

# قياس استجابة اسعار الاسهم لتحركات سعر الصرف دراسة تطبيقية -

الدكتور

علي جيران عبد علي الخفاجي

كلية الإدارة والاقتصاد

جامعة القادسية

- المستخلص -

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

## **Abstract**

We examine the affection of Iraqi dinnar exchange rate on the stock returns fluctuation in view of the movements of stock prices , therefore its returns are the major variables to measure the affection of exchange rates volatility on firm value ,by using a sample of (16) financial firms listed in Iraqi stock exchange for the period (2003- 2007) and analyzing the fluctuations of local currency exchange rate and the volatility of stock returns we find that only (17) observation was related in negative relationship between the two variables unlike the others observations due the weakness of these relationship.

## المقدمة

اضحت التقلبات المستمرة في اسعار الصرف الاسمية للعملات تستقطب اهتمام الباحثين والاكاديمين بالاضافة الى المستثمرين وذلك بسبب انعكاسها المباشر على التدفقات النقدية المتوقعة من الاستثمارات فضلاً عن اهتمام اصحاب رؤوس الاموال بهذه التقلبات لتأثيرها على القيم السوقية للاسهم 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 اسعار 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 اسعار الاسهم تستجيب لتقلبات العملة، ولغرض تحقيق اهداف البحث فقد قسم الى اربعة اقسام خصص الاول منها لمنهجيته 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 .

## القسم الأول المنهجية

### 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

تتطلق من محاولته بحث التأثير المحتمل لتقلبات سعر صرف العملة المحلية على القيمة السوقية للاسهم المتداولة في السوق المالية وبالتالي فهي تقدم لحملة 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 وربما ضرورة 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  $H_1: P > 0.50$

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

### ٤-١ هدف البحث

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

### ٥-١ نموذج البحث

$$R_{i,j} = \beta_0 + \beta_i \Delta\delta + e \quad (\text{نموذج المؤشر الواحد})$$

اذ ان :

$\beta_0$  = الالفا (الحد الثابت) ،  $\beta_i$  = البيتا ،  $\Delta\delta$  = التقلب في سعر الصرف ،  $e$  = الخطأ العشوائي ( يمثل قيمة صفرية لان المخاطرة اللانظامية تتلاشى بالتنوع بين الاسهم ) .

### ٦-١ مصادر البيانات

تم الحصول على البيانات الخاصة باسعار الاسهم من الموقع الالكتروني لسوق العراق للاوراق المالية ([www.Isx-iq-net](http://www.Isx-iq-net)) وباستخدام خيار النشرات والتقارير ثم الملحق الاحصائي

، اما اسعار 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 (80%) من حجم التداول في السوق وعدم تعرضه الى عمليات تخريب مثلما حدث للقطاع الصناعي بعد عام ٢٠٠٣ فقد شملت العينة (50%) من هذا القطاع المكون من (١٦) مصرف غير حكومي واحد منها فقط شركة مختلطة مقابل (20%) تقريبا من منشآت القطاع الصناعي المدرجة في السوق ومثلها لقطاع الفنادق وهو حجم مقبول وفق المعايير الإحصائية.

#### ٨-١ الدراسات السابقة

##### ١. دراسة (Gendreau & Heckman, 2003)

تناولت الدراسة تحليل تقلبات اسعار الصرف على عوائد اسهم المحافظ الاستثمارية في (٢٧) سوق ناشئ وقد استنتجت ان محافظ الاسهم التي اعطيت اوزان اكبر للاسواق التي شهدت انخفاض اسعار الصرف عن المعدل قد تفوقت في (٦) من (٧) اسواق وبمعدل عائد كلي مقداره (5.6%) اما الاسواق الاخرى فقد حققت النتيجة ذاتها ولكن بمعدل عائد (1.7%) فقط وقد فسرت الدراسة هذه النتائج باستجابة اسعار الاسهم لتحركات اسعار الصرف .

##### ٢- دراسة (Choi & Zegnal , 2002)

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 , 2001)

ركزت الدراسة على مؤشر الازمة المالية باعتبارها احد المتغيرات المستقلة والمؤثرة على عوائد اسهم الشركات الامريكية الكبيرة وقد اشارت النتائج الى ان (25%) من الشركات المتعددة الجنسية تتعرض لمخاطر اسعار الصرف بنسبة (68%) خلال الازمات المالية التي تعصف بقيمة الدولار وقد قدم الباحث دليلا تجريبيا بان عوائد اسهم الشركات المبحوثة تتقلب بشكل اكبر اثناء الازمات المالية.

##### ٤- دراسة (Bondar & Marston , 2000)

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 وافي ضد التاثيرات العالية لتحركات اسعار الصرف .

#### ٥ - دراسة (Miller & Reuer , 1998)

بدلا من اسعار اسهم الشركات او عوائدها استخدم الباحثان التجارة الدولية للشركات (واردات كل شركة وصادراتها) كدالة للتعرض لمخاطر اسعار الصرف وقد اشارت النتائج الى ان (13-17%) من الشركات عينة البحث تتعرض لمخاطر تحركات اسعار 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 (764 : Weston , et .al , 1996) ويمثل سعر عملة بلد معين نسبة الى عملة بلد اخر (875 : Ross , et . al , 2002) وتحسب اسعار صرف العملات نسبة الى عملة مرجعية (الدولار الامريكي عادة) وتقلب العملات ازاء بعضها وازاء الدولار وتحسب نسبة التقلب في قيمة العملة بالمعادلة الاتية : (99 : Madura , 2006)

اذ ان :-

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

$\Delta \delta$  = 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 بايجاز 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 ( : Pickard , 2003

(9) التي اما ان تثبت ازاء بعضها او تترك للعوام الحر او التعويم النظيف<sup>(1)</sup> (Clean Floating) (Hill , 2003 : 337) .

### 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 (Anne , 1984 : 18) ويرتبط هذا السعر بعلاقة عكسية مع القدرة 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 , 2004 : 5) .

### ٣- سعر الصرف الفعال (Effective Exchange Rate)

يمثل مقياسا لتحديد ارتفاع او انخفاض عملة معينة مقابل سله 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 (Harvey , 1995 : 33) فلو مارس العراق (30%) من تجارته مع اليابان و (70%) مع بريطانيا فهذا يعني ان (30%) من قيمة مؤشر سعر الصرف الفاعل سيرتبط مع الين و (70%) مع الباوند الاسترليني .

### ٤- سعر الصرف التوازني (Equilibrium Exchange Rate)

يتحدد هذا النوع من السعر من خلال تقاطع منحنى الطلب على السلعة مع منحنى عرضها ويعكس الفترة الزمنية التي يكون فيها الطلب على عملة معينة مساويا لما معروض من تلك العملة في سوق الصرف الأجنبي ويتأثر بمجموعة من العوامل اهمها التغير في ميزان المدفوعات وحجم المعروض النقدي بالاضافة الى معدلات التضخم والتغيرات في سعر الفائدة الأجنبي ومدخل سوق الموجودات الاجنبية المتكون من الاوراق المالية والنقدية (Heller , 1988 : 44) .

### ٥- سعر الصرف المتقاطع (Cross Exchange Rate)

---

(1) مفهوم مناقض للتعويم القذر (Dirty Floating) الذي ينطوي على تدخل المصرف المركزي في سوق الصرف للمحافظة على قيمة العملة المحلية (Hill , 2003 : 337) وهي سياسة قد يؤدي الإفراط فيها إلى تآكل الرصيد النقدي الأجنبي وتدهور قدرة الدولة على تسديد وارداتها وانهايار عملتها كما حصل للمكسيك خلال أزمة البيزو (١٩٩٥) عندما راح مصرفها المركزي يشتري نصف مليار دولار أمريكي من البيزو يوميا (هانز وهارلد ، ١٩٩٦ : ٩٠) .

تشير صفة التقاطع الى سعر الصرف بين عملتين لا تتعلقان بالدولار أي شراء وبيع عملة ما مقابل عملة اخرى (Madura , 2000 : 63) فمثلا سعر الصرف بين الباون والفرنك يسمى السعر المتقاطع ويحسب كالآتي : (Weston et . al , 1996 : 766) .

$$\text{السعر المتقاطع} = \frac{\text{الدولار}}{\text{الباوند}} \times \frac{\text{الفرنك}}{\text{الدولار}} = \frac{\text{الفرنك}}{\text{الباوند}} \quad 2-2$$

## 2-2 مخاطرة سعر الصرف

عرفت ادبيات الفكر المالي المخاطرة المالية عموما بانها احتمالية تحقيق عائد اقل مما هو متوقع او سالب (خسارة) (Mcmenamin , 1999 : 90) ولم يبتعد قاموس (Webester) كثيرا عن هذا المفهوم اذ عرف المخاطرة بانها (التعرض الى خسارة او ضرر ناتجة عن احتمالية وقوع بعض الاحداث غير المرغوب فيها) (Weston , et . al , 1996 : 182) وتشير مخاطرة سعر الصرف الى درجة التقلب في سعر صرف عملة معينة نسبة الى العملات الاخرى او الى العملة المرجعية (534 : 2003) (Shapiro) ويرى (Choi & Zeghd , 2002) 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 وبتاثير 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 وبالنتيجة 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 , 2003 : 9) .

## 2-3 القيمة السوقية للسهم كمقياس لقيمة المنشأة .

يشير (الشماع ، ١٩٩٢) الى ان هدف الادارة هو تعظيم قيمة المنشأة أي تعظيم قيمة سهم المنشأة في السوق (الشماع ، ١٩٩٢ : ٨٣) ولو ضرب سعر السهم الواحد بالسوق بعدد الاسهم القائمة لحصلنا على القيمة السوقية للشركة (الشماع ، 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 (جركس ، ١٩٩٠ : ٤)

$$R_{(it)} = \frac{P(t) - P_{(t-1)}}{P_{(t-1)}} \quad 2-3$$

اذ ان :

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

$$P(t) = \text{سعر اغلاق السهم (i) في الشهر (t)}$$

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

ويعتقد (Carter , et . al , 2003) انه وبسبب صعوبة التنبؤ بالتدفقات النقدية اتجهت معظم الدراسات التطبيقية لبحث التعرض لمخاطر العملات من خلال قياس استجابة اسعار اسهم الشركات لتحركات اسعار الصرف (5 : Carter , et . al , 2003) لكن عدد من الباحثين يشير الى تفاوت الاهتمام بهذا التغير بين اصحاب المصالح بالشركة (Stakeholders) ، فمجلس الادارة اكثر اهتماما بدراسة تاثر مخاطرة اسعار الصرف على قيمة الشركة بوصفها هدفا يسعى لتعظيمه لكن حملة الاسهم (Stockholders) وخاصة الصغار منهم قد لا يجد الحافزية الكافية لتقييم انعكاس تقلبات اسعار الصرف على قيمة المنشأة ولا سيما اذا امتلك هؤلاء المساهمون محافظا متنوعة بشكل جيد (22 : Stulz , 1999) ، ثم إن هناك من يرى امكانية تجنب مخاطرة اسعار الصرف بالتحويط ومن خلال اتخاذ مراكز متقابلة في عقود المستقبلات او الخيارات<sup>(1)</sup> لقلب 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 ( Madura )

225 : 2006) ، لكن هذه الرؤيا لم تتأى بنفسها عن النقد ايضا اذ يشير (Solnik , 2000) الى ان التحويط الكامل (Full Hedging) ضد 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 667 : 2000) بالاضافة الى ان التحوط ، يضيف (Weston et . al , 1996) لا يقدم حماية مجانية بل هو بحد ذاته كلفة متمثلة بعلاوات يدفعها المحوطون لمحري العقود (اصحاب المراكز القصيرة) (773 : Weston , et . al , 1996) .

## ٢-٤ التحركات الايجابية والسلبية لسعر الصرف

تسعر كل العملات الاجنبية في سوق الصرف مقابل الدولار الامريكي ( : Solnik , 2000 )

29) ولان التقلبات في قيمة العملة هي التي تنتج مخاطرة سعر الصرف فان هذه التقلبات تحسب

---

(١) من أدوات الهندسة المالية (المشتقات) وتستخدم لتثبيت الأسعار فمستقبلية العملة مثلا هو عقد 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 .



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<sup>(١)</sup> ، 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 بين تحركات سعر الصرف وتقلبات اسعار الاسهم التي تتراوح من القيمة الموجبة (١,٠) التي تشير الى ارتباط موجب تام بين المتغيرين والقيمة السالبة (-١,٠) التي تدل على علاقة عكسية بينهما وعلى وفق ما يلي : (Solnik , 2000 : 175-176)

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

٢- يشير الارتباط السالب الى ان سعر السهم المحلي سيستفيد من انخفاض سعر صرف العملة المحلية أي ان انخفاض سعر الصرف للعملة سيقابله ارتفاع في قيمة السهم والعكس صحيح ما يعني ان التحركات المختلفة بين اسعار الاسهم وقيمة العملة تعوض بعضها بعضا ( Offset Each Other ) .

٣- يعني الارتباط الموجب ان سعر السهم سوف ينخفض كرد فعل للانخفاض في قيمة العملة المحلية وفي هذه الحالة فان مخاطرة حامل السهم ستتربح من الانخفاض في قيمة العملة والانخفاض في العائد الراسمالي معا .

في ضوء العلاقات اعلاه يحسب الانحراف المعياري لعائد الدولار الكلي (المكون من جزئي المخاطرة) على وفق المعادلة ادناه : (Shapiro , 2003 : 534)

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

$\sigma_s$  = الانحراف المعياري لعائد الدولار الكلي

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

$\sigma_g^2$  = تباين التغيير في سعر الصرف

$P_{fg}$  = 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

(١) إن المقصود هو العائد / الخسارة الرأسمالية (Capital Gain / Loss) الناتجين عن التحركات الموجبة والسالبة في أسعار الأسهم .

العراقي مقاسا بالانحراف المعياري مقابل الدولار (17%) وتقلب عائد السهم لاحدى الشركات العراقية (23%) فان ارتباطا بمقدار (31%) بين المتغيرين سينتج مخاطره كلية بمقدار (32%) فقط :

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

يلاحظ ان مخاطرة سعر الصرف قد زادت من مخاطرة عائد السهم من (23% الى 32%) لكن لكونها لا تحمل صفة جمعية فقد كانت اقل من مجموع المخاطرتين معا (23% + 17%) او (40%) 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 الى المحافظ الاستثمارية المنوعة دوليا لان قيمة المنشأة (V) توزن عندئذ باسعار الصرف المتوقعة  $E(ER)$  لكل عملة (i) في نهاية المدة (t) وتخضع بمعدل كلفة التمويل (1-K) على وفق المعادلة ادناه : (Madura , 2006 : 24)

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

اذ ان :

$$\text{التدفقات النقدية المتوقعة لكل عملية في نهاية المدة} = E(CF_{it})$$

## القسم الثالث - الجانب التطبيقي

### ١-٣ تحليل تقلب سعر الصرف

يمثل الجدول (١-٣) معدلات تقلب اسعار صرف الدينار العراقي ازاء العملة المرجعية (الدولار الامريكي) للمدة المبحوثة وقد حسبت هذه المعدلات باستخدام المعادلة (١-٢) ، ولان اسعار 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<sup>(١)</sup> 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 بلغت (٠,٠٠٦) و (٠,٠٠٩) على التوالي لكن هذا السعر عاود انخفاضه في نهاية ٢٠٠٦ والاشهر الستة الاولى من سنة ٢٠٠٧ بسبب سياسة التدخل النقدي الحكومي او التعويم غير النظيف الذي استخدمه المصرف المركزي العراقي ولم يزل ، ان زيادة معدلات التقلب تعني زيادة مخاطرة اسعار الصرف وقد انعكس ذلك فعلا على درجة الانحراف المعياري في سنة ٢٠٠٣ والى حد ما في سنة ٢٠٠٤ اذ بلغ (5%,11%) 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 الاشهر الى قيم موجبة في اشهر اخرى .

### جدول ١-٣

(١) تسمى عدد الوحدات العملة المحلية اللازمة لشراء او مبادلة وحدة واحدة من عملة اجنبية بالسعر المباشر (Direct Quotation) انظر (Weston , et . al , 1996 : 764) وكذلك (Ross , et . al , 2002 : 875).

معدلات التقلب في سعر الصرف الاسمي للدينار العراقي ازاء الدولار

السنة 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	.
<b>Avg.</b>	-٠,٢٢	-٠,٠٩	٠,٠٠٦	٠,٠٠٩	-٠,١٤
<b><math>\sigma\Delta S</math></b>	٠,١١	٠,٠٥	٠,٠٢٧	٠,٠٢٩	٠,٠٢٢
<b><math>\sigma^2\Delta S</math></b>	٠,٠١٢	٠,٠٠٣	٠,٠٠٠٧	٠,٠٠٠٨	٠,٠٠٠٥
<b><math>CV\Delta</math></b>	-٠,٥	-٠,٥٥	٤,٥	٣,٢	-٠,١٥

$\sigma\Delta S$  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<sup>(١)</sup> تعتبر من المتغيرات الاساسية لقياس اثر تقلبات اسعار الصرف على اسعار الاسهم وبالتالي على قيمة المنشأة فقد تم حساب معدلات العائد<sup>(٢)</sup> الشهرية باستخدام المعادلة (٢-٣) ولسلسلة 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 وللمنشآت المالية على مستوى السوق ككل حيث بلغ فيها متوسط العائد (٠,٠٤٤٦) وقد عكس معامل الاختلاف (٠,٩٩) اعلى تجانس في عوائد اسهم الشركات والمؤسسات المالية المسجلة في السوق ثم سنة (٢٠٠٥) الذي بلغ فيها متوسط العائد (٠,٠٣٢) بينما سجلت سنة (٢٠٠٦) اعلى مستوى من الخسائر بلغ متوسطها (٠,٠٣٥) ، على مستوى الشركات والمؤسسات المالية 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) مصرف غير حكومي واحد منها فقط شركة مختلطة لم يتعرض للتخريب خلال احداث ٢٠٠٣ بخلاف القطاع الصناعي الذي تعرض معظمه للتخريب فضلا عن عدم امتلاكه لجهة قطاعية مراقبة على عكس القطاع المصرفي الذي يخضع الى مراقبة واشراف البنك المركزي الذي كان له دور رئيسي في قيادة التحولات وما نجم عنها من اتفاقيات مشاركة مع مصارف غير عراقية .

---

(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) .

جدول (٣-٢)

متوسط معدلات العائد الشهرية لعينة البحث خلال المدة

ت	الشركة	٢٠٠٣	٢٠٠٤	٢٠٠٥	٢٠٠٦	٢٠٠٧
	أولاً : 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 الاوسط	٠,٠٣	٠,٠٣	٠,٠١	-٠,٠٥	٠,٠٠٣
				٦		
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	٠,٠٠	٠,٠٣٩	٠,٠٢
				٤	-	
	ثانياً : قطاع الصناعة					
١.	نينوى للصناعات الغذائية	٠,٠١٨	٠,٠١٢	٠,٠٢	-٠,٠٧	٠,٠٤
٢.	الخطاطة الحديثة	٠,٠١٧	-٠,٠٣	٠,٠٢	-٠,٠٤	٠,٠٣
				٩		
٣.	العراقية للسجاد والمفروشات	٠,٠١٣	٠,٠٠٢	٠,٠١	-٠,٠١	٠,٠٢
				٩		
٤.	المشروبات الغازية الشمالية	٠,٠١٥	-٠,٠٣	٠,٠٠	٠,٠٢	٠,٠٣
				١		
٥.	البيرة الشرقية	٠,٠٢٨	-٠,٠٥	٠,٠١	-٠,٠٥	٠,٠٢
	ثالثاً : قطاع الفنادق					
١.	فندق السدير	٠,١٤	-٠,٠٣	٠,٠٤	٠,٠١٩	.
					-	
٢.	فندق بابل	٠,١٥	-٠,٠٤	٠,٠٣	-٠,٠٣	.
٣.	فندق عشتار	٠,١٣	-٠,٠٦	٠,٠٢	-٠,٠٥	٠,٠٣

		٢				
٠,٠٠٧	٠,٠٣٦	٠,٠٣	٠,٠٠٩	٠,٠٤٤	$\bar{R}$	
	-	٢	٣	٦		
٠,٠٢٨	٠,٠٢٤	٠,٠٤	٠,٠٥١	٠,٠٤٤	$\bar{\sigma}_R$	
		٣	٨	٣		
٤	-٠,٦٨	١,٣٤	٥,٥٦	٠,٠٩٩	C.V	

$\bar{R}$  = متوسط العائد الشهري خلال الفترة

$\bar{\sigma}$  = الانحراف المعياري لمتوسطات العائد

C.V = معامل الاختلاف لمتوسطات العائد

- = لا توجد بيانات

### ٣-٣ تحليل الارتباط بين تقلبات أسعار صرف العملة المحلية وأسعار الأسهم

لغرض اختبار فرضية البحث وتحليل تأثير تقلبات سعر صرف العملة المحلية (الدينار) على تقلبات عوائد الاسهم ، او بعبارة اخرى قياس حساسية قيمته المنشأة مقاسه بعائد السهم كمتغير تابع للتقلبات في سعر صرف الدينار العراقي كمتغير مستقل استخدم الباحث معامل الارتباط البسيط بين متغير التقلب في سعر الصرف الشهري والتقلب في عوائد الاسهم الشهرية ولكل سنة من سنوات البحث ، ومع ان نتائج الارتباط بين المتغيرين (جدول ٣-٣) تشير الى تفاوت تأثير تقلبات العملة على حركة اسعار اسهم الشركات المبحوثة الى انها تدل بشكل عام على ضعف العلاقة بين المتغيرين في معظم الشركات او بعبارة اخرى عدم استجابة اسعار اسهم الشركات والمؤسسات المالية المبحوثة لتحركات العملة المحلية وبالتالي فان هذه التقلبات تخضع لعوامل عشوائية اخرى لا تساهم فيها تقلبات اسعار صرف الدينار الا بحدود هذه النسب ، النتيجة الاخرى هي ان ثلثة من الشركات (مصرف البصرة ، الخياطة الحديثة ، العراقية للسجاد والمفروشات ، البيرة الشرقية) ترتبط اسعار اسهمها بعلاقة عكسية مع حركة سعر الصرف أي ان انخفاض سعر صرف العملة قابلة ارتفاع في قيمة السهم ما يعني ان شراء اسهم هذه المؤسسات المالية يساهم في تخفيض مخاطرة المستثمرين الناتجة عن تقلبات العملة وان كان ذلك بنسب ضعيفة تراوحت من (14%) في شركة السجاد والمفروشات الى (0.9%) في شركة البيرة الشرقية كما انه يعني من جانب اخر استجابة اسهم هذه الشركات لتقلبات سعر الصرف بينما عرضت اسهم معظم الشركات الاخرى علاقة موجبة وضعيفة بين المتغيرين تراوحت من (35%) في المصرف التجاري العراقي الى (5%) في مصرفي الاستثمار والائتمان وتشير هذه العلاقة الى ان ارتفاع سعر صرف الدينار العراقي يقابله ارتفاع في القيمة السوقية للاسهم عينة البحث ولكن بمعدلات ضعيفة قد تعكس تفاوت مشوب بالحذر لدى المستثمرين ، عموما لا تقدم هذه النتائج دعما لفرضية البحث التي تشير الى وجود ارتباط قوي بين تقلبات اسعار صرف العملة واسعار الاسهم ما يوفر اساسا لرفض هذه الفرضية وقبول فرضية العدم ( $H_0$ ) بعدم وجود

ارتباط قوي أي ان

$$H_0 : P < 0.50$$



جدول (٣-٣)

معامل الارتباط بين تقلبات سعر الصرف وعوائد الاسهم

ت	الشركة	٢٠٠٣	٢٠٠٤	٢٠٠٥	٢٠٠٦	٢٠٠٧	$\bar{X}$
	أولاً : قطاع المصارف						
١.	المصرف التجاري العراقي	٠,٠١	٠,٢٨	٠,٤١	٠,٦٢	٠,٤٤	٠,٣٥
٢.	مصرف بغداد	٠,٣٣	٠,٠٠	٠,١٧	٠,٣١	٠,٣٩	٠,١٧
				-			
٣.	المصرف العراقي الاسلامي	٠,٤٥	٠,٠١	٠,٢٩	٠,٣٦	٠,٢٧	٠,٢٨
٤.	مصرف الشرق الاوسط	٠,٥٣	٠,٣١	٠,١٨	٠,١٩	٠,٢٤	٠,٢٩
٥.	مصرف الاستثمار العراقي	٠,٢٠	٠,٠٢	٠,٠٠	٠,٠٣	٠,٠٠	٠,٠٥
				٤			
٦.	مصرف البصرة لدولي	-٠,١١	٠,٠٠	٠,٢٢	-٠,٠٥	-٠,٣٧	-٠,٠٦
٧.	المصرف الاهلي العراقي	٠,٦٢	٠,٢٠	٠,١٥	٠,٠١	٠,٠٤	٠,١٢
			-	-			
٨.	مصرف الائتمان العراقي	-٠,١٦	٠,٣٣	٠,٠٦	٠,٠٠	٠,٠١	٠,٠٥
	ثانياً : قطاع الصناعة						
١.	نينوى للصناعات الغذائية	٠,١٨	٠,٢٢	٠,٠١	٠,٠٠	٠,٢٦	٠,١٣٤
٢.	الخيطة الحديثة	-٠,١٠	٠,٠٠	٠,١١	-٠,٢٣	٠,٠٨	-٠,٠٥
				-			
٣.	العراقية للسجاد والمفروشات	-٠,٤٥	٠,٠٠	٠,٣١	-٠,٣٧	-٠,٢١	-٠,١٤
٤.	المشروبات الغازية الشمالية	٠,٣٠	٠,٠١	٠,٠٠	٠,٢٢	٠,٠١	٠,١١
٥.	البيرة الشرقية	-٠,٣٧	٠,١٢	٠,٣١	-٠,٥١	-٠,٠١	-٠,٠٩
	ثالثاً : قطاع الفنادق						
١.	فندق السدير	٠,٤٦	٠,٠٣	٠,٠٦	٠,١٨	-٠,١٧	٠,٠٨
				-			
٢.	فندق بابل	٠,٥٢	٠,٢٢	٠,٠٠	٠,٢٥	٠,٢٣	٠,١٥
٣.	فندق عشتار	٠,٣٤	٠,٤١	٠,٣٠	٠,٠٦	٠,١٦	٠,٢٥

$\bar{X}$  = متوسط الارتباط

### ٣-٤ تحليل استجابة عوائد الاسهم لتحركات سعر الصرف

حدد معامل الارتباط السابق اتجاه ودرجة العلاقة الخطية بين المتغيرين ولغرض تقدير القيم العددية بينهما فقد استخدم نموذج الانحدار الخطي البسيط لقياس انحدار عوائد الاسهم على تقلبات سعر صرف العملة حيث اظهرت نتائج التحليل ان العوائد الشهرية لاسهم الشركات عينة البحث لم تكن حساسة بما فيه الكفاية لتحركات سعر صرف الدينار العراقي خلال المدة المبحوثة وقد انعكس ذلك بمعاملات البيتا التي تراوحت من (30%) في المصرف التجاري العراقي (اعلى استجابة لتقلبات سعر صرف العملة) الى (-0,02) في شركة البيرة الشرقية (ادنى استجابة مغايرة) اما قيم الحد الثابت ( $\beta_0$  الالفا) التي تدل على ان تقلبات اسعار الاسهم ستكون بهذه النسب حتى لو كان معدل التقلب في سعر صرف العملة مساويا للصرف فقد اظهرت تحركا باتجاه معاكس لحركة اسعار الصرف في اسهم مصرف البصرة الدولي والعراقية للسجاد والبيرة الشرقية اما الاسهم الاخرى فقد بدت ان عوائدها تتحرك بمعزل عن تحركات العملة العراقية ولكن بنسب منخفضة تراوحت من (20%) في المصرف التجاري العراقي الى (2%) في شركة المشروبات الغازية الشمالية (أي انها تتقلب بهذه المعدلات لو كان تقلب العملة مساويا للصرف) ما يؤكد ضعف الصلة بينهما وهو ما اثبته معامل التحديد ( $R^2$ ) الذي يوضح مقدار ما يفسره المتغير المستقل من تذبذب او اضطراب في المتغير التابع اذ عرض نسب منخفضة تراوحت من (12%) في المصرف التجاري العراقي الى (0,002) في مصرفي الاستثمار والائتمان ما يدل على ان تقلبات اسعار الاسهم وبالتالي عوائدها لا تتأثر بتقلبات سعر صرف العملة العراقية الا بحدود هذه النسب (المنخفضة) وبالتالي فهناك عوامل عشوائية اخرى تساهم في تقلبات اسعار الاسهم وبالتالي عوائدها التي ظهرت اقل تجانسا بسبب الارتفاع الكبير في معامل الاختلاف (C.V) التي تراوحت قيمه الموجبة من (6,3) في مصرف بغداد الى (1,5) في شركة الخياطة الحديثة وهي نتيجة قد تبدو طبيعية ومتناسبة مع حساسية هذا المقياس المفرطة لانتقال اسعار الاسهم من عوائد عالية في بعض الاشهر الى خسائر متطرفة في اشهر اخرى مع العلم اظهر اختبار (F) معنوية هذه النتائج بمستوى معنوية (0,05) لان جميع قيم (F) المحسوبة كانت اقل من القيم المجدولة لها والبالغة (1,53) ما يوفر اساسا لرفض فرضية البحث ( $H_1$ ) وقبول فرضية العدم ( $H_0$ ) بعدم استجابة اسعار اسهم الشركات لتقلبات سعر صرف العملة.

### جدول (٣-٤)

القيم العددية لمعالم نموذج الانحدار الخطي

ت	الشركة	$\bar{R}$	$\sigma_{\bar{R}}$	C.V	$\beta_0$	$\beta_i$	$R^2$	F	المستخرجة
	أولاً : قطاع المصارف								
. ١	المصرف التجاري العراقي	٠,٠٣٦	٠,٠٩٢	٢,٥	٠,٢٠	٠,٣٠	٠,١٢	٠,٧٧	
. ٢	مصرف بغداد	٠,٠١٣	٠,٠٨٣	٦,٣	٠,٠٨	٠,١٣	٠,٠٣	٠,٦٣	
. ٣	المصرف العراقي الاسلامي	٠,٠٠٨	٠,٠٤٤	٥,٥	٠,٠٧	٠,١١٦	٠,٠٨	٠,١٨	
. ٤	مصرف الشرق الاوسط	٠,٠٠٦	٠,٠٣٣	٥,٥	٠,٠٥	٠,٠٩	٠,٠٨	٠,٠٩	٤
. ٥	مصرف الاستثمار العراقي	٠,٠٢٢	٠,٠٥٢	٢,٤	٠,٠٤	٠,٠٢٤	٠,٠٠	٠,٢٥	٢
. ٦	مصرف البصرة الدولي	(٠,٠٠١)	٠,٠٢٩	(٢٩)	(٠,٠١)	(٠,٠١٦)	٠,٠٠	٠,٠٧	٣
. ٧	المصرف الاهلي العراقي	٠,٠١٢	٠,٠٤٣	٣,٥	٠,٠٤	٠,٠٥	٠,٠١	٠,١٧	٥
. ٨	مصرف الائتمان العراقي	٠,٠١٩	٠,٠٥٠	٢,٧	٠,٠٤	٠,٠٣	٠,٠٠	٠,٢٣	٢
	ثانياً : قطاع الصناعة								
. ١	نينوى للصناعات الغذائية	٠,٠٠٦	٠,٠٢٩	٤,٨	٠,٠٣	٠,٠٣٦	٠,٠١	٠,٠٨	٧
. ٢	الخيطة الحديثة	٠,٠٠٨	٠,٠١٢	١,٥	٠,٠٠٥	(٠,٠٠٥)	٠,٠٠	٠,١٠	٧
. ٣	العراقية للسجاد والمفروشات	٠,٠٠٦	٠,٠١٢	٢	(٠,٠٠٢)	(٠,٠١٥)	٠,٠٢	٠,١٠	
. ٤	المشروبات الغازية الشمالية	٠,٠٠٩	٠,٠٢١	٢,٣	٠,٠٢	٠,٠٢	٠,٠١	٠,٠٤	
. ٥	البيرة الشرقية	(٠,٠٠٥)	٠,٠٣٥	(٧)	(٠,٠١٦)	(٠,٠٢)	٠,٠٠	٠,١٢	٨
	ثالثاً : قطاع الفنادق								
. ١	فندق السدير	٠,٠٠٣	٠,٠٧٧	٢,٥	٠,٠٦	٠,٠٦	٠,٠٠	٠,٥٤	٧

٠,٥٢	٠,٠٢ ٣	٠,١١	٠,٠٨	٣,٤	٠,٠٧٦	٠,٠٢٢	فندق بابل	.٢
٠,٤٩	٠,٠٦ ٤	٠,١٨	٠,١٢	٢,٨	٠,٠٧٤	٠,٠٢٦	فندق عشتار	.٣

## القسم الرابع : الاستنتاجات والتوصيات

### ٤-١ الاستنتاجات

- ١- تكون تحركات اسعار صرف العملات ايجابية وتمثل تحويط طبيعي للاستثمار بالاسهم اذا ارتبطت بعلاقات سالبة معها وسلبية اذا كانت العلاقة موجبة .
- ٢- شهدت سنة ٢٠٠٣ اعلى مستوى لتقلب سعر صرف الدينار العراقي ، اذ تحسن سعر صرفه ازاء الدولار وانخفضت عدد الدنانير اللازمة لشراء وحدة واحدة من العملة الامريكية بحدود (22%) ، ثم شهد استقرارا نسبيا 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 لاسهم الشركات وبمعدل دينار واحد لكل وحدة من المخاطرة بينما حققت ٢٠٠٦ اعلى مستوى من الخسائر .
- ٤- تتسم بالضعف العلاقة بين تقلبات سعر صرف الدينار وتحركات اسعار الاسهم وهي ايجابية (ارتباط سالب) في (١٧) مشاهدة وسلبية (ارتباط ايجابي) في المشاهدات المتبقية .
- ٥- قدم المتغير المستقل (مؤشر اسعار الصرف) قدرة تفسيرية ضعيفة لتحركات اسعار الاسهم وبالنظر لكونه ادنى من الحد المقبول احصائيا (٥٠% في حالة المؤشر الواحد) يستنتج ان اسعار الاسهم وبالتالي عوائدها لا تستجيب لسعر صرف العملة المحلية (الدينار) في الفترة المبحوثة .

### ٤-٢ 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 اسعر 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 بالعمل 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

اولا : 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 ، فخر العولمة ، ترجمة عدنان عباس ورمزي زكي ، المجلس الوطني للثقافة والفنون والاداب ، الكويت ، ١٩٩٦ .

ثانيا : المصادر الاجنبية .

- 1- Anne , Krueger "Exchange Rate Determination" Cambridge University press-London , 1984 .
- 2- Bonder , Gordon M. , and Marston , R. " A simple model of Foreign Exchange Exposure " 2000 .
- 3- Carter , D. , Pantzalis , C. , and Betty , J. , "Asymmetric Exposure to foreign Exchange Risk ; Financial and Real Hedge implemented by multinational Corp" . , 2003 .
- 4- Choi Mun and Zeghal , D. , " Exchange Rate Exposure to foreign Exchange Rate Movements , Journal of International Business Studies , Vol. 29 . No 3 , 1998 .
- 5- Gendreau , B. , and Heckman L. , "Emerging Market Equity Allocator" WWW brian g.,@heckman global. Com , 2003 .
- 6- Harvey , Campbell "The Risk Exposure of Emerging Equity Markets" The world Bank Economic Review , Vol. 9 1995 .
- 7- Heller , Robert "Choosing and Exchange Rate System" IMF, Finance and Development , Vol. 14 2Dec . , 1988 .
- 8- Hill , Charles . W.L. " International Business Competing the Global market place , 4<sup>th</sup> ed . MC Graw-hill / Irwin , 2003.
- 9- Ihrig , Jane "Exchange Rate Exposure of multinational , International Finance Discussion , paper , 2001 .
- 10- Madura , Jeff "international Finance Management" , 8<sup>th</sup> . ed , South – Western College publishing , USA , 2006 .
- 11- Mcmenamin , Jim "Financial Management" New York , The

- path press , 1999 .
- 12- Miller , K and Reuer , J. , "Firm Strategy and Economic Exposure to Foreign Exchange Rate Movements " *Journal of International Business Studies* " Vol. 29 No 3 , 1998 .
  - 13- Naknoi , Kanda "Real Exchange Fluctuations and Endogenous Tradability " Stanford University , 2004 .
  - 14- Pichard , Domas , "Real Exchange Rate and Exchange Rate Exposure" Working paper , 2003 .
  - 15- Ross , Stephen , A. , Westerfield R. , and Jaff , J., "Corporate Finance" 6<sup>th</sup> ed Mc-Graw-hill Companies , Inc , 2002 .
  - 16- Shapiro , A., "Multinational Financial Management" 7<sup>th</sup> ed . New York : John Wiley & Sons , 2003 .
  - 17- Solnik , Bruno "International Investments" 4<sup>th</sup> ed ; Addison Wesley Longman , Inc , 2000 .
  - 18- Stulz , Rene . M., "Globalization of Equity Markets and the Cost of Capital" Ohio state University , 1999 .
  - 19- Weston , J. Fred , Besley , S. and Brigham , E. "Essential of managerial management" 11<sup>th</sup> ed . Dryden press : Harcourt Srace College Publisher , 1996 .