

قياس استجابة أسعار الأسهم لتحركات سعر الصرف دراسة تطبيقية على عينة من الشركات المحلية في سوق العراق للأوراق المالية

الدكتور علي جيران عبد علي الخفاجي
كلية الإدارة والاقتصاد / جامعة القادسية

- المستخلص -

لقد قمنا بتأثير تقلبات سعر صرف الدينار العراقي على تقلب عوائد الاسهم بالنظر لان تحركات أسعار الاسهم وبالتالي عوائدها احد المتغيرات الرئيسية في قياس اثر تقلب أسعار الصرف على قيمة المنشأة ، وباستخدام عينة من اسهم (١٦) شركة مدرجة في سوق العراق للأوراق المالية للفترة من ٢٠٠٣ - ٢٠٠٧ وتحليل التقلبات في سعر صرف العملة المحلية والتقلبات في أسعار الاسهم متمثلة بالعوائد وجدنا ان (١٧) مشاهدة فقط كانت ترتبط فيها التقلبات في أسعار الاسهم بعلاقة عكسية مع تقلبات العملة بينما لم تستجب المشاهدات الاخرى لتقلبات العملة بسبب ضعف العلاقة بين المتغيرين .

Abstract

We examine the affect of Iraqi dinnaar exchange rate fluctuation on the stock returns fluctuation since the movements of stock prices , therefore their returns is one of main variables in measuring the impact of exchange rates volatility on the value of the firms ,by using a sample of (١٦) companies listed in Iraqi stock exchange for the period (٢٠٠٣- ٢٠٠٧) and analyzing the fluctuations of local currency exchange rate and the volatility of stock returns we find that only (١٧) observation was related in negative relationship between the two variables unlike the others observations due the weakness of these relationship.

المقدمة

أصبحت التقلبات المستمرة في أسعار الصرف الاسمية للعملة تستقطب اهتمام الباحثين والاكاديمين بالإضافة الى المستثمرين وذلك بسبب انعكاسها المباشر على التدفقات النقدية المتوقعة من الاستثمارات فضلاً عن اهتمام أصحاب رؤوس الاموال بهذه التقلبات لتأثيرها على القيم السوقية للأسهم التي تؤدي بالضرورة الى ارتفاع او انخفاض قيمة المنشأة كنتيجة منطقية لارتفاع او انخفاض قيمة السهم وهي مشكلة قد تتسبب في تآكل العوائد المالية الناتجة من الاستثمار في الاسهم مثلما يمكن ان تساهم في تخفيض خسائر حملة الاسهم اذا ارتبطت أسعار تلك الاسهم بعلاقات عكسية مع تقلبات سعر صرف العملة . وانطلاقاً من مشكلة البحث فقد افترض الباحث ان انخفاض سعر صرف العملة المستثمر فيها يقابل بارتفاع قيمة السهم وبالتالي قيمة المنشأة وان أسعار الاسهم تستجيب لتقلبات العملة، ولغرض تحقيق اهداف البحث فقد قسم الى اربعة اقسام خصص الاول منها لمنهجية فيما تناول القسم الثاني التعريف بالاطار المفاهيمي لمتغيراته واختص القسم الثالث منه بالجانب التطبيقي الذي بدء بتحليل تقلبات سعر الصرف ثم تحليل عوائد اسهم الشركات المبحوثة وقياس الارتباط بينهما وصولاً لفحص استجابة عوائد الاسهم كمقياس لقيمة المنشأة لتحركات سعر الصرف ثم القسم الرابع الذي عرض اهم استنتاجات البحث وتوصياته .

١-١ مشكلة البحث

تتجسد بمشكلة التقلب المستمر بسعر صرف العملة المحلية (الدينار) وعدم وجود دراسة لقياس تأثير هذه التقلبات على قيمة الاسهم المتداولة في سوق العراق للاوراق المالية وفيما اذا كان لهذه التقلبات تأثيرات موجبة ام سالبة على عوائد الاسهم (الارتفاع او الانخفاض في القيمة السوقية للاسهم) كمقياس لقيمة المنشأة .

٢-١ اهمية البحث

تتطلب من محاولته بحث التأثير المحتمل لتقلبات سعر صرف العملة المحلية على القيمة السوقية للاسهم المتداولة في السوق المالية وبالتالي فهي تقدم لحمة الاسهم والمستثمرين دليلاً تجريبياً يمكن ان يساعدهم في ادارة المخاطرة المستقبلية وقياس التأثير المحتمل لتقلبات العملة على عوائد الاستثمار بالاسهم في السوق العراقية فيما توفر للاكاديمين والباحثين فرصة لاستخدام نماذج المؤشرات المتعددة لاختيار العوامل المؤثرة على عوائد الاسهم انطلاقاً من نتائج المؤشر الواحد (حركة اسعار العملة المستخدم في هذه الدراسة) .

٣-١ فرضيات البحث

١-٣-١ ترتبط اسعار الاسهم المتداولة في سوق العراق للاوراق المالية بعلاقات عكسية قوية مع تحركات اسعار صرف العملة المحلية أي ان $H_1: P > 0.50$

١-٣-٢ تعكس أسعار الاسهم المتداولة في سوق العراق للاوراق المالية التقلبات في سعر صرف العملة المحلية .

١-٤ هدف البحث

قياس مدى استجابة أسعار الاسهم المتداولة في سوق العراق للاوراق المالية لتقلبات سعر صرف العملة المحلية (الدينار العراقي) .

١-٥ نموذج البحث

$$R_{ij} = \beta_0 + \beta_i \Delta \delta + e$$

الانحدار الخطي البسيط (نموذج المؤشر الواحد)

اذ ان :

β_0 = الالف (الحد الثابت) ، β_i = البيتا ، $\Delta \delta$ = التقلب في سعر الصرف ،
 e = الخطأ العشوائي (يمثل قيمة صفرية لان المخاطرة الانظامية تتلاشى بالتوزيع بين الاسهم) .

١-٦ مصادر البيانات

تم الحصول على البيانات الخاصة بأسعار الاسهم من الموقع الالكتروني لسوق العراق للاوراق المالية (www.isx-iq-net) وباستخدام خيار النشرات والتقارير ثم الملحق الاحصائي ، اما أسعار الصرف فقد تم تزويد الباحث بها من قبل البنك المركزي العراقي ويشكر الباحث في هذا الصدد الاستاذ الفاضل الدكتور مظهر من البنك المركزي لتعاونه في هذا المجال .

٧-١ عينة البحث

بسبب سيطرة القطاع المصرفي على عدد الاسهم المتداولة بنسب تجاوزت (٨٠٪) من حجم التداول في السوق وعدم تعرضه الى عمليات تخريب مثلما حدث للقطاع الصناعي بعد عام ٢٠٠٣ فقد شملت العينة (٥٠٪) من هذا القطاع المكون من (١٦) مصرف غير حكومي واحد منها فقط شركة مختلطة مقابل (٢٠٪) تقريباً من منشآت القطاع الصناعي المدرجة في السوق ومثلها لقطاع الفنادق وهو حجم مقبول وفق المعايير الإحصائية.

٨-١ الدراسات السابقة

١. دراسة (Gendreau & Heckman, ٢٠٠٣)

تناولت الدراسة تحليل تقلبات أسعار الصرف على عوائد اسهم المحافظ الاستثمارية في (٢٧) سوق ناشئ وقد استنتجت ان محافظ الاسهم التي اعطيت اوزان اكبر للأسواق التي شهدت انخفاض أسعار الصرف عن المعدل قد تفوقت في (٦) من (٧) اسواق وبمعدل عائد كلي مقداره (٥,٦٪) اما الاسواق الاخرى فقد حققت النتيجة ذاتها ولكن بمعدل عائد (١,٧٪) فقط وقد فسرت الدراسة هذه النتائج باستجابة أسعار الاسهم لتحركات أسعار الصرف .

٢- دراسة (Choi & Zegnal , ٢٠٠٢)

استخدمت الدراسة التحليل المقطعي لاختبار العلاقة بين قيمة الشركة متمثلة بالعوائد التي تحققها الاسهم واسعار الصرف على عينة مكونة من (١٨٨)

شركة كورية ، ووجدت ان سوق الاسهم يستجيب للمكاسب والخسائر الناجمة عن اسعار الصرف عند تسعير الاوراق المالية اذ بينت النتائج بان (١٠٩) شركة تعرضت لمخاطر ايجابية زادت من قيمتها بينما عانت (٧٩) شركة من مخاطر اثرت سلبا على عوائد الاسهم وبالتالي على قيمة الشركات .

٣- دراسة (Ihrig , ٢٠٠١)

ركزت الدراسة على مؤشر الازمة المالية باعتبارها احد المتغيرات المستقلة والمؤثرة على عوائد اسهم الشركات الامريكية الكبيرة وقد اشارت النتائج الى ان (٢٥%) من الشركات المتعددة الجنسية تتعرض لمخاطر اسعار الصرف بنسبة (٦٨%) خلال الازمات المالية التي تعصف بقيمة الدولار وقد قدم الباحث دليلا تجريبييا بان عوائد اسهم الشركات المبحوثة تنقلب بشكل اكبر اثناء الازمات المالية.

٤- دراسة (Bondar & Marston , ٢٠٠٠)

استخدم الباحثان عوائد وكلف الشركات لتطوير تقديرات مباشرة للتعرض لمخاطر اسعار الصرف بالاعتماد على تعظيم ربحية الشركة بدلا من سلوك اسعار اسهمها وقد وجدت الدراسة ان الشركات عينة البحث تتعرض إلى مخاطر منخفضة للصرف الاجنبي لكونها توائم بين عوائدها بالعملة الاجنبية مع كلفها بتلك العملة وتلجأ الى استخدام تحوطات تشغيلية كمصدر واقى ضد التأثيرات العالية لتحركات اسعار الصرف .

٥- دراسة (Miller & Reuer , ١٩٩٨)

بدلاً من أسعار أسهم الشركات أو عوائدها استخدم الباحثان التجارة الدولية للشركات (واردات كل شركة وصادراتها) كدالة للتعرض لمخاطر أسعار الصرف وقد اشارت النتائج الى ان (١٧%-١٣) من الشركات عينة البحث تتعرض لمخاطر تحركات أسعار الصرف وان هناك علاقة ايجابية بين المشاركة في التجارة الدولية والتعرض لمخاطر العملات .

القسم الثاني : الاطار المفاهيمي لمتغيرات البحث

٢-١ سعر الصرف

ينصرف مفهوم سعر الصرف الى عدد وحدات العملة التي يمكن شرائها او مبادلتها بوحدة واحدة من عملة اخرى (: Weston , et . al , ١٩٩٦) ويمثل سعر عملة بلد معين نسبة الى عملة بلد اخر (: Ross , et . al , ٨٧٥ : ٢٠٠٢) وتحسب أسعار صرف العملات نسبة الى عملة مرجعية (الدولار الأمريكي عادة) وتتقلب العملات ازاء بعضها وازاء الدولار وتحسب نسبة التقلب في قيمة العملة بالمعادلة الاتية : (: Madura , ٢٠٠٦ : ٩٩)

3 ان :-

$$\Delta \delta = \frac{S - S_{t-1}}{S_{t-1}} \quad 2-1$$

نسبة التقلب (التغير) في قيمة العملة

S = سعر الصرف الحاضر في نهاية المدة

S_{t-1} = سعر الصرف الحاضر في بداية المدة

يشمل الاطار العام لسعر الصرف مجموعة من المصطلحات يمكن توضيحها
بإيجاز كما يلي :-

١- سعر الصرف الاسمي $Nominal Exchange Rate$, NER

يسمى ايضا سعر الصرف الرسمي (Formal) ويشير الى سعر عملة معينة بدلالة عملة اخرى في تاريخ معين بصرف النظر عن منظور القوة الشرائية الحقيقية لاي منهما لذا لا يقدم هذا السعر صورة واضحة للتغير في القوة الشرائية النسبية بين العملات (٩ : ٢٠٠٣ , Pickard) التي اما ان تثبت ازاء بعضها او تترك للعوام الحر او التعويم النظيف^(١) (Clean Floating) (Hill , ٢٠٠٣ : ٣٣٧) .

٢- سعر الصرف الحقيقي $Real Exchange Rate$ (RER)

هو مؤشر لقياس القدرة التنافسية للسلع بين البلدان لذا يعرف على انه سعر الصرف الاسمي المصحح بمعدلات التضخم بين الدول ويعبر عن القوة الشرائية للعملة (١٨ : ١٩٨٤ , Anne) ويرتبط هذا السعر بعلاقة عكسية مع القدرة

(الذي ينطوي على تدخل المصرف Dirty Floating)^(١) مفهوم مناقض للتعويم القدر (Hill , ٢٠٠٣ : ٣٣٧) وهي المركز في سوق الصرف للمحافظة على قيمة العملة المحلية سياسة قد يؤدي الإفراط فيها إلى تآكل الرصيد النقدي الأجنبي وتدهور قدرة الدولة على تصدير وارداتها وانهايار عملتها كما حصل للمكسيك خلال أزمة البيزو (١٩٩٥) عندما راح مصرف المركزي يشتري نصف مليار دولار أمريكي من البيزو يوميا (هاتز وهارلد ، ١٩٩٦ : ٩٠) .

التنافسية للسلع المحلية في الاسواق العالمية أي كلما ارتفع سعر الصرف الحقيقي للعملة المحلية انخفضت القدرة التنافسية للسلع المحلية المصدرة الى السوق الدولية والعكس صحيح (Naknoi , ٢٠٠٤ : ٥) .

٣- سعر الصرف الفعال Effective Exchange Rate

يمثل مقياساً لتحديد ارتفاع او انخفاض عملة معينة مقابل سلة من العملات الاجنبية وبشكل خاص عملات الشركاء التجاريين مع تلك العملة لذا يعرف على انه المعدل الموزون لاسعار الصرف للعملة المحلية وعملات الشركاء التجاريين الاكثر اهمية (٣٣ : ١٩٩٥ , Harvey) فلو مارس العراق (٣٠٪) من تجارته مع اليابان و (٧٠٪) مع بريطانيا فهذا يعني ان (٣٠٪) من قيمة مؤشر سعر الصرف الفاعل سيرتبط مع الين و (٧٠٪) مع البوند الاسترليني .

٤- سعر الصرف التوازني Equilibrium Exchange Rate

يحدد هذا النوع من السعر من خلال تقاطع منحنى الطلب على السلعة مع منحنى عرضها ويعكس الفترة الزمنية التي يكون فيها الطلب على عملة معينة مساوياً لما معروض من تلك العملة في سوق الصرف الأجنبي ويتأثر بمجموعة من العوامل اهمها التغير في ميزان المدفوعات وحجم المعروض النقدي بالإضافة الى معدلات التضخم والتغيرات في سعر الفائدة الأجنبي ومدخل سوق الموجودات الاجنبية المتكون من الاوراق المالية والنقدية (٤٤ : ١٩٨٨ , eller)

٥- سعر الصرف المتقاطع Cross Exchange Rate

تشير صفة التقاطع الى سعر الصرف بين عملتين لا تتعلقان بالدولار أي شراء وبيع عملة ما مقابل عملة أخرى (٦٣ : ٢٠٠٠ , Madura) فمثلا سعر الصرف بين الباون والفرنك يسمى السعر المتقاطع ويحسب كالآتي : (Weston et . al , ١٩٩٦ : ٧٦٦) .

$$\text{السعر المتقاطع} = \frac{\text{الدولار}}{\text{الفرنك}} \times \frac{\text{الفرنك}}{\text{الباوند}} = \frac{\text{الدولار}}{\text{الباوند}}$$

٢-٢

٢-٢ مخاطرة سعر الصرف

عرفت ادبيات الفكر المالي المخاطرة المالية عموما بانها احتمالية تحقيق عائد اقل مما هو متوقع او سالب (خسارة) (٩٠ : ١٩٩٩ , Mcmenamin) ولم يبتعد قاموس (Webster) كثيرا عن هذا المفهوم اذ عرف المخاطرة بانها (التعرض الى خسارة او ضرر ناتجة عن احتمالية وقوع بعض الاحداث غير المرغوب فيها) (١٨٢ : ١٩٩٦ , Weston , et . al) وتشير مخاطرة سعر الصرف الى درجة التقلب في سعر صرف عملة معينة نسبة الى العملات الاخرى او الى العملة المرجعية (٥٣٤ : ٢٠٠٣ , Shapiro) ويرى (Choi , ٢٠٠٢ , & Zeghd) بان جميع الشركات (محلية ودولية) معرضة لمخاطرة تقلبات العملة فالانخفاض (الارتفاع) في قيمة العملة يؤدي الى ارتفاع (انخفاض)

في ربحية الشركات التي تصدر لاسواق خارجية وبناثير معاكس عندما تستورد من تلك الاسواق ، اما الشركات المحلية فان التقلبات في سعر الصرف تنتج مخاطرة تشغيلية تنعكس بشكل مباشر على كلف مستلزمات الانتاج الوسيط مثل المواد الاولية وكلف العمل وبالننتيجة على المركز التنافسي للشركة الذي يؤثر على اسعار الاسهم وعلى ارباح المستثمرين لان هؤلاء يفضلون شراء اسهم الشركات التي تحقق ارباح اعلى طبقا لنظرية التوقعات التي تفترض علاقة طردية بين ربح السهم وسعره (Carter , et . al , ٢٠٠٣ : ٩) .

٢-٣ القيمة السوقية للسهم كمقياس لقيمة المنشأة .

يشير (الشماخ ، ١٩٩٢) الى ان هدف الادارة هو تعظيم قيمة المنشأة أي تعظيم قيمة سهم الشركة في السوق (الشماخ ، ١٩٩٢ : ٨٣) ولو ضرب سعر السهم الواحد بالسوق بعدد الاسهم القائمة لحصلنا على القيمة السوقية للشركة (الشماخ ، ١٩٩٢ : ١١٢) وتعد اسعار الاسهم - كما تبين من الدراسات السابقة - وعوائدها احد المتغيرات الرئيسية في قياس اثر تقلبات اسعار الصرف على قيمة المنشأة وتحسب هذه العوائد باستخدام العلاقة الاتية (جرمس ، ١٩٩٠ : ٤)

$$R_{(it)} = \frac{P_i(t) - P_{i(t-1)} + D_{it}}{P_{i(t-1)}}$$

اذ ان :

$R_{(it)}$ = معدل عائد سهم لشركة (i) في الشهر (t)

$P(t)$ = سعر اغلاق السهم (i) في الشهر (t)

$$P_{(t-1)} = \text{سعر افتتاح السهم (i) في الشهر } (t-1)$$

$$D_{it} = \text{توزيعات الإرباح للسهم i خلال الفترة } t$$

ويعتقد (Carter , et . al , ٢٠٠٣) انه وبسبب صعوبة التنبؤ بالتدفقات النقدية اتجهت معظم الدراسات التطبيقية لبحث التعرض لمخاطر العملات من خلال قياس استجابة أسعار اسهم الشركات لتحركات أسعار الصرف (Carter ٥ : ٢٠٠٣ , et . al) لكن عدد من الباحثين يشير الى تفاوت الاهتمام بهذا التغير بين اصحاب المصالح بالشركة (Stakeholders) ، فمجلس الادارة اكثر اهتماما بدراسة تاثر مخاطرة أسعار الصرف على قيمة الشركة بوصفها هدفا يسعى لتعظيمه لكن حملة الاسهم (Stockholders) وخاصة الصغار منهم قد لا يجد الحافزية الكافية لتقييم انعكاس تقلبات أسعار الصرف على قيمة المنشأة ولا سيما اذا امتلك هؤلاء المساهمون محافظ متنوعة بشكل جيد (Stulz , ٢٢ : ١٩٩٩) ، ثم إن هناك من يرى امكانية تجنب مخاطرة أسعار الصرف بالتحويط ومن خلال اتخاذ مراكز متقابلة في عقود المستقبلات او الخيارات^(٢) نقاب أي اثر عكسي لانخفاض قيمة العملة على قيمة الشركة وهو ما يعني ان بإمكان حملة الاسهم التعامل مع هذا النوع من المخاطر بالتحويط وبشكل فردي (٢٢٥ : ٢٠٠٦ , Madura) لكن هذه الرؤيا لم تتأى بنفسها عن النقد ايضا لا يشير (Solnik , ٢٠٠٠) الى ان التحويط الكامل (Full Hedging) ضار

(من أدوات الهندسة المالية (المشتقات) وتستخدم لتثبيت الأسعار لمستقبلية العملة مثلا هو عقد^٢ يتيح لمن يقوم بشرائه (صاحب المركز الطويل) باستلام مبلغ محدد من عمله معينة بسعر محدد مسبقا وفي تاريخ معين في المستقبل ويطلق على من حرر العقد بصاحب المركز القصير .

مخاطر سعر الصرف قائم على افتراض ان المستثمر لا يعرف ما اذا كانت علاوات مخاطرة العملة موجبة ام سالبة ولان هذه العلاوة تتطلب من الناحية النظرية ان يكون كل المستثمرين اجانب ومن النوع المتجنب للمخاطرة فانها تصبح مشكلة بالنسبة للمستثمرين المحليين بالعملة الوطنية، ثم انه اذا كان معامل الارتباط بين عوائد الاسهم وتحركات العملة سالب او ضعيف يصبح التحويط الكامل عبأ على المحوط (Solnik , ٢٠٠٠ : ٦٦٧) بالاضافة الى ان التحوط ، يضيف (Weston et . al , ١٩٩٦) لا يقدم حماية مجانية بل هو بحد ذاته كلفة متمثلة بعلاوات يدفعها المحوطون لمحري العقود (اصحاب المراكز القصيرة) (Weston , et . al , ١٩٩٦ : ٧٧٣) .

٢-٤ التحركات الايجابية والسلبية لسعر الصرف

تسعر كل العملات الاجنبية في سوق الصرف مقابل الدولار الامريكي (Solnik , ٢٠٠٠ : ٢٩) ولان التقلبات في قيمة العملة هي التي تنتج مخاطرة سعر الصرف فان هذه التقلبات تحسب باستخدام الانحراف المعياري او التباين في قيمة تلك العملة ، غير ان من الجدير بالاشارة ان تحركات قيمة أي عملة لا تحمل تأثيرا سلبيا بالمطلق على اسعار الاسهم وبالتالي عوائدها^(٣) ، ذلك ان بعض هذه التحركات تكون مفضلة وتعتبر بمثابة تحويط طبيعي لمخاطرة العملة من وجهة نظر حملة الاسهم وذلك يعتمد بدرجة كبيرة على قيمة معامل الارتباط

(٣) الناتجين عن (Capital Gain / Loss) ان المقصود هو العائد / الخسارة الرأسمالية

بين تحركات سعر الصرف وتقلبات أسعار الأسهم التي تتراوح من القيمة الموجبة (١,٠) التي تشير إلى ارتباط موجب تام بين المتغيرين والقيمة السالبة (-١,٠) التي تدل على علاقة عكسية بينهما وعلى وفق ما يلي : (Solnik , ١٧٦-١٧٥ : ٢٠٠٠)

١- في حالة عدم وجود ارتباط (Zero Correlation) بين عوائد الأسهم وتحركات سعر الصرف فإن هذا يعني عدم وجود ردود فعل نظامية بين المتغيرين وبالتالي فإن مخاطرة العملة ستكون مساوية للصفر .

٢- يشير الارتباط السالب إلى أن سعر السهم المحلي سيستفيد من انخفاض سعر صرف العملة المحلية أي أن انخفاض سعر الصرف للعملة سيقابله ارتفاع في قيمة السهم والعكس صحيح ما يعني أن التحركات المختلفة بين أسعار الأسهم وقيمة العملة تعوض بعضها بعضاً (Offset Each Other) .

٣- يعني الارتباط الموجب أن سعر السهم سوف ينخفض كرد فعل للانخفاض في قيمة العملة المحلية وفي هذه الحالة فإن مخاطرة حامل السهم ستتكون من الانخفاض في قيمة العملة والانخفاض في العائد الراسمالي معاً .

في ضوء العلاقات أعلاه يحسب الانحراف المعياري لعائد الدولار الكلي (المتكون من جزئي المخاطرة) على وفق المعادلة أدناه : (Shapiro , ٢٠٠٣ : ٥٣٤)

$$\sigma_s = [\sigma_f^2 + \sigma_g^2 + 2\sigma_f \sigma_g P_{fg}]^{\frac{1}{2}}$$

$$\sigma_f = \text{الانحراف المعياري لعائد الدولار الكلي}$$

$$\sigma_f^2 = \text{التباين (مربع الانحراف المعياري) لعائد العملة الاجنبية}$$

$$\sigma_g^2 = \text{تباين التغيير في سعر الصرف}$$

$$P_R = \text{الارتباط بين تقلبات العملة وتقلبات سعر السهم}$$

يستنتج من المعادلة ان مخاطرة العملة (التقلب) قد تساهم في تخفيض مخاطرة اسعار الاسهم اذا ارتبطت معها بعلاقة عكسية ما يعني ان المخاطرة الكلية لا تحمل صفة جمعية (Additive) ، وبعبارة اخرى ليست هي مجموع مخاطرة العملة ومخاطرة العائد فلو كانت مخاطرة (تقلب) الدينار العراقي مقاسا بالانحراف المعياري مقابل الدولار (١٧%) وتقلب عائد السهم لاحدى الشركات العراقية (٢٣%) فان ارتباطا بمقدار (٣١%) بين المتغيرين سينتج مخاطره كلية بمقدار (٣٢%) فقط :

$$\sigma_g = (0.23^2 + 0.17^2 + 2 * 0.23 * 0.17 * 0.31)^{\frac{1}{2}} = 32\%$$

يلاحظ ان مخاطرة سعر الصرف قد زادت من مخاطرة عائد السهم من (٢٣%) الى (٣٢%) لكن لكونها لا تحمل صفة جمعية فقد كانت اقل من مجموع المخاطرتين معا (٢٣% + ١٧%) او (٤٠%) ما يعني ان مخاطرة سعر الصرف يمكن ان تخفض من مخاطرة تقلب اسعار الاسهم وبالتالي الحد من الانحراف في قيمة المنشأة ويعتبر هذا الامر على قدر كبير من الاهمية بالنسبة

إلى المحافظ الاستثمارية المتنوعة دولياً لأن قيمة المنشأة (V) توزن عندئذٍ
باسعار الصرف المتوقعة $E(ER)$ لكل عملة (i) في نهاية المدة (t) وتخصص
بمعدل كلفة التمويل

($1-K$) على وفق المعادلة أدناه : (Madura , ٢٠٠٦ : ٢٤)

$$V = \frac{\sum_{j=1}^n E(CF_{it}) * E(ER_{it})}{1-K}$$

أذن :

التدفقات النقدية المتوقعة لكل عملية في نهاية المدة =

$$E(CF_{it})$$

القسم الثالث - الجانب التطبيقي

٣-١ تحليل تقلب سعر الصرف

يمثل الجدول (٣-١) معدلات تقلب أسعار صرف الدينار العراقي ازاء العملة المرجعية (الدولار الامريكي) للمدة المبحوثة وقد حسبت هذه المعدلات باستخدام المعادلة (٢-١)، ولان أسعار الصرف الرسمية هي التي تسود في الاجل القصير فقد استخدمت سنة ٢٠٠٢ كسنة اساس ثم بالتتابع باستخدام متخلف زمني (Lag) واحد ويلاحظ من الجدول ان سنة ٢٠٠٣ شهدت اعلى مستوى تقلب لسعر صرف الدينار حيث تشير النسب السالبة الى انخفاض عدد وحدات الدينار اللازمة لشراء وحدة واحدة من الدولار او بعبارة اخرى ارتفاع سعر صرف الدينار ازاء الدولار طبقا لاشتراطات المعادلة المشار اليها ومفهوم السعر المباشر^(٤) اذ بلغ متوسط معدلات التقلب (٢٢٪-) وقد استمر هذا الانخفاض في سنة ٢٠٠٤ ايضا ولكن بمعدلات ادنى بلغ متوسطها (٩٪-) وقد يفسر الانخفاض النسبي في معدلات التضخم بعد احداث ٢٠٠٣ بالاضافة الى توقعات المتعاملين بما سيكون عليه حال الاقتصاد العراقي في المستقبل سبب تحسن سعر صرف الدينار ازاء الدولار، اما السنتان ٢٠٠٥ و ٢٠٠٦ فلم تشهدا تقلبات حادة في السعر المباشر للعملة وقد انعكس ذلك على متوسط معدلات التقلب التي

(تسمى عدد الوحدات العملة المحلية اللازمة لشراء او مبادلة وحدة واحدة من عملة اجنبية)
(Weston , et . al , ١٩٩٦ : ٧٦٤) انظر (Direct Quotation بالسعر المباشر)
(Ross , et . al , ٢٠٠٢ : ٨٧٥) وكذلك

بلغت (٠,٠٠٦) و (٠,٠٠٩) على التوالي لكن هذا السعر عاود انخفاضه في نهاية ٢٠٠٦ والأشهر الستة الأولى من سنة ٢٠٠٧ بسبب سياسة التدخل للنقد الحكومي أو التعويم غير النظيف الذي استخدمه المصرف المركزي العراقي ولم يزل ، ان زيادة معدلات التقلب تعني زيادة مخاطرة أسعار الصرف وقد انعكس ذلك فعلا على درجة الانحراف المعياري في سنة ٢٠٠٣ وإلى حد ما في سنة ٢٠٠٤ إذ بلغ (١١٪، ٥٪) على التوالي وكذلك في درجة التباين (مربع الانحراف المعياري) لكن هذه المخاطرة انخفضت خلال سنتي ٢٠٠٤ و ٢٠٠٥ بشكل ملحوظ وعند تحليل نتائج معامل الاختلاف الذي يستخرج - كما هو معروف - من قسمة الانحراف المعياري كمقياس للمخاطرة على متوسط معدل التقلب يلاحظ ان السنوات ٢٠٠٣ و ٢٠٠٤ و ٢٠٠٧ قد عرضت ادنى معامل اختلاف - وبالتالي اعلى تجانس في قيم التقلب واتجاهه - بينما قدمت السنتين ٢٠٠٥ و ٢٠٠٦ اعلى معاملات اختلاف - وبالتالي ادنى تجانس في معدلات التقلب - وهي نتيجة طبيعية لحساسية هذا المقياس المفرطة للقيم المتطرفة الناتجة عن التحول من القيم السالبة في بعض الأشهر الى قيم موجبة في اشهر اخرى .

جدول ٣-١

معدلات التقلب في سعر الصرف الاسمي للدينار العراقي ازاء الدولار

الفترة الشهر	٢٠٠٣	٢٠٠٤	٢٠٠٥	٢٠٠٦	٢٠٠٧
١	٠,٠٠٢	-٠,١١	-٠,٠٤	٠,٠٤	-٠,١٠
٢	-	-٠,١٣	-٠,٠٤	٠,٠٣	-٠,١٤
٣	-	-٠,٠٧	-٠,٠٢	٠,٠٣	-٠,١٤
٤	-٠,١٦	-٠,١١	٠,٠٠	٠,٠٣	-٠,١٥
٥	-٠,١٦	٠,٠٠	٠,٠٣	٠,٠٢	-٠,١٦
٦	-٠,١٦	-٠,٠٩	٠,٠٣	٠,٠٣	-٠,١٦
٧	-٠,٢٠	-٠,١٥	٠,٠١	٠,٠٣	-
٨	-٠,٢٥	-٠,١٤	٠,٠٤	٠,٠٠	-
٩	-٠,٢٥	-٠,١٤	٠,٠٣	-٠,٠٢	-
١٠	-٠,٢٩	-٠,١١	٠,٠٠	-٠,٠٢	-
١١	-٠,٣٦	٠,٠٠	٠,٠١	-٠,٠٣	-
١٢	-٠,٣٨	-٠,١٣	٠,٠٣	-٠,٠٥	-
Avg.	-٠,٢٢	-٠,٠٩	٠,٠٠٦	٠,٠٠٩	-٠,١٤
$\sigma\Delta S$	٠,١١	٠,٠٥	٠,٠٢٧	٠,٠٢٩	٠,٠٢٢

٠,٠٠٠٥	٠,٠٠٠٨	٠,٠٠٠٧	٠,٠٠٣	٠,٠١٢	$\sigma^2 \Delta S$
-٠,١٥	٣,٢	٤,٥	-٠,٥٥	-٠,٥	$CV\Delta$

$\sigma \Delta S$ الانحراف المعياري لمعدلات التقلب

$\sigma^2 \Delta S$ تباين معدلات التقلب

$CV\Delta$ معامل الاختلاف لمعدلات التقلب

— لا توجد بيانات

٢-٣ تحليل عوائد اسهم الشركات المبحوثة :

لان سعر السهم هو الذي يعكس قيمة المنشأة ولان اسعار الاسهم وعوائدها^(٥) تعتبر من المتغيرات الاساسية لقياس اثر تقلبات اسعار الصرف على اسعار الاسهم وبالتالي على قيمة المنشأة فقد تم حساب معدلات العائد^(٦) الشهرية باستخدام المعادلة (٢-٣) وسلسلة زمنية شملت (٥٢) مشاهدة للفترة من (٢٠٠٣ - ٢٠٠٦) والاشهر الستة الاولى من عام ٢٠٠٧ ويلاحظ من جدول (٢-٣) ان سنة ٢٠٠٣ كانت الافضل للمستثمرين و للشركات على مستوى السوق ككل حيث بلغ فيها متوسط العائد (٠,٠٤٤٦) وقد عكس معامل الاختلاف (٠,٩٩) اعلى تجانس في عوائد اسهم الشركات المسجلة في السوق ثم سنة (٢٠٠٥) الذي بلغ فيها متوسط العائد (٠,٠٣٢) بينما سجلت سنة (٢٠٠٦) اعلى مستوى من الخسائر بلغ متوسطها (٠,٠٣٦) ، اما على مستوى الشركات فقد امتاز قطاع المصارف باداء افضل من القطاعات الاخرى وقد انعكس ذلك في متوسطات العوائد التي حققتها اسهم هذا القطاع بالمقارنة مع اسهم القطاع الصناعي وقد يعزى السبب في ذلك الى ان هذا القطاع الذي يتكون من (١٦)

(١) إن العائد الرأسمالي هو الزيادة في القيمة السوقية لسعر السهم مثلما تمثل الخسارة انخفاض في تلك القيمة وبالتالي فإن قياس العائد / الخسارة هو من جانب آخر قياس للارتفاع أو الانخفاض في سعر السهم .

(٢) اعتمد على العائد الرأسمالي فقط لكون العائد الجاري (المقسوم السنوي لأرباح السهم الواحد) لا يمثل سوى نسبة ضئيلة من معدل عائد السهم اضافة الى صعوبة الحصول على توزيعات الارباح لمعظم الشركات وقد استبعدت العديد من الدراسات التطبيقية هذا العائد لاهتمام اغلب المستثمرين بالعائد الرأسمالي أكثر من اهتمامهم بالتوزيعات (العامري ، ١٩٩٥ : ١٨) .

٥. مصرف غير حكومي واحد منها فقط شركة مختلطة لم يتعرض للتخريب خلال أحداث ٢٠٠٣ بخلاف القطاع الصناعي الذي تعرض معظمه للتخريب فضلا عن عدم امتلاكه لجهة قطاعية مراقبة على عكس القطاع المصرفي الذي يخضع لى مراقبة واشراف البنك المركزي الذي كان له دور رئيسي في قيادة التحويلات وما نجم عنها من اتفاقيات مشاركة مع مصارف غير عراقية .

٧

جدول (٢-٣)

متوسط معدلات العائد الشهرية لعينة البحث خلال المدة

٨

ت	الشركة	٢٠٠٣	٢٠٠٤	٢٠٠٥	٢٠٠٦	٢٠٠٧
	أولا : قطاع المصارف					
١.	المصرف التجاري العراقي	٠,٠٣٤	٠,٠٠٢	٠,١٩	-٠,٠٦	٠,٠١٦
٢.	مصرف بغداد	٠,٠٤٤	٠,١٢	٠,٠٤	-٠,٠٥	-٠,٠٩
٣.	المصرف العراقي الاسلامي	٠,٠١	-٠,٠١	٠,٠٨	-٠,٠٤	٠,٠٠١
٤.	مصرف الشرق الاطلس	٠,٠٣	٠,٠٣	٠,٠١٦	-٠,٠٥	٠,٠٠٣

٥.	مصرف الاستثمار العراقي	٠,٠٥	٠,٠٩	٠,١	-٠,٠٥	٠,٠١
٦.	مصرف البصرة الدولي	٠,٠١٦	-٠,٠٣	٠,٠٣	-٠,٠٤	-٠,٠٠١
٧.	المصرف الاهلي العراقي	٠,٠٤	-٠,٠٥	٠,٠٢	-٠,٠٥	٠,٠١
٨.	مصرف الائتمان العراقي	٠,٠١٢	٠,١٠	٠,٠٠٤	-٠,٠٣٩	٠,٠٢
	ثانياً : قطاع الصناعة					
١.	نينوى للصناعات الغذائية	٠,٠١٨	٠,٠١٢	٠,٠٢	-٠,٠٧	٠,٠٤
٢.	الخطاطة الحديثة	٠,٠١٧	-٠,٠٣	٠,٠٢٩	-٠,٠٤	٠,٠٣
٣.	العراقية للمسجاد والمفروشات	٠,٠١٣	٠,٠٠٢	٠,٠١٩	-٠,٠١	٠,٠٢
٤.	المشروبات الغازية الشمالية	٠,٠١٥	-٠,٠٣	٠,٠٠١	٠,٠٢	٠,٠٣

القسم الرابع : الاستنتاجات والتوصيات

١-٤ الاستنتاجات

- ١- نظرياً تكون تحركات أسعار صرف العملات ايجابية وتمثل تحويطاً طبيعياً للاستثمار بالأسهم اذا ارتبطت بعلاقات سالبة معها وسلبية اذا كانت العلاقة موجبة .
- ٢- شهدت سنة ٢٠٠٣ أعلى مستوى لتقلب سعر صرف الدينار العراقي ، اذ تحسن سعر صرفه ازاء الدولار وانخفضت عدد الدنانير اللازمة لشراء وحدة واحدة من العملة الامريكية بحدود (٢٢٪) ، ثم شهد استقراراً نسبياً في السنوات اللاحقة وعاود تحسين وضعه في سنة ٢٠٠٧ بسبب سياسة التعويم المدار للمصرف المركزي العراقي .
- ٣- قدمت سنة ٢٠٠٣ افضل مستوى من العائد الشهري للمستثمرين وللقيم السوقية لأسهم الشركات وبمعدل دينار واحد لكل وحدة من المخاطرة بينما حققت ٢٠٠٦ أعلى مستوى من الخسائر .
- ٤- تتسم بالضعف العلاقة بين تقلبات سعر صرف الدينار وتحركات أسعار الأسهم وهي ايجابية (ارتباط سالب) في (١٧) مشاهدة وسلبية (ارتباط ايجابي) في المشاهدات المتبقية .
- ٥- قدم المتغير المستقل (مؤشر أسعار الصرف) قدرة تفسيرية ضعيفة لتحركات أسعار الأسهم وبالنظر لكونه ادنى من الحد المقبول احصائياً (٥٠٪ في حالة

المؤشر الواحد) يستنتج ان اسعار الاسهم وبالتالي عوائدها لا تستجيب لسعر صرف العملة المحلية (الدينار) في الفترة المبحوثة .

٢-٤ التوصيات

١- لان تحركات سعر صرف العملة المحلية من النوع غير المرغوب من قبل المستثمرين (تحركات موجبة) فان هناك حاجة لاستخدام التحويط ضد مخاطر اسعار الصرف باستخدام مشتقات العملة وهذا يتطلب اقامة سوق لتداول ادوات الهندسة المالية او الاستمرار بتحمل مخاطرة العملة باضافة علاوة مخاطرة على اسعار الاسهم .

٢- ينبغي للمصرف المركزي العراقي تحجيم سياسة التدخل المدار او التعويم غير النظيف وترك سعر صرف العملة يتحدد من خلال العوم الحر كما كان خلال السنوات من ٢٠٠٣-٢٠٠٥ ويمكن الاستعاضة عن هذه السياسة بدفع جزء محدد من رواتب الموظفين بالعملة الاجنبية (الدولار) للحصول على معروض نقدي مناسب منه .

٣- من الضروري قيام المصرف المركزي العراقي بوضع تنبؤات مستقبلية بتحركات العملة باستخدام اساليب التنبؤ باسعار الصرف لغرض الاستفادة منها من قبل المستثمرين المحليين والاجانب .

٤- هناك حاجة لاستخدام نماذج المؤشرات المتعددة لتقدير قيمة العوامل المؤثرة على تحركات اسعار الاسهم بالنظر لما قدمه نموذج المؤشر الواحد من قدرة تفسيرية ضعيفة في هذا الجانب .

المصادر

أولاً : المصادر العربية .

- ١- الشماع ، خليل محمد حسن ، الادارة المالية : جامعة بغداد ، ١٩٩٢ .
- ٢- العامري ، محمد علي ابراهيم ، تحليل عائد ومخاطرة الاستثمار بالاوراق المالية ، مجلة العلوم الاقتصادية والادارية ، مجلد ٢ عدد ٢ ، جامعة بغداد ، ١٩٩٥ .
- ٣- هانز بيترمان وهارالد شومان ، فنح العولمة ، ترجمة عدنان عباس ورمزي زكي ، المجلس الوطني للثقافة والفنون والآداب ، الكويت ، ١٩٩٦ .

ثانياً : المصادر الاجنبية .

- ١- Anne , Krueger "Exchange Rate Determination" Cambridge University press-London , ١٩٨٤ .
- ٢- Bonder , Gordon M. , and Marston , R. " A simple model of Foreign Exchange Exposure " ٢٠٠٠ .
- ٣- Carter , D. , Pantzalis , C. , and Betty , J. , "Asymmetric

Exposure to foreign Exchange Risk :
Financial and

Real Hedge implemented by multinational
Corp" ..

٢٠٠٣ .

٤- Choi Mun and Zeghal , D. , " Exchange Rate
Exposure to

foreign Exchange Rate Movements , Journal of
International Business Studies , Vol. ٢٩ . No ٣ , ١٩٩٨ .

٥- Gendreau , B. , and Heckman L. , "Emerging Market
Equity

Allocator" WWW brian g.,@heckman global. Com ,

٢٠٠٣ .

٦- Harvey , Campbell "The Risk Exposure of Emerging
Equity

Markets" The world Bank Economic Review , Vol. ٩

١٩٩٥ .

٧- Heller , Robert "Choosing and Exchange Rate System" IMF,

Finance and Development , Vol. ١٤ ٢Dec . , ١٩٨٨ .

٨- Hill , Charles . W.L. " Interrational Business Competing the

Global market place , ٤th ed . MC Graw-hill / Irwin ,

٢٠٠٣.

٩- Ihrig , Jane "Exchange Rate Exposure of multinational ,

International Finance Discussion , paper , ٢٠٠١

١٠- Madura , Jeff "international Finance Management" , ٨th . ed ,

South – Western College publishing , USA , ٢٠٠٦

١١- Mcmenamin , Jim "Financial Management" New York , The

path press , ١٩٩٩ .

١٢- Miller , K and Reuer , J. , "Firm Strategy and Economic

Exposure to Foreign Exchange Rate Movements "

Journal of International Business Studies " Vol. ٢٩ No ٣

, ١٩٩٨ .

١٣- Naknoi , Kanda "Real Exchange Fluctuations and

Endogenous Tradability " Stanford University , ٢٠٠٤ .

١٤- Pichard , Domas , "Real Exchange Rate and Exchange Rate

Exposure" Working paper , ٢٠٠٣ .

١٥- Ross , Stephen , A. , Westerfield R. , and Jaff , J.,

"Corporate Finance" ٦th ed Mc-Graw-hill Companies , Inc

, ٢٠٠٢ .

١٦- Shapiro , A., "Multinational Financial Management" ٧th ed .

New York : John Wiley & Sons , ٢٠٠٣ .

١٧- Solnik , Bruno "International Investments" ٤th ed ; Addison

Wesley Longman , Inc , ٢٠٠٠ .

١٨- Stulz , Rene . M., "Globalization of Equity Markets and the

Cost of Capital" Ohio state University , ١٩٩٩ .

١٩- Weston , J. Fred , Besley , S. and Brigham , E. "Essential of

managerial management" ١١th ed . Dryden press :

Harcourt Srace College Publisher , ١٩٩٦ .