العدم وقبول الفرضية البديلة، وعليه فإن المعلمة لها معنوية إحصائية.

❖ المعلمة β :

$$H_0 : \hat{\beta} = 0$$

$$H_1 : \hat{\beta} \neq 0$$

وبحساب قيمة t^* نجدها تساوي 28.23724 وهي أكبر من t الجدولية، وبالتالي نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة، وعليه فإن المعلمة لها معنوية إحصائية.

وباختبار المعنوية الكلية للنموذج باستخدام إختبار "فيشر" نجد أن قيمة فيشر المحسوبة (797.3420) أكبر من القيمة الجدولية (3.84) عند مستوى معنوية 5%، وبالتالي تتأكد المعنوية الإحصائية الكلية للنموذج.

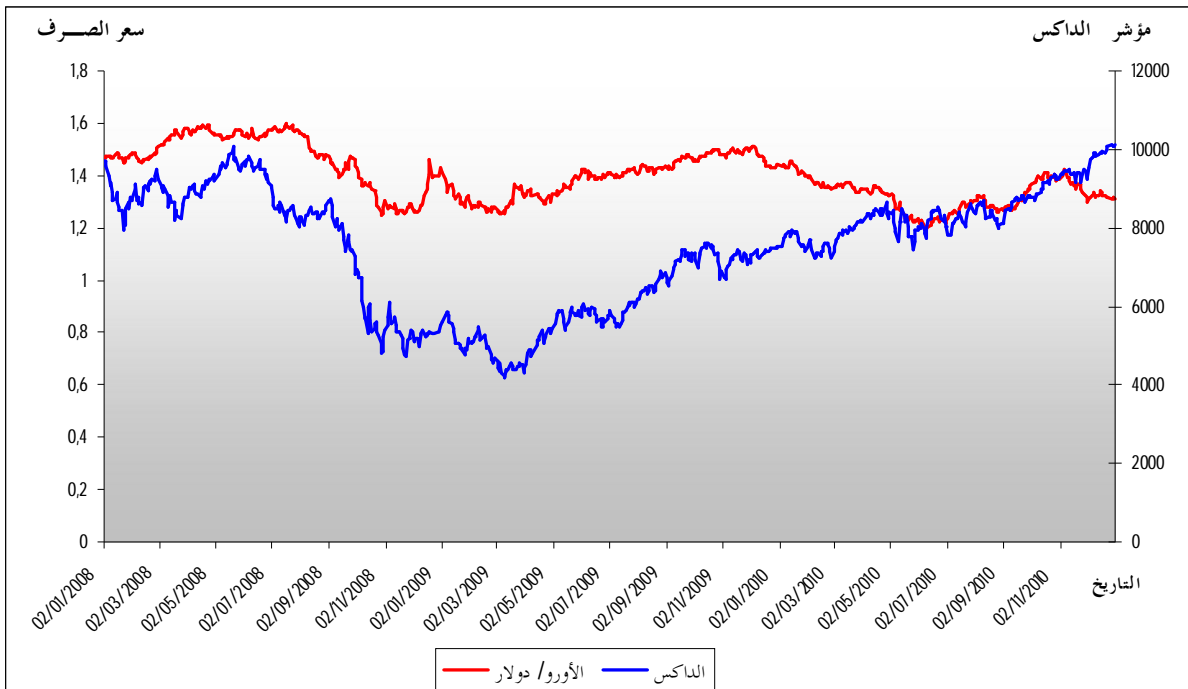
ثانياً: تأثير تغيرات سعر صرف الأورو على مؤشر داكس (DAX) في بورصة فرانكفورت

مؤشر داكس أو *Deutscher Aktienindex (DAX)* هو المؤشر الرئيسي لبورصة ألمانيا، أنشئ في 1 جويلية 1998 بنقطة أساس تقدر بـ 1000 نقطة. وتعبّر قيمته عن 30 سهماً من أسهم الشركات المقيدة في بورصة فرانكفورت (مارس 2009) من أهمها:¹

Adidas(1.22%),ALLIANZ(7.34%),DeutscheBank(3.53%),Henkel(0.93%),BMW(1.63%),WolswagenGroup(7.28%),E.ON(Elctricité et eau)(10%) .

ويمكن تبين تغيرات سعر صرف الأورو وتغيرات مؤشر داكس من خلال الشكل التالي:

الشكل (3-4): تغير سعر صرف الأورو مقابل الدولار ومؤشر داكس خلال الفترة 2008-2010.



المصدر: من إعداد الطالب بالإعتماد على معلومات من الفاينانشال تايمز بالنسبة لمؤشر داكس ومن بنك فرنسا بالنسبة لسعر صرف الأورو.

من خلال هذا الشكل نلاحظ أن العلاقة بين مؤشر داكس وسعر صرف الأورو هي علاقة في اتجاه واحد ومشابهة للعلاقة بين كاك40 وسعر صرف الأورو، إلى غاية نهاية سنة 2009 وهو ما يعني أن انخفاض قيمة الأورو يؤدي إلى انخفاض في مؤشر داكس والعكس صحيح، ولكن في سنة 2010 بدأت العلاقة تتذبذب، حيث بدأ الأورو يعرف إنخفاضاً في قيمته مقابل الدولار، إلا أن مؤشر داكس واصل تحسنه على عكس قيمة الأورو التي انخفضت خاصة مع نهاية سنة 2010. كما يلاحظ من خلال الشكل أن الوقت الذي يستغرقه إنتقال التأثير من سوق الصرف إلى البورصة أطول نسبياً.

¹ - موقع ويكيبيديا: <http://fr.wikipedia.org/wiki/DAX> ، تاريخ الإطلاع: 27 مارس 2011.

وبحساب معامل الارتباط (الملحق (4)) وجدنا أنه يساوي 0.3922 وهو ما يعني أن مؤشر داكس يرتبط بسعر صرف الأورو بنسبة 39.22% وهي نسبة ضعيفة، أما معامل التحديد فيساوي 0.153838 وهو ما يعني أن التغيرات التي تحدث في مؤشر داكس يفسرها سعر صرف الأورو بنسبة 15.38% وهي نسبة منخفضة جدا.

* تقدير معادلة الإنحدار:

وبالاعتماد على السلسلتين الزمنية للأورو ومؤشر داكس المبيتين في الملحق رقم(1)، قمنا برسم شكل الانتشار للعلاقة بين سعر صرف الأورو مقابل الدولار وداكس المبيتين في الملحق رقم(4)، ويتضح أن شكل الانتشار يأخذ شكلا خطيا تقريبا ، وبتقدير دالة الإنحدار التالية: $I_{DAX} = \alpha + \beta \times TC_{GER}$ التي توضح إنحدار المتغير التابع (داكس) على المتغير المفسر أو المستقل (سعر صرف الأورو مقابل الدولار) تحصلنا على المعادلة التالية:

$$I_{DAX} = -886.33788 + 6000.692TC_{GER} \dots\dots\dots(10-4)$$

توضح المعادلة (10-4) أن هناك علاقة طردية بين قيمة الأورو مقابل الدولار وقيمة مؤشر داكس، وهذا ماتظهره إشارة المعلمة β ، وهذا يعني أن ارتفاع سعر صرف الأورو مقابل الدولار بوحدة واحدة يؤدي إلى ارتفاع قيمة المؤشر بـ 6000.692 وحدة.

* إختبار الفرضيات:

❖ المعلمة α :

$$H_0 : \hat{\alpha} = 0$$

$$H_1 : \hat{\alpha} \neq 0$$

وباستخدام إختبار "ستيودنت" (الملحق (4)) نجد أن t^* تساوي -1.237997 وهي أصغر من قيمة t الجدولية عند مستوى معنوية 0.05، مما يعني قبول فرضية العدم ورفض الفرضية البديلة، وعليه فإن المعلمة ليست لها معنوية إحصائية.

❖ المعلمة β :

$$H_0 : \hat{\beta} = 0$$

$$H_1 : \hat{\beta} \neq 0$$

وبحساب قيمة t^* نجدها تساوي 11.7547 وهي أكبر من t الجدولية، وبالتالي نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة، وعليه فإن المعلمة لها معنوية إحصائية.

وباختبار المعنوية الكلية للنموذج باستخدام اختبار "فيشر" نجد أن قيمة فيشر المحسوبة (138.1730) أكبر من القيمة الجدولية (3.84) عند مستوى معنوية 5%، وبالتالي تتأكد المعنوية الإحصائية الكلية للنموذج.

المطلب الثالث: تأثير تغيرات سعر صرف الجنيه على مؤشرات أسعار الأسهم في إنجلترا

تعتبر لندن من أكثر المراكز المالية أهمية في العالم، كما يعتبر الجنيه الإسترليني من أهم العملات الدولية الصعبة التي تستعمل في تسوية المدفوعات وتكوين الإحتياطيات. وسنحاول من خلال هذا المطلب التعرف على تأثير تغيرات أسعار صرف الجنيه الإسترليني مقابل الدولار على قيمة مؤشرات أسعار الأسهم في بورصة لندن من خلال التطبيق على مؤشر الفاينانشال تايمز (FTSE).

أولاً: التعريف بمؤشر فاينانشال تايمز (FTSE)

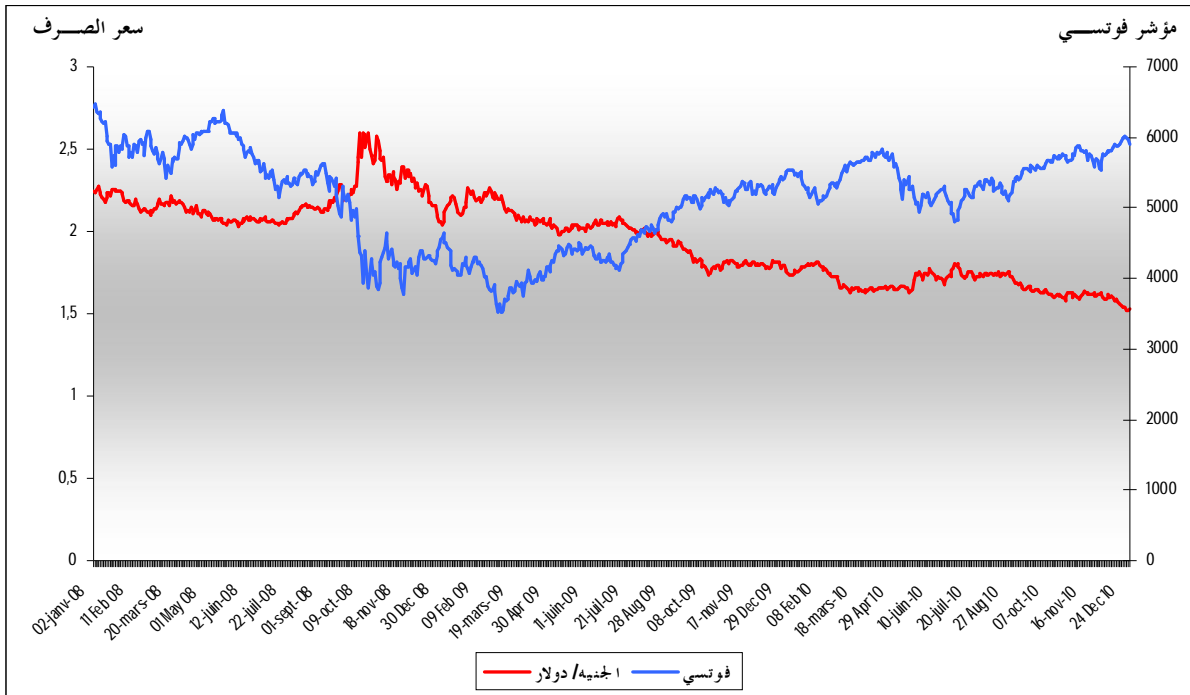
ويقرأ "فوتسي" وهو مؤشر للسوق المالية يمثل 100 شركة تتميز بالعراقة وكبر قيمة رسميتها في بورصة لندن، تم بدء العمل به في 3 جانفي 1984 بقيمة أساس قدرت بـ 1000 نقطة. ومن أهم الشركات المكونة لهذا المؤشر نذكر:¹

HSBC, Vodafon Group, BP, Royal Bank of Scotland, Royal Deutch Schell, Barclays.

ثانياً: تأثير تغيرات سعر صرف الجنيه الإسترليني على مؤشر FTSE

يمثل الشكل الموالي تغيرات كل من سعر صرف الجنيه الإسترليني مقابل الدولار وقيمة مؤشر فوتسي خلال الفترة 2008-2010.

الشكل (4-4): تغير سعر صرف الجنيه الإسترليني وقيمة مؤشر فوتسي خلال الفترة 2008-2010



المصدر: من إعداد الطالب بالإعتماد على معلومات من بنك إنجلترا بالنسبة لسعر صرف الجنيه الإسترليني ومن الفاينانشال تايمز بالنسبة لمؤشر فوتسي.

¹ - موقع ويكيبيديا: http://fr.wikipedia.org/wiki/FTSE_100 ، تاريخ الإطلاع: 27 مارس 2011.

من هذا الشكل تتضح لنا العلاقة العكسية بين سعر صرف الجنيه الإسترليني ومؤشر فوتسي، أي أن ارتفاع سعر صرف الجنيه مقابل الدولار يؤدي إلى انخفاض في مؤشر فوتسي والعكس صحيح. حيث نلاحظ أن تحسن قيمة الجنيه مقابل الدولار منذ بداية سنة 2008 أدى إلى انخفاض في قيمة المؤشر حيث وصل إلى أدنى قيمة له في 3 مارس 2009 (3512.09)، في حين أن سعر صرف الجنيه وصل إلى أعلى قيمة له في 16 أكتوبر 2008 (2.5994)، وهذا ما يدل على أن التأثير استغرق وقتاً معتبراً لكي يتحقق. وبعد ذلك عرف سعر صرف الجنيه إنخفاضاً إلى غاية نهاية سنة 2010، وتزامن ذلك مع تحسن مستمر في قيمة مؤشر فوتسي. وبحساب معامل الارتباط (الملحق رقم (4)) وجدنا أنه يساوي 0.4171 وهو ما يعني أن مؤشر فوتسي يرتبط بسعر صرف الجنيه بنسبة 41.71% وهي نسبة ضعيفة، أما معامل التحديد فيساوي 0.1739 وهو ما يعني أن التغيرات التي تحدث في مؤشر فوتسي يفسرها سعر صرف الجنيه بنسبة 17.39% وهي نسبة منخفضة جداً.

* تقدير معادلة الإنحدار:

وبالاعتماد على السلسلتين الزمنيتين للجنيه الإسترليني ومؤشر فوتسي المبيتين في الملحق رقم (1)، قمنا برسم شكل الانتشار للعلاقة بين سعر صرف الجنيه مقابل الدولار وفوتسي المبين في الملحق رقم (4)، ويتضح أن شكل الانتشار يأخذ شكلاً خطياً تقريبياً، وتقدير دالة الإنحدار التالية: $I_{FTSE} = \alpha + \beta \times TC_{ENG}$ التي توضح إنحدار المتغير التابع (فوتسي) على المتغير المفسر أو المستقل (سعر صرف الجنيه مقابل الدولار) تحصلنا على المعادلة التالية:

$$I_{FTSE} = 7418.627 - 1170.385TC_{ENG} \dots\dots\dots(11-4)$$

توضح المعادلة (11-4) أن هناك علاقة عكسية بين قيمة الجنيه مقابل الدولار وقيمة مؤشر فوتسي، وهذا ما تظهره إشارة المعلمة β ، و يعني هذا أن ارتفاع سعر صرف الجنيه مقابل الدولار بوحدة واحدة يؤدي إلى انخفاض قيمة المؤشر بـ 1170.385 وحدة.

* إختبار الفرضيات:

❖ المعلمة α :

$$H_0 : \hat{\alpha} = 0$$

$$H_1 : \hat{\alpha} \neq 0$$

وباستخدام إختبار "ستيودنت" (الملحق (4)) نجد أن t^* تساوي -40.67201 وهي أكبر من قيمة t الجدولية عند مستوى معنوية 0.05، مما يعني رفض فرضية العدم وقبول الفرضية البديلة، وعليه فإن المعلمة لها معنوية إحصائية.

❖ المعلمة β :

$$H_0 : \hat{\beta} = 0$$

$$H_1 : \hat{\beta} \neq 0$$

وبحساب قيمة t^* نجدها تساوي -12.62788 وهي أكبر من t الجدولية، وبالتالي نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة، وعليه فإن المعلمة لها معنوية إحصائية.

وباختبار المعنوية الكلية للنموذج باستخدام إختبار "فيشر" نجد أن قيمة فيشر المحسوبة (159.4630) أكبر من القيمة الجدولية (3.84) عند مستوى معنوية 5%، وبالتالي تتأكد المعنوية الإحصائية الكلية للنموذج.

المطلب الرابع: تأثير تغيرات سعر صرف الين الياباني على مؤشرات أسعار الأسهم في اليابان

يعتبر الإقتصاد الياباني أحد الإقتصاديات المنافسة للإقتصاد الأمريكي إضافة إلى الإقتصاد الأوروبي والصيني، غير أن أداء هذا الإقتصاد يرتبط بالمقابل بالإقتصاد الأمريكي بصفة مباشرة، بالإضافة إلى هذا نجد أن الين الياباني يعتبر هو الآخر عملة قوية إلى جانب العملات القوية الأخرى. وسنحاول في هذا المطلب التعرف على تأثير تغيرات سعر صرف الين على مؤشرات أسعار الأسهم في بورصة طوكيو من خلال التطبيق على مؤشر نيكاي 225.

أولاً: التعريف بمؤشر نيكاي 225 (Nikkei 225)

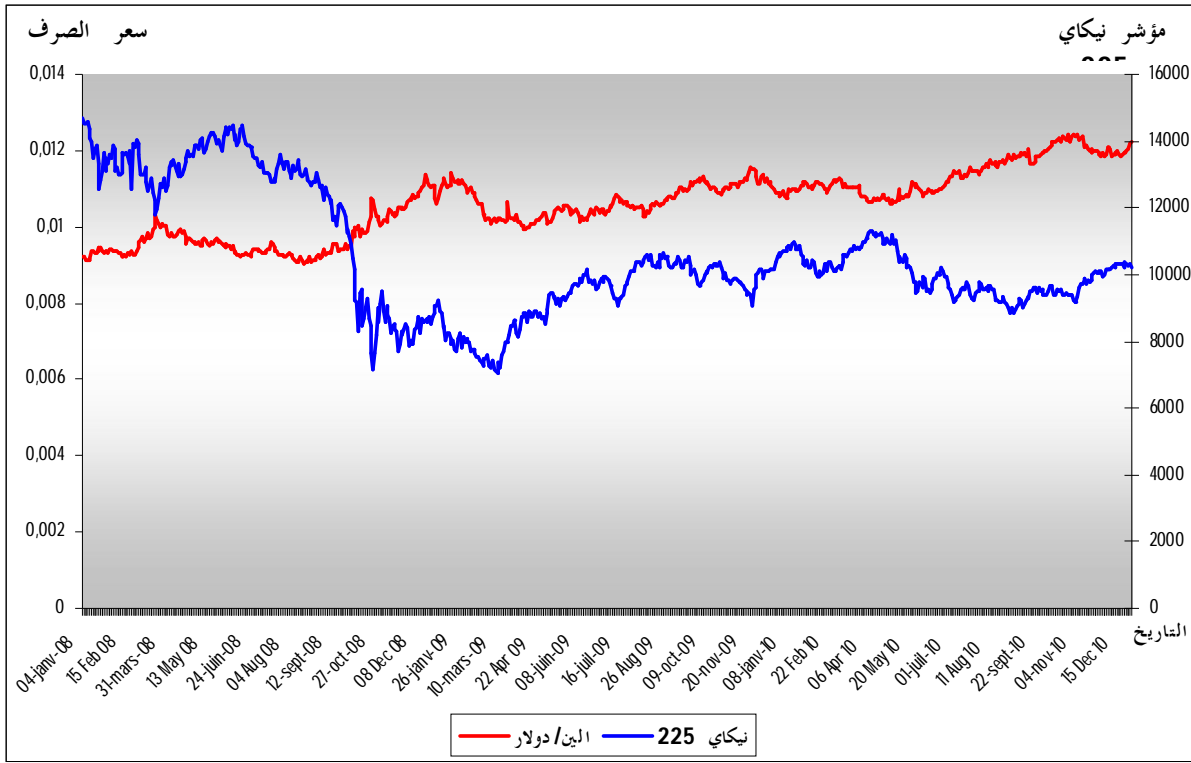
نيكاي 225 هو المؤشر الرئيسي في بورصة طوكيو، وكلمة نيكاي هي اختصار لـ "Nikon Keizai Shinbun". ويتكون من قيم 225 شركة. أنشئ هذا المؤشر في 16 ماي 1949 (سنة الأساس 100)، ويحسب بمتوسط هندسي للقيم التي يتركب منها غير موزونة بقيمة رسمتها السوقية. ويتكون من شركات تعمل في العديد من الصناعات كصناعة الأغذية، صناعة الأدوية، الصناعات الإلكترونية، البنوك والمؤسسات المالية، وغيرها من قطاعات النشاط.¹

ثانياً: تأثير تغيرات سعر صرف الين على مؤشر نيكاي 225

يمثل الشكل الموالي تغيرات كل من سعر صرف الين الياباني مقابل الدولار وقيمة مؤشر نيكاي 225 خلال الفترة 2008-2010.

¹ - موقع ويكيبيديا: http://fr.wikipedia.org/wiki/Nikkei_225 ، تاريخ الإطلاع: 27 مارس 2011.

الشكل (4-5): تغير سعر صرف الين الياباني وقيمة مؤشر نيكاي 225 خلال الفترة 2008-2010



المصدر: من إعداد الطالب بالإعتماد على معلومات من بنك إنجلترا بالنسبة لسعر صرف الين الياباني ومن الفاياننشال تايمز بالنسبة لمؤشر نيكاي 225.

من هذا الشكل يمكننا الإستدلال على وجود علاقة عكسية بين سعر صرف الين ومؤشر نيكاي 225، حيث أننا نلاحظ أن ارتفاع قيمة الين بنسبة قليلة مقابل الدولار يعقبه مباشرة إنخفاض كبير في المؤشر والعكس، فارتفاع الين في 17 مارس 2008 إلى 0.01031 بعد أن كان 0.0099 دولار في 14 مارس 2008 تزامن مع انخفاض في قيمة المؤشر من 12241.6 إلى 11787.51 في نفس التواريخ، ومع تواصل تحسن قيمة الين، تواصل تدهور مؤشر نيكاي، حيث عرف أدنى قيمة له في تاريخ 10 مارس 2009 بـ 7054.98، وجاء هذا بعد وصول قيمة الين في 22 جانفي 2009 إلى 0.01127 دولار وهي أعلى قيمة للين في سنة 2009. بعد ذلك تواصلت العلاقة العكسية بين المتغيرين ولكن مع إستقرار نسبي في قيمتهما إلى غاية نهاية سنة 2010.

وبحساب معامل الارتباط (الملحق (4)) وجدنا أنه يساوي 0.6439 وهو مايعني أن مؤشر نيكاي 225 يرتبط بسعر صرف الأورو بنسبة 64.39% وهي نسبة متوسطة، أما معامل التحديد فيساوي 0.4146 وهو مايعني أن التغيرات التي تحدث في مؤشر نيكاي 225 يفسرها سعر صرف الأورو بنسبة 41.46% وهي نسبة منخفضة.

*** تقدير معادلة الإنحدار:**

وبالاعتماد على السلسلتين الزمنيتين لليين الياباني ومؤشر نيكاي 225 المبيتين في الملحق رقم (1)، قمنا برسم شكل الانتشار للعلاقة بين سعر صرف الين مقابل الدولار ونيكاي المين في الملحق رقم (4)، ويتضح أن شكل الانتشار يأخذ شكلا خطيا تقريبا، وتقدير دالة الإنحدار التالية: $I_{NIK} = \alpha + \beta \times TC_{JAP}$ التي توضح انحدار المتغير التابع (نيكاي) على المتغير المفسر أو المستقل (سعر صرف الين مقابل الدولار) تحصلنا على المعادلة التالية:

$$I_{NIK} = 24980.8 - 13653.13TC_{JAP} \dots\dots\dots(12-4)$$

توضح المعادلة (12-4) أن هناك علاقة عكسية بين قيمة الين مقابل الدولار وقيمة مؤشر نيكاي، وهذا ماتظهره إشارة المعلمة β ، وهذا يعني أن ارتفاع سعر صرف الين مقابل الدولار بوحدة واحدة يؤدي إلى انخفاض قيمة المؤشر بـ 13653.13 وحدة.

*** إختبار الفرضيات:**

❖ المعلمة α :

$$H_0 : \hat{\alpha} = 0$$

$$H_1 : \hat{\alpha} \neq 0$$

وباستخدام إختبار "ستيودنت" (الملحق (4)) نجد أن t^* تساوي 38.4968 وهي أكبر من قيمة t الجدولية عند مستوى معنوية 0.05، مما يعني رفض فرضية العدم وقبول الفرضية البديلة، وعليه فإن المعلمة لها معنوية إحصائية.

❖ المعلمة β :

$$H_0 : \hat{\beta} = 0$$

$$H_1 : \hat{\beta} \neq 0$$

وبحساب قيمة t^* نجد أنها تساوي -28.3783 وهي أكبر من t الجدولية، وبالتالي نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة، وعليه فإن المعلمة لها معنوية إحصائية.

وبإختبار المعنوية الكلية للنموذج باستخدام إختبار "فيشر" نجد أن قيمة فيشر المحسوبة (579.03) أكبر من القيمة الجدولية (3.84) عند مستوى معنوية 5%، وبالتالي تتأكد المعنوية الإحصائية الكلية للنموذج.

المبحث الثالث: تأثير تغيرات أسعار صرف العملات على مؤشرات أسعار الأسهم في

الإقتصاديات الناشئة

لقد ظهرت على الساحة الإقتصادية العالمية العديد من الدول التي استطاعت أن تبني إقتصادياتها بشكل جيد، وأن تجعل لها العديد من المقومات للنهوض والتطور، مما جعلها تجذب العديد من الإستثمارات الأجنبية المباشرة والغير المباشرة. وقد شمل هذا التطور أسواقها المالية، حيث تعتبر معظم الأسواق المالية في هذه الدول أسواقا تتوافر فيها العديد من الفرص للإستثمار وتحقيق العوائد. وكذلك هو الحال بالنسبة لعملاقتها، حيث أصبحت تعنى باهتمام كبير من طرف الإقتصاديين والمستثمرين على غرار الوون الكوري والريال البرازيلي واليوان الصيني. وسوف نحاول في هذا المبحث التعرف على العلاقة بين سعر الصرف ومؤشر أسعار الأسهم في عينة من خمسة دول ناشئة هي: البرازيل، تركيا، الهند، وكوريا الجنوبية.

المطلب الأول: تأثير تغيرات سعر صرف الريال البرازيلي على مؤشرات أسعار الأسهم في

البورصة البرازيلية

تعتبر البرازيل إحدى أهم الإقتصاديات الناشئة في أمريكا الجنوبية والعالم، وتتمتع كذلك ببورصة ناشئة تعكس النشاط الإقتصادي فيها. وستعرف في هذا المطلب على تأثير تغير سعر صرف الريال البرازيلي على مؤشرات أسعار الأسهم، من خلال تطبيق دراستنا على مؤشر البوفيسبا في بورصة ساوباولو.

أولاً: التعريف بمؤشر بوفيسبا (Bolsa de Valores de Sao Paulo) BOVESPA

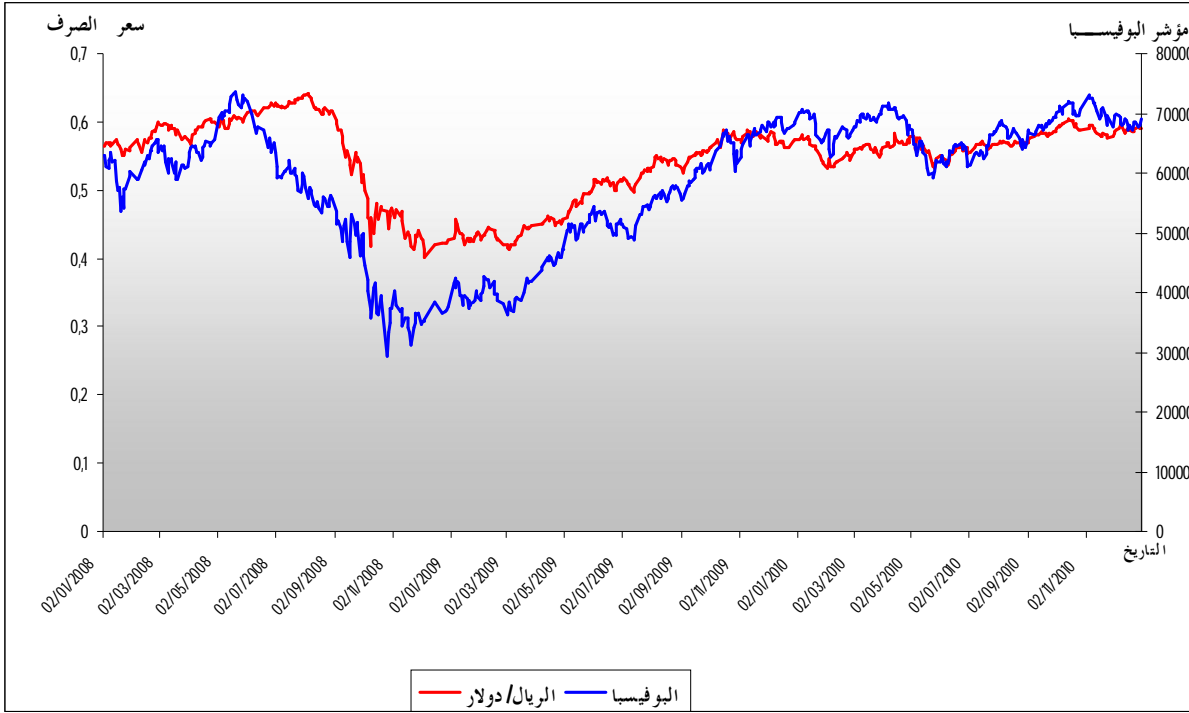
وهي كلمة برتغالية لبورصة "ساوباولو" البرازيلية التي أنشئت في 24 أوت 1890، وهي عبارة عن إتحاد لبورصات القيم المنقولة في "ساوباولو" و"ريودجانيرو" وغيرها من بورصات البرازيل. حيث يتركز التداول في بورصة "ساوباولو" في الأسهم، في حين فإن بورصة "ريودجانيرو" مسؤولة عن الأوراق المالية العمومية. وحتى عام 1960 كانت بورصة البرازيل مرتبطة مباشرة بالدولة، غير أنه مع إصلاحات النظام المالي البرازيلي في سنوات 1965/1966، تحولت بورصات البرازيل إلى هيئات مدنية لها طابع إداري. وتعتبر بورصة ساوباولو ذاتية التسيير تحت مراقبة (Comisao de Valors Mobiliarios) CVM، وبعد هذا التعديل عرفت بورصة البرازيل إرتفاعا في التكنولوجيات المستعملة في تقديم الخدمات للمستثمرين والوسطاء والشركات المسجلة، وتعد حاليا أكبر مركز لتداول الأسهم في أمريكا اللاتينية. ويعتبر مؤشر بوفيسبا أهم مؤشر في بورصة البرازيل، حيث يتكون من 63 سهما من أسهم أكبر الشركات المسجلة في البورصة.¹

¹ - موقع ويكيبيديا: http://fr.wikipedia.org/wiki/Bourse_de_S%C3%A3o_Paulo، تاريخ الإطلاع: 27 مارس 2011.

ثانياً: تأثير تغير سعر صرف الريال البرازيلي على مؤشر بوفيسبا

يمثل الشكل الموالي تغيرات كل من سعر صرف الريال البرازيلي مقابل الدولار وقيمة مؤشر بوفيسبا خلال الفترة 2008-2010.

الشكل (4-6): تغير سعر صرف الريال البرازيلي وقيمة مؤشر بوفيسبا خلال الفترة 2008-2010



المصدر: من إعداد الطالب بالإعتماد على معلومات من الفاينانشال تايمز بالنسبة لمؤشر بوفيسبا ومن صندوق النقد الدولي (www.IMF.org) بالنسبة لسعر صرف الريال.

من هذا الشكل يتضح لنا أن العلاقة بين سعر صرف الريال البرازيلي ومؤشر بوفيسبا هي علاقة في اتجاه واحد أو طردية، أي أن ارتفاع سعر صرف الريال مقابل الدولار يؤدي إلى ارتفاع في قيمة المؤشر والعكس صحيح. حيث نلاحظ أن انخفاض قيمة الريال مقابل الدولار في نهاية سنة 2008 (9 أكتوبر: 0.4181 دولار) أعقبه مباشرة إنخفاض في قيمة المؤشر (27 أكتوبر: 29435.11)، ثم مع تحسن قيمة الريال بدأ المؤشر في التحسن هو الآخر، واستمرت العلاقة إلى غاية نهاية سنة 2010، وما يلاحظ أيضاً أن انتقال تأثير سعر صرف الريال إلى قيمة المؤشر يأخذ وقتاً قصيراً.

وبحساب معامل الارتباط (الملحق رقم (4)) وجدنا أنه يساوي 0.8374 وهو ما يعني أن مؤشر بوفيسبا يرتبط بسعر صرف الريال بنسبة 83.74% وهي نسبة مرتفعة، أما معامل التحديد فيساوي 0.7013 وهو ما يعني أن التغيرات التي تحدث في مؤشر بوفيسبا يفسرها سعر صرف الريال بنسبة 70.13% وهي نسبة مرتفعة أيضاً.

*** تقدير معادلة الإنحدار:**

وبالإعتماد على السلسلتين الزمنيتين للريال البرازيلي ومؤشر بوفيسبا الميبتين في الملحق رقم(2)، قمنا برسم شكل الإنتشار للعلاقة بين سعر صرف الريال مقابل الدولار وبوفيسبا الميبتين في الملحق رقم(4)، ويتضح أن شكل الإنتشار يأخذ شكلا خطيا تقريبا، وبتقدير دالة الإنحدار التالية: $I_{BOV} = \alpha + \beta \times TC_{BRA}$ التي توضح إنحدار المتغير التابع (بوفيسبا) على المتغير المفسر أو المستقل (سعر صرف الريال مقابل الدولار) تحصلنا على المعادلة التالية:

$$I_{BOV} = 27662.14 + 158249TC_{BRA} \dots\dots\dots(13-4)$$

توضح المعادلة (13-4) أن هناك علاقة طردية بين قيمة الريال مقابل الدولار وقيمة مؤشر بوفيسبا، وهذا ماتظهره إشارة المعلمة β ، وهذا يعني أن ارتفاع سعر صرف الريال مقابل الدولار بوحدة واحدة يؤدي إلى ارتفاع قيمة المؤشر بـ 158249 وحدة.

*** إختبار الفرضيات:**

❖ المعلمة α :

$$H_0 : \hat{\alpha} = 0$$

$$H_1 : \hat{\alpha} \neq 0$$

وباستخدام إختبار "ستيودنت" (الملحق (4)) نجد أن t^* تساوي -12.38389 وهي أكبر من قيمة t الجدولية عند مستوى معنوية 0.05، مما يعني رفض فرضية العدم وقبول الفرضية البديلة، وعليه فإن المعلمة لها معنوية إحصائية.

❖ المعلمة β :

$$H_0 : \hat{\beta} = 0$$

$$H_1 : \hat{\beta} \neq 0$$

وبحساب قيمة t^* نجد أنها تساوي 38.97502 وهي أكبر من t الجدولية، وبالتالي نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة، وعليه فإن المعلمة لها معنوية إحصائية.

وبإختبار المعنوية الكلية للنموذج باستخدام إختبار "فيشر" نجد أن قيمة فيشر المحسوبة (1519.052) أكبر من القيمة الجدولية (3.84) عند مستوى معنوية 5%، وبالتالي تتأكد المعنوية الإحصائية الكلية للنموذج.

المطلب الثاني: تأثير تغيرات سعر صرف الليرة التركية على مؤشرات أسعار الأسهم في البورصة التركية

لقد عرفت تركيا معدلات نمو جيدة في مختلف هياكلها الاقتصادية مما جعلها تدخل ضمن أحسن 20 إقتصادا في العالم، وهي تعتبر أحد أكبر إقتصاديات القارة الأوروبية الناشئة نتيجة للمقومات الجيدة التي تمتلكها والتي تسمح لها بالنمو مستقبلا. وسنطبق دراسة العلاقة بين سعر صرف الليرة ومؤشر أسعار الأسهم على مؤشر *ISE100* في بورصة إسطنبول.

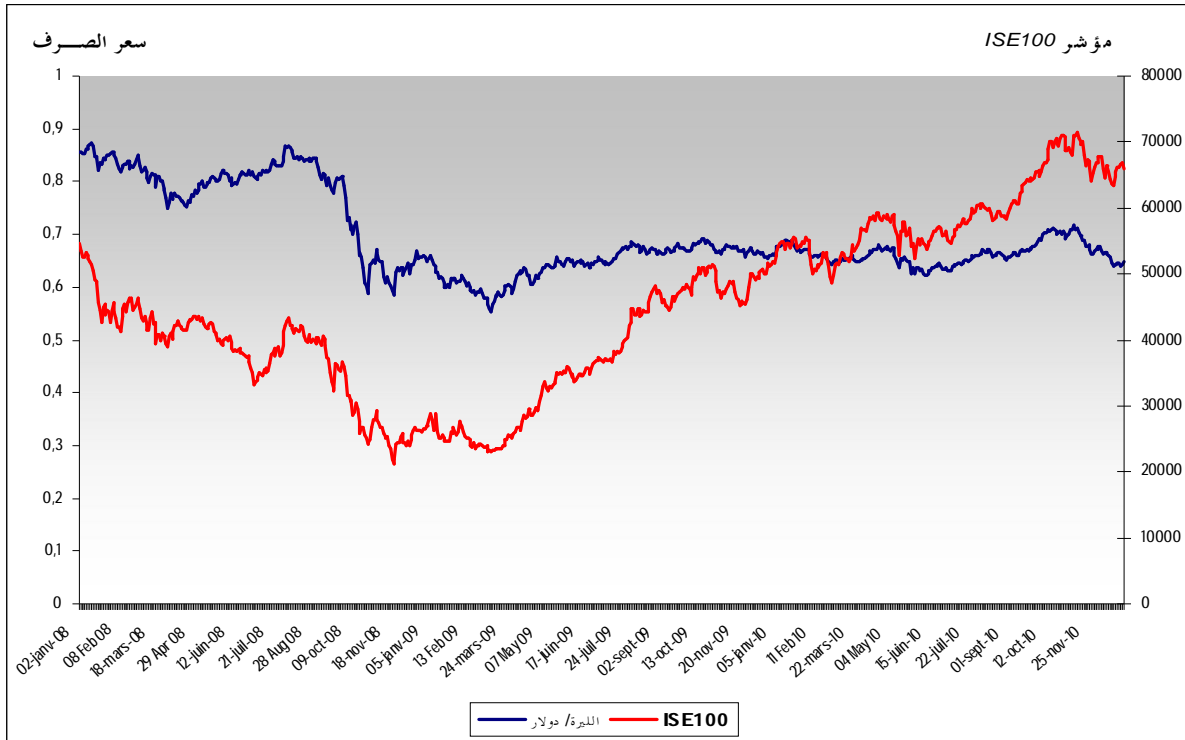
أولا: التعريف بمؤشر *ISE100*

وهو المؤشر الرئيسي لبورصة إسطنبول ويتكون من أكبر 100 شركة مسجلة في البورصة، أهمها:¹
AKbank Tas(8.61%), *BIM Birlesik Maggalar AS(3.43%)*, *Tupras Turkiye Petrol Rafinereileiri(5.53%)*, *Turkiye Garanti Bankasi AS(13.82%)*.

ثانيا: تأثير تغير سعر صرف الليرة التركية على مؤشر *ISE100*

يمثل الشكل الموالي تغيرات كل من سعر صرف الليرة التركية مقابل الدولار وقيمة مؤشر *ISE100* خلال الفترة 2008-2010.

الشكل (4-7): تغير سعر صرف الليرة التركية وقيمة مؤشر *ISE100* خلال الفترة 2008-2010



المصدر: من إعداد الطالب بالإعتماد على معلومات من الفايانانشال تايمز بالنسبة لمؤشر *ISE100* ومن بنك إنجلترا بالنسبة لسعر صرف الليرة.

¹ - موقع ويكيبيديا: http://fr.wikipedia.org/wiki/ISE-100_Index تاريخ الإطلاع 08 أبريل 2011.

من خلال هذا الشكل يتضح لنا أن العلاقة بين المتغيرين كانت في اتجاه واحد إبتداء من سنة 2008 إلى غاية نهاية سنة 2009 وهذا مايعني أن التغيرات في المؤشر تتبع التغيرات في سعر صرف الليرة مقابل الدولار إرتفاعا وانخفاضاً، غير أن هذه العلاقة لم تستمر بنفس الحال إبتداء من سنة 2010. حيث نلاحظ أنه بتاريخ 21 نوفمبر 2008 إنخفضت قيمة الليرة مقابل الدولار إلى 0.5908 دولار، أعقبه بعد ذلك إنخفاض في قيمة المؤشر إلى 23220.02 بتاريخ 06 مارس 2009. وابتداء من جانفي 2010 بدأت قيمة الليرة تعرف إستقرارا نسبيا، في حين عرف المؤشر إرتفاعا مستمرا إلى غاية نهاية سنة 2010 ليصل إلى أعلى قيمة له على طول فترة الدراسة بـ 70941.06.

وبحساب معامل الارتباط (الملحق رقم (4)) وجدنا أنه يساوي 0.0656 وهو مايعني أن مؤشر $ISE100$ يرتبط بسعر صرف الليرة بنسبة 6.56% وهي نسبة ضعيفة جدا، أما معامل التحديد فيساوي 0.004309 وهو مايعني أن التغيرات التي تحدث في مؤشر $ISE100$ يفسرها سعر صرف الليرة بنسبة 0.43% وهي نسبة ضعيفة جدا.

* تقدير معادلة الإنحدار:

وبالإعتماد على السلسلتين الزميتين لليرة التركية ومؤشر $ISE100$ المبينتين في الملحق رقم(2)، قمنا برسم شكل الإنتشار للعلاقة بين سعر صرف الليرة مقابل الدولار و $ISE100$ المبين في الملحق رقم(4)، ويتضح أن شكل الإنتشار يأخذ شكلا خطيا تقريبا، وتقدير دالة الإنحدار التالية: $I_{ISE} = \alpha + \beta \times TC_{TUR}$ التي توضح إنحدار المتغير التابع ($ISE100$) على المتغير المفسر أو المستقل (سعر صرف الليرة مقابل الدولار) تحصلنا على المعادلة التالية:

$$I_{ISE} = 0.677796 + 3.93E - 07TC_{TUR} \dots\dots\dots (14-4)$$

توضح المعادلة (14-4) أن هناك علاقة طردية بين قيمة الليرة مقابل الدولار وقيمة مؤشر $ISE100$ ، وهذا ماتظهره إشارة المعلمة β ، وهذا يعني أن ارتفاع سعر صرف الريال مقابل الدولار بوحدة واحدة يؤدي إلى ارتفاع قيمة المؤشر بـ $3.93E - 07$ وحدة، وهي قيمة ضئيلة جدا.

* إختبار الفرضيات:

❖ المعلمة α :

$$H_0 : \hat{\alpha} = 0$$

$$H_1 : \hat{\alpha} \neq 0$$

وباستخدام إختبار "ستودنت" (الملحق رقم(4)) نجد أن t^* تساوي -65.3752 وهي أكبر من قيمة t الجدولية عند مستوى معنوية 0.05، مما يعني رفض فرضية العدم وقبول الفرضية البديلة، وعليه فإن المعلمة لها معنوية إحصائية.

❖ المعلمة β :

$$H_0 : \hat{\beta} = 0$$

$$H_1 : \hat{\beta} \neq 0$$

وبحساب قيمة t^* نجدها تساوي 1.7713 وهي أصغر من t الجدولية، وبالتالي نقبل فرضية العدم ونرفض الفرضية البديلة، وعليه فإن المعلمة ليست لها معنوية إحصائية. وباختبار المعنوية الكلية للنموذج باستخدام اختبار "فيشر" نجد أن قيمة فيشر المحسوبة (3.1375) أصغر من القيمة الجدولية (3.84) عند مستوى معنوية 5%، وبالتالي لا يمكن القول أن النموذج له معنوية إحصائية.

المطلب الثالث: تأثير تغيرات سعر صرف الروبية الهندية على مؤشرات أسعار الأسهم في البورصة

الهندية

تتميز الهند هي الأخرى باقتصاد ناشئ وأثبت مكانته على المستوى العالمي، وقد شهد معدلات نمو مرتفعة خاصة في السنوات الأخيرة، وسنطبق دراسة العلاقة بين سعر صرف الروبية ومؤشرات أسعار الأسهم في الهند على مؤشر *BSE SENS*.

أولاً: التعريف بمؤشر *BSE SENS*

وهو مؤشر موزون القيمة يتركب من 30 سهماً، وبدأ العمل به في 1 جانفي 1986، وهو يعكس حالة السوق المالية في الهند. ويعبر عن أكثر 30 شركة نشاطاً ومتاجرة في أسهمها في مختلف القطاعات في بورصة "بومباي" للأسهم. تمثل هذه الشركات حوالي 50% من رسملة السوق في البورصة الهندية، وقيمة الأساس لهذا المؤشر هي 100 في 1 أبريل 1979، ويحسب هذا المؤشر كدالة في الرسملة السوقية للشركات المكونة له. ومن أهم الشركات المركبة له نذكر:¹

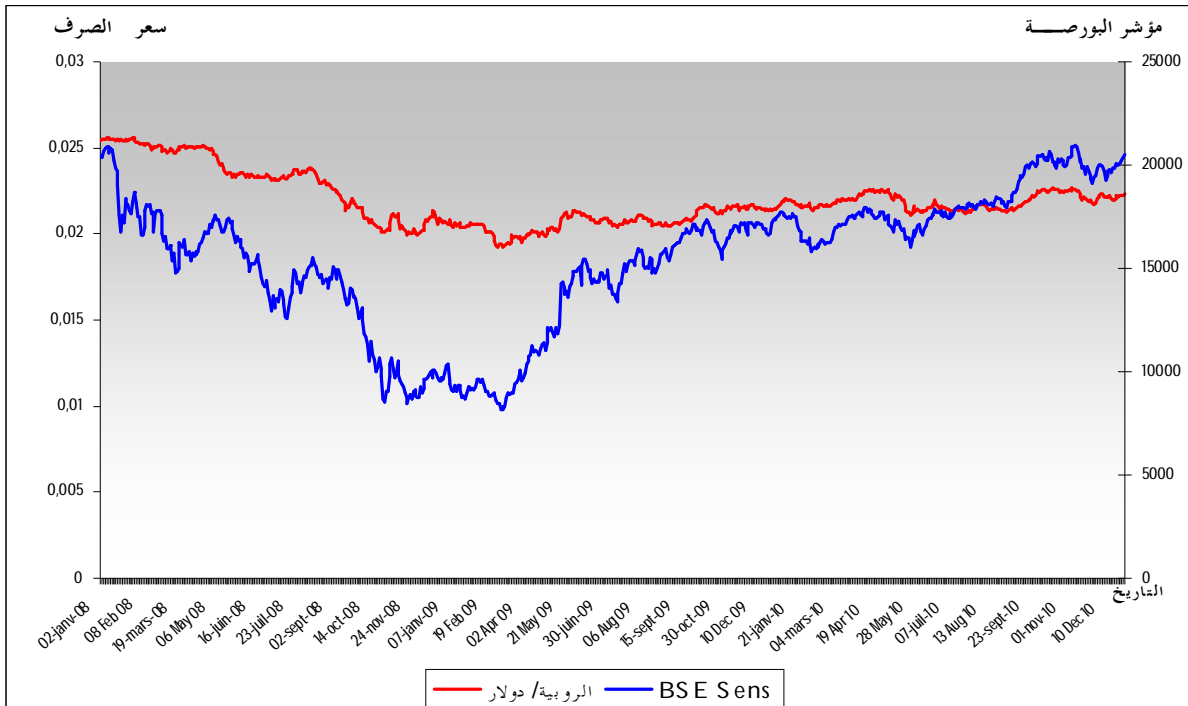
Bahart heavy Elictricals, HDFC Bank, Hero Honda Motors LTD.

ثانياً: تأثير تغيرات سعر صرف الروبية الهندية على مؤشر *BSE SENS*

يمثل الشكل الموالي تغيرات كل من سعر صرف الروبية الهندية مقابل الدولار وقيمة مؤشر *BSE SENS* خلال الفترة 2008-2010.

¹ - موقع ويكيبيديا: http://en.wikipedia.org/wiki/BSE_SENSEX, تاريخ الإطلاع: 08 أبريل 2011.

الشكل (4-8): تغير سعر صرف الروبية الهندية وقيمة مؤشر *BSE SENS* خلال الفترة 2008-2010



المصدر: من إعداد الطالب بالإعتماد على معلومات من الفاينانشال تايمز بالنسبة للمؤشر ومن بنك إنجلترا بالنسبة لسعر صرف الروبية.

يتضح من هذا الشكل أن العلاقة بين سعر صرف الروبية الهندية والمؤشر هي في اتجاه واحد إلى غاية منتصف سنة 2010 ثم بعد ذلك بدأ المتغيران يتغيران في اتجاهين مختلفين. كما يلاحظ أيضا أن قيمة مؤشر *BSE SENS* مرنة بدرجة كبيرة للتغيرات التي تطرأ على سعر صرف الروبية، ويتضح هذا من خلال الفترة الممتدة من أكتوبر 2008 إلى غاية مارس 2009. وابتداء من منتصف سنة 2009 بدأت قيمتي الروبية والمؤشر تعرفان إستقرارا نسبيا، إلا أن قيمة المؤشر بدأت تتحسن إبتداء من منتصف سنة 2010.

وبحساب معامل الارتباط (الملحق رقم (4)) وجدنا أنه يساوي 0.5203 وهو مايعني أن مؤشر *BSE SENS* يرتبط بسعر صرف الروبية بنسبة 52.03% وهي نسبة منخفضة، أما معامل التحديد فيساوي 0.27078 وهو مايعني أن التغيرات التي تحدث في مؤشر *BSE SENS* يفسرها سعر صرف الروبية بنسبة 27.078% وهي نسبة ضعيفة.

* تقدير معادلة الإنحدار:

وبالإعتماد على السلسلتين الزمنية للروبية الهندية ومؤشر *BSE SENS* المبينتين في الملحق رقم(2)، قمنا برسم شكل الإنتشار للعلاقة بين سعر صرف الروبية مقابل الدولار و *BSE SENS* المبين في الملحق رقم(4)، ويتضح أن شكل الإنتشار يأخذ شكلا خطيا تقريبا، وتقدير دالة الإنحدار التالية:

التي توضح إنحدار المتغير التابع $I_{BSE} = \alpha + \beta \times TC_{IND}$ على المتغير المفسر أو المستقل ($BSE SENS$) (سعر صرف الروبية مقابل الدولار) تحصلنا على المعادلة التالية:

$$I_{BSE} = -9501.604 + 1138670TC_{IND} \dots\dots\dots (15-4)$$

توضح المعادلة (15-4) أن هناك علاقة طردية بين قيمة الروبية مقابل الدولار وقيمة مؤشر $BSE SENS$ ، وهذا ماظهره إشارة المعلمة β ، وهذا يعني أن ارتفاع سعر صرف الروبية مقابل الدولار بوحدة واحدة يؤدي إلى ارتفاع قيمة المؤشر بـ 1138670 وحدة.

* إختبار الفرضيات:

❖ المعلمة α :

$$H_0 : \hat{\alpha} = 0$$

$$H_1 : \hat{\alpha} \neq 0$$

وباستخدام إختبار "ستيودنت" (الملحق (4)) نجد أن t^* تساوي -6.1723 وهي أكبر من قيمة t الجدولية عند مستوى معنوية 0.05، مما يعني رفض فرضية العدم وقبول الفرضية البديلة، وعليه فإن المعلمة لها معنوية إحصائية.

❖ المعلمة β :

$$H_0 : \hat{\beta} = 0$$

$$H_1 : \hat{\beta} \neq 0$$

وبحساب قيمة t^* نجد أنها تساوي 16.27167 وهي أكبر من t الجدولية، وبالتالي نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة، وعليه فإن المعلمة لها معنوية إحصائية.

وبإختبار المعنوية الكلية للنموذج باستخدام إختبار "فيشر" نجد أن قيمة فيشر المحسوبة (264.7672) أكبر من القيمة الجدولية (3.84) عند مستوى معنوية 5%، وبالتالي تتأكد المعنوية الإحصائية الكلية للنموذج.

المطلب الرابع: تأثير تغيرات سعر صرف اللون الكوري على مؤشرات أسعار الأسهم في

البورصة الكورية

تعتبر كوريا الجنوبية أكبر إقتصاديات قارة آسيا بعد الصين واليابان، ونتيجة لهذا فهي تصنف ضمن أحسن خمسة عشر إقتصادا في العالم، والدليل على هذا هو معدلات النمو العالية التي تعرفها في كافة القطاعات، وتعتبر بورصة كوريا كذلك من بين أنشط البورصات الآسيوية. وسنطبق دراستنا على مؤشر كوسي $KOSPI$ للسوق المالية الكورية.

أولاً: التعريف بمؤشر كوسبي (KOSPI) (Corea composit Stock Price Index)

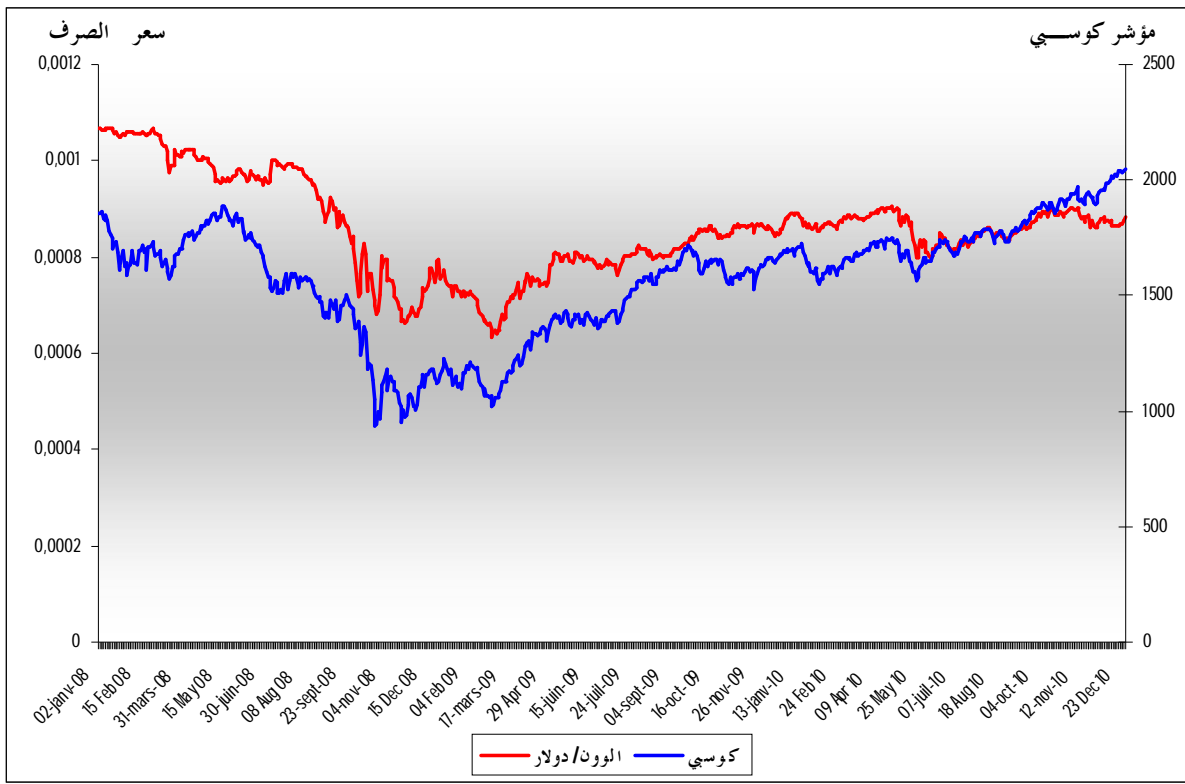
وهو المؤشر الرئيسي لبورصة كوريا الجنوبية، أنشئ عام 1983 بقيمة أساس قدرت بـ 100 نقطة، وإلى غاية أوت 2007، كان المؤشر يتكون من 700 شركة أهمها:¹

Samsung electronic, Hyundai Heavy Industries, Posoco, Hyundai Motor, Korea Electric Power, Cooknin Bank

ثانياً: تأثير تغير سعر صرف الون الكوري على مؤشر كوسبي

يمثل الشكل الموالي تغيرات كل من سعر صرف الون الكوري مقابل الدولار وقيمة مؤشر كوسبي خلال الفترة 2008-2010.

الشكل (4-9): تغير سعر صرف الون الكوري وقيمة مؤشر كوسبي خلال الفترة 2008-2010



المصدر: من إعداد الطالب بالإعتماد على معلومات من الفاينانشال تايمز بالنسبة للمؤشر ومن بنك إنجلترا بالنسبة لسعر صرف الون.

يتضح من خلال الشكل أن المتغيرين مرتبطين بشكل قوي، والعلاقة بينهما هي في اتجاه واحد، حيث أن ارتفاع قيمة الون مقابل الدولار يؤدي إلى ارتفاع قيمة المؤشر، والعكس صحيح. حيث نلاحظ من خلال الشكل أن الإنخفاض الذي عرفته قيمة الون مقابل الدولار ابتداء من سنة 2008 إلى غاية النصف الأول من سنة 2009 صاحبه إنخفاض مماثل للمؤشر وفي توقيت متزامن، كما يلاحظ أن مدة إنتقال تأثير تغيرات سعر

¹ - موقع ويكيبيديا: <http://fr.wikipedia.org/wiki/Kospi> ، تاريخ الإطلاع: 27 مارس 2011.

الصرف إلى السوق المالية قصيرة جدا، حيث وصل المتغيرين إلى أدنى قيمهما خلال الربع الأول من سنة 2009، ثم مع تحسن واستقرار سعر الوون بدأ المؤشر يعرف تحسنا أيضا إلى غاية نهاية سنة 2010، حيث يظهر الشكل استمرار إستقرار قيمة الوون، فيما واصل المؤشر في الإرتفاع.

وبحساب معامل الارتباط (الملحق رقم (4)) وجدنا أنه يساوي 0.6885 وهو مايعني أن مؤشر كوسي يرتبط بسعر صرف الوون بنسبة 68.85% وهي نسبة متوسطة، أما معامل التحديد فيساوي 0.4740 وهو مايعني أن التغيرات التي تحدث في مؤشر كوسي يفسرها سعر صرف الوون بنسبة 47.40% وهي نسبة منخفضة.

* تقدير معادلة الإنحدار:

وبالإعتماد على السلسلتين الزمنيتين للوون الكوري ومؤشر كوسي المبيتين في الملحق رقم(2)، قمنا برسم شكل الإنتشار للعلاقة بين سعر صرف الوون مقابل الدولار وكوسي المبين في الملحق رقم(4)، ويتضح أن شكل الإنتشار يأخذ شكلا خطيا تقريبا، وبتقدير دالة الإنحدار التالية: $I_{COS} = \alpha + \beta \times TC_{COR}$ التي توضح إنحدار المتغير التابع (كوسي) على المتغير المفسر أو المستقل (سعر صرف الوون مقابل الدولار) تحصلنا على المعادلة التالية:

$$I_{COS} = 79.19878 + 1738855TC_{COR} \dots\dots\dots(16-4)$$

توضح المعادلة (16-4) أن هناك علاقة طردية بين قيمة الريال مقابل الدولار وقيمة مؤشر كوسي، وهذا ماتظهره إشارة المعلمة β ، وهذا يعني أن ارتفاع سعر صرف الوون مقابل الدولار بوحدة واحدة يؤدي إلى ارتفاع قيمة المؤشر بـ 1738855 وحدة.

* إختبار الفرضيات:

❖ المعلمة α :

$$H_0 : \hat{\alpha} = 0$$

$$H_1 : \hat{\alpha} \neq 0$$

وباستخدام إختبار "ستيودنت"(الملحق (4)) نجد أن t^* تساوي 1.3487 وهي أصغر من قيمة t الجدولية عند مستوى معنوية 0.05، مما يعني قبول فرضية العدم ورفض الفرضية البديلة، وعليه فإن المعلمة ليست لها معنوية إحصائية.

❖ المعلمة β :

$$H_0 : \hat{\beta} = 0$$

$$H_1 : \hat{\beta} \neq 0$$

بحساب قيمة t^* نجدها تساوي 25.5973 وهي أكبر من t الجدولية، وبالتالي نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة، وعليه فإن المعلمة لها معنوية إحصائية.

وباختبار المعنوية الكلية للنموذج باستخدام إختبار "فيشر" نجد أن قيمة فيشر المحسوبة (655.2228) أكبر من القيمة الجدولية (3.84) عند مستوى معنوية 5%، وبالتالي تتأكد المعنوية الإحصائية الكلية للنموذج.

المبحث الرابع: تأثير تغيرات أسعار صرف العملات على مؤشرات أسعار الأسهم في الدول

العربية

بالرغم من ضعف إقتصاديات الدول العربية وهشاشة هيكلها الصناعية والمالية والإدارية، إلا أن البعض منها استطاعت أن تنشئ أسواقا مالية وإن كانت صغيرة إلا أنها تستجيب لجزء من حاجيات التمويل والقيام بالتعاملات داخل الإقتصاد. غير أن هذه الأسواق تعتبر من الناحية العملية أسواقا غير متطورة، نتيجة لصغر حجمها وانخفاض قيم رسملتها وانخفاض نسب التداول فيها. وستعرض في هذا المبحث إلى إبراز تأثير تغيرات أسعار صرف العملات العربية على مؤشرات أسعار الأسهم في أسواقها المالية من خلال عينة من ثلاثة دول عربية وهي: الكويت، مصر، والمغرب.

المطلب الأول: تأثير تغيرات سعر صرف الدينار الكويتي على مؤشرات أسعار الأسهم في السوق

المالية الكويتية

تعتبر بورصة الكويت أقدم بورصات الخليج حيث تم تأسيسها في أكتوبر 1962، ومقارنة مع البورصات العربية، فهي تعتبر من أكبر البورصات من حيث عدد الشركات، والقيمة السوقية. وسنحاول في هذا المطلب إبراز التأثير الذي يتركه تأثير تغير قيمة الدينار الكويتي على مؤشر بورصة الكويت على طول الفترة 2008-2010.

أولا: التعريف بمؤشر بورصة الكويت

تقوم سوق الكويت للأوراق المالية باحتساب مؤشر الأسعار طبقا للطريقة التي تقوم على معادلة المتوسطات الحسابية، وتعتمد هذه الطريقة على المعايير المعترف بها عالميا لاحتساب المؤشر، وهي تقوم بالتوافق تلقائيا مع توزيعات الأرباح بطريقة دقيقة. وتنص المعادلة على التالي:¹

$$\frac{\sum_{i=1}^n [(Price_i / Base_i) \times Corrector_i]}{n} \times Multiplier$$

ن(n): هي عدد الأسهم المشتركة في المؤشر.

السعر (Price_i): هو سعر السهم الحالي.

سعر الأساس (Base_i): سعر إقبال السهم في تاريخ التأسيس.

المصحح (Corrector_i): لاحتساب أثر توزيعات الأرباح وتوزيعات الأسهم وهي تصحح كالتالي:

توزيعات الأرباح: المصحح = المصحح X السعر - الأرباح

توزيعات الأسهم: المصحح = (المصحح + 1) X التوزيعات 100%

المؤشر الوزني: المعادلة العامة للمؤشر الوزني تحسب كالاتي:

¹ - موقع بورصة الكويت: <http://www.kuwaitse.com/PORTAL/A>

$$Xi = [Mi/Bi]*G$$

$$Bi = Bi - 1*[Mi/M'i]$$

حيث ترمز هذه الحروف إلى:

I : الإطار الزمني بين التصحيحات المتتالية للقيمة السوقية في يوم الأساس.

Xi : المؤشر عند وحدة محددة، خلال الإطار الزمني i .

Bi : القيمة السوقية ليوم الأساس، خلال الإطار الزمني i ، حيث $(I=i)$ ، في يوم الأساس في بداية أول إطار

زمني، وأيضا Bi تساوي Mi وكما أن قيمة المؤشر ستعادل Gi .

$Bi=I$: القيمة السوقية في يوم الأساس في الإطار الزمني قبل يوم الأساس الزمني الحديث.

Mi : القيمة السوقية الحالية في الإطار الزمني الحالي i .

$M'i$: القيمة السوقية السابقة مباشرة قبل حدوث أي عامل يستوجب تصحيح في القيمة السوقية ليوم

الأساس.

G : مضاعف المؤشر العالمي، وهذا لا يتغير حيث يتم تثبيته على 100. وقد يختلف عن مضاعف المؤشر

العالمي للمؤشرات السعرية (يساوي 100).

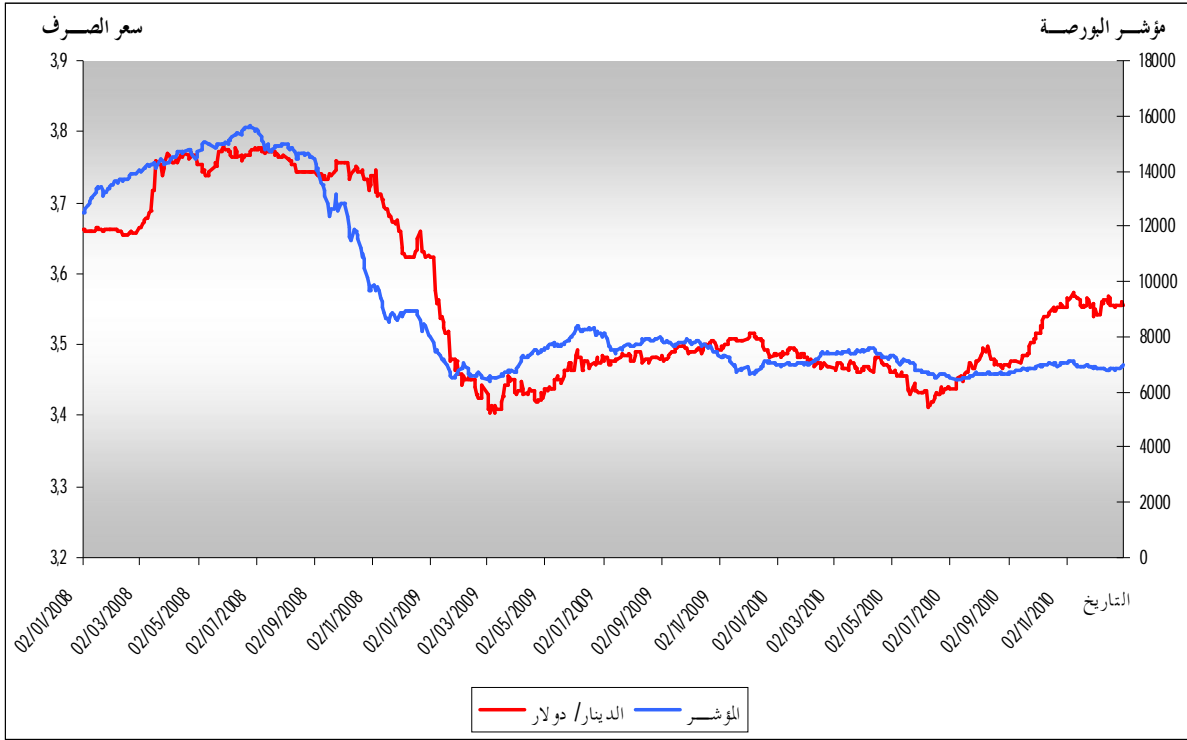
ثانيا: تأثير تغير قيمة الدينار الكويتي على مؤشر بورصة الكويت

يمثل الشكل الموالي تغيرات كل من سعر صرف الدينار الكويتي مقابل الدولار وقيمة مؤشر بورصة

الكويت خلال الفترة 2008-2010.

الشكل (4-10): تغير سعر صرف الدينار الكويتي وقيمة مؤشر بورصة الكويت خلال الفترة 2008-

2010



المصدر: من إعداد الطالب بالإعتماد على معلومات من موقع بورصة الكويت (<http://www.kuwaitse.com/PORTAL/A>) بالنسبة للمؤشر، ومن صندوق النقد الدولي بالنسبة لسعر صرف الدينار .

يتضح من هذا الشكل أن المتغيرين يتحركان في اتجاه واحد، وهو ما يعني أن ارتفاع قيمة الدينار مقابل الدولار، يجر معه ارتفاعاً في مؤشر بورصة الكويت، والعكس صحيح. كما نلاحظ كذلك أن التغيرات تحدث بشكل متزامن تقريباً وهو ما يعني عدم وجود تأخر زمني كبير بين تغير سعر الصرف وتغير قيمة المؤشر. وبحساب معامل الارتباط (الملحق (4)) وجدنا أنه يساوي 0.9062 وهو ما يعني أن مؤشر بورصة الكويت يرتبط بسعر صرف الدينار بنسبة 90.62% وهي نسبة مرتفعة، أما معامل التحديد فيساوي 0.8212 وهو ما يعني أن التغيرات التي تحدث في مؤشر البورصة يفسرها سعر صرف الدينار بنسبة 82.12% وهي نسبة مرتفعة كذلك.

* تقدير معادلة الإنحدار:

وبالإعتماد على السلسلتين الزمنيتين للدينار الكويتي ومؤشر بورصة الكويت المبيتين في الملحق رقم(3)، قمنا برسم شكل الانتشار للعلاقة بين سعر صرف الدينار مقابل الدولار ومؤشر بورصة الكويت المبين في الملحق رقم(4)، ويتضح أن شكل الانتشار يأخذ شكلاً خطياً تقريبياً، وتقدير دالة الإنحدار التالية:

المستقل (سعر صرف الدينار مقابل الدولار) تحصلنا على المعادلة التالية:
 $I_{CUW} = \alpha + \beta \times TC_{CUW}$ التي توضح إنحدار المتغير التابع (مؤشر بورصة الكويت) على المتغير المفسر أو

$$I_{CUW} = 74453.63 + 23478.58TC_{CUW} \dots\dots\dots(17-4)$$

توضح المعادلة (17-4) أن هناك علاقة طردية بين قيمة الدينار مقابل الدولار وقيمة مؤشر البورصة، وهذا ماتظهره إشارة المعلمة β ، وهذا يعني أن ارتفاع سعر صرف الدينار مقابل الدولار بوحدة واحدة يؤدي إلى ارتفاع قيمة المؤشر بـ 23478.58 وحدة.

* إختبار الفرضيات:

❖ المعلمة α :

$$H_0 : \hat{\alpha} = 0$$

$$H_1 : \hat{\alpha} \neq 0$$

وباستخدام إختبار "ستيودنت" (الملحق (4)) نجد أن t^* تساوي -50.91711 وهي أكبر من قيمة t الجدولية عند مستوى معنوية 0.05، مما يعني رفض فرضية العدم وقبول الفرضية البديلة، وعليه فإن المعلمة لها معنوية إحصائية.

❖ المعلمة β :

$$H_0 : \hat{\beta} = 0$$

$$H_1 : \hat{\beta} \neq 0$$

وبحساب قيمة t^* نجد أنها تساوي 57.20172 وهي أكبر من t الجدولية، وبالتالي نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة، وعليه فإن المعلمة لها معنوية إحصائية.

وبإختبار المعنوية الكلية للنموذج باستخدام إختبار "فيشر" نجد أن قيمة فيشر المحسوبة (3272.037) أكبر من القيمة الجدولية (3.84) عند مستوى معنوية 5%، وبالتالي تتأكد المعنوية الإحصائية الكلية للنموذج.

المطلب الثاني: تأثير تغيرات سعر صرف الجنيه المصري على مؤشرات أسعار الأسهم في السوق

المالية المصرية

تمثل البورصة المصرية أهم وأكبر المراكز المالية في الدول العربية إلى جانب بورصة السعودية، وتعتبر كذلك أقدم بورصة أنشئت في الدول العربية، ولذلك فهي تعد من البورصات العربية الناشئة. وستعرض في هذا المطلب إلى إبراز أثر تغير سعر صرف الجنيه المصري على مؤشرات أسعار الأسهم في بورصة القاهرة من خلال التطبيق على مؤشر $EGX30$.

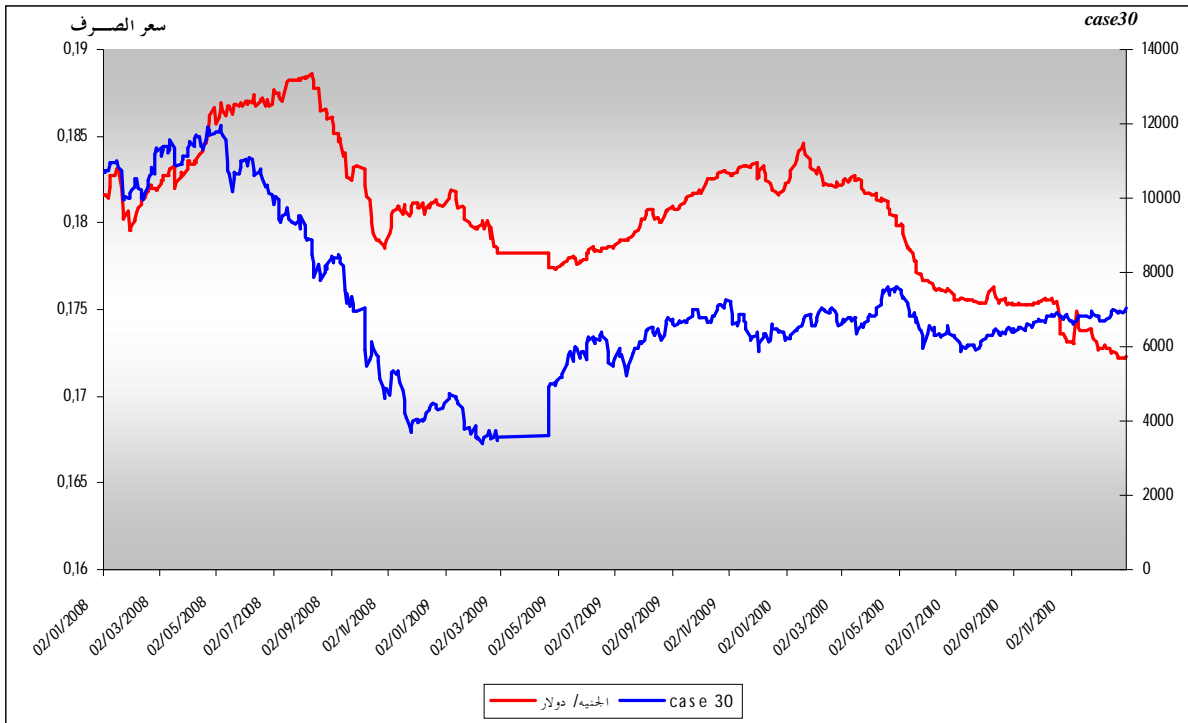
أولاً: التعريف بمؤشر EGX30

وكان يسمى "كيس 30" (CASE 30) وهو مؤشر بورصتي القاهرة والإسكندرية، ويمثل أكبر 30 شركة نشاطا في البورصة المصرية موزونة حسب رسميتها السوقية، وقد بدأ هذا المؤشر العمل بنقطة أساس هي 1000 نقطة في 1 جانفي 1998. وفي مارس 2009 تغير إسمه إلى EGX30، وتحسب قيمته بالعملة المحلية، وتعرض قيمته بالدولار الأمريكي منذ 1 مارس 2009. ويمثل هذا المؤشر أكبر 30 شركة من حيث السيولة والنشاط، وهو مؤشر موزون بالرسملة السوقية ويعدل بالتحرك الحر. وتساوي الرسملة السوقية المعدلة لأي شركة ضمن قائمة EGX30 عدد الأسهم مضروبا في سعر الإغلاق لسهم هذه الشركة مضروبا في نسبة التغير في سعر السهم. ويعبر هذا المؤشر بشكل جيد عن الحركة العامة للبورصة المصرية.¹

ثانياً: تأثير تغير سعر صرف الجنيه المصري على مؤشر EGX30

يمثل الشكل الموالي تغيرات كل من سعر صرف الجنيه المصري مقابل الدولار وقيمة مؤشر كيس 30 خلال الفترة 2008-2010.

الشكل (4-11): تغير سعر صرف الجنيه المصري وقيمة مؤشر EGX30 خلال الفترة 2008-2010



المصدر: من إعداد الطالب بالإعتماد على معلومات من الفاينانشال تايمز.

يتضح من هذا الشكل أن العلاقة بين قيمة الجنيه المصري وقيمة مؤشر EGX30 هي علاقة طردية، أي أن ارتفاع قيمة الجنيه مقابل الدولار يؤدي إلى ارتفاع في قيمة المؤشر. حيث نلاحظ أن انخفاض قيمة الجنيه ابتداء من النصف الثاني من سنة 2008 أدى إلى انخفاض في قيمة المؤشر حتى وصل إلى أدنى قيمة له في 21 أبريل

¹ - موقع ويكيبيديا http://en.wikipedia.org/wiki/CASE_30، تاريخ الإطلاع: 08 أبريل 2011.

2009 — 3597.56، ثم بعد ذلك مع تحسن قيمة الجنيه مقابل الدولار بدأ المؤشر يعرف تحسنا هو الآخر إلى غاية الربع الأخير من سنة 2010، أين أصبحت العلاقة عكسية بين المتغيرين.

وبحساب معامل الارتباط (الملحق (4)) وجدنا أنه يساوي 0.5042 وهو ما يعني أن مؤشر EGX30 يرتبط بسعر صرف الجنيه بنسبة 50.42% وهي نسبة منخفضة، أما معامل التحديد فيساوي 0.25426 وهو ما يعني أن التغيرات التي تحدث في مؤشر EGX30 يفسرها سعر صرف الجنيه بنسبة 25.426% وهي نسبة ضعيفة.

* تقدير معادلة الإنحدار:

وبالإعتماد على السلسلتين الزمنيتين للجنيه المصري ومؤشر EGX30 المبينتين في الملحق رقم (3)، قمنا برسم شكل الانتشار للعلاقة بين سعر صرف الجنيه مقابل الدولار وEGX30 المبين في الملحق رقم (4)، ويتضح أن الانتشار يأخذ شكلا خطيا تقريبا، وتقدير دالة الإنحدار التالية: $I_{EGX} = \alpha + \beta \times TC_{EGY}$ التي توضح إنحدار المتغير التابع (EGX30) على المتغير المفسر أو المستقل (سعر صرف الجنيه مقابل الدولار) تحصلنا على المعادلة التالية:

$$I_{EGX} = -40804.44 + 265815.4TC_{EGY} \dots\dots\dots(18-4)$$

توضح المعادلة (18-4) أن هناك علاقة طردية بين قيمة الجنيه مقابل الدولار وقيمة مؤشر EGX30، وهذا ماتظهره إشارة المعلمة β ، وهذا يعني أن ارتفاع سعر صرف الجنيه مقابل الدولار بوحدة واحدة يؤدي إلى ارتفاع قيمة المؤشر بـ 265815.4 وحدة.

* إختبار الفرضيات:

❖ المعلمة α :

$$H_0 : \hat{\alpha} = 0$$

$$H_1 : \hat{\alpha} \neq 0$$

وباستخدام إختبار "ستيودنت" (الملحق (4)) نجد أن t^* تساوي -11.7023 وهي أكبر من قيمة t الجدولية عند مستوى معنوية 0.05، مما يعني رفض فرضية العدم وقبول الفرضية البديلة، وعليه فإن المعلمة لها معنوية إحصائية.

❖ المعلمة β :

$$H_0 : \hat{\beta} = 0$$

$$H_1 : \hat{\beta} \neq 0$$

وبحساب قيمة t^* نجد أنها تساوي 13.7683 وهي أكبر من t الجدولية، وبالتالي نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة، وعليه فإن المعلمة لها معنوية إحصائية.

وباختبار المعنوية الكلية للنموذج باستخدام اختبار "فيشر" نجد أن قيمة فيشر المحسوبة (186.5679) أكبر من القيمة الجدولية (3.84) عند مستوى معنوية 5%، وبالتالي تتأكد المعنوية الإحصائية الكلية للنموذج.

المطلب الثالث: تأثير تغير سعر صرف الدرهم المغربي على مؤشرات أسعار الأسهم في بورصة

الدار البيضاء

تعتبر بورصة الدار البيضاء أهم وأكبر سوق مالية في المغرب العربي، وهي تعد من البورصات المتوسطة الحجم مقارنة مع البورصات العربية الأخرى. وسنبرز في هذا المطلب الأثر الذي يتركه تغير سعر صرف الدرهم المغربي على مؤشرات أسعار الأسهم في البورصة المغربية، وهذا من خلال التطبيق على مؤشر *MASI* المغربي.

أولاً: التعريف بمؤشر *MASI* (Moroccan All Shares Index)

هو المؤشر الرئيسي لبورصة الدار البيضاء ويتكون من جميع قيم الشركات المسجلة في البورصة أهمها:¹

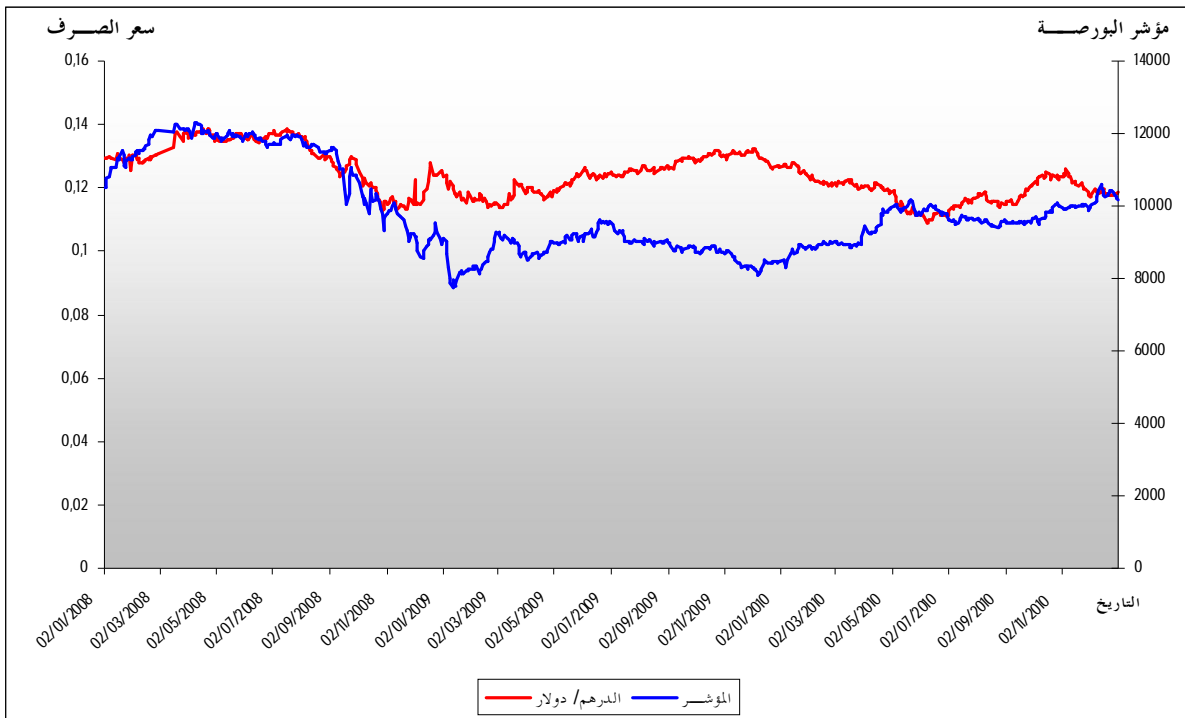
Maroc Telecom, Attijariawafa Bank, Addoha (العقارات), *DMCE Bank*.

ثانياً: تأثير تغيرات سعر صرف الدرهم على مؤشر *MASI*

يمثل الشكل الموالي تغيرات كل من سعر صرف الدرهم المغربي مقابل الدولار وقيمة مؤشر *MASI* خلال

الفترة 2008-2010.

الشكل (4-12): تغير سعر صرف الدرهم المغربي وقيمة مؤشر *MASI* خلال الفترة 2008-2010.



المصدر: من إعداد الطالب بالإعتماد على معلومات من الفاينانشال تايمز بالنسبة لسعر الصرف، ومن

بورصة الدار البيضاء (<http://www.casablanca-bourse.com/>) بالنسبة للمؤشر.

¹ - موقع ويكيبيديا: http://fr.wikipedia.org/wiki/Moroccan_All_Shares_Index ، تاريخ الإطلاع: 27 مارس 2011.

نلاحظ من خلال الشكل أن العلاقة بين سعر صرف الدرهم ومؤشر *MASI* كانت طردية منذ بداية سنة 2008 إلى غاية نوفمبر من نفس السنة، ولكن بعد ذلك يتضح لنا من الشكل أن العلاقة أصبحت عكسية، أي أن إرتفاع قيمة الدرهم تؤدي إلى انخفاض في قيمة المؤشر. حيث نلاحظ أن قيمة الدرهم بلغت في 19 ديسمبر 2008: 0.1278 وهذا ما أدى إلى انخفاض في قيمة المؤشر في 9 جانفي 2009 إلى أدنى قيمة له على طول فترة الدراسة حيث بلغ 7747.94، وتواصلت العلاقة على هذه الحالة إلى غاية نهاية سنة 2010. كما يلاحظ من الشكل تزامن التغيرات تقريبا بين سعر الصرف والمؤشر، وهو ما يعني سرعة إنتقال التأثير من المتغير التابع إلى المتغير المستقل.

وبحساب معامل الارتباط (الملحق رقم (4)) وجدنا أنه يساوي 0.54 وهو ما يعني أن مؤشر *MASI* يرتبط بسعر صرف الدرهم بنسبة 54% وهي نسبة متوسطة، أما معامل التحديد فيساوي 0.2916 وهو ما يعني أن التغيرات التي تحدث في مؤشر *MASI* يفسرها سعر صرف الدرهم بنسبة 29.16% وهي نسبة منخفضة.

* تقدير معادلة الإنحدار:

وبالاعتماد على السلسلتين الزمنيتين للدرهم المغربي ومؤشر *MASI* المبيتين في الملحق رقم (3)، قمنا برسم شكل الإنتشار للعلاقة بين سعر صرف الدرهم مقابل الدولار ومؤشر *MASI* المبين في الملحق رقم (4)، ويتضح أن شكل الإنتشار يأخذ شكلا خطيا تقريبا، وبتقدير دالة الإنحدار التالية: $I_{MASI} = \alpha + \beta \times TC_{MAR}$ التي توضح انحدار المتغير التابع (*MASI*) على المتغير المفسر أو المستقل (سعر صرف الدرهم مقابل الدولار) تحصلنا على المعادلة التالية:

$$I_{MASI} = 975.614 + 87118.56TC_{MAR} \dots\dots\dots (19-4)$$

توضح المعادلة (19-4) أن هناك علاقة طردية بين قيمة الدرهم مقابل الدولار وقيمة مؤشر *MASI*، وهذا ماتظهره إشارة المعلمة β ، وهذا يعني أن ارتفاع سعر صرف الدرهم مقابل الدولار بوحدة واحدة يؤدي إلى ارتفاع قيمة المؤشر بـ 87118.56 وحدة.

* إختبار الفرضيات:

❖ المعلمة α :

$$H_0 : \hat{\alpha} = 0$$

$$H_1 : \hat{\alpha} \neq 0$$

وباستخدام إختبار "ستيودنت" (الملحق رقم (4)) نجد أن t^* تساوي -1.55 وهي أصغر من قيمة t الجدولية عند مستوى معنوية 0.05، مما يعني قبول فرضية العدم ورفض الفرضية البديلة، وعليه فإن المعلمة ليست لها معنوية إحصائية.

❖ المعلمة β :

$$H_0 : \hat{\beta} = 0$$

$$H_1 : \hat{\beta} \neq 0$$

وبحساب قيمة t^* نجدها تساوي 17.191 وهي أكبر من t الجدولية، وبالتالي نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة، وعليه فإن المعلمة لها معنوية إحصائية.

وباختبار المعنوية الكلية للنموذج باستخدام إختبار "فيشر" نجد أن قيمة فيشر المحسوبة (295.5514) أكبر من القيمة الجدولية (3.84) عند مستوى معنوية 5%، وبالتالي تتأكد المعنوية الإحصائية الكلية للنموذج.

خلاصة الفصل الرابع:

تتغير أسعار صرف العملات في الأسواق كل لحظة، وهي بتغيراتها هذه تؤثر على مراكز وأوضاع المتعاملين، ولذلك يقوم المتعاملون بالمراقبة المستمرة لأسعار العملات التي تعنيهم من خلال تسوية مراكزهم إتجاهها بأقصى سرعة تفاديا لتزايد الخسائر. والأوراق المالية مثلها مثل أي أصل آخر تتأثر هي الأخرى بتغيرات أسعار صرف العملات التي لها علاقة بها، وقد حاولنا من خلال هذا الفصل إبراز التأثير الذي تركه تغيرات أسعار الصرف على مؤشرات أسعار الأسهم، وخرجنا بالنتائج التالية:

■ لقد أثبتت الدراسات والتجارب الاقتصادية أن تغيرات أسعار صرف العملات تؤثر على أسعار الأوراق المالية، وقد يكون هذا التأثير عن طريق المدخل الكلي أو عن طريق المدخل الجزئي. كما أن هذا التأثير ينتقل من خلال قناتين هما: الشركات والمؤسسات، والمستثمرون الأجنيبون.

■ لقد أثبتت دراستنا أن تأثير أسعار صرف العملات القيادية على مؤشرات أسعار الأسهم لا يكون بنفس الإتجاه، حيث لاحظنا أن تغيرات أسعار صرف الأورو تؤثر بشكل إيجابي على مؤشرات أسعار الأسهم في منطقة الأورو، وهذا مايعني تحقق نظرية الإتجاه الكلي في تأثير سعر الصرف على مؤشرات أسعار الأسهم. فيما تؤثر بقية العملات القيادية الأخرى (الدولار، الجنيه، الين) بشكل عكسي على مؤشراتهم، مما يدل على أن التأثير يتبع إتجاه المدخل الجزئي المبين في المبحث الأول، ويبدو هذا نتيجة منطقية لطبيعة اقتصاديات هذه الدول المتميزة بارتفاع عدد وحجم الشركات المصدرة إلى الخارج، مما يسمح بتحقيق تأثير عكسي بتغيرات قيم عملاتها المحلية.

■ وجدنا من خلال هذه الدراسة أن تأثيرات أسعار صرف عملات الدول الناشئة المدروسة على مؤشرات أسعار أسهم بورصاتها تكون إيجابية أو طردية، وهذا التأثير يبدو واضحا في كل من البرازيل وكوريا الجنوبية، فيما تنخفض درجته في الهند، أما تركيا فإن العلاقة التي تربط بين سعر الصرف ومؤشرات أسعار الأسهم هي ضعيفة جدا. ونلاحظ أن هذه العلاقة تتبع إتجاه الإقتصاد الكلي فيما يخص الدول المستوردة، وهذا نتيجة لارتفاع حجم مستورداها من الخارج، مما يؤدي إلى تأثير طردي لأسعار الأسهم بقيم عملاتها.

■ لقد أثبتت الدراسة وجود علاقة طردية بين تغيرات أسعار صرف عملات الدول العربية المدروسة ومؤشرات أسعار الأسهم في بورصاتها، وهذا مع ملاحظة وجود تذبذب في هذه العلاقة في كل من مصر والمغرب، مما يدل على عدم وضوح تأثير سعر الصرف على مؤشرات أسعار الأسهم، في حين تظهر هذه العلاقة واضحة في الكويت. ويمكن القول أن تأثير مؤشرات أسعار الأسهم بقيم عملاتها يتبع الإتجاه الكلي الخاص بالدول المستوردة، وهذا نتيجة لطبيعة الإقتصاديات العربية المتميزة بارتفاع وتنوع حجم وارداتها، وتركز صادراتها.

■ نلاحظ من خلال دراستنا كذلك أن المدة الزمنية التي يستغرقها إنتقال تأثير تغيرات سعر الصرف إلى الأسواق المالية تتغير من سوق لأخرى، حيث نلاحظ أن هذه المدة قصيرة في كل من فرنسا، البرازيل، كوريا الجنوبية، الكويت، غير أنه في دول أخرى مثل ألمانيا وإنجلترا تصبح هذه المدة طويلة نسبيا.

الإنفاقية

يعتبر سوق الصرف واحدا من أهم الأسواق في العالم، حيث يظلم عددا لا يحصى من المتعاملين الذين يطلبون إحتياجاتهم من العملات ويعرضون فوائضهم منها، ولهذا نجد أن حجم التعاملات فيه ضخم جدا ويفوق حجم التعاملات في بورصة وول ستريت بعدة أضعاف. ونتيجة لهذا فإن عملة معينة قد تأخذ العديد من الأسعار في يوم واحد، مما يؤدي إلى تغير قيمتها مقابل العملات الأجنبية إرتفاعا أو انخفاضاً، ويؤثر هذا بالضرورة على أسعار السلع والأصول والخدمات المقيمة بها، وهذا مايسمح بتغير مراكز المتعاملين إتجاهها بشكل إيجابي أو سلبي، وبالتالي يتحركون ببيعها أو شرائها مقابل عملات أخرى تضمن لهم عائدا أكبر أو خسارة أقل. وتؤثر هذه التغيرات التي تحصل في سوق الصرف على الشركات المقيمة في الأسواق المالية وعلى أوضاع المستثمرين فيها، وهذا ما يجعل العلاقة بين أسواق الصرف والأسواق المالية وطيدة جدا، ولذلك كانت هذه العلاقة موضوعا للعديد من الدراسات، والتي تهدف إلى إبراز الآثار التي تتركها تغيرات أسعار الصرف على الأسواق المالية، وخاصة في أوقات الأزمات الإقتصادية والمالية.

ويعتبر البحث عن الأثر الذي تتركه تغيرات أسعار الصرف على الأسواق المالية المحور الأساسي لهذه الدراسة، حيث حاولنا إبرازه من خلال دراسة العلاقة بين أسعار صرف العملات كمتغير مفسر وأحد أهم مؤشرات قياس الأداء في الأسواق المالية ألا وهو مؤشر أسعار الأسهم كمتغير تابع. وقد كان التعرض للموضوع من خلال التطبيق على عدد من العملات ومؤشرات أسعار الأسهم في ثلاثة مجموعات من الدول هي: الدول المتقدمة صاحبة العملات القيادية، عينة من الدول الناشئة، وعينة من الدول العربية.

نتائج الدراسة:

وقد خلصت هذه الدراسة من خلال ماترقتنا إليه من محاور إلى العديد من النتائج عن هذا الموضوع، والتي يمكن أن نبلورها فيمايلي:

- توجهت معظم الدول المتقدمة بعد انهيار نظام بروتن وودز إلى اعتماد ترتيبات أسعار صرف مرنة (عائمة)، وقد كان هذا التوجه إنطلاقا من النظام الإقتصادي الذي تتبعه، بالإضافة إلى الطبيعة الهيكلية لاقتصادياتها التي تتسم بالمتانة والتطور، وهو ما يوفر للعملة قدرا كبيرا من الإستقرار في قيمتها وضمانا أكبر ضد أزمات الصرف.

- تتميز الإقتصاديات الناشئة والعربية بالضعف النسبي مقارنة بالإقتصاديات المتقدمة، وهو ما ينعكس على قدرتها على ضمان إستقرار عملتها، ولذلك توجهت بعض هذه الدول إلى تطبيق أنظمة صرف ثابتة عن طريق تثبيت سعر صرف العملة مقابل عملة قوية - غالبا ماتكون الدولار الأمريكي - من أجل الحد من التقلبات في أسعارها، فيما توجه البعض الآخر إلى تطبيق ترتيبات وسيطية كالتعويم المدار، والتثبيت الزاحف، وهذا من أجل التخفيف من آثار تقلباتها على الإقتصاد. وبالمقابل، فقد توجهت بعض الدول العربية والناشئة إلى تحرير سعر صرف عملتها، تماشيا مع نظامها الإقتصادي ومقوماته وسياساتها الإقتصادية العامة مع العالم الخارجي.

■ تتميز الأسواق المالية في الدول المتقدمة بتطورها وكبر حجم التعاملات والصفقات، ناهيك عن توفرها على أنظمة معلوماتية متطورة مما يعزز من كفاءتها. في حين وجدنا أن الأسواق المالية الناشئة والعربية لا تتميز جميعها بهذه الخصائص، حيث أن هذه الأسواق تتميز بفتورها وانخفاض قيمتها السوقية، وعدم توفرها على نظام حوكمة يعزز أنظمة الإفصاح، وهذا ما يؤدي إلى انخفاض مستويات كفاءتها.

■ يكون إنتقال آثار تغيرات سعر الصرف إلى الأسواق المالية عن طريق قناتين. القناة الأولى هي قناة الشركات، حيث تتأثر الشركات المصدرة بتغيرات أسعار الصرف بشكل عكسي، فإذا انخفضت قيمة العملة، فإن هذا يزيد من تنافسية الصادرات، مما يؤدي إلى ارتفاع أرباحها، وهذا ينعكس إيجابا على أسعار أوراقها المالية، في حين تتأثر الشركات المستوردة بشكل طردي بتغيرات أسعار العملات، فإذا انخفض سعر صرف العملة مقابل العملات الأجنبية، فإن هذا يؤدي إلى ارتفاع تكاليفها، مما ينعكس سلبا على أرباحها وعلى أسعار أوراقها المالية بالتبعية. والقناة الثانية لانتقال التأثير هي قناة المستثمر الأجنبي، فبالنسبة للمستثمرين الذين استثمروا أموالهم في سوق مالية أجنبية، فإن انخفاض سعر عملتها، يؤدي إلى انخفاض عوائد إستثماراتهم، مما يحفزهم على بيع الأوراق المالية التي اشترروها سابقا، وهذا ما يؤدي إلى انخفاض أسعارها. وبالنسبة للمستثمرين الذين لم يستثمروا أموالهم بعد، فإن انخفاض سعر العملة، يمكن أن يكون دلالة على وجود مرحلة موالية تتميز بارتفاع سعر العملة، وهذا ما يعني زيادة عوائد إستثماراتهم الحالية مستقبلا، وبالتالي يتوجهون إلى زيادة طلبهم على الأوراق المالية مما يرفع من سعرها في السوق.

■ تؤثر تغيرات أسعار صرف العملات على مؤشرات أسعار الأسهم، ويأتي هذا من خلال تأثيرها على أسعار الأوراق المالية المصدرة بها، حيث أثبتت هذه الدراسة أن سعر الصرف يؤثر على أسعار الأوراق المالية من خلال إتجاهين. الإتجاه الأول هو التأثير على قيم الشركات في السوق المالية، فقد أثبتت الدراسات التطبيقية السابقة بأن سعر الصرف يؤثر على أسعار الأوراق المالية بشكل عكسي، أي أن ارتفاع سعر الصرف يؤدي إلى انخفاض أسعار الأوراق المالية والعكس صحيح. أما الإتجاه الثاني فهو إتجاه الإقتصاد الكلي، حيث يلعب سعر الصرف دور الموازن بين العرض والطلب على الأوراق المالية.

■ من خلال دراستنا للعلاقة بين أسعار صرف العملات ومؤشرات أسعار الأسهم في الأسواق المالية المختلفة، وجدنا أن اتجاه هذه العلاقة يختلف بين مختلف الدول، فبالنسبة للدول المتقدمة، لاحظنا من خلال هذه الدراسة أن العلاقة بين المتغيرين هي علاقة عكسية في كل من الولايات المتحدة وإنجلترا واليابان، مما يدل على أن التأثير يتبع إتجاه المدخل الجزئي، ويبدو هذا نتيجة منطقية لطبيعة اقتصاديات هذه الدول المتميزة بارتفاع عدد وحجم الشركات المصدرة إلى الخارج، مما يسمح بتحقيق تأثير عكسي بتغيرات قيم عملاتها المحلية. وتكون هذه العلاقة طردية في كل من فرنسا وألمانيا.

■ أما بالنسبة للدول الناشئة، فقد أثبتت دراسة العلاقة بين سعر الصرف ومؤشر أسعار الأسهم أنها طردية في كل من البرازيل وكوريا الجنوبية وبدرجة أقل في الهند، في حين تكون هذه العلاقة غير واضحة في

تركيا. وبالنسبة للدول العربية فقد توصلنا من خلال هذه الدراسة إلى إثبات أن العلاقة بين المتغيرين هي طردية في الدول المدروسة مع ملاحظة وجود تذبذب في هذه العلاقة في كل من مصر والمغرب. ونلاحظ أن هذه العلاقة تتبع اتجاه الإقتصاد الكلي فيما يخص الدول المستوردة، وهذا نتيجة لارتفاع حجم مستوردها من الخارج وتنوعها، وتركز صادراتها في منتجات قليلة، مما يؤدي إلى تأثر طردي لأسعار الأسهم بقيم عملاتها.

■ يختلف الزمن الذي يستغرقه تأثير تغيرات أسعار الصرف للإنتقال إلى الأسواق المالية بين مختلف الإقتصاديات المدروسة، حيث نجد أن هذا الوقت يكون قصيرا جدا في بعض الدول كالبرازيل وكوريا الجنوبية والكويت وفرنسا، في حين يطول هذا الزمن في دول أخرى كألمانيا وإنجلترا.

إختبار الفرضيات:

من خلال هذه الدراسة يمكننا الحكم على الفرضيات التي وضعناها، حيث جاءت نتائج إختباراتها كمايلي:

■ بالنسبة للفرضية الأولى الخاصة بتوجهات ترتيبات أسعار الصرف بعد انهيار نظام بروتن وودز، فقد أثبتت الدراسة صحتها إلى حد بعيد، حيث أنه بالإعتماد على ماخرجنا به من خلال النتيجة الأولى والثانية، نلاحظ أن الدول المتقدمة تطبق ترتيبات أسعار صرف مرنة، في حين تطبق معظم الدول الناشئة والعربية ترتيبات ثابتة أو وسيطية.

■ وبالنسبة للفرضية الثانية المتعلقة بخصائص الأسواق المالية في الدول المتقدمة والدول الناشئة والعربية، فإنه يمكننا إثبات صحتها بالإعتماد على منطوق النتيجة الثالثة، التي تؤكد وجود إختلاف بين الأسواق المالية في الدول المتقدمة والأسواق المالية في الدول الناشئة والعربية.

■ بالنسبة للفرضية الثالثة الخاصة بالعلاقة بين سعر الصرف ومؤشرات أسعار الأسهم، فاعتمادا على ماجاءت به النتيجة الرابعة والخامسة، يمكن الإستدلال على وجود علاقة بين المتغيرين، وبالتالي على صحة الفرضية.

■ بالنسبة للفرضية الرابعة، فقد أثبتت الدراسة صحتها، حيث أنه من خلال مضمون النتيجة السادسة والسابعة اللتان تؤكدان وجود إختلاف في اتجاه ودرجة قوة العلاقة بين سعر الصرف ومؤشر أسعار الأسهم، يمكننا أن نقول أنها فرضية صحيحة.

■ أما الفرضية الخامسة التي وضعت للدراسة والخاصة بعدم وجود تأخر زمني بين تغيرات أسعار الصرف وتغيرات مؤشرات أسعار الأسهم، فإنه وبالاعتماد على النتيجة الثامنة، التي تثبت وجود تأخر زمني بين المتغيرين، فإنه يمكننا التأكد من عدم صحتها دائما.

التوصيات:

ومن خلال دراستنا لهذا الموضوع والوقوف على التأثيرات التي تتركها تغيرات أسعار الصرف على مؤشرات الأسواق المالية المختلفة، فقد تبلورت لدينا مجموعة من التوصيات التي نوجزها فيما يلي:

- إن الإستثمار في بورصة الأوراق المالية له مخاطر كبيرة، ويرتبط بالعديد من المتغيرات المكونة للبيئة الإقتصادية المحلية والدولية، ونتيجة للحساسية الكبيرة التي تتميز بها أسعار صرف العملات ودورها المؤثر على الإستثمارات المالية، فإنه لا بد من إعطاء الأهمية والحذر الكبيرين للمتغيرات في أسعار الصرف عند الإستثمار في البورصات، وتوفير أساليب التغطية والتحوط المستقبلي ضد هذه التغيرات.
- تعنى سوق الصرف باهتمام كبير من طرف المستثمرين والمتعاملين الماليين، نتيجة لارتباط عوائد إستثمارهم بتغيرات أسعار العملات، ولذلك لا بد من العمل على تسهيل قنوات الإتصال بين أسواق الصرف والأسواق المالية، من أجل ضمان توفير المعلومات الخاصة بالتغيرات المستقبلية في أسعار الصرف.
- غالبا ما تتبع إضطرابات أسواق الصرف إضطرابات في البورصات العالمية، ولذلك يجب أن يكون هناك تتبع مستمر للتغيرات التي تصيب أسعار صرف العملات، من أجل إستعمالها كمؤشرات إنذار للتغيرات الموائية في الأسواق المالية، والتنبؤ باتجاهات السوق المستقبلية.
- لقد أظهرت هذه الدراسة عدم وضوح العلاقة بين تغيرات أسعار الصرف وأسعار الأوراق المالية في البورصات العربية، وعليه فإنه زيادة على صغر حجمها وانخفاض قيمة الإستثمارات المحلية والأجنبية فيها، فإنها تتميز كذلك بضعف على مستوى تدفق المعلومات إليها وعلى مستوى عملية تحليلها وتفسيرها، ولذلك فلا بد من السعي إلى تطوير أنظمة الإفصاح وقنوات توصيل المعلومات إلى المتعاملين بها، من أجل تعزيز كفاءتها وإعطائها قدرا من الثقة والأمان بالنسبة للمستثمرين المحليين والأجبيين.

آفاق الدراسة:

إن البحث في موضوع الأسواق المالية وعلاقتها بالتغيرات الحاصلة في البيئة الإقتصادية يفتح العديد من نوافذ الدراسات الأخرى، وقد انصبت دراستنا هذه على تحليل العلاقة بين تغيرات مؤشرات الأسواق المالية وأحد أهم متغيرات الإقتصاد الكلي ألا وهو سعر الصرف. وبالإضافة إليها فقد نمت إلينا بعض الآفاق التي يمكن أن تكون مواضيع بحوث مستقبلية، نذكر منها مايلي:

- دراسة العلاقة بين مخاطر صرف العملات وعوائد الإستثمارات في الأسواق المالية.
- دراسة تأثير تغيرات أسعار صرف العملات القيادية على أسعار الأوراق المالية في البورصات العربية.
- البحث في تأثير تغيرات أسعار الصرف على مؤشرات السيولة في الأسواق المالية.
- البحث عن فعالية إتخاذ تقلبات أسعار الصرف كمؤشرات للتنبؤ بأزمات الأسواق المالية في المستقبل.

المراجع

أولاً: المراجع باللغة العربية

* الكتب:

1. أحمد أبو الفتوح علي الناقية: نظرية النقود والأسواق المالية، مدخل حديث للنظرية النقدية والأسواق المالية . مكتبة ومطبعة الإسعاع الفنية، الإسكندرية، 2001.
2. أحمد سفر: المصارف والأسواق المالية التقليدية والإسلامية في البلدان العربية . المؤسسة الحديثة للكتاب، طرابلس، لبنان، 2006.
3. أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام: الإستثمار بالأوراق المالية : تحليل وإدارة . دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان - الأردن، 2004.
4. أسامة محمد الفولي، زينب عوض الله: إقتصاديات النقود والتمويل . دار الجامعة الجديدة، الأزاريطة، 2005.
5. إسماعيل أحمد الشناوي، عبد النعيم مبارك: إقتصاديات النقود والبنوك والأسواق المالية . الدار الجامعية، الأزاريطة، الإسكندرية، 2002.
6. أمين عبد العزيز: الأسواق المالية . دار قباء الحديثة للطباعة والنشر والتوزيع، القاهرة 2007.
7. بسام حجار: نظام النقد العالمي و أسعار الصرف. دار المنهل اللبناني، 2009.
8. توفيق عبد الرحيم يوسف حسن: الإدارة المالية الدولية و التعامل بالعملات الأجنبية. دار الصفاء للنشر و التوزيع، عمان، 2004.
9. رسمية أحمد أبو موسى: الأسواق المالية والنقدية . دار المعزز للنشر والتوزيع، عمان، 2005.
10. زينب حسن عوض الله: إقتصاديات النقود والمال . دار الجامعة الجديدة، الأزاريطة، 2007.
11. سي بول هالوود، رونالد ماكدونالد: النقود و التمويل الدولي. تعريب: محمود حسن حسني، مراجعة: ونيس فرج عبد العال. دار المريح للنشر، الرياض، المملكة العربية السعودية، 2007.
12. صبحي تادرس قريصة، مدحت محمد العقاد: النقود والبنوك والعلاقات الإقتصادية الدولية . دار النهضة العربية للطباعة والنشر، بيروت، 1983.
13. صلاح الدين حسن السيبي: الأسواق المالية: الأزمات المالية العالمية (الأسباب، التداعيات، سبل المواجهة) في ظل منظمة التجارة العالمية . دار الفكر العربي، 2008.
14. ضياء مجيد: أسواق رأس المال وأدواتها الأسهم والسندات . مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، 2003.

15. طارق عبد العال حماد: التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية. الدار الجامعية، الإسكندرية، 2006.
16. طارق عبد العال حماد: المشتقات المالية (المفاهيم - إدارة المخاطر - المحاسبة). الدار الجامعية، طبع نشر وتوزيع، 2001.
17. طارق عبد العال حماد: دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية. الدار الجامعية، طبع ونشر وتوزيع، 2000.
18. عاطف وليم أندراوس: أسواق الأوراق المالية بين ضروريات التحول الإقتصادي والتحرير المالي ومتطلبات تطویرها. دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2007.
19. عاطف وليم أندراوس: السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية خلال فترة التحول لاقتصاد السوق. مؤسسة شباب الجامعة، 2005.
20. عبد الغفار حنفي: أساسيات الإستثمار في بورصة الأوراق المالية: أسهم - سندات - وثائق إستثمار - الخيارات. الدار الجامعية طبع - نشر - توزيع، 2001.
21. عبد الغفار حنفي: بورصة الأوراق المالية: أسهم - سندات - وثائق إستثمار - الخيارات. دار الجامعة الجديدة للنشر، 2003.
22. عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص: أسواق المال وتمويل المشروعات. الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005.
23. عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص: أسواق المال: بنوك تجارية، أسواق الأوراق المالية، شركات تأمين، شركات إستثمار. الدار الجامعية طبع ونشر وتوزيع، 2000.
24. عبد الله الطاهر، موفق علي الخليل: النقود والبنوك والمؤسسات المالية. مركز يزيد للنشر، الكرك، 2004.
25. عبد المجيد قدي: المدخل إلى السياسات الإقتصادية الكلية: دراسة تحليلية تقييمية. ديوان المطبوعات الجامعية، بن عكنون الجزائر، الطبعة الثالثة، 2006.
26. عصام حسن: أسواق الأوراق المالية. دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2002.
27. فليح حسن خلف: التمويل الدولي. مؤسسة الوراق للنشر و التوزيع، عمان، الأردن، 2004.
28. فليح حسن خلف: العلاقات الإقتصادية الدولية. مؤسسة الوراق للنشر، عمان، الأردن، 2004.
29. مجدي محمود شهاب: الإقتصاد الدولي المعاصر. دار الجامعة الجديدة، الإسكندرية، 2007.

30. مجدي محمود شهاب: إقتصاديات النقود والمال: النظريات والمؤسسات النقدية، بورصة الأوراق المالية في مصر، نشأة وتطور النظام المصرفي . دار الجامعة الجديدة للنشر، الأزاريطة، الإسكندرية، 2000.
31. مجدي محمود شهاب: الوحدة النقدية الأوروبية : الإشكاليات والآثار المحتملة على المنطقة العربية . الدار الجامعية (بدون سنة نشر).
32. محمد الصيرفي: البورصات . دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2006.
33. محمد صالح الحناوي، إبراهيم سلطان، جلال العبد: تحليل وتقييم الأوراق المالية . الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002/2001.
34. محمد صالح الحناوي، جلال إبراهيم العبد: بورصة الأوراق المالية بين النظرية والتطبيق . الدار الجامعية، 2005.
35. محمد صالح الحناوي، نihal فريد مصطفى، جلال إبراهيم العبد: الإستثمار في الأوراق المالية ومشتقاتها - مدخل التحليل الأساسي والفني . الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005/2004.
36. محمد صالح الحناوي، نihal فريد مصطفى، جلال إبراهيم العبد: الإستثمار في الأوراق المالية . الدار الجامعية، 2003/2002.
37. محمد عبد الجواد، علي إبراهيم الشديفات: الإستثمار في البورصة: أسهم - سندات - أوراق مالية . دار الحامد للنشر والتوزيع 2006.
38. محمد عبد العزيز عجمية، مدحت محمد العقاد: النقود والبنوك والعلاقات الإقتصادية الدولية . دار النهضة العربية للطباعة والنشر ، ديسمبر 1979.
39. محمد كمال الحمزاوي: سوق الصرف الأجنبي. منشأة المعارف، الإسكندرية، 2004.
40. محمد أمين زويل، يوسف البطريق: بورصة الأوراق المالية: موقعها من الأسواق، أحوالها ومستقبلها . دار الوفاء لدينا للطباعة والنشر، الإسكندرية، 2000.
41. محمد محمد الداغر: الأسواق المالية: مؤسسات، أوراق، بورصات . دار الشروق للنشر والتوزيع، 2005.
42. مروان عطوان: الأسواق النقدية والمالية (البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال)، الجزء الثاني: مشكلات البورصات وانعكاساتها على البلدان النامية . ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1993.

43. مروان عطوان: الأسواق النقدية والمالية (البورصات ومشكلاتها في عالم النقد والمال)، الجزء الأول: أدوات وآلية نشاط البورصات في الإقتصاد الحديث . ديوان المطبوعات الجامعية، الجزائر، 1993.
44. منير إبراهيم الهندي: أساسيات الإستثمار في الأوراق المالية . توزيع منشأة المعارف بالإسكندرية ، 2003.
45. منير إبراهيم الهندي: الأوراق المالية وأسواق رأس المال. توزيع منشأة المعارف بالإسكندرية، 2002.
46. موسى سعيد مطر، شقيري نوري موسى، ياسر المومني: المالية الدولية. دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، 2003.
47. نشأت الوكيل: التوازن النقدي ومعدل الصرف: دراسة تحليلية مقارنة لسوق النقد وسعر الصرف . شركة ياسر للطباعة، القاهرة، 2006.
48. هاني عرب: المالية الدولية . ملتقى البحث العلمي: www.rsscrrs.com ، 1429هـ.
49. هزاع مفلح: التمويل الدولي . منشورات جامعة حلب، كلية الإقتصاد، 2007/1428.
50. هويشار معروف: الإستثمارات والأسواق المالية. دار صفاء للنشر والتوزيع، 2009.
51. هويشار معروف: تحليل الإقتصاد الدولي . دار جرير للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2006.

* الأطروحات والمذكرات:

1. بوكساني رشيد: معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها . رسالة لنيل درجة الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الإقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، السنة الدراسية 2005-2006.
2. جمال الدين سحنون: شروط بروز أسواق الأوراق المالية دراسة مقارنة لدول مصر، تونس والجزائر. أطروحة مقدمة لنيل شهادة دكتوراه العلوم في العلوم الاقتصادية، فرع: النقود والمالية ، جامعة الجزائر، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، السنة الجامعية 2007-2008.
3. عباس كاظم جاسم الدعيمي: أثر السياسات النقدية والمالية في مؤشرات أداء سوق الأوراق المالية (دراسة تطبيقية في مصر والولايات المتحدة الأمريكية للمدة 1990-2006) . أطروحة مقدمة إلى مجلس الإدارة والإقتصاد في جامعة الكوفة، وهي جزء من متطلبات نيل درجة دكتوراه فلسفة في العلوم الاقتصادية. 2008-1429.

4. مشهور هذلول بربور: العوامل المؤثرة على انتقال أثر أسعار صرف العملات الأجنبية على مؤشر الأسعار في الأردن (1985-2006) . أطروحة دكتوراه مقدمة على قسم المصارف والمصارف الإسلامية، كلية العلوم المالية والمصرفية، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، 2008.

* التقارير والمطبوعات:

1. التقرير الإقتصادي العربي الموحد لسنة 2002: الفصل التاسع: موازين المدفوعات والدين العام الخارجي ونظم الصرف .

2. محمد راتول: مطبوعة الإقتصاد الدولي. السنة الجامعية 2006/2005.

3. ماجدة قنديل: تأثير سياسة سعر الصرف . معهد صندوق النقد الدولي، 2004.

4. ماجدة قنديل: محاضرة: أنظمة وسياسات الصرف . معهد صندوق النقد الدولي، قسم الشرق الأوسط.

* المجلات:

1. بلقاسم العباس: سياسات أسعار الصرف . المعهد العربي للتخطيط بالكويت، سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الأقطار العربية، العدد الثالث والعشرون، نوفمبر/ تشرين الثاني 2003، السنة الثانية.

2. حسان خضر: تحليل الأسواق المالية . المعهد العربي للتخطيط بالكويت: سلسلة دورية تعنى بقضايا التنمية في الأقطار العربية، العدد السابع والعشرون - مارس/ آذار 2004 - السنة الثالثة.

3. دافيد برتون، مارتين ج. غلمان: سياسة سعر الصرف وصندوق النقد الدولي . مجلة التمويل والتنمية، سبتمبر 1991، المجلد 28، العدد 3.

4. روبا دوتغوبتا، غيلدا فرنانديز، وسيم كاراكا داغ: التحرك نحو مرونة سعر الصرف: كيف، ومتى، وبأي سرعة . صندوق النقد الدولي 2006.

5. شعيب بونوة، خياط رحيمة: سياسة سعر الصرف بالجزائر - نموذج قياسية للدينار الجزائري . الأكاديمية للدراسات الإجتماعية والإنسانية، 5 - 2011.

6. عبد العلي جبيلي، فيتالي كرامارينكو: بلدان الشرق الأوسط وشمال إفريقيا: هل تعوم عملاهما أم تربطها بعملة أخرى؟ مجلة التمويل والتنمية، مارس 2003، المجلد 40، العدد 01.

7. مالتر ماهلر: نمو سوق رأس المال الكورية . مجلة التمويل والتنمية، يونيو - حزيران 1990/ المجلد 27، رقم 2.

8. مايكل ج. بابايوانو، لورنس ك. ديوك: تدويل أسواق الأوراق المالية الناشئة مجلة التمويل والتنمية، سبتمبر 1993، المجلد 30، العدد 3.

* الملتقيات والمؤتمرات:

1. خالد حنفي، أيمن رجب، إسلام عبد الباري: النظام النقدي العالمي بعد الأزمة العالمية (رؤية عربية). المائدة المستديرة، المؤتمر العالمي العاشر: "الإقتصاديات العربية وتطورات مابعد الأزمة الإقتصادية العالمية" 19-20 كانون الأول/ ديسمبر 2009، بيروت، لبنان.
2. علي توفيق الصادق، علي أحمد بلبل، محمد مصطفى عمران: نظم وسياسات أسعار الصرف. وقائع الندوة المنعقدة في 16-17 كانون الأول/ ديسمبر 2002، في إطار برنامج التدريب الإقليمي المشترك بين صندوق النقد العربي وصندوق النقد الدولي. صندوق النقد العربي، معهد السياسات الإقتصادية، أبو ظبي، الإمارات العربية المتحدة.
3. الغرفة الصناعية والتجارية بالرياض، قطاع البحوث ومنتدى الرياض الإقتصادي، إعداد مركز البحوث والدراسات: إستكشاف مدى كفاءة سوق الأسهم المحلية ودوره في دعم النمو الإقتصادي. ورقة عمل مقدمة إلى اللقاء السنوي الخامس عشر لجمعية الإقتصاد السعودية بعنوان "السوق المالية السعودية: الواقع والمأمول"، رمضان 1426.
4. فؤاد حمدي بسيسو: إصلاح النظام النقدي والمالي الدولي. البحث التاسع، المؤتمر العالمي العاشر: "الإقتصاديات العربية وتطورات مابعد الأزمة الإقتصادية العالمية" 19-20 كانون الأول/ ديسمبر 2009، بيروت، لبنان.
5. محمد بن فهد العمران: الأسواق المالية في دول مجلس التعاون الخليجي (دراسة تحليلية مقارنة). اللقاء السنوي الخامس عشر لجمعية الإقتصاد السعودية بالتعاون مع هيئة السوق المالية (السوق المالية السعودية: الواقع والمأمول)، 11-13 شوال 1426 هـ الموافق لـ 13-15 نوفمبر 2005، الرياض.

ثانيا: المراجع باللغات الأجنبية

* الكتب:

1. Amina LAHREVHE-REVIL : L'économie mondiale 2000 : Les régimes de change. Edition la Découverte, Collection Repères, Paris, 1999.
2. C.A.Vailhen : Evaluation de l'entreprise et cout du capital . Libraire Vuibert, 1981.
3. Catherine KARYOTIS : La place financiere de Paris. Idition : Banque editeur, Paris, novembre, 2001.
4. Christian et Mireille ZAMBOTO : Gestion financière : finance de marché. Edition Bunod, Paris, 1997.
5. Christin HURSON, Constantin ZOPOUNIDIS : Gestion de portefeuille et analyse multicritère. Editon ECINIMICA, 1997.
6. Daniel GOYEAN, Amine TARARZI : La bourse. Edition La Découverte, Paris, 2006.

7. **David EITEMAU, Arthur STOMEHILL, and Michael MOFFETT:** Gestion et finance internationales. Pearson Education France, 2004
8. **Dov OGIEN :** Pratique des marchés financiers. Edition Bunod, Paris, 2005.
9. **Frederic MISHKIN :** Monnaie, banque et marchés financiers. Pearson education France, 7^{ème} édition, Paris, 2004.
10. **-Henri BOURGUINAT, Jerome TEILETCHE, Michel DUPUY:** Finance internationale. Edition DALLOZ, Paris, 2007.
11. **Jean-Louis MUCTHIELLI, Thierry MAYER :** Economie internationale. Edition DALLOZ, Paris, 2005.
12. **Jean-Louis MUCTHIELLI :** Economie internationale. Edition DALLOZ, 2^{ème} édition, 1997.
13. **Jean-Pierre ALLEGRET :** Les régimes de change dans les marchés émergents. Edition Vuibert, 2005.
14. **Josette PEYRARD:** Gestion financière internationale. Libraire Vuibert, Paris, Septembre 1999.
15. **Keith CUTHBERTSON :** Economie financière quantitative : action, obligation et taux de change. Traduction de la première édition Anglaise par Christelle Puibasset, révision scientifique de Stephen Bazen. DeBoeck Université, Paris, 2000.
16. **Marc BASSONI, Alain BEITONE :** Problèmes monétaires internationaux. Edition Armand Golin, Paris, 1998.
17. **Martine PEYARD.MOULARD:** Les paiements internationaux:monnaie-finance. Ellipses/Edition Marketing S.A, Paris, 1996.
18. **Paul R.KRUGMAN, Maurice OBSTFELD :** Economie internationale. Traduction de la 5^{ème} édition Américaine par Achille Hannequart et Fabienne Leloup. Edition DeBoeck Université. 3^{ème} édition 2001, 2^{ème} tirage 2003.
19. **Petter H. LINDERT, Thomas A. PUGEL:** Economie Internationale. Edition Economica, Paris, 10^{ème} édition, 1996.
20. **Philippe D'ARVISSENT, Jean-pierre PETIT :** Echanges et finance internationale : les acteurs, les corperation internationale, l'Europe , l'Euro . La revue Banque Editeur, Paris (sans date de publication).
21. **Philippe D'ARVISSENT:** Finance international. Edition BUNOD, Paris.
22. **Richard E.CAVES, Jeffry A.FRANKEL, Ronald W.JONES :** Commerce et paiements internationaux. Traduction de la 9^{ème} édition Américaine par : Mireille Chirleu-ASSOULINE. Edition DeBoeck Université, Paris, 2003.
23. **Robert COBBAUT:** Theorie financière. Edition ECONOMICA, 3^{ème} édition, 1994.
24. **Sam Y.CROSS:** All About: The foreign exchange market in the United States. Federal Reserve Bank of New York, 1998.
25. **Sid Ali BOUKRAMI :** La finance internatonale : vues d'un economiste du tiers-monde. Office des Publication universitaire, Alger, 2^{ème} édition (sans date publication).
26. **Valérie MIGNON :** Marchés financiers et modélisation des rentabilités boursières. Edition ECONOMICA, Paris, 1998.
27. **Yves SIMON :** Marché des changes et gestion du risque de change. Edition DALLOZ, Paris, 1995.

* المذكرات والأطروحات:

1. **Chichi Wafa :** Dynamique du marché des changes interbancaire Tunisien : les enseignement de la microstructure. Mémoire en vue de l'obtention du diplôme de

mastère. Université de Sousse, Faculté de droit et sciences économiques et politiques. Octobre 2007.

2. **Rainer HABERLE** : Risque de chage, entreprise. Le cas du marché suisse des actions. Thèse pour l'obtention du grade de docteur és sciences économique et sociales, présentée à la Faculté des sciences économiques et sociales de l'Université de Fribourg (Suisse). Fribourg 1999.

* التقارير:

1. **La Commission Sur la Croissance et le Developement** : Rapport sur la croissance : stratégies a l'appui d'une croissance durable et d'un developement Solidaire. Edition ESKA, Paris, 2010.

* المجالات:

1. **Aymen KAROU** : L'étude de l'impact du taux de change sur les rendement boursier des titres : le cas de Taiwan et de la Coée du sud. Université Laval, faculté des sciences de l'administration, Département de finance et assurance, Hiver 2004.

2. **Bill B.FRANCIS, Iftekhar HASAN, Delory M.HUNTER**: Dynamic relations between international equity and currency markets: the role of vurrency order flow. Journal of Business, 2006, Vol.79, no1.

3. **Carmen M.REINHART, Kenneth S.ROGOFF** : The modern history of exchange rate arrangements :A Reinterpretation .Working paper 8963 :www.nber.org/paper/w8963, NATIONAL BUREAU OF ECONOMIC RESEARCH, Cambridge, June 2002.

4. **Gilbert KOEING**: La valeur de L' euro par raporr au Dollar et les marches d'actifs financiers et monetaires – L'europe et la mondialisation. Bultin de L'observatoir des Politiques Economiques en Europe –OPEE- Hiver 2002, No 07.

5. **Hana GHARBI** : La gestion des taux de change dans les pays émergent. :la leçon des expériences récentes Observatoire Français des conjonctures économique ,document de travail, N^o 2005-6 , Juin 2005.

6. **Jarl G.KALLBERG, Crocker H.LIEU, and Paolo PASQUARIELLO**: An examination of the Asian crisis: Rigime shifts in currency and equity markets. Journal of business, 2005, vol 78, No 01.

7. **Martin SEWELL**: Technical analysis. Department of Compnter science, University College London, April 2007(revised August 2008).

8. **Philippe D.Karam**: Exchange rate in Arab countries: assesment and recommendatios .Arab Monetary Fund, Abu Dhabi, December, 2001.

9. **Ross LEVINE and Sara ZERVOS**: Capital contrdiberalisation and stock development. The Policy Research Woring Paper, 1996.

10. **Safia Mohamed DALY** : Le chois du régime de change pour les économies émergentes .MPRA paper (Munich Personal RePEc Archive), May 2007.

11. **Salma MEFTAH**: La sensibilité des enterprises exportatrices aux variations du taux de change et les déterminants de la couverture : le cas Français. Cahier de recherche de CEREG, n^o 2004-04.

12. **Sylvie RENOTON-MARILLIA, Cyrille STEVAT**: L'activité des marchés de change et de produits de change de gré a gré sur la place de Paris en Avrile 2001. Bultin de la banque de France- N^o96- décembre 2001.

13. *Transmission des chocs de volatilités entre marchés boursières et marché de change : Une évidence empirique avant et après la crise Asiatique (1997).* www.ifgtunisia.org/files/thesis/chawanihejer.pdf . Date de vu: 12/03/2011.

* المنتقيات والمؤتمرات:

1. **Joseph NDEFFON GUE** : *Le systeme monétaire international, l'Euro et l'Afrique. L'évolution du système monétaire internationale, l'avenement de l'Euro : implication pour l'Afrique. Communication présenté au colloque : Du franc a l'Euro : Changements et continuité de la monnaie. Poitiers du 14-16 Novembre 2001.*

* المواقع الإلكترونية:

1. موقع البنك المركزي الإنجليزي: <http://www.bankofengland.co.uk>
2. موقع البنك المركزي الفرنسي: <http://www.banque-france.f>
3. موقع بورصة الدار البيضاء: <http://www.casablanca-bourse.com/>
4. موقع بورصة الكويت: <http://www.kuwaitse.com/PORTAL/A>
5. موقع صندوق النقد الدولي: www.IMF.org
6. موقع مجلة "فاينانشال تايمز": www.FT.com
7. موقع ويكيبيديا: www.Wikipedia.org
8. المركز العراقي للإعلانات...سوق كل العراقيين: النظام النقدي الدولي. تاريخ النشر 29 نوفمبر 2010، <http://www.kayall.com/ads/index.php?option=com> تاريخ الإطلاع: 19 فيفري 2011.

الملاحق

الملحق رقم (1): تغيرات أسعار صرف العملات ومؤشرات أسعار الأسهم في الدول المتقدمة

نيكيا 225	اليورو/دولار	التاريخ	فوتسي	الجنيه/دولار	التاريخ	الداكس	الأورو/دولار	التاريخ	كاف 40	الأورو/دولار	التاريخ	او جونز	الدولار/أورو	التاريخ
14691,41	0,000156	04-janv-08	6416,7	2,2484	02-janv-08	9708,26	1,4688	02/01/2008	5550,36	1,4688	02/01/2008	13043,96	0,6791	02-janv-08
14500,55	0,000154	07-janv-08	6479,4	2,2351	03-janv-08	9563,22	1,4753	03/01/2008	5546,08	1,4753	03/01/2008	13056,72	0,6792	03-janv-08
14528,67	0,000158	08-janv-08	6348,5	2,2593	04-janv-08	9319,44	1,4727	04/01/2008	5446,79	1,4727	04/01/2008	12800,18	0,6768	04-janv-08
14599,16	0,000158	09-janv-08	6335,7	2,2717	07-janv-08	9068,31	1,4723	07/01/2008	5452,83	1,4723	07/01/2008	12827,49	0,6794	07-janv-08
14388,11	0,000157	10-janv-08	6356,5	2,238	08-janv-08	9148,71	1,4705	08/01/2008	5495,67	1,4705	08/01/2008	12589,07	0,6796	08-janv-08
14110,79	0,000159	11-janv-08	6272,7	2,2208	09-janv-08	8892,53	1,468	09/01/2008	5435,42	1,468	09/01/2008	12735,31	0,6817	09-janv-08
13972,63	0,000161	15-janv-08	6222,7	2,2046	10-janv-08	8709,93	1,4662	10/01/2008	5400,43	1,4662	10/01/2008	12853,09	0,6786	10-janv-08
13504,51	0,000161	16-janv-08	6202	2,1912	11-janv-08	8748,41	1,4792	11/01/2008	5371,41	1,4792	11/01/2008	12606,3	0,676	11-janv-08
13783,45	0,000161	17-janv-08	6215,7	2,1768	14-janv-08	8924,47	1,4895	14/01/2008	5403,51	1,4895	14/01/2008	12778,15	0,6719	14-janv-08
13861,29	0,000166	18-janv-08	6025,6	2,2106	15-janv-08	8657,6	1,4886	15/01/2008	5250,82	1,4886	15/01/2008	12501,11	0,6732	15-janv-08
13325,94	0,000168	21-janv-08	5942,9	2,2395	16-janv-08	8530,48	1,4792	16/01/2008	5225,39	1,4792	16/01/2008	12466,16	0,681	16-janv-08
12573,05	0,000169	22-janv-08	5902,4	2,2345	17-janv-08	8455,09	1,4691	17/01/2008	5157,09	1,4691	17/01/2008	12159,29	0,6808	17-janv-08
12829,06	0,000169	23-janv-08	5901,7	2,2205	18-janv-08	8429,48	1,4674	18/01/2008	5092,4	1,4674	18/01/2008	12099,3	0,6837	18-janv-08
13092,78	0,000179	24-janv-08	5578,09	2,2555	21-janv-08	7940,51	1,4482	21/01/2008	4744,45	1,4482	21/01/2008	12099,3	0,6907	21-janv-08
13629,16	0,000174	25-janv-08	5740,1	2,2587	22-janv-08	8248,82	1,4494	22/01/2008	4842,54	1,4494	22/01/2008	11971,19	0,6842	22-janv-08
13087,91	0,000178	28-janv-08	5609,3	2,2525	23-janv-08	8063,94	1,4574	23/01/2008	4636,76	1,4574	23/01/2008	12070,17	0,687	23-janv-08
13478,86	0,000170	29-janv-08	5875,08	2,2448	24-janv-08	8485,31	1,4663	24/01/2008	4915,29	1,4663	24/01/2008	12378,61	0,6798	24-janv-08
13345,03	0,000170	30-janv-08	5869	2,247	25-janv-08	8644,94	1,4705	25/01/2008	4878,12	1,4705	25/01/2008	12207,17	0,6804	25-janv-08
13592,47	0,000173	31-janv-08	5788,9	2,2477	28-janv-08	8499,21	1,4755	28/01/2008	4848,3	1,4755	28/01/2008	12383,89	0,6759	28-janv-08
13497,16	0,000170	01 Feb 08	5885,2	2,2408	29-janv-08	8781,91	1,4773	29/01/2008	4941,45	1,4773	29/01/2008	12480,3	0,6772	29-janv-08
13859,7	0,000171	04 Feb 08	5837,03	2,237	30-janv-08	8711,19	1,481	30/01/2008	4873,57	1,481	30/01/2008	12442,83	0,6763	30-janv-08
13745,5	0,000170	05 Feb 08	5879,8	2,2277	31-janv-08	8718,81	1,487	31/01/2008	4869,79	1,487	31/01/2008	12650,36	0,6754	31-janv-08
13099,24	0,000166	06 Feb 08	6029,2	2,1839	01 Feb 08	9003,32	1,4889	01/02/2008	4978,06	1,4889	01/02/2008	12743,19	0,6746	01 Feb 08
13207,15	0,000166	07 Feb 08	6026,2	2,1721	04 Feb 08	9103,1	1,4829	04/02/2008	4973,64	1,4829	04/02/2008	12635,16	0,6749	04 Feb 08
13017,24	0,000170	08 Feb 08	5868	2,1887	05 Feb 08	8685,33	1,4688	05/02/2008	4776,86	1,4688	05/02/2008	12339,02	0,6829	05 Feb 08
13021,96	0,000170	12 Feb 08	5875,4	2,1843	06 Feb 08	8787,29	1,4621	06/02/2008	4816,43	1,4621	06/02/2008	12200,1	0,6822	06 Feb 08
13068,3	0,000175	13 Feb 08	5724,1	2,1721	07 Feb 08	8592,43	1,4569	07/02/2008	4723,8	1,4569	07/02/2008	12247	0,6895	07 Feb 08
13626,45	0,000173	14 Feb 08	5784	2,1677	08 Feb 08	8646,16	1,4513	08/02/2008	4709,65	1,4513	08/02/2008	12182,13	0,6898	08 Feb 08
13622,56	0,000175	15 Feb 08	5707,7	2,1564	11 Feb 08	8560,17	1,4542	11/02/2008	4682,7	1,4542	11/02/2008	12240,01	0,6898	11 Feb 08
13635,4	0,000169	18 Feb 08	5910	2,1601	12 Feb 08	8963,11	1,4538	12/02/2008	4840,71	1,4538	12/02/2008	12373,41	0,6853	12 Feb 08
13557,91	0,000170	19 Feb 08	5880,1	2,1932	13 Feb 08	9051,5	1,4586	13/02/2008	4855,4	1,4586	13/02/2008	12552,24	0,6866	13 Feb 08
13310,37	0,000170	20 Feb 08	5879,3	2,1817	14 Feb 08	9082,16	1,4626	14/02/2008	4858,65	1,4626	14/02/2008	12376,98	0,6839	14 Feb 08
13688,28	0,000173	21 Feb 08	5787,6	2,1641	15 Feb 08	8945,36	1,4674	15/02/2008	4771,79	1,4674	15/02/2008	12348,21	0,6807	15 Feb 08
12573,05	0,000168	22 Feb 08	5946,6	2,139	18 Feb 08	9095,83	1,4636	18/02/2008	4861,8	1,4636	18/02/2008	12337,22	0,6782	19 Feb 08
13914,57	0,000168	25 Feb 08	5966,9	2,1198	19 Feb 08	9189,16	1,4742	19/02/2008	4885,83	1,4742	19/02/2008	12427,26	0,6827	20 Feb 08
13824,72	0,000170	26 Feb 08	5893,6	2,1227	20 Feb 08	9103,81	1,4656	20/02/2008	4812,81	1,4656	20/02/2008	12284,3	0,6761	21 Feb 08
14031,3	0,000169	27 Feb 08	5932,2	2,1341	21 Feb 08	9221,1	1,4736	21/02/2008	4858,85	1,4736	21/02/2008	11971,19	0,675	22 Feb 08
13925,51	0,000174	28 Feb 08	5740,1	2,1388	22 Feb 08	9179,46	1,4848	22/02/2008	4842,54	1,4848	22/02/2008	12570,22	0,6743	25 Feb 08
13603,02	0,000167	29 Feb 08	5999,5	2,1275	25 Feb 08	9334,69	1,4817	25/02/2008	4919,26	1,4817	25/02/2008	12684,92	0,672	26 Feb 08
12992,18	0,000164	03-mars-08	6087,4	2,1222	26 Feb 08	9493,79	1,4874	26/02/2008	4973,07	1,4874	26/02/2008	12694,28	0,6624	27 Feb 08
12992,28	0,000165	04-mars-08	6076,5	2,119	27 Feb 08	9430,51	1,5044	27/02/2008	4968,82	1,5044	27/02/2008	12582,18	0,6588	28 Feb 08

12972,06	0,000168	05-mars-08	5965,7	2,0998	28 Feb 08	9222,32	1,5121	28/02/2008	4865,23	1,5121	28/02/2008	12266,39	0,6588	29 Feb 08
13215,42	0,000170	06-mars-08	5884,3	2,1268	29 Feb 08	9093,54	1,5167	29/02/2008	4790,66	1,5167	29/02/2008	12258,9	0,6579	03-mars-08
12782,8	0,000172	07-mars-08	5818,6	2,1133	03-mars-08	9034,65	1,5203	03/03/2008	4742,66	1,5203	03/03/2008	12213,8	0,6564	04-mars-08
12532,13	0,000173	10-mars-08	5767,7	2,1333	04-mars-08	8885,89	1,5206	04/03/2008	4675,91	1,5206	04/03/2008	12254,99	0,6549	05-mars-08
12658,28	0,000171	11-mars-08	5853,5	2,1335	05-mars-08	9056,56	1,5196	05/03/2008	4756,42	1,5196	05/03/2008	12040,39	0,6511	06-mars-08
12861,13	0,000173	12-mars-08	5766,4	2,1567	06-mars-08	8982,94	1,5319	06/03/2008	4678,05	1,5319	06/03/2008	11893,69	0,6512	07-mars-08
12433,44	0,000175	13-mars-08	5699,9	2,1655	07-mars-08	8814,7	1,5417	07/03/2008	4618,96	1,5417	07/03/2008	11740,15	0,6506	10-mars-08
12241,6	0,000178	14-mars-08	5629,1	2,1975	10-mars-08	8528,43	1,534	10/03/2008	4566,99	1,534	10/03/2008	12156,81	0,6524	11-mars-08
11787,51	0,000176	17-mars-08	5690,4	2,1664	11-mars-08	8687,04	1,5379	11/03/2008	4627,69	1,5379	11/03/2008	12110,24	0,6454	12-mars-08
11964,16	0,000173	18-mars-08	5776,4	2,168	12-mars-08	8806,73	1,5477	12/03/2008	4697,1	1,5477	12/03/2008	12145,74	0,6417	13-mars-08
12260,44	0,000176	19-mars-08	5692,4	2,1581	13-mars-08	8647,1	1,5577	13/03/2008	4630,19	1,5577	13/03/2008	11951,09	0,6409	14-mars-08
12745,22	0,000178	25-mars-08	5631,7	2,1653	14-mars-08	8663,15	1,5561	14/03/2008	4592,15	1,5561	14/03/2008	11972,25	0,6344	17-mars-08
12706,63	0,000185	26-mars-08	5414,4	2,1793	17-mars-08	8193	1,577	17/03/2008	4431,04	1,577	17/03/2008	12393,66	0,6336	18-mars-08
12604,58	0,000178	27-mars-08	5605,8	2,1803	18-mars-08	8447,95	1,5771	18/03/2008	4582,59	1,5771	18/03/2008	12099,66	0,6393	19-mars-08
12880,47	0,000180	28-mars-08	5545,6	2,1554	19-mars-08	8306,11	1,5692	19/03/2008	4555,95	1,5692	19/03/2008	12361,32	0,6486	20-mars-08
12525,54	0,000182	31-mars-08	5495,2	2,2125	20-mars-08	8223,53	1,5423	20/03/2008	4533,72	1,5423	20/03/2008	12532,6	0,6412	25-mars-08
12656,42	0,000176	01 Apr 08	5689,1	2,1888	25-mars-08	8584,99	1,5569	25/03/2008	4692	1,5569	25/03/2008	12422,86	0,6345	26-mars-08
13189,36	0,000177	02 Apr 08	5660,4	2,1769	26-mars-08	8602,1	1,571	26/03/2008	4676,68	1,571	26/03/2008	12302,46	0,633	27-mars-08
13389,9	0,000175	03 Apr 08	5717,5	2,1848	27-mars-08	8775,64	1,5786	27/03/2008	4719,53	1,5786	27/03/2008	12216,4	0,6346	28-mars-08
13293,22	0,000176	04 Apr 08	5692,9	2,1647	28-mars-08	8761,03	1,5796	28/03/2008	4695,92	1,5796	28/03/2008	12262,89	0,6311	31-mars-08
13450,23	0,000175	07 Apr 08	5702,1	2,1774	31-mars-08	8787,38	1,5812	31/03/2008	4707,07	1,5812	31/03/2008	12654,36	0,6412	01 Apr 08
13250,43	0,000171	08 Apr 08	5852,6	2,1858	01 Apr 08	9048,88	1,566	01/04/2008	4866	1,566	01/04/2008	12608,92	0,6406	02 Apr 08
13111,89	0,000169	09 Apr 08	5915,9	2,1718	02 Apr 08	9032,12	1,5632	02/04/2008	4911,97	1,5632	02/04/2008	12626,03	0,6396	03 Apr 08
12945,3	0,000170	10 Apr 08	5891,3	2,1813	03 Apr 08	8982,13	1,5526	03/04/2008	4887,87	1,5526	03/04/2008	12609,42	0,6352	04 Apr 08
13323,73	0,000168	11 Apr 08	5947,1	2,1668	04 Apr 08	9067,68	1,5722	04/04/2008	4900,88	1,5722	04/04/2008	12612,43	0,6365	07 Apr 08
12917,51	0,000166	14 Apr 08	6014,8	2,1479	07 Apr 08	9118,17	1,5693	07/04/2008	4944,6	1,5693	07/04/2008	12576,44	0,6366	08 Apr 08
12990,58	0,000167	15 Apr 08	5990,2	2,1218	08 Apr 08	8939,19	1,5694	08/04/2008	4912,69	1,5694	08/04/2008	12527,26	0,6338	09 Apr 08
13146,13	0,000167	16 Apr 08	5983,9	2,1257	09 Apr 08	8871,82	1,5726	09/04/2008	4874,97	1,5726	09/04/2008	12581,98	0,6333	10 Apr 08
13398,3	0,000168	17 Apr 08	5965,1	2,1233	10 Apr 08	8863,23	1,5875	10/04/2008	4859,42	1,5875	10/04/2008	12325,42	0,6321	11 Apr 08
13476,45	0,000170	18 Apr 08	5895,5	2,1192	11 Apr 08	8809,68	1,5833	11/04/2008	4797,43	1,5833	11/04/2008	12302,06	0,6313	14 Apr 08
13696,55	0,000171	21 Apr 08	5831,6	2,1484	14 Apr 08	8796,19	1,5869	14/04/2008	4766,49	1,5869	14/04/2008	12362,47	0,6328	15 Apr 08
13547,82	0,000169	22 Apr 08	5906,9	2,1229	15 Apr 08	8871,83	1,5828	15/04/2008	4780,68	1,5828	15/04/2008	12619,27	0,627	16 Apr 08
13579,16	0,000165	23 Apr 08	6046,2	2,1033	16 Apr 08	9065,88	1,5928	16/04/2008	4855,1	1,5928	16/04/2008	12620,49	0,6288	17 Apr 08
13540,87	0,000167	24 Apr 08	5980,4	2,1226	17 Apr 08	8973,57	1,5872	17/04/2008	4862,14	1,5872	17/04/2008	12875,58	0,6256	18 Apr 08
13863,47	0,000165	25 Apr 08	6056,5	2,1538	18 Apr 08	9181,41	1,578	18/04/2008	4961,69	1,578	18/04/2008	12825,02	0,6282	21 Apr 08
13894,37	0,000165	28 Apr 08	6053	2,103	21 Apr 08	9144,2	1,5898	21/04/2008	4910,35	1,5898	21/04/2008	12720,23	0,626	22 Apr 08
13849,99	0,000166	30 Apr 08	6034,7	2,1126	22 Apr 08	9119,77	1,5931	22/04/2008	4872,64	1,5931	22/04/2008	12763,22	0,6298	23 Apr 08
13766,86	0,000164	01 May 08	6083,6	2,0889	23 Apr 08	9232,52	1,594	23/04/2008	4944,65	1,594	23/04/2008	12848,95	0,6369	24 Apr 08
14049,26	0,000165	02 May 08	6050,7	2,0963	24 Apr 08	9181,51	1,5769	24/04/2008	4929,55	1,5769	24/04/2008	12891,86	0,6386	25 Apr 08
14102,48	0,000164	07 May 08	6091,4	2,1273	25 Apr 08	9271,62	1,5596	25/04/2008	4978,21	1,5596	25/04/2008	12871,75	0,6393	28 Apr 08
13943,26	0,000164	08 May 08	6090,4	2,1251	28 Apr 08	9380,51	1,5628	28/04/2008	5012,75	1,5628	28/04/2008	12831,94	0,6407	29 Apr 08
13655,34	0,000164	09 May 08	6089,4	2,1112	29 Apr 08	9213,46	1,5571	29/04/2008	4977,1	1,5571	29/04/2008	12820,13	0,6422	30 Apr 08
13743,36	0,000164	12 May 08	6087,3	2,1013	30 Apr 08	9353,61	1,554	30/04/2008	4946,54	1,554	30/04/2008	13010	0,6472	01 May 08

13953,73	0,000164	13 May 08	6087,3	2,1169	01 May 08	9555,18	1,546	05/05/2008	5069,71	1,5458	02/05/2008	13058,2	0,6491	02 May 08
14118,55	0,000161	14 May 08	6215,5	2,1073	02 May 08	9498,05	1,5528	06/05/2008	5063,36	1,546	05/05/2008	13020,83	0,6429	06 May 08
14251,74	0,000161	15 May 08	6215,2	2,0855	06 May 08	9632,79	1,543	07/05/2008	5040,92	1,5528	06/05/2008	12814,35	0,6495	07 May 08
14219,48	0,000160	16 May 08	6261	2,0665	07 May 08	9666,53	1,5347	08/05/2008	5075,31	1,543	07/05/2008	12866,78	0,6485	08 May 08
14269,61	0,000159	19 May 08	6270,8	2,0739	08 May 08	9548	1,5458	09/05/2008	5055,58	1,5347	08/05/2008	12745,88	0,648	09 May 08
14160,09	0,000161	20 May 08	6204,7	2,0688	09 May 08	9604,37	1,543	12/05/2008	4960,56	1,5458	09/05/2008	12879,31	0,6451	12 May 08
13926,3	0,000161	21 May 08	6220,6	2,0751	12 May 08	9638,37	1,5473	13/05/2008	4976,21	1,543	12/05/2008	12932,18	0,6457	13 May 08
13978,46	0,000161	22 May 08	6211,9	2,0692	13 May 08	9815,75	1,5439	14/05/2008	4968,67	1,5473	13/05/2008	12898,38	0,647	14 May 08
14012,2	0,000161	23 May 08	6216	2,0776	14 May 08	9871,31	1,5474	15/05/2008	5055,24	1,5439	14/05/2008	12992,66	0,6461	15 May 08
13893,31	0,000160	27 May 08	6251,8	2,0742	15 May 08	9900,47	1,5498	16/05/2008	5057,51	1,5474	15/05/2008	12986,8	0,643	16 May 08
13709,44	0,000159	28 May 08	6304,3	2,0563	16 May 08	10068,56	1,5577	19/05/2008	5078,04	1,5498	16/05/2008	13028,16	0,6446	19 May 08
14124,47	0,000157	29 May 08	6376,5	2,0456	19 May 08	9752,29	1,5639	20/05/2008	5142,1	1,5577	19/05/2008	12828,68	0,6395	20 May 08
14338,54	0,000162	30 May 08	6191,6	2,0531	20 May 08	9699,45	1,5753	21/05/2008	5054,88	1,5639	20/05/2008	12601,19	0,6342	21 May 08
14440,14	0,000161	02-juin-08	6198,1	2,0382	21 May 08	9789,73	1,5755	22/05/2008	5027,55	1,5753	21/05/2008	12625,62	0,6363	22 May 08
14209,17	0,000162	03-juin-08	6181,6	2,0691	22 May 08	9550,47	1,5742	23/05/2008	5028,74	1,5755	22/05/2008	12479,63	0,6342	23 May 08
14435,57	0,000164	04-juin-08	6087,3	2,0604	23 May 08	9473,59	1,5761	26/05/2008	4933,77	1,5742	23/05/2008	12548,35	0,6361	27 May 08
14341,12	0,000165	05-juin-08	6058,5	2,0572	27 May 08	9429,05	1,576	27/05/2008	4937,84	1,5761	26/05/2008	12594,03	0,6399	28 May 08
14489,44	0,000165	06-juin-08	6069,6	2,0594	28 May 08	9555,82	1,5656	28/05/2008	4906,56	1,576	27/05/2008	12646,22	0,6438	29 May 08
14021,17	0,000165	10-juin-08	6068,1	2,0677	29 May 08	9601,36	1,5551	29/05/2008	4971,11	1,5656	28/05/2008	12638,32	0,6435	30 May 08
14183,48	0,000165	11-juin-08	6053,5	2,0719	30 May 08	9685,41	1,5508	30/05/2008	4975,9	1,5551	29/05/2008	12503,82	0,644	02-juin-08
13888,6	0,000166	12-juin-08	6007,6	2,0564	02-juin-08	9588,67	1,5521	02/06/2008	5014,28	1,5508	30/05/2008	12402,85	0,6468	03-juin-08
13973,73	0,000165	13-juin-08	6057,7	2,0626	03-juin-08	9728,16	1,5593	03/06/2008	4935,21	1,5521	02/06/2008	12390,48	0,6473	04-juin-08
14354,37	0,000168	16-juin-08	5970,1	2,0313	04-juin-08	9751,48	1,5466	04/06/2008	4983,71	1,5593	03/06/2008	12604,45	0,6437	05-juin-08
14348,37	0,000167	17-juin-08	5995,03	2,0457	05-juin-08	9820,54	1,5402	05/06/2008	4915,07	1,5466	04/06/2008	12209,81	0,6355	06-juin-08
14452,82	0,000169	18-juin-08	5906,8	2,0495	06-juin-08	9677,84	1,5597	06/06/2008	4907,06	1,5402	05/06/2008	12289,76	0,646	10-juin-08
14130,17	0,000170	19-juin-08	5877,6	2,0745	09-juin-08	9568,49	1,5784	09/06/2008	4795,32	1,5597	06/06/2008	12088,7	0,6436	11-juin-08
13942,08	0,000172	20-juin-08	5827,3	2,0626	10-juin-08	9499,2	1,5526	10/06/2008	4799,38	1,5784	09/06/2008	12141,58	0,6486	12-juin-08
13857,47	0,000175	23-juin-08	5723,3	2,0745	11-juin-08	9454,38	1,5515	11/06/2008	4761,08	1,5526	10/06/2008	12307,35	0,6517	13-juin-08
13849,56	0,000173	24-juin-08	5790,5	2,0858	12-juin-08	9525,58	1,5417	12/06/2008	4660,91	1,5515	11/06/2008	12269,08	0,6468	16-juin-08
13829,92	0,000172	25-juin-08	5802,8	2,0714	13-juin-08	9573,85	1,5336	13/06/2008	4672,3	1,5417	12/06/2008	12160,3	0,645	17-juin-08
13822,32	0,000173	26-juin-08	5794,6	2,0905	16-juin-08	9637,45	1,5459	16/06/2008	4682,3	1,5336	13/06/2008	12029,06	0,6445	18-juin-08
13544,36	0,000171	27-juin-08	5861,9	2,0726	17-juin-08	9753,91	1,5477	17/06/2008	4657,74	1,5459	16/06/2008	12063,09	0,6456	19-juin-08
13481,38	0,000174	30-juin-08	5756,9	2,0752	18-juin-08	9510,46	1,5493	18/06/2008	4686,33	1,5477	17/06/2008	11842,69	0,6397	20-juin-08
13463,2	0,000175	01-juil-08	5708,4	2,0766	19-juin-08	9510,19	1,5481	19/06/2008	4618,75	1,5493	18/06/2008	11842,36	0,6458	23-juin-08
13286,37	0,000178	02-juil-08	5620,8	2,0713	20-juin-08	9501,93	1,561	20/06/2008	4591,39	1,5481	19/06/2008	11807,43	0,6413	24-juin-08
13265,4	0,000176	03-juil-08	5667,2	2,0625	23-juin-08	9365,34	1,5521	23/06/2008	4509,27	1,561	20/06/2008	11811,83	0,6425	25-juin-08
13237,89	0,000177	04-juil-08	5634,7	2,0601	24-juin-08	9249,05	1,5568	24/06/2008	4511,37	1,5521	23/06/2008	11453,42	0,635	26-juin-08
13360,04	0,000176	07-juil-08	5666,1	2,0609	25-juin-08	9346,69	1,5599	25/06/2008	4473,76	1,5568	24/06/2008	11346,51	0,6349	27-juin-08
13033,1	0,000181	08-juil-08	5518,2	2,0769	26-juin-08	9163,98	1,5731	26/06/2008	4536,29	1,5599	25/06/2008	11350,01	0,6347	30-juin-08
13052,13	0,000181	09-juil-08	5529,9	2,0705	27-juin-08	9072,61	1,5748	27/06/2008	4426,19	1,5731	26/06/2008	11382,26	0,6348	01-juil-08
13067,21	0,000178	10-juil-08	5625,9	2,0743	30-juin-08	9035,09	1,5764	30/06/2008	4397,32	1,5748	27/06/2008	11215,51	0,6303	02-juil-08
13039,69	0,000182	11-juil-08	5479,9	2,0885	01-juil-08	8790,08	1,5775	01/07/2008	4434,85	1,5764	30/06/2008	11288,54	0,6364	03-juil-08
13010,16	0,000184	14-juil-08	5426,3	2,07	02-juil-08	8563,92	1,5806	02/07/2008	4341,2	1,5775	01/07/2008	11231,96	0,6384	07-juil-08

12754,56	0,000183	15-juil-08	5476,6	2,0636	03-juil-08	8497,04	1,5885	03/07/2008	4296,48	1,5806	02/07/2008	11384,21	0,6378	08-juil-08
12760,8	0,000185	16-juil-08	5412,8	2,0568	04-juil-08	8480,22	1,5671	04/07/2008	4343,99	1,5885	03/07/2008	11147,44	0,6356	09-juil-08
12887,95	0,000181	17-juil-08	5512,7	2,063	07-juil-08	8590,33	1,5651	07/07/2008	4266	1,5671	04/07/2008	11229,02	0,6332	10-juil-08
12803,7	0,000184	18-juil-08	5440,5	2,0693	08-juil-08	8408,58	1,5687	08/07/2008	4342,59	1,5651	07/07/2008	11100,54	0,6286	11-juil-08
13184,96	0,000181	22-juil-08	5529,6	2,0673	09-juil-08	8661,32	1,5715	09/07/2008	4275,61	1,5687	08/07/2008	11055,19	0,6291	14-juil-08
13312,96	0,000185	23-juil-08	5406,8	2,0549	10-juil-08	8588,88	1,5708	10/07/2008	4339,66	1,5715	09/07/2008	10962,54	0,6261	15-juil-08
13603,31	0,000190	24-juil-08	5261,6	2,0537	11-juil-08	8337,73	1,5835	11/07/2008	4231,56	1,5708	10/07/2008	11239,28	0,6321	16-juil-08
13334,76	0,000189	25-juil-08	5300,4	2,05	14-juil-08	8386,62	1,5847	14/07/2008	4100,64	1,5835	11/07/2008	11446,66	0,6296	17-juil-08
13353,78	0,000193	28-juil-08	5171,9	2,0404	15-juil-08	8145,61	1,599	15/07/2008	4142,53	1,5847	14/07/2008	11496,57	0,6308	18-juil-08
13159,45	0,000194	29-juil-08	5150,6	2,0509	16-juil-08	8224,94	1,5888	16/07/2008	4061,15	1,599	15/07/2008	11467,34	0,6304	21-juil-08
13367,79	0,000189	30-juil-08	5286,3	2,0535	17-juil-08	8466,82	1,5849	17/07/2008	4112,45	1,5888	16/07/2008	11602,5	0,6315	22-juil-08
13376,81	0,000186	31-juil-08	5376,4	2,054	18-juil-08	8440,59	1,5816	18/07/2008	4225,99	1,5849	17/07/2008	11632,38	0,6371	23-juil-08
13094,59	0,000185	01 Aug 08	5404,3	2,0469	21-juil-08	8544,59	1,5858	21/07/2008	4299,36	1,5816	18/07/2008	11349,28	0,6381	24-juil-08
12933,18	0,000186	04 Aug 08	5364,1	2,0507	22-juil-08	8474,01	1,5919	22/07/2008	4327,14	1,5858	21/07/2008	11370,69	0,6381	25-juil-08
12914,66	0,000183	05 Aug 08	5449,9	2,0736	23-juil-08	8566,21	1,5741	23/07/2008	4327,26	1,5919	22/07/2008	11131,08	0,6354	28-juil-08
13254,89	0,000186	06 Aug 08	5362,3	2,0664	24-juil-08	8309,39	1,5677	24/07/2008	4408,74	1,5741	23/07/2008	11397,56	0,6412	29-juil-08
13124,99	0,000187	07 Aug 08	5352,6	2,0806	25-juil-08	8256,4	1,5734	25/07/2008	4247,99	1,5677	24/07/2008	11583,69	0,6427	30-juil-08
13168,41	0,000188	08 Aug 08	5312,6	2,082	28-juil-08	8111,48	1,5746	28/07/2008	4377,18	1,5734	25/07/2008	11378,02	0,6409	31-juil-08
13430,91	0,000188	11 Aug 08	5319,2	2,0826	29-juil-08	8044,47	1,5705	29/07/2008	4324,45	1,5746	28/07/2008	11326,32	0,6425	01 Aug 08
13303,6	0,000184	12 Aug 08	5420,7	2,0985	30-juil-08	8285,77	1,5589	30/07/2008	4320,49	1,5705	29/07/2008	11284,15	0,6406	04 Aug 08
13023,05	0,000185	13 Aug 08	5411,9	2,1061	31-juil-08	8280,11	1,5611	31/07/2008	4400,65	1,5589	30/07/2008	11615,77	0,6457	05 Aug 08
12956,8	0,000187	14 Aug 08	5354,7	2,1191	01 Aug 08	8156,49	1,5574	01/08/2008	4392,36	1,5611	31/07/2008	11656,07	0,6485	06 Aug 08
13019,41	0,000188	15 Aug 08	5320,2	2,1075	04 Aug 08	8049,76	1,5566	04/08/2008	4314,34	1,5574	01/08/2008	11431,43	0,6504	07 Aug 08
13165,45	0,000183	18 Aug 08	5454,5	2,132	05 Aug 08	8129,78	1,5487	05/08/2008	4280,63	1,5566	04/08/2008	11734,32	0,6653	08 Aug 08
12865,05	0,000182	19 Aug 08	5486,1	2,1447	06 Aug 08	8316,42	1,5478	06/08/2008	4386,35	1,5487	05/08/2008	11782,35	0,6667	11 Aug 08
12851,69	0,000183	20 Aug 08	5477,5	2,1424	07 Aug 08	8303,56	1,5471	07/08/2008	4448,33	1,5478	06/08/2008	11642,47	0,6707	12 Aug 08
12752,21	0,000182	21 Aug 08	5489,2	2,1527	08 Aug 08	8437,27	1,5074	08/08/2008	4457,43	1,5471	07/08/2008	11532,96	0,6726	13 Aug 08
12666,04	0,000180	22 Aug 08	5541,8	2,1551	11 Aug 08	8518,46	1,5012	11/08/2008	4491,85	1,5074	08/08/2008	11615,93	0,6713	14 Aug 08
12778,71	0,000181	26 Aug 08	5534,5	2,1699	12 Aug 08	8482,52	1,4907	12/08/2008	4538,49	1,5012	11/08/2008	11659,9	0,6809	15 Aug 08
12752,96	0,000184	27 Aug 08	5448,6	2,1515	13 Aug 08	8346,63	1,4903	13/08/2008	4518,48	1,4907	12/08/2008	11479,39	0,6801	18 Aug 08
12768,25	0,000182	28 Aug 08	5497,4	2,1487	14 Aug 08	8363,38	1,4907	14/08/2008	4402,97	1,4903	13/08/2008	11417,43	0,6801	19 Aug 08
13072,87	0,000183	29 Aug 08	5454,8	2,1545	15 Aug 08	8409,81	1,4729	15/08/2008	4420,91	1,4907	14/08/2008	11417,43	0,679	20 Aug 08
12834,18	0,000183	01-sept-08	5450,2	2,1451	18 Aug 08	8397,48	1,4704	18/08/2008	4453,62	1,4729	15/08/2008	11430,21	0,672	21 Aug 08
12609,47	0,000188	02-sept-08	5320,4	2,1448	19 Aug 08	8242,27	1,4677	19/08/2008	4448,84	1,4704	18/08/2008	11628,06	0,675	22 Aug 08
12689,59	0,000186	03-sept-08	5371,8	2,1361	20 Aug 08	8320,88	1,4734	20/08/2008	4332,79	1,4677	19/08/2008	11412,87	0,6826	26 Aug 08
12557,66	0,000186	04-sept-08	5370,2	2,1339	21 Aug 08	8228,16	1,4814	21/08/2008	4365,87	1,4734	20/08/2008	11502,51	0,6799	27 Aug 08
12212,23	0,000182	05-sept-08	5505,6	2,1373	22 Aug 08	8411,82	1,4808	22/08/2008	4304,61	1,4814	21/08/2008	11715,18	0,6793	28 Aug 08
12624,46	0,000183	08-sept-08	5470,7	2,1487	26 Aug 08	8342,28	1,4767	25/08/2008	4400,45	1,4808	22/08/2008	11543,96	0,6793	29 Aug 08
12400,65	0,000181	09-sept-08	5528,1	2,142	27 Aug 08	8420,84	1,4598	26/08/2008	4355,87	1,4767	25/08/2008	11516,92	0,6887	02-sept-08
12346,63	0,000179	10-sept-08	5601,2	2,1139	28 Aug 08	8463,29	1,4767	27/08/2008	4368,55	1,4598	26/08/2008	11532,88	0,6916	03-sept-08
12102,5	0,000177	11-sept-08	5636,6	2,1203	29 Aug 08	8574,95	1,4771	28/08/2008	4373,08	1,4767	27/08/2008	11188,23	0,6954	04-sept-08
12214,76	0,000178	12-sept-08	5602,8	2,1195	01-sept-08	8681,82	1,4735	29/08/2008	4461,49	1,4771	28/08/2008	11220,96	0,701	05-sept-08
11609,72	0,000178	16-sept-08	5620,7	2,1357	02-sept-08	8641,2	1,4621	01/09/2008	4482,6	1,4735	29/08/2008	11510,74	0,7039	08-sept-08

11749,79	0,000182	17-sept-08	5499,7	2,1348	03-sept-08	8745,92	1,4516	02/09/2008	4472,13	1,4621	01/09/2008	11230,73	0,7075	09-sept-08
11489,3	0,000186	18-sept-08	5362,1	2,1312	04-sept-08	8555,39	1,4441	03/09/2008	4539,07	1,4516	02/09/2008	11268,92	0,7114	10-sept-08
11920,86	0,000191	19-sept-08	5240,7	2,1869	05-sept-08	8281,32	1,4488	04/09/2008	4447,13	1,4441	03/09/2008	11433,71	0,7182	11-sept-08
12090,59	0,000184	22-sept-08	5446,3	2,1492	08-sept-08	8025,47	1,4247	05/09/2008	4304,01	1,4488	04/09/2008	11421,99	0,7054	12-sept-08
12115,03	0,000185	24-sept-08	5415,6	2,1822	09-sept-08	8253,47	1,4214	08/09/2008	4196,66	1,4247	05/09/2008	10917,51	0,7047	15-sept-08
12006,53	0,000186	25-sept-08	5366,2	2,1782	10-sept-08	8068,09	1,4144	09/09/2008	4340,18	1,4214	08/09/2008	11059,02	0,7083	16-sept-08
11893,16	0,000188	26-sept-08	5318,4	2,2055	11-sept-08	8028,25	1,4094	10/09/2008	4293,34	1,4144	09/09/2008	10609,66	0,7046	17-sept-08
11743,61	0,000185	29-sept-08	5416,7	2,1849	12-sept-08	7963,86	1,3934	11/09/2008	4283,66	1,4094	10/09/2008	11019,69	0,6956	18-sept-08
11259,86	0,000192	30-sept-08	5204,2	2,2142	15-sept-08	8112,42	1,4066	12/09/2008	4249,07	1,3934	11/09/2008	11388,44	0,6942	19-sept-08
11368,26	0,000199	01-oct-08	5025,6	2,2491	16-sept-08	7762,97	1,4151	15/09/2008	4332,66	1,4066	12/09/2008	11015,69	0,6832	22-sept-08
11154,76	0,000204	02-oct-08	4912,4	2,2844	17-sept-08	7699,14	1,4267	16/09/2008	4168,97	1,4151	15/09/2008	10854,17	0,679	23-sept-08
10938,14	0,000205	03-oct-08	4880	2,2795	18-sept-08	7497,52	1,4224	17/09/2008	4087,4	1,4267	16/09/2008	10825,17	0,6819	24-sept-08
10473,09	0,000188	06-oct-08	5311,3	2,2231	19-sept-08	7419,8	1,4502	18/09/2008	4000,11	1,4224	17/09/2008	11022,06	0,6817	25-sept-08
10155,9	0,000191	07-oct-08	5236,3	2,1826	22-sept-08	7819,17	1,4236	19/09/2008	3957,86	1,4502	18/09/2008	11143,13	0,6846	26-sept-08
9203,32	0,000195	08-oct-08	5136,1	2,2081	23-sept-08	7656,86	1,4571	22/09/2008	4324,87	1,4236	19/09/2008	10365,45	0,6928	29-sept-08
9157,49	0,000196	09-oct-08	5095,6	2,2101	24-sept-08	7425,21	1,4731	23/09/2008	4223,51	1,4571	22/09/2008	10850,66	0,7117	30-sept-08
8276,43	0,000192	10-oct-08	5197	2,2098	25-sept-08	7395,74	1,469	24/09/2008	4139,82	1,4731	23/09/2008	10831,07	0,7142	01-oct-08
9447,57	0,000197	14-oct-08	5088,5	2,2215	26-sept-08	7447,25	1,47	25/09/2008	4114,51	1,469	24/09/2008	10482,85	0,7254	02-oct-08
9547,47	0,000208	15-oct-08	4818,8	2,2209	29-sept-08	7284,23	1,464	26/09/2008	4226,81	1,47	25/09/2008	10325,38	0,7241	03-oct-08
8458,45	0,000204	16-oct-08	4902,5	2,2593	30-sept-08	6820,42	1,4349	29/09/2008	4163,38	1,464	26/09/2008	9955,5	0,7409	06-oct-08
8693,82	0,000202	17-oct-08	4959,6	2,239	01-oct-08	6956,77	1,4303	30/09/2008	3953,48	1,4349	29/09/2008	9447,11	0,7331	07-oct-08
9005,59	0,000205	20-oct-08	4870,3	2,2717	02-oct-08	6876,9	1,4081	01/10/2008	4032,1	1,4303	30/09/2008	9258,1	0,733	08-oct-08
9306,25	0,000201	21-oct-08	4980,3	2,2765	03-oct-08	6745,1	1,3903	02/10/2008	4054,54	1,4081	01/10/2008	8579,19	0,7327	09-oct-08
8674,69	0,000218	22-oct-08	4589,2	2,424	06-oct-08	6713,09	1,3834	03/10/2008	3963,28	1,3903	02/10/2008	8451,19	0,7388	10-oct-08
8460,98	0,000217	23-oct-08	4605,2	2,4495	07-oct-08	6131,59	1,3634	06/10/2008	4080,75	1,3834	03/10/2008	9387,61	0,736	13-oct-08
7649,08	0,000229	24-oct-08	4366,7	2,5999	08-oct-08	5990,63	1,3632	07/10/2008	3711,98	1,3634	06/10/2008	9310,99	0,7336	14-oct-08
7162,9	0,000232	27-oct-08	4313,8	2,4542	09-oct-08	5704,96	1,3731	08/10/2008	3732,22	1,3632	07/10/2008	8577,91	0,7363	15-oct-08
7621,92	0,000254	28-oct-08	3932,1	2,5969	10-oct-08	5711,66	1,3682	09/10/2008	3496,89	1,3731	08/10/2008	8979,26	0,746	16-oct-08
8211,9	0,000235	29-oct-08	4256,9	2,587	13-oct-08	5325,6	1,3579	10/10/2008	3442,7	1,3682	09/10/2008	8852,22	0,7434	17-oct-08
9029,76	0,000228	30-oct-08	4394,2	2,5056	14-oct-08	5962,49	1,3639	13/10/2008	3176,49	1,3579	10/10/2008	9265,43	0,7517	20-oct-08
8576,98	0,000245	31-oct-08	4079,6	2,5457	15-oct-08	6052,04	1,3752	14/10/2008	3531,5	1,3639	13/10/2008	9033,66	0,7583	21-oct-08
9114,6	0,000259	04-nov-08	3861,4	2,5994	16-oct-08	5657,63	1,3625	15/10/2008	3628,52	1,3752	14/10/2008	8519,21	0,7748	22-oct-08
9521,24	0,000246	05-nov-08	4063	2,5019	17-oct-08	5337,79	1,3507	16/10/2008	3381,07	1,3625	15/10/2008	8691,25	0,7762	23-oct-08
8899,14	0,000233	06-nov-08	4282,7	2,458	20-oct-08	5419,69	1,3404	17/10/2008	3181	1,3507	16/10/2008	8378,95	0,7851	24-oct-08
8583	0,000236	07-nov-08	4229,7	2,4565	21-oct-08	5568,48	1,3424	20/10/2008	3329,82	1,3404	17/10/2008	8175,77	0,8035	27-oct-08
9081,43	0,000247	10-nov-08	4040,9	2,4145	22-oct-08	5596,29	1,3184	21/10/2008	3448,51	1,3424	20/10/2008	9065,12	0,8015	28-oct-08
8809,3	0,000245	11-nov-08	4087,8	2,4354	23-oct-08	5353,69	1,2843	22/10/2008	3475,4	1,3184	21/10/2008	8990,96	0,7783	29-oct-08
8695,51	0,000258	12-nov-08	3883,4	2,5768	24-oct-08	5264,34	1,281	23/10/2008	3298,18	1,2843	22/10/2008	9180,69	0,7782	30-oct-08
8238,64	0,000260	13-nov-08	3852,6	2,5474	27-oct-08	5061,82	1,2596	24/10/2008	3310,87	1,281	23/10/2008	9325,01	0,7888	31-oct-08
8462,39	0,000255	14-nov-08	3926,4	2,4938	28-oct-08	4810,55	1,246	27/10/2008	3193,79	1,2596	24/10/2008	9319,83	0,784	03-nov-08
8522,58	0,000236	17-nov-08	4242,5	2,4415	29-oct-08	4870,24	1,2526	28/10/2008	3067,35	1,246	27/10/2008	9625,28	0,771	04-nov-08
8328,41	0,000233	18-nov-08	4291,7	2,4288	30-oct-08	5242,73	1,277	29/10/2008	3114,92	1,2526	28/10/2008	9139,27	0,7658	05-nov-08
8273,22	0,000228	19-nov-08	4377,3	2,4489	31-oct-08	5407,97	1,3035	30/10/2008	3402,57	1,277	29/10/2008	8695,79	0,7823	06-nov-08

7703,04	0,000225	20-nov-08	4443,3	2,3344	03-nov-08	5503,57	1,2757	31/10/2008	3407,82	1,3035	30/10/2008	8643,81	0,7822	07-nov-08
7910,79	0,000216	21-nov-08	4639,5	2,304	04-nov-08	5725,66	1,2822	03/11/2008	3487,07	1,2757	31/10/2008	8870,54	0,78	10-nov-08
8323,93	0,000221	25-nov-08	4530,7	2,3072	05-nov-08	6092,58	1,282	04/11/2008	3527,97	1,2822	03/11/2008	8693,96	0,7971	11-nov-08
8213,22	0,000234	26-nov-08	4272,4	2,3453	06-nov-08	5905,96	1,287	05/11/2008	3691,09	1,282	04/11/2008	8282,66	0,7987	12-nov-08
8373,39	0,000229	27-nov-08	4365	2,3434	07-nov-08	5561,65	1,277	06/11/2008	3618,11	1,287	05/11/2008	8835,25	0,7956	13-nov-08
8512,27	0,000227	28-nov-08	4403,9	2,2808	10-nov-08	5639,68	1,2756	07/11/2008	3387,25	1,277	06/11/2008	8497,31	0,7886	14-nov-08
8397,22	0,000235	01 Dec 08	4246,7	2,3602	11-nov-08	5735,56	1,2891	10/11/2008	3469,12	1,2756	07/11/2008	8273,58	0,791	17-nov-08
7863,69	0,000239	02 Dec 08	4182	2,3357	12-nov-08	5498,42	1,2747	11/11/2008	3505,75	1,2891	10/11/2008	8424,75	0,7906	18-nov-08
8004,1	0,000240	03 Dec 08	4169,2	2,309	13-nov-08	5345,22	1,253	12/11/2008	3336,41	1,2747	11/11/2008	7997,28	0,7902	19-nov-08
7924,24	0,000236	04 Dec 08	4233	2,2514	14-nov-08	5334,4	1,2525	13/11/2008	3233,96	1,253	12/11/2008	7552,29	0,7985	20-nov-08
7917,51	0,000242	05 Dec 08	4132,2	2,3067	17-nov-08	5372,73	1,2675	14/11/2008	3369,46	1,2525	13/11/2008	8046,42	0,7996	21-nov-08
8329,05	0,000238	08 Dec 08	4208,6	2,297	18-nov-08	5253,02	1,266	17/11/2008	3291,47	1,2675	14/11/2008	8443,39	0,7795	24-nov-08
8395,87	0,000250	09 Dec 08	4005,7	2,3167	19-nov-08	5182,92	1,2653	18/11/2008	3182,03	1,266	17/11/2008	8479,47	0,7698	25-nov-08
8660,24	0,000258	10 Dec 08	3875	2,3956	20-nov-08	4926,61	1,2634	19/11/2008	3217,4	1,2653	18/11/2008	8726,61	0,7757	26-nov-08
8720,55	0,000264	11 Dec 08	3781	2,3905	21-nov-08	4752,78	1,2542	20/11/2008	3087,89	1,2634	19/11/2008	8829,04	0,7882	28-nov-08
8235,87	0,000241	12 Dec 08	4153	2,3233	24-nov-08	4735,3	1,2602	21/11/2008	2980,42	1,2542	20/11/2008	8149,09	0,7938	01 Dec 08
8664,66	0,000240	15 Dec 08	4171,3	2,3683	25-nov-08	5122,91	1,2773	24/11/2008	2881,26	1,2602	21/11/2008	8419,09	0,7863	02 Dec 08
8568,02	0,000241	16 Dec 08	4152,7	2,3742	26-nov-08	5175,17	1,2811	25/11/2008	3172,11	1,2773	24/11/2008	8591,69	0,7878	03 Dec 08
8612,52	0,000237	17 Dec 08	4226,1	2,3371	27-nov-08	5174,75	1,2935	26/11/2008	3209,56	1,2811	25/11/2008	8376,24	0,7852	04 Dec 08
8667,23	0,000233	18 Dec 08	4288	2,3568	28-nov-08	5389,57	1,29	27/11/2008	3169,85	1,2935	26/11/2008	8635,42	0,7888	05 Dec 08
8588,52	0,000246	19 Dec 08	4065,5	2,3042	01 Dec 08	5355,59	1,2727	28/11/2008	3250,39	1,29	27/11/2008	8934,18	0,7735	08 Dec 08
8723,78	0,000243	22 Dec 08	4122,9	2,3259	02 Dec 08	5092,6	1,2608	01/12/2008	3262,68	1,2727	28/11/2008	8691,33	0,7754	09 Dec 08
8517,1	0,000240	24 Dec 08	4170	2,2891	03 Dec 08	5138,76	1,2697	02/12/2008	3080,43	1,2608	01/12/2008	8761,42	0,7698	10 Dec 08
8747,17	0,000240	29 Dec 08	4163,6	2,2624	04 Dec 08	5173,31	1,2623	03/12/2008	3152,9	1,2697	02/12/2008	8565,09	0,7557	11 Dec 08
8859,56	0,000247	30 Dec 08	4049,4	2,2911	05 Dec 08	5192,7	1,262	04/12/2008	3166,65	1,2623	03/12/2008	8629,68	0,7478	12 Dec 08
9043,12	0,000233	05-janv-09	4300,1	2,2449	08 Dec 08	4958,84	1,2665	05/12/2008	3161,16	1,262	04/12/2008	8564,53	0,7314	15 Dec 08
9080,84	0,000228	06-janv-09	4381,3	2,2539	09 Dec 08	5255,59	1,2854	08/12/2008	2988,01	1,2665	05/12/2008	8924,14	0,7267	16 Dec 08
9239,24	0,000229	07-janv-09	4367,3	2,2424	10 Dec 08	5317,07	1,2838	09/12/2008	3247,48	1,2854	08/12/2008	8824,34	0,6981	17 Dec 08
8876,42	0,000228	08-janv-09	4388,7	2,2198	11 Dec 08	5395,11	1,2925	10/12/2008	3297,8	1,2838	09/12/2008	8604,99	0,6907	18 Dec 08
8836,8	0,000234	09-janv-09	4280,4	2,2546	12 Dec 08	5303,49	1,3215	11/12/2008	3320,31	1,2925	10/12/2008	8579,11	0,7177	19 Dec 08
8413,91	0,000234	13-janv-09	4277,6	2,286	15 Dec 08	5240,18	1,334	12/12/2008	3306,13	1,3215	11/12/2008	8519,77	0,7182	22 Dec 08
8438,45	0,000232	14-janv-09	4309,1	2,2697	16 Dec 08	5267,13	1,351	15/12/2008	3213,6	1,334	12/12/2008	8419,49	0,7175	23 Dec 08
8023,31	0,000231	15-janv-09	4324,2	2,2132	17 Dec 08	5312,37	1,369	16/12/2008	3185,66	1,351	15/12/2008	8468,48	0,7149	24 Dec 08
8230,15	0,000231	16-janv-09	4330,7	2,1724	18 Dec 08	5313,6	1,4059	17/12/2008	3251,66	1,369	16/12/2008	8483,93	0,7026	29 Dec 08
8256,85	0,000233	19-janv-09	4286,9	2,1775	19 Dec 08	5364,22	1,4616	18/12/2008	3241,92	1,4059	17/12/2008	8668,39	0,707	30 Dec 08
8065,79	0,000235	20-janv-09	4249,2	2,1568	22 Dec 08	5295,17	1,394	19/12/2008	3234,15	1,4616	18/12/2008	8776,39	0,7194	31 Dec 08
7901,64	0,000235	21-janv-09	4256	2,1557	23 Dec 08	5295,16	1,397	22/12/2008	3225,9	1,394	19/12/2008	9034,69	0,7176	02-janv-09
8051,74	0,000237	22-janv-09	4216,6	2,1531	24 Dec 08	5337,4	1,3978	23/12/2008	3128,41	1,397	22/12/2008	8952,89	0,7334	05-janv-09
7745,25	0,000232	23-janv-09	4319,4	2,0984	29 Dec 08	5514,22	1,427	29/12/2008	3116,21	1,3978	23/12/2008	9015,1	0,7476	06-janv-09
7682,14	0,000228	26-janv-09	4392,7	2,0863	30 Dec 08	5601,13	1,4098	30/12/2008	3130,72	1,427	29/12/2008	8769,7	0,7327	07-janv-09
8061,07	0,000226	27-janv-09	4434,2	2,0605	31 Dec 08	5755,76	1,3866	02/01/2009	3217,13	1,4098	30/12/2008	8742,46	0,7289	08-janv-09
8106,29	0,000219	28-janv-09	4561,8	2,0541	02-janv-09	5845,73	1,3582	05/01/2009	3217,97	1,3917	31/12/2008	8599,18	0,7402	09-janv-09
8251,24	0,000218	29-janv-09	4579,6	2,0351	05-janv-09	5861,07	1,3332	06/01/2009	3349,69	1,3866	02/01/2009	8473,97	0,7488	12-janv-09

7825,51	0,000216	03 Feb 09	4638,9	2,0557	06-janv-09	5780,34	1,3595	07/01/2009	3359,92	1,3582	05/01/2009	8448,56	0,759	13-janv-09
8138,94	0,000222	04 Feb 09	4507,5	2,1178	07-janv-09	5590,93	1,3617	08/01/2009	3396,22	1,3332	06/01/2009	8200,14	0,7596	14-janv-09
7949,65	0,000222	05 Feb 09	4505,4	2,1401	08-janv-09	5544,71	1,3684	09/01/2009	3346,09	1,3595	07/01/2009	8212,49	0,7655	15-janv-09
8076,62	0,000225	06 Feb 09	4448,5	2,161	09-janv-09	5426,08	1,3394	12/01/2009	3324,33	1,3617	08/01/2009	8281,22	0,7547	16-janv-09
7969,03	0,000226	09 Feb 09	4426,2	2,1678	12-janv-09	5350,85	1,3262	13/01/2009	3299,5	1,3684	09/01/2009	7949,09	0,7745	20-janv-09
7945,94	0,000227	10 Feb 09	4399,2	2,1864	13-janv-09	5123,36	1,3173	14/01/2009	3246,12	1,3394	12/01/2009	8228,1	0,7769	21-janv-09
7705,36	0,000239	12 Feb 09	4180,6	2,2031	14-janv-09	5068,38	1,3085	15/01/2009	3197,89	1,3262	13/01/2009	8122,8	0,7716	22-janv-09
7779,4	0,000243	13 Feb 09	4121,1	2,2189	15-janv-09	5079,16	1,327	16/01/2009	3052	1,3173	14/01/2009	8077,56	0,7819	23-janv-09
7750,17	0,000241	16 Feb 09	4147,1	2,2071	16-janv-09	4999,88	1,3182	19/01/2009	2995,88	1,3085	15/01/2009	8116,03	0,7614	26-janv-09
7645,51	0,000243	17 Feb 09	4108,5	2,1709	19-janv-09	4913	1,293	20/01/2009	3016,75	1,327	16/01/2009	8174,73	0,7592	27-janv-09
7534,44	0,000244	18 Feb 09	4091,4	2,1267	20-janv-09	4935,45	1,291	21/01/2009	2989,69	1,3182	19/01/2009	8375,45	0,7563	28-janv-09
7557,65	0,000246	19 Feb 09	4059,9	2,118	21-janv-09	4880,13	1,2984	22/01/2009	2925,28	1,293	20/01/2009	8149,01	0,7645	29-janv-09
7416,38	0,000247	20 Feb 09	4052,2	2,1037	22-janv-09	4764,2	1,2795	23/01/2009	2905,57	1,291	21/01/2009	8078,36	0,7711	03 Feb 09
7376,16	0,000247	23 Feb 09	4052,47	2,1002	23-janv-09	4927,47	1,299	26/01/2009	2869,62	1,2984	22/01/2009	7956,66	0,7762	04 Feb 09
7268,56	0,000238	24 Feb 09	4209,01	2,1115	26-janv-09	4899,32	1,3174	27/01/2009	2849,14	1,2795	23/01/2009	8063,07	0,7789	05 Feb 09
7461,22	0,000238	25 Feb 09	4194,41	2,1432	27-janv-09	5175,2	1,326	28/01/2009	2955,37	1,299	26/01/2009	8280,59	0,7781	06 Feb 09
7457,93	0,000233	26 Feb 09	4295,2	2,1429	28-janv-09	5065,76	1,3111	29/01/2009	2954,53	1,3174	27/01/2009	8270,87	0,7652	09 Feb 09
7568,42	0,000239	27 Feb 09	4190,11	2,1741	29-janv-09	5098,09	1,2816	30/01/2009	3076,01	1,326	28/01/2009	7888,88	0,7671	10 Feb 09
7280,15	0,000241	02-mars-09	4149,64	2,2674	30-janv-09	5046,25	1,276	02/02/2009	3009,75	1,3111	29/01/2009	7939,53	0,7751	11 Feb 09
7229,72	0,000245	03-mars-09	4077,78	2,2433	02 Feb 09	5101,02	1,2849	03/02/2009	2973,92	1,2816	30/01/2009	7932,76	0,7828	12 Feb 09
7290,96	0,000240	04-mars-09	4164,46	2,2294	03 Feb 09	5215,18	1,2818	04/02/2009	2930,05	1,276	02/02/2009	7850,41	0,7745	13 Feb 09
7433,49	0,000236	05-mars-09	4228,6	2,2314	04 Feb 09	5245,97	1,2829	05/02/2009	2982,39	1,2849	03/02/2009	7552,6	0,7952	17 Feb 09
7173,1	0,000236	06-mars-09	4228,93	2,2477	05 Feb 09	5395,92	1,2796	06/02/2009	3068,99	1,2818	04/02/2009	7555,63	0,7981	18 Feb 09
7086,03	0,000233	09-mars-09	4291,87	2,2016	06 Feb 09	5473,31	1,3008	09/02/2009	3066,29	1,2829	05/02/2009	7465,95	0,788	19 Feb 09
7054,98	0,000232	10-mars-09	4307,61	2,1814	09 Feb 09	5267,76	1,2967	10/02/2009	3122,79	1,2796	06/02/2009	7365,67	0,7928	20 Feb 09
7376,12	0,000237	11-mars-09	4213,08	2,1919	10 Feb 09	5142,02	1,2938	11/02/2009	3134,87	1,3008	09/02/2009	7114,78	0,7854	23 Feb 09
7198,25	0,000236	12-mars-09	4234,26	2,2016	11 Feb 09	5180,62	1,2833	12/02/2009	3020,75	1,2967	10/02/2009	7350,94	0,7841	24 Feb 09
7569,28	0,000238	13-mars-09	4202,24	2,1984	12 Feb 09	5252,54	1,2823	13/02/2009	3027,72	1,2938	11/02/2009	7270,89	0,7877	25 Feb 09
7704,15	0,000239	16-mars-09	4189,59	2,1774	13 Feb 09	5228,45	1,2765	16/02/2009	2964,34	1,2833	12/02/2009	7182,08	0,7843	26 Feb 09
7949,13	0,000242	17-mars-09	4134,75	2,1933	16 Feb 09	5008,1	1,2634	17/02/2009	2997,86	1,2823	13/02/2009	7062,93	0,7874	27 Feb 09
7972,17	0,000248	18-mars-09	4034,13	2,2319	17 Feb 09	4951,97	1,2596	18/02/2009	2962,22	1,2765	16/02/2009	6763,29	0,7943	02-mars-09
7945,96	0,000250	19-mars-09	4006,83	2,2322	18 Feb 09	4960,29	1,2705	19/02/2009	2875,23	1,2634	17/02/2009	6726,02	0,7959	03-mars-09
8215,53	0,000249	23-mars-09	4018,37	2,2145	19 Feb 09	4747,71	1,2591	20/02/2009	2874,07	1,2596	18/02/2009	6875,84	0,7962	04-mars-09
8488,3	0,000257	24-mars-09	3889,06	2,2352	20 Feb 09	4657,86	1,2798	23/02/2009	2872,6	1,2705	19/02/2009	6594,44	0,7969	05-mars-09
8479,99	0,000260	25-mars-09	3850,73	2,2615	23 Feb 09	4595,06	1,2763	24/02/2009	2750,55	1,2591	20/02/2009	6626,94	0,7898	06-mars-09
8636,33	0,000262	26-mars-09	3816,44	2,2406	24 Feb 09	4546,85	1,2795	25/02/2009	2727,87	1,2798	23/02/2009	6547,05	0,7915	09-mars-09
8626,97	0,000260	27-mars-09	3848,98	2,2035	25 Feb 09	4673,56	1,2782	26/02/2009	2708,05	1,2763	24/02/2009	6926,49	0,7842	10-mars-09
8235,08	0,000255	30-mars-09	3915,64	2,1992	26 Feb 09	4607,6	1,2644	27/02/2009	2696,92	1,2795	25/02/2009	6930,4	0,7828	11-mars-09
8109,53	0,000261	31-mars-09	3830,09	2,2315	27 Feb 09	4440,94	1,2596	02/03/2009	2744,84	1,2782	26/02/2009	7170,06	0,7814	12-mars-09
8351,91	0,000276	01 Apr 09	3625,83	2,2158	02-mars-09	4357,95	1,2615	03/03/2009	2702,48	1,2644	27/02/2009	7223,98	0,7757	13-mars-09
8719,78	0,000285	02 Apr 09	3512,09	2,1997	03-mars-09	4557,12	1,2555	04/03/2009	2581,46	1,2596	02/03/2009	7216,97	0,7694	16-mars-09
8749,84	0,000274	03 Apr 09	3645,87	2,1922	04-mars-09	4309,32	1,2555	05/03/2009	2554,55	1,2615	03/03/2009	7395,7	0,7709	17-mars-09
8857,93	0,000283	06 Apr 09	3529,86	2,1995	05-mars-09	4210,92	1,2658	06/03/2009	2675,68	1,2555	04/03/2009	7486,58	0,7628	18-mars-09

8832,85	0,000283	07 Apr 09	3530,73	2,2142	06-mars-09	4163,42	1,2565	09/03/2009	2569,63	1,2555	05/03/2009	7400,8	0,7283	19-mars-09
8595,01	0,000282	08 Apr 09	3542,4	2,1797	09-mars-09	4395,88	1,2783	10/03/2009	2534,45	1,2658	06/03/2009	7278,38	0,7371	20-mars-09
8916,06	0,000269	09 Apr 09	3715,23	2,1386	10-mars-09	4369,01	1,2786	11/03/2009	2519,29	1,2565	09/03/2009	7775,86	0,737	23-mars-09
8842,68	0,000271	14 Apr 09	3693,81	2,1204	11-mars-09	4409,04	1,2782	12/03/2009	2663,68	1,2783	10/03/2009	7659,97	0,7394	24-mars-09
8742,96	0,000269	15 Apr 09	3712,06	2,1333	12-mars-09	4462,42	1,2905	13/03/2009	2674,2	1,2786	11/03/2009	7749,81	0,7387	25-mars-09
8755,26	0,000266	16 Apr 09	3753,68	2,1249	13-mars-09	4550,46	1,3042	16/03/2009	2694,25	1,2782	12/03/2009	7924,56	0,7375	26-mars-09
8907,58	0,000259	17 Apr 09	3863,99	2,131	16-mars-09	4479,74	1,2942	17/03/2009	2705,63	1,2905	13/03/2009	7776,18	0,7516	27-mars-09
8924,75	0,000259	20 Apr 09	3857,1	2,1267	17-mars-09	4410,84	1,313	18/03/2009	2791,66	1,3042	16/03/2009	7522,02	0,7596	30-mars-09
8711,33	0,000263	21 Apr 09	3804,99	2,1204	18-mars-09	4408,23	1,3671	19/03/2009	2767,28	1,2942	17/03/2009	7608,92	0,7532	31-mars-09
8727,3	0,000262	22 Apr 09	3816,93	2,1057	19-mars-09	4407,41	1,3549	20/03/2009	2760,34	1,313	18/03/2009	7761,6	0,7559	01 Apr 09
8847,01	0,000260	23 Apr 09	3842,85	2,0945	20-mars-09	4479,91	1,3558	23/03/2009	2776,99	1,3671	19/03/2009	7978,08	0,7438	02 Apr 09
8707,99	0,000253	24 Apr 09	3952,81	2,0728	23-mars-09	4462,04	1,3507	24/03/2009	2791,14	1,3549	20/03/2009	8017,59	0,7449	03 Apr 09
8726,34	0,000256	27 Apr 09	3911,46	2,0992	24-mars-09	4537,61	1,3494	25/03/2009	2869,57	1,3558	23/03/2009	7975,85	0,7459	06 Apr 09
8493,77	0,000256	28 Apr 09	3900,25	2,0812	25-mars-09	4533,37	1,3607	26/03/2009	2874,39	1,3507	24/03/2009	7789,56	0,7535	07 Apr 09
8828,26	0,000255	30 Apr 09	3925,2	2,0644	26-mars-09	4506,02	1,3295	27/03/2009	2893,61	1,3494	25/03/2009	7837,11	0,7559	08 Apr 09
8977,37	0,000256	01 May 09	3898,85	2,0621	27-mars-09	4320,35	1,3193	30/03/2009	2892,07	1,3607	26/03/2009	8083,38	0,7572	09 Apr 09
9385,7	0,000266	07 May 09	3762,91	2,0851	30-mars-09	4426,37	1,3308	31/03/2009	2840,62	1,3295	27/03/2009	7920,18	0,7544	14 Apr 09
9432,83	0,000255	08 May 09	3926,14	2,0623	31-mars-09	4531,72	1,3246	01/04/2009	2719,34	1,3193	30/03/2009	8029,62	0,7588	15 Apr 09
9451,98	0,000253	11 May 09	3955,61	2,072	01 Apr 09	4800,26	1,3392	02/04/2009	2807,34	1,3308	31/03/2009	8125,43	0,7581	16 Apr 09
9298,61	0,000242	12 May 09	4124,97	2,0564	02 Apr 09	4871,98	1,3425	03/04/2009	2839,61	1,3246	01/04/2009	8131,33	0,7666	17 Apr 09
9340,49	0,000248	13 May 09	4029,67	2,0879	03 Apr 09	4883,32	1,3496	06/04/2009	2992,06	1,3392	02/04/2009	7841,73	0,7739	20 Apr 09
9093,73	0,000250	14 May 09	3993,54	2,0826	06 Apr 09	4745,09	1,3255	07/04/2009	2958,74	1,3425	03/04/2009	7969,56	0,772	21 Apr 09
9265,02	0,000254	15 May 09	3930,52	2,0667	07 Apr 09	4797,26	1,3231	08/04/2009	2929,75	1,3496	06/04/2009	7886,57	0,7683	22 Apr 09
9038,69	0,000255	18 May 09	3925,52	2,0653	08 Apr 09	5008,65	1,3273	09/04/2009	2902,31	1,3255	07/04/2009	7957,06	0,7664	23 Apr 09
9290,29	0,000251	19 May 09	3983,71	2,0431	09 Apr 09	5129,33	1,3276	14/04/2009	2921,06	1,3231	08/04/2009	8076,29	0,7547	24 Apr 09
9344,64	0,000251	20 May 09	3988,99	2,0469	14 Apr 09	5150,99	1,3173	15/04/2009	2974,18	1,3273	09/04/2009	8025	0,7617	27 Apr 09
9264,15	0,000252	21 May 09	3968,4	2,0775	15 Apr 09	5208,73	1,3196	16/04/2009	3000,22	1,3276	14/04/2009	8016,95	0,7646	28 Apr 09
9225,81	0,000247	22 May 09	4052,98	2,0708	16 Apr 09	5375,44	1,3058	17/04/2009	2985,74	1,3173	15/04/2009	8185,73	0,7537	29 Apr 09
9310,81	0,000244	26 May 09	4092,8	2,0565	17 Apr 09	5066,55	1,2966	20/04/2009	3038,18	1,3196	16/04/2009	8168,12	0,7547	30 Apr 09
9438,77	0,000251	27 May 09	3990,86	2,0643	20 Apr 09	5103,16	1,2932	21/04/2009	3091,96	1,3058	17/04/2009	8152,59	0,7547	01 May 09
9451,39	0,000251	28 May 09	3987,46	2,0752	21 Apr 09	5220,18	1,2947	22/04/2009	2969,4	1,2966	20/04/2009	8410,65	0,7492	05 May 09
9522,5	0,000248	29 May 09	4030,66	2,0517	22 Apr 09	5261,05	1,305	23/04/2009	2973,94	1,2932	21/04/2009	8512,28	0,7519	06 May 09
9677,75	0,000249	01-juin-09	4018,23	2,0512	23 Apr 09	5453,54	1,3232	24/04/2009	3025,24	1,2947	22/04/2009	8409,85	0,7456	07 May 09
9704,31	0,000241	02-juin-09	4155,99	2,0403	24 Apr 09	5423,85	1,3125	27/04/2009	3008,62	1,305	23/04/2009	8574,65	0,7416	08 May 09
9741,67	0,000240	03-juin-09	4167,01	2,0476	27 Apr 09	5303,12	1,2992	28/04/2009	3102,85	1,3232	24/04/2009	8418,77	0,7341	11 May 09
9668,96	0,000244	04-juin-09	4096,4	2,0802	28 Apr 09	5439,78	1,3266	29/04/2009	3102,43	1,3125	27/04/2009	8469,11	0,7328	12 May 09
9768,01	0,000239	05-juin-09	4189,59	2,0413	29 Apr 09	5565,28	1,3275	30/04/2009	3051,02	1,2992	28/04/2009	8284,89	0,7351	13 May 09
9865,63	0,000236	08-juin-09	4243,71	2,0171	30 Apr 09	5767,45	1,3223	04/05/2009	3116,94	1,3266	29/04/2009	8331,32	0,736	14 May 09
9786,82	0,000236	09-juin-09	4243,22	2,0433	01 May 09	5794,08	1,3403	05/05/2009	3159,85	1,3275	30/04/2009	8268,64	0,7355	15 May 09
9991,49	0,000231	10-juin-09	4336,94	2,0325	05 May 09	5908,31	1,3322	06/05/2009	3237,97	1,3223	04/05/2009	8504,08	0,7412	18 May 09
9981,33	0,000227	11-juin-09	4396,49	2,023	06 May 09	5835,95	1,3363	07/05/2009	3225	1,3403	05/05/2009	8474,85	0,7346	19 May 09
10135,82	0,000227	12-juin-09	4398,68	1,9851	07 May 09	5908,06	1,3425	08/05/2009	3283,51	1,3322	06/05/2009	8422,04	0,7255	20 May 09
10039,67	0,000224	15-juin-09	4462,09	1,9845	08 May 09	5684,85	1,3574	11/05/2009	3251,52	1,3363	07/05/2009	8292,13	0,7263	21 May 09

9752,88	0,000225	16-juin-09	4435,5	1,977	11 May 09	5611,36	1,3683	12/05/2009	3312,59	1,3425	08/05/2009	8277,32	0,7148	22 May 09
9840,85	0,000226	17-juin-09	4425,54	1,9961	12 May 09	5391,08	1,3623	13/05/2009	3248,67	1,3574	11/05/2009	8473,49	0,715	26 May 09
9703,72	0,000231	18-juin-09	4331,37	1,9964	13 May 09	5488,62	1,3563	14/05/2009	3231,1	1,3683	12/05/2009	8300,02	0,7179	27 May 09
9786,26	0,000229	19-juin-09	4362,58	2,005	14 May 09	5598,34	1,3518	15/05/2009	3152,9	1,3623	13/05/2009	8403,8	0,7173	28 May 09
9826,27	0,000230	22-juin-09	4348,11	2,0176	15 May 09	5767,17	1,3494	18/05/2009	3156,29	1,3563	14/05/2009	8500,33	0,7065	29 May 09
9549,61	0,000225	23-juin-09	4446,45	2,0171	18 May 09	5856,85	1,3612	19/05/2009	3169,05	1,3518	15/05/2009	8721,44	0,7063	01-juin-09
9590,32	0,000223	24-juin-09	4482,25	2,0019	19 May 09	5986,48	1,369	20/05/2009	3245,39	1,3494	18/05/2009	8740,87	0,6993	02-juin-09
9796,08	0,000224	25-juin-09	4468,41	2,01	20 May 09	5841,19	1,3771	21/05/2009	3274,96	1,3612	19/05/2009	8675,24	0,7049	03-juin-09
9877,39	0,000230	26-juin-09	4345,47	2,0406	21 May 09	5812,94	1,3972	22/05/2009	3303,37	1,369	20/05/2009	8750,24	0,7049	04-juin-09
9783,47	0,000229	29-juin-09	4365,29	2,0242	22 May 09	5785,11	1,401	25/05/2009	3217,41	1,3771	21/05/2009	8763,13	0,714	05-juin-09
9958,44	0,000227	30-juin-09	4411,72	2,0411	26 May 09	5750,72	1,3908	26/05/2009	3227,97	1,3972	22/05/2009	8764,49	0,7215	08-juin-09
9939,93	0,000226	01-juil-09	4416,23	2,0358	27 May 09	5875,16	1,3901	27/05/2009	3236,16	1,401	25/05/2009	8763,06	0,7141	09-juin-09
9876,15	0,000228	02-juil-09	4387,54	2,0376	28 May 09	5767,29	1,3856	28/05/2009	3270,09	1,3908	26/05/2009	8739,02	0,7139	10-juin-09
9816,07	0,000226	03-juil-09	4417,94	2,0146	29 May 09	5745,38	1,4098	29/05/2009	3294,86	1,3901	27/05/2009	8770,92	0,7106	11-juin-09
9680,87	0,000222	06-juil-09	4506,19	2,0309	01-juin-09	5969,75	1,422	01/06/2009	3263,7	1,3856	28/05/2009	8799,26	0,7144	12-juin-09
9647,79	0,000223	07-juil-09	4477,02	2,0194	02-juin-09	6052,17	1,4238	02/06/2009	3277,65	1,4098	29/05/2009	8612,13	0,7228	15-juin-09
9420,75	0,000230	08-juil-09	4338,42	2,021	03-juin-09	5936,64	1,4207	03/06/2009	3379,49	1,422	01/06/2009	8504,67	0,72	16-juin-09
9291,06	0,000228	09-juil-09	4386,94	2,024	04-juin-09	5897,14	1,4095	04/06/2009	3378,04	1,4238	02/06/2009	8497,18	0,7212	17-juin-09
9287,28	0,000225	10-juil-09	4438,56	2	05-juin-09	5922,01	1,4177	05/06/2009	3309,65	1,4207	03/06/2009	8555,6	0,7162	18-juin-09
9050,33	0,000227	13-juil-09	4405,22	2,0358	08-juin-09	5819,18	1,3866	08/06/2009	3312,03	1,4095	04/06/2009	8539,73	0,7181	19-juin-09
9261,81	0,000227	14-juil-09	4404,79	2,0396	09-juin-09	5788,59	1,3959	09/06/2009	3339,05	1,4177	05/06/2009	8339,01	0,7205	22-juin-09
9269,25	0,000225	15-juil-09	4436,75	2,0339	10-juin-09	5887,02	1,4102	10/06/2009	3289,66	1,3866	08/06/2009	8322,91	0,7138	23-juin-09
9344,16	0,000224	16-juil-09	4461,87	2,0228	11-juin-09	5962,48	1,3969	11/06/2009	3296,73	1,3959	09/06/2009	8299,86	0,7127	24-juin-09
9395,32	0,000225	17-juil-09	4441,95	2,0275	12-juin-09	5957,17	1,4004	12/06/2009	3315,27	1,4102	10/06/2009	8472,4	0,7192	25-juin-09
9652,02	0,000231	21-juil-09	4326,01	2,0535	15-juin-09	5797,06	1,385	15/06/2009	3334,94	1,3969	11/06/2009	8438,39	0,7108	26-juin-09
9723,16	0,000231	22-juil-09	4328,57	2,0537	16-juin-09	5758,16	1,389	16/06/2009	3326,14	1,4004	12/06/2009	8529,38	0,7113	29-juin-09
9792,94	0,000234	23-juil-09	4278,46	2,0673	17-juin-09	5600,75	1,384	17/06/2009	3219,58	1,385	15/06/2009	8447	0,7129	30-juin-09
9944,55	0,000234	24-juil-09	4280,86	2,0389	18-juin-09	5628,72	1,392	18/06/2009	3213,95	1,389	16/06/2009	8504,06	0,7078	01-juil-09
10088,66	0,000230	27-juil-09	4345,93	2,0378	19-juin-09	5683,72	1,3932	19/06/2009	3161,14	1,384	17/06/2009	8280,74	0,7134	02-juil-09
10087,26	0,000236	28-juil-09	4234,05	2,0689	22-juin-09	5485,2	1,3858	22/06/2009	3194,06	1,392	18/06/2009	8324,87	0,7183	06-juil-09
10113,24	0,000236	29-juil-09	4230,02	2,0708	23-juin-09	5485,66	1,3978	23/06/2009	3221,27	1,3932	19/06/2009	8163,6	0,7143	07-juil-09
10165,21	0,000235	30-juil-09	4249,98	2,0499	24-juin-09	5672,35	1,4029	24/06/2009	3123,25	1,3858	22/06/2009	8178,41	0,7196	08-juil-09
10356,83	0,000235	31-juil-09	4252,57	2,047	25-juin-09	5621,91	1,394	25/06/2009	3116,82	1,3978	23/06/2009	8183,17	0,7153	09-juil-09
10352,47	0,000236	03 Aug 09	4241,01	2,0467	26-juin-09	5675,82	1,4096	26/06/2009	3184,76	1,4029	24/06/2009	8146,52	0,7173	10-juil-09
10375,01	0,000233	04 Aug 09	4294,03	2,0574	29-juin-09	5783,52	1,4058	29/06/2009	3163,1	1,394	25/06/2009	8331,68	0,7169	13-juil-09
10252,53	0,000235	05 Aug 09	4249,21	2,0361	30-juin-09	5754,01	1,4134	30/06/2009	3129,73	1,4096	26/06/2009	8359,49	0,7172	14-juil-09
10388,09	0,000230	06 Aug 09	4340,71	2,0395	01-juil-09	5878,27	1,4096	01/07/2009	3193,68	1,4058	29/06/2009	8616,21	0,71	15-juil-09
10412,09	0,000236	07 Aug 09	4234,27	2,0582	02-juil-09	5762,11	1,4049	02/07/2009	3140,44	1,4134	30/06/2009	8711,82	0,7086	16-juil-09
10524,26	0,000236	10 Aug 09	4236,28	2,044	03-juil-09	5701,98	1,4009	03/07/2009	3217	1,4096	01/07/2009	8743,94	0,7087	17-juil-09
10585,46	0,000238	11 Aug 09	4194,91	2,0464	06-juil-09	5609,43	1,3897	06/07/2009	3116,41	1,4049	02/07/2009	8848,15	0,7036	20-juil-09
10435	0,000239	12 Aug 09	4187	2,0246	07-juil-09	5559,88	1,4019	07/07/2009	3119,51	1,4009	03/07/2009	8915,94	0,7028	21-juil-09
10517,19	0,000242	13 Aug 09	4140,23	2,0484	08-juil-09	5492,49	1,3901	08/07/2009	3082,16	1,3897	06/07/2009	8881,26	0,7038	22-juil-09
10597,33	0,000240	14 Aug 09	4158,66	2,0761	09-juil-09	5550	1,399	09/07/2009	3048,57	1,4019	07/07/2009	9069,29	0,7019	23-juil-09

10268,61	0,000242	17 Aug 09	4127,17	2,0849	10-juil-09	5464,06	1,3901	10/07/2009	3009,71	1,3901	08/07/2009	9093,24	0,7042	24-juil-09
10284,96	0,000238	18 Aug 09	4202,13	2,0723	13-juil-09	5577,32	1,3975	13/07/2009	3025,94	1,399	09/07/2009	9108,51	0,7031	27-juil-09
10204	0,000236	19 Aug 09	4237,68	2,0671	14-juil-09	5649,98	1,3991	14/07/2009	2983,1	1,3901	10/07/2009	9096,72	0,7053	28-juil-09
10383,41	0,000230	20 Aug 09	4346,46	2,048	15-juil-09	5833,38	1,4089	15/07/2009	3052,08	1,3975	13/07/2009	9070,72	0,7111	29-juil-09
10238,2	0,000229	21 Aug 09	4361,84	2,0471	16-juil-09	5872,91	1,413	16/07/2009	3081,87	1,3991	14/07/2009	9154,46	0,7111	30-juil-09
10581,05	0,000228	24 Aug 09	4388,75	2,0378	17-juil-09	5902,8	1,409	17/07/2009	3171,27	1,4089	15/07/2009	9171,61	0,7054	31-juil-09
10497,36	0,000225	25 Aug 09	4443,62	2,0296	20-juil-09	5997,66	1,4217	20/07/2009	3199,68	1,413	16/07/2009	9286,56	0,6936	03 Aug 09
10639,71	0,000223	26 Aug 09	4481,17	2,0191	21-juil-09	6090,39	1,4223	21/07/2009	3218,46	1,409	17/07/2009	9320,19	0,6946	04 Aug 09
10473,97	0,000223	27 Aug 09	4493,73	2,0153	22-juil-09	6040,86	1,4191	22/07/2009	3270,94	1,4217	20/07/2009	9280,04	0,6951	05 Aug 09
10534,14	0,000219	28 Aug 09	4559,8	2,0163	23-juil-09	6116,28	1,4229	23/07/2009	3302,89	1,4223	21/07/2009	9256,26	0,6961	06 Aug 09
10530,06	0,000219	01-sept-09	4576,61	2,0146	24-juil-09	6097,2	1,4227	24/07/2009	3305,07	1,4191	22/07/2009	9370,07	0,7038	07 Aug 09
10280,46	0,000218	02-sept-09	4586,13	2,0106	27-juil-09	6099,02	1,4269	27/07/2009	3373,72	1,4229	23/07/2009	9337,95	0,7061	10 Aug 09
10214,64	0,000221	03-sept-09	4528,84	1,9873	28-juil-09	5989,74	1,4229	28/07/2009	3366,45	1,4227	24/07/2009	9241,45	0,7071	11 Aug 09
10187,11	0,000220	04-sept-09	4547,53	2,0046	29-juil-09	6054,15	1,4104	29/07/2009	3372,36	1,4269	27/07/2009	9361,61	0,7036	12 Aug 09
10320,94	0,000216	07-sept-09	4631,61	1,9928	30-juil-09	6177,94	1,4053	30/07/2009	3330,97	1,4229	28/07/2009	9398,19	0,6996	13 Aug 09
10393,23	0,000217	08-sept-09	4608,36	1,9943	31-juil-09	6204,36	1,4138	31/07/2009	3365,62	1,4104	29/07/2009	9321,4	0,7024	14 Aug 09
10312,14	0,000214	09-sept-09	4682,46	2,0081	03 Aug 09	6361,43	1,4303	03/08/2009	3435,49	1,4053	30/07/2009	9135,34	0,7106	17 Aug 09
10513,67	0,000214	10-sept-09	4671,37	2,0078	04 Aug 09	6342,71	1,4384	04/08/2009	3426,27	1,4138	31/07/2009	9217,94	0,7089	18 Aug 09
10444,33	0,000215	11-sept-09	4647,13	2,0229	05 Aug 09	6394,06	1,441	05/08/2009	3477,8	1,4303	03/08/2009	9279,16	0,7034	19 Aug 09
10202,06	0,000213	14-sept-09	4690,53	1,9996	06 Aug 09	6415,88	1,437	06/08/2009	3476,37	1,4384	04/08/2009	9350,05	0,7024	20 Aug 09
10217,62	0,000211	15-sept-09	4731,56	1,9891	07 Aug 09	6467,25	1,4357	07/08/2009	3458,53	1,441	05/08/2009	9505,96	0,6993	21 Aug 09
10270,77	0,000212	16-sept-09	4722,2	1,973	10 Aug 09	6455,66	1,4202	10/08/2009	3477,83	1,437	06/08/2009	9509,28	0,6983	24 Aug 09
10443,8	0,000214	17-sept-09	4671,34	1,9869	11 Aug 09	6315,08	1,4166	11/08/2009	3521,14	1,4357	07/08/2009	9539,29	0,6979	25 Aug 09
10370,54	0,000212	18-sept-09	4716,76	1,9894	12 Aug 09	6380,86	1,417	12/08/2009	3504,54	1,4202	10/08/2009	9543,52	0,7026	26 Aug 09
10544,22	0,000210	24-sept-09	4755,46	1,967	13 Aug 09	6509,04	1,4293	13/08/2009	3456,18	1,4166	11/08/2009	9580,63	0,7029	27 Aug 09
10265,96	0,000212	25-sept-09	4713,97	1,9794	14 Aug 09	6529,82	1,4294	14/08/2009	3507,24	1,417	12/08/2009	9544,2	0,6957	28 Aug 09
10009,52	0,000215	28-sept-09	4645,01	1,9872	17 Aug 09	6374,06	1,4072	17/08/2009	3524,39	1,4293	13/08/2009	9310,6	0,6991	01-sept-09
10100,2	0,000213	29-sept-09	4685,78	2,007	18 Aug 09	6435,18	1,4101	18/08/2009	3495,27	1,4294	14/08/2009	9280,67	0,7023	02-sept-09
10133,23	0,000213	30-sept-09	4689,67	1,9981	19 Aug 09	6398,81	1,4112	19/08/2009	3419,69	1,4072	17/08/2009	9344,61	0,7013	03-sept-09
9978,64	0,000210	01-oct-09	4756,58	1,9848	20 Aug 09	6576,94	1,4243	20/08/2009	3450,69	1,4101	18/08/2009	9441,27	0,7025	04-sept-09
9731,87	0,000206	02-oct-09	4850,89	1,9708	21 Aug 09	6705,99	1,433	21/08/2009	3450,34	1,4112	19/08/2009	9497,34	0,689	08-sept-09
9674,49	0,000204	05-oct-09	4896,23	1,9528	24 Aug 09	6819,75	1,4323	24/08/2009	3505,32	1,4243	20/08/2009	9547,22	0,6858	09-sept-09
9691,8	0,000203	06-oct-09	4916,8	1,9518	25 Aug 09	6879,78	1,4324	25/08/2009	3615,81	1,433	21/08/2009	9627,48	0,6866	10-sept-09
9799,6	0,000204	07-oct-09	4890,58	1,955	26 Aug 09	6807,22	1,427	26/08/2009	3652,17	1,4323	24/08/2009	9605,41	0,6843	11-sept-09
9832,47	0,000205	08-oct-09	4869,35	1,9472	27 Aug 09	6727,24	1,4268	27/08/2009	3680,61	1,4324	25/08/2009	9626,8	0,6835	14-sept-09
10016,39	0,000204	09-oct-09	4908,9	1,9305	28 Aug 09	6850,23	1,4364	28/08/2009	3668,34	1,427	26/08/2009	9683,41	0,685	15-sept-09
10076,56	0,000207	13-oct-09	4819,7	1,9373	01-sept-09	6722,83	1,4272	31/08/2009	3648,53	1,4268	27/08/2009	9791,71	0,6809	16-sept-09
10060,21	0,000208	14-oct-09	4817,55	1,9512	02-sept-09	6601,03	1,4314	01/09/2009	3693,14	1,4364	28/08/2009	9783,92	0,6782	17-sept-09
10238,65	0,000208	15-oct-09	4796,75	1,9515	03-sept-09	6522,93	1,422	02/09/2009	3653,54	1,4272	31/08/2009	9820,2	0,6793	18-sept-09
10257,56	0,000206	16-oct-09	4851,7	1,9333	04-sept-09	6650,34	1,4335	03/09/2009	3583,44	1,4314	01/09/2009	9778,86	0,6823	21-sept-09
10236,51	0,000203	19-oct-09	4933,18	1,9127	07-sept-09	6769,72	1,4262	04/09/2009	3573,13	1,422	02/09/2009	9829,87	0,676	22-sept-09
10336,84	0,000202	20-oct-09	4947,34	1,9134	08-sept-09	6931,41	1,433	07/09/2009	3553,51	1,4335	03/09/2009	9748,55	0,6766	23-sept-09
10333,39	0,000200	21-oct-09	5004,3	1,9139	09-sept-09	7002,36	1,4473	08/09/2009	3598,76	1,4262	04/09/2009	9707,44	0,6799	24-sept-09

10267,17	0,000200	22-oct-09	4987,68	1,9397	10-sept-09	7058,22	1,4522	09/09/2009	3652,83	1,433	07/09/2009	9665,19	0,6807	25-sept-09
10282,99	0,000200	23-oct-09	5011,47	1,9288	11-sept-09	7145,67	1,4545	10/09/2009	3660,96	1,4473	08/09/2009	9789,36	0,6835	28-sept-09
10362,62	0,000199	26-oct-09	5018,85	1,9303	14-sept-09	7191,8	1,4594	11/09/2009	3707,69	1,4522	09/09/2009	9742,2	0,6875	29-sept-09
10212,46	0,000198	27-oct-09	5042,13	1,9124	15-sept-09	7130,15	1,4561	14/09/2009	3705,87	1,4545	10/09/2009	9712,28	0,6741	30-sept-09
10075,05	0,000195	28-oct-09	5124,13	1,8966	16-sept-09	7205,99	1,4611	15/09/2009	3734,89	1,4594	11/09/2009	9509,28	0,6869	01-oct-09
9891,1	0,000194	29-oct-09	5163,95	1,8915	17-sept-09	7335,02	1,4671	16/09/2009	3730,61	1,4561	14/09/2009	9487,67	0,6847	02-oct-09
10034,74	0,000193	30-oct-09	5172,89	1,8784	18-sept-09	7433,71	1,4712	17/09/2009	3752,21	1,4611	15/09/2009	9509,28	0,6836	05-oct-09
9802,95	0,000195	02-nov-09	5134,36	1,8805	21-sept-09	7424,71	1,4705	18/09/2009	3813,79	1,4671	16/09/2009	9731,25	0,6781	06-oct-09
9844,31	0,000194	04-nov-09	5142,6	1,8729	22-sept-09	7274,5	1,4658	21/09/2009	3835,27	1,4712	17/09/2009	9725,58	0,6811	07-oct-09
9717,44	0,000195	05-nov-09	5139,37	1,881	23-sept-09	7377,49	1,478	22/09/2009	3827,84	1,4705	18/09/2009	9786,87	0,6774	08-oct-09
9789,35	0,000197	06-nov-09	5079,27	1,8493	24-sept-09	7360,75	1,4783	23/09/2009	3812,16	1,4658	21/09/2009	9864,94	0,6777	09-oct-09
9808,99	0,000197	09-nov-09	5082,2	1,8113	25-sept-09	7205,88	1,4768	24/09/2009	3823,52	1,478	22/09/2009	9885,8	0,6752	12-oct-09
9870,73	0,000194	10-nov-09	5165,7	1,8286	28-sept-09	7151,11	1,467	25/09/2009	3821,79	1,4783	23/09/2009	9871,06	0,6745	13-oct-09
9871,68	0,000194	11-nov-09	5159,72	1,8323	29-sept-09	7351,42	1,465	28/09/2009	3758,36	1,4768	24/09/2009	10015,86	0,6711	14-oct-09
9804,49	0,000195	12-nov-09	5133,9	1,8118	30-sept-09	7332,22	1,4549	29/09/2009	3739,14	1,467	25/09/2009	10062,94	0,6694	15-oct-09
9770,31	0,000198	13-nov-09	5047,81	1,8218	01-oct-09	7358,53	1,4643	30/09/2009	3825	1,465	28/09/2009	9995,91	0,6722	16-oct-09
9791,18	0,000200	16-nov-09	4988,7	1,8341	02-oct-09	7197,46	1,4539	01/10/2009	3814,1	1,4549	29/09/2009	10092,19	0,6692	19-oct-09
9729,93	0,000199	17-nov-09	5024,33	1,8227	05-oct-09	6994,16	1,4537	02/10/2009	3795,41	1,4643	30/09/2009	10041,48	0,6692	20-oct-09
9676,8	0,000195	18-nov-09	5137,98	1,7876	06-oct-09	7069,43	1,4616	05/10/2009	3720,77	1,4539	01/10/2009	9949,36	0,6667	21-oct-09
9549,47	0,000196	19-nov-09	5108,9	1,7911	07-oct-09	7300,19	1,4722	06/10/2009	3649,9	1,4537	02/10/2009	10081,31	0,6664	22-oct-09
9497,68	0,000194	20-nov-09	5154,64	1,7816	08-oct-09	7342,46	1,4694	07/10/2009	3675,01	1,4616	05/10/2009	9972,18	0,6658	23-oct-09
9401,58	0,000194	24-nov-09	5161,87	1,7616	09-oct-09	7473,36	1,4763	08/10/2009	3770,21	1,4722	06/10/2009	9867,96	0,6693	26-oct-09
9441,64	0,000192	25-nov-09	5210,17	1,7395	12-oct-09	7534,18	1,475	09/10/2009	3756,41	1,4694	07/10/2009	9882,17	0,6747	27-oct-09
9383,24	0,000194	26-nov-09	5154,15	1,7498	13-oct-09	7609,55	1,4765	12/10/2009	3806,81	1,4763	08/10/2009	9762,69	0,6774	28-oct-09
9081,52	0,000190	27-nov-09	5256,1	1,7475	14-oct-09	7485,23	1,4864	13/10/2009	3799,61	1,475	09/10/2009	9962,58	0,6748	29-oct-09
9572,2	0,000191	01 Dec 09	5222,95	1,7703	15-oct-09	7630,26	1,4881	14/10/2009	3845,8	1,4765	12/10/2009	9712,73	0,6778	30-oct-09
9608,94	0,000193	02 Dec 09	5190,24	1,7862	16-oct-09	7596,03	1,4864	15/10/2009	3801,39	1,4864	13/10/2009	9789,44	0,6749	02-nov-09
9977,67	0,000189	03 Dec 09	5281,54	1,7728	19-oct-09	7477,95	1,4869	16/10/2009	3882,67	1,4881	14/10/2009	9771,91	0,6813	03-nov-09
10022,59	0,000191	04 Dec 09	5243,4	1,7806	20-oct-09	7588,24	1,4918	19/10/2009	3883,83	1,4864	15/10/2009	9802,14	0,674	04-nov-09
10167,6	0,000190	07 Dec 09	5257,85	1,7923	21-oct-09	7509,22	1,4971	20/10/2009	3827,6	1,4869	16/10/2009	10005,96	0,6717	05-nov-09
10140,47	0,000192	08 Dec 09	5207,36	1,7958	22-oct-09	7460,38	1,4921	21/10/2009	3892,36	1,4918	19/10/2009	10023,42	0,6724	06-nov-09
10004,72	0,000191	09 Dec 09	5242,57	1,7667	23-oct-09	7305,48	1,5	22/10/2009	3871,45	1,4971	20/10/2009	10226,94	0,6664	09-nov-09
9862,82	0,000193	10 Dec 09	5191,74	1,7773	26-oct-09	7348,13	1,502	23/10/2009	3873,22	1,4921	21/10/2009	10246,97	0,6681	10-nov-09
10107,87	0,000192	11 Dec 09	5200,97	1,7828	27-oct-09	7136,05	1,5019	26/10/2009	3820,85	1,5	22/10/2009	10291,26	0,6672	11-nov-09
10105,68	0,000197	14 Dec 09	5080,42	1,8167	28-oct-09	7003,41	1,4874	27/10/2009	3808,24	1,502	23/10/2009	10197,47	0,6718	12-nov-09
10083,48	0,000195	15 Dec 09	5137,72	1,8111	29-oct-09	6703,1	1,4785	28/10/2009	3744,45	1,5019	26/10/2009	10270,47	0,6717	13-nov-09
10177,41	0,000198	16 Dec 09	5044,55	1,8234	30-oct-09	6892,27	1,4788	29/10/2009	3743,95	1,4874	27/10/2009	10406,96	0,6676	16-nov-09
10163,8	0,000196	17 Dec 09	5104,5	1,805	02-nov-09	6732,07	1,48	30/10/2009	3663,78	1,4785	28/10/2009	10437,42	0,6738	17-nov-09
10142,05	0,000199	18 Dec 09	5037,21	1,8174	03-nov-09	6767,13	1,4772	02/11/2009	3714,02	1,4788	29/10/2009	10426,31	0,6681	18-nov-09
10183,47	0,000196	21 Dec 09	5107,89	1,8224	04-nov-09	6679,54	1,4658	03/11/2009	3607,69	1,48	30/10/2009	10332,44	0,6729	19-nov-09
10378,03	0,000195	22 Dec 09	5125,64	1,8229	05-nov-09	6950,96	1,4761	04/11/2009	3639,46	1,4772	02/11/2009	10318,16	0,6736	20-nov-09
10536,92	0,000194	24 Dec 09	5142,72	1,8089	06-nov-09	7017,46	1,4867	05/11/2009	3584,25	1,4658	03/11/2009	10450,95	0,6676	23-nov-09
10638,06	0,000191	29 Dec 09	5235,18	1,8021	09-nov-09	7084,74	1,4862	06/11/2009	3670,33	1,4761	04/11/2009	10433,71	0,6689	24-nov-09

10546,44	0,000191	30 Dec 09	5230,55	1,8022	10-nov-09	7227,05	1,4984	09/11/2009	3708,73	1,4867	05/11/2009	10464,4	0,6642	25-nov-09
10654,79	0,000190	04-janv-10	5266,75	1,7848	11-nov-09	7186,45	1,4966	10/11/2009	3707,29	1,4862	06/11/2009	10309,92	0,6677	27-nov-09
10681,83	0,000190	05-janv-10	5276,5	1,7827	12-nov-09	7282,47	1,5037	11/11/2009	3785,49	1,4984	09/11/2009	10471,58	0,6625	01 Dec 09
10713,45	0,000189	06-janv-10	5296,38	1,7913	13-nov-09	7297,53	1,4922	12/11/2009	3785,59	1,4966	10/11/2009	10452,68	0,6633	02 Dec 09
10681,66	0,000186	07-janv-10	5382,67	1,7898	16-nov-09	7311,23	1,4868	13/11/2009	3814,39	1,5037	11/11/2009	10366,15	0,6628	03 Dec 09
10798,32	0,000187	08-janv-10	5345,93	1,8156	17-nov-09	7439,81	1,4965	16/11/2009	3808,07	1,4922	12/11/2009	10388,9	0,6717	04 Dec 09
10879,14	0,000187	12-janv-10	5342,13	1,803	18-nov-09	7360,68	1,4875	17/11/2009	3806,01	1,4868	13/11/2009	10390,11	0,6744	07 Dec 09
10735,03	0,000190	13-janv-10	5267,7	1,8187	19-nov-09	7381,67	1,4957	18/11/2009	3863,16	1,4965	16/11/2009	10285,97	0,6785	08 Dec 09
10907,68	0,000190	14-janv-10	5251,41	1,8078	20-nov-09	7205,08	1,4863	19/11/2009	3829,06	1,4875	17/11/2009	10337,05	0,6782	09 Dec 09
10982,1	0,000187	15-janv-10	5355,5	1,7946	23-nov-09	7149,85	1,4815	20/11/2009	3828,16	1,4957	18/11/2009	10405,83	0,6793	10 Dec 09
10855,08	0,000188	18-janv-10	5323,96	1,8071	24-nov-09	7370,57	1,4968	23/11/2009	3760,22	1,4863	19/11/2009	10471,5	0,6839	11 Dec 09
10764,9	0,000186	19-janv-10	5364,81	1,7986	25-nov-09	7324,15	1,4969	24/11/2009	3729,36	1,4815	20/11/2009	10501,05	0,6825	14 Dec 09
10737,52	0,000193	20-janv-10	5194,13	1,8108	26-nov-09	7334,37	1,5083	25/11/2009	3813,17	1,4968	23/11/2009	10452	0,687	15 Dec 09
10868,41	0,000191	21-janv-10	5245,73	1,8147	27-nov-09	7061,77	1,5071	26/11/2009	3784,62	1,4969	24/11/2009	10441,12	0,6859	16 Dec 09
10590,55	0,000193	22-janv-10	5191,68	1,7926	30-nov-09	7188,02	1,4918	27/11/2009	3809,16	1,5083	25/11/2009	10308,26	0,697	17 Dec 09
10512,69	0,000188	25-janv-10	5312,17	1,803	01 Dec 09	7099,99	1,5023	30/11/2009	3679,23	1,5071	26/11/2009	10328,89	0,7006	18 Dec 09
10325,28	0,000188	26-janv-10	5327,39	1,7945	02 Dec 09	7328,55	1,5074	01/12/2009	3721,45	1,4918	27/11/2009	10414,14	0,6986	21 Dec 09
10252,08	0,000188	27-janv-10	5313	1,7897	03 Dec 09	7326,73	1,509	02/12/2009	3680,15	1,5023	30/11/2009	10464,93	0,7026	22 Dec 09
10414,29	0,000188	28-janv-10	5322,36	1,8058	04 Dec 09	7338,29	1,512	03/12/2009	3775,74	1,5074	01/12/2009	10466,53	0,6977	23 Dec 09
10198,04	0,000188	29-janv-10	5310,66	1,8001	07 Dec 09	7418,4	1,5068	04/12/2009	3795,92	1,509	02/12/2009	10520,1	0,6965	24 Dec 09
10205,02	0,000191	01 Feb 10	5223,13	1,7969	08 Dec 09	7436,42	1,4787	07/12/2009	3799,11	1,512	03/12/2009	10545,41	0,6941	29 Dec 09
10371,09	0,000192	02 Feb 10	5203,89	1,7863	09 Dec 09	7285,3	1,4774	08/12/2009	3846,62	1,5068	04/12/2009	10548,51	0,6992	30 Dec 09
10404,33	0,000191	03 Feb 10	5244,37	1,7731	10 Dec 09	7228,36	1,4768	09/12/2009	3840,05	1,4787	07/12/2009	10428,05	0,697	31 Dec 09
10355,98	0,000190	04 Feb 10	5261,57	1,7809	11 Dec 09	7227,42	1,473	10/12/2009	3785,3	1,4774	08/12/2009	10583,96	0,6926	04-janv-10
10057,09	0,000188	05 Feb 10	5315,34	1,7792	14 Dec 09	7301,46	1,4757	11/12/2009	3757,39	1,4768	09/12/2009	10572,02	0,6936	05-janv-10
9932,9	0,000189	09 Feb 10	5285,77	1,7889	15 Dec 09	7349,95	1,4647	14/12/2009	3798,38	1,473	10/12/2009	10573,68	0,695	06-janv-10
9963,99	0,000188	10 Feb 10	5320,26	1,823	16 Dec 09	7365,35	1,4541	15/12/2009	3803,72	1,4757	11/12/2009	10606,86	0,6981	07-janv-10
10092,19	0,000192	12 Feb 10	5217,61	1,8176	17 Dec 09	7428,92	1,456	16/12/2009	3830,44	1,4647	14/12/2009	10618,19	0,6981	08-janv-10
10013,3	0,000192	15 Feb 10	5196,81	1,8139	18 Dec 09	7404,38	1,4343	17/12/2009	3834,09	1,4541	15/12/2009	10663,99	0,6874	11-janv-10
10034,25	0,000189	16 Feb 10	5293,99	1,8179	21 Dec 09	7393,75	1,4337	18/12/2009	3875,82	1,456	16/12/2009	10627,26	0,6878	12-janv-10
10306,83	0,000188	17 Feb 10	5328,66	1,8186	22 Dec 09	7454,26	1,4368	21/12/2009	3830,82	1,4343	17/12/2009	10680,77	0,6892	13-janv-10
10335,69	0,000186	18 Feb 10	5372,38	1,8126	23 Dec 09	7484,31	1,4279	22/12/2009	3794,44	1,4337	18/12/2009	10710,55	0,6908	14-janv-10
10123,58	0,000185	19 Feb 10	5402,41	1,8051	24 Dec 09	7472,43	1,4276	23/12/2009	3872,06	1,4368	21/12/2009	10609,65	0,696	15-janv-10
10400,47	0,000184	22 Feb 10	5437,61	1,7794	29 Dec 09	7483,04	1,4405	28/12/2009	3898,38	1,4279	22/12/2009	10725,43	0,7002	19-janv-10
10352,1	0,000185	23 Feb 10	5397,86	1,7919	30 Dec 09	7513,59	1,4433	29/12/2009	3910,75	1,4276	23/12/2009	10603,15	0,7084	20-janv-10
10198,83	0,000185	24 Feb 10	5412,88	1,7958	31 Dec 09	7507,04	1,4338	30/12/2009	3912,73	1,4398	24/12/2009	10389,88	0,7114	21-janv-10
10101,96	0,000182	25 Feb 10	5500,34	1,7646	04-janv-10	7676,65	1,4389	04/01/2010	3947,15	1,4405	28/12/2009	10172,98	0,7078	22-janv-10
10125,03	0,000181	26 Feb 10	5522,5	1,753	05-janv-10	7745,43	1,4442	05/01/2010	3959,98	1,4433	29/12/2009	10196,86	0,7064	25-janv-10
10172,06	0,000181	01-mars-10	5530,04	1,7452	06-janv-10	7784,41	1,435	06/01/2010	3935,5	1,4338	30/12/2009	10194,29	0,7113	26-janv-10
10221,84	0,000181	02-mars-10	5526,72	1,7343	07-janv-10	7839,07	1,4304	07/01/2010	3936,33	1,4406	31/12/2009	10236,16	0,7122	27-janv-10
10253,14	0,000181	03-mars-10	5534,24	1,7355	08-janv-10	7903,44	1,4273	08/01/2010	4013,97	1,4389	04/01/2010	10120,46	0,7163	28-janv-10
10145,72	0,000181	04-mars-10	5538,07	1,7371	11-janv-10	7919,97	1,4528	11/01/2010	4012,91	1,4442	05/01/2010	10067,33	0,7194	29-janv-10
10368,96	0,000182	05-mars-10	5498,71	1,7492	12-janv-10	7781,52	1,4481	12/01/2010	4017,67	1,435	06/01/2010	10185,53	0,7196	01 Feb 10

10585,92	0,000183	08-mars-10	5473,48	1,7626	13-janv-10	7856,01	1,4563	13/01/2010	4024,8	1,4304	07/01/2010	10296,85	0,7168	02 Feb 10
10567,65	0,000182	09-mars-10	5498,2	1,7542	14-janv-10	7945,23	1,4486	14/01/2010	4045,14	1,4273	08/01/2010	10270,55	0,7186	03 Feb 10
10563,92	0,000183	10-mars-10	5455,37	1,7596	15-janv-10	7846,54	1,4374	15/01/2010	4043,09	1,4528	11/01/2010	10002,18	0,7256	04 Feb 10
10664,95	0,000182	11-mars-10	5494,39	1,7631	18-janv-10	7899,21	1,4369	18/01/2010	4000,05	1,4481	12/01/2010	10012,23	0,7315	05 Feb 10
10751,26	0,000181	12-mars-10	5513,14	1,7726	19-janv-10	7889,91	1,4279	19/01/2010	4000,86	1,4563	13/01/2010	9908,39	0,7299	08 Feb 10
10751,98	0,000184	15-mars-10	5420,8	1,7875	20-janv-10	7750,3	1,4132	20/01/2010	4015,77	1,4486	14/01/2010	10058,64	0,728	09 Feb 10
10721,71	0,000187	16-mars-10	5335,1	1,7861	21-janv-10	7647,54	1,4064	21/01/2010	3954,38	1,4374	15/01/2010	10038,38	0,73	10 Feb 10
10846,98	0,000189	17-mars-10	5302,99	1,7816	22-janv-10	7539,33	1,4135	22/01/2010	3977,46	1,4369	18/01/2010	10144,19	0,735	11 Feb 10
10744,03	0,000190	18-mars-10	5260,31	1,7937	25-janv-10	7548,98	1,4151	25/01/2010	4009,67	1,4279	19/01/2010	10099,14	0,7347	12 Feb 10
10824,72	0,000190	19-mars-10	5276,85	1,7965	26-janv-10	7557	1,4085	26/01/2010	3928,95	1,4132	20/01/2010	10268,51	0,7299	16 Feb 10
10774,15	0,000192	23-mars-10	5217,47	1,8052	27-janv-10	7479,51	1,4072	27/01/2010	3862,16	1,4064	21/01/2010	10309,24	0,7323	17 Feb 10
10815,03	0,000194	24-mars-10	5145,74	1,7983	28-janv-10	7406,04	1,3999	28/01/2010	3820,78	1,4135	22/01/2010	10392,9	0,7338	18 Feb 10
10828,85	0,000193	25-mars-10	5188,52	1,8024	29-janv-10	7505,32	1,3966	29/01/2010	3781,85	1,4151	25/01/2010	10402,35	0,7401	19 Feb 10
10996,37	0,000191	26-mars-10	5247,41	1,7949	01 Feb 10	7578,59	1,3913	01/02/2010	3807,04	1,4085	26/01/2010	10383,38	0,7358	22 Feb 10
10986,47	0,000189	29-mars-10	5283,31	1,8062	02 Feb 10	7710,94	1,3937	02/02/2010	3759,8	1,4072	27/01/2010	10282,41	0,7369	23 Feb 10
11097,14	0,000190	30-mars-10	5253,15	1,8043	03 Feb 10	7675,68	1,3984	03/02/2010	3688,79	1,3999	28/01/2010	10374,16	0,7349	24 Feb 10
11089,94	0,000195	31-mars-10	5139,31	1,8113	04 Feb 10	7458,38	1,3847	04/02/2010	3739,46	1,3966	29/01/2010	10321,03	0,7395	25 Feb 10
11244,4	0,000198	01 Apr 10	5060,92	1,8096	05 Feb 10	7246,13	1,3691	05/02/2010	3762,01	1,3913	01/02/2010	10325,26	0,7327	26 Feb 10
11282,32	0,000196	06 Apr 10	5092,33	1,7975	08 Feb 10	7246,15	1,3675	08/02/2010	3812,13	1,3937	02/02/2010	10403,79	0,7419	01-mars-10
11292,83	0,000196	07 Apr 10	5111,84	1,7878	09 Feb 10	7289,16	1,376	09/02/2010	3793,47	1,3984	03/02/2010	10405,98	0,7374	02-mars-10
11168,2	0,000195	08 Apr 10	5131,99	1,786	10 Feb 10	7353,23	1,374	10/02/2010	3689,25	1,3847	04/02/2010	10396,76	0,7304	03-mars-10
11251,9	0,000194	09 Apr 10	5161,48	1,7654	11 Feb 10	7344,66	1,3718	11/02/2010	3563,13	1,3691	05/02/2010	10444,14	0,7348	04-mars-10
11161,23	0,000194	12 Apr 10	5142,45	1,7742	12 Feb 10	7293,14	1,3572	12/02/2010	3607,27	1,3675	08/02/2010	10566,2	0,7349	05-mars-10
11204,9	0,000194	13 Apr 10	5167,47	1,7639	15 Feb 10	7399,91	1,3607	15/02/2010	3612,76	1,376	09/02/2010	10552,52	0,7325	08-mars-10
11204,9	0,000191	14 Apr 10	5244,06	1,7447	16 Feb 10	7386,49	1,3649	16/02/2010	3635,61	1,374	10/02/2010	10564,38	0,7363	09-mars-10
11273,79	0,000190	15 Apr 10	5276,64	1,7478	17 Feb 10	7531	1,3726	17/02/2010	3616,75	1,3718	11/02/2010	10567,33	0,7318	10-mars-10
11102,18	0,000188	16 Apr 10	5325,09	1,7353	18 Feb 10	7599,46	1,3567	18/02/2010	3599,07	1,3572	12/02/2010	10611,84	0,7314	11-mars-10
10908,77	0,000187	19 Apr 10	5358,17	1,7249	19 Feb 10	7597,39	1,3519	19/02/2010	3609,22	1,3607	15/02/2010	10624,69	0,7268	12-mars-10
10900,68	0,000187	20 Apr 10	5352,07	1,7223	22 Feb 10	7570,64	1,3626	22/02/2010	3669,04	1,3649	16/02/2010	10642,15	0,7325	15-mars-10
11090,05	0,000188	21 Apr 10	5315,09	1,7238	23 Feb 10	7480,13	1,3577	23/02/2010	3725,21	1,3726	17/02/2010	10685,98	0,727	16-mars-10
10949,09	0,000187	22 Apr 10	5342,92	1,7276	24 Feb 10	7396,95	1,3547	24/02/2010	3747,83	1,3567	18/02/2010	10733,67	0,7279	17-mars-10
10914,46	0,000189	23 Apr 10	5278,22	1,727	25 Feb 10	7246,82	1,3489	25/02/2010	3769,54	1,3519	19/02/2010	10779,17	0,7352	18-mars-10
11165,79	0,000187	26 Apr 10	5354,52	1,6999	26 Feb 10	7393,26	1,357	26/02/2010	3756,7	1,3626	22/02/2010	10741,98	0,7392	19-mars-10
11212,66	0,000185	27 Apr 10	5405,94	1,6617	01-mars-10	7543,85	1,3525	01/03/2010	3707,06	1,3577	23/02/2010	10785,89	0,7391	22-mars-10
10924,79	0,000182	28 Apr 10	5484,06	1,6523	02-mars-10	7651,83	1,3548	02/03/2010	3715,68	1,3547	24/02/2010	10888,83	0,7389	23-mars-10
11057,4	0,000181	30 Apr 10	5533,21	1,6631	03-mars-10	7708,54	1,3641	03/03/2010	3640,77	1,3489	25/02/2010	10836,15	0,7492	24-mars-10
10695,69	0,000181	06 May 10	5527,16	1,6716	04-mars-10	7739,55	1,3668	04/03/2010	3708,8	1,357	26/02/2010	10841,21	0,7493	25-mars-10
10364,59	0,000179	07 May 10	5599,76	1,6625	05-mars-10	7853,09	1,3582	05/03/2010	3769,54	1,3525	01/03/2010	10850,36	0,7463	26-mars-10
10530,7	0,000182	10 May 10	5506,72	1,654	08-mars-10	7844,88	1,3662	08/03/2010	3811,92	1,3548	02/03/2010	10895,86	0,7423	29-mars-10
10411,1	0,000178	11 May 10	5602,3	1,6422	09-mars-10	7826,63	1,3557	09/03/2010	3842,52	1,3641	03/03/2010	10907,42	0,7449	30-mars-10
10394,03	0,000177	12 May 10	5640,57	1,6298	10-mars-10	7926,49	1,361	10/03/2010	3828,41	1,3668	04/03/2010	10856,63	0,739	31-mars-10
10620,55	0,000178	13 May 10	5617,26	1,6447	11-mars-10	7903,34	1,3657	11/03/2010	3910,42	1,3582	05/03/2010	10927,07	0,7387	01 Apr 10
10462,51	0,000178	14 May 10	5625,65	1,6566	12-mars-10	7926,3	1,3765	12/03/2010	3903,54	1,3662	08/03/2010	10969,99	0,7472	06 Apr 10

10235,76	0,000179	17 May 10	5593,85	1,6499	15-mars-10	7851,36	1,3705	15/03/2010	3910,01	1,3557	09/03/2010	10897,52	0,7495	07 Apr 10
10242,64	0,000178	18 May 10	5620,43	1,6607	16-mars-10	7930,83	1,3723	16/03/2010	3943,55	1,361	10/03/2010	10927,07	0,7487	08 Apr 10
10186,84	0,000177	19 May 10	5644,63	1,658	17-mars-10	8016,02	1,3756	17/03/2010	3928,95	1,3657	11/03/2010	11005,97	0,7437	09 Apr 10
10030,31	0,000177	20 May 10	5642,62	1,6569	18-mars-10	7987,22	1,366	18/03/2010	3927,4	1,3765	12/03/2010	11019,42	0,7349	12 Apr 10
9784,54	0,000177	21 May 10	5650,12	1,6384	19-mars-10	7961,46	1,3548	19/03/2010	3890,91	1,3705	15/03/2010	11123,11	0,7375	13 Apr 10
9758,4	0,000177	24 May 10	5644,54	1,6463	22-mars-10	7975,87	1,3471	22/03/2010	3938,95	1,3723	16/03/2010	11123,11	0,7338	14 Apr 10
9459,89	0,000176	25 May 10	5673,63	1,6403	23-mars-10	8034,2	1,3519	23/03/2010	3957,89	1,3756	17/03/2010	11144,57	0,7371	15 Apr 10
9522,66	0,000176	26 May 10	5677,88	1,6409	24-mars-10	8064,52	1,3338	24/03/2010	3938,18	1,366	18/03/2010	11018,66	0,7403	16 Apr 10
9762,98	0,000175	28 May 10	5727,65	1,6323	25-mars-10	8171,22	1,3356	25/03/2010	3925,44	1,3548	19/03/2010	11092,05	0,7426	19 Apr 10
9711,83	0,000175	01-juin-10	5703,02	1,6485	26-mars-10	8162,59	1,3353	26/03/2010	3928	1,3471	22/03/2010	11117,06	0,7429	20 Apr 10
9603,24	0,000175	02-juin-10	5710,66	1,6366	29-mars-10	8190,89	1,3471	29/03/2010	3952,55	1,3519	23/03/2010	11124,92	0,7466	21 Apr 10
9914,19	0,000176	03-juin-10	5672,32	1,6446	30-mars-10	8140,75	1,3482	30/03/2010	3949,81	1,3338	24/03/2010	11134,37	0,7518	22 Apr 10
9901,19	0,000176	04-juin-10	5679,64	1,6522	31-mars-10	8143,46	1,3479	31/03/2010	4000,48	1,3356	25/03/2010	11204,28	0,7485	23 Apr 10
9520,8	0,000174	07-juin-10	5744,89	1,6595	01 Apr 10	8305,43	1,3468	01/04/2010	3988,93	1,3353	26/03/2010	11205,03	0,7505	26 Apr 10
9537,94	0,000173	08-juin-10	5780,35	1,6441	06 Apr 10	8380,2	1,3396	06/04/2010	4000,66	1,3471	29/03/2010	10991,99	0,7509	27 Apr 10
9439,13	0,000174	09-juin-10	5762,06	1,641	07 Apr 10	8367,01	1,334	07/04/2010	3987,41	1,3482	30/03/2010	11045,27	0,7574	28 Apr 10
9542,65	0,000175	10-juin-10	5712,7	1,6457	08 Apr 10	8255,33	1,3296	08/04/2010	3974,01	1,3479	31/03/2010	11167,32	0,7551	29 Apr 10
9705,25	0,000173	11-juin-10	5777,65	1,6486	09 Apr 10	8374,36	1,3384	09/04/2010	4043,23	1,3468	01/04/2010	11008,61	0,752	30 Apr 10
9879,85	0,000174	14-juin-10	5761,66	1,6564	12 Apr 10	8326,88	1,3585	12/04/2010	4053,94	1,3396	06/04/2010	10926,77	0,7673	04 May 10
9887,89	0,000173	15-juin-10	5796,25	1,6614	13 Apr 10	8457,52	1,3583	13/04/2010	4026,97	1,334	07/04/2010	10886,83	0,7772	05 May 10
10067,15	0,000173	16-juin-10	5796,25	1,654	14 Apr 10	8457,52	1,3615	14/04/2010	3978,46	1,3296	08/04/2010	10520,32	0,7868	06 May 10
9999,4	0,000172	17-juin-10	5825,01	1,66	15 Apr 10	8495,04	1,3544	15/04/2010	4050,5	1,3384	09/04/2010	10380,43	0,7904	07 May 10
9995,02	0,000174	18-juin-10	5743,96	1,6608	16 Apr 10	8391,92	1,3535	16/04/2010	4031,99	1,3585	12/04/2010	10785,14	0,7789	10 May 10
10238,01	0,000175	21-juin-10	5727,91	1,6633	19 Apr 10	8308,24	1,3432	19/04/2010	4057,7	1,3583	13/04/2010	10748,26	0,788	11 May 10
10112,89	0,000173	22-juin-10	5783,69	1,6508	20 Apr 10	8486,12	1,3486	20/04/2010	4057,7	1,3615	14/04/2010	10896,91	0,7886	12 May 10
9923,7	0,000175	23-juin-10	5723,43	1,6584	21 Apr 10	8480,42	1,3373	21/04/2010	4065,65	1,3544	15/04/2010	10782,95	0,7958	13 May 10
9928,34	0,000177	24-juin-10	5665,33	1,6617	22 Apr 10	8332,7	1,3339	22/04/2010	3986,63	1,3535	16/04/2010	10620,16	0,8048	14 May 10
9737,48	0,000175	25-juin-10	5723,65	1,6657	23 Apr 10	8540,66	1,3311	23/04/2010	3970,47	1,3432	19/04/2010	10625,83	0,8107	17 May 10
9623,94	0,000174	28-juin-10	5753,85	1,6683	26 Apr 10	8641,73	1,3321	26/04/2010	4026,65	1,3486	20/04/2010	10510,95	0,8082	18 May 10
9570,67	0,000178	29-juin-10	5603,52	1,659	27 Apr 10	8343,06	1,329	27/04/2010	3977,67	1,3373	21/04/2010	10444,37	0,8104	19 May 10
9382,64	0,000179	30-juin-10	5586,61	1,6472	28 Apr 10	8218,73	1,3245	28/04/2010	3924,65	1,3339	22/04/2010	10068,01	0,8108	20 May 10
9191,6	0,000178	01-juil-10	5617,84	1,6466	29 Apr 10	8420,53	1,3256	29/04/2010	3951,3	1,3311	23/04/2010	10193,39	0,7964	21 May 10
9203,71	0,000180	02-juil-10	5553,29	1,6444	30 Apr 10	8359,15	1,3315	30/04/2010	3997,39	1,3321	26/04/2010	10066,57	0,8078	24 May 10
9266,78	0,000185	05-juil-10	5411,11	1,6598	04 May 10	8432,56	1,3238	03/05/2010	3844,6	1,329	27/04/2010	10043,75	0,8168	25 May 10
9338,04	0,000187	06-juil-10	5341,93	1,6662	05 May 10	8148,49	1,3089	04/05/2010	3787	1,3245	28/04/2010	9974,45	0,8183	26 May 10
9379,65	0,000190	07-juil-10	5260,99	1,6645	06 May 10	7985,08	1,2924	05/05/2010	3840,62	1,3256	29/04/2010	10136,63	0,811	28 May 10
9535,74	0,000195	08-juil-10	5123,02	1,6624	07 May 10	7890,85	1,2727	06/05/2010	3816,99	1,3315	30/04/2010	10024,02	0,8137	01-juin-10
9585,32	0,000186	09-juil-10	5387,42	1,6659	10 May 10	7636,77	1,2746	07/05/2010	3828,46	1,3238	03/05/2010	10249,54	0,8197	02-juin-10
9548,11	0,000187	12-juil-10	5334,21	1,6587	11 May 10	8169,78	1,2969	10/05/2010	3689,29	1,3089	04/05/2010	10255,28	0,8193	03-juin-10
9537,23	0,000186	13-juil-10	5383,45	1,6611	12 May 10	8173,6	1,2698	11/05/2010	3636,03	1,2924	05/05/2010	9931,97	0,8308	04-juin-10
9795,24	0,000184	14-juil-10	5433,73	1,632	13 May 10	8459,71	1,2686	12/05/2010	3556,11	1,2727	06/05/2010	9816,49	0,8383	07-juin-10
9685,53	0,000190	15-juil-10	5262,85	1,6334	14 May 10	8508,01	1,2587	13/05/2010	3392,59	1,2746	07/05/2010	9939,98	0,837	08-juin-10
9408,36	0,000190	16-juil-10	5262,54	1,6416	17 May 10	8288,32	1,2492	14/05/2010	3720,29	1,2969	10/05/2010	9899,25	0,8293	09-juin-10

9300,46	0,000188	20-juil-10	5307,34	1,6508	18 May 10	8171,7	1,2349	17/05/2010	3693,2	1,2698	11/05/2010	10172,53	0,8261	10-juin-10
9278,83	0,000194	21-juil-10	5158,08	1,706	19 May 10	8320,75	1,2428	18/05/2010	3733,87	1,2686	12/05/2010	10211,07	0,8269	11-juin-10
9220,88	0,000197	22-juil-10	5073,13	1,7456	20 May 10	8025,27	1,227	19/05/2010	3731,54	1,2587	13/05/2010	10190,89	0,8145	14-juin-10
9430,96	0,000198	23-juil-10	5062,93	1,7491	21 May 10	7774,88	1,2334	20/05/2010	3560,36	1,2492	14/05/2010	10404,77	0,8125	15-juin-10
9503,66	0,000197	26-juil-10	5069,61	1,7344	24 May 10	7785,5	1,2497	21/05/2010	3543,55	1,2349	17/05/2010	10409,46	0,8119	16-juin-10
9496,85	0,000202	27-juil-10	4940,68	1,7596	25 May 10	7763,31	1,236	24/05/2010	3617,32	1,2428	18/05/2010	10434,17	0,8093	17-juin-10
9753,27	0,000198	28-juil-10	5038,08	1,7329	26 May 10	7428,57	1,2223	25/05/2010	3511,67	1,227	19/05/2010	10450,64	0,8076	18-juin-10
9696,02	0,000192	29-juil-10	5195,17	1,7159	27 May 10	7664,57	1,2309	26/05/2010	3432,52	1,2334	20/05/2010	10442,41	0,8078	21-juin-10
9537,3	0,000193	30-juil-10	5188,43	1,7055	28 May 10	7949,55	1,2255	27/05/2010	3430,74	1,2497	21/05/2010	10293,52	0,8141	22-juin-10
9570,31	0,000194	02 Aug 10	5163,3	1,7471	01-juin-10	7959,75	1,2384	28/05/2010	3430,93	1,236	24/05/2010	10298,44	0,817	23-juin-10
9594,01	0,000194	03 Aug 10	5151,32	1,7491	02-juin-10	8023,6	1,2307	31/05/2010	3331,29	1,2223	25/05/2010	10152,8	0,8118	24-juin-10
9489,34	0,000192	04 Aug 10	5211,18	1,7328	03-juin-10	7967,9	1,2155	01/06/2010	3408,59	1,2309	26/05/2010	10143,81	0,8135	25-juin-10
9653,92	0,000195	05 Aug 10	5126	1,7536	04-juin-10	7993,54	1,2218	02/06/2010	3294,86	1,2255	27/05/2010	10138,52	0,8109	28-juin-10
9642,12	0,000197	06 Aug 10	5069,06	1,7785	07-juin-10	8129,99	1,2268	03/06/2010	3515,06	1,2384	28/05/2010	9870,3	0,8211	29-juin-10
9572,49	0,000199	09 Aug 10	5028,15	1,7572	08-juin-10	7943,45	1,206	04/06/2010	3507,56	1,2307	31/05/2010	9774,02	0,8165	30-juin-10
9551,05	0,000197	10 Aug 10	5085,86	1,7497	09-juin-10	7864,92	1,1959	07/06/2010	3503,08	1,2155	01/06/2010	9732,53	0,8029	01-juil-10
9292,85	0,000195	11 Aug 10	5132,5	1,7319	10-juin-10	7744,46	1,1942	08/06/2010	3501,5	1,2218	02/06/2010	9686,48	0,7935	02-juil-10
9212,59	0,000194	12 Aug 10	5163,68	1,7137	11-juin-10	7980,54	1,201	09/06/2010	3557,34	1,2268	03/06/2010	9743,62	0,7907	06-juil-10
9253,46	0,000192	13 Aug 10	5202,13	1,7098	14-juin-10	8208,09	1,2045	10/06/2010	3455,61	1,206	04/06/2010	10018,28	0,7917	07-juil-10
9196,67	0,000192	16 Aug 10	5217,82	1,7212	15-juin-10	8238,39	1,2127	11/06/2010	3413,72	1,1959	07/06/2010	10138,99	0,7886	08-juil-10
9161,68	0,000191	17 Aug 10	5237,92	1,7164	16-juin-10	8398,1	1,2249	14/06/2010	3380,36	1,1942	08/06/2010	10198,03	0,7916	09-juil-10
9240,54	0,000190	18 Aug 10	5253,89	1,7142	17-juin-10	8453,73	1,2258	15/06/2010	3446,77	1,201	09/06/2010	10216,27	0,7945	12-juil-10
9362,68	0,000190	19 Aug 10	5250,84	1,702	18-juin-10	8414,97	1,2277	16/06/2010	3516,64	1,2045	10/06/2010	10363,02	0,7893	13-juil-10
9179,38	0,000189	20 Aug 10	5299,11	1,6812	21-juin-10	8448,42	1,2363	17/06/2010	3555,52	1,2127	11/06/2010	10366,72	0,7855	14-juil-10
9116,69	0,000191	23 Aug 10	5246,98	1,6835	22-juin-10	8464,3	1,2372	18/06/2010	3626,04	1,2249	14/06/2010	10359,31	0,7756	15-juil-10
8995,14	0,000193	24 Aug 10	5178,52	1,7136	23-juin-10	8509,41	1,2391	21/06/2010	3661,51	1,2258	15/06/2010	10097,9	0,7721	16-juil-10
8845,39	0,000196	25 Aug 10	5100,23	1,7279	24-juin-10	8459,68	1,2258	22/06/2010	3675,93	1,2277	16/06/2010	10154,43	0,7711	19-juil-10
8906,48	0,000198	26 Aug 10	5046,47	1,7326	25-juin-10	8386,47	1,2271	23/06/2010	3683,08	1,2363	17/06/2010	10229,96	0,7761	20-juil-10
8991,06	0,000197	27 Aug 10	5071,68	1,73	28-juin-10	8233,16	1,2262	24/06/2010	3687,21	1,2372	18/06/2010	10120,53	0,78	21-juil-10
8824,06	0,000203	31 Aug 10	4914,22	1,7647	29-juin-10	8163,98	1,2294	25/06/2010	3736,15	1,2391	21/06/2010	10322,3	0,7747	22-juil-10
8977,02	0,000203	01-sept-10	4916,87	1,7719	30-juin-10	8320,93	1,2339	28/06/2010	3705,32	1,2258	22/06/2010	10424,62	0,7802	23-juil-10
9062,84	0,000208	02-sept-10	4805,75	1,8069	01-juil-10	8009,02	1,2198	29/06/2010	3641,79	1,2271	23/06/2010	10525,43	0,773	26-juil-10
9114,13	0,000207	03-sept-10	4838,09	1,7955	02-juil-10	8008,67	1,2271	30/06/2010	3555,36	1,2262	24/06/2010	10537,69	0,7701	27-juil-10
9301,32	0,000207	06-sept-10	4823,53	1,8029	05-juil-10	7810,82	1,2328	01/07/2010	3519,73	1,2294	25/06/2010	10497,88	0,7684	28-juil-10
9226	0,000201	07-sept-10	4965	1,7817	06-juil-10	7829,9	1,2548	02/07/2010	3576,45	1,2339	28/06/2010	10467,16	0,7642	29-juil-10
9024,6	0,000199	08-sept-10	5014,82	1,7709	07-juil-10	7839,46	1,2531	05/07/2010	3432,99	1,2198	29/06/2010	10465,94	0,7675	30-juil-10
9098,39	0,000196	09-sept-10	5105,45	1,7351	08-juil-10	8091,32	1,2579	06/07/2010	3442,89	1,2271	30/06/2010	10674,38	0,7583	02 Aug 10
9239,17	0,000195	10-sept-10	5132,94	1,7271	09-juil-10	8104,09	1,2567	07/07/2010	3339,9	1,2328	01/07/2010	10636,38	0,7563	03 Aug 10
9321,82	0,000194	13-sept-10	5167,84	1,7143	12-juil-10	8159,29	1,266	08/07/2010	3348,37	1,2548	02/07/2010	10680,43	0,7608	04 Aug 10
9299,31	0,000190	14-sept-10	5271,67	1,7286	13-juil-10	8218,42	1,2637	09/07/2010	3332,46	1,2531	05/07/2010	10674,98	0,7602	05 Aug 10
9516,56	0,000190	15-sept-10	5253,17	1,7294	14-juil-10	8243,1	1,2572	12/07/2010	3423,36	1,2579	06/07/2010	10653,56	0,7522	06 Aug 10
9509,5	0,000192	16-sept-10	5211,29	1,7517	15-juil-10	8406,26	1,2569	13/07/2010	3483,44	1,2567	07/07/2010	10698,75	0,7549	09 Aug 10
9626,09	0,000194	17-sept-10	5158,85	1,7579	16-juil-10	8374,56	1,2703	14/07/2010	3538,25	1,266	08/07/2010	10644,25	0,7641	10 Aug 10

9602,11	0,000194	21-sept-10	5148,28	1,7545	19-juil-10	8283,38	1,2828	15/07/2010	3554,48	1,2637	09/07/2010	10378,83	0,7752	11 Aug 10
9566,32	0,000195	22-sept-10	5139,46	1,7398	20-juil-10	8137,03	1,3	16/07/2010	3567,66	1,2572	12/07/2010	10319,95	0,7785	12 Aug 10
9471,67	0,000192	24-sept-10	5214,64	1,7244	21-juil-10	8108,61	1,2957	19/07/2010	3637,76	1,2569	13/07/2010	10303,15	0,7836	13 Aug 10
9603,14	0,000188	27-sept-10	5313,81	1,71	22-juil-10	8037,17	1,2844	20/07/2010	3632,98	1,2703	14/07/2010	10302,01	0,7785	16 Aug 10
9495,76	0,000188	28-sept-10	5312,62	1,7228	23-juil-10	8173,55	1,2817	21/07/2010	3581,82	1,2828	15/07/2010	10405,85	0,7771	17 Aug 10
9559,38	0,000187	29-sept-10	5351,12	1,7213	26-juil-10	8414,38	1,285	22/07/2010	3500,16	1,3	16/07/2010	10415,54	0,778	18 Aug 10
9369,35	0,000186	30-sept-10	5365,67	1,7238	27-juil-10	8500,73	1,2897	23/07/2010	3486,33	1,2957	19/07/2010	10271,21	0,7772	19 Aug 10
9404,23	0,000188	01-oct-10	5319,68	1,7487	28-juil-10	8616,3	1,2931	26/07/2010	3468,02	1,2844	20/07/2010	10213,62	0,7883	20 Aug 10
9381,06	0,000188	04-oct-10	5313,95	1,7308	29-juil-10	8555,65	1,3033	27/07/2010	3493,02	1,2817	21/07/2010	10174,41	0,7901	23 Aug 10
9518,76	0,000190	05-oct-10	5258,02	1,7299	30-juil-10	8495,1	1,2992	28/07/2010	3600,57	1,285	22/07/2010	10040,45	0,7885	24 Aug 10
9691,43	0,000185	06-oct-10	5397,11	1,7406	02 Aug 10	8405,41	1,3069	29/07/2010	3607,05	1,2897	23/07/2010	10060,06	0,7919	25 Aug 10
9684,81	0,000185	07-oct-10	5396,48	1,7463	03 Aug 10	8366,58	1,3028	30/07/2010	3636,18	1,2931	26/07/2010	9985,81	0,7851	26 Aug 10
9588,88	0,000186	08-oct-10	5386,16	1,7358	04 Aug 10	8578,38	1,3073	02/08/2010	3666,4	1,3033	27/07/2010	10150,65	0,7862	27 Aug 10
9388,64	0,000186	12-oct-10	5364,78	1,7358	05 Aug 10	8568,19	1,3221	03/08/2010	3670,36	1,2992	28/07/2010	10014,72	0,7868	31 Aug 10
9403,51	0,000188	13-oct-10	5332,39	1,7448	06 Aug 10	8599,89	1,3206	04/08/2010	3651,91	1,3069	29/07/2010	10269,47	0,7802	01-sept-10
9583,51	0,000185	14-oct-10	5410,52	1,7431	09 Aug 10	8653,13	1,3184	05/08/2010	3643,14	1,3028	30/07/2010	10320,1	0,7795	02-sept-10
9500,25	0,000186	15-oct-10	5376,41	1,7314	10 Aug 10	8582,21	1,3176	06/08/2010	3752,03	1,3073	02/08/2010	10447,93	0,7774	03-sept-10
9498,49	0,000191	18-oct-10	5245,21	1,74	11 Aug 10	8689,12	1,3253	09/08/2010	3747,51	1,3221	03/08/2010	10340,69	0,7858	07-sept-10
9539,45	0,000190	19-oct-10	5266,06	1,7404	12 Aug 10	8553,56	1,3133	10/08/2010	3760,72	1,3206	04/08/2010	10387,01	0,7846	08-sept-10
9381,6	0,000190	20-oct-10	5275,44	1,7385	13 Aug 10	8318,39	1,3016	11/08/2010	3764,19	1,3184	05/08/2010	10415,24	0,7851	09-sept-10
9376,48	0,000190	21-oct-10	5276,1	1,7501	16 Aug 10	8241,78	1,279	12/08/2010	3716,05	1,3176	06/08/2010	10462,77	0,7858	10-sept-10
9426,71	0,000187	22-oct-10	5350,55	1,7238	17 Aug 10	8267,47	1,2799	13/08/2010	3777,37	1,3253	09/08/2010	10544,13	0,777	13-sept-10
9401,16	0,000189	25-oct-10	5302,87	1,735	18 Aug 10	8283,02	1,282	16/08/2010	3730,58	1,3133	10/08/2010	10526,49	0,7706	14-sept-10
9377,38	0,000192	26-oct-10	5211,29	1,7454	19 Aug 10	8438,28	1,286	17/08/2010	3628,29	1,3016	11/08/2010	10572,73	0,7675	15-sept-10
9387,03	0,000192	27-oct-10	5195,28	1,7468	20 Aug 10	8430,62	1,288	18/08/2010	3621,07	1,279	12/08/2010	10594,83	0,7632	16-sept-10
9366,03	0,000191	28-oct-10	5234,84	1,7364	23 Aug 10	8345,5	1,2836	19/08/2010	3610,91	1,2799	13/08/2010	10607,85	0,7665	17-sept-10
9202,45	0,000194	29-oct-10	5155,95	1,7455	24 Aug 10	8189,53	1,2711	20/08/2010	3597,6	1,282	16/08/2010	10753,62	0,7642	20-sept-10
9154,54	0,000196	01-nov-10	5109,4	1,7558	25 Aug 10	8253,4	1,2704	23/08/2010	3663,13	1,286	17/08/2010	10761,03	0,7614	21-sept-10
9159,98	0,000194	02-nov-10	5155,84	1,7533	26 Aug 10	8103	1,2611	24/08/2010	3647,93	1,288	18/08/2010	10739,31	0,7457	22-sept-10
9358,78	0,000192	04-nov-10	5201,56	1,7296	27 Aug 10	8006,42	1,2613	25/08/2010	3572,4	1,2836	19/08/2010	10662,42	0,75	23-sept-10
9625,99	0,000191	05-nov-10	5225,22	1,7264	31 Aug 10	8079,83	1,2693	26/08/2010	3526,12	1,2711	20/08/2010	10860,26	0,742	24-sept-10
9732,92	0,000186	08-nov-10	5366,41	1,7021	01-sept-10	8116,38	1,2713	27/08/2010	3553,23	1,2704	23/08/2010	10812,04	0,7423	27-sept-10
9694,49	0,000186	09-nov-10	5371,04	1,6907	02-sept-10	8108,52	1,27	30/08/2010	3491,11	1,2611	24/08/2010	10858,14	0,7383	28-sept-10
9830,52	0,000184	10-nov-10	5428,15	1,6885	03-sept-10	8149,15	1,268	31/08/2010	3450,19	1,2613	25/08/2010	10835,28	0,7353	29-sept-10
9861,46	0,000184	11-nov-10	5439,19	1,6815	06-sept-10	8392,21	1,28	01/09/2010	3475,03	1,2693	26/08/2010	10788,05	0,7325	30-sept-10
9724,81	0,000185	12-nov-10	5407,82	1,6751	07-sept-10	8463,57	1,2818	02/09/2010	3507,44	1,2713	27/08/2010	10829,68	0,7275	01-oct-10
9827,51	0,000184	15-nov-10	5429,74	1,6855	08-sept-10	8507,83	1,2834	03/09/2010	3487,01	1,27	30/08/2010	10751,27	0,7309	04-oct-10
9797,1	0,000182	16-nov-10	5494,16	1,6709	09-sept-10	8508,33	1,2874	06/09/2010	3490,79	1,268	31/08/2010	10944,72	0,7226	05-oct-10
9811,66	0,000182	17-nov-10	5501,64	1,6603	10-sept-10	8463,66	1,2744	07/09/2010	3623,84	1,28	01/09/2010	10967,65	0,7198	06-oct-10
10013,63	0,000180	18-nov-10	5565,53	1,6486	13-sept-10	8518,56	1,2697	08/09/2010	3631,43	1,2818	02/09/2010	10948,58	0,7173	07-oct-10
10022,39	0,000180	19-nov-10	5567,41	1,649	14-sept-10	8659,95	1,2715	09/09/2010	3672,2	1,2834	03/09/2010	11006,48	0,7177	08-oct-10
10115,19	0,000180	22-nov-10	5555,56	1,6612	15-sept-10	8677,69	1,2725	10/09/2010	3684,73	1,2874	06/09/2010	11010,34	0,7197	11-oct-10
10030,11	0,000181	24-nov-10	5540,14	1,6673	16-sept-10	8740,05	1,2801	13/09/2010	3643,81	1,2744	07/09/2010	11020,4	0,7229	12-oct-10

10079,76	0,000182	25-nov-10	5508,45	1,6689	17-sept-10	8761,19	1,285	14/09/2010	3677,21	1,2697	08/09/2010	11096,08	0,7163	13-oct-10
10039,56	0,000178	26-nov-10	5602,54	1,6425	20-sept-10	8732,3	1,2989	15/09/2010	3722,15	1,2715	09/09/2010	11094,57	0,71	14-oct-10
10125,99	0,000179	29-nov-10	5576,19	1,6402	21-sept-10	8692,03	1,3078	16/09/2010	3725,28	1,2725	10/09/2010	11062,78	0,7137	15-oct-10
9937,04	0,000180	30-nov-10	5551,91	1,6375	22-sept-10	8722,01	1,306	17/09/2010	3767,15	1,2801	13/09/2010	11143,69	0,7159	18-oct-10
9988,05	0,000180	01 Dec 10	5547,08	1,6512	23-sept-10	8803,23	1,3074	20/09/2010	3774,4	1,285	14/09/2010	10978,62	0,7251	19-oct-10
10168,52	0,000179	02 Dec 10	5598,48	1,649	24-sept-10	8827,59	1,312	21/09/2010	3755,64	1,2989	15/09/2010	11107,97	0,7159	20-oct-10
10178,32	0,000179	03 Dec 10	5573,42	1,6458	27-sept-10	8714,36	1,3364	22/09/2010	3736,3	1,3078	16/09/2010	11146,57	0,7141	21-oct-10
10167,23	0,000179	06 Dec 10	5578,44	1,6378	28-sept-10	8654,8	1,3323	23/09/2010	3722,02	1,306	17/09/2010	11132,56	0,7181	22-oct-10
10141,1	0,000180	07 Dec 10	5569,27	1,631	29-sept-10	8808,09	1,3412	24/09/2010	3788,01	1,3074	20/09/2010	11164,05	0,7154	25-oct-10
10232,33	0,000180	08 Dec 10	5548,62	1,6276	30-sept-10	8794,92	1,3477	27/09/2010	3784,4	1,312	21/09/2010	11169,46	0,721	26-oct-10
10285,88	0,000179	09 Dec 10	5592,9	1,6298	01-oct-10	8820	1,346	28/09/2010	3735,05	1,3364	22/09/2010	11123,28	0,7257	27-oct-10
10211,95	0,000180	10 Dec 10	5555,97	1,6373	04-oct-10	8785,85	1,3611	29/09/2010	3710,61	1,3323	23/09/2010	11113,95	0,7194	28-oct-10
10293,89	0,000177	13 Dec 10	5635,76	1,6433	05-oct-10	8768,03	1,3648	30/09/2010	3782,48	1,3412	24/09/2010	11118,49	0,7195	29-oct-10
10316,77	0,000176	14 Dec 10	5681,39	1,6288	06-oct-10	8763,35	1,3726	01/10/2010	3766,16	1,3477	27/09/2010	11124,62	0,7199	01-nov-10
10309,78	0,000177	15 Dec 10	5662,13	1,622	07-oct-10	8706,69	1,3705	04/10/2010	3762,35	1,346	28/09/2010	11188,72	0,713	02-nov-10
10311,29	0,000177	16 Dec 10	5657,61	1,6197	08-oct-10	8811,39	1,378	05/10/2010	3737,12	1,3611	29/09/2010	11215,13	0,7136	03-nov-10
10303,83	0,000176	17 Dec 10	5672,4	1,6148	11-oct-10	8850,81	1,3856	06/10/2010	3715,18	1,3648	30/09/2010	11434,84	0,703	04-nov-10
10216,41	0,000177	20 Dec 10	5661,59	1,6043	12-oct-10	8847,94	1,397	07/10/2010	3692,09	1,3726	01/10/2010	11444,08	0,7126	05-nov-10
10370,53	0,000174	21 Dec 10	5747,35	1,5971	13-oct-10	8926,08	1,3874	08/10/2010	3649,81	1,3705	04/10/2010	11406,84	0,7196	08-nov-10
10346,48	0,000175	22 Dec 10	5727,21	1,6083	14-oct-10	8985,8	1,3936	11/10/2010	3731,39	1,378	05/10/2010	11346,75	0,7188	09-nov-10
10279,19	0,000175	24 Dec 10	5703,37	1,6187	15-oct-10	8997,94	1,3833	12/10/2010	3764,91	1,3856	06/10/2010	11357,04	0,73	10-nov-10
10344,54	0,000174	29 Dec 10	5742,52	1,6033	18-oct-10	9158,38	1,3958	13/10/2010	3770,47	1,397	07/10/2010	11283,1	0,7315	11-nov-10
10228,92	0,000175	30 Dec 10	5703,89	1,6177	19-oct-10	9161,36	1,4101	14/10/2010	3763,18	1,3874	08/10/2010	11192,58	0,7297	12-nov-10
			5728,93	1,6092	20-oct-10	9170,39	1,4089	15/10/2010	3768,49	1,3936	11/10/2010	11201,97	0,7355	15-nov-10
			5757,86	1,5983	21-oct-10	9180,04	1,3896	18/10/2010	3748,86	1,3833	12/10/2010	11023,5	0,7378	16-nov-10
			5741,37	1,5988	22-oct-10	9131,84	1,3859	19/10/2010	3828,34	1,3958	13/10/2010	11007,88	0,7385	17-nov-10
			5751,98	1,5821	25-oct-10	9208,43	1,3861	20/10/2010	3819,17	1,4101	14/10/2010	11181,23	0,7352	18-nov-10
			5707,3	1,6087	26-oct-10	9287,51	1,4016	21/10/2010	3827,37	1,4089	15/10/2010	11203,55	0,7321	19-nov-10
			5646,02	1,6293	27-oct-10	9305,93	1,3934	22/10/2010	3834,5	1,3896	18/10/2010	11178,58	0,7348	22-nov-10
			5677,89	1,6301	28-oct-10	9363,62	1,4031	25/10/2010	3807,17	1,3859	19/10/2010	11036,37	0,7444	23-nov-10
			5675,16	1,6308	29-oct-10	9323,92	1,3912	26/10/2010	3828,15	1,3861	20/10/2010	11187,28	0,7566	24-nov-10
			5694,62	1,6247	01-nov-10	9254,26	1,3803	27/10/2010	3878,27	1,4016	21/10/2010	11092	0,7567	26-nov-10
			5757,43	1,6024	02-nov-10	9255,97	1,3857	28/10/2010	3868,54	1,3934	22/10/2010	11052,49	0,764	29-nov-10
			5748,97	1,6132	03-nov-10	9301,26	1,3857	29/10/2010	3870	1,4031	25/10/2010	11006,02	0,7682	30-nov-10
			5862,79	1,6052	04-nov-10	9350,21	1,3926	01/11/2010	3852,66	1,3912	26/10/2010	11255,78	0,7656	01 Dec 10
			5875,35	1,599	05-nov-10	9397,11	1,4018	02/11/2010	3815,77	1,3803	27/10/2010	11362,41	0,7593	02 Dec 10
			5849,96	1,5973	08-nov-10	9373,37	1,4014	03/11/2010	3834,84	1,3857	28/10/2010	11382,19	0,7472	03 Dec 10
			5875,19	1,5877	09-nov-10	9456,47	1,4244	04/11/2010	3833,5	1,3857	29/10/2010	11362,19	0,7526	06 Dec 10
			5816,94	1,6036	10-nov-10	9450,82	1,4084	05/11/2010	3841,11	1,3926	01/11/2010	11359,16	0,7494	07 Dec 10
			5815,23	1,6198	11-nov-10	9452,55	1,3917	08/11/2010	3865,72	1,4018	02/11/2010	11372,48	0,7568	08 Dec 10
			5796,87	1,6339	12-nov-10	9507,22	1,3945	09/11/2010	3842,94	1,4014	03/11/2010	11370,06	0,7589	09 Dec 10
			5820,41	1,627	15-nov-10	9429,41	1,377	10/11/2010	3916,78	1,4244	04/11/2010	11410,32	0,7563	10 Dec 10
			5681,9	1,6287	16-nov-10	9363,99	1,37	11/11/2010	3916,73	1,4084	05/11/2010	11428,56	0,747	13 Dec 10

			5692,56	1,6214	17-nov-10	9349,62	1,3711	12/11/2010	3913,7	1,3917	08/11/2010	11476,54	0,7471	14 Dec 10
			5768,71	1,6187	18-nov-10	9423,97	1,3626	15/11/2010	3945,71	1,3945	09/11/2010	11457,47	0,7503	15 Dec 10
			5732,83	1,621	19-nov-10	9170,78	1,3612	16/11/2010	3888,45	1,377	10/11/2010	11499,25	0,7579	16 Dec 10
			5680,83	1,6159	22-nov-10	9223,01	1,3481	17/11/2010	3867,35	1,37	11/11/2010	11491,91	0,7605	17 Dec 10
			5581,28	1,6247	23-nov-10	9396,53	1,3647	18/11/2010	3831,12	1,3711	12/11/2010	11478,13	0,7634	20 Dec 10
			5657,1	1,6044	24-nov-10	9412,5	1,3674	19/11/2010	3864,24	1,3626	15/11/2010	11533,16	0,7614	21 Dec 10
			5698,93	1,6054	25-nov-10	9383,11	1,3647	22/11/2010	3762,47	1,3612	16/11/2010	11559,49	0,7635	22 Dec 10
			5668,7	1,6199	26-nov-10	9174,34	1,3496	23/11/2010	3792,35	1,3481	17/11/2010	11585,38	0,7613	29 Dec 10
			5550,95	1,6214	29-nov-10	9356,39	1,3339	24/11/2010	3867,97	1,3647	18/11/2010	11569,71	0,7528	30 Dec 10
			5528,27	1,6235	30-nov-10	9484,02	1,3321	25/11/2010	3860,16	1,3674	19/11/2010	11577,51	0,7454	31 Dec 10
			5642,5	1,6168	01 Dec 10	9458,54	1,3225	26/11/2010	3818,89	1,3647	22/11/2010			
			5767,56	1,5981	02 Dec 10	9260,45	1,3146	29/11/2010	3724,42	1,3496	23/11/2010			
			5745,32	1,5908	03 Dec 10	9289,96	1,2998	30/11/2010	3747,61	1,3339	24/11/2010			
			5770,28	1,5853	06 Dec 10	9518,23	1,3115	01/12/2010	3760,42	1,3321	25/11/2010			
			5808,45	1,5959	07 Dec 10	9759,3	1,3155	02/12/2010	3728,65	1,3225	26/11/2010			
			5794,53	1,6157	08 Dec 10	9783,56	1,3246	03/12/2010	3636,96	1,3146	29/11/2010			
			5807,96	1,6005	09 Dec 10	9845,69	1,328	06/12/2010	3610,44	1,2998	30/11/2010			
			5812,95	1,6036	10 Dec 10	9921,16	1,3363	07/12/2010	3629,29	1,3115	01/12/2010			
			5860,75	1,5948	13 Dec 10	9890,16	1,32	08/12/2010	3747,04	1,3155	02/12/2010			
			5891,21	1,5797	14 Dec 10	9806,02	1,3214	09/12/2010	3750,55	1,3246	03/12/2010			
			5882,18	1,5745	15 Dec 10	9846,77	1,3244	10/12/2010	3749,23	1,328	06/12/2010			
			5881,12	1,5851	16 Dec 10	9919,64	1,3267	13/12/2010	3810,5	1,3363	07/12/2010			
			5871,75	1,57	17 Dec 10	9901,55	1,3435	14/12/2010	3831,98	1,32	08/12/2010			
			5891,61	1,5624	20 Dec 10	9921,28	1,336	15/12/2010	3858,05	1,3214	09/12/2010			
			5951,8	1,5513	21 Dec 10	9935,27	1,3238	16/12/2010	3857,35	1,3244	10/12/2010			
			5983,49	1,5385	22 Dec 10	9906,85	1,326	17/12/2010	3892,44	1,3267	13/12/2010			
			5996,07	1,5345	23 Dec 10	9976	1,3147	20/12/2010	3902,87	1,3435	14/12/2010			
			6008,92	1,5374	24 Dec 10	10073,63	1,3155	21/12/2010	3880,19	1,336	15/12/2010			
			5996,36	1,5221	29 Dec 10	10139,18	1,3112	22/12/2010	3888,36	1,3238	16/12/2010			
			5971,01	1,5204	30 Dec 10	10093,97	1,3136	27/12/2010	3867,35	1,326	17/12/2010			
			5899,94	1,5272	31 Dec 10	10080,69	1,3195	28/12/2010	3885,08	1,3147	20/12/2010			
						10114,19	1,3136	29/12/2010	3927,49	1,3155	21/12/2010			
						10128,12	1,328	30/12/2010	3919,71	1,3112	22/12/2010			
									3911,32	1,3064	23/12/2010			
									3900,39	1,3099	24/12/2010			
									3862,19	1,3136	27/12/2010			
									3858,72	1,3195	28/12/2010			
									3890,65	1,3136	29/12/2010			
									3850,76	1,328	30/12/2010			
									3804,78	1,3362	31/12/2010			

الملحق رقم (2): تغيرات أسعار صرف العملات ومؤشرات أسعار الأسهم في الدول الناشئة

كوسبي	الوون/دولار	التاريخ	BSE Sens	الروبية/دولار	التاريخ	ISE100	الليرة/دولار	التاريخ	اليوفيسيت	الريال/دولار	التاريخ
1853,45	0,0010673	02-janv-08	20465,3	0,0253872	02-janv-08	54708,42	0,85499	02-janv-08	62815,13	0,5648	02/01/2008
1852,73	0,0010677	03-janv-08	20345,2	0,0254647	03-janv-08	53541,27	0,85507	03-janv-08	62891,97	0,5645	03/01/2008
1863,9	0,0010655	04-janv-08	20686,89	0,0255297	04-janv-08	52529,98	0,85339	04-janv-08	61036,61	0,5694	04/01/2008
1831,14	0,0010634	07-janv-08	20812,65	0,0255363	07-janv-08	52569,54	0,85251	07-janv-08	60772,15	0,5693	07/01/2008
1826,23	0,0010647	08-janv-08	20873,33	0,0255493	08-janv-08	53235,93	0,86296	08-janv-08	62080,73	0,5660	08/01/2008
1844,47	0,0010668	09-janv-08	20869,78	0,0255493	09-janv-08	52730,72	0,86133	09-janv-08	62673,09	0,5699	09/01/2008
1824,78	0,0010666	10-janv-08	20582,08	0,0254582	10-janv-08	52351,01	0,86670	10-janv-08	63515,48	0,5655	10/01/2008
1782,27	0,0010667	11-janv-08	20827,45	0,0254582	11-janv-08	51920,59	0,86941	11-janv-08	61942,36	0,5675	11/01/2008
1765,68	0,0010668	14-janv-08	20728,05	0,0255363	14-janv-08	51480,89	0,87199	14-janv-08	62187,78	0,5705	14/01/2008
1746,95	0,0010688	15-janv-08	20251,09	0,0254777	15-janv-08	50377,34	0,86708	15-janv-08	58777,45	0,5733	16/01/2008
1704,97	0,0010638	16-janv-08	19868,11	0,0254453	16-janv-08	49093,83	0,84839	16-janv-08	57036,85	0,5675	17/01/2008
1723,55	0,0010576	17-janv-08	19700,82	0,0255297	17-janv-08	48902,75	0,84818	17-janv-08	57506,47	0,5656	18/01/2008
1734,72	0,0010607	18-janv-08	19013,7	0,0254582	18-janv-08	48657,46	0,84360	18-janv-08	53709,11	0,5605	21/01/2008
1683,56	0,0010543	21-janv-08	17605,35	0,0253936	21-janv-08	45544,08	0,82190	21-janv-08	56097,18	0,5497	22/01/2008
1609,02	0,0010482	22-janv-08	16729,94	0,0254972	22-janv-08	44593,71	0,83459	22-janv-08	54234,82	0,5545	23/01/2008
1628,42	0,0010495	23-janv-08	17594,07	0,0254001	23-janv-08	42539,49	0,83153	23-janv-08	57463,31	0,5513	24/01/2008
1663	0,0010534	24-janv-08	17221,74	0,0253872	24-janv-08	45010,73	0,84353	24-janv-08	57463,31	0,5594	25/01/2008
1692,41	0,0010565	25-janv-08	18361,66	0,0254194	25-janv-08	45497,24	0,84140	25-janv-08	59529,58	0,5587	29/01/2008
1627,19	0,0010529	28-janv-08	18152,78	0,0254777	28-janv-08	43706,68	0,84388	28-janv-08	60289,41	0,5633	30/01/2008
1637,91	0,0010591	29-janv-08	18091,94	0,0254453	29-janv-08	44572,7	0,84911	29-janv-08	58968,53	0,5733	06/02/2008
1589,06	0,0010587	30-janv-08	17758,64	0,0254842	30-janv-08	44304,44	0,84969	30-janv-08	58969,48	0,5707	07/02/2008
1624,68	0,0010595	31-janv-08	17648,71	0,0254582	31-janv-08	42697,56	0,85179	31-janv-08	59075,98	0,5676	08/02/2008
1634,53	0,001059	01 Feb 08	18242,58	0,0255558	01 Feb 08	44452,08	0,85463	01 Feb 08	60643,22	0,5564	11/02/2008
1690,13	0,0010607	04 Feb 08	18660,32	0,0255493	04 Feb 08	45719,91	0,85719	04 Feb 08	61818,99	0,5730	14/02/2008
1696,57	0,0010598	05 Feb 08	18663,16	0,0253743	05 Feb 08	44350,78	0,84926	05 Feb 08	61271,87	0,5727	15/02/2008
1640,67	0,0010579	11 Feb 08	18139,49	0,0253614	06 Feb 08	43317,49	0,84502	06 Feb 08	62801,43	0,5704	18/02/2008
1643,29	0,0010577	12 Feb 08	17526,93	0,025355	07 Feb 08	41866,42	0,83167	07 Feb 08	62296,54	0,5752	19/02/2008
1631,78	0,0010573	13 Feb 08	17464,89	0,0252461	08 Feb 08	41957,86	0,82454	08 Feb 08	63747,49	0,5773	20/02/2008
1697,45	0,001058	14 Feb 08	16630,91	0,0252461	11 Feb 08	41382,84	0,81733	11 Feb 08	63792,23	0,5766	21/02/2008
1694,77	0,0010581	15 Feb 08	16608,01	0,0252717	12 Feb 08	43539,85	0,82665	12 Feb 08	64608,78	0,5849	22/02/2008
1696,24	0,0010579	18 Feb 08	16949,14	0,0251509	13 Feb 08	44752,46	0,83139	13 Feb 08	65000,94	0,5871	25/02/2008
1720,52	0,0010595	19 Feb 08	17766,63	0,0252653	14 Feb 08	45493,66	0,83403	14 Feb 08	65182,61	0,5864	26/02/2008
1687,91	0,0010567	20 Feb 08	18115,25	0,0252143	15 Feb 08	44305,27	0,83347	15 Feb 08	65494,85	0,5926	27/02/2008

1704,36	0,0010545	21 Feb 08	18048,05	0,0251953	18 Feb 08	45741,67	0,83822	18 Feb 08	65555,08	0,5986	28/02/2008
1609,02	0,0010543	22 Feb 08	18075,66	0,025113	19 Feb 08	46249,27	0,83893	19 Feb 08	63489,3	0,5983	29/02/2008
1709,13	0,0010559	25 Feb 08	17617,6	0,0249252	20 Feb 08	45876,74	0,82338	20 Feb 08	64490,46	0,5944	03/03/2008
1709,13	0,0010557	26 Feb 08	17734,68	0,0251004	21 Feb 08	46446,64	0,83001	21 Feb 08	63655,54	0,5950	04/03/2008
1720,89	0,0010626	27 Feb 08	16729,94	0,025	22 Feb 08	44593,71	0,82747	22 Feb 08	64629,48	0,5980	05/03/2008
1736,17	0,001068	28 Feb 08	17650,57	0,0250564	25 Feb 08	44894,96	0,83424	25 Feb 08	61867,99	0,5984	07/03/2008
1711,62	0,001065	29 Feb 08	17806,19	0,0250627	26 Feb 08	45524,52	0,84140	26 Feb 08	59999,27	0,5941	10/03/2008
1671,73	0,0010561	03-mars-08	17825,99	0,0251572	27 Feb 08	46260,3	0,84890	27 Feb 08	62367,72	0,5887	11/03/2008
1676,18	0,0010559	04-mars-08	17824,48	0,0251319	28 Feb 08	45823,3	0,84868	28 Feb 08	62176,58	0,5904	12/03/2008
1677,1	0,0010546	05-mars-08	17578,72	0,0250501	29 Feb 08	44776,88	0,82898	29 Feb 08	62279,71	0,5957	13/03/2008
1697,44	0,001053	06-mars-08	16677,88	0,0247893	03-mars-08	43343,59	0,81867	03-mars-08	61990,99	0,5895	14/03/2008
1663,97	0,0010443	07-mars-08	16339,89	0,0248633	04-mars-08	42923,03	0,82196	04-mars-08	60011,84	0,5904	17/03/2008
1625,17	0,001036	10-mars-08	16542,08	0,0248694	05-mars-08	43468,03	0,82699	05-mars-08	61932,78	0,5800	18/03/2008
1641,48	0,0010309	11-mars-08	15975,52	0,0247341	07-mars-08	42523,85	0,81833	06-mars-08	58827,36	0,5883	19/03/2008
1658,83	0,0010295	12-mars-08	15923,72	0,0247525	10-mars-08	41537,22	0,80626	07-mars-08	58987,31	0,5871	20/03/2008
1615,62	0,0010179	13-mars-08	16123,15	0,0248509	11-mars-08	41534,89	0,79808	10-mars-08	61234,06	0,5745	25/03/2008
1600,26	0,0010026	14-mars-08	16127,98	0,0249813	12-mars-08	43318,03	0,80906	11-mars-08	61415,28	0,5767	26/03/2008
1574,44	0,0009762	17-mars-08	15357,35	0,0248818	13-mars-08	44248,15	0,81699	12-mars-08	60761,68	0,5787	27/03/2008
1588,75	0,0009903	18-mars-08	15760,52	0,0247463	14-mars-08	42421,93	0,81380	13-mars-08	60962,07	0,5731	31/03/2008
1622,23	0,0009895	19-mars-08	14809,49	0,0247097	17-mars-08	42585,91	0,81268	14-mars-08	62774,85	0,5720	01/04/2008
1623,39	0,0009904	20-mars-08	14833,46	0,0248694	18-mars-08	39409,41	0,78852	17-mars-08	63364,36	0,5706	02/04/2008
1674,93	0,0010244	25-mars-08	14994,83	0,0248633	19-mars-08	40720,27	0,81050	18-mars-08	64175,05	0,5674	03/04/2008
1679,67	0,0010136	26-mars-08	16217,49	0,0250376	25-mars-08	40907	0,81116	19-mars-08	64445,97	0,5799	04/04/2008
1676,24	0,0010125	27-mars-08	16086,83	0,0250188	26-mars-08	39847,79	0,80064	20-mars-08	64175,58	0,5845	07/04/2008
1701,83	0,001007	28-mars-08	16015,56	0,025025	27-mars-08	40992,42	0,80032	25-mars-08	64539,54	0,5889	08/04/2008
1703,99	0,0010091	31-mars-08	16371,29	0,0251446	28-mars-08	40658,47	0,78759	26-mars-08	63476,92	0,5872	09/04/2008
1702,25	0,0010203	01 Apr 08	15644,44	0,0250125	31-mars-08	40634,89	0,78474	27-mars-08	63527,11	0,5928	10/04/2008
1742,19	0,0010163	02 Apr 08	15626,62	0,0250376	01 Apr 08	39501,17	0,76982	28-mars-08	62153,45	0,5928	14/04/2008
1763,63	0,0010221	03 Apr 08	15750,4	0,0250313	02 Apr 08	39015,44	0,74850	31-mars-08	62618,39	0,5932	15/04/2008
1766,49	0,0010241	04 Apr 08	15832,55	0,0250313	03 Apr 08	40674,17	0,76220	01 Apr 08	64154,94	0,5947	16/04/2008
1773,56	0,0010251	07 Apr 08	15343,12	0,0250564	04 Apr 08	40985,2	0,77754	02 Apr 08	64552,42	0,5991	17/04/2008
1754,71	0,0010221	08 Apr 08	15757,08	0,0250627	07 Apr 08	40160,13	0,76611	03 Apr 08	65221,46	0,6031	18/04/2008
1764,64	0,0010241	10 Apr 08	15587,62	0,0249938	08 Apr 08	41362,71	0,77322	04 Apr 08	64947,54	0,6036	23/04/2008
1779,71	0,0010246	11 Apr 08	15790,51	0,0250501	09 Apr 08	42277,15	0,77730	07 Apr 08	64576,26	0,6034	24/04/2008
1746,71	0,0010241	14 Apr 08	15695,1	0,025025	10 Apr 08	42170,18	0,77351	08 Apr 08	65187,34	0,5996	25/04/2008

1742,17	0,0010132	15 Apr 08	15807,64	0,0250501	11 Apr 08	42900,49	0,77310	09 Apr 08	65677,73	0,5995	28/04/2008
1758,56	0,0010094	16 Apr 08	16153,66	0,0250282	15 Apr 08	42096,46	0,76905	10 Apr 08	69366,38	0,5930	02/05/2008
1768,67	0,0010025	17 Apr 08	16244,19	0,0250313	16 Apr 08	41980,11	0,76511	11 Apr 08	70195,27	0,6061	05/05/2008
1771,9	0,0009995	18 Apr 08	16481,2	0,0251256	17 Apr 08	41747,3	0,76254	14 Apr 08	69017,66	0,6035	06/05/2008
1800,48	0,001002	21 Apr 08	16739,33	0,0250878	21 Apr 08	41583,13	0,76144	15 Apr 08	69722,25	0,6022	07/05/2008
1787,49	0,0010005	22 Apr 08	16783,87	0,0250376	22 Apr 08	41555,97	0,75477	16 Apr 08	69645,7	0,5976	08/05/2008
1800,79	0,0010073	23 Apr 08	16698,04	0,0249813	23 Apr 08	41601,82	0,75301	17 Apr 08	70415,81	0,5907	09/05/2008
1799,34	0,0010043	24 Apr 08	16721,08	0,0249594	24 Apr 08	42641,06	0,76249	18 Apr 08	70503,25	0,5903	12/05/2008
1824,68	0,0010058	25 Apr 08	17125,98	0,024919	25 Apr 08	43065,24	0,75994	21 Apr 08	70026,62	0,5976	13/05/2008
1823,17	0,0010038	28 Apr 08	17015,96	0,0249563	28 Apr 08	42827,71	0,76511	22 Apr 08	71492,36	0,6033	14/05/2008
1811,51	0,0009975	29 Apr 08	17378,46	0,0247647	29 Apr 08	43190,25	0,77580	24 Apr 08	72766,93	0,6012	15/05/2008
1825,47	0,0009954	30 Apr 08	17287,31	0,0246548	30 Apr 08	43593,8	0,77250	25 Apr 08	73438,83	0,6088	19/05/2008
1848,27	0,0009906	02 May 08	17600,12	0,0246063	02 May 08	43613,96	0,78450	28 Apr 08	73516,8	0,6078	20/05/2008
1859,06	0,000985	06 May 08	17373,01	0,0244948	06 May 08	43054,48	0,77894	29 Apr 08	72294,8	0,6038	21/05/2008
1854,01	0,0009706	07 May 08	17339,31	0,0242043	07 May 08	43668,12	0,78296	30 Apr 08	71451,8	0,6066	23/05/2008
1848	0,0009579	08 May 08	17080,65	0,0239981	08 May 08	43425,85	0,79409	02 May 08	70992,05	0,6046	26/05/2008
1823,7	0,000962	09 May 08	16737,07	0,0241022	09 May 08	42896,17	0,79536	06 May 08	73153,23	0,6023	27/05/2008
1842,8	0,000956	13 May 08	16860,9	0,0238322	12 May 08	43272,46	0,80141	07 May 08	71797,54	0,5998	28/05/2008
1843,75	0,0009542	14 May 08	16752,86	0,023753	13 May 08	42310,37	0,79001	08 May 08	72592,5	0,6065	30/05/2008
1885,71	0,000956	15 May 08	16978,35	0,0235905	14 May 08	42034,7	0,78970	09 May 08	71897,25	0,6140	02/06/2008
1888,88	0,0009636	16 May 08	17353,54	0,0234467	15 May 08	41638,5	0,79472	12 May 08	69785,87	0,6152	06/06/2008
1885,37	0,0009601	19 May 08	17434,94	0,0235239	16 May 08	41831,11	0,79936	13 May 08	67774,94	0,6151	10/06/2008
1873,15	0,0009553	20 May 08	17230,18	0,0235239	20 May 08	42522,74	0,79853	14 May 08	66794,76	0,6104	11/06/2008
1847,51	0,0009629	21 May 08	17243,16	0,0233973	21 May 08	42624,17	0,80704	15 May 08	67752,88	0,6087	12/06/2008
1835,42	0,0009606	22 May 08	16907,11	0,0232802	22 May 08	42498,82	0,80991	16 May 08	67090,45	0,6201	18/06/2008
1827,94	0,0009563	23 May 08	16649,64	0,0234274	23 May 08	41296,5	0,80821	20 May 08	64167,77	0,6208	24/06/2008
1825,23	0,0009592	27 May 08	16275,59	0,0232721	27 May 08	41011,25	0,80418	21 May 08	65853,34	0,6235	25/06/2008
1805,64	0,0009678	28 May 08	16525,37	0,0234577	28 May 08	40752,45	0,80257	22 May 08	63946,92	0,6253	26/06/2008
1841,22	0,0009699	29 May 08	16316,26	0,0235073	29 May 08	39960,99	0,80199	23 May 08	63421,11	0,6272	27/06/2008
1852,02	0,0009718	30 May 08	16415,57	0,0235516	30 May 08	40189,29	0,80263	27 May 08	65017,58	0,6223	30/06/2008
1847,53	0,0009783	02-juin-08	16063,18	0,0235877	02-juin-08	39384,87	0,81433	28 May 08	63396,19	0,6285	01/07/2008
1819,39	0,0009833	03-juin-08	15962,56	0,0235239	03-juin-08	39086,47	0,82142	29 May 08	61106,22	0,6229	02/07/2008
1833,81	0,0009817	04-juin-08	15514,79	0,0234687	04-juin-08	39969,63	0,82136	30 May 08	59273,38	0,6256	03/07/2008
1832,31	0,000977	05-juin-08	15769,72	0,0233073	05-juin-08	40121,15	0,81613	02-juin-08	59365,35	0,6219	04/07/2008
1774,38	0,0009722	10-juin-08	15572,18	0,0234522	06-juin-08	40451,73	0,81599	03-juin-08	59088,2	0,6214	07/07/2008

1781,67	0,0009713	11-juin-08	15066,1	0,0233863	09-juin-08	39832,1	0,81334	04-juin-08	59535,95	0,6237	08/07/2008
1739,36	0,0009669	12-juin-08	14889,25	0,0232937	10-juin-08	40463,96	0,80238	05-juin-08	60252,74	0,6217	10/07/2008
1747,35	0,000958	13-juin-08	15185,32	0,0234384	11-juin-08	39645,54	0,80678	06-juin-08	60148,26	0,6196	11/07/2008
1760,82	0,0009618	16-juin-08	15250,2	0,0234137	12-juin-08	38655,1	0,79346	10-juin-08	60720,9	0,6241	14/07/2008
1750,71	0,000979	17-juin-08	15189,62	0,0232802	13-juin-08	38238,41	0,79409	11-juin-08	61015,09	0,6276	15/07/2008
1774,13	0,0009704	18-juin-08	15395,82	0,0232992	16-juin-08	38593,64	0,79751	12-juin-08	62056,47	0,6289	16/07/2008
1740,72	0,0009725	19-juin-08	15696,9	0,0233345	17-juin-08	38295,72	0,79580	13-juin-08	60108,72	0,6269	17/07/2008
1731	0,0009683	20-juin-08	15422,31	0,0233481	18-juin-08	38465,62	0,80354	16-juin-08	59988,1	0,6287	18/07/2008
1715,59	0,0009613	23-juin-08	15087,99	0,0232964	19-juin-08	38724,11	0,81301	17-juin-08	60771,79	0,6277	21/07/2008
1710,84	0,0009681	24-juin-08	14571,29	0,0233236	20-juin-08	38136,78	0,81281	18-juin-08	59647,32	0,6325	22/07/2008
1717,79	0,0009664	25-juin-08	14293,32	0,0233263	23-juin-08	38006,96	0,81780	19-juin-08	59420,86	0,6328	23/07/2008
1717,66	0,0009622	26-juin-08	14106,58	0,0233263	24-juin-08	37912,85	0,81480	20-juin-08	57434,37	0,6319	24/07/2008
1684,45	0,0009597	27-juin-08	14220,07	0,0234	25-juin-08	37583,67	0,81288	23-juin-08	57199,14	0,6340	25/07/2008
1674,92	0,0009542	30-juin-08	14421,82	0,0234659	26-juin-08	37275,87	0,81268	24-juin-08	56869,02	0,6354	28/07/2008
1666,46	0,0009515	01-juil-08	13802,22	0,0233699	27-juin-08	37572,64	0,82257	25-juin-08	58042,87	0,6351	29/07/2008
1623,6	0,0009643	02-juil-08	13461,6	0,0232883	30-juin-08	36578,95	0,81987	26-juin-08	59997,64	0,6361	30/07/2008
1606,54	0,0009567	03-juil-08	12961,68	0,0231267	01-juil-08	35829,4	0,81314	27-juin-08	59505,17	0,6397	31/07/2008
1577,94	0,0009534	04-juil-08	13664,62	0,023218	02-juil-08	35089,53	0,81793	30-juin-08	57630,35	0,6387	01/08/2008
1579,72	0,0009569	07-juil-08	13094,11	0,0231589	03-juil-08	33208,24	0,81064	01-juil-08	55609,07	0,6416	04/08/2008
1533,47	0,0009732	08-juil-08	13454	0,023175	04-juil-08	33566,4	0,80717	02-juil-08	56470,59	0,6389	05/08/2008
1519,38	0,0010003	09-juil-08	13525,99	0,0231535	07-juil-08	33919,76	0,80360	03-juil-08	57542,49	0,6360	06/08/2008
1537,43	0,0010015	10-juil-08	13349,65	0,0231134	08-juil-08	34300,37	0,81024	04-juil-08	57017,55	0,6340	07/08/2008
1567,51	0,0010003	11-juil-08	13964,26	0,0232396	09-juil-08	35010,04	0,81553	07-juil-08	56584,4	0,6315	08/08/2008
1558,62	0,000996	14-juil-08	13926,24	0,0232829	10-juil-08	34894,68	0,81340	08-juil-08	54720,25	0,6200	11/08/2008
1509,33	0,0009918	15-juil-08	13469,85	0,0233631	11-juil-08	34603,27	0,82034	09-juil-08	54502,97	0,6196	12/08/2008
1507,4	0,0009926	16-juil-08	13330,51	0,0233155	14-juil-08	35574,64	0,81706	10-juil-08	54573,18	0,6191	13/08/2008
1525,56	0,0009886	17-juil-08	12676,19	0,0231857	15-juil-08	35006,46	0,81813	11-juil-08	55138,35	0,6172	14/08/2008
1509,99	0,000986	18-juil-08	12575,8	0,0232153	16-juil-08	35816,27	0,82169	14-juil-08	54244,03	0,6174	15/08/2008
1562,92	0,0009821	21-juil-08	13111,85	0,0234137	17-juil-08	35254,97	0,81907	15-juil-08	53326,54	0,6105	18/08/2008
1561,23	0,0009847	22-juil-08	13635,4	0,0234055	18-juil-08	36374,36	0,82048	16-juil-08	53638,69	0,6120	19/08/2008
1591,76	0,0009901	23-juil-08	13850,04	0,0234852	21-juil-08	37695,26	0,83292	17-juil-08	55377,15	0,6122	20/08/2008
1526,14	0,000993	24-juil-08	14104,2	0,0234852	22-juil-08	37946,57	0,84211	18-juil-08	55934,69	0,6173	21/08/2008
1567,2	0,000993	25-juil-08	14942,38	0,0237727	23-juil-08	38703,75	0,83787	21-juil-08	55850,13	0,6198	22/08/2008
1598,29	0,0009938	28-juil-08	14777,01	0,023753	24-juil-08	37616,17	0,83250	22-juil-08	54477,25	0,6169	25/08/2008
1597,93	0,0009936	29-juil-08	14274,94	0,0237192	25-juil-08	38555,56	0,83050	23-juil-08	54358,7	0,6147	26/08/2008

1577,7	0,0009879	30-juil-08	14349,11	0,0235073	28-juil-08	38944,38	0,82988	24-juil-08	55519,24	0,6110	27/08/2008
1594,67	0,0009881	31-juil-08	13791,54	0,0234439	29-juil-08	37565,95	0,82946	25-juil-08	56382,22	0,6171	28/08/2008
1573,77	0,0009847	01 Aug 08	14287,21	0,0236239	30-juil-08	38120,94	0,82939	28-juil-08	55680,41	0,6152	29/08/2008
1543,05	0,0009823	04 Aug 08	14355,75	0,0235386	31-juil-08	39154,74	0,83773	29-juil-08	53524,01	0,6026	03/09/2008
1535,54	0,0009833	05 Aug 08	14656,69	0,0236351	01 Aug 08	41342,3	0,84789	30-juil-08	51408,54	0,5981	04/09/2008
1578,71	0,0009844	06 Aug 08	14577,87	0,0235557	04 Aug 08	42200,75	0,86670	31-juil-08	51939,6	0,5882	05/09/2008
1564	0,0009838	07 Aug 08	14961,07	0,0237192	05 Aug 08	42984,66	0,86513	01 Aug 08	50717,97	0,5882	08/09/2008
1568,72	0,0009728	08 Aug 08	15073,54	0,0237925	06 Aug 08	43256,37	0,86625	04 Aug 08	48435,3	0,5789	09/09/2008
1581,09	0,0009679	11 Aug 08	15117,25	0,0237727	07 Aug 08	42237,75	0,86505	05 Aug 08	49633,16	0,5703	10/09/2008
1577,12	0,0009674	12 Aug 08	15167,82	0,0238039	08 Aug 08	42075,85	0,85911	06 Aug 08	51270,4	0,5602	11/09/2008
1562,72	0,0009634	13 Aug 08	15503,92	0,0237164	11 Aug 08	41627,66	0,85682	07 Aug 08	52392,86	0,5480	12/09/2008
1572,19	0,0009618	14 Aug 08	15212,13	0,0236463	12 Aug 08	40949,91	0,84353	08 Aug 08	48416,33	0,5585	15/09/2008
1567,71	0,0009592	18 Aug 08	15093,12	0,0234962	13 Aug 08	41733,27	0,84424	11 Aug 08	45908,51	0,5434	17/09/2008
1541,41	0,0009506	19 Aug 08	14724,18	0,0232477	14 Aug 08	41461,84	0,84610	12 Aug 08	48422,75	0,5361	18/09/2008
1540,71	0,0009551	20 Aug 08	14645,66	0,0229384	18 Aug 08	41253,85	0,84168	13 Aug 08	53055,38	0,5222	19/09/2008
1512,59	0,0009494	21 Aug 08	14543,73	0,0229489	19 Aug 08	41710,52	0,84796	14 Aug 08	51540,58	0,5438	22/09/2008
1496,91	0,0009385	22 Aug 08	14678,23	0,0229253	20 Aug 08	42194,42	0,84402	15 Aug 08	49593,17	0,5561	23/09/2008
1490,25	0,0009193	26 Aug 08	14243,73	0,0230203	21 Aug 08	41946,9	0,84552	18 Aug 08	49842,99	0,5484	24/09/2008
1493,92	0,0009219	27 Aug 08	14401,49	0,0230787	22 Aug 08	40488,11	0,83738	19 Aug 08	51828,46	0,5424	25/09/2008
1474,15	0,0009236	28 Aug 08	14482,22	0,0228571	26 Aug 08	39801,35	0,84076	20 Aug 08	50782,99	0,5474	26/09/2008
1474,24	0,0009184	29 Aug 08	14296,79	0,02292	27 Aug 08	39569,58	0,84055	21 Aug 08	46028,06	0,5392	29/09/2008
1414,43	0,0008961	01-sept-08	14048,34	0,0228728	28 Aug 08	40894,27	0,84402	22 Aug 08	49541,27	0,5115	30/09/2008
1407,14	0,000883	02-sept-08	14563,53	0,0228833	29 Aug 08	40097,46	0,83977	26 Aug 08	49798,65	0,5226	01/10/2008
1426,89	0,0008707	03-sept-08	14498,51	0,0226372	01-sept-08	39576,03	0,83998	27 Aug 08	46145,1	0,5207	02/10/2008
1426,43	0,000886	04-sept-08	15049,86	0,022553	02-sept-08	40149,97	0,84495	28 Aug 08	44517,32	0,4982	03/10/2008
1404,38	0,0008945	05-sept-08	14899,1	0,0225887	04-sept-08	39844,48	0,84538	29 Aug 08	42100,79	0,4870	06/10/2008
1476,65	0,000925	08-sept-08	14483,83	0,0224014	05-sept-08	39456,77	0,84459	01-sept-08	40139,85	0,4595	07/10/2008
1454,5	0,0009137	09-sept-08	14944,97	0,0224669	08-sept-08	40437,07	0,83857	02-sept-08	38593,54	0,4571	08/10/2008
1464,98	0,0009162	10-sept-08	14900,76	0,0223564	09-sept-08	40328,52	0,82651	03-sept-08	37080,3	0,4181	09/10/2008
1443,24	0,0008995	11-sept-08	14662,61	0,0221951	10-sept-08	39556,37	0,81268	04-sept-08	35609,54	0,4585	10/10/2008
1477,92	0,0009007	12-sept-08	14324,29	0,0219877	11-sept-08	39115,63	0,80405	05-sept-08	40829,13	0,4372	13/10/2008
1387,75	0,0008624	16-sept-08	14000,81	0,0218699	12-sept-08	40517,08	0,81433	08-sept-08	41569,03	0,4640	14/10/2008
1425,26	0,0008959	17-sept-08	13531,27	0,0217581	15-sept-08	40124,57	0,81235	09-sept-08	36833,02	0,4812	15/10/2008
1392,42	0,0008666	18-sept-08	13518,8	0,0213561	16-sept-08	39294,96	0,80808	10-sept-08	36441,72	0,4642	16/10/2008
1455,78	0,0008768	19-sept-08	13262,9	0,0216591	17-sept-08	37388,13	0,79271	11-sept-08	36399,09	0,4577	17/10/2008

1460,34	0,0008863	22-sept-08	13315,6	0,0215378	18-sept-08	37033,87	0,80645	12-sept-08	39441,08	0,4759	20/10/2008
1481,37	0,0008706	23-sept-08	14042,32	0,0218198	19-sept-08	35081,44	0,79239	15-sept-08	39043,39	0,4725	21/10/2008
1495,98	0,0008663	24-sept-08	13994,96	0,0220677	22-sept-08	33736,35	0,78493	16-sept-08	29435,11	0,4694	27/10/2008
1501,63	0,0008633	25-sept-08	13570,31	0,0219106	23-sept-08	32727,57	0,77882	17-sept-08	33386,65	0,4441	28/10/2008
1476,33	0,0008613	26-sept-08	13692,52	0,0217723	24-sept-08	32216,43	0,78137	18-sept-08	34845,21	0,4610	29/10/2008
1456,36	0,0008412	29-sept-08	13547,18	0,0217061	25-sept-08	36370,16	0,79942	19-sept-08	37448,77	0,4692	30/10/2008
1448,06	0,0008285	30-sept-08	13102,18	0,0214984	26-sept-08	36183,62	0,80815	22-sept-08	37256,84	0,4730	31/10/2008
1439,67	0,0008422	01-oct-08	12595,75	0,0215031	29-sept-08	35454,17	0,80502	23-sept-08	40254,8	0,4585	04/11/2008
1419,65	0,0008172	02-oct-08	12860,43	0,0215169	30-sept-08	35177,11	0,80678	24-sept-08	37785,66	0,4713	05/11/2008
1358,75	0,000788	06-oct-08	13055,67	0,0215146	01-oct-08	36361,84	0,81083	25-sept-08	36776,27	0,4629	10/11/2008
1366,1	0,0007527	07-oct-08	12526,32	0,0212675	03-oct-08	36556,61	0,80952	26-sept-08	37261,9	0,4689	11/11/2008
1386,69	0,0007168	08-oct-08	11801,7	0,0209424	06-oct-08	36051,3	0,79378	29-sept-08	34373,99	0,4545	12/11/2008
1294,89	0,0007233	09-oct-08	11695,24	0,0209118	07-oct-08	34553	0,77006	03-oct-08	35789,1	0,4291	14/11/2008
1241,47	0,0007648	10-oct-08	11328,36	0,0208943	08-oct-08	31574,74	0,72685	06-oct-08	35717,21	0,4388	17/11/2008
1288,53	0,0008062	13-oct-08	10527,85	0,0206398	10-oct-08	31561,87	0,73303	07-oct-08	34094,66	0,4361	18/11/2008
1367,69	0,0008287	14-oct-08	11309,09	0,0207857	13-oct-08	30772,63	0,70947	08-oct-08	33404,55	0,4350	19/11/2008
1340,28	0,0008072	15-oct-08	11483,4	0,0208268	14-oct-08	30878,71	0,71824	09-oct-08	31250,6	0,4175	21/11/2008
1213,78	0,0007288	16-oct-08	10809,12	0,0206697	15-oct-08	28495,93	0,70161	10-oct-08	34188,83	0,4120	24/11/2008
1180,67	0,0007493	17-oct-08	10581,7	0,0205381	16-oct-08	28961,94	0,71352	13-oct-08	34812,86	0,4257	25/11/2008
1207,63	0,0007651	20-oct-08	9975,35	0,0204541	17-oct-08	30536,15	0,72369	14-oct-08	36469,61	0,4339	26/11/2008
1196,1	0,0007645	21-oct-08	10223,09	0,0204207	20-oct-08	29443,71	0,70077	15-oct-08	36212,65	0,4308	27/11/2008
1134,59	0,0007339	22-oct-08	10683,39	0,020404	21-oct-08	27600,71	0,65854	16-oct-08	36595,87	0,4415	28/11/2008
1049,71	0,0007097	23-oct-08	10169,9	0,0203004	22-oct-08	25870,17	0,66609	17-oct-08	34740,5	0,4288	01/12/2008
938,75	0,0007005	24-oct-08	9771,7	0,0201288	23-oct-08	26763,55	0,65781	20-oct-08	35296,7	0,4265	03/12/2008
946,45	0,000681	27-oct-08	8701,07	0,0200965	24-oct-08	26723,3	0,63561	21-oct-08	35127,77	0,4131	04/12/2008
999,16	0,0006869	28-oct-08	8509,56	0,0200763	27-oct-08	25624,27	0,60716	22-oct-08	35347,39	0,4017	05/12/2008
968,97	0,0007202	29-oct-08	9008,08	0,0201694	28-oct-08	25040,81	0,60241	23-oct-08	38320,19	0,4207	15/12/2008
1084,72	0,0008035	30-oct-08	9044,51	0,0202511	29-oct-08	24176,68	0,58858	24-oct-08	36470,78	0,4214	23/12/2008
1113,06	0,000777	31-oct-08	9788,06	0,0202388	31-oct-08	24336,73	0,60343	27-oct-08	36864,13	0,4212	26/12/2008
1129,08	0,0007918	03-nov-08	10337,68	0,0206356	03-nov-08	24895,16	0,64247	28-oct-08	37060,16	0,4212	29/12/2008
1153,35	0,0007949	04-nov-08	10631,12	0,0210704	04-nov-08	26733,49	0,64425	30-oct-08	37550,31	0,4280	30/12/2008
1181,5	0,0007955	05-nov-08	10120,01	0,0211461	05-nov-08	27832,93	0,65244	31-oct-08	41518,66	0,4294	05/01/2009
1092,22	0,0007509	06-nov-08	9734,22	0,0210018	06-nov-08	27987,65	0,64641	03-nov-08	42312,28	0,4391	06/01/2009
1134,49	0,0007541	07-nov-08	9964,29	0,0209589	07-nov-08	29343,35	0,67119	04-nov-08	40820,25	0,4570	07/01/2009
1152,46	0,0007519	10-nov-08	10536,16	0,0211372	10-nov-08	27855,92	0,66476	05-nov-08	41990,55	0,4511	08/01/2009

1128,73	0,0007513	11-nov-08	9839,69	0,0208551	11-nov-08	27373,73	0,65041	06-nov-08	41582,94	0,4410	09/01/2009
1123,86	0,0007366	12-nov-08	9536,33	0,0203149	12-nov-08	26648,17	0,64893	07-nov-08	39403,47	0,4375	12/01/2009
1088,44	0,0007174	13-nov-08	9385,42	0,020496	14-nov-08	26797,9	0,64914	10-nov-08	39544,23	0,4355	13/01/2009
1088,26	0,0007143	14-nov-08	9291,01	0,0203252	17-nov-08	25889,18	0,61966	11-nov-08	37918,77	0,4334	14/01/2009
1078,32	0,0007085	17-nov-08	8937,2	0,0201877	18-nov-08	25342,5	0,60665	12-nov-08	39151,08	0,4286	15/01/2009
1036,16	0,0006904	18-nov-08	8773,78	0,0200562	19-nov-08	25099,98	0,61050	13-nov-08	39341,54	0,4203	16/01/2009
1016,82	0,0006912	19-nov-08	8451,01	0,019984	20-nov-08	25425,26	0,61843	14-nov-08	38828,32	0,4303	19/01/2009
948,69	0,0006676	20-nov-08	8773,78	0,0201227	21-nov-08	24046,5	0,60901	17-nov-08	37272,07	0,4292	20/01/2009
1003,73	0,000669	21-nov-08	8903,12	0,020014	24-nov-08	23495,05	0,60368	18-nov-08	38542,9	0,4248	21/01/2009
970,14	0,0006616	24-nov-08	8695,53	0,0200461	25-nov-08	21929,27	0,59294	19-nov-08	37894,33	0,4249	22/01/2009
983,32	0,0006656	25-nov-08	9026,72	0,0203231	26-nov-08	21228,27	0,58401	20-nov-08	38132,35	0,4294	23/01/2009
1029,78	0,0006765	26-nov-08	9092,72	0,0200823	28-nov-08	21965,96	0,59081	21-nov-08	38509,45	0,4244	26/01/2009
1063,48	0,0006773	27-nov-08	8839,87	0,020006	01 Dec 08	24137,02	0,62893	24-nov-08	38698,92	0,4321	27/01/2009
1076,07	0,0006807	28-nov-08	8739,24	0,01997	02 Dec 08	24424,59	0,63642	25-nov-08	40227,45	0,4329	28/01/2009
1058,62	0,0006942	01 Dec 08	8747,43	0,020022	03 Dec 08	24408,58	0,63163	26-nov-08	39638,42	0,4353	29/01/2009
1023,2	0,0006828	02 Dec 08	9229,75	0,0200763	04 Dec 08	25383,43	0,63569	27-nov-08	39300,79	0,4395	30/01/2009
1022,67	0,0006805	03 Dec 08	8965,2	0,0201735	05 Dec 08	25714,98	0,63715	28-nov-08	38666,44	0,4319	02/02/2009
1006,54	0,0006767	04 Dec 08	9162,62	0,0202224	08 Dec 08	24331,78	0,62344	01 Dec 08	39746,76	0,4261	03/02/2009
1028,13	0,0006775	05 Dec 08	9654,9	0,0205782	10 Dec 08	24425,48	0,63024	02 Dec 08	40129,04	0,4322	04/02/2009
1105,05	0,0006903	08 Dec 08	9645,46	0,0208572	11 Dec 08	23936,73	0,63776	03 Dec 08	41108,65	0,4350	05/02/2009
1105,84	0,0006944	09 Dec 08	9690,07	0,0207749	12 Dec 08	24670,97	0,64412	04 Dec 08	42755,5	0,4337	06/02/2009
1145,87	0,0007174	10 Dec 08	9832,39	0,0209052	15 Dec 08	24034,7	0,62473	05 Dec 08	42100,12	0,4415	09/02/2009
1154,43	0,0007369	11 Dec 08	9976,98	0,0210327	16 Dec 08	24936,93	0,64214	12 Dec 08	42107,43	0,4457	10/02/2009
1103,82	0,0007292	12 Dec 08	9715,29	0,0210305	17 Dec 08	25598,47	0,64144	15 Dec 08	40845,62	0,4440	11/02/2009
1158,19	0,0007315	15 Dec 08	10076,43	0,0213675	18 Dec 08	26395,82	0,64144	16 Dec 08	41841,32	0,4411	16/02/2009
1161,56	0,000741	16 Dec 08	10099,91	0,0212495	19 Dec 08	26765,07	0,65121	17 Dec 08	39846,97	0,4403	17/02/2009
1169,75	0,0007547	17 Dec 08	9928,35	0,0208812	22 Dec 08	26395,5	0,66957	18 Dec 08	39674,39	0,4325	18/02/2009
1175,91	0,0007756	18 Dec 08	9686,75	0,0205381	23 Dec 08	26205,4	0,65574	19 Dec 08	39730,33	0,4276	19/02/2009
1180,97	0,0007752	19 Dec 08	9568,72	0,0209271	24 Dec 08	26199	0,65308	22 Dec 08	38714,64	0,4303	20/02/2009
1179,61	0,0007639	22 Dec 08	9533,52	0,0207039	29 Dec 08	26294,15	0,65841	23 Dec 08	38180,18	0,4201	26/02/2009
1144,31	0,0007479	23 Dec 08	9716,16	0,0208355	30 Dec 08	26054,96	0,65703	24 Dec 08	36234,49	0,4206	02/03/2009
1128,51	0,0007652	24 Dec 08	9647,31	0,0206505	31 Dec 08	26423,64	0,65920	29 Dec 08	36467,56	0,4147	03/03/2009
1117,59	0,0007918	29 Dec 08	9958,22	0,0207211	02-janv-09	26411,09	0,65651	30 Dec 08	38402,24	0,4131	04/03/2009
1124,47	0,0007939	30 Dec 08	10275,6	0,0206143	05-janv-09	26864,07	0,64788	31 Dec 08	37368,93	0,4183	05/03/2009
1157,4	0,0007564	02-janv-09	10335,93	0,020555	06-janv-09	27005,63	0,65007	02-janv-09	37105,09	0,4199	06/03/2009

1173,57	0,0007605	05-janv-09	9586,88	0,0205888	07-janv-09	27988,65	0,65295	05-janv-09	36741,35	0,4209	09/03/2009
1194,28	0,0007622	06-janv-09	9406,47	0,02079	09-janv-09	28709,41	0,65889	06-janv-09	38794,55	0,4206	10/03/2009
1228,17	0,0007736	07-janv-09	9110,05	0,0204855	12-janv-09	27892,65	0,65049	07-janv-09	38804,8	0,4254	11/03/2009
1205,7	0,0007519	08-janv-09	9071,36	0,0203832	13-janv-09	26210,37	0,64362	08-janv-09	39151,86	0,4281	12/03/2009
1180,96	0,0007447	09-janv-09	9370,49	0,0206079	14-janv-09	26470,08	0,64086	09-janv-09	39015,37	0,4320	13/03/2009
1156,75	0,0007383	12-janv-09	9046,74	0,020452	15-janv-09	28708,56	0,62783	12-janv-09	38607,2	0,4347	16/03/2009
1167,71	0,0007386	13-janv-09	9323,59	0,020555	16-janv-09	26108,72	0,62735	13-janv-09	40076,41	0,4470	20/03/2009
1182,68	0,0007386	14-janv-09	9329,57	0,0206079	19-janv-09	25055,71	0,61652	14-janv-09	42438,55	0,4433	23/03/2009
1111,34	0,0007179	15-janv-09	9100,55	0,0204082	20-janv-09	25072,3	0,61904	15-janv-09	41475,83	0,4445	24/03/2009
1135,2	0,0007391	16-janv-09	8779,17	0,0203874	21-janv-09	25630,36	0,61713	16-janv-09	41799,3	0,4433	25/03/2009
1150,65	0,000735	19-janv-09	8813,84	0,0203645	22-janv-09	25055,88	0,60831	19-janv-09	41907,29	0,4471	27/03/2009
1126,81	0,0007391	20-janv-09	8674,35	0,0203978	23-janv-09	24714,74	0,59923	20-janv-09	43824,53	0,4496	07/04/2009
1103,61	0,0007299	21-janv-09	9004,08	0,0204562	27-janv-09	24736,12	0,60053	21-janv-09	44181,98	0,4496	08/04/2009
1116,23	0,0007276	22-janv-09	9257,47	0,0204562	28-janv-09	24641,93	0,60397	22-janv-09	45991,89	0,4596	13/04/2009
1093,4	0,000719	23-janv-09	9236,28	0,0204332	29-janv-09	24781,83	0,60078	23-janv-09	45418,18	0,4610	14/04/2009
1157,98	0,0007283	28-janv-09	9149,3	0,0206569	03 Feb 09	25970	0,61679	26-janv-09	45272,65	0,4573	15/04/2009
1166,56	0,0007275	29-janv-09	9201,85	0,0205276	04 Feb 09	25798,26	0,61278	27-janv-09	46024,78	0,4549	16/04/2009
1163,2	0,0007163	03 Feb 09	9090,88	0,0205149	05 Feb 09	26705,62	0,61782	28-janv-09	45778,28	0,4591	17/04/2009
1195,37	0,0007254	04 Feb 09	9300,86	0,0205423	06 Feb 09	26162,99	0,61633	29-janv-09	44433,15	0,4575	20/04/2009
1177,88	0,0007223	05 Feb 09	9583,89	0,0205994	09 Feb 09	25659,9	0,60779	03 Feb 09	44888,2	0,4476	22/04/2009
1210,26	0,0007272	06 Feb 09	9647,47	0,0205318	10 Feb 09	26141,06	0,61177	04 Feb 09	45801,17	0,4521	23/04/2009
1202,69	0,0007249	09 Feb 09	9618,54	0,0205402	11 Feb 09	27574,21	0,61117	05 Feb 09	46771,79	0,4525	24/04/2009
1198,87	0,0007199	10 Feb 09	9465,83	0,0205931	12 Feb 09	26735,21	0,61786	06 Feb 09	45819,71	0,4561	27/04/2009
1190,18	0,0007166	11 Feb 09	9634,74	0,020574	13 Feb 09	27040,47	0,62220	09 Feb 09	45821,44	0,4513	28/04/2009
1179,84	0,0007143	12 Feb 09	9305,45	0,0204834	16 Feb 09	25966,12	0,61679	10 Feb 09	47226,79	0,4539	29/04/2009
1192,44	0,0007117	13 Feb 09	9035	0,0201552	17 Feb 09	25398,42	0,61043	11 Feb 09	47289,53	0,4581	30/04/2009
1175,47	0,0007004	16 Feb 09	9015,18	0,0200944	18 Feb 09	25023,08	0,60277	12 Feb 09	50404,53	0,4592	04/05/2009
1127,19	0,0006863	17 Feb 09	9042,63	0,0200884	19 Feb 09	25199,53	0,60816	13 Feb 09	50669,78	0,4681	05/05/2009
1113,19	0,0006826	18 Feb 09	8843,21	0,0201066	20 Feb 09	24911,52	0,60085	16 Feb 09	51499,48	0,4658	06/05/2009
1107,1	0,0006765	19 Feb 09	8822,06	0,0200904	24 Feb 09	23907,55	0,59256	17 Feb 09	50058,06	0,4716	07/05/2009
1065,95	0,0006645	20 Feb 09	8902,56	0,02003	25 Feb 09	23844,72	0,58976	18 Feb 09	51395,99	0,4767	08/05/2009
1099,55	0,0006687	23 Feb 09	8954,86	0,019859	26 Feb 09	24439,91	0,59361	19 Feb 09	50976,39	0,4821	11/05/2009
1063,88	0,0006625	24 Feb 09	8891,61	0,0195829	27 Feb 09	23579,48	0,58510	20 Feb 09	51325,78	0,4861	12/05/2009
1067,08	0,000658	25 Feb 09	8607,08	0,0192957	02-mars-09	23991,03	0,59095	23 Feb 09	48679,19	0,4845	13/05/2009
1054,79	0,0006629	26 Feb 09	8427,29	0,0192419	03-mars-09	24032,46	0,59126	24 Feb 09	49446,02	0,4766	14/05/2009

1063,03	0,0006501	27 Feb 09	8446,49	0,0194024	04-mars-09	24152,34	0,58941	25 Feb 09	49007,21	0,4780	15/05/2009
1018,81	0,0006341	02-mars-09	8197,92	0,019378	05-mars-09	24168,57	0,59520	26 Feb 09	51463,02	0,4818	18/05/2009
1025,57	0,0006441	03-mars-09	8325,82	0,0193461	06-mars-09	24026,59	0,58761	27 Feb 09	51346,61	0,4813	19/05/2009
1059,26	0,0006464	04-mars-09	8160,4	0,0192604	09-mars-09	23699,93	0,57937	02-mars-09	51245,09	0,4883	20/05/2009
1058,18	0,0006394	05-mars-09	8343,75	0,0193442	12-mars-09	23751,96	0,57837	03-mars-09	50087,33	0,4953	21/05/2009
1055,03	0,0006468	06-mars-09	8756,61	0,0194005	13-mars-09	23940,66	0,57917	04-mars-09	50568,49	0,4937	22/05/2009
1071,73	0,0006464	09-mars-09	8943,54	0,0194875	16-mars-09	23035,95	0,56889	05-mars-09	51840,8	0,4944	26/05/2009
1092,2	0,0006655	10-mars-09	8863,82	0,0194458	17-mars-09	23220,02	0,55810	06-mars-09	51791,61	0,4938	27/05/2009
1127,51	0,0006817	11-mars-09	8976,68	0,0195198	18-mars-09	23054,97	0,55405	09-mars-09	53040,74	0,4978	28/05/2009
1128,39	0,0006683	12-mars-09	9001,75	0,0199144	19-mars-09	23315,43	0,56867	10-mars-09	53197,73	0,4966	29/05/2009
1126,03	0,0006729	13-mars-09	8966,68	0,0197941	20-mars-09	23282,57	0,57382	11-mars-09	54486,29	0,5070	01/06/2009
1125,46	0,0006964	16-mars-09	9424,02	0,0198452	23-mars-09	23539,49	0,58514	12-mars-09	53999,52	0,5146	02/06/2009
1163,88	0,0007055	17-mars-09	9471,04	0,0198314	24-mars-09	23615,25	0,58350	13-mars-09	52086,63	0,5165	03/06/2009
1169,95	0,0007062	18-mars-09	9667,9	0,0197922	25-mars-09	23620,31	0,59102	16-mars-09	53463,9	0,5104	04/06/2009
1161,81	0,0007193	19-mars-09	10003,1	0,0198314	26-mars-09	23452,76	0,58411	17-mars-09	53341,01	0,5131	05/06/2009
1170,94	0,0007136	20-mars-09	10048,49	0,0197922	27-mars-09	23497,17	0,58106	18-mars-09	53630,39	0,5121	08/06/2009
1199,5	0,0007209	23-mars-09	9568,14	0,0195389	30-mars-09	23968,83	0,58483	19-mars-09	53157,13	0,5077	09/06/2009
1221,7	0,0007227	24-mars-09	9708,5	0,0197589	31-mars-09	24038,89	0,59301	20-mars-09	53410,93	0,5161	10/06/2009
1229,02	0,0007316	25-mars-09	9901,99	0,0198059	01 Apr 09	24919,26	0,60111	23-mars-09	53558,23	0,5137	12/06/2009
1243,8	0,0007482	26-mars-09	10348,83	0,0199104	02 Apr 09	25001,59	0,60303	24-mars-09	52033,82	0,5183	15/06/2009
1237,51	0,0007387	27-mars-09	10534,87	0,020016	06 Apr 09	25536,39	0,60390	25-mars-09	51205,78	0,5141	16/06/2009
1197,46	0,0007159	30-mars-09	10742,34	0,0199481	08 Apr 09	25409,83	0,60237	26-mars-09	51045,84	0,5141	17/06/2009
1206,26	0,0007278	31-mars-09	10803,86	0,0200401	09 Apr 09	25697,25	0,60028	27-mars-09	50903,02	0,5057	18/06/2009
1233,36	0,0007281	01 Apr 09	11284,73	0,0201715	15 Apr 09	25143,61	0,58734	30-mars-09	51373,77	0,5076	19/06/2009
1276,97	0,0007516	02 Apr 09	10947,4	0,020143	16 Apr 09	25764,83	0,59798	31-mars-09	49494,8	0,5106	22/06/2009
1283,75	0,0007479	03 Apr 09	11023,09	0,0200924	17 Apr 09	25943,57	0,61226	01 Apr 09	49813,58	0,4984	23/06/2009
1297,85	0,000766	06 Apr 09	10979,5	0,0200844	20 Apr 09	26771,17	0,62228	02 Apr 09	49672,12	0,4997	24/06/2009
1300,1	0,0007584	07 Apr 09	10898,11	0,0198452	21 Apr 09	26631,06	0,62606	03 Apr 09	51514,81	0,5072	25/06/2009
1262,07	0,0007405	08 Apr 09	10817,54	0,0199164	22 Apr 09	26650,66	0,62972	06 Apr 09	51485,61	0,5114	26/06/2009
1316,35	0,0007564	09 Apr 09	11134,99	0,0200461	23 Apr 09	26377,63	0,62418	07 Apr 09	52137,58	0,5158	29/06/2009
1342,63	0,0007579	14 Apr 09	11329,05	0,0201207	24 Apr 09	27653,58	0,62873	08 Apr 09	51465,46	0,5134	30/06/2009
1333,09	0,0007496	15 Apr 09	11371,85	0,0199362	27 Apr 09	28546,46	0,63702	09 Apr 09	51543,78	0,5126	01/07/2009
1336,72	0,0007505	16 Apr 09	11001,75	0,0198373	28 Apr 09	28160,81	0,63311	14 Apr 09	51024,94	0,5172	02/07/2009
1329	0,000753	17 Apr 09	11403,25	0,020016	29 Apr 09	28324,29	0,62336	15 Apr 09	50622,47	0,5138	06/07/2009
1336,39	0,0007513	20 Apr 09	12131,08	0,0203149	05 May 09	29523,15	0,62321	16 Apr 09	49456,7	0,5075	07/07/2009

1336,81	0,0007394	21 Apr 09	11952,75	0,0202327	06 May 09	29445,96	0,62023	17 Apr 09	49177,55	0,5093	08/07/2009
1356,02	0,0007438	22 Apr 09	12116,94	0,0203749	07 May 09	28548,43	0,60580	20 Apr 09	49220,78	0,5022	10/07/2009
1368,8	0,000744	23 Apr 09	11876,43	0,0203521	08 May 09	28678,57	0,60544	21 Apr 09	49186,93	0,4965	13/07/2009
1354,1	0,0007467	24 Apr 09	11682,99	0,0202204	11 May 09	28956,83	0,61218	22 Apr 09	48872,58	0,5028	14/07/2009
1339,83	0,0007466	27 Apr 09	12158,03	0,0203108	12 May 09	29675,55	0,62108	24 Apr 09	51296,66	0,5077	15/07/2009
1300,24	0,0007392	28 Apr 09	12019,65	0,0201654	13 May 09	29552,26	0,61683	27 Apr 09	53154,93	0,5186	20/07/2009
1338,42	0,0007481	29 Apr 09	11872,91	0,0201066	14 May 09	29189,01	0,61721	28 Apr 09	53072,57	0,5253	22/07/2009
1369,36	0,0007825	30 Apr 09	12173,42	0,0202758	15 May 09	30746,39	0,62645	29 Apr 09	54349,36	0,5257	23/07/2009
1393,45	0,0007855	06 May 09	14284,21	0,0209314	18 May 09	31651,81	0,62779	30 Apr 09	54457,29	0,5287	24/07/2009
1401,08	0,0007947	07 May 09	14302,03	0,0209732	19 May 09	33014,23	0,63816	05 May 09	54548,99	0,5276	27/07/2009
1412,13	0,0008045	08 May 09	14060,66	0,0211372	20 May 09	33716,92	0,63808	06 May 09	54471,54	0,5311	28/07/2009
1415,16	0,0008104	11 May 09	13736,54	0,0211327	21 May 09	32842,61	0,64267	07 May 09	53734,53	0,5316	29/07/2009
1403,51	0,0008071	12 May 09	13887,15	0,0212947	22 May 09	32805,72	0,64342	08 May 09	54478,43	0,5270	30/07/2009
1414,52	0,0008065	13 May 09	13589,23	0,0209534	26 May 09	32203,06	0,64230	11 May 09	54765,72	0,5318	31/07/2009
1380,95	0,0007916	14 May 09	14109,64	0,021004	27 May 09	33043,28	0,64020	12 May 09	55997,81	0,5342	03/08/2009
1391,73	0,0007981	15 May 09	14296,01	0,0210194	28 May 09	32828,9	0,63686	13 May 09	56038,07	0,5446	04/08/2009
1386,68	0,0007921	18 May 09	14625,25	0,0212224	29 May 09	33094,92	0,63715	14 May 09	56384,08	0,5475	05/08/2009
1428,21	0,0008029	19 May 09	14840,63	0,0213561	01-juin-09	33484,52	0,64103	15 May 09	55754,88	0,5503	06/08/2009
1435,7	0,0008019	20 May 09	14874,91	0,0213265	02-juin-09	33666,08	0,64379	18 May 09	56329,51	0,5453	07/08/2009
1421,65	0,0008039	21 May 09	14870,9	0,0212653	03-juin-09	35139,7	0,65574	20 May 09	56830,01	0,5487	10/08/2009
1403,75	0,0008043	22 May 09	15008,68	0,0212292	04-juin-09	34720,55	0,64863	21 May 09	55761,16	0,5434	11/08/2009
1372,04	0,0007899	26 May 09	15103,55	0,0212382	05-juin-09	35014,5	0,64800	22 May 09	56588,26	0,5420	12/08/2009
1362,02	0,0007903	27 May 09	14165,92	0,0210482	08-juin-09	34860,56	0,64321	26 May 09	57047,98	0,5441	13/08/2009
1392,17	0,000788	28 May 09	15127	0,0211149	09-juin-09	35186,73	0,64185	27 May 09	56638	0,5459	14/08/2009
1395,89	0,0007973	29 May 09	15466,81	0,0211752	10-juin-09	35021,01	0,64000	28 May 09	55218,37	0,5442	17/08/2009
1415,1	0,0008081	01-juin-09	15411,47	0,0210593	11-juin-09	35002,99	0,64767	29 May 09	55748,92	0,5355	18/08/2009
1412,85	0,0008096	02-juin-09	15237,94	0,0210327	12-juin-09	36001,65	0,65518	01-juin-09	56156,28	0,5386	19/08/2009
1414,89	0,0008077	03-juin-09	14875,52	0,020982	15-juin-09	35722,2	0,65535	02-juin-09	56831,48	0,5427	20/08/2009
1378,14	0,0008	04-juin-09	14957,91	0,0210172	16-juin-09	34932,23	0,64935	03-juin-09	57728,59	0,5427	21/08/2009
1394,71	0,0008029	05-juin-09	14522,84	0,0208333	17-juin-09	34268,89	0,64906	04-juin-09	57775,37	0,5468	24/08/2009
1393,3	0,000801	08-juin-09	14265,53	0,0208225	18-juin-09	34750,19	0,65020	05-juin-09	57421,43	0,5455	25/08/2009
1371,84	0,0007929	09-juin-09	14521,89	0,020816	19-juin-09	33655,59	0,64078	08-juin-09	57765,69	0,5432	26/08/2009
1414,88	0,000796	10-juin-09	14326,22	0,0206569	22-juin-09	33806,65	0,64421	09-juin-09	57703,85	0,5358	27/08/2009
1419,39	0,0007977	11-juin-09	14324,01	0,0206292	23-juin-09	34389,34	0,64733	10-juin-09	57700,57	0,5359	28/08/2009
1428,59	0,000801	12-juin-09	14422,73	0,0206505	24-juin-09	34723,84	0,64952	11-juin-09	56488,96	0,5338	31/08/2009

1412,42	0,0007949	15-juin-09	14345,62	0,0206505	25-juin-09	34816,71	0,65168	12-juin-09	55385,72	0,5313	02/09/2009
1399,15	0,0007933	16-juin-09	14764,64	0,020816	26-juin-09	34690,77	0,64549	15-juin-09	55707,17	0,5255	03/09/2009
1391,17	0,0007963	17-juin-09	14785,74	0,0208225	29-juin-09	34537,04	0,64717	16-juin-09	56652,28	0,5349	04/09/2009
1375,76	0,000789	18-juin-09	14493,84	0,0208921	30-juin-09	34995,39	0,63865	17-juin-09	57854,8	0,5407	08/09/2009
1383,34	0,0007905	19-juin-09	14645,47	0,0209314	01-juil-09	35715,56	0,64387	18-juin-09	57909,95	0,5481	09/09/2009
1399,71	0,0007822	22-juin-09	14658,49	0,0208659	02-juil-09	35819,93	0,64687	19-juin-09	58535,79	0,5455	10/09/2009
1360,54	0,0007762	23-juin-09	14913,05	0,0209139	03-juil-09	35407,21	0,63646	22-juin-09	58366,38	0,5479	11/09/2009
1363,79	0,0007841	24-juin-09	14043,4	0,0206122	06-juil-09	34909,06	0,63553	23-juin-09	58867,55	0,5503	14/09/2009
1392,73	0,0007753	25-juin-09	14170,45	0,0207469	07-juil-09	35758,67	0,64441	24-juin-09	59263,86	0,5498	15/09/2009
1394,53	0,0007797	26-juin-09	13769,15	0,0204541	08-juil-09	36327,65	0,64271	25-juin-09	60410,66	0,5531	16/09/2009
1388,45	0,0007796	29-juin-09	13757,46	0,0205613	09-juil-09	36755,9	0,64910	26-juin-09	60236,03	0,5563	17/09/2009
1390,07	0,0007854	30-juin-09	13504,22	0,0205044	10-juil-09	36841,11	0,64901	29-juin-09	60703,01	0,5529	18/09/2009
1411,66	0,0007938	01-juil-09	13400,32	0,020404	13-juil-09	36949,2	0,65087	30-juin-09	60928,02	0,5543	21/09/2009
1411,48	0,0007852	02-juil-09	13853,7	0,0204583	14-juil-09	37245,86	0,65582	01-juil-09	61493,39	0,5505	22/09/2009
1420,04	0,00079	03-juil-09	14253,24	0,0205867	15-juil-09	37038,21	0,65147	02-juil-09	60496,19	0,5539	23/09/2009
1428,94	0,0007863	06-juil-09	14250,25	0,0205656	16-juil-09	36797,55	0,65159	03-juil-09	60046,28	0,5584	24/09/2009
1434,2	0,0007851	07-juil-09	14744,92	0,0205486	17-juil-09	36758,82	0,64595	06-juil-09	60355,73	0,5584	25/09/2009
1431,02	0,0007843	08-juil-09	15191,01	0,0207814	20-juil-09	37212,46	0,64838	07-juil-09	61316,62	0,5553	28/09/2009
1430,89	0,0007824	09-juil-09	15062,49	0,0207361	21-juil-09	37155,95	0,64387	08-juil-09	61235,26	0,5586	29/09/2009
1428,62	0,0007771	10-juil-09	14843,12	0,0206292	22-juil-09	36987,68	0,64537	09-juil-09	61517,89	0,5580	30/09/2009
1378,12	0,0007628	13-juil-09	15231,04	0,0206697	23-juil-09	36780,49	0,64392	10-juil-09	60459,33	0,5627	01/10/2009
1385,56	0,0007712	14-juil-09	15378,96	0,0207361	24-juil-09	37004,58	0,64495	13-juil-09	61171,99	0,5622	02/10/2009
1420,86	0,0007852	15-juil-09	15375,04	0,0207814	27-juil-09	36701,2	0,64717	14-juil-09	63759,87	0,5686	08/10/2009
1432,22	0,0007902	16-juil-09	15331,94	0,0207533	28-juil-09	37914,02	0,65317	15-juil-09	64071,01	0,5746	09/10/2009
1440,1	0,000794	17-juil-09	15173,46	0,0207147	29-juil-09	38156,32	0,65381	16-juil-09	64645,59	0,5615	13/10/2009
1478,51	0,0008035	20-juil-09	15387,96	0,0207082	30-juil-09	37726,69	0,65552	17-juil-09	66703,31	0,5851	15/10/2009
1488,99	0,0008017	21-juil-09	15670,31	0,0208899	31-juil-09	38250,18	0,66278	20-juil-09	66200,48	0,5872	16/10/2009
1494,04	0,0008039	22-juil-09	15924,23	0,021106	03 Aug 09	38007,79	0,66573	21-juil-09	67239,45	0,5839	19/10/2009
1496,49	0,0008028	23-juil-09	15830,98	0,0210659	04 Aug 09	38189,08	0,66894	22-juil-09	65303,11	0,5840	20/10/2009
1502,59	0,0008026	24-juil-09	15903,83	0,0210859	05 Aug 09	38901,97	0,67485	23-juil-09	65485,59	0,5733	21/10/2009
1524,05	0,0008046	27-juil-09	15514,03	0,0210106	06 Aug 09	39395,38	0,67182	24-juil-09	66134,97	0,5737	22/10/2009
1526,03	0,0008068	28-juil-09	15160,24	0,0209446	07 Aug 09	39840,52	0,67408	27-juil-09	65058,84	0,5782	23/10/2009
1524,32	0,0008043	29-juil-09	15009,77	0,020938	10 Aug 09	40001,65	0,67604	28-juil-09	65085,55	0,5846	26/10/2009
1534,74	0,000811	30-juil-09	15074,59	0,0209402	11 Aug 09	40376,64	0,67042	29-juil-09	63161,04	0,5831	27/10/2009
1557,29	0,0008179	31-juil-09	15020,16	0,0207232	12 Aug 09	42182,11	0,67590	30-juil-09	60162,31	0,5769	28/10/2009

1564,98	0,0008234	03 Aug 09	15518,49	0,0208073	13 Aug 09	42641,26	0,67618	31-juil-09	63720,58	0,5734	29/10/2009
1566,37	0,0008187	04 Aug 09	15411,63	0,0207469	14 Aug 09	44613,74	0,68493	03 Aug 09	61545,5	0,5738	30/10/2009
1559,47	0,0008157	05 Aug 09	14784,92	0,0204729	17 Aug 09	44696,51	0,68241	04 Aug 09	62643,23	0,5737	03/11/2009
1565,04	0,000816	06 Aug 09	15035,26	0,0205318	18 Aug 09	43899,44	0,67958	05 Aug 09	63912,57	0,5688	04/11/2009
1576	0,000817	07 Aug 09	14809,64	0,0205233	19 Aug 09	43836,03	0,67677	06 Aug 09	64815,72	0,5793	05/11/2009
1576,11	0,0008167	10 Aug 09	15012,32	0,0205804	20 Aug 09	44767,58	0,68050	07 Aug 09	66214,34	0,5824	09/11/2009
1579,21	0,0008044	11 Aug 09	15240,83	0,0206122	21 Aug 09	44685,62	0,67673	10 Aug 09	66303,48	0,5877	10/11/2009
1565,35	0,0008026	12 Aug 09	15628,75	0,0206079	24 Aug 09	43678,98	0,66432	11 Aug 09	66431,23	0,5852	11/11/2009
1564,64	0,0008117	13 Aug 09	15688,47	0,0205592	25 Aug 09	43889,75	0,66957	12 Aug 09	64447,93	0,5847	12/11/2009
1591,41	0,0008065	14 Aug 09	15769,85	0,0204436	26 Aug 09	44484,23	0,67622	13 Aug 09	65325,63	0,5800	13/11/2009
1547,06	0,0007943	17 Aug 09	15781,07	0,0204478	27 Aug 09	44302,92	0,67011	14 Aug 09	66627,09	0,5786	16/11/2009
1550,24	0,0008	18 Aug 09	15922,34	0,0206037	28 Aug 09	44290,9	0,66357	17 Aug 09	67405,98	0,5841	17/11/2009
1545,96	0,0007981	19 Aug 09	15551,19	0,0204269	01-sept-09	44233,36	0,66649	18 Aug 09	66515,66	0,5833	18/11/2009
1576,39	0,0008013	20 Aug 09	15467,46	0,0204541	02-sept-09	45645	0,66600	19 Aug 09	66327,27	0,5850	19/11/2009
1580,98	0,0008039	21 Aug 09	15398,33	0,020452	03-sept-09	46555,79	0,67083	20 Aug 09	66809,4	0,5764	23/11/2009
1612,22	0,0008052	24 Aug 09	15689,12	0,0204604	04-sept-09	47170,07	0,67308	21 Aug 09	67317	0,5801	24/11/2009
1601,38	0,0008007	25 Aug 09	16016,32	0,0205825	07-sept-09	47771,85	0,67268	24 Aug 09	67917,08	0,5789	25/11/2009
1614,12	0,0007998	26 Aug 09	16123,67	0,0206505	08-sept-09	48073,35	0,67105	25 Aug 09	67056,18	0,5736	30/11/2009
1599,33	0,0008021	27 Aug 09	16183,55	0,0206761	09-sept-09	46959,82	0,66348	26 Aug 09	68546,25	0,5715	01/12/2009
1607,94	0,0008042	28 Aug 09	16216,86	0,0206164	10-sept-09	47383,77	0,66322	27 Aug 09	68614,79	0,5785	02/12/2009
1623,06	0,0008041	01-sept-09	16264,3	0,0206484	11-sept-09	47559,69	0,66796	28 Aug 09	68314,81	0,5816	03/12/2009
1613,16	0,000801	02-sept-09	16214,19	0,0205423	14-sept-09	46935,62	0,66476	01-sept-09	67603,52	0,5852	04/12/2009
1613,53	0,0008032	03-sept-09	16454,45	0,0206079	15-sept-09	45761,03	0,66151	02-sept-09	68512,19	0,5840	07/12/2009
1608,9	0,0008063	04-sept-09	16677,04	0,0207706	16-sept-09	46146,03	0,66203	03-sept-09	67728,51	0,5782	08/12/2009
1608,57	0,0008105	07-sept-09	16711,11	0,0207857	17-sept-09	45160,51	0,66534	04-sept-09	68011,98	0,5723	09/12/2009
1619,69	0,0008181	08-sept-09	16741,3	0,0208138	18-sept-09	45273,98	0,67168	07-sept-09	68728,29	0,5681	10/12/2009
1607,77	0,0008183	09-sept-09	16886,43	0,0208703	22-sept-09	44846,03	0,67435	08-sept-09	69267,47	0,5676	11/12/2009
1644,68	0,000818	10-sept-09	16781,43	0,0208659	23-sept-09	44585,14	0,67204	09-sept-09	69349,4	0,5710	14/12/2009
1651,7	0,0008175	11-sept-09	16693	0,0208594	25-sept-09	44924,12	0,66542	10-sept-09	69310,8	0,5722	15/12/2009
1634,91	0,0008175	14-sept-09	16852,91	0,0207792	29-sept-09	46583,5	0,66925	11-sept-09	68622,4	0,5698	16/12/2009
1653,4	0,0008207	15-sept-09	17126,84	0,0209205	30-sept-09	46490,66	0,66805	14-sept-09	67067,95	0,5711	17/12/2009
1683,33	0,0008257	16-sept-09	17134,55	0,0209754	01-oct-09	45911,46	0,67463	15-sept-09	66794,2	0,5613	18/12/2009
1695,47	0,0008278	17-sept-09	16866,41	0,0210726	05-oct-09	46680,66	0,67760	16-sept-09	67417,93	0,5625	22/12/2009
1699,71	0,0008282	18-sept-09	16958,54	0,0213652	06-oct-09	46965,56	0,68166	17-sept-09	67588,86	0,5613	23/12/2009
1695,5	0,0008294	21-sept-09	16806,66	0,0214661	07-oct-09	47161,22	0,67572	18-sept-09	67901,7	0,5708	28/12/2009

1718,88	0,0008296	22-sept-09	16843,54	0,0215726	08-oct-09	47549,3	0,67367	23-sept-09	68296,04	0,5750	29/12/2009
1711,47	0,000838	23-sept-09	16642,66	0,0215169	09-oct-09	47980,31	0,67304	24-sept-09	68588,41	0,5743	30/12/2009
1693,88	0,0008365	24-sept-09	17026,67	0,0215703	12-oct-09	47624,97	0,67299	25-sept-09	70045,08	0,5746	04/01/2010
1691,48	0,000843	25-sept-09	17231,11	0,0217273	14-oct-09	47815,93	0,67087	28-sept-09	70239,81	0,5770	05/01/2010
1675,55	0,0008363	28-sept-09	17195,2	0,0216849	15-oct-09	48364,83	0,67002	29-sept-09	70729,34	0,5808	06/01/2010
1690,05	0,0008432	29-sept-09	17322,82	0,0216403	16-oct-09	47910,3	0,66823	30-sept-09	70451,12	0,5771	07/01/2010
1673,14	0,0008495	30-sept-09	17223,01	0,0216146	20-oct-09	47804,39	0,66814	01-oct-09	70262,7	0,5745	08/01/2010
1644,63	0,0008486	01-oct-09	17009,17	0,0215193	21-oct-09	46856,94	0,67006	02-oct-09	70433,48	0,5764	11/01/2010
1606,9	0,0008576	05-oct-09	16789,74	0,0214362	22-oct-09	47948,41	0,67340	05-oct-09	70075,77	0,5775	12/01/2010
1598,44	0,0008563	06-oct-09	16810,81	0,0215401	23-oct-09	49466,05	0,68162	06-oct-09	70385,47	0,5737	13/01/2010
1598	0,0008543	07-oct-09	16740,5	0,021411	26-oct-09	49036,08	0,67990	07-oct-09	69801,41	0,5736	14/01/2010
1615,46	0,0008569	08-oct-09	16353,4	0,0213015	27-oct-09	49879,86	0,68376	08-oct-09	68978,3	0,5669	15/01/2010
1646,79	0,0008585	09-oct-09	16283,49	0,0211932	28-oct-09	50217,5	0,68348	09-oct-09	69400,93	0,5649	18/01/2010
1639,81	0,0008547	12-oct-09	16052,72	0,0211932	29-oct-09	51002,98	0,68582	12-oct-09	69908,59	0,5646	19/01/2010
1628,93	0,0008532	13-oct-09	15896,28	0,0213106	30-oct-09	50071,55	0,68488	13-oct-09	68200,06	0,5637	20/01/2010
1649,09	0,0008642	14-oct-09	15404,94	0,0211349	03-nov-09	51026,08	0,69223	14-oct-09	66270,13	0,5603	21/01/2010
1658,99	0,0008663	15-oct-09	15912,13	0,0212879	04-nov-09	51017,87	0,69171	15-oct-09	66220,04	0,5588	22/01/2010
1640,36	0,0008568	16-oct-09	16063,9	0,0213242	05-nov-09	49790,74	0,68437	16-oct-09	65523,73	0,5499	26/01/2010
1649,07	0,0008556	19-oct-09	16158,28	0,0213789	06-nov-09	50286,89	0,68743	19-oct-09	65069,79	0,5447	27/01/2010
1659,15	0,0008588	20-oct-09	16498,72	0,0215843	09-nov-09	51050,87	0,68601	20-oct-09	65587,8	0,5404	28/01/2010
1653,86	0,0008493	21-oct-09	16440,56	0,0215633	10-nov-09	51295,19	0,68460	21-oct-09	65401,77	0,5390	29/01/2010
1630,33	0,000838	22-oct-09	16849,6	0,021568	11-nov-09	51016,84	0,68041	22-oct-09	66571,73	0,5336	01/02/2010
1640,17	0,000841	23-oct-09	16696,03	0,0214339	12-nov-09	51380,65	0,68152	23-oct-09	67163,2	0,5329	02/02/2010
1657,11	0,0008482	26-oct-09	16848,83	0,0216099	13-nov-09	51230,09	0,67227	26-oct-09	67108,55	0,5448	03/02/2010
1649,53	0,00084	27-oct-09	17032,51	0,0216403	16-nov-09	50400,57	0,66966	27-oct-09	63934,01	0,5456	04/02/2010
1609,71	0,0008434	28-oct-09	17050,65	0,0216333	17-nov-09	48906,95	0,66463	28-oct-09	62762,7	0,5346	05/02/2010
1585,85	0,000842	29-oct-09	16998,78	0,0216802	18-nov-09	47184,71	0,66693	30-oct-09	63153,09	0,5335	08/02/2010
1580,69	0,0008442	30-oct-09	16785,65	0,0213904	19-nov-09	47456,11	0,66738	02-nov-09	64718,17	0,5341	09/02/2010
1559,09	0,000847	02-nov-09	17021,85	0,0214362	20-nov-09	46335,05	0,66339	03-nov-09	66051,42	0,5393	10/02/2010
1549,92	0,0008413	03-nov-09	17180,18	0,0215633	23-nov-09	47281,44	0,67020	04-nov-09	66128,94	0,5413	11/02/2010
1579,93	0,0008508	04-nov-09	17131,08	0,0215657	24-nov-09	47298,04	0,67281	05-nov-09	65854,97	0,5403	12/02/2010
1552,24	0,0008501	05-nov-09	17198,95	0,0216497	25-nov-09	46969,89	0,67349	06-nov-09	67836,08	0,5463	18/02/2010
1572,46	0,0008568	06-nov-09	16854,93	0,0214385	26-nov-09	47774,52	0,67875	09-nov-09	67597,43	0,5477	19/02/2010
1576,79	0,0008654	09-nov-09	16632,01	0,0214777	27-nov-09	48135,09	0,67714	10-nov-09	67184,16	0,5522	22/02/2010
1582,3	0,000862	10-nov-09	17198,27	0,021582	01 Dec 09	48864	0,67852	11-nov-09	66108,33	0,5544	23/02/2010

1594,82	0,0008671	11-nov-09	17169,91	0,0216099	02 Dec 09	48746,03	0,67558	12-nov-09	65794,77	0,5501	24/02/2010
1572,73	0,0008626	12-nov-09	17185,68	0,0217273	03 Dec 09	48441,9	0,67454	13-nov-09	66121,04	0,5496	25/02/2010
1571,99	0,0008641	13-nov-09	17101,54	0,0216708	04 Dec 09	48775,29	0,67843	16-nov-09	66503,27	0,5448	26/02/2010
1592,47	0,000866	16-nov-09	16983,14	0,0215169	07 Dec 09	47243,23	0,67390	17-nov-09	67227,93	0,5524	01/03/2010
1585,98	0,0008657	17-nov-09	17227,68	0,0214431	08 Dec 09	46419,87	0,67581	18-nov-09	67779,16	0,5558	02/03/2010
1603,97	0,0008666	18-nov-09	17125,22	0,0214938	09 Dec 09	46114,59	0,66984	19-nov-09	67641,34	0,5604	03/03/2010
1620,54	0,000861	19-nov-09	17189,31	0,0214938	10 Dec 09	45230,95	0,66814	20-nov-09	67814,7	0,5606	04/03/2010
1620,6	0,0008629	20-nov-09	17119,03	0,0215146	11 Dec 09	45801,42	0,66832	23-nov-09	68845,5	0,5593	05/03/2010
1619,05	0,0008662	23-nov-09	17097,55	0,0214202	14 Dec 09	45513,5	0,66720	24-nov-09	68575,47	0,5613	08/03/2010
1606,42	0,0008647	24-nov-09	16877,16	0,0214408	15 Dec 09	45538,66	0,67029	25-nov-09	69576,38	0,5612	09/03/2010
1611,88	0,0008671	25-nov-09	16912,77	0,0214684	16 Dec 09	45350,17	0,65595	26-nov-09	69979,27	0,5589	10/03/2010
1599,52	0,0008626	26-nov-09	16894,25	0,0213402	17 Dec 09	46083,95	0,66525	01 Dec 09	69884,61	0,5647	11/03/2010
1524,5	0,0008508	27-nov-09	16719,83	0,0214087	18 Dec 09	47898,19	0,66845	02 Dec 09	69341,38	0,5655	12/03/2010
1569,72	0,0008645	01 Dec 09	16601,2	0,0213675	21 Dec 09	49677,2	0,67299	03 Dec 09	69023,75	0,5672	15/03/2010
1591,63	0,0008673	02 Dec 09	16692	0,0214018	22 Dec 09	50101,98	0,67304	04 Dec 09	69942,2	0,5670	16/03/2010
1615	0,0008658	03 Dec 09	17231,11	0,0213767	23 Dec 09	49915,76	0,66979	07 Dec 09	69723,23	0,5663	17/03/2010
1624,75	0,0008673	04 Dec 09	17360,61	0,0214684	24 Dec 09	49591,37	0,66278	08 Dec 09	69697,33	0,5672	18/03/2010
1632,65	0,000867	07 Dec 09	17401,56	0,0214661	29 Dec 09	49184,95	0,66366	09 Dec 09	68828,98	0,5605	19/03/2010
1627,78	0,0008649	08 Dec 09	17343,82	0,0214684	30 Dec 09	49594,5	0,66867	10 Dec 09	69041,73	0,5572	22/03/2010
1634,17	0,0008604	09 Dec 09	17464,81	0,0215517	31 Dec 09	49386,42	0,66560	11 Dec 09	69386,72	0,5549	23/03/2010
1652,73	0,000858	10 Dec 09	17558,73	0,021624	04-janv-10	50198,39	0,66525	14 Dec 09	68913,4	0,5616	24/03/2010
1656,9	0,0008591	11 Dec 09	17686,24	0,0216661	05-janv-10	50449,52	0,66273	15 Dec 09	68441,66	0,5588	25/03/2010
1664,77	0,0008643	14 Dec 09	17701,13	0,0218412	06-janv-10	50817,25	0,66428	16 Dec 09	68682,66	0,5556	26/03/2010
1665,85	0,0008625	15 Dec 09	17615,72	0,0218627	07-janv-10	49963,21	0,65811	17 Dec 09	69939,12	0,5488	29/03/2010
1664,24	0,0008581	16 Dec 09	17540,29	0,0219829	08-janv-10	50138,45	0,65643	18 Dec 09	69959,58	0,5538	30/03/2010
1647,84	0,0008504	17 Dec 09	17526,71	0,0220604	11-janv-10	51280,9	0,65578	21 Dec 09	70371,54	0,5573	31/03/2010
1647,04	0,0008517	18 Dec 09	17422,51	0,0219491	12-janv-10	51532,52	0,65415	22 Dec 09	71136,34	0,5617	01/04/2010
1644,23	0,0008434	21 Dec 09	17509,8	0,0219274	13-janv-10	51162,24	0,65863	23 Dec 09	71289,68	0,5652	05/04/2010
1655,54	0,0008489	22 Dec 09	17422,51	0,0219491	14-janv-10	51460,7	0,65976	24 Dec 09	71095,65	0,5693	06/04/2010
1661,35	0,0008457	23 Dec 09	17554,3	0,0219154	15-janv-10	51786,04	0,66304	29 Dec 09	70792,94	0,5683	07/04/2010
1682,34	0,000851	24 Dec 09	17641,08	0,0219082	18-janv-10	51668,41	0,66111	30 Dec 09	71784,77	0,5664	08/04/2010
1672,48	0,0008569	29 Dec 09	17486,06	0,0218508	19-janv-10	52825,02	0,66716	31 Dec 09	70614,36	0,5619	09/04/2010
1682,77	0,0008586	30 Dec 09	17474,49	0,021699	20-janv-10	53368,16	0,67764	04-janv-10	70792,4	0,5643	12/04/2010
1696,14	0,0008693	04-janv-10	17051,14	0,0217202	21-janv-10	54115,05	0,67820	05-janv-10	71034,85	0,5680	13/04/2010
1690,62	0,000878	05-janv-10	16859,68	0,0215913	22-janv-10	54547,36	0,67810	06-janv-10	71034,85	0,5822	14/04/2010

1705,32	0,000884	06-janv-10	16780,46	0,021699	25-janv-10	54972,94	0,67953	07-janv-10	70524,35	0,5735	15/04/2010
1683,45	0,0008811	07-janv-10	16289,82	0,0214984	27-janv-10	54797,9	0,68166	08-janv-10	69421,35	0,5722	16/04/2010
1695,26	0,0008863	08-janv-10	16306,87	0,021561	28-janv-10	53921,06	0,68880	11-janv-10	69097,58	0,5698	19/04/2010
1694,12	0,0008925	11-janv-10	16357,96	0,0216544	29-janv-10	53676,35	0,68842	12-janv-10	69318,44	0,5688	20/04/2010
1698,64	0,0008926	12-janv-10	16356,03	0,0216099	01 Feb 10	54627,19	0,68771	13-janv-10	69386,41	0,5718	22/04/2010
1671,41	0,0008886	13-janv-10	16163,44	0,0216521	02 Feb 10	54740,6	0,68470	14-janv-10	69509,49	0,5676	23/04/2010
1685,77	0,00089	14-janv-10	16496,05	0,021751	03 Feb 10	54005,65	0,68582	15-janv-10	68871,94	0,5677	26/04/2010
1701,8	0,0008905	15-janv-10	16224,95	0,0216193	04 Feb 10	54550,83	0,68762	18-janv-10	66511,1	0,5735	27/04/2010
1711,78	0,0008892	18-janv-10	15790,93	0,0214202	05 Feb 10	55159,6	0,68601	19-janv-10	66655,71	0,5687	28/04/2010
1710,22	0,0008847	19-janv-10	15935,61	0,0213516	08 Feb 10	55469,2	0,67893	20-janv-10	67978,05	0,5698	29/04/2010
1714,38	0,0008814	20-janv-10	16042,18	0,0214961	09 Feb 10	55301,18	0,67404	21-janv-10	67529,73	0,5781	30/04/2010
1722,01	0,0008791	21-janv-10	15922,17	0,02151	10 Feb 10	53997,49	0,66885	22-janv-10	67119,41	0,5781	03/05/2010
1684,35	0,0008666	22-janv-10	16152,59	0,0215401	11 Feb 10	54281	0,67119	25-janv-10	64869,32	0,5778	04/05/2010
1670,2	0,0008718	25-janv-10	16038,35	0,0215866	15 Feb 10	54317,48	0,66934	26-janv-10	64914,17	0,5698	05/05/2010
1637,34	0,0008597	26-janv-10	16226,68	0,0216755	16 Feb 10	54071,02	0,66653	27-janv-10	64314,22	0,5601	06/05/2010
1625,48	0,000862	27-janv-10	16428,91	0,021732	17 Feb 10	54770,46	0,66885	28-janv-10	62870,88	0,5765	07/05/2010
1642,43	0,0008699	28-janv-10	16327,84	0,0216333	18 Feb 10	54650,58	0,67110	29-janv-10	65452,68	0,5769	10/05/2010
1602,43	0,0008629	29-janv-10	16191,63	0,0216146	19 Feb 10	55526,01	0,67146	01 Feb 10	64424,89	0,5610	11/05/2010
1606,44	0,0008574	01 Feb 10	16237,05	0,0216802	22 Feb 10	55147,64	0,67159	02 Feb 10	65223,63	0,5607	12/05/2010
1595,81	0,0008621	02 Feb 10	16286,32	0,0216567	23 Feb 10	55068,7	0,67123	03 Feb 10	64788,22	0,5645	13/05/2010
1615,02	0,0008705	03 Feb 10	16255,97	0,0216053	24 Feb 10	53463,88	0,66282	04 Feb 10	63412,47	0,5640	14/05/2010
1616,42	0,0008705	04 Feb 10	16254,2	0,0215913	25 Feb 10	51454,89	0,65729	05 Feb 10	62866,26	0,5568	17/05/2010
1567,12	0,0008547	05 Feb 10	16429,55	0,0216943	26 Feb 10	49933,38	0,65833	08 Feb 10	60841,08	0,5544	18/05/2010
1552,79	0,000854	08 Feb 10	16772,56	0,0217699	02-mars-10	50826,36	0,66050	09 Feb 10	59689,32	0,5583	19/05/2010
1570,49	0,0008614	09 Feb 10	17000,01	0,0218221	03-mars-10	50567,5	0,65937	10 Feb 10	59915,14	0,5347	24/05/2010
1570,12	0,0008648	10 Feb 10	16971,7	0,0217889	04-mars-10	51381,04	0,65876	11 Feb 10	59184,08	0,5401	25/05/2010
1597,81	0,0008624	11 Feb 10	16994,49	0,0219563	05-mars-10	51063,82	0,65772	12 Feb 10	60190,36	0,5318	26/05/2010
1593,66	0,0008678	12 Feb 10	17102,6	0,021966	08-mars-10	51334,42	0,65933	15 Feb 10	62091,77	0,5419	27/05/2010
1601,05	0,0008703	16 Feb 10	17052,54	0,0219178	09-mars-10	51748,5	0,66212	16 Feb 10	61946,99	0,5459	28/05/2010
1627,43	0,0008726	17 Feb 10	17098,33	0,0220483	10-mars-10	53273,3	0,66203	17 Feb 10	61840,99	0,5507	01/06/2010
1621,19	0,0008732	18 Feb 10	17167,96	0,021937	11-mars-10	52449,8	0,65928	18 Feb 10	62942,91	0,5480	02/06/2010
1593,9	0,0008672	19 Feb 10	17166,62	0,0220095	12-mars-10	53318,97	0,65707	19 Feb 10	61675,75	0,5448	04/06/2010
1627,1	0,0008702	22 Feb 10	17164,99	0,0219467	15-mars-10	52592,88	0,65359	22 Feb 10	61182,92	0,5437	07/06/2010
1628,9	0,0008657	23 Feb 10	17383,18	0,0219901	16-mars-10	51416,56	0,64851	23 Feb 10	61855,52	0,5369	08/06/2010
1612,83	0,0008666	24 Feb 10	17490,08	0,0220775	17-mars-10	49659,56	0,64570	24 Feb 10	61478,61	0,5362	09/06/2010

1587,51	0,000856	25 Feb 10	17519,26	0,0219998	18-mars-10	48739,43	0,64197	25 Feb 10	63048,8	0,5430	10/06/2010
1594,58	0,0008621	26 Feb 10	17578,23	0,022058	19-mars-10	49705,49	0,64859	26 Feb 10	63605,38	0,5501	11/06/2010
1615,12	0,0008706	02-mars-10	17410,57	0,0219804	22-mars-10	51183,73	0,64813	01-mars-10	63532,85	0,5520	14/06/2010
1622,44	0,0008749	03-mars-10	17451,02	0,0220119	23-mars-10	51476,11	0,64998	02-mars-10	64442,27	0,5549	15/06/2010
1618,2	0,0008734	04-mars-10	17558,85	0,0219756	25-mars-10	51699,06	0,65189	03-mars-10	64750,71	0,5567	16/06/2010
1634,57	0,0008768	05-mars-10	17644,76	0,0221386	26-mars-10	51440,71	0,64679	04-mars-10	64540,91	0,5591	17/06/2010
1660,04	0,0008825	08-mars-10	17711,35	0,0222841	29-mars-10	52625,63	0,64830	05-mars-10	64437,58	0,5615	18/06/2010
1660,83	0,0008809	09-mars-10	17590,17	0,0222395	30-mars-10	53296,54	0,65274	08-mars-10	64829,03	0,5633	21/06/2010
1662,24	0,0008853	10-mars-10	17525,77	0,022309	31-mars-10	52959,96	0,65087	09-mars-10	64810,62	0,5664	22/06/2010
1656,62	0,0008823	11-mars-10	17692,62	0,0223189	01 Apr 10	52753	0,65240	10-mars-10	65160,33	0,5659	23/06/2010
1662,74	0,0008857	12-mars-10	17941,37	0,0225206	06 Apr 10	52376,55	0,65168	11-mars-10	63936,7	0,5587	24/06/2010
1649,5	0,0008813	15-mars-10	17970,02	0,0224744	07 Apr 10	52232,99	0,65428	12-mars-10	64823,83	0,5587	25/06/2010
1648,01	0,0008822	16-mars-10	17741,4	0,0225098	08 Apr 10	51971,37	0,65334	15-mars-10	64225,22	0,5627	28/06/2010
1682,86	0,0008861	17-mars-10	17853	0,0226065	09 Apr 10	52233,26	0,65669	16-mars-10	61977,91	0,5612	29/06/2010
1675,17	0,0008836	18-mars-10	17821,96	0,0224694	12 Apr 10	54303,66	0,66050	17-mars-10	60935,9	0,5535	30/06/2010
1686,11	0,0008822	19-mars-10	17639,26	0,0225023	15 Apr 10	53534,39	0,65304	18-mars-10	61236,2	0,5553	01/07/2010
1672,67	0,0008805	22-mars-10	17591,18	0,0225912	16 Apr 10	53436,96	0,65083	19-mars-10	61429,79	0,5556	02/07/2010
1681,82	0,0008795	23-mars-10	17400,68	0,0223945	19 Apr 10	53892,39	0,64868	22-mars-10	63283,8	0,5635	07/07/2010
1681,01	0,0008787	24-mars-10	17460,58	0,0224845	20 Apr 10	54351,7	0,64960	23-mars-10	63476,32	0,5663	08/07/2010
1688,39	0,0008753	25-mars-10	17472,56	0,0224845	21 Apr 10	55136,6	0,64725	24-mars-10	62960,1	0,5668	12/07/2010
1697,72	0,000878	26-mars-10	17573,99	0,022414	22 Apr 10	57044,66	0,65020	25-mars-10	63685,56	0,5693	13/07/2010
1691,99	0,0008807	29-mars-10	17694,2	0,0225175	23 Apr 10	56610,66	0,65020	26-mars-10	63479,46	0,5670	14/07/2010
1700,19	0,000884	30-mars-10	17745,28	0,0225581	26 Apr 10	56668,2	0,65355	29-mars-10	63489,37	0,5709	15/07/2010
1692,85	0,0008838	31-mars-10	17690,62	0,0225098	27 Apr 10	56754,41	0,65402	30-mars-10	62339,27	0,5666	16/07/2010
1719,17	0,0008878	01 Apr 10	17380,08	0,0224442	28 Apr 10	56538,37	0,65733	31-mars-10	63297,04	0,5655	19/07/2010
1726,09	0,0008892	06 Apr 10	17503,47	0,0224618	29 Apr 10	57708,21	0,65920	01 Apr 10	64462,5	0,5623	20/07/2010
1726,6	0,0008923	07 Apr 10	17558,71	0,0226116	30 Apr 10	58406,36	0,66339	06 Apr 10	64476,84	0,5603	21/07/2010
1733,78	0,0008903	08 Apr 10	17137,14	0,0224341	04 May 10	58645,61	0,66760	07 Apr 10	65748,1	0,5621	22/07/2010
1710,3	0,0008949	09 Apr 10	17087,96	0,022309	05 May 10	58412,05	0,66525	08 Apr 10	66322,99	0,5631	23/07/2010
1710,59	0,0008975	12 Apr 10	16987,53	0,0220677	06 May 10	58821,64	0,67105	09 Apr 10	66443,26	0,5675	26/07/2010
1735,33	0,0008898	13 Apr 10	16769,11	0,0220143	07 May 10	58075,39	0,67236	12 Apr 10	66674,44	0,5679	27/07/2010
1735,33	0,0008992	14 Apr 10	17330,55	0,0223364	10 May 10	59330,34	0,67137	13 Apr 10	66808,25	0,5662	28/07/2010
1743,91	0,0009029	15 Apr 10	17141,53	0,0221117	11 May 10	59330,34	0,67705	14 Apr 10	66953,83	0,5666	29/07/2010
1734,49	0,0009005	16 Apr 10	17195,81	0,0221852	12 May 10	59055,09	0,67981	15 Apr 10	67515,4	0,5668	30/07/2010
1705,3	0,0008941	19 Apr 10	17265,87	0,0222148	13 May 10	58222,53	0,67499	16 Apr 10	68517,46	0,5693	02/08/2010

1718,03	0,0008945	20 Apr 10	16994,6	0,0221166	14 May 10	58153,03	0,66916	19 Apr 10	67997,36	0,5720	03/08/2010
1747,58	0,0009027	21 Apr 10	16835,56	0,0219762	17 May 10	58886,09	0,67195	20 Apr 10	68772	0,5686	04/08/2010
1739,52	0,0009022	22 Apr 10	16875,76	0,0219665	18 May 10	58450,85	0,67299	21 Apr 10	68411,72	0,5696	05/08/2010
1737,03	0,0009018	23 Apr 10	16408,49	0,0216076	19 May 10	58338,36	0,67231	22 Apr 10	68094,76	0,5705	06/08/2010
1752,2	0,0009058	26 Apr 10	16519,68	0,0213561	20 May 10	59043,16	0,67774	26 Apr 10	67862,28	0,5695	09/08/2010
1749,55	0,0009005	27 Apr 10	16445,61	0,0213061	21 May 10	58217,4	0,67254	27 Apr 10	67223,23	0,5705	10/08/2010
1733,91	0,0008937	28 Apr 10	16449,55	0,0212879	24 May 10	57933,09	0,66751	28 Apr 10	65790,29	0,5692	11/08/2010
1728,42	0,0008969	29 Apr 10	16022,48	0,0210482	25 May 10	58702,82	0,67413	29 Apr 10	65966,17	0,5664	12/08/2010
1741,56	0,0009021	30 Apr 10	16387,84	0,0211758	26 May 10	58959,1	0,67340	30 Apr 10	66264,43	0,5642	13/08/2010
1718,75	0,0008965	04 May 10	16863,06	0,0215866	28 May 10	57341,03	0,66085	04 May 10	66701,89	0,5647	16/08/2010
1684,71	0,0008763	06 May 10	16572,03	0,0212359	01-juin-10	56441,12	0,65317	05 May 10	67583,77	0,5672	17/08/2010
1647,5	0,0008655	07 May 10	16741,84	0,0213174	02-juin-10	55763,57	0,64679	06 May 10	66887,13	0,5713	19/08/2010
1677,63	0,0008834	10 May 10	17022,33	0,0214777	03-juin-10	52686,97	0,63569	07 May 10	66677,16	0,5690	20/08/2010
1670,24	0,0008813	11 May 10	17117,69	0,0213333	04-juin-10	56448	0,65518	10 May 10	65981,86	0,5685	23/08/2010
1663,03	0,0008741	12 May 10	16781,07	0,0212365	07-juin-10	56461,72	0,65108	11 May 10	65156,36	0,5689	24/08/2010
1694,58	0,0008853	13 May 10	16617,1	0,021347	08-juin-10	57976,46	0,65544	12 May 10	64803,43	0,5644	25/08/2010
1695,53	0,0008844	14 May 10	16657,89	0,0212975	09-juin-10	57929,65	0,65828	13 May 10	63867,48	0,5663	26/08/2010
1651,51	0,0008667	17 May 10	16922,08	0,021322	10-juin-10	55747,88	0,65066	14 May 10	65585,14	0,5686	27/08/2010
1643,24	0,0008722	18 May 10	17064,95	0,0213744	11-juin-10	56071,09	0,64767	17 May 10	64260,79	0,5703	30/08/2010
1630,08	0,0008584	19 May 10	17338,17	0,0215077	14-juin-10	56978,25	0,64800	18 May 10	65145,45	0,5687	31/08/2010
1600,18	0,0008373	20 May 10	17412,83	0,0214984	15-juin-10	54449,88	0,62629	20 May 10	67072,53	0,5697	01/09/2010
1604,93	0,0008233	24 May 10	17462,87	0,0215239	16-juin-10	54111,6	0,63371	21 May 10	66808,08	0,5736	02/09/2010
1560,83	0,0007993	25 May 10	17616,69	0,0216638	17-juin-10	54558,16	0,63573	24 May 10	66678,62	0,5761	03/09/2010
1582,12	0,0007978	26 May 10	17570,82	0,0216614	18-juin-10	52257,07	0,62590	25 May 10	66407,28	0,5797	08/09/2010
1607,5	0,000817	27 May 10	17876,55	0,0219419	21-juin-10	54103,5	0,63557	26 May 10	66624,1	0,5806	09/09/2010
1622,78	0,000837	28 May 10	17749,69	0,0217179	22-juin-10	55233,68	0,63812	28 May 10	66806,79	0,5804	10/09/2010
1630,4	0,0008222	01-juin-10	17755,94	0,0216006	23-juin-10	54460,36	0,63391	01-juin-10	68030,58	0,5821	13/09/2010
1661,84	0,000834	03-juin-10	17730,24	0,0214569	24-juin-10	55212,5	0,63159	02-juin-10	67691,85	0,5825	14/09/2010
1664,13	0,0008322	04-juin-10	17574,53	0,0215633	25-juin-10	55407,21	0,63271	03-juin-10	68106,85	0,5859	15/09/2010
1637,97	0,0008093	07-juin-10	17774,26	0,0216427	28-juin-10	54612,93	0,62617	04-juin-10	67662,99	0,5827	16/09/2010
1651,48	0,0008104	08-juin-10	17534,09	0,0215401	29-juin-10	54306,63	0,62243	07-juin-10	67089,12	0,5822	17/09/2010
1647,22	0,0008014	09-juin-10	17700,9	0,0215401	30-juin-10	53664,36	0,62174	08-juin-10	68190,46	0,5828	20/09/2010
1651,7	0,0007994	10-juin-10	17509,33	0,0214523	01-juil-10	54304,92	0,62657	09-juin-10	67719,13	0,5811	21/09/2010
1675,34	0,0008025	11-juin-10	17460,95	0,0214707	02-juil-10	54861,83	0,62976	10-juin-10	68325,18	0,5798	22/09/2010
1690,6	0,0008188	14-juin-10	17441,44	0,0213789	05-juil-10	55131,63	0,63251	11-juin-10	68794,32	0,5822	23/09/2010

1690,03	0,0008133	15-juin-10	17614,48	0,0213812	06-juil-10	55688,81	0,63755	14-juin-10	68196,48	0,5819	24/09/2010
1705,33	0,000825	16-juin-10	17471,03	0,0212879	07-juil-10	56421,32	0,63735	15-juin-10	68815,97	0,5844	27/09/2010
1707,92	0,0008241	17-juin-10	17651,73	0,0213744	08-juil-10	56402,91	0,63861	16-juin-10	69227,63	0,5851	28/09/2010
1711,95	0,0008287	18-juin-10	17833,54	0,0214293	09-juil-10	56891,01	0,63939	17-juin-10	69228,24	0,5850	29/09/2010
1739,68	0,0008514	21-juin-10	17937,2	0,021427	12-juil-10	57034,47	0,64280	18-juin-10	69429,78	0,5867	30/09/2010
1731,48	0,0008448	22-juin-10	17985,9	0,0213927	13-juil-10	57277,18	0,64445	21-juin-10	70229,35	0,5905	01/10/2010
1725,82	0,0008411	23-juin-10	17938,16	0,0214018	14-juil-10	57007,01	0,64049	22-juin-10	70384,92	0,5951	04/10/2010
1739,87	0,000841	24-juin-10	17909,46	0,0214938	15-juil-10	55906,38	0,63403	23-juin-10	71283,11	0,5926	05/10/2010
1729,84	0,0008228	25-juin-10	17955,82	0,0213767	16-juil-10	55915,67	0,63307	24-juin-10	70541,37	0,5952	06/10/2010
1732,03	0,0008312	28-juin-10	17928,42	0,0212337	19-juil-10	55864,24	0,63279	25-juin-10	69918,4	0,5970	07/10/2010
1707,76	0,0008211	29-juin-10	17878,14	0,0211618	20-juil-10	56433,12	0,63642	28-juin-10	70808,8	0,5963	08/10/2010
1698,29	0,0008184	30-juin-10	17977,23	0,0212337	21-juil-10	55215,32	0,63095	29-juin-10	71674,9	0,6010	13/10/2010
1686,24	0,0008138	01-juil-10	18113,15	0,0212213	22-juil-10	54839,46	0,63131	30-juin-10	71962,29	0,6044	14/10/2010
1671,82	0,0008135	02-juil-10	18130,98	0,0213106	23-juil-10	54534,28	0,63135	01-juil-10	71830,18	0,6028	15/10/2010
1675,37	0,0008171	05-juil-10	18020,05	0,021254	26-juil-10	55636,45	0,63886	02-juil-10	71735,53	0,6026	18/10/2010
1684,94	0,0008177	06-juil-10	18077,71	0,0214339	27-juil-10	55715,5	0,63971	05-juil-10	69863,58	0,5996	19/10/2010
1675,65	0,0008186	07-juil-10	17957,37	0,0213972	28-juil-10	56787,75	0,64292	06-juil-10	70404,68	0,5931	20/10/2010
1698,64	0,0008269	08-juil-10	17992	0,021488	29-juil-10	56798,55	0,64247	07-juil-10	69652,1	0,5978	21/10/2010
1723,01	0,0008347	09-juil-10	17868,29	0,0215587	30-juil-10	57345,59	0,64445	08-juil-10	69526,73	0,5921	22/10/2010
1734,05	0,0008303	12-juil-10	18081,21	0,0216943	02 Aug 10	57150,9	0,64416	09-juil-10	69580,28	0,5886	25/10/2010
1735,08	0,0008244	13-juil-10	18114,83	0,0216802	03 Aug 10	57569,84	0,64309	12-juil-10	70740,39	0,5876	26/10/2010
1758,01	0,0008312	14-juil-10	18217,44	0,0216943	04 Aug 10	58278,67	0,64512	13-juil-10	72995,69	0,5907	04/11/2010
1751,29	0,0008307	15-juil-10	18172,83	0,0216896	05 Aug 10	58301,34	0,64792	14-juil-10	72606,58	0,5948	05/11/2010
1738,45	0,0008308	16-juil-10	18143,99	0,0216661	06 Aug 10	57689,93	0,65117	15-juil-10	72657,37	0,5955	08/11/2010
1731,95	0,0008226	19-juil-10	18287,5	0,021699	09 Aug 10	57729,36	0,64994	16-juil-10	71679,47	0,5896	09/11/2010
1736,77	0,0008282	20-juil-10	18219,99	0,0215866	10 Aug 10	58114,43	0,64952	19-juil-10	71638,38	0,5896	10/11/2010
1748,78	0,0008304	21-juil-10	18070,19	0,021427	11 Aug 10	58227,81	0,65159	20-juil-10	71195,16	0,5861	11/11/2010
1735,53	0,0008306	22-juil-10	18073,9	0,0213812	12 Aug 10	59494,67	0,65389	21-juil-10	70367,15	0,5824	12/11/2010
1758,06	0,0008341	23-juil-10	18167,03	0,0214454	13 Aug 10	59919,48	0,65898	22-juil-10	69192,41	0,5817	16/11/2010
1769,07	0,0008395	26-juil-10	18050,78	0,0214179	16 Aug 10	59299,53	0,65625	23-juil-10	69708,63	0,5785	17/11/2010
1768,31	0,0008461	27-juil-10	18048,85	0,0214823	17 Aug 10	59507,68	0,65880	26-juil-10	70781,4	0,5784	18/11/2010
1773,47	0,0008432	28-juil-10	18257,12	0,0214615	18 Aug 10	60328,94	0,66085	27-juil-10	70897,9	0,5836	19/11/2010
1770,88	0,0008429	29-juil-10	18454,94	0,021568	19 Aug 10	60404,33	0,66107	28-juil-10	69632,5	0,5820	22/11/2010
1759,33	0,0008455	30-juil-10	18401,82	0,0214523	20 Aug 10	60737,28	0,66155	29-juil-10	67952,55	0,5805	23/11/2010
1782,27	0,0008522	02 Aug 10	18409,35	0,0214179	23 Aug 10	59866,75	0,66383	30-juil-10	69629,36	0,5771	24/11/2010

1790,6	0,0008536	03 Aug 10	18311,59	0,0213197	24 Aug 10	60693,24	0,67074	02 Aug 10	67705,4	0,5784	30/11/2010
1789,26	0,000856	04 Aug 10	18179,64	0,0213311	25 Aug 10	60078,5	0,66872	03 Aug 10	69345,85	0,5830	01/12/2010
1783,86	0,0008573	05 Aug 10	18226,35	0,0213698	26 Aug 10	59880,68	0,66636	04 Aug 10	69527,07	0,5867	02/12/2010
1783,83	0,000861	06 Aug 10	17998,41	0,0213402	27 Aug 10	59603,14	0,66525	05 Aug 10	69766,09	0,5875	03/12/2010
1790,17	0,0008617	09 Aug 10	17971,12	0,0212857	31 Aug 10	59753,02	0,67006	06 Aug 10	69551,81	0,5914	06/12/2010
1781,13	0,0008556	10 Aug 10	18205,87	0,0213881	01-sept-10	59885,66	0,67092	09 Aug 10	69337,64	0,5942	07/12/2010
1758,19	0,0008458	11 Aug 10	18238,31	0,0214018	02-sept-10	59169,61	0,66613	10 Aug 10	68174,92	0,5977	08/12/2010
1721,75	0,0008431	12 Aug 10	18221,43	0,02148	03-sept-10	58154,66	0,65677	11 Aug 10	67879,46	0,5923	09/12/2010
1746,24	0,0008447	13 Aug 10	18560,05	0,0214961	06-sept-10	58383,71	0,65972	12 Aug 10	68341,83	0,5877	10/12/2010
1755,03	0,0008502	17 Aug 10	18645,06	0,0213833	07-sept-10	58479,86	0,65937	13 Aug 10	69126,32	0,5845	13/12/2010
1761,99	0,0008517	18 Aug 10	18666,71	0,0214728	08-sept-10	58822,82	0,66326	16 Aug 10	68742,97	0,5876	14/12/2010
1779,64	0,0008524	19 Aug 10	18799,66	0,0215631	09-sept-10	59462,92	0,66702	17 Aug 10	67870,14	0,5903	15/12/2010
1775,54	0,0008445	20 Aug 10	19208,33	0,021598	13-sept-10	59443,43	0,66707	18 Aug 10	67306,39	0,5889	16/12/2010
1767,71	0,0008458	23 Aug 10	19346,96	0,0216074	14-sept-10	58849,39	0,66331	19 Aug 10	67981,22	0,5875	17/12/2010
1760,53	0,0008385	24 Aug 10	19502,11	0,021612	15-sept-10	58749,93	0,65937	20 Aug 10	67263,6	0,5851	20/12/2010
1734,79	0,0008353	25 Aug 10	19417,49	0,0216661	16-sept-10	58890,46	0,65604	23 Aug 10	68214,86	0,5857	21/12/2010
1729,76	0,0008399	26 Aug 10	19594,75	0,0218079	17-sept-10	58623,2	0,65368	24 Aug 10	68470,76	0,5894	22/12/2010
1729,56	0,0008361	27 Aug 10	19906,1	0,0219106	20-sept-10	58285,65	0,65244	25 Aug 10	68485,96	0,5904	23/12/2010
1742,75	0,000834	31 Aug 10	20001,55	0,021925	21-sept-10	59345,93	0,65738	27 Aug 10	67803,16	0,5919	27/12/2010
1764,69	0,0008439	01-sept-10	19941,72	0,0219708	22-sept-10	59972,59	0,65621	31 Aug 10	68040,94	0,5912	28/12/2010
1775,73	0,0008474	02-sept-10	19861,01	0,0219611	23-sept-10	60685,5	0,66107	01-sept-10	68952,42	0,5897	29/12/2010
1780,02	0,0008517	03-sept-10	20045,18	0,0221007	24-sept-10	60865,73	0,66230	02-sept-10			
1792,42	0,0008532	06-sept-10	20117,38	0,0222222	27-sept-10	60998,84	0,66551	03-sept-10			
1787,74	0,000849	07-sept-10	20104,86	0,0221729	28-sept-10	61100,96	0,66565	06-sept-10			
1779,22	0,0008528	08-sept-10	19956,34	0,0222618	29-sept-10	60746,75	0,66015	07-sept-10			
1784,36	0,0008564	09-sept-10	20069,12	0,0224366	30-sept-10	60608,08	0,65976	08-sept-10			
1802,58	0,0008578	10-sept-10	20445,04	0,0225175	01-oct-10	62260,11	0,67002	13-sept-10			
1818,86	0,0008621	13-sept-10	20475,73	0,0224492	04-oct-10	62478,98	0,66997	14-sept-10			
1815,25	0,0008618	14-sept-10	20407,71	0,0224845	05-oct-10	63397,71	0,67105	15-sept-10			
1823,88	0,0008633	15-sept-10	20543,08	0,0225912	06-oct-10	63732,81	0,66840	16-sept-10			
1811,85	0,0008595	16-sept-10	20315,32	0,0225989	07-oct-10	63862,03	0,66720	17-sept-10			
1827,35	0,0008614	17-sept-10	20250,26	0,0225149	08-oct-10	64289,57	0,67015	20-sept-10			
1832,63	0,0008609	20-sept-10	20339,89	0,0225098	11-oct-10	64124,73	0,66966	21-sept-10			
1846,6	0,0008657	24-sept-10	20203,34	0,0224366	12-oct-10	64479,14	0,67322	22-sept-10			
1860,83	0,0008717	27-sept-10	20687,88	0,0225352	13-oct-10	64192,6	0,67281	23-sept-10			

1855,97	0,0008716	28-sept-10	20497,64	0,022627	14-oct-10	64241,48	0,67719	24-sept-10			
1866,45	0,0008755	29-sept-10	20125,05	0,0226424	15-oct-10	64627,29	0,67843	27-sept-10			
1872,81	0,000877	30-sept-10	20168,89	0,0225734	18-oct-10	65589,87	0,68138	28-sept-10			
1876,73	0,0008838	01-oct-10	19983,13	0,0225555	19-oct-10	65551,38	0,68644	29-sept-10			
1879,29	0,0008903	04-oct-10	19872,15	0,0225734	20-oct-10	65774,37	0,69171	30-sept-10			
1878,94	0,0008843	05-oct-10	20260,58	0,0225606	21-oct-10	64882,72	0,69085	01-oct-10			
1903,95	0,0008942	06-oct-10	20165,86	0,0224467	22-oct-10	65414,95	0,68781	04-oct-10			
1900,85	0,0008962	07-oct-10	20303,12	0,0225175	25-oct-10	66283,23	0,69955	05-oct-10			
1897,07	0,0008915	08-oct-10	20221,39	0,0224542	26-oct-10	66879,74	0,70378	06-oct-10			
1889,91	0,0008947	11-oct-10	20005,37	0,0224291	27-oct-10	66758,97	0,70220	07-oct-10			
1868,04	0,0008841	12-oct-10	19941,04	0,0225301	28-oct-10	67217,24	0,70557	08-oct-10			
1876,15	0,0008933	13-oct-10	20032,34	0,0225073	29-oct-10	68999,96	0,70751	11-oct-10			
1899,76	0,0009011	14-oct-10	20355,63	0,0225352	01-nov-10	69975,08	0,70477	12-oct-10			
1902,29	0,0008999	15-oct-10	20345,69	0,0225708	02-nov-10	70166,89	0,71028	13-oct-10			
1875,42	0,000897	18-oct-10	20465,74	0,02252	03-nov-10	69225,72	0,71215	14-oct-10			
1857,32	0,0008869	19-oct-10	20893,57	0,0226809	04-nov-10	70101,22	0,70897	15-oct-10			
1870,44	0,0008888	20-oct-10	20852,38	0,0225479	08-nov-10	70457,99	0,70666	18-oct-10			
1874,69	0,000888	21-oct-10	20932,48	0,0226014	09-nov-10	69838,75	0,69896	19-oct-10			
1897,31	0,0008879	22-oct-10	20875,71	0,0225403	10-nov-10	69364,54	0,70244	20-oct-10			
1915,71	0,0008957	25-oct-10	20589,09	0,0224921	11-nov-10	70450,31	0,70507	21-oct-10			
1919,41	0,0008911	26-oct-10	20156,89	0,0223489	12-nov-10	71006,82	0,70126	22-oct-10			
1909,54	0,0008836	27-oct-10	20309,69	0,0221361	15-nov-10	70923,84	0,70592	25-oct-10			
1907,87	0,0008899	28-oct-10	19865,14	0,0220143	16-nov-10	70746,73	0,70097	26-oct-10			
1882,95	0,0008893	29-oct-10	19930,64	0,0221361	18-nov-10	68588,51	0,69152	27-oct-10			
1914,74	0,0008944	01-nov-10	19585,44	0,0220264	19-nov-10	68760,46	0,69881	28-oct-10			
1918,04	0,0008997	02-nov-10	19957,59	0,0219901	22-nov-10	69074,33	0,70013	01-nov-10			
1935,97	0,0009007	03-nov-10	19691,84	0,0218651	23-nov-10	68522,21	0,70771	02-nov-10			
1942,5	0,0009029	04-nov-10	19459,85	0,021913	24-nov-10	68004,63	0,70811	03-nov-10			
1938,96	0,000902	05-nov-10	19318,16	0,0219563	25-nov-10	70905,39	0,71679	04-nov-10			
1942,41	0,0008971	08-nov-10	19136,61	0,0218221	26-nov-10	70779,15	0,71475	05-nov-10			
1947,46	0,000899	09-nov-10	19405,1	0,0217391	29-nov-10	70941,06	0,70806	08-nov-10			
1967,85	0,0009004	10-nov-10	19521,25	0,0217758	30-nov-10	71543,26	0,71124	09-nov-10			
1914,73	0,0009012	11-nov-10	19850	0,0220325	01 Dec 10	70651,03	0,70274	10-nov-10			
1913,12	0,000887	12-nov-10	19992,7	0,0221227	02 Dec 10	70084,95	0,69789	11-nov-10			
1913,81	0,0008808	15-nov-10	19966,93	0,0222581	03 Dec 10	69553,08	0,69784	12-nov-10			

الملحق رقم (3): تغيرات أسعار الصرف ومؤشرات أسعار الأسهم في الدول العربية

MASI	الدرهم/دولار	التاريخ	case 30	الجنيه/دولار	التاريخ	مؤشر الكويت	الدينار/دولار	التاريخ
10493,2	0,1295589	02/01/2008	10690,14	0,18157	02/01/2008	12507,7	3,6617	02/01/2008
10745,78	0,1295538	03/01/2008	10727,83	0,18165	03/01/2008	12601,6	3,6603	03/01/2008
10809,14	0,1299174	04/01/2008	10727,83	0,18141	04/01/2008	12781,4	3,6603	04/01/2008
11020,8	0,1294649	07/01/2008	10927,11	0,18207	07/01/2008	12843,8	3,6603	07/01/2008
11068,26	0,1295018	08/01/2008	10977,24	0,18270	08/01/2008	12900,9	3,6603	08/01/2008
11074,28	0,1290689	09/01/2008	10977,24	0,18270	09/01/2008	13018,7	3,6603	09/01/2008
11299,97	0,1306233	14/01/2008	10960,63	0,18315	14/01/2008	13018,7	3,6603	10/01/2008
11266,84	0,1305108	15/01/2008	10985,36	0,18315	15/01/2008	13140,4	3,6603	11/01/2008
11271,9	0,1292491	16/01/2008	10808,31	0,18315	16/01/2008	13259,1	3,6630	14/01/2008
11379,9	0,1292858	17/01/2008	10731,46	0,18198	17/01/2008	13359,2	3,6643	15/01/2008
11514,42	0,1288261	18/01/2008	9964,54	0,18071	21/01/2008	13436,2	3,6657	16/01/2008
11401,09	0,1278249	21/01/2008	9939,49	0,18026	22/01/2008	13385,7	3,6630	17/01/2008
11107,72	0,1287813	22/01/2008	10052,18	0,18042	23/01/2008	13428	3,6630	18/01/2008
11074,17	0,1284489	23/01/2008	10010,85	0,18068	24/01/2008	13329,8	3,6603	21/01/2008
11253,23	0,1295857	24/01/2008	10013,44	0,17953	28/01/2008	13117,1	3,6590	22/01/2008
11330,44	0,1294264	25/01/2008	10111,33	0,17957	29/01/2008	13239,1	3,6617	23/01/2008
11335,46	0,1301338	28/01/2008	10234,76	0,17986	30/01/2008	13260,5	3,6617	24/01/2008
11267,87	0,1255966	29/01/2008	10318,06	0,18010	31/01/2008	13336	3,6617	25/01/2008
11291,37	0,1300881	30/01/2008	10501,64	0,18018	04/02/2008	13334,5	3,6617	28/01/2008
11348,29	0,130171	31/01/2008	10524,17	0,18059	05/02/2008	13416,5	3,6617	29/01/2008
11406,12	0,1302932	01/02/2008	10261,72	0,18083	06/02/2008	13475,1	3,6617	30/01/2008
11470,45	0,1303101	04/02/2008	10212,61	0,18108	07/02/2008	13499,7	3,6617	31/01/2008
11511,98	0,1290506	05/02/2008	9985,45	0,18141	11/02/2008	13620,9	3,6617	01/02/2008
11450,43	0,1291756	06/02/2008	9940,44	0,18141	12/02/2008	13656,9	3,6617	04/02/2008
11528,63	0,1280426	07/02/2008	10128,23	0,18141	13/02/2008	13651,7	3,6617	05/02/2008
11533,4	0,1279214	08/02/2008	10318,26	0,18203	14/02/2008	13590,3	3,6590	06/02/2008
11546,98	0,1279296	11/02/2008	10475,65	0,18182	18/02/2008	13685,3	3,6590	07/02/2008
11586,95	0,128619	12/02/2008	10601,7	0,18219	19/02/2008	13701,6	3,6590	08/02/2008
11583,56	0,1283911	13/02/2008	10648,72	0,18215	20/02/2008	13614,4	3,6536	11/02/2008
11646,72	0,1287432	14/02/2008	10840,78	0,18198	21/02/2008	13701,9	3,6536	12/02/2008
11698,88	0,1292842	15/02/2008	10639,49	0,18198	22/02/2008	13699,6	3,6536	13/02/2008
11817,88	0,1290889	18/02/2008	11188,84	0,18198	25/02/2008	13712,1	3,6536	14/02/2008
11943,15	0,129828	19/02/2008	11350,11	0,18190	26/02/2008	13705,2	3,6536	15/02/2008
11907,22	0,1290506	20/02/2008	11239,96	0,18190	27/02/2008	13776,2	3,6576	18/02/2008
11934,01	0,1300508	21/02/2008	11335,21	0,18227	28/02/2008	13865,4	3,6563	19/02/2008
12094,77	0,130283	22/02/2008	11141,74	0,18248	03/03/2008	13922,9	3,6590	20/02/2008
12104,82	0,1304019	25/02/2008	11320,76	0,18248	04/03/2008	13915	3,6563	21/02/2008
12069,69	0,1307155	26/02/2008	11401,35	0,18271	05/03/2008	13915	3,6563	22/02/2008
12057,66	0,1329045	29/02/2008	11389,93	0,18273	06/03/2008	14005,6	3,6643	27/02/2008
12262,48	0,1372985	17/03/2008	11227,59	0,18273	10/03/2008	13976,7	3,6643	29/02/2008
12252,33	0,1374004	18/03/2008	11295,57	0,18307	11/03/2008	14017	3,6711	03/03/2008
12142,47	0,1363605	19/03/2008	11546,11	0,18315	12/03/2008	14079,5	3,6738	04/03/2008
12146,89	0,1345804	24/03/2008	11336,23	0,18327	13/03/2008	14095,6	3,6765	05/03/2008
12141,06	0,1372175	26/03/2008	10915,79	0,18198	17/03/2008	14157,5	3,6778	06/03/2008
12092,91	0,1375156	27/03/2008	10879,07	0,18240	18/03/2008	14220,2	3,6778	07/03/2008
12116,81	0,1372759	28/03/2008	10905,69	0,18263	19/03/2008	14176,1	3,6860	10/03/2008
12063,95	0,1378987	31/03/2008	10905,02	0,18294	24/03/2008	14218,2	3,6887	11/03/2008
12138,41	0,135912	01/04/2008	11059,01	0,18282	25/03/2008	14233,8	3,6873	12/03/2008

12029,6	0,1361304	02/04/2008	11113,45	0,18273	26/03/2008	14270,3	3,7161	13/03/2008
11865,3	0,1362992	03/04/2008	11117,4	0,18307	27/03/2008	14289,3	3,7161	14/03/2008
12084,28	0,137114	04/04/2008	11357,38	0,18354	31/03/2008	14135	3,7594	17/03/2008
12238,9	0,136885	07/04/2008	11425,46	0,18357	01/04/2008	14235,5	3,7552	18/03/2008
12294,79	0,1368907	08/04/2008	11505,08	0,18339	02/04/2008	14455,4	3,7538	19/03/2008
12299,58	0,1374023	09/04/2008	11371,85	0,18340	03/04/2008	14379,1	3,7383	24/03/2008
12265,31	0,1375421	10/04/2008	11599,2	0,18353	07/04/2008	14319,4	3,7495	25/03/2008
12234,17	0,1376595	11/04/2008	11698,78	0,18349	08/04/2008	14218,7	3,7538	26/03/2008
12196,52	0,1382055	14/04/2008	11663,31	0,18370	09/04/2008	14333	3,7693	27/03/2008
12005,89	0,1375062	15/04/2008	11632,22	0,18398	10/04/2008	14288	3,7665	31/03/2008
12014,51	0,1386578	16/04/2008	11402,73	0,18399	14/04/2008	14413,3	3,7622	01/04/2008
12070,44	0,1382858	17/04/2008	11396,29	0,18416	15/04/2008	14458,5	3,7594	02/04/2008
12030,27	0,1370708	18/04/2008	11318,78	0,18451	16/04/2008	14501,7	3,7566	03/04/2008
12041,68	0,1383662	21/04/2008	11573,98	0,18459	17/04/2008	14521,6	3,7566	04/04/2008
12089,53	0,1388445	22/04/2008	11913,41	0,18510	21/04/2008	14488,7	3,7594	07/04/2008
12010,05	0,1381693	23/04/2008	11825,55	0,18587	22/04/2008	14626,3	3,7622	08/04/2008
11965,69	0,1368607	24/04/2008	11680,23	0,18617	23/04/2008	14687,2	3,7566	09/04/2008
11863,67	0,1365076	25/04/2008	11740,71	0,18665	24/04/2008	14690,1	3,7722	10/04/2008
11888,01	0,1364238	28/04/2008	11787,49	0,18570	29/04/2008	14642,8	3,7636	14/04/2008
11913,54	0,134499	29/04/2008	11786,51	0,18605	30/04/2008	14687,7	3,7700	15/04/2008
11978,98	0,1358216	30/04/2008	11935,67	0,18665	05/05/2008	14774,1	3,7679	17/04/2008
11978,98	0,1350731	01/05/2008	11801,78	0,18692	06/05/2008	14781,7	3,7622	21/04/2008
11882,12	0,1346946	02/05/2008	11697,4	0,18648	07/05/2008	14752,8	3,7651	22/04/2008
11853,59	0,1351881	05/05/2008	11546,38	0,18622	08/05/2008	14722,7	3,7707	23/04/2008
11805,33	0,1357663	06/05/2008	10972,85	0,18664	12/05/2008	14600,2	3,7679	24/04/2008
11877,14	0,1346366	07/05/2008	10741,51	0,18671	13/05/2008	14464,5	3,7679	25/04/2008
11818,83	0,1348036	08/05/2008	10665,82	0,18674	14/05/2008	14486,4	3,7566	28/04/2008
11908,74	0,1348236	09/05/2008	10169,27	0,18631	15/05/2008	14691,1	3,7538	30/04/2008
11952,32	0,1353308	12/05/2008	10506,69	0,18683	19/05/2008	14754,8	3,7538	01/05/2008
11994,73	0,1351863	13/05/2008	10690,13	0,18680	20/05/2008	14999	3,7439	05/05/2008
12083,13	0,1350931	14/05/2008	10663,46	0,18685	21/05/2008	15040,6	3,7453	06/05/2008
12029,44	0,1351717	15/05/2008	10668,23	0,18674	22/05/2008	15053	3,7453	07/05/2008
11910,01	0,135573	16/05/2008	10830,83	0,18692	26/05/2008	15057,7	3,7383	08/05/2008
12003,33	0,1354701	19/05/2008	10998,99	0,18685	27/05/2008	14966,3	3,7383	09/05/2008
11920,52	0,1364033	20/05/2008	11016,93	0,18674	28/05/2008	14987,1	3,7439	12/05/2008
11921,91	0,1372853	21/05/2008	11057,33	0,18700	29/05/2008	14863,9	3,7523	13/05/2008
11946,05	0,1369263	22/05/2008	10924,71	0,18705	02/06/2008	14835,7	3,7552	19/05/2008
11923,77	0,1373174	23/05/2008	10862,94	0,18683	03/06/2008	14909,6	3,7509	20/05/2008
11925,65	0,1373475	26/05/2008	11071,93	0,18700	04/06/2008	14971,4	3,7566	21/05/2008
11864,22	0,1369375	27/05/2008	11032,49	0,18696	05/06/2008	14979,5	3,7707	22/05/2008
11829,95	0,1362639	28/05/2008	10734,71	0,18741	09/06/2008	14959,3	3,7707	23/05/2008
11792,28	0,1355601	29/05/2008	10592,95	0,18700	10/06/2008	14979,9	3,7750	26/05/2008
11983,52	0,1356613	30/05/2008	10638,66	0,18674	11/06/2008	14988,2	3,7793	27/05/2008
11964,35	0,1355969	02/06/2008	10696,67	0,18690	12/06/2008	14996,1	3,7764	28/05/2008
11947,64	0,1350858	03/06/2008	10789,48	0,18700	16/06/2008	15014,5	3,7736	29/05/2008
11909,35	0,1349783	04/06/2008	10635,65	0,18709	17/06/2008	15004,2	3,7736	30/05/2008
12001,7	0,1355804	05/06/2008	10539,28	0,18718	18/06/2008	15117,9	3,7707	02/06/2008
11993,4	0,1370126	06/06/2008	10307,83	0,18672	19/06/2008	15112	3,7707	03/06/2008
12021,36	0,1369694	09/06/2008	10329,31	0,18698	23/06/2008	15154,3	3,7665	04/06/2008
11962,98	0,1352155	10/06/2008	10308,01	0,18709	24/06/2008	15214,2	3,7651	05/06/2008
11945,14	0,1356263	11/06/2008	10147,83	0,18674	25/06/2008	15288,7	3,7651	06/06/2008

11873,57	0,1347654	12/06/2008	10070,31	0,18686	26/06/2008	15308,9	3,7764	09/06/2008
11843,84	0,1341778	13/06/2008	9827,28	0,18769	30/06/2008	15354,7	3,7722	10/06/2008
11871,52	0,1350567	16/06/2008	10041,86	0,18748	02/07/2008	15348	3,7651	11/06/2008
11859,91	0,135362	17/06/2008	9949,93	0,18753	03/07/2008	15306,1	3,7679	12/06/2008
11845,8	0,1354445	18/06/2008	9413,82	0,18728	07/07/2008	15427,8	3,7594	16/06/2008
11807,73	0,1352539	19/06/2008	9350,74	0,18709	08/07/2008	15509,4	3,7636	17/06/2008
11782,21	0,1362918	20/06/2008	9509,95	0,18700	09/07/2008	15540,3	3,7636	18/06/2008
11721,92	0,1351571	23/06/2008	9566,59	0,18776	10/07/2008	15552	3,7665	19/06/2008
11604,7	0,1360581	24/06/2008	9732,61	0,18815	15/07/2008	15597,7	3,7665	20/06/2008
11639,7	0,1358105	25/06/2008	9439,37	0,18824	16/07/2008	15615,3	3,7665	23/06/2008
11686,21	0,1371366	26/06/2008	9356,25	0,18825	17/07/2008	15654,8	3,7665	24/06/2008
11681,27	0,1372119	27/06/2008	9350,91	0,18824	21/07/2008	15598,7	3,7707	25/06/2008
11697,63	0,1372646	30/06/2008	9302,39	0,18824	22/07/2008	15562,6	3,7736	26/06/2008
11712,88	0,1372269	01/07/2008	9382,51	0,18824	24/07/2008	15483,9	3,7736	27/06/2008
11740,33	0,1380015	02/07/2008	9533,54	0,18830	28/07/2008	15456,2	3,7764	30/06/2008
11716,35	0,1368982	03/07/2008	9191,81	0,18824	29/07/2008	15499,2	3,7750	01/07/2008
11716,06	0,136769	04/07/2008	9533,54	0,18832	30/07/2008	15446,5	3,7750	02/07/2008
11715,67	0,1365113	07/07/2008	9251,19	0,18838	31/07/2008	15376	3,7764	03/07/2008
11715,29	0,1366494	08/07/2008	8950,72	0,18832	04/08/2008	15267,1	3,7764	04/07/2008
11841,47	0,1370182	09/07/2008	8860,9	0,18841	05/08/2008	15096,4	3,7707	07/07/2008
11871,86	0,1374835	10/07/2008	8922,66	0,18843	06/08/2008	15069,8	3,7722	08/07/2008
11900,95	0,138196	11/07/2008	8878,86	0,18859	07/08/2008	14776,5	3,7693	09/07/2008
11931,94	0,138754	15/07/2008	8489,04	0,18855	11/08/2008	14895,4	3,7707	10/07/2008
11964,2	0,1376766	16/07/2008	8252,81	0,18819	12/08/2008	14973,5	3,7707	11/07/2008
11878,54	0,138072	17/07/2008	7850,02	0,18779	13/08/2008	14808,5	3,7707	14/07/2008
11850,87	0,1377676	18/07/2008	8223,08	0,18779	14/08/2008	14728,5	3,7722	15/07/2008
11916,59	0,1378265	21/07/2008	7964,93	0,18674	19/08/2008	14708,1	3,7722	16/07/2008
11952,76	0,1376633	22/07/2008	7797,21	0,18648	20/08/2008	14806,9	3,7707	17/07/2008
11952,57	0,1367091	23/07/2008	7982,74	0,18652	21/08/2008	14875,6	3,7707	18/07/2008
11916,27	0,1365337	24/07/2008	8158,45	0,18657	25/08/2008	14940,8	3,7679	21/07/2008
11942,73	0,1364573	25/07/2008	8080,41	0,18638	26/08/2008	14895,6	3,7693	22/07/2008
11935,33	0,1370764	28/07/2008	8203,68	0,18600	27/08/2008	14926,7	3,7665	23/07/2008
11909,43	0,1360803	29/07/2008	8375,24	0,18605	28/08/2008	14887,8	3,7636	24/07/2008
11840,83	0,1361248	31/07/2008	8438,06	0,18605	01/09/2008	14912,3	3,7636	25/07/2008
11654,6	0,1357939	01/08/2008	8239,92	0,18561	02/09/2008	14997,2	3,7651	28/07/2008
11734,89	0,1361545	04/08/2008	8401,2	0,18519	03/09/2008	14971,1	3,7665	29/07/2008
11673,59	0,1352411	05/08/2008	8400,86	0,18519	04/09/2008	14977,5	3,7622	30/07/2008
11660,49	0,1347364	06/08/2008	8480,53	0,18471	08/09/2008	14821,9	3,7622	04/08/2008
11597,91	0,1344484	07/08/2008	8401,79	0,18484	09/09/2008	14795	3,7594	05/08/2008
11626,55	0,1319383	08/08/2008	8261,92	0,18467	10/09/2008	14826,9	3,7594	06/08/2008
11694,9	0,1316638	11/08/2008	8173,54	0,18386	11/09/2008	14827,9	3,7538	07/08/2008
11677,56	0,1310358	12/08/2008	7541,24	0,18399	15/09/2008	14713,3	3,7538	08/08/2008
11686,21	0,1307138	13/08/2008	7184,35	0,18268	16/09/2008	14580,5	3,7439	11/08/2008
11625,91	0,1293728	15/08/2008	7420,2	0,18265	17/09/2008	14460,5	3,7425	12/08/2008
11480,1	0,12947	19/08/2008	7066,21	0,18257	18/09/2008	14424,8	3,7425	13/08/2008
11473,14	0,1302847	22/08/2008	7353,64	0,18243	22/09/2008	14616	3,7425	14/08/2008
11478,33	0,1300306	25/08/2008	7141,51	0,18302	23/09/2008	14638,4	3,7425	15/08/2008
11452,05	0,1291056	26/08/2008	6950,14	0,18324	24/09/2008	14622,5	3,7425	18/08/2008
11457,06	0,1295152	27/08/2008	6945,37	0,18331	25/09/2008	14651,4	3,7425	19/08/2008
11502,97	0,1296176	28/08/2008	7059,16	0,18307	29/09/2008	14671	3,7425	20/08/2008
11530,03	0,1296059	29/08/2008	5896,8	0,18215	07/10/2008	14588,1	3,7425	21/08/2008

11523,97	0,1286422	01/09/2008	5478,55	0,18154	08/10/2008	14620,7	3,7425	22/08/2008
11597,45	0,128146	02/09/2008	5667,47	0,18132	09/10/2008	14565,1	3,7425	25/08/2008
11583,27	0,1276764	03/09/2008	5760,9	0,18034	13/10/2008	14520,4	3,7425	26/08/2008
11613,4	0,1271423	04/09/2008	6138,19	0,18001	14/10/2008	14516,1	3,7425	27/08/2008
11547,59	0,1262467	05/09/2008	5972,59	0,17937	15/10/2008	14499,2	3,7425	28/08/2008
11462,75	0,1258305	08/09/2008	5792,01	0,17905	16/10/2008	14446,7	3,7425	29/08/2008
11233,51	0,1252882	09/09/2008	5732,82	0,17905	20/10/2008	14212,9	3,7425	01/09/2008
11115,83	0,1247318	10/09/2008	5608,96	0,17905	21/10/2008	14028,3	3,7411	02/09/2008
11016,46	0,1237226	11/09/2008	5112,29	0,17889	22/10/2008	14083	3,7383	03/09/2008
11005,79	0,1256297	12/09/2008	4896,53	0,17873	23/10/2008	13961,6	3,7397	04/09/2008
10904,42	0,1256976	15/09/2008	4620,31	0,17857	27/10/2008	13541,7	3,7397	05/09/2008
10471,35	0,1252238	16/09/2008	4859,32	0,17873	28/10/2008	13510,9	3,7369	08/09/2008
10065,94	0,1257514	17/09/2008	4887,06	0,17897	29/10/2008	13504,1	3,7341	09/09/2008
10044,53	0,1270551	18/09/2008	4716,25	0,17937	30/10/2008	13268,9	3,7369	10/09/2008
10359,52	0,127348	19/09/2008	5152,55	0,17976	03/11/2008	13123,9	3,7341	11/09/2008
10816,17	0,1289923	22/09/2008	5314,56	0,18051	04/11/2008	12848,5	3,7341	12/09/2008
11082,84	0,1296378	23/09/2008	5354,35	0,18067	05/11/2008	12360,2	3,7397	15/09/2008
10988,02	0,1292073	24/09/2008	5243,2	0,18075	06/11/2008	12602,6	3,7383	17/09/2008
10865,27	0,1292207	25/09/2008	5363,59	0,18100	10/11/2008	12657,8	3,7439	18/09/2008
10835,98	0,1287548	26/09/2008	5292,2	0,18100	11/11/2008	13140,4	3,7453	22/09/2008
10801,52	0,1275055	29/09/2008	5021,94	0,18075	12/11/2008	12871,7	3,7580	23/09/2008
10618,32	0,1248003	30/09/2008	4823,59	0,18051	13/11/2008	12783,7	3,7566	24/09/2008
10257,82	0,1229574	03/10/2008	4561,06	0,18102	17/11/2008	12568,7	3,7566	25/09/2008
10291,78	0,1206971	06/10/2008	4205,99	0,18067	18/11/2008	12824,1	3,7566	26/09/2008
10033,65	0,1215879	07/10/2008	4098,51	0,18059	19/11/2008	12839,3	3,7552	29/09/2008
10200,55	0,1230936	08/10/2008	3878,11	0,18042	20/11/2008	12839,3	3,7552	02/10/2008
10089,15	0,1217211	09/10/2008	3686,35	0,18059	24/11/2008	12379	3,7552	03/10/2008
9802,77	0,1206782	10/10/2008	3866,95	0,18096	25/11/2008	11951,7	3,7369	06/10/2008
9837,12	0,1212636	13/10/2008	3978,67	0,18116	26/11/2008	11635,9	3,7341	07/10/2008
10451,87	0,1215865	14/10/2008	4043,72	0,18116	27/11/2008	11472	3,7411	08/10/2008
10333,04	0,1212562	15/10/2008	4022,58	0,18116	01/12/2008	11905,7	3,7453	09/10/2008
10115,95	0,1199472	16/10/2008	3937,66	0,18091	02/12/2008	11826,7	3,7481	13/10/2008
10155,97	0,1203152	17/10/2008	3979,71	0,18091	03/12/2008	11795,7	3,7509	14/10/2008
10320,23	0,1192307	20/10/2008	4059,08	0,18119	04/12/2008	11719,7	3,7481	15/10/2008
10246,59	0,1183362	21/10/2008	3979,71	0,18108	08/12/2008	11543,7	3,7439	16/10/2008
10215,41	0,1163508	22/10/2008	4059,08	0,18051	09/12/2008	11234,1	3,7439	17/10/2008
10142,95	0,1161022	23/10/2008	4202,25	0,18091	10/12/2008	10856,9	3,7453	20/10/2008
9902,45	0,1151676	24/10/2008	4319,74	0,18105	11/12/2008	11041,4	3,7397	21/10/2008
9792,55	0,1129344	27/10/2008	4366,68	0,18091	15/12/2008	10804,4	3,7327	22/10/2008
9323,7	0,1131171	28/10/2008	4434,97	0,18116	16/12/2008	10481,1	3,7327	23/10/2008
9670,12	0,1159084	29/10/2008	4484,01	0,18116	17/12/2008	10114,3	3,7327	24/10/2008
9726,89	0,1157756	30/10/2008	4453,4	0,18131	18/12/2008	9889,3	3,7161	27/10/2008
9794,43	0,11465	31/10/2008	4351,38	0,18124	22/12/2008	9685,3	3,7189	28/10/2008
9873,45	0,115222	03/11/2008	4324,27	0,18108	23/12/2008	9676,3	3,7258	29/10/2008
9863,66	0,1167406	04/11/2008	4331,88	0,18100	24/12/2008	9789,3	3,7383	30/10/2008
9984,75	0,1173985	05/11/2008	4487,47	0,18109	30/12/2008	9867,5	3,7383	31/10/2008
10070,84	0,1154268	07/11/2008	4596,49	0,18145	31/12/2008	9681,6	3,7147	03/11/2008
9947,65	0,1156016	10/11/2008	4731,28	0,18165	05/01/2009	9715,9	3,7453	04/11/2008
9901,06	0,1136648	11/11/2008	4711,85	0,18188	06/01/2009	9785,8	3,7106	05/11/2008
9768,91	0,1134224	12/11/2008	4634,36	0,18180	08/01/2009	9674,8	3,7120	06/11/2008
9744,28	0,113798	13/11/2008	4600,31	0,18131	12/01/2009	9404,4	3,7120	07/11/2008

9692,36	0,1145895	14/11/2008	4500,98	0,18083	13/01/2009	9256,3	3,7051	10/11/2008
9668,04	0,1143615	17/11/2008	4477,12	0,18083	14/01/2009	9056,1	3,7051	11/11/2008
9608,19	0,1144243	19/11/2008	4327,01	0,18100	15/01/2009	8851,6	3,6941	12/11/2008
9461,75	0,1134893	20/11/2008	4021,36	0,18083	20/01/2009	8691	3,6900	13/11/2008
9299,19	0,1134584	21/11/2008	3780,38	0,18025	21/01/2009	8691	3,6900	14/11/2008
9100,27	0,1157233	24/11/2008	3810,18	0,18005	22/01/2009	8552,7	3,6819	17/11/2008
9009,39	0,1168811	25/11/2008	3669,73	0,17986	26/01/2009	8583,3	3,6832	18/11/2008
9153,42	0,1162007	26/11/2008	3867,56	0,17963	28/01/2009	8811,7	3,6819	19/11/2008
9223,53	0,1160699	27/11/2008	3578,6	0,17973	02/02/2009	8875,9	3,6724	20/11/2008
9248,01	0,1147473	28/11/2008	3510,98	0,17969	03/02/2009	8809,3	3,6724	21/11/2008
9148,01	0,1224215	01/12/2008	3548,44	0,17973	04/02/2009	8644,1	3,6697	24/11/2008
9155,17	0,1148462	02/12/2008	3389,31	0,17991	05/02/2009	8683,6	3,6724	25/11/2008
8999,37	0,1146736	03/12/2008	3421,14	0,18010	09/02/2009	8615	3,6765	26/11/2008
8777,25	0,1150483	04/12/2008	3553,35	0,17966	10/02/2009	8728,1	3,6603	27/11/2008
8580,18	0,1146	05/12/2008	3600,79	0,18015	12/02/2009	8875,2	3,6603	28/11/2008
8552,74	0,116451	08/12/2008	3735,72	0,17982	16/02/2009	8856,6	3,6350	01/12/2008
8749,71	0,1187028	11/12/2008	3625,6	0,17913	17/02/2009	8763,7	3,6284	02/12/2008
8910,25	0,1196602	12/12/2008	3529,82	0,17973	18/02/2009	8866,6	3,6271	03/12/2008
8937,37	0,1219334	15/12/2008	3558,82	0,17865	19/02/2009	8915,5	3,6232	04/12/2008
9083,21	0,1224215	16/12/2008	3752,06	0,17861	23/02/2009	8915,5	3,6232	05/12/2008
9121,39	0,126624	17/12/2008	3473,53	0,17852	24/02/2009	8915,5	3,6232	08/12/2008
9075,73	0,1278674	18/12/2008	3562,27	0,17825	25/02/2009	8915,5	3,6232	09/12/2008
9210,07	0,12377	19/12/2008	3597,56	0,17825	26/02/2009	8915,5	3,6232	10/12/2008
9289,39	0,1237762	22/12/2008	4926,84	0,17738	21/04/2009	8915,5	3,6232	11/12/2008
9511,18	0,123882	23/12/2008	4980,42	0,17740	22/04/2009	8910,7	3,6232	12/12/2008
9277,14	0,1242329	24/12/2008	4987,3	0,17743	23/04/2009	8966	3,6298	15/12/2008
9103,58	0,1247785	26/12/2008	5032,38	0,17733	27/04/2009	8899,6	3,6337	16/12/2008
8937,72	0,1253086	30/12/2008	4953,53	0,17730	28/04/2009	8806,9	3,6503	17/12/2008
9098,78	0,1236445	31/12/2008	5086,84	0,17743	29/04/2009	8623,6	3,6610	18/12/2008
9026,68	0,1238451	02/01/2009	5191,34	0,17749	30/04/2009	8211,3	3,6317	22/12/2008
8666,08	0,1216175	05/01/2009	5157,97	0,17762	04/05/2009	8438,8	3,6317	23/12/2008
8290,45	0,1197533	06/01/2009	5256,98	0,17759	05/05/2009	8406,5	3,6238	24/12/2008
8007,97	0,1217019	07/01/2009	5332,86	0,17771	06/05/2009	8043,3	3,6252	26/12/2008
7851,41	0,1222643	08/01/2009	5507,43	0,17776	07/05/2009	7994,8	3,6238	30/12/2008
7747,94	0,1207132	09/01/2009	5774,81	0,17800	11/05/2009	7782,6	3,6238	31/12/2008
7963,5	0,1195343	12/01/2009	5868,65	0,17802	13/05/2009	7477,8	3,5772	05/01/2009
7797,7	0,1182928	13/01/2009	5628,53	0,17806	14/05/2009	7500	3,5568	06/01/2009
7803,52	0,1181796	14/01/2009	5762,55	0,17797	18/05/2009	7428,7	3,5581	07/01/2009
7976,06	0,1174453	15/01/2009	5979,99	0,17800	19/05/2009	7371,9	3,5632	08/01/2009
8152,41	0,11881	16/01/2009	5937,11	0,17765	20/05/2009	7298,9	3,5379	09/01/2009
8148,02	0,1162669	20/01/2009	5699,52	0,17767	21/05/2009	7197,6	3,5392	12/01/2009
8222,04	0,1159904	21/01/2009	5789,65	0,17784	25/05/2009	7150	3,5305	13/01/2009
8144,85	0,1165841	22/01/2009	5871,08	0,17783	26/05/2009	7192,1	3,5230	14/01/2009
8222,94	0,1154508	23/01/2009	5869,37	0,17787	27/05/2009	7079,2	3,5168	15/01/2009
8218,55	0,1178884	26/01/2009	5665,32	0,17787	28/05/2009	6979,7	3,5168	16/01/2009
8234,78	0,1186127	28/01/2009	6088,65	0,17829	01/06/2009	6851,5	3,5193	19/01/2009
8257,7	0,1178245	29/01/2009	6255,07	0,17828	02/06/2009	6693,4	3,4801	20/01/2009
8274,86	0,1157233	30/01/2009	6174,25	0,17841	03/06/2009	6598,7	3,4764	21/01/2009
8329,68	0,1156069	02/02/2009	6240,89	0,17865	04/06/2009	6496,8	3,4801	22/01/2009
8256,73	0,1167474	03/02/2009	6161,2	0,17848	08/06/2009	6507,6	3,4801	23/01/2009
8361,11	0,1161535	04/02/2009	6076,45	0,17838	09/06/2009	6568,7	3,4626	26/01/2009

8341,33	0,1162669	05/02/2009	6210,39	0,17848	10/06/2009	6677,4	3,4758	27/01/2009
8137,09	0,1162912	06/02/2009	6193,43	0,17835	11/06/2009	6673,7	3,4771	28/01/2009
8199,58	0,1179565	09/02/2009	6308,51	0,17840	15/06/2009	6764,5	3,4578	29/01/2009
8261,24	0,1176415	10/02/2009	6379,98	0,17846	16/06/2009	6842,3	3,4578	30/01/2009
8373,24	0,1157582	12/02/2009	6306,84	0,17851	17/06/2009	6828,8	3,4435	02/02/2009
8430,32	0,1166902	13/02/2009	6163,26	0,17854	18/06/2009	6957,7	3,4495	03/02/2009
8486,97	0,1157032	16/02/2009	5864,01	0,17862	22/06/2009	7044	3,4566	04/02/2009
8480,86	0,1140784	17/02/2009	5586,44	0,17867	24/06/2009	6916,6	3,4518	05/02/2009
8578,43	0,1138628	18/02/2009	5479,51	0,17860	25/06/2009	6843	3,4518	06/02/2009
8717,63	0,1146644	19/02/2009	5547,01	0,17853	29/06/2009	6672,8	3,4542	09/02/2009
8791,13	0,1143511	20/02/2009	5702,87	0,17876	30/06/2009	6594,8	3,4507	10/02/2009
8804,37	0,1149809	23/02/2009	5965,06	0,17892	02/07/2009	6635,3	3,4507	11/02/2009
9030,75	0,1153243	24/02/2009	5730,64	0,17901	06/07/2009	6613,9	3,4518	12/02/2009
9115,48	0,1148383	25/02/2009	5777,58	0,17905	07/07/2009	6606,1	3,4518	13/02/2009
9290,29	0,1153363	26/02/2009	5457,99	0,17899	09/07/2009	6576,4	3,4394	16/02/2009
9239,02	0,1149557	27/02/2009	5229,4	0,17900	13/07/2009	6610,9	3,4311	17/02/2009
9291,76	0,1140485	02/03/2009	5421,36	0,17899	14/07/2009	6621,9	3,4299	18/02/2009
9209,7	0,1138952	03/03/2009	5467,61	0,17907	15/07/2009	6687,6	3,4252	19/02/2009
9090,42	0,1137786	04/03/2009	5683,76	0,17917	16/07/2009	6613,6	3,4252	20/02/2009
9056,1	0,1137462	05/03/2009	5841,33	0,17931	20/07/2009	6517,7	3,4441	23/02/2009
9172,37	0,1146552	06/03/2009	5949,9	0,17950	21/07/2009	6444,6	3,4311	24/02/2009
9104,63	0,1146079	09/03/2009	5947,89	0,17957	22/07/2009	6533,4	3,4101	02/03/2009
9047,38	0,1181377	12/03/2009	6134,17	0,17979	27/07/2009	6400,1	3,4124	03/03/2009
8990,02	0,1163575	13/03/2009	6139,98	0,18008	28/07/2009	6578,3	3,4031	04/03/2009
9001,87	0,1171976	16/03/2009	6106,02	0,18022	29/07/2009	6534,1	3,4147	05/03/2009
9104,22	0,1169344	17/03/2009	6173,61	0,18025	30/07/2009	6523,2	3,4031	06/03/2009
9073,37	0,1179273	18/03/2009	6431,35	0,18051	03/08/2009	6532	3,4136	09/03/2009
8990,35	0,1224485	19/03/2009	6434,67	0,18068	04/08/2009	6522,5	3,4089	10/03/2009
8989,72	0,1210756	20/03/2009	6463,45	0,18075	05/08/2009	6553,1	3,4077	11/03/2009
8889,2	0,1211343	23/03/2009	6528,99	0,18080	06/08/2009	6627,5	3,4206	16/03/2009
8700,75	0,1207744	24/03/2009	6508,28	0,18078	10/08/2009	6564	3,4264	17/03/2009
8577,5	0,1209497	25/03/2009	6398,22	0,18046	11/08/2009	6625,1	3,4264	18/03/2009
8647,98	0,1210771	26/03/2009	6283,42	0,18025	12/08/2009	6683,6	3,4441	19/03/2009
8730,64	0,1191966	27/03/2009	6490,62	0,18028	13/08/2009	6695,2	3,4441	20/03/2009
8727,29	0,1181838	30/03/2009	6288,51	0,18010	17/08/2009	6772,3	3,4572	23/03/2009
8639,73	0,1190264	31/03/2009	6293,48	0,18002	18/08/2009	6759,4	3,4536	24/03/2009
8511,5	0,1186169	01/04/2009	6188,81	0,18001	19/08/2009	6712,6	3,4483	25/03/2009
8522,79	0,1202443	02/04/2009	6323,9	0,18039	20/08/2009	6753,3	3,4513	26/03/2009
8588,27	0,1201014	03/04/2009	6620,38	0,18067	24/08/2009	6739,7	3,4513	27/03/2009
8645,03	0,1199573	06/04/2009	6690,52	0,18070	25/08/2009	6703,3	3,4329	30/03/2009
8687,39	0,1189612	07/04/2009	6782,51	0,18074	26/08/2009	6745,3	3,4329	31/03/2009
8668,56	0,1186606	08/04/2009	6704,21	0,18086	27/08/2009	6822,2	3,4311	01/04/2009
8723,4	0,1184989	09/04/2009	6725,52	0,18093	31/08/2009	6909,3	3,4352	02/04/2009
8628,7	0,1193147	13/04/2009	6593,34	0,18090	01/09/2009	7134,2	3,4352	03/04/2009
8565,1	0,1188425	14/04/2009	6543,53	0,18082	02/09/2009	7234,3	3,4483	06/04/2009
8658,95	0,1182718	15/04/2009	6614,58	0,18077	03/09/2009	7300,1	3,4376	07/04/2009
8656,28	0,118367	16/04/2009	6688,02	0,18090	07/09/2009	7240,7	3,4311	08/04/2009
8697,02	0,11728	17/04/2009	6662,23	0,18096	08/09/2009	7262,9	3,4335	09/04/2009
8719,65	0,1163819	20/04/2009	6655,51	0,18104	09/09/2009	7342,4	3,4288	13/04/2009
8730,59	0,1166616	21/04/2009	6689,86	0,18119	10/09/2009	7349,2	3,4382	14/04/2009
8729,06	0,1170878	22/04/2009	6633,55	0,18130	14/09/2009	7355,7	3,4358	15/04/2009

8767,97	0,1173489	23/04/2009	6666,57	0,18138	15/09/2009	7417,8	3,4347	16/04/2009
8964,22	0,1188368	24/04/2009	6723,32	0,18155	16/09/2009	7528,3	3,4347	17/04/2009
9011,89	0,1178731	27/04/2009	6846,79	0,18158	17/09/2009	7538,3	3,4229	20/04/2009
9021,03	0,1174384	28/04/2009	6982,22	0,18171	22/09/2009	7510,5	3,4188	21/04/2009
8985,52	0,1189216	29/04/2009	7020,35	0,18169	23/09/2009	7469,4	3,4188	22/04/2009
8960,08	0,1188284	30/04/2009	7003,36	0,18171	24/09/2009	7419,3	3,4217	23/04/2009
8998,51	0,1194629	04/05/2009	6762,89	0,18185	28/09/2009	7479,3	3,4217	24/04/2009
8937,05	0,1195314	05/05/2009	6803,86	0,18183	29/09/2009	7493,5	3,4317	27/04/2009
8916,54	0,1191625	06/05/2009	6761,73	0,18175	30/09/2009	7491,7	3,4247	28/04/2009
8999,27	0,120012	07/05/2009	6789,83	0,18228	01/10/2009	7548,5	3,4323	29/04/2009
9003,7	0,1204921	08/05/2009	6648,36	0,18252	07/10/2009	7556,9	3,4364	30/04/2009
8992,48	0,1215554	11/05/2009	6678,35	0,18258	08/10/2009	7606,6	3,4364	01/05/2009
9147,16	0,1213857	13/05/2009	6667,28	0,18255	12/10/2009	7628,8	3,4341	04/05/2009
9170,54	0,1212856	14/05/2009	6827,35	0,18258	13/10/2009	7699,2	3,4400	05/05/2009
9085,01	0,1213784	15/05/2009	6811,56	0,18257	14/10/2009	7728,1	3,4364	06/05/2009
9085,29	0,1205996	18/05/2009	6990,75	0,18262	15/10/2009	7753,2	3,4376	07/05/2009
9083,89	0,12143	19/05/2009	7065,31	0,18278	19/10/2009	7775,7	3,4376	08/05/2009
9173,41	0,1227144	20/05/2009	7119,13	0,18289	20/10/2009	7681,1	3,4518	11/05/2009
9219,56	0,1226001	21/05/2009	7145,15	0,18292	21/10/2009	7742,3	3,4507	12/05/2009
9229,23	0,1242344	22/05/2009	7062,09	0,18298	22/10/2009	7737,1	3,4554	13/05/2009
9158,65	0,1243858	25/05/2009	7101,7	0,18303	26/10/2009	7629,8	3,4507	14/05/2009
9039,97	0,1242282	26/05/2009	7249,55	0,18295	27/10/2009	7659,1	3,4507	15/05/2009
9067,55	0,123767	27/05/2009	7198,16	0,18278	28/10/2009	7727,3	3,4465	18/05/2009
9146,14	0,1238574	28/05/2009	7121,16	0,18272	02/11/2009	7746,2	3,4513	19/05/2009
9196,33	0,1253604	29/05/2009	6849,06	0,18275	03/11/2009	7715,3	3,4554	20/05/2009
9038,64	0,1254689	01/06/2009	6617,55	0,18280	04/11/2009	7773,2	3,4650	21/05/2009
9215,98	0,1264702	02/06/2009	6652,58	0,18288	05/11/2009	7859,3	3,4650	22/05/2009
9250,9	0,1256297	03/06/2009	6551,65	0,18303	09/11/2009	7884,7	3,4746	25/05/2009
9241,5	0,1256534	04/06/2009	6715,99	0,18321	10/11/2009	7922,4	3,4734	26/05/2009
9233,26	0,124219	05/06/2009	6861,37	0,18323	11/11/2009	8002	3,4734	27/05/2009
9294,11	0,1231603	08/06/2009	6863,2	0,18328	12/11/2009	8018,7	3,4644	28/05/2009
9342,96	0,1242205	09/06/2009	6703,04	0,18328	16/11/2009	8150	3,4644	29/05/2009
9264,65	0,1241773	10/06/2009	6654,91	0,18331	17/11/2009	8251,1	3,4825	01/06/2009
9162,67	0,1245097	11/06/2009	6470,8	0,18325	18/11/2009	8336,3	3,4837	02/06/2009
9153,06	0,1239465	12/06/2009	6268,94	0,18323	19/11/2009	8371,1	3,4922	03/06/2009
9278,5	0,1227883	15/06/2009	6195,47	0,18332	23/11/2009	8370,5	3,4825	04/06/2009
9362,82	0,1233198	16/06/2009	6279,72	0,18339	24/11/2009	8198,3	3,4825	05/06/2009
9531,93	0,1231133	17/06/2009	6316,61	0,18345	25/11/2009	8188,4	3,4632	08/06/2009
9628,88	0,1238221	18/06/2009	6376,44	0,18258	30/11/2009	8228,2	3,4644	09/06/2009
9534,01	0,1235514	19/06/2009	5868,47	0,18260	01/12/2009	8292,3	3,4771	10/06/2009
9557,23	0,1232499	22/06/2009	6067,59	0,18298	02/12/2009	8277	3,4758	11/06/2009
9516,79	0,1244091	24/06/2009	6239,79	0,18332	03/12/2009	8282,5	3,4758	12/06/2009
9586,54	0,1234248	25/06/2009	6348,42	0,18306	07/12/2009	8308,7	3,4680	15/06/2009
9493,36	0,124578	26/06/2009	6322,9	0,18280	08/12/2009	8267,8	3,4662	16/06/2009
9537,24	0,1245299	29/06/2009	6365,18	0,18248	09/12/2009	8287,2	3,4704	17/06/2009
9554,61	0,1242622	30/06/2009	6132,8	0,18236	10/12/2009	8311,7	3,4746	18/06/2009
9517,77	0,1250375	01/07/2009	6192,8	0,18225	14/12/2009	8054,8	3,4734	22/06/2009
9470,04	0,124239	02/07/2009	6609,03	0,18195	15/12/2009	8067,7	3,4710	23/06/2009
9338,04	0,1241804	03/07/2009	6483,29	0,18188	16/12/2009	8188,5	3,4819	24/06/2009
9270,07	0,1235758	06/07/2009	6484,95	0,18182	17/12/2009	8140,2	3,4752	25/06/2009
9245,3	0,1241604	07/07/2009	6477,86	0,18172	21/12/2009	8095,6	3,4752	26/06/2009

9323,88	0,123925	09/07/2009	6411,7	0,18163	22/12/2009	8009,9	3,4795	29/06/2009
9275,59	0,1236507	10/07/2009	6443,27	0,18175	23/12/2009	8080,3	3,4837	30/06/2009
9302,72	0,1239019	13/07/2009	6393,54	0,18182	24/12/2009	8098,9	3,4777	01/07/2009
9252,1	0,1236797	14/07/2009	6380,44	0,18192	28/12/2009	8107,6	3,4813	02/07/2009
9155,12	0,1246992	15/07/2009	6153,85	0,18218	29/12/2009	7953,5	3,4813	03/07/2009
9002,62	0,1249703	16/07/2009	6257,88	0,18225	30/12/2009	7664,1	3,4728	06/07/2009
9033,38	0,1248892	17/07/2009	6198,35	0,18233	31/12/2009	7634,7	3,4758	07/07/2009
9027,99	0,1256345	20/07/2009	6208,77	0,18262	04/01/2010	7612	3,4728	08/07/2009
8960,3	0,1257356	21/07/2009	6323,9	0,18298	05/01/2010	7490,6	3,4758	09/07/2009
8979,64	0,1256013	22/07/2009	6420,49	0,18340	06/01/2010	7493,8	3,4758	10/07/2009
8990,46	0,1260144	23/07/2009	6436,87	0,18364	11/01/2010	7368,8	3,4771	13/07/2009
9055,54	0,1255477	24/07/2009	6459,38	0,18375	12/01/2010	7511,5	3,4783	14/07/2009
9036,13	0,1256787	27/07/2009	6534,8	0,18409	13/01/2010	7545,7	3,4807	15/07/2009
9016,24	0,1252615	28/07/2009	6581,59	0,18433	14/01/2010	7580,3	3,4819	16/07/2009
9019,87	0,1245408	29/07/2009	6680,8	0,18459	18/01/2010	7538,4	3,4843	20/07/2009
9031,23	0,125373	31/07/2009	6725,28	0,18441	19/01/2010	7598,8	3,4874	21/07/2009
9009,71	0,1271116	03/08/2009	6833,26	0,18392	20/01/2010	7675	3,4855	22/07/2009
8985,63	0,1268987	04/08/2009	6888,45	0,18365	21/01/2010	7743,4	3,4855	24/07/2009
8934,27	0,1268955	05/08/2009	6864,19	0,18322	26/01/2010	7708,3	3,4855	27/07/2009
9110,67	0,1268134	06/08/2009	6569,47	0,18310	27/01/2010	7712,8	3,4868	28/07/2009
9009,54	0,1255729	07/08/2009	6586,67	0,18297	28/01/2010	7637	3,4843	29/07/2009
9065,69	0,1252756	10/08/2009	6696,07	0,18278	01/02/2010	7679,5	3,4777	30/07/2009
9049,89	0,1252568	11/08/2009	6801,66	0,18288	02/02/2010	7682,1	3,4777	31/07/2009
9007,99	0,1256329	12/08/2009	6926,86	0,18322	03/02/2010	7691	3,4855	03/08/2009
8891,86	0,1262355	13/08/2009	7037,97	0,18273	04/02/2010	7728,4	3,4898	04/08/2009
9021,31	0,1245656	17/08/2009	6979,2	0,18225	08/02/2010	7720,7	3,4898	05/08/2009
8975,99	0,1248237	18/08/2009	6998,28	0,18215	09/02/2010	7748,3	3,4898	06/08/2009
9002,59	0,1257356	19/08/2009	6947,03	0,18223	10/02/2010	7769,7	3,4789	10/08/2009
9042,11	0,1264558	24/08/2009	6933,91	0,18218	11/02/2010	7909	3,4752	11/08/2009
8985,75	0,1264942	25/08/2009	6933,04	0,18216	15/02/2010	7856,7	3,4771	12/08/2009
8969,15	0,1257561	26/08/2009	7019,47	0,18217	16/02/2010	7920,8	3,4801	13/08/2009
9040,55	0,1258384	27/08/2009	7062,66	0,18222	17/02/2010	7947,7	3,4801	14/08/2009
9058,33	0,126873	28/08/2009	6973,73	0,18210	18/02/2010	7916,1	3,4789	17/08/2009
9040,18	0,1266929	31/08/2009	6860,7	0,18208	22/02/2010	7900	3,4752	18/08/2009
8990,9	0,1263328	01/09/2009	6702,14	0,18238	23/02/2010	7891,2	3,4783	19/08/2009
8989,25	0,1258669	02/09/2009	6574,57	0,18221	24/02/2010	7844,4	3,4813	20/08/2009
8900,06	0,1262021	03/09/2009	6608,2	0,18215	25/02/2010	7886,9	3,4813	21/08/2009
8773,14	0,1260144	04/09/2009	6719,35	0,18225	01/03/2010	7896,9	3,4831	24/08/2009
8752,69	0,1265871	07/09/2009	6650,55	0,18243	02/03/2010	7907,2	3,4831	25/08/2009
8772,35	0,1278871	08/09/2009	6675,67	0,18253	03/03/2010	7924	3,4819	26/08/2009
8814,62	0,1285165	09/09/2009	6783,38	0,18232	04/03/2010	7964,3	3,4783	27/08/2009
8884,11	0,1284571	10/09/2009	6783,83	0,18242	08/03/2010	7914,3	3,4813	31/08/2009
8838,84	0,128778	11/09/2009	6773,93	0,18253	09/03/2010	7873,7	3,4837	01/09/2009
8833,18	0,1287366	14/09/2009	6690,91	0,18263	10/03/2010	7816,9	3,4771	02/09/2009
8732,45	0,1284984	15/09/2009	6775,8	0,18272	11/03/2010	7788,2	3,4801	03/09/2009
8770,52	0,1291506	16/09/2009	6769,08	0,18242	15/03/2010	7829,5	3,4801	04/09/2009
8805,13	0,1295807	17/09/2009	6353,14	0,18243	16/03/2010	7821	3,4819	07/09/2009
8853,39	0,1293929	18/09/2009	6465,65	0,18252	17/03/2010	7795,4	3,4837	08/09/2009
8896	0,1298634	23/09/2009	6560,33	0,18245	18/03/2010	7783,1	3,4880	09/09/2009
8914,29	0,1293076	24/09/2009	6610,42	0,18202	22/03/2010	7723,5	3,4904	10/09/2009
8866,82	0,1293812	25/09/2009	6518,51	0,18191	23/03/2010	7680,1	3,4904	11/09/2009

8886,65	0,1287465	28/09/2009	6659,14	0,18169	24/03/2010	7651,7	3,4910	14/09/2009
8865,34	0,1280918	29/09/2009	6716,77	0,18169	25/03/2010	7692,4	3,4941	15/09/2009
8734,83	0,1286372	30/09/2009	6765,26	0,18172	29/03/2010	7737,8	3,4953	16/09/2009
8703,17	0,1284472	01/10/2009	6855,25	0,18174	30/03/2010	7800,2	3,4971	17/09/2009
8730,8	0,1287614	02/10/2009	6820,93	0,18162	31/03/2010	7800,2	3,4971	18/09/2009
8700,14	0,1285793	05/10/2009	6806,11	0,18165	01/04/2010	7800,2	3,4996	23/09/2009
8744,87	0,12947	06/10/2009	6863,43	0,18168	06/04/2010	7800,2	3,4953	24/09/2009
8717,78	0,128959	07/10/2009	7051,11	0,18136	07/04/2010	7897,4	3,4953	25/09/2009
8811,98	0,1297067	08/10/2009	7142,38	0,18123	08/04/2010	7841,5	3,4868	28/09/2009
8833,89	0,1296529	09/10/2009	7248,61	0,18141	12/04/2010	7833,6	3,4892	29/09/2009
8837,8	0,1300847	12/10/2009	7515,06	0,18133	13/04/2010	7817,3	3,4892	30/09/2009
8852,73	0,1302609	13/10/2009	7428,14	0,18132	14/04/2010	7754,6	3,4892	01/10/2009
8836,66	0,1307275	14/10/2009	7591,37	0,18127	15/04/2010	7785,6	3,4892	02/10/2009
8800,45	0,131029	15/10/2009	7573,61	0,18089	19/04/2010	7770,6	3,4898	05/10/2009
8892,44	0,1305296	16/10/2009	7390,47	0,18073	20/04/2010	7833,1	3,4922	06/10/2009
8874,86	0,1310513	19/10/2009	7530,56	0,18047	21/04/2010	7882,6	3,4922	07/10/2009
8896,57	0,1310238	20/10/2009	7581,71	0,18038	22/04/2010	7848,6	3,4953	08/10/2009
8899,36	0,1316638	21/10/2009	7467,35	0,18038	26/04/2010	7781,6	3,4953	09/10/2009
8723,69	0,1316067	22/10/2009	7591,05	0,18041	27/04/2010	7667,4	3,4880	12/10/2009
8743,8	0,1317766	23/10/2009	7603,04	0,17989	28/04/2010	7710,6	3,4916	13/10/2009
8791,06	0,1311665	26/10/2009	7500,56	0,17989	29/04/2010	7712,9	3,4990	14/10/2009
8754,42	0,1301287	27/10/2009	7451,72	0,17992	03/05/2010	7707,9	3,5014	15/10/2009
8744,55	0,1297387	28/10/2009	7324,45	0,17986	04/05/2010	7678,6	3,5014	16/10/2009
8702,54	0,1301355	29/10/2009	7348,91	0,17940	05/05/2010	7610,7	3,4983	19/10/2009
8671,01	0,129626	30/10/2009	7176,83	0,17853	06/05/2010	7674,9	3,5032	20/10/2009
8731,6	0,1303135	02/11/2009	7116,45	0,17867	10/05/2010	7653,1	3,5008	21/10/2009
8759,86	0,1290822	03/11/2009	6974,96	0,17848	11/05/2010	7607,9	3,5045	22/10/2009
8750,02	0,1302372	04/11/2009	6822,79	0,17844	12/05/2010	7487,8	3,5045	23/10/2009
8696,69	0,1307343	05/11/2009	6836,48	0,17830	13/05/2010	7454,7	3,5026	26/10/2009
8599,62	0,1316725	09/11/2009	6917,13	0,17776	17/05/2010	7475,7	3,4965	27/10/2009
8575,47	0,1311837	10/11/2009	6641,88	0,17779	18/05/2010	7434,9	3,4953	28/10/2009
8616,01	0,1313284	11/11/2009	6761,28	0,17715	19/05/2010	7347,5	3,4934	29/10/2009
8524,04	0,1305841	12/11/2009	6489,06	0,17709	20/05/2010	7225,9	3,4934	30/10/2009
8429,57	0,1306165	13/11/2009	6421,58	0,17704	24/05/2010	7256,4	3,4965	02/11/2009
8416,47	0,1311871	16/11/2009	6321,2	0,17671	25/05/2010	7242	3,4965	03/11/2009
8344,32	0,1302694	17/11/2009	5937,5	0,17671	26/05/2010	7330	3,4947	04/11/2009
8291,04	0,1304921	19/11/2009	6200,29	0,17668	27/05/2010	7334,1	3,4996	05/11/2009
8361	0,1304053	20/11/2009	6337,51	0,17666	31/05/2010	7280,1	3,4996	06/11/2009
8354,91	0,1312939	23/11/2009	6549,02	0,17656	01/06/2010	7272,2	3,5057	09/11/2009
8346,36	0,131108	24/11/2009	6430,27	0,17652	03/06/2010	7255	3,5082	10/11/2009
8250,16	0,1318339	25/11/2009	6517,94	0,17623	07/06/2010	7109	3,5082	11/11/2009
8337,35	0,131337	26/11/2009	6311,92	0,17623	08/06/2010	7058,2	3,5082	12/11/2009
8324,45	0,1312715	27/11/2009	6312,85	0,17615	09/06/2010	6918,4	3,5082	13/11/2009
8292,17	0,1315443	30/11/2009	6348,16	0,17617	10/06/2010	6977,8	3,5075	16/11/2009
8291,55	0,1320411	01/12/2009	6243,09	0,17615	14/06/2010	6776,1	3,5088	17/11/2009
8260,84	0,1320934	02/12/2009	6300,32	0,17609	15/06/2010	6705,3	3,5051	18/11/2009
8274,02	0,1322297	03/12/2009	6284,83	0,17609	16/06/2010	6754,3	3,5045	19/11/2009
8189,52	0,1306404	04/12/2009	6348,25	0,17603	17/06/2010	6821,9	3,5045	20/11/2009
8099,73	0,1302049	07/12/2009	6418,39	0,17621	21/06/2010	6795,7	3,5057	23/11/2009
8142,85	0,1295119	08/12/2009	6547,13	0,17612	22/06/2010	6869,1	3,5057	24/11/2009
8202,01	0,129579	09/12/2009	6355,05	0,17609	23/06/2010	6933,7	3,5094	25/11/2009

8256,64	0,129418	10/12/2009	6318,63	0,17596	24/06/2010	6745,7	3,5112	01/12/2009
8413,08	0,128662	11/12/2009	6307,27	0,17581	28/06/2010	6650,8	3,5162	02/12/2009
8514,77	0,1289009	14/12/2009	6256,48	0,17559	29/06/2010	6698,2	3,5149	03/12/2009
8467,9	0,1282133	15/12/2009	6120,71	0,17556	30/06/2010	6678,9	3,5112	07/12/2009
8425,81	0,1283598	16/12/2009	6033,09	0,17565	05/07/2010	6765,6	3,5112	08/12/2009
8422,59	0,1266849	17/12/2009	5850,38	0,17564	06/07/2010	6743,8	3,5088	09/12/2009
8434,18	0,1265534	21/12/2009	6020,97	0,17562	07/07/2010	6758	3,5088	10/12/2009
8424,23	0,1258241	22/12/2009	5944,93	0,17552	08/07/2010	6848,1	3,5088	11/12/2009
8469,62	0,1265951	23/12/2009	6026,87	0,17553	12/07/2010	6908,2	3,5051	14/12/2009
8461,7	0,1267893	24/12/2009	5994,96	0,17554	13/07/2010	6931,3	3,5063	15/12/2009
8437,28	0,1270228	28/12/2009	6030,38	0,17553	14/07/2010	7014,4	3,4990	16/12/2009
8450,51	0,1270713	29/12/2009	6057,27	0,17555	15/07/2010	7104,3	3,4928	17/12/2009
8485,63	0,1263472	30/12/2009	6049,19	0,17550	19/07/2010	7104,3	3,4928	18/12/2009
8527,46	0,1267058	31/12/2009	5989,73	0,17550	20/07/2010	7071,5	3,4892	21/12/2009
8466,42	0,1273674	04/01/2010	5914,22	0,17547	21/07/2010	7095	3,4843	22/12/2009
8350,58	0,1271973	05/01/2010	5967,53	0,17538	22/07/2010	7084,6	3,4813	23/12/2009
8309,38	0,1270664	06/01/2010	6029,03	0,17535	26/07/2010	7055,7	3,4855	24/12/2009
8491,33	0,1265326	07/01/2010	6115,93	0,17536	27/07/2010	7057	3,4874	28/12/2009
8698,49	0,126539	08/01/2010	6193,28	0,17535	28/07/2010	7016,8	3,4874	29/12/2009
8745,1	0,1281082	12/01/2010	6226,18	0,17541	29/07/2010	6986,6	3,4837	30/12/2009
8793,93	0,1278985	13/01/2010	6316,52	0,17565	02/08/2010	7005,3	3,4868	31/12/2009
8687,69	0,1277874	14/01/2010	6305,89	0,17573	03/08/2010	6890,9	3,4831	04/01/2010
8727,86	0,1268488	15/01/2010	6317,35	0,17602	04/08/2010	6970,3	3,4892	05/01/2010
8757,03	0,1269728	18/01/2010	6307,83	0,17621	05/08/2010	6968,6	3,4855	06/01/2010
8840,59	0,1262292	19/01/2010	6407,06	0,17632	09/08/2010	7011,6	3,4880	07/01/2010
8919,04	0,1250094	20/01/2010	6442,14	0,17612	10/08/2010	7058,5	3,4880	08/01/2010
8929,38	0,1246432	21/01/2010	6461,4	0,17578	11/08/2010	7047,9	3,4928	11/01/2010
8892,15	0,1251784	22/01/2010	6373,43	0,17547	12/08/2010	7024,8	3,4916	12/01/2010
8833,17	0,1253808	25/01/2010	6333,14	0,17541	16/08/2010	6983,4	3,4941	13/01/2010
8844,46	0,1246619	26/01/2010	6282,82	0,17556	17/08/2010	6986,3	3,4959	14/01/2010
8827,05	0,1245408	27/01/2010	6375,57	0,17559	18/08/2010	7014,4	3,4959	15/01/2010
8868,91	0,1240172	28/01/2010	6360,71	0,17563	19/08/2010	6996,8	3,4916	18/01/2010
8911,23	0,1235407	29/01/2010	6388,88	0,17550	23/08/2010	7012	3,4934	19/01/2010
8878,05	0,1226964	01/02/2010	6486,06	0,17532	24/08/2010	7061,9	3,4874	20/01/2010
8810,33	0,1238881	02/02/2010	6506,92	0,17533	25/08/2010	7061,9	3,4831	21/01/2010
8858,67	0,1236094	03/02/2010	6404,81	0,17531	26/08/2010	7024,5	3,4831	22/01/2010
8856,69	0,1226362	04/02/2010	6474,45	0,17533	30/08/2010	7084	3,4880	25/01/2010
8789,1	0,1218279	05/02/2010	6468,69	0,17527	31/08/2010	7068,6	3,4880	26/01/2010
8839,1	0,1220658	08/02/2010	6407,93	0,17527	01/09/2010	6975,1	3,4868	27/01/2010
8888,37	0,1222972	09/02/2010	6493,28	0,17527	02/09/2010	7034,7	3,4831	28/01/2010
8937,8	0,1220197	10/02/2010	6526,41	0,17538	06/09/2010	7025,3	3,4831	29/01/2010
8939,45	0,121343	11/02/2010	6517,34	0,17529	07/09/2010	7014,9	3,4771	01/02/2010
8919,59	0,1213931	12/02/2010	6447,69	0,17527	08/09/2010	7016,1	3,4771	02/02/2010
9012,18	0,1212621	15/02/2010	6499,63	0,17525	13/09/2010	7032,4	3,4807	03/02/2010
8979,13	0,12205392	16/02/2010	6617,76	0,17526	14/09/2010	7064,6	3,4771	04/02/2010
8968,56	0,12168855	17/02/2010	6615,21	0,17525	15/09/2010	7102,1	3,4771	05/02/2010
8947,06	0,12156577	18/02/2010	6568,1	0,17528	16/09/2010	7151,2	3,4686	08/02/2010
8927,65	0,12066219	19/02/2010	6530,47	0,17528	20/09/2010	7162,1	3,4704	09/02/2010
8988,55	0,12122828	22/02/2010	6608,61	0,17532	21/09/2010	7169	3,4734	10/02/2010
9006,34	0,12110203	23/02/2010	6672,53	0,17536	22/09/2010	7177	3,4746	11/02/2010
8986,28	0,12137101	24/02/2010	6676,98	0,17536	23/09/2010	7303,6	3,4746	12/02/2010

8966,56	0,12080067	25/02/2010	6720,22	0,17550	27/09/2010	7378,7	3,4674	15/02/2010
9003,16	0,12163379	26/02/2010	6679,1	0,17547	28/09/2010	7440,6	3,4686	16/02/2010
9018,13	0,12048628	01/03/2010	6687,98	0,17547	29/09/2010	7366,6	3,4746	17/02/2010
8963,42	0,12108003	02/03/2010	6704,25	0,17565	30/09/2010	7396,5	3,4686	18/02/2010
8932,04	0,12195568	03/03/2010	6634,27	0,17556	04/10/2010	7441	3,4686	22/02/2010
8927,61	0,12135922	04/03/2010	6837,43	0,17556	05/10/2010	7400,8	3,4686	23/02/2010
8961,32	0,12150816	05/03/2010	6845,32	0,17559	07/10/2010	7378,8	3,4668	24/02/2010
8918,28	0,12175374	08/03/2010	6879,23	0,17562	11/10/2010	7406,2	3,4626	02/03/2010
8919,9	0,12123416	09/03/2010	6804,58	0,17535	12/10/2010	7398,8	3,4704	03/03/2010
8938,31	0,12183087	10/03/2010	6827,1	0,17540	13/10/2010	7435,5	3,4734	04/03/2010
8932,91	0,12192892	11/03/2010	6900,97	0,17544	14/10/2010	7413,1	3,4734	05/03/2010
8915,57	0,1225265	12/03/2010	6879,45	0,17501	18/10/2010	7385,6	3,4710	08/03/2010
8955,5	0,12177005	15/03/2010	6845,32	0,17433	19/10/2010	7440,7	3,4674	09/03/2010
8870,65	0,12254451	16/03/2010	6821,57	0,17363	20/10/2010	7436,8	3,4662	10/03/2010
8868,43	0,12239003	17/03/2010	6733,47	0,17362	21/10/2010	7457,9	3,4662	11/03/2010
8885,53	0,12139605	18/03/2010	6806,73	0,17337	25/10/2010	7486,8	3,4662	12/03/2010
8928,01	0,12084884	19/03/2010	6853,87	0,17322	26/10/2010	7495,8	3,4626	15/03/2010
8906,19	0,12083716	22/03/2010	6804,58	0,17316	27/10/2010	7444,3	3,4710	16/03/2010
8940,53	0,1208839	23/03/2010	6691,07	0,17317	28/10/2010	7415,8	3,4758	17/03/2010
8944,23	0,11953287	24/03/2010	6697,52	0,17314	01/11/2010	7413,7	3,4746	18/03/2010
8964,49	0,11954716	25/03/2010	6612,27	0,17307	02/11/2010	7408,1	3,4746	19/03/2010
8932,78	0,1200437	26/03/2010	6654,76	0,17308	03/11/2010	7418	3,4662	22/03/2010
9149,01	0,12042679	29/03/2010	6713,99	0,17495	04/11/2010	7450,9	3,4698	23/03/2010
9287,4	0,11998896	30/03/2010	6764,61	0,17467	08/11/2010	7464,5	3,4662	24/03/2010
9437,59	0,12071026	31/03/2010	6841,59	0,17400	09/11/2010	7489,8	3,4614	25/03/2010
9289,56	0,12076711	01/04/2010	6829,34	0,17381	10/11/2010	7468,7	3,4614	26/03/2010
9249,24	0,11963153	06/04/2010	6837,19	0,17383	11/11/2010	7523,8	3,4632	29/03/2010
9231	0,11941154	07/04/2010	6762,94	0,17388	18/11/2010	7540,2	3,4674	30/03/2010
9276,91	0,11932462	08/04/2010	6825,41	0,17391	22/11/2010	7533,6	3,4626	31/03/2010
9294,39	0,12012733	09/04/2010	6977,17	0,17371	23/11/2010	7475,1	3,4686	01/04/2010
9296,58	0,12143291	12/04/2010	6880,6	0,17328	24/11/2010	7523,1	3,4686	02/04/2010
9333,84	0,12095701	13/04/2010	6829,29	0,17315	25/11/2010	7536,5	3,4686	05/04/2010
9405,48	0,12150964	14/04/2010	6837,61	0,17281	29/11/2010	7561,8	3,4656	06/04/2010
9443,23	0,12098482	15/04/2010	6816,29	0,17271	30/11/2010	7575	3,4632	07/04/2010
9489,93	0,12064473	16/04/2010	6704,83	0,17280	01/12/2010	7569,5	3,4620	08/04/2010
9784,06	0,1202993	19/04/2010	6682,61	0,17280	02/12/2010	7549,4	3,4819	12/04/2010
9763,76	0,12026603	20/04/2010	6689,76	0,17295	06/12/2010	7487,2	3,4795	13/04/2010
9919,05	0,11975331	21/04/2010	6735,82	0,17277	08/12/2010	7400,4	3,4819	14/04/2010
9842,51	0,11918809	22/04/2010	6773,66	0,17272	09/12/2010	7384,5	3,4819	15/04/2010
9842,73	0,11959863	23/04/2010	6873,33	0,17244	13/12/2010	7384,6	3,4819	16/04/2010
9893,48	0,11937305	26/04/2010	6938,3	0,17259	14/12/2010	7344,5	3,4740	19/04/2010
9907,88	0,11928761	27/04/2010	6996,34	0,17253	15/12/2010	7244,8	3,4740	20/04/2010
9921,86	0,11841046	28/04/2010	6943,38	0,17251	16/12/2010	7244,3	3,4716	21/04/2010
9956,48	0,1186507	29/04/2010	6904,4	0,17229	20/12/2010	7254,8	3,4716	22/04/2010
10014,78	0,11919377	30/04/2010	6912,34	0,17224	21/12/2010	7251,2	3,4716	23/04/2010
10011,67	0,11811396	03/05/2010	6945,8	0,17221	22/12/2010	7207,4	3,4692	26/04/2010
10024,07	0,11707957	04/05/2010	6910,28	0,17221	23/12/2010	7265,6	3,4692	27/04/2010
10048,42	0,1158574	05/05/2010	6951,31	0,17221	27/12/2010	7282,5	3,4638	28/04/2010
9951,52	0,11462895	06/05/2010	6968,12	0,17221	28/12/2010	7299,4	3,4620	29/04/2010
9848,66	0,11414092	07/05/2010	7027,49	0,17227	29/12/2010	7309,7	3,4614	30/04/2010
9904,73	0,11565507	10/05/2010	7076,57	0,17227	30/12/2010	7266,4	3,4632	03/05/2010

9899,5	0,11457379	11/05/2010				7251,5	3,4614	04/05/2010
9885,5	0,11452261	12/05/2010				7178,6	3,4578	05/05/2010
9942	0,11365961	13/05/2010				7114,4	3,4560	06/05/2010
9943,41	0,11266209	14/05/2010				6976,1	3,4560	07/05/2010
10010,28	0,11198083	17/05/2010				7093,2	3,4620	10/05/2010
10089,61	0,11239365	18/05/2010				7084,6	3,4572	11/05/2010
10136,93	0,11197707	19/05/2010				7135,3	3,4554	12/05/2010
10161,16	0,11208249	20/05/2010				7154,9	3,4554	13/05/2010
10130,38	0,11371131	21/05/2010				7109,6	3,4554	14/05/2010
9918,54	0,11230277	24/05/2010				7142,5	3,4352	17/05/2010
9811,28	0,1113871	25/05/2010				7127	3,4376	18/05/2010
9730,11	0,11126688	26/05/2010				7075	3,4311	19/05/2010
9755,14	0,11149515	27/05/2010				7063	3,4394	20/05/2010
9847,47	0,11195826	28/05/2010				6988,6	3,4459	24/05/2010
9765,16	0,11152126	31/05/2010				6802,1	3,4358	25/05/2010
9830,92	0,11171811	01/06/2010				6807,3	3,4358	26/05/2010
9909,27	0,11099641	03/06/2010				6810,3	3,4335	27/05/2010
9867,9	0,10988528	04/06/2010				6813,8	3,4335	28/05/2010
9886,91	0,10898114	07/06/2010				6704	3,4335	01/06/2010
9917,07	0,10911551	08/06/2010				6709,2	3,4323	02/06/2010
10012,61	0,10992514	09/06/2010				6733,5	3,4341	03/06/2010
10043,86	0,11008609	10/06/2010				6708,6	3,4341	04/06/2010
10018,78	0,11000374	11/06/2010				6664,7	3,4106	07/06/2010
9967,29	0,1113251	14/06/2010				6723,4	3,4141	08/06/2010
9958,29	0,11176056	15/06/2010				6669,1	3,4141	09/06/2010
10002,23	0,11161586	16/06/2010				6639,8	3,4194	10/06/2010
9910,02	0,11192819	17/06/2010				6642,1	3,4194	11/06/2010
9854,92	0,11242903	18/06/2010				6553,5	3,4241	14/06/2010
9837,34	0,11223219	21/06/2010				6528,6	3,4282	15/06/2010
9809,04	0,11142061	22/06/2010				6542,3	3,4329	16/06/2010
9763,27	0,11125203	23/06/2010				6583,1	3,4305	17/06/2010
9837,48	0,11159967	24/06/2010				6640,6	3,4305	18/06/2010
9796,43	0,11159469	25/06/2010				6643,7	3,4400	21/06/2010
9794,8	0,11194824	28/06/2010				6672,7	3,4335	22/06/2010
9725,65	0,11081315	29/06/2010				6653	3,4335	23/06/2010
9633,35	0,11123842	30/06/2010				6625,1	3,4388	24/06/2010
9599,82	0,11283116	01/07/2010				6571	3,4388	25/06/2010
9554,05	0,11389651	02/07/2010				6557,8	3,4412	28/06/2010
9619,07	0,11336583	05/07/2010				6587,4	3,4394	29/06/2010
9554	0,1140615	06/07/2010				6543,2	3,4376	30/06/2010
9564,97	0,11414483	07/07/2010				6431,7	3,4364	01/07/2010
9510,09	0,11428441	08/07/2010				6448,7	3,4518	07/07/2010
9541,19	0,11412268	09/07/2010				6430,9	3,4542	08/07/2010
9600,41	0,11378247	12/07/2010				6430,9	3,4566	09/07/2010
9678,93	0,11440731	13/07/2010				6503,6	3,4518	13/07/2010
9763,94	0,11483429	14/07/2010				6540,7	3,4489	14/07/2010
9711,04	0,11521799	15/07/2010				6512,7	3,4590	15/07/2010
9694,78	0,1163765	16/07/2010				6492,6	3,4620	16/07/2010
9701,09	0,11653925	19/07/2010				6500,9	3,4620	19/07/2010
9635,15	0,11599582	20/07/2010				6494,3	3,4734	20/07/2010
9633,75	0,11546411	21/07/2010				6567	3,4734	21/07/2010

9642,78	0,11599852	22/07/2010				6582,6	3,4704	22/07/2010
9650,36	0,11533493	23/07/2010				6615,6	3,4662	23/07/2010
9676,23	0,11636431	26/07/2010				6654,1	3,4662	26/07/2010
9610,11	0,11678696	27/07/2010				6685,4	3,4734	27/07/2010
9614,77	0,11693034	28/07/2010				6667,7	3,4777	28/07/2010
9648,62	0,11739432	29/07/2010				6654,9	3,4764	29/07/2010
9605,7	0,11811954	02/08/2010				6658,3	3,4789	30/07/2010
9605,45	0,1182928	03/08/2010				6623,9	3,4849	02/08/2010
9595,32	0,11791062	04/08/2010				6637,8	3,4904	03/08/2010
9542	0,11781338	05/08/2010				6649,6	3,4947	04/08/2010
9554,64	0,1188227	06/08/2010				6666,1	3,4898	05/08/2010
9601,62	0,11865493	09/08/2010				6693,8	3,4977	09/08/2010
9581,76	0,11734197	10/08/2010				6701,2	3,4892	10/08/2010
9602,96	0,11613593	11/08/2010				6679,3	3,4868	11/08/2010
9526,84	0,11553748	12/08/2010				6671,2	3,4783	12/08/2010
9466,17	0,11518083	13/08/2010				6658,6	3,4783	13/08/2010
9497,46	0,11572735	16/08/2010				6647,8	3,4722	16/08/2010
9461,15	0,11592724	17/08/2010				6654,9	3,4771	17/08/2010
9440,38	0,11557353	18/08/2010				6653,7	3,4746	18/08/2010
9410,84	0,1159622	19/08/2010				6682	3,4728	19/08/2010
9401,53	0,11428963	23/08/2010				6685,2	3,4728	20/08/2010
9455,94	0,11441124	24/08/2010				6674,7	3,4692	23/08/2010
9450,22	0,11403549	25/08/2010				6682,1	3,4662	24/08/2010
9565,48	0,11503376	26/08/2010				6673,3	3,4686	25/08/2010
9563,88	0,11487519	27/08/2010				6645,6	3,4716	26/08/2010
9599,12	0,11468811	30/08/2010				6665,6	3,4716	27/08/2010
9559,59	0,11484484	31/08/2010				6666,5	3,4716	30/08/2010
9544,22	0,11556953	01/09/2010				6688,6	3,4692	31/08/2010
9531,67	0,1156912	02/09/2010				6677,9	3,4728	01/09/2010
9516,84	0,11591784	03/09/2010				6703,2	3,4758	02/09/2010
9523,19	0,11608335	06/09/2010				6711,5	3,4758	03/09/2010
9559,3	0,11494253	07/09/2010				6753,4	3,4771	07/09/2010
9552,4	0,11483825	08/09/2010				6757,1	3,4752	08/09/2010
9550,61	0,11477235	09/09/2010				6825,1	3,4825	14/09/2010
9535,24	0,11591649	13/09/2010				6826,7	3,4837	15/09/2010
9575,53	0,11665209	14/09/2010				6838,7	3,4849	16/09/2010
9542,01	0,11698506	15/09/2010				6791,8	3,4849	17/09/2010
9560,39	0,11769968	16/09/2010				6820,9	3,4874	20/09/2010
9523,98	0,11723192	17/09/2010				6820,8	3,4874	21/09/2010
9490,25	0,11746188	20/09/2010				6845,3	3,4990	22/09/2010
9554,67	0,11783282	21/09/2010				6840,1	3,5039	23/09/2010
9540,43	0,11984516	22/09/2010				6823,5	3,5039	24/09/2010
9581,6	0,11922646	23/09/2010				6832,1	3,5094	27/09/2010
9584,8	0,12032391	24/09/2010				6870,2	3,5094	28/09/2010
9582,6	0,12041809	27/09/2010				6928,5	3,5162	29/09/2010
9540,31	0,12078316	28/09/2010				6985	3,5162	30/09/2010
9657,38	0,12125474	29/09/2010				6947,1	3,5267	04/10/2010
9668,46	0,12155986	30/09/2010				6946,1	3,5249	05/10/2010
9709,12	0,1221971	01/10/2010				6955	3,5348	06/10/2010
9617,15	0,12128121	04/10/2010				6995	3,5386	07/10/2010
9559,44	0,12290297	05/10/2010				7013,2	3,5386	08/10/2010

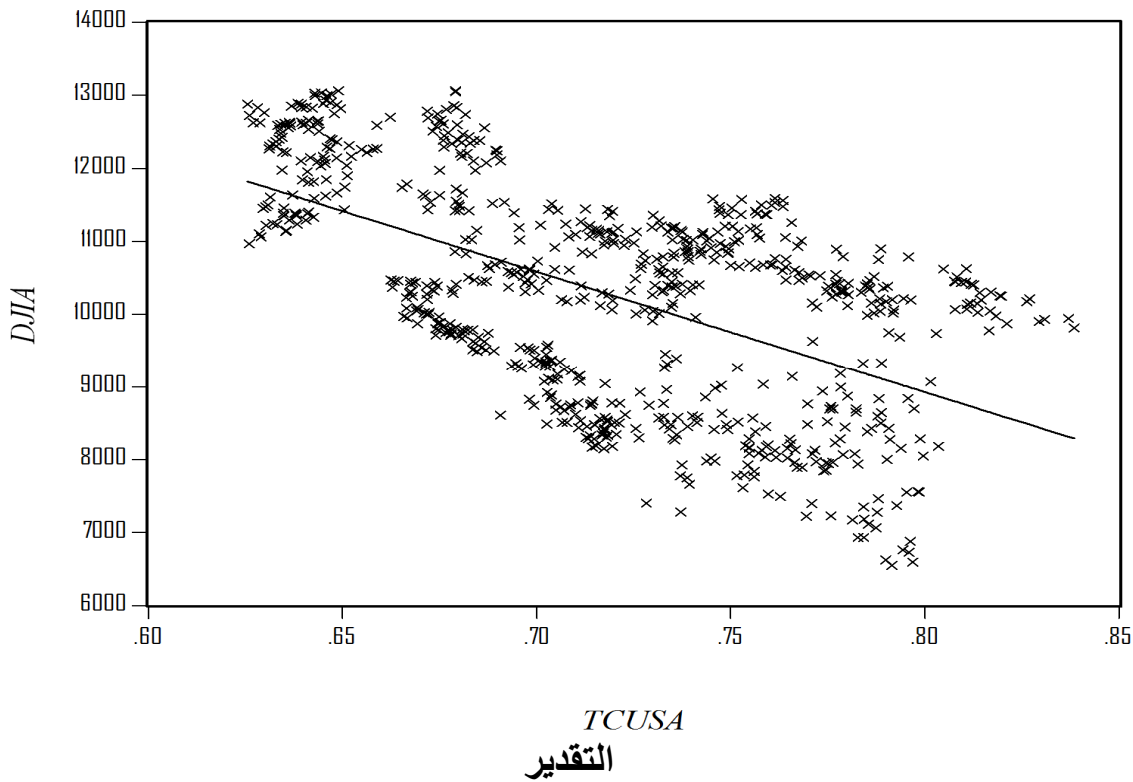
9502,4	0,12328632	06/10/2010				7054,7	3,5417	12/10/2010
9606,54	0,12370726	07/10/2010				7075,5	3,5448	13/10/2010
9653,81	0,12377923	08/10/2010				7010,5	3,5524	14/10/2010
9664,16	0,12336845	11/10/2010				7045,8	3,5486	18/10/2010
9651,49	0,12292412	12/10/2010				7018,8	3,5499	19/10/2010
9685	0,12372869	13/10/2010				6997,7	3,5461	20/10/2010
9815,2	0,12493441	14/10/2010				6944,5	3,5537	21/10/2010
9850,01	0,12439977	15/10/2010				6963,1	3,5537	22/10/2010
9864,03	0,1240187	18/10/2010				7032,1	3,5575	25/10/2010
9824,21	0,12267681	19/10/2010				7026,1	3,5562	26/10/2010
9842,28	0,12385588	20/10/2010				7049,3	3,5524	27/10/2010
9949,1	0,12413725	21/10/2010				7067,6	3,5537	28/10/2010
10049,5	0,12374247	22/10/2010				7063,9	3,5537	29/10/2010
10049,85	0,12401716	25/10/2010				7081,3	3,5651	01/11/2010
10075,17	0,12316636	26/10/2010				7129,3	3,5638	02/11/2010
9995,6	0,12258207	27/10/2010				7118,5	3,5670	03/11/2010
9988,47	0,12345831	28/10/2010				7124,7	3,5733	04/11/2010
9967,26	0,12331977	29/10/2010				7050,3	3,5695	08/11/2010
9923	0,12336236	01/11/2010				6982,2	3,5682	09/11/2010
9925,57	0,12437502	02/11/2010				6996,4	3,5644	10/11/2010
9910,9	0,12421897	03/11/2010				6950	3,5670	11/11/2010
9918,31	0,12574504	04/11/2010				6950	3,5625	12/11/2010
9952,91	0,12436728	05/11/2010				6950	3,5562	15/11/2010
9949,13	0,12346289	08/11/2010				6950	3,5537	16/11/2010
9993,4	0,12346289	09/11/2010				6950	3,5549	17/11/2010
9996,25	0,12193189	10/11/2010				6950	3,5537	18/11/2010
9982,66	0,12170632	11/11/2010				6968	3,5562	19/11/2010
10004,92	0,12194825	12/11/2010				6964,4	3,5663	22/11/2010
9972,22	0,1211035	15/11/2010				6918	3,5625	23/11/2010
9988,23	0,1208065	16/11/2010				6935	3,5562	24/11/2010
9988,26	0,1216116	19/11/2010				6928	3,5524	25/11/2010
10052,16	0,1212518	22/11/2010				6868,8	3,5581	26/11/2010
10029,37	0,12001632	23/11/2010				6914,4	3,5386	29/11/2010
10009,79	0,11964871	24/11/2010				6891	3,5492	30/11/2010
10027,46	0,11956431	25/11/2010				6850,5	3,5423	01/12/2010
9966,03	0,1184371	26/11/2010				6818,3	3,5423	02/12/2010
9869,91	0,11754334	29/11/2010				6865,4	3,5423	03/12/2010
9958,47	0,11704257	30/11/2010				6867,7	3,5613	06/12/2010
10000,76	0,11734748	01/12/2010				6860,3	3,5575	08/12/2010
10059,03	0,11817398	02/12/2010				6821,4	3,5625	09/12/2010
10086,25	0,11976191	03/12/2010				6803,6	3,5625	10/12/2010
10138,34	0,1189202	06/12/2010				6786,8	3,5568	13/12/2010
10250,11	0,11846938	08/12/2010				6788,3	3,5682	14/12/2010
10442,8	0,11816839	09/12/2010				6827,3	3,5657	15/12/2010
10575,8	0,11865211	10/12/2010				6853,2	3,5562	16/12/2010
10489,85	0,11979061	13/12/2010				6847,7	3,5562	17/12/2010
10435,67	0,11981788	14/12/2010				6798	3,5537	20/12/2010
10313,72	0,11939728	15/12/2010				6819,5	3,5562	21/12/2010
10269,08	0,11825363	16/12/2010				6865,8	3,5543	22/12/2010
10282,64	0,11807072	17/12/2010				6881,9	3,5543	23/12/2010
10347,74	0,117726	20/12/2010				6918,5	3,5543	27/12/2010

10397,75	0,11777592	21/12/2010				6939,3	3,5606	28/12/2010
10411,41	0,11765675	22/12/2010				6962,2	3,5562	29/12/2010
10432,3	0,11747982	23/12/2010				6955,5	3,5638	30/12/2010
10377,8	0,11787727	24/12/2010						
10319,01	0,11823545	27/12/2010						
10266,5	0,11795513	28/12/2010						
10199,24	0,11798714	29/12/2010						
10159,55	0,11887214	30/12/2010						
10377,39	0,11984085	31/12/2010						

الملحق رقم (4): أشكال الانتشار والتقدير واختبار الفرضيات

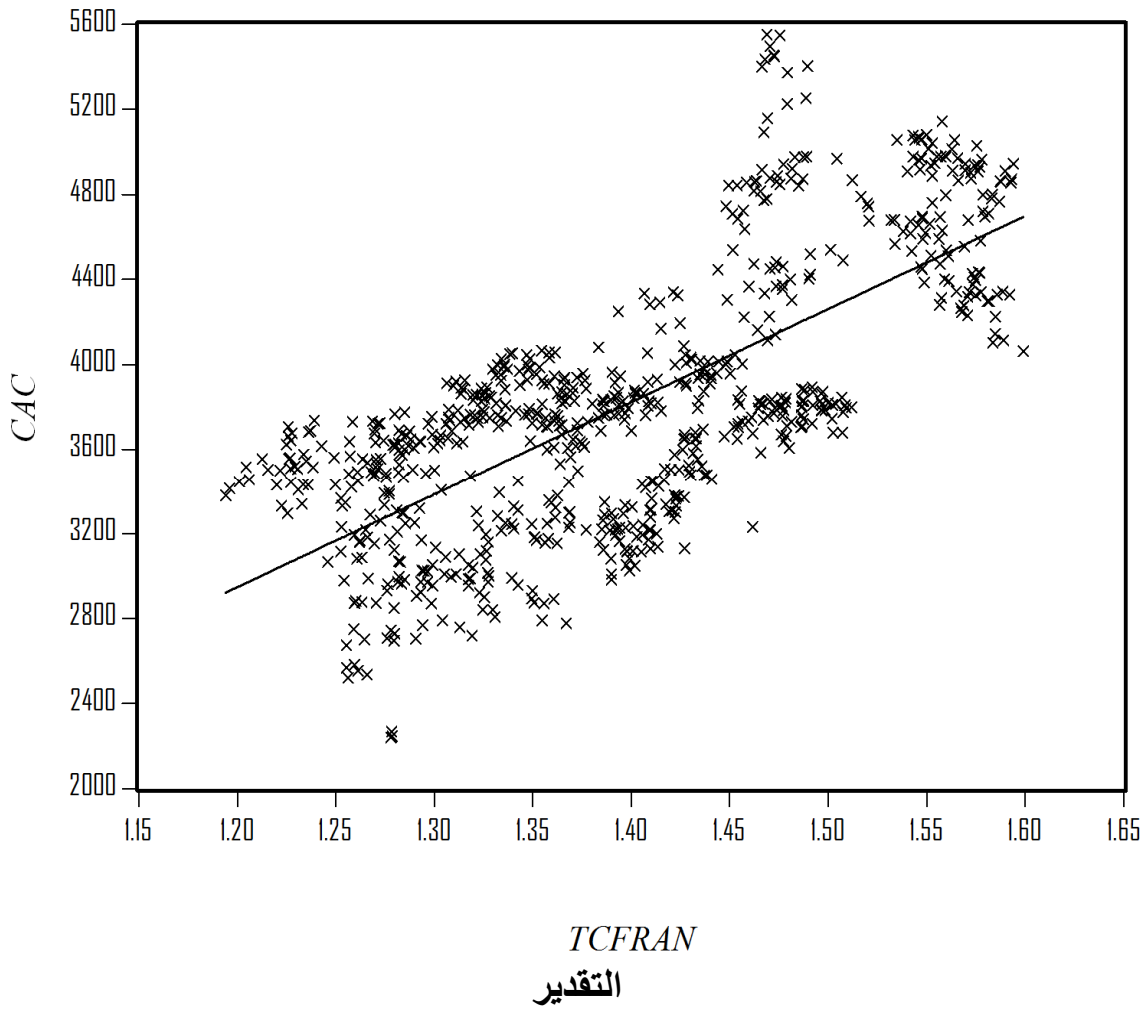
* الولايات المتحدة الأمريكية:

شكل الانتشار



Dependent Variable: DJIA				
Method: Least Squares				
Date: 04/06/11 Time: 20:45				
Sample: 1 739				
Included observations: 739				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
TCUSA	-16601.32	882.0814	-18.82062	0.0000
C	22202.34	635.8323	34.91854	0.0000
R-squared	0.324607	Mean dependent var	10265.58	
Adjusted R-squared	0.323690	S.D. dependent var	1487.470	
S.E. of regression	1223.267	Akaike info criterion	17.05914	
Sum squared resid	1.10E+09	Schwarz criterion	17.07160	
Log likelihood	-6301.352	F-statistic	354.2158	
Durbin-Watson stat	0.021896	Prob(F-statistic)	0.000000	

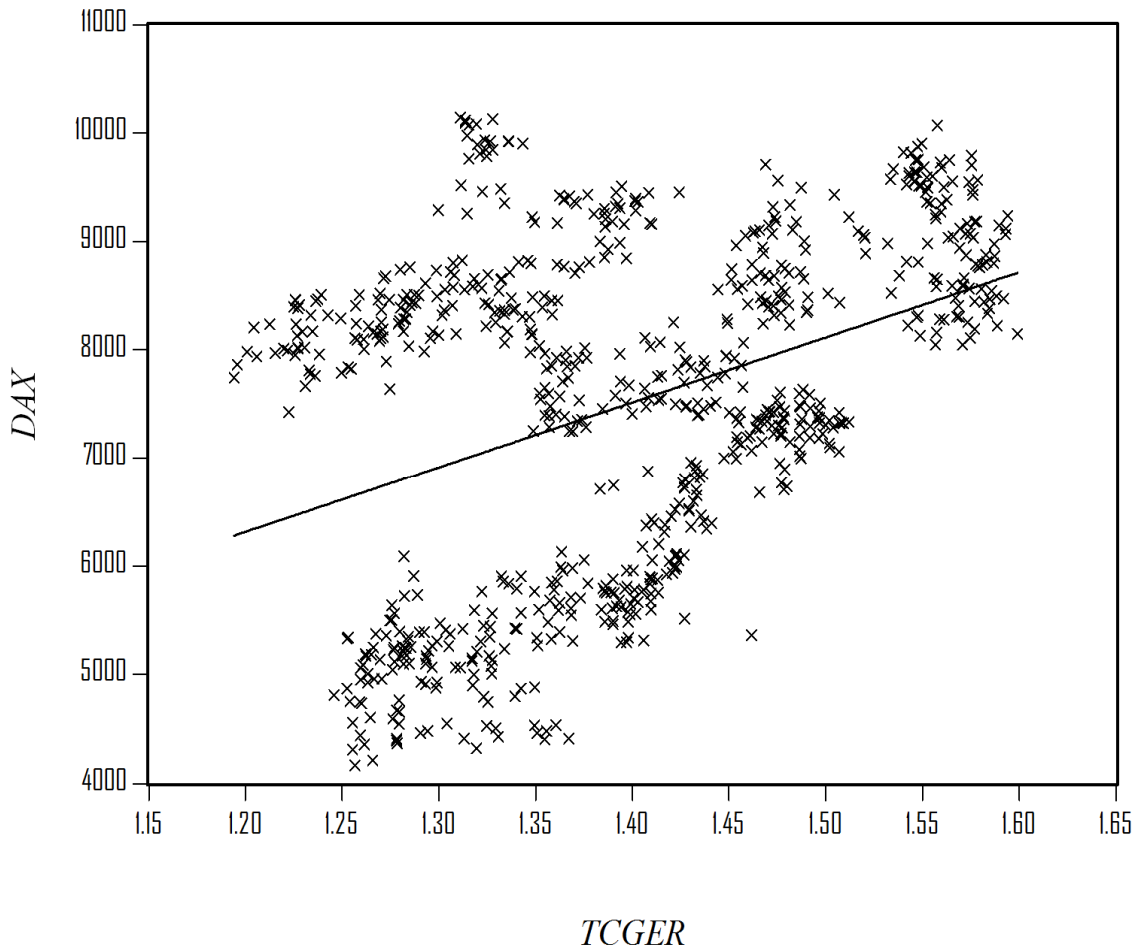
شكل الانتشار



Dependent Variable: CAC
 Method: Least Squares
 Date: 04/06/11 Time: 20:14
 Sample: 1 769
 Included observations: 769

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
TCFRAN	4375.505	154.9551	28.23724	0.0000
C	-2302.168	217.0122	-10.60847	0.0000
R-squared	0.509698	Mean dependent var	3809.952	
Adjusted R-squared	0.509059	S.D. dependent var	614.5615	
S.E. of regression	430.6061	Akaike info criterion	14.97086	
Sum squared resid	1.42E+08	Schwarz criterion	14.98294	
Log likelihood	-5754.296	F-statistic	797.3420	
Durbin-Watson stat	0.034824	Prob(F-statistic)	0.000000	

شكل الانتشار

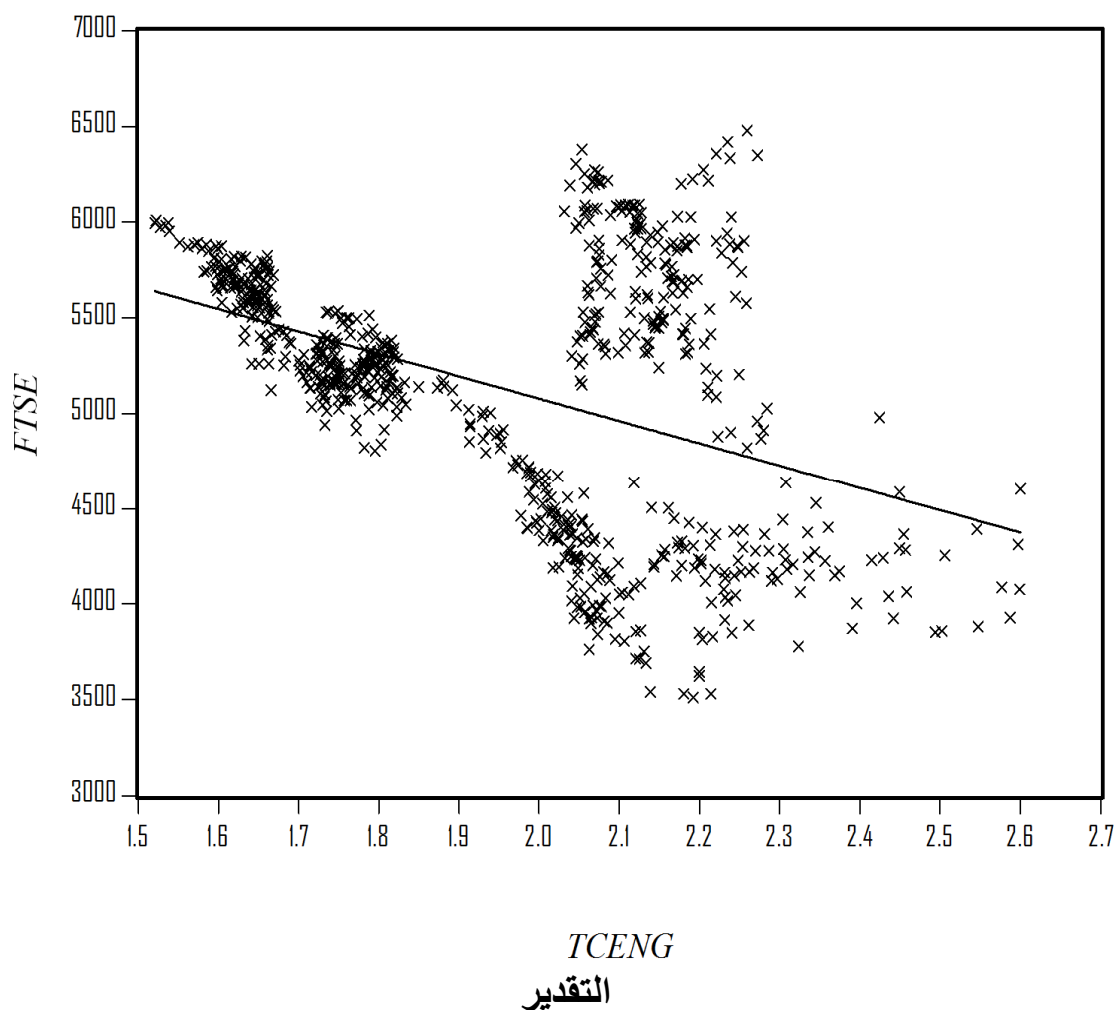


التقدير

Dependent Variable: DAX
 Method: Least Squares
 Date: 04/06/11 Time: 20:17
 Sample: 1 762
 Included observations: 762

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
TCGER	6000.692	510.4930	11.75470	0.0000
C	-886.3788	714.9488	-1.239779	0.2154
R-squared	0.153838	Mean dependent var		7496.019
Adjusted R-squared	0.152724	S.D. dependent var		1536.638
S.E. of regression	1414.438	Akaike info criterion		17.34947
Sum squared resid	1.52E+09	Schwarz criterion		17.36164
Log likelihood	-6608.149	F-statistic		138.1730
Durbin-Watson stat	0.009620	Prob(F-statistic)		0.000000

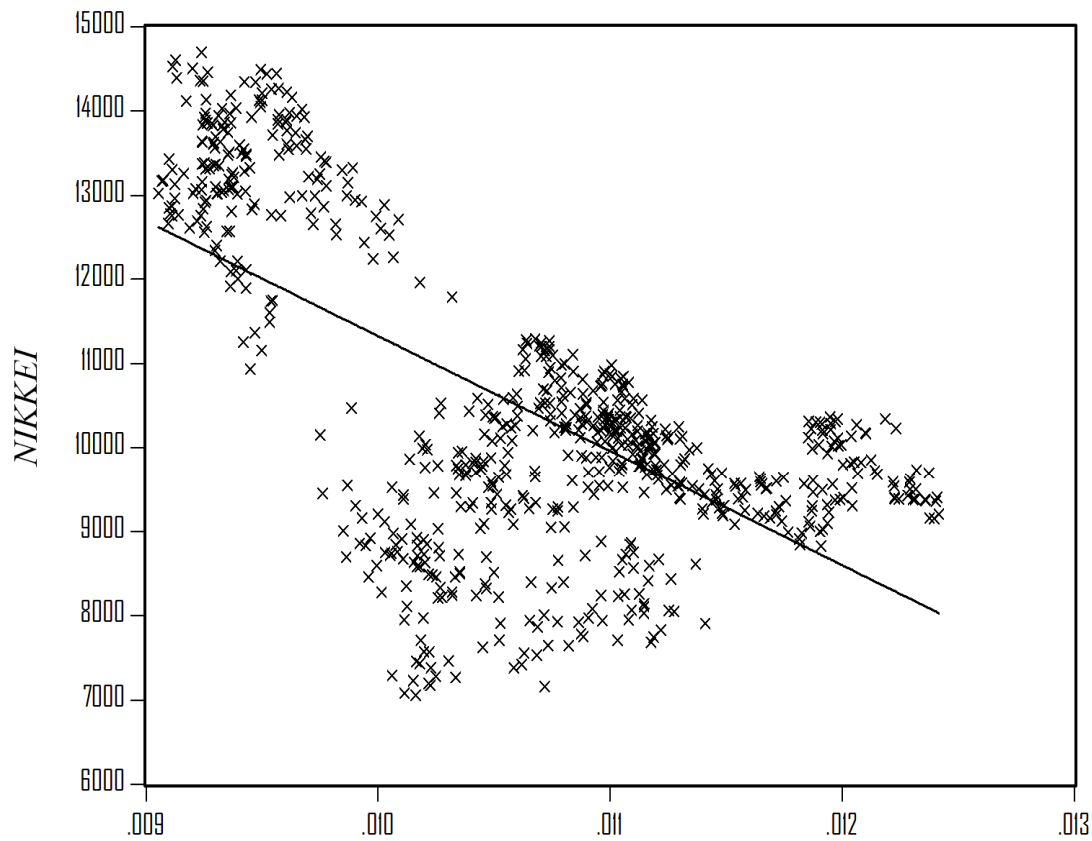
شكل الانتشار



التقدير

Dependent Variable: FTSE				
Method: Least Squares				
Date: 04/06/11 Time: 20:00				
Sample(adjusted): 1 759				
Included observations: 759 after adjusting endpoints				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
TCENG	-1170.385	92.68265	-12.62788	0.0000
C	7418.627	182.4013	40.67201	0.0000
R-squared	0.173999	Mean dependent var	5132.105	
Adjusted R-squared	0.172907	S.D. dependent var	666.5335	
S.E. of regression	606.1764	Akaike info criterion	15.65485	
Sum squared resid	2.78E+08	Schwarz criterion	15.66706	
Log likelihood	-5939.016	F-statistic	159.4633	
Durbin-Watson stat	0.020352	Prob(F-statistic)	0.000000	

شكل الانتشار



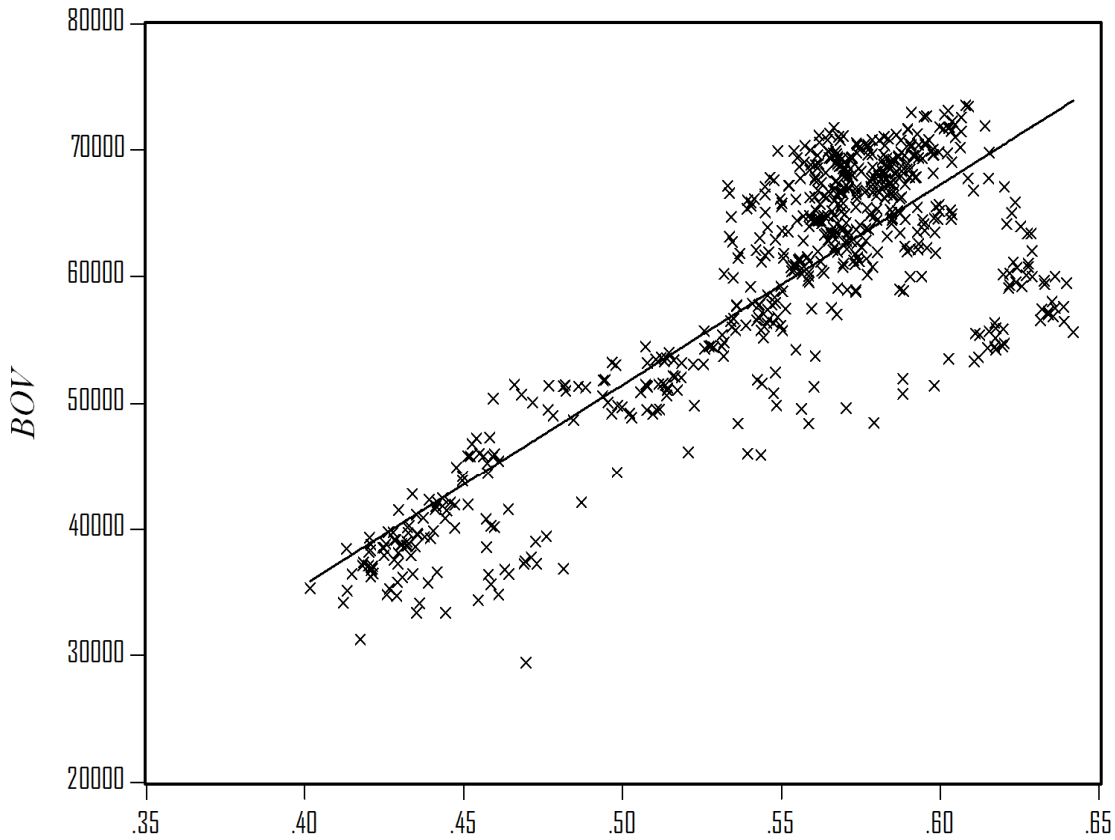
TCJAP

التقدير

Dependent Variable: NIKKEI
 Method: Least Squares
 Date: 04/06/11 Time: 20:25
 Sample: 1 709
 Included observations: 709

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
TCJAP	-1365319.	61010.72	-22.37834	0.0000
C	24980.80	648.9044	38.49689	0.0000
R-squared	0.414633	Mean dependent var	10507.37	
Adjusted R-squared	0.413806	S.D. dependent var	1832.993	
S.E. of regression	1403.401	Akaike info criterion	17.33400	
Sum squared resid	1.39E+09	Schwarz criterion	17.34688	
Log likelihood	-6142.903	F-statistic	500.7903	
Durbin-Watson stat	0.023462	Prob(F-statistic)	0.000000	

شكل الانتشار

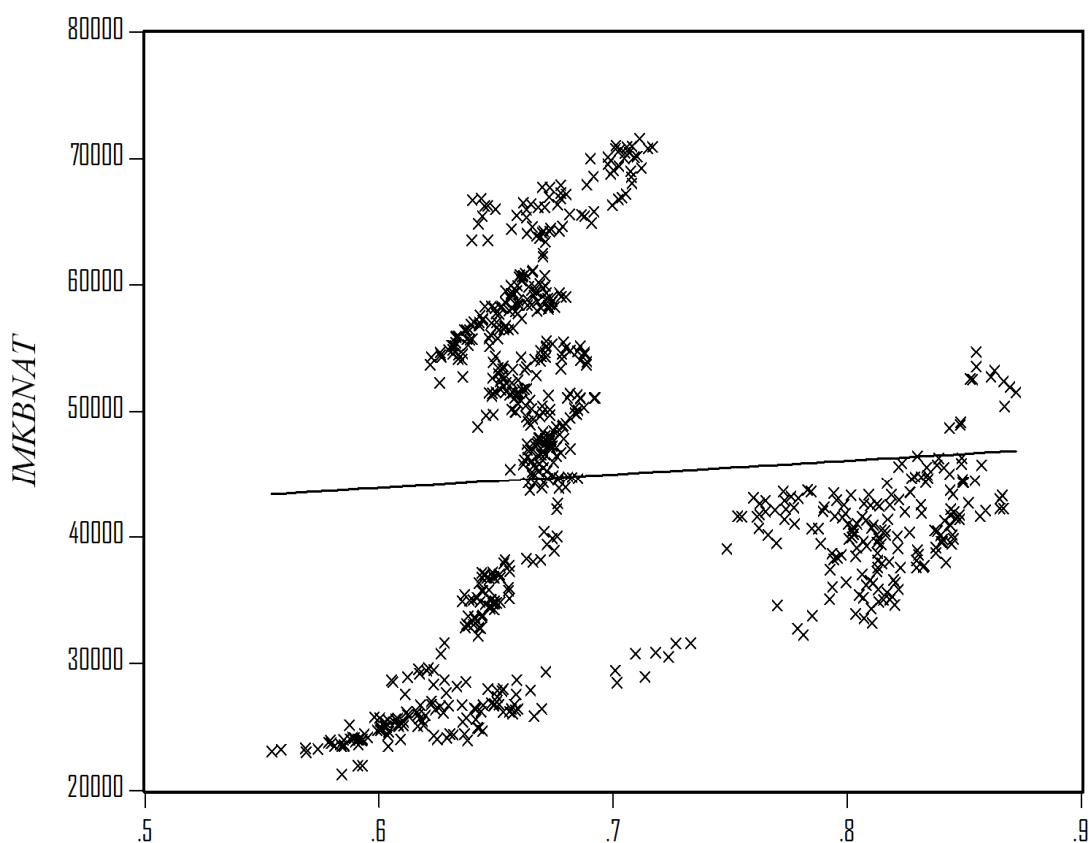


TCBRAZIL

التقدير

Dependent Variable: BOV				
Method: Least Squares				
Date: 04/06/11 Time: 20:07				
Sample: 1 649				
Included observations: 649				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
TCBRAZIL	158249.0	4060.266	38.97502	0.0000
C	-27662.14	2233.720	-12.38389	0.0000
R-squared	0.701300	Mean dependent var	58939.46	
Adjusted R-squared	0.700838	S.D. dependent var	10654.31	
S.E. of regression	5827.447	Akaike info criterion	20.18162	
Sum squared resid	2.20E+10	Schwarz criterion	20.19541	
Log likelihood	-6546.937	F-statistic	1519.052	
Durbin-Watson stat	0.079507	Prob(F-statistic)	0.000000	

شكل الانتشار

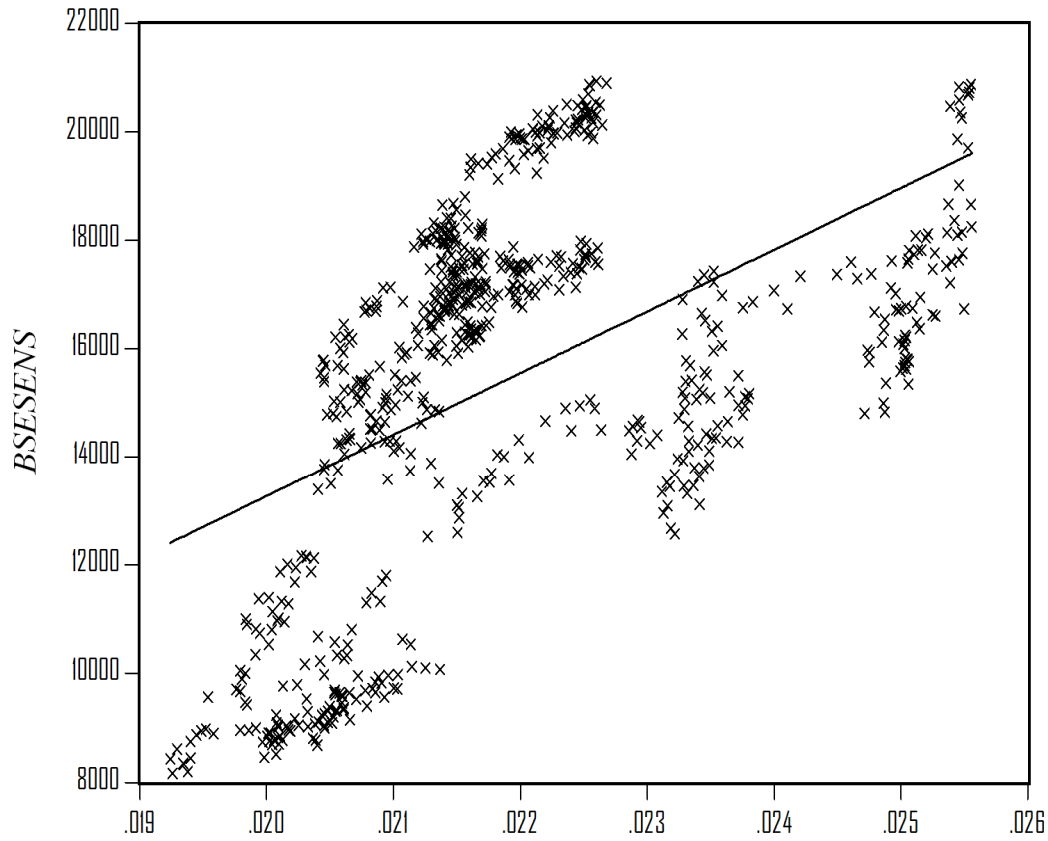


TCTUR

التقدير

Dependent Variable: TCTUR				
Method: Least Squares				
Date: 04/06/11 Time: 20:39				
Sample: 1 727				
Included observations: 727				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
IMKBNAT	3.93E-07	2.22E-07	1.771310	0.0769
C	0.677796	0.010368	65.37522	0.0000
R-squared	0.004309	Mean dependent var	0.695451	
Adjusted R-squared	0.002936	S.D. dependent var	0.077030	
S.E. of regression	0.076917	Akaike info criterion	-2.289436	
Sum squared resid	4.289247	Schwarz criterion	-2.276812	
Log likelihood	834.2101	F-statistic	3.137538	
Durbin-Watson stat	0.008624	Prob(F-statistic)	0.076929	

شكل الانتشار

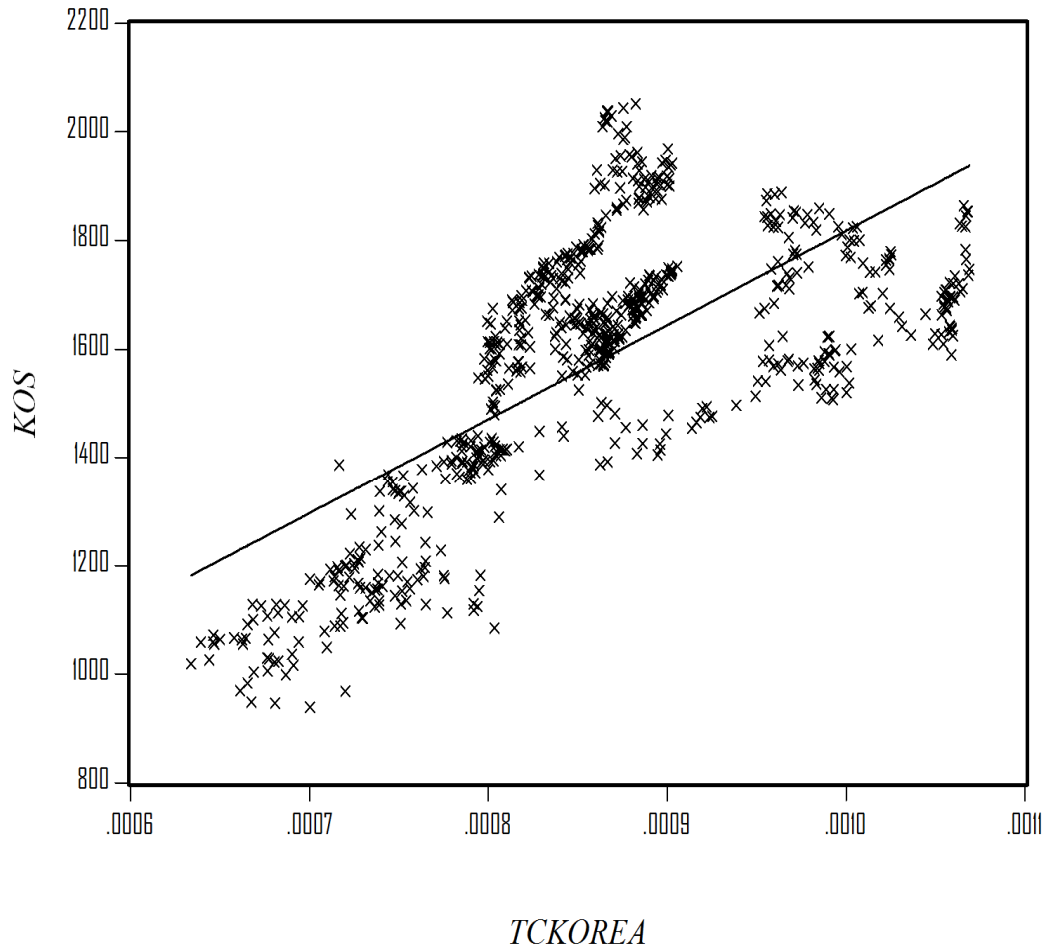


TCIND

التقدير

Dependent Variable: BSESENS				
Method: Least Squares				
Date: 04/06/11 Time: 20:21				
Sample: 1 715				
Included observations: 715				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
TCIND	1138670.	69978.68	16.27167	0.0000
C	-9501.604	1539.393	-6.172304	0.0000
R-squared	0.270788	Mean dependent var	15488.24	
Adjusted R-squared	0.269765	S.D. dependent var	3294.576	
S.E. of regression	2815.340	Akaike info criterion	18.72635	
Sum squared resid	5.65E+09	Schwarz criterion	18.73914	
Log likelihood	-6692.669	F-statistic	264.7672	
Durbin-Watson stat	0.008925	Prob(F-statistic)	0.000000	

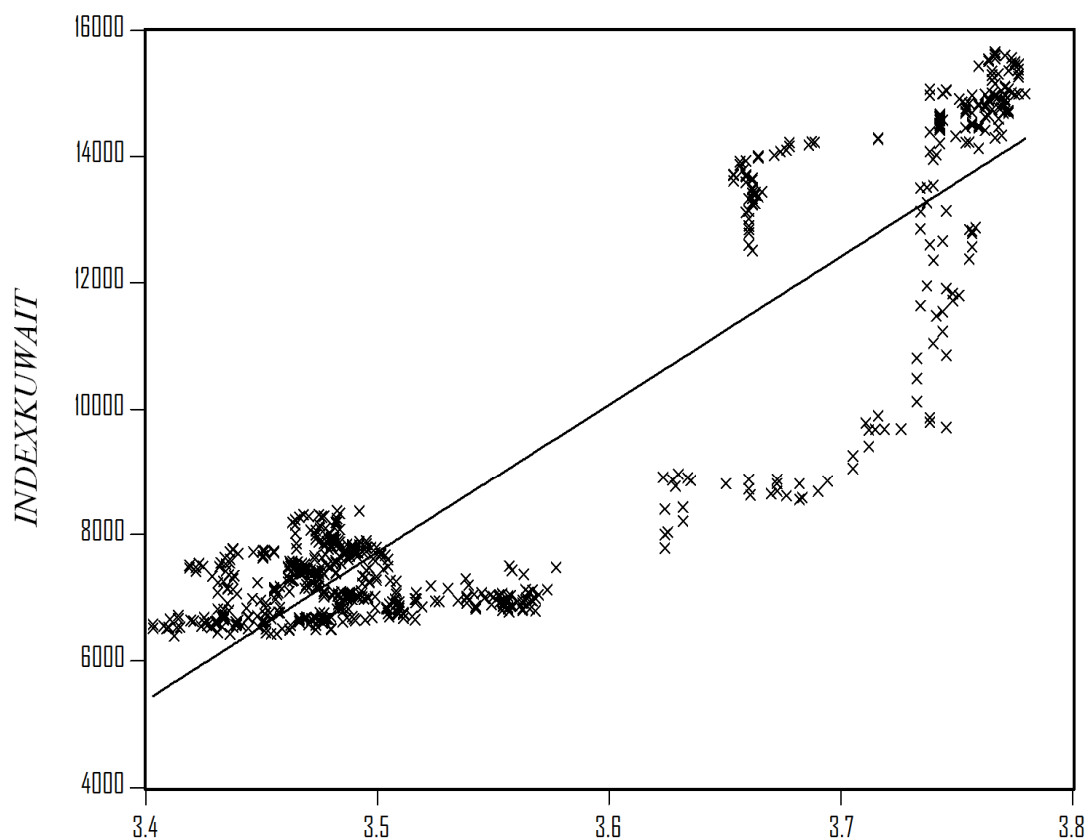
شكل الانتشار



التقدير

Dependent Variable: KOS				
Method: Least Squares				
Date: 04/06/11 Time: 20:29				
Sample: 1 729				
Included observations: 729				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
TCKOREA	1738855.	67931.13	25.59732	0.0000
C	79.19878	58.76144	1.347802	0.1781
R-squared	0.474036	Mean dependent var	1573.789	
Adjusted R-squared	0.473312	S.D. dependent var	245.8994	
S.E. of regression	178.4572	Akaike info criterion	13.20931	
Sum squared resid	23152745	Schwarz criterion	13.22191	
Log likelihood	-4812.795	F-statistic	655.2228	
Durbin-Watson stat	0.015465	Prob(F-statistic)	0.000000	

شكل الانتشار

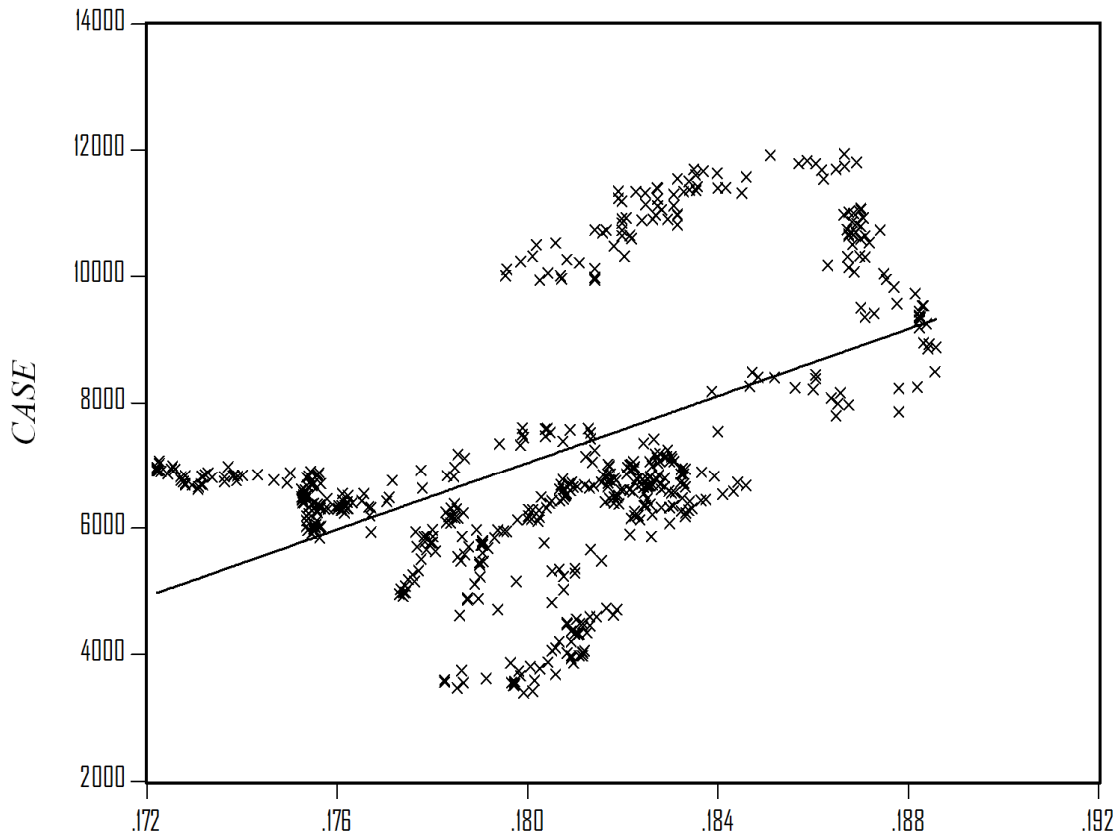


TCKUWAIT

التقدير

Dependent Variable: INDEXKUWAIT				
Method: Least Squares				
Date: 04/06/11 Time: 20:33				
Sample: 1 714				
Included observations: 714				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
TCKUWAIT	23478.58	410.4523	57.20172	0.0000
C	-74453.63	1462.252	-50.91711	0.0000
R-squared	0.821287	Mean dependent var	9142.503	
Adjusted R-squared	0.821036	S.D. dependent var	3101.749	
S.E. of regression	1312.169	Akaike info criterion	17.19955	
Sum squared resid	1.23E+09	Schwarz criterion	17.21235	
Log likelihood	-6138.238	F-statistic	3272.037	
Durbin-Watson stat	0.017662	Prob(F-statistic)	0.000000	

شكل الانتشار



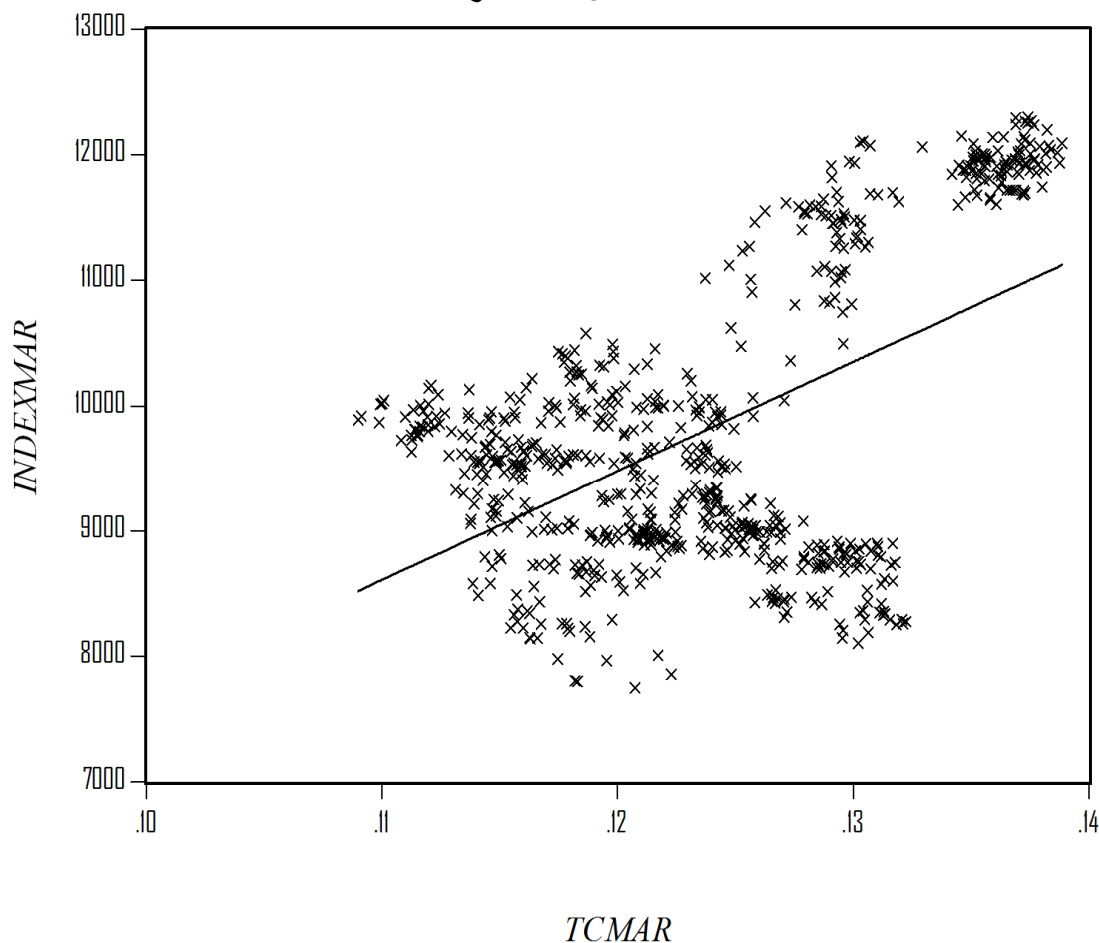
TCEGYPT

التقدير

Dependent Variable: CASE
 Method: Least Squares
 Date: 04/06/11 Time: 20:48
 Sample(adjusted): 1 558
 Included observations: 558 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
TCEGYPT	265815.4	19306.24	13.76837	0.0000
C	-40804.44	3486.862	-11.70234	0.0000
R-squared	0.254260	Mean dependent var	7192.623	
Adjusted R-squared	0.252918	S.D. dependent var	2071.016	
S.E. of regression	1790.059	Akaike info criterion	17.82146	
Sum squared resid	1.78E+09	Schwarz criterion	17.83696	
Log likelihood	-4970.188	F-statistic	189.5679	
Durbin-Watson stat	0.009634	Prob(F-statistic)	0.000000	

شكل الانتشار



TCMAR

التقدير

Dependent Variable: INDEXMAR

Method: Least Squares

Date: 04/06/11 Time: 20:36

Sample: 1 720

Included observations: 720

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
TCMAR	87118.56	5067.505	17.19161	0.0000
C	-975.6149	628.8373	-1.551459	0.1212
R-squared	0.291600	Mean dependent var	9816.445	
Adjusted R-squared	0.290613	S.D. dependent var	1176.708	
S.E. of regression	991.0838	Akaike info criterion	16.63825	
Sum squared resid	7.05E+08	Schwarz criterion	16.65097	
Log likelihood	-5987.770	F-statistic	295.5514	
Durbin-Watson stat	0.015146	Prob(F-statistic)	0.000000	