

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة قاصدي مرباح - ورقلة

كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

قسم علوم المالية والمحاسبية



مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة ماستر أكاديمي

الميدان: علوم تجارية و اقتصادية و علوم التسيير

التخصص: مالية المؤسسة

من إعداد الطالب رياض ايوب خروبي

بعنوان:

## أثر تقلبات سعر الصرف على سعر السهم

دراسة حالة شركة اناضول - بورصة اسطنبول 2018/02/22 الى 2018/31/08 -

نوقشت و أجزيت بتاريخ: 2018/09/26

أمام اللجنة المكونة من السادة:

(أستاذ، جامعة ورقلة) رئيسا

الأستاذ/ هتهات السعيد

(أستاذ، جامعة ورقلة) مشرفا

الأستاذ/ بوزيد عصام

(أستاذ، جامعة ورقلة) مناقشا

الأستاذ/ طيبي عبد اللطيف

السنة الجامعية: 2018/2019



## الإهداء

إلى اللذين أخذوا بيدي ووفروا لي الحياة و سبيل التعلم:

إلى أعلى إنسانة في حياتي أمي الكريمة حفظها الله و رعاها و أطال في عمرها

و إلى أعلى انسان الوالد الكريم حفظه الله و رعاه و أطال في عمره

## شكر و تقدير

أقدم بشكري وتقديري العميقين إلى الإنسان الأستاذ الدكتور بوزيد عصام على قبوله الاشراف على هذه المذكرة.

كما أتقدم بالشكر الجزيل إلى السادة الأساتذة أعضاء لجنة المناقشة على قبولهم مناقشة وإثراء هذا البحث بملاحظاتهم القيمة.

## الفهرس

V	الملخص
VI	قائمة المحتويات
VIII	قائمة الجداول
X	قائمة الإشكال البيانية
XI	قائمة الملاحق
أ	المقدمة
ب	الفصل الأول:
ب	الأدبيات النظرية و التطبيقية لسعر الصرف
2	تمهيد
3	المبحث الأول: الأدبيات النظرية لسعر الصرف
3	المطلب الأول: عموميات حول سعر الصرف
14	المطلب الثاني: مخاطر سعر الصرف <b>Exchange Rate Risks</b>
21	المطلب الثالث: تسيير مخاطر الصرف
22	التقنيات الداخلية لتغطية مخاطر الصرف <b>Internal Techniques</b>
25	التأثير على التدفقات التجارية للمؤسسة:
26	التقنيات الخارجية لتغطية خطر الصرف <b>External Techniques</b>
33	المبحث الثاني: الأدبيات التطبيقية
33	المطلب الأول: الدراسات العربية و الأجنبية
36	المطلب الثاني: تعقيب عام حول الدراسات السابقة
37	خلاصة الفصل
36	الفصل الثاني:
36	الدراسة القياسية لأثر سعر الصرف على سعر السهم
37	تمهيد

38	.....	المبحث الأول: دراسة تطور المتغيرات المفسرة لشركة ANADOLU ISUZU
38	.....	المطلب الأول: تقديم عام لشركة ANADOLU ISUZU محل الدراسة
40	.....	المطلب الثاني: دراسة تطور المتغيرات المفسرة
44	.....	المبحث الثاني: عرض نتائج الدراسة و تحليلها
44	.....	المطلب الأول: صياغة النموذج القياسي الخاص بسعر السهم و تقديره
50	.....	المطلب الثاني: الدراسة الاقتصادية و الإحصائية للنموذج
64	.....	المطلب الثاني: تحليل النتائج المتوصل إليها
65	.....	خلاصة الفصل
65	.....	الخاتمة
66	.....	المصادر و المراجع
66	.....	الملاحق

# المخلص

تهدف هذه الدراسة إلى قياس اثر تقلبات سعر الصرف على سعر سهم الشركة و بالتالي قيمتها السوقية، وذلك من خلال صياغة نموذج قياسي لأثر تقلبات سعر الصرف الليرة التركية مقابل الدولار الأمريكي على سعر سهم شركة الأناضول في بورصة اسطنبول خلال الفترة الممتدة من 02/22/2018 إلى 08/31/2018 , وتبين من النتائج المستخلصة لهذه الدراسة إلى وجود علاقة طردية طويلة المدى بين سعر الصرف و سعر السهم، حيث كلما ارتفع سعر الصرف ب 1 ليرة يؤدي الى ارتفاع سعر السهم ب 0.432 ليرة.

**الكلمات المفتاح:** سعر الصرف, سعر السهم, بورصة اسطنبول، مخاطر الصرف

## Abstract

This study aims to measure the impact of exchange rate fluctuations on the company's share price; therefore its market value, By formulating a standard model for the impact of exchange rate fluctuations Turkish lira to US dollar on the share price of Anadol Company on the Istanbul Stock Exchange during the period from 02/22/2018 to 08/31/2018, The results of this study show that there is a long term positive correlation between exchange rate and share price, when the exchange price raise by 1 lira that leads to raise share price by 0.432 lira.

**Key words:** Exchange Rate, Stock Price, Istanbul Stock Exchange, Exchange Risk

## قائمة المحتويات

الإهداء
الشكر
الملخص
قائمة المحتويات
قائمة الجداول
قائمة الأشكال البيانية
قائمة الاختصارات والرموز
قائمة الملاحق
المقدمة
<b>الفصل الأول: الأدبيات النظرية والتطبيقية لسعر الصرف</b>
المبحث الأول: الأدبيات النظرية لسعر الصرف
المطلب الأول: عموميات حول سعر الصرف
المطلب الثاني: مخاطر سعر الصرف
المطلب الثالث: تسيير مخاطر الصرف
المبحث الثاني: الأدبيات التطبيقية
المطلب الأول: الدراسات السابقة
المطلب الثاني: تعقيب عام حول الدراسات السابقة
<b>الفصل الثاني: الدراسة القياسية لأثر سعر الصرف على سعر سهم الشركة</b>



المبحث الأول: دراسة تطور المتغيرات المفسرة لشركة ANADOLU ISUZU
المطلب الأول: تقديم عام لشركة ANADOLU ISUZU محل الدراسة
المطلب الثاني: دراسة تطور المتغيرات المفسرة
المبحث الثاني: عرض نتائج الدراسة و تحليلها
المطلب الأول : صياغة النموذج القياسي الخاص بسعر السهم و تقديره
المطلب الثاني: الدراسة الاقتصادية والإحصائية للنموذج
المطلب الثالث: تحليل النتائج المتوصل إليها
الخاتمة
قائمة المصادر والمراجع
الملاحق

## قائمة الجداول

رقم الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
11	مجموعة العوامل الكلية المؤثرة على أسعار الصرف التوازنية في نظام أسعار الصرف الحرة	رقم (1-1)
17	يوضح القرارات المرتبطة باتجاهات أسعار الصرف	(2-1)
28	يوضح حالة المستورد المصدر لوضعية الصرف	(3-1)
30	اختصار احتمالات خيار العملة	(4-1)
39	توزيع هيكل رأس مال الشركة	(1-2)
39	بطاقة حول سهم الشركة	(2-2)
39	ملخص بعض المؤشرات المالية	(3-2)
47	نتائج تقدير النموذج الخطي	(4-2)
48	نتائج تقدير النموذج اللوغاريتمي	(5-2)
49	معاملات Akaike و Schwarz للنمذجين	(6-2)
50	نتائج تقدير النموذج اللوغاريتمي	(7-2)
52	تحديد فترة القيم المحسوبة و الجدولية ل معلمة ستودنت لإبطاء لسعر السهم	(8-2)
54	تحديد فترة الإبطاء لسعر السهم	(9-2)
55	اختبار Dickey Fuller لسعر السهم	(10-2)
56	تحديد فترة الإبطاء لسعر الصرف	(11-2)

57	اختبار Dickey Fuller لسعر الصرف	(12-2)
58	تحديد فترة الإبطاء لسعر الفائدة	(13-2)
59	اختبار Dickey Fuller لسعر الفائدة	(14-2)
60	اختبار اختبار الحدود	(15-2)
61	نتائج التقدير حسب منهجية ARDL	(16-2)
62	المعادلة المصححة حسب منهجية ARDL	(17-2)
63	اختبار Heteroskedasticity	(18-2)

## قائمة الإشكال البيانية

رقم الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
06	رقم أسعار الصرف الحقيقية والاسمية للدينار ومعدلات التضخم لدولة الأردن	(1-1)
08	آلية تحديد سعر صرف العملة في نظام أسعار الصرف المرنة	(2-1)
10	آلية تحديد سعر صرف العملة في نظم أسعار الصرف الثابتة	(3-1)
15	مراحل خطر الصرف	(4-1)
20	يوضح مراحل ظهور خطر الصرف بالنسبة للمؤسسة	(5-1)
25	فكرة عمل مركز المقاصة	(6-1)
38	توزيع هيكل رأس مال الشركة	(1-2)
41	مؤشر سعر سهم شركة Anadolu isuzu	(2-2)
42	مؤشر TRY/USD	(3-2)
43	تطور سعر الفائدة لليرة التركية	(4-2)
43	علاقة TRY/USD بمؤشر ASUZU.IS	(5-2)
45	المتغيرات المستقلة و المتغير التابع	(6-2)

## قائمة الملاحق

رقم الصفحة	عنوان الملحق	رقم الملحق
71	جدول ستودنت	1
72	جدول F	2
73	سعر سهم الشركة وسعر صرف TRY/USD خلال 2018/08/31-2018/02/22	3



# المقدمة

## توطئة

تعانى كل اقتصاديات العالم من آثار التقلبات الحادة في سعر صرف العملات على المستوى الدولي، نتيجة انهيار نظام بريتون وودز عام 1971 بسبب ارتباط الدولار بالذهب و تبني معظم الدول الكبرى نظام سعر الصرف العائم الذي تتميز أسعار الصرف في ظلّه بتقلباتها المستمرة و ما يترتب عن ذلك من آثار -سلبية طبعاً-بالغة الأهمية على معظم المتغيرات الاقتصادية، سواء تعلق الأمر بالنشاط المالي أو الحقيقي على حد سواء و هذا ما انعكس على نشاط كثير من الممارسات الاقتصادية والمالية ، الأمر الذي حتم عليها ضرورة مواجهة تقلبات أسعار الصرف باكتشاف تقنيات متعددة للوقاية أو لتجنب مثل هذه التقلبات.

إن قضية نظام الصرف من القضايا التي تلقى اهتماماً متزايداً من البلدان عموماً و من الشركات الدولية على وجه الخصوص بسبب الصعوبات التي يفرضها النظام النقدي الدولي الجديد، ولأن سعر الصرف يؤدي دوراً مهماً وتأثيراً في الاقتصاد المحلي وفي قيمة الشركات، إذ يمثل المرتكز الذي تتحدد من خلاله أسعار السلع والخدمات المحلية في الخارج وكذلك السلع والخدمات الأجنبية، لذلك فإن أي تغيير يطرأ عليه سينعكس على مستوى الأسعار والتكاليف في البلد المعني، وأن لأسعار الصرف دوراً سياسياً في الحياة الاقتصادية اليومية مما يفرضي بجزمنا بأنه ليس هناك مجتمع يعيش بمنأى عن التأثير بالتغيرات الطارئة في سوق صرف العملات، والذي يزيد من فعالية سعر الصرف هو طابع العالمية الذي تتسم به أسواق الصرف، وعلى هذا الأساس أصبح المجتمع الاقتصادي يعيش تحولات في الأنظمة النقدية، حيث انتقل من سعر الصرف الذهبي إلى نظام استقرار أسعار الصرف ثم تعويم أسعار الصرف.

أما مؤشر سعر السهم فهو قيمة رقمية تقيس التغيرات الحاصلة في السواق المالي بوصفه مركزاً حيويًا في النظم الاقتصادية المعاصرة لكونها مصدر التمويل الرئيسي التي تعتمد عليها الشركات لتنفيذ سياساتها المالية والاقتصادية وتطويرها، حيث أن الشركات ذات النشاط الدولي تعاني من العديد من المشاكل في عملها اثر تقلبات أسعار صرف العملات والمخاطر المرتبطة به الأمر الذي يؤدي إلى حدوث خسائر ليست بالحسبان في نشاط تلك المؤسسات وكذلك إلى إرباك خططها و تعطيل تحقيق أهدافها المرسومة.

فضلا عن دخول تركيا في أزمة اقتصادية سميت بأزمة الليرة حيث تدهورت العملة الى مستويات قياسية، كانت هناك حاجة ماسة لطرح إشكالية الدراسة المتمثلة في السؤال الجوهرى التالي:

ما اثر تقلبات سعر الصرف الليرة التركية على مؤشر سعر سهم شركة ANADOLU ISUZU في بورصة اسطنبول من 2018/02/22 الى 2018/08/31؟

وهذا السؤال يقودنا إلى التساؤلات الفرعية التالية:



1- ما طبيعة واتجاه العلاقة بين سعر صرف الليرة مقابل الدولار الأمريكي و مؤشر سعر سهم شركة الأناضول في سوق اسطنبول للأوراق المالية ؟

2- هل تؤثر تقلبات سعر صرف الليرة بالنسبة للدولار الأمريكي على مؤشر سعر سهم الشركة في المدى القصير او الطويل ؟

### فرضيات الدراسة:

- لا توجد علاقة تأثير ذات دلالة معنوية بين تقلبات سعر صرف الليرة ومؤشر سعر السهم الشركة.
- توجد علاقة تأثير ذات دلالة معنوية بين تقلبات سعر صرف الليرة و مؤشر سعر السهم الشركة.
- لا توجد علاقة طويلة الأجل بين تقلبات سعر صرف الليرة ومؤشر سعر سهم الشركة.
- توجد علاقة طويلة الأجل بين تقلبات سعر الصرف الليرة و مؤشر سعر سهم الشركة.

### مبررات اختيار موضوع البحث:

- الدور الحساس الذي تلعبه أسعار الصرف في السوق المالي عبر كل العالم.
- مدى تأثير تقلبات أسعار الصرف على الشركات ذات النشاط الدولي.
- التعرف على كيفية صياغة نموذج قياسي و تحليله لظاهر اقتصادية.
- موضوع البحث يخدم مجال مالية المؤسسة.

### أهداف الدراسة وأهميتها:

#### أولاً: أهداف الدراسة:

- محاولة تحليل اثر سعر صرف الليرة على مؤشر سعر سهم شركة Anadolu isuzu.
- توضيح و إبراز خطر تقلبات سعر الصرف على سعر السهم و بالتالي قيمة المؤسسة.

#### ثانياً: أهمية الدراسة:

- تحديد ومعرفة تقلبات أسعار صرف الدولار لليرة التركيه وتأثيرها على مؤشر سعر سهم الشركة.
- تساعد معرفة العلاقة بين سعر الصرف و مؤشر سعر السهم المستثمرين في اتخاذ القرارات الاستثمارية الملائمة.

- تساهم تحديد العلاقة بين سعر الصرف و مؤشر سعر السهم بيان درجة تأثير السياسة النقدية على النشاط الاقتصادي.
- بيان الآثار الاقتصادية لسعر الصرف على قيمة المؤسسة.
- قلة الدراسات العربية التي تناولت تأثير سعر الصرف على قيمة المؤسسة.
- إثراء للبحث العلمي و مكتبة الجامعة.

### حدود البحث:

**1-البعد المكاني:** تخص هذه الدراسة بورصة اسطنبول BIST في دولة تركيا

**2-البعد الزمني:** تمتد مدة الدراسة من 02/22/2018 الى 08/31/2018، مستخدمة 135 مشاهدة يومية لسعر صرف الليرة مقابل الدولار الأمريكي TRY/USD و مؤشر سعر سهم شركة Anadolu isuzu الذي يعرف في بورصة اسطنبول ب ASUZU.IS.

### منهج البحث:

قد شرعنا في هذه الدراسة بغية الوصول إلى إجابة على الإشكالية المطروحة فاستخدمنا المنهج التحليلي لمعرفة الجانب النظري في سعر الصرف و كذلك مخاطره و كيفية تغطيته، والمنهج التحليل القياسي النموذج غير الخطي (منهجية ديكي فولر و منهجية الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة) لتحديد طبيعة العلاقة بين متغيرات الدراسة.

### هيكل البحث:

سعيًا منا لانجاز البحث و الإجابة على الإشكالية، قمنا بتقسيم البحث إلى مقدمة وخاتمة وفصلين خصص الفصل الأول للجانب النظري وذلك من أجل الإحاطة بجوانب الموضوع، كما خصص الفصل الثاني لدراسة حالة، إذ تم من خلالها اختبار الفرضيات.

عنون الفصل الأول ب: الأدبيات النظرية و التطبيقية لسعر الصرف، حيث تم تقسيمه إلى مبحثين المبحث الأول خصص لإبراز الأدبيات النظرية حول سعر الصرف والذي يتفرع إلى ثلاث مطالب، كان المطلب الأول عموميات حول سعر الصرف أما المطلب الثاني مخاطر سعر الصرف و المطلب الثاني خصص لتسيير مخاطر الصرف، أما المبحث الثاني يتضمن الأدبيات التطبيقية والذي يتفرع إلى مطلبين هو الآخر بحيث المطلب الأول سيتناول الدراسات السابقة في بعض الدول، والثاني يركز على تعقيب عام للدراسات السابقة.

أما الفصل الثاني فقد خصص للدراسة القياسية لأثر سعر الصرف على سعر سهم الشركة تم تقسيمته إلى مبحثين، المبحث الأول الذي نظرة عامة للشركة و دراسة تطور المتغيرات المفسرة محل الدراسة الذي يتفرع

إلي ثلاث مطالب، المطلب الأول تم التطرق تقديم الشركة، و المطلب الثاني تفسير المتغيرات المدروسة، أما المبحث الثاني الذي تم التطرق فيه إلي عرض نتائج الدراسة و تحليلها، حيث كان المطلب الأول حول صياغة النموذج القياسي الخاص بسعر السهم و تقديره والمطلب الثاني يتضمن الدراسة الاقتصادية و الإحصائية للنموذج اما المطلب الثالث كان حول تحليل النتائج المتوصل إليها

## الفصل الأول:

الأدبيات النظرية و التطبيقية لسعر الصرف

### تمهيد

يعد تفسير سلوك سعر صرف العملة من القضايا الاقتصادية المعاصرة الحديثة والتي زاد الاهتمام بها في العقدين الأخيرين من القرن العشرين، ففي ظل اقتصاد السوق وحرية تدفق رأس المال، فإن سعر الصرف مهم في الربط بين الأسواق المحلية والأسواق الأجنبية، وفي توجيه الاستثمار في أصول هذه الأسواق، وفي تخصيص الموارد وزيادة القدرة التنافسية للاقتصاد.

تعد مشكلة تقلبات أسعار صرف العملات والمخاطر المرتبطة بها إحدى أهم المشكلات التي تواجه الشركات دولية النشاط، مما حتم عليها إدارة هذا الخطر أو مواجهته (تفاديه) باستخدام التقنيات المختلفة، لأن تلك التقلبات يمكن أن تحمل الشركات المعنية خسائر مالية باهظة هي في غنى عنها و هنا تكمن أهمية إدارة مخاطر الصرف.

لذلك في هذا الفصل سنبرز الأدبيات النظرية لسعر الصرف و أهم التقنيات المستعملة في إدارة و تسيير المخاطر المرتبطة بالتقلبات في أسعار الصرف بالنسبة للمؤسسات دولية النشاط من خلال المبحث الأول.

ثم سنتطرق في المبحث الثاني إلى الدراسات السابقة التي كان لها السبق في الطرح لموضوع اثر سعر الصرف على قيمة المؤسسة من خلال عرض أهم النتائج التي توصلت لها.

### المبحث الأول: الأدبيات النظرية لسعر الصرف

#### المطلب الأول: عموميات حول سعر الصرف

**1 سعر الصرف Exchange Rate:** عرف Thomas سعر الصرف بأنه "السعر الذي يمكن بواسطته استبدال عملة دولة ما مقابل عملة دولة أجنبية"<sup>1</sup> وعليه فإن سعر صرف عملة ما هو إلا المعدل الذي يتم على أساسه تبادل العملة المحلية أو الوطنية مقابل عملات الدول الأجنبية، أي هو عدد الوحدات النقدية من تلك العملة التي تستبدل في سوق الصرف الأجنبي بوحدة نقدية واحدة من عملة أخرى، فمثلا سعر صرف الدينار الجزائري في يوم 16/08/2015 هو 105 دينار للدولار الواحد و 117 دينار لليورو<sup>2</sup>. وقد يعطى سعر الصرف في شكل مزدوج أو ثنائي مثل: USD/ DZD 1105.105/2306.107 وهذا يعني أن سعر بيع الدولار إلى أي بنك جزائري هو 1105.105 دينار للدولار الواحد وسعر شرائه هو 2306.107 دينار للدولار، عادة ما يكون سعر البيع أعلى من سعر الشراء. وتوجد أنواع كثيرة من أسعار الصرف أهمها:

#### 1-1 سعر الصرف الاسمي ( Nominal Exchange Rate ) (NER)

هو سعر العملة الأجنبية بقيمة تماثلها من العملة المحلية وهو السعر الذي تعلنه الحكومة كسعر رسمي لعملتها مقابل العملات الأخرى<sup>3</sup>، وقد حدد البنك المركزي الجزائري سعر الصرف الاسمي ( للدينار الجزائري) جوان 2018 ب 117,6749 دولار أمريكي<sup>4</sup>.

وعادة ما تلجأ الدولة إلى تحديد سعر صرف رسمي لعملتها لزيادة حجم صادراتها وتخفيض تكلفة شراء النقد الأجنبي أو حتى دعم المستوردات من السلع وفي إعاقة بعض المعاملات التي يقوم بها القطاع الخاص في مجال الاستيراد ، إلا أن استخدام سعر الصرف الرسمي يتوافق أيضا مع بعض العيوب كتحميل الاقتصاد تكاليف عديدة من خلال إساءة توزيع الموارد الإنتاجية.

1 Thomas, L.B, Money, Banking, and Financial Markets, Thomson, 2006, p 14

2 بنك الجزائر اسعار الصرف التي ترسلها الى البنوك العاملة فوق التراب الجزائري 15/08/2015.

3 عوض طالب ، التجارة الدولية نظريات وسياسيات ، الطبعة الأولى ، معهد الدراسات المصرفية ، الأردن ، 1995 ، ص 375.

4 www.bank-of-algeria.dz

### 2-1 سعر الصرف الحقيقي ( RER ) Real Exchange Rate

سعر الصرف الحقيقي يمثل التحركات في سعر الصرف الاسمي معدلة بنسبة التضخم في بلدين مختلفين<sup>5</sup>.

وسعر الصرف الاسمي كما أسلفنا هو سعر العملة الأجنبية بقيمة تماثلها من العملة المحلية، وتعديل أسعار الصرف الاسمية بمعدلات التضخم يعطينا مؤشر حقيقي على القوة الشرائية لأسعار صرف العملات (أي العدد الحقيقي من السلع والخدمات الأجنبية الممكن شراؤه بوحدة واحدة من النقد المحلي)<sup>6</sup>. ويمكن حساب أسعار الصرف الحقيقية من خلال المعادلة التالية<sup>7</sup>:

$$R_e = (p_f/p_d)e$$

وتشير الرموز إلى الآتي:

Re : سعر الصرف الحقيقي.

e : سعر الصرف الاسمي.

pf : مستوى الأسعار في الدولة الأجنبية.

pd : مستوى الأسعار المحلية.

إذ يعد سعر الصرف انعكاساً للتغيرات في مستويات الأسعار في كلا البلدين، فارتفاع قيمة الدينار الجزائري بنسبة 1% مثلاً مع بقاء الأسعار النقدية (الاسمية) ثابتة محلياً وخارجياً يجعل البضائع الأردنية أقل منافسة من البضائع الأجنبية.

ولكن إذا ارتفعت في نفس الوقت أسعار البضائع الأجنبية بنسبة 2% مثلاً، فإن الصادرات الجزائرية تصبح في مركز تنافسي أفضل (أرخص من البضائع الأجنبية) وبالتالي عندما يكون التضخم المحلي أعلى من معدل التضخم الأجنبي، فإنه يقلل من قدرة صادرات الاقتصاد المحلي على المنافسة في الأسواق الدولية وفي نفس الوقت يجعل مستوردات الاقتصاد المحلي أكثر جاذبية بسبب رخصها النسبي.

5 Bishop Paul, Dixon Don , Foreign Exchange Handbook , Managing Risk and Opportunity in global currency market. 1st ed, McGraw – Hill , USA, 1992, p 26.

6 Eiteman David K., Stonehill Arthur I, and Moffet Michael H., Multinational Business Finance ,10th ed., Pearson AddisonWesley , USA, 2004, p 138.

7 قادوس ، مقداد عبدالجبار حامد ، " اختيار نظام الصرف الامثل للدينار الأردني، رسالة ماجستير ، جامعة آل البيت ، الأردن 1999 ، ص 27.

### 1-3 سعر الصرف الاسمي الفعال (NEER) Nominal Effective Exchange Rate

قد تشهد أسواق الصرف ارتفاعاً في قيمة العملة المحلية مقابل إحدى العملات الأجنبية، وفي نفس الوقت انخفاضها مقابل عملات أجنبية أخرى من ناحية أخرى لذلك فتجارة الدولة لا تكون بنفس الأهمية مع الدول الأخرى وبالتالي فإن التغيرات في قيمة العملة المحلية مقابل عملات الشركاء التجاريين الرئيسيين تعد أكثر أهمية من التغيرات التي تحدث في قيمة عملات الشركاء التجاريين الآخرين الأقل أهمية<sup>8</sup>، بسبب هذه الاعتبارات تم تطوير ما أصبح يعرف بالرقم القياسي لأسعار الصرف الاسمية الفعالة nominal effective exchange rate.

وهو عبارة عن متوسط موزون لأسعار الصرف الثنائية بين العملة المحلية وعدد من العملات الأجنبية ويستخدم هذا المتوسط لقياس قيمة العملة وبشكل اعتباطي (arbitrarily) لفترة مختارة (chosen base period)<sup>9</sup> وعادة ما يتم إدخال الشركاء التجاريين الرئيسيين للدول في حساب هذا المتوسط؛ ليعكس السعر الأهمية النسبية لكل شريك.

### 1-4 سعر الصرف الحقيقي الفعال ( REER) Real Effective Exchange Rate

هو متوسط موزون أسعار الصرف الاسمية الفعالة معدلاً بنسبة التضخم في البلد المحلي والتضخم في مجموعة بلدان الشركاء التجاريين ، وبالتالي فهو يقيس متوسط موزون لاختلاف القوة الشرائية للعملة المحلية بالمقارنة بفترة أساس مختارة، وهذا يعني أن مؤشر سعر الصرف الحقيقي يقيس القيمة الحقيقية للعملة؛ لأنه يأخذ بعين الاعتبار معدل التضخم في البلد المحلي وبلدان الشركاء التجاريين لهذا البلد.

ويمكن احتساب مؤشر سعر الصرف الحقيقي الفعال بضرب أسعار الصرف الاسمية الفعالة من خلال المعادلة التالية:

$$E_{xr} = E_{xn} (P_d/P_f)$$

وتشير الرموز إلى ما يلي:

$E_{xr}$ : سعر الصرف الحقيقي الفعال.

$E_{xn}$ : سعر الصرف الاسمي الفعال.

8 عوض، مرجع سابق ، ص 352 .

9 Eiteman David K., Stonehill Arthur I, and Moffet Michael H., Multinational Business Finance ,10th ed., Pearson AddisonWesley , USA, 2004, p 138 .



## الفصل الأول: الأدبيات النظرية و التطبيقية لسعر الصرف

$P_d$ : الرقم القياسي لأسعار الدولة المحلية.

$P_f$ : الرقم القياسي لأسعار الشركاء التجاريين الرئيسيين.

ويمثل الشكل رقم أسعار الصرف الحقيقية والاسمية للدينار ومعدلات التضخم لدولة الأردن:

الشكل البياني رقم (1-1): رقم أسعار الصرف الحقيقية والاسمية للدينار ومعدلات التضخم لدولة الأردن



المصدر: <https://www.ase.com>

### 2 أنواع أنظمة الصرف Exchange Rate Systems

من السمات الأساسية لنظام النقد العالمي ، أن أسعار صرف عملات الدول الصناعية الرئيسية معومة وتتعرض للتقلبات ؛ انعكاساً للظروف والسياسات الاقتصادية لتلك الدول ، أو ظروف أسواق النقد العالمية ، والتي تتأثر بدورها بعوامل اقتصادية وسياسية عديدة ، وإن ظهر اتجاه يتسم بالمحافظة على استقرار أسعار الصرف ضمن تكتلات إقليمية كما في البلدان الأوروبية.

وفي ظل هذا النظام تواجه الدول النامية خيارين، إما تعويم عملاتها مقابل العملات الأخرى أو تثبيت قيمة عملاتها إلى عملة رئيسة أو سلة من العملات.

فبعد انهيار نظام بريتون وودز ( Bretton Woods ) عام 1971 القائم على سعر التعادل ( Par value ) جرى تبني نظام لأسعار الصرف أكثر مرونة ، إذ أقر صندوق النقد الدولي التعديل على

## الفصل الأول: الأدبيات النظرية و التطبيقية لسعر الصرف

أساس اتفاقية 1978 م<sup>10</sup> . وتصنف نظم الصرف المتاحة والمطبقة عملياً في الوقت الحاضر في خطين رئيسين يشتمل كل منهما على عدد من الصيغ وهما نظم أسعار الصرف الثابتة ونظم أسعار الصرف المرنة.

وعلى الرغم من أن العديد من البلدان لا يزال ينتهج نظم أسعار الصرف الثابتة أو غيرها من أنواع أنظمة الصرف ، فقد ازداد عدد الدول التي اعتمدت نظاماً أكثر مرونة على مدار العقد الماضي ومن المرجح استمرار هذا الاتجاه نظراً لما توفره النظم المرنة من حماية أفضل ضد الصدمات الخارجية وما تحققه من استقلالية أكبر في السياسة النقدية<sup>11</sup>.

### 2-1 نظم أسعار الصرف المرنة Flexible Exchange Rate

يتفرع عن أنظمة الصرف المرنة ، نظامان رئيسان هما أنظمة الصرف الحرة (Freely Floating) وأنظمة الصرف المدارة ( Manged Floating ) ففي النوع الأول ، فإن الدولة تسمح لقوى السوق أن تحدد سعر صرف عملتها مقابل العملات الأخرى على ضوء العرض والطلب لتلك العملات مقابل بعضها بعضاً ، إذ يمثل جانبا ميزان المدفوعات للدولة جانبي العرض والطلب على سعر صرف العملة مقابل العملات الأخرى<sup>12</sup>.

ومن المزايا الرئيسية التي تدفع الدول لاستخدام أنظمة الصرف الحرة هو عزل الدولة عن التضخم والبطالة في الدول الأخرى . كما أن هناك استقلالية أكبر للسلطات النقدية في الدول التي تستخدم أنظمة الصرف الحرة فهي ليست ملزمة بالتدخل للمحافظة على سعر الصرف ضمن حدود معينة . مما يعني عزل قراراتها النقدية عن هذه الحدود ، والتي قد يكون لتدخلها آثار غير محمودة اقتصادياً.

إلا أن استخدام الدولة أنظمة الصرف الحرة تعمق من حجم المشاكل الاقتصادية داخل الدول التي تعاني منها ، بالإضافة إلى تأثير الذبذبات في أسعار الصرف على المتغيرات الاقتصادية الكلية بالدولة وعلى رغبة المستثمرين بدخول أسواق تلك الدول.

أما النوع الآخر من أنظمة الصرف المرنة فهو نظام الصرف المعموم المدار فإن الدولة تعدل أسعار صرف عملتها مقابل العملات الأخرى بتواتر بناء على تقدير وضع الاحتياطي وميزان المدفوعات،

10 الصادق ، على توفيق ، محمد حسني محمد ولطيفة نبيل عيد الوهاب ، سياسات وإدارة أسعار الصرف في البلدان العربية ، صندوق النقد العربي ، بدون طبعة ، أبو ظبي ، 1997.ص176.

11دوتاغوبتا ، روبا ، فرناندير غيلدا ، كاركاداغ وسيم ، التحرك نحو مرونة سعر الصرف كيف ، ومتى ، وبأي سرعة ، قضايا اقتصادية ، صندوق النقد الدولي الولايات المتحدة الأمريكية 2006 ص27.

12 طراد إسماعيل إبراهيم ، إدارة العملات الأجنبية ، بدون ناشر ، ط 2 ، عمان ، 2005 ، ص47

## الفصل الأول: الأدبيات النظرية و التطبيقية لسعر الصرف

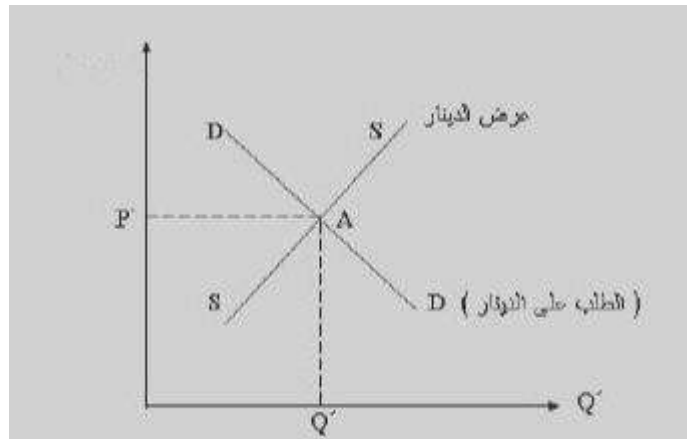
وبالتالي فهي تشبه أنظمة الصرف الحرة في أنه يسمح لأسعار الصرف بالتحرك على أساس يومي إذ لا توجد حدود رسمية لسعر العملة وتشبه أسعار الصرف الثابتة في تدخل الحكومة أحيانا لمنع سير العملة باتجاه معين بشكل كبير.

ويتم تحديد سعر الصرف في أنظمة الصرف المعمومة وفق أسس ثابتة نسبياً موضوعة ومتفق عليها بشكل مسبق ، إلا أنها لا تهمل في الوقت نفسه قوى العرض والطلب<sup>13</sup>.

ويتحدد سعر صرف عملة ما في نظام أسعار الصرف الحرة بتفاعل قوى العرض والطلب على تلك العملة وينشأ الطلب على عملة ما ( كالدينار ) مثلاً لمقابلة شراء الأجانب للسلع والخدمات والأوراق المالية الجزائرية بينما ينشأ العرض على عملة ما ( كالدولار ) مثلاً لمقابلة الطلب المحلي (الجزائري) على شراء السلع والخدمات والأوراق المالية الحكومية الأمريكية.

ويوضح الشكل رقم ( ) هذه الآلية:-

شكل رقم(1-2): آلية تحديد سعر صرف العملة في نظام أسعار الصرف المرنة



المصدر : <https://www.ase.com>

إذ تمثل:

**P** السعر التوازني وهو عدد الدولارات الأمريكية التي يمكن شراؤها بالدينار الجزائري  
**Q'** تمثل الكمية التوازنية من الدنانير الجزائرية (المعروضة والمطلوبة)

## 2-2 نظم أسعار الصرف الثابتة Fixed Exchange Rate Systems

و هي عبارة عن أسعار صرف مثبتة إما إلى عملة واحدة ( Paged Currency ) إذ تثبت الدول عملتها إلى عملة دولية رئيسة دون تعديلات إلا في حالات نادرة وتعلن مسبقاً مقدار التعديل مقابل عملة الارتكاز (Peg).

أو تثبت الدولة سعر صرف عملتها إلى سلة من العملات ( Basket Currency ) تعكس عملات الشركاء التجاريين الرئيسيين أن تلجأ الدولة إلى تثبيت عملتها مقابل وحدة معيارية مثل وحدة حقوق السحب الخاصة Special Drawing Rights ( SDRs ) أو الوحدة الأوروبية<sup>14</sup>.

وتاريخياً ساد نظام تثبيت العملات مقابل بعضها بعضاً بهامش تغيير لا يتجاوز 1% في اتفاقية برينتون وودز ، ثم عدل هامش التغيير في العام 1971 ليصبح 4.5 صعوداً وهبوطاً لتلافي انهيار النظام إلا أن ذلك لم يسعفه من الاستمرار طويلاً<sup>15</sup>، وهذا النظام يبقي سعر صرف العملة المحلية ثابتاً مقابل عملة التثبيت أو مقابل سلة من العملات أو وحدة SDR ويسير معها ( هبوطاً أو صعوداً ) مقابل العملات الأخرى.<sup>16</sup>

وبالتالي يتيح ذلك للمنتجين القدرة على تحديد الكميات التي يرغبون في إنتاجها في ضوء تقديرهم للأرباح المتوقعة على أساس السعر الثابت للعملة المحلية مقابل العملة الأجنبية وكذلك الضمانة للمستثمرين بتحويل أرباح استثماراتهم سواء من العملة المحلية أو العكس بسعر صرف ثابت.

ويتحدد سعر صرف العملة في نظم أسعار الصرف الثابتة بتقاطع منحنى الطلب على العملة المحلية مع منحنى عرض العملة المحلية ولكن عند سعر توازني محدد مسبقاً من قبل السلطات النقدية.

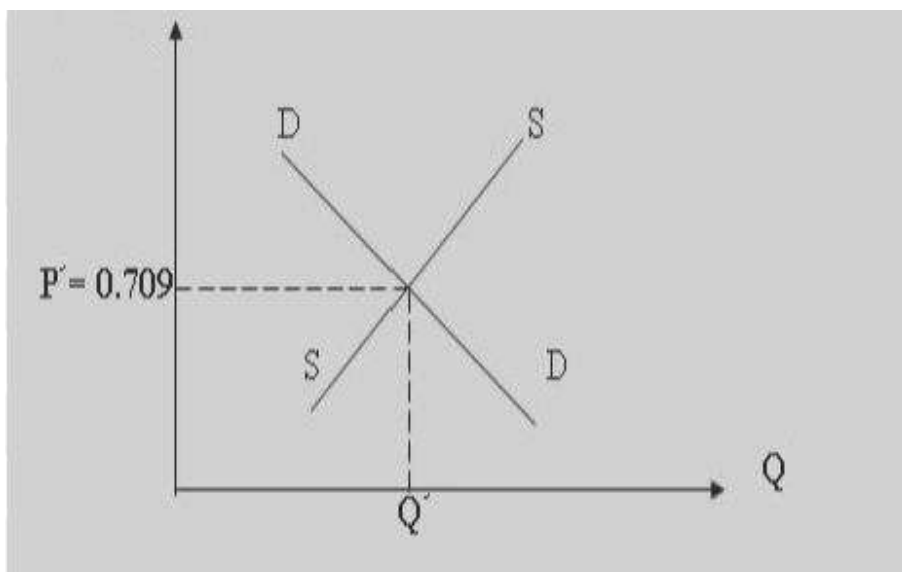
ويمثل الشكل رقم (1-3) آلية تحديد سعر الصرف الثابت

14 الصادق وآخرون ، مرجع سابق ، ص49 .

15 شكري ، ماهر كنج ، وعوض مروان ، المالية الدولية ، العملات الأجنبية والمشتقات المالية، ط 1 ، دار الحامد للنشر والتوزيع ، الأردن ، 2004، ص27.

16 Madura Jeff, International Corporate Finance , 8th ed., Thomson Southwestern USA , 2006 .p 179.

شكل رقم (1-3): آلية تحديد سعر صرف العملة في نظم أسعار الصرف الثابتة



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 وهو يساوي بالنسبة للدينار مقابل الدولار الجزائري 0.709 دينار مثلا.

### 3 العوامل المؤثرة على أسعار الصرف:

تؤثر مجموعة من العوامل على أسعار الصرف التوازنية بحيث ينتقل منحنى العرض والطلب نتيجة تغير وانتقال هذه العوامل.

وتقسم هذه العوامل إلى مجموعتين<sup>17</sup>

**المجموعة الأولى :** وتؤثر على أسعار الصرف بين عملتين على المدى الطويل ، وإحدى النظريات التي ناقشت كيفية تحديد الأسعار على المدى الطويل هي نظرية تعادل القوة الشرائية (Purchasing Power Parity) (PPP) والتي تفترض أن سعر العملة بين دولتين يتم تعديله ليعكس التغير في مستويات الأسعار بين هاتين الدولتين.

17 Mishkin, Frederic S, The Economics of Money Banking and Financial Markets, 5th ed., addison wesley, USA, 1997, pp 171-173

## الفصل الأول: الأدبيات النظرية و التطبيقية ————— لسعر الصرف

على ان نظرية تعادل القوة الشرائية لم تستطع تفسير كيفية تحديد أسعار الصرف التوازنية بشكل كامل ، نتيجة افتراضها أن السلع يجب أن تتطابق بين الدول حتى تعكس أسعار الصرف الأسعار النسبية لهذه السلع، كما تفترض أن جميع السلع يمكن المتاجرة بها ( تصديرها واستيرادها) بين الدول وهذا غير صحيح ، لأن كثيراً من السلع ليست كذلك.

وهناك مجموعة أخرى من العوامل المؤثرة في تحديد أسعار الصرف على المدى البعيد وهي مستويات الأسعار النسبية ( Relative Price Level ) و التعرفة الجمركية ونظام الحصص (Tariffs and Quotas) والتفضيلات للسلع المحلية مقابل السلع الأجنبية ( Preferences ) وإنتاجية الدولة (Productivity).

**المجموعة الثانية:** وهي مجموعة العوامل المؤثرة على أسعار الصرف على المدى القصير وإحدى النظريات التي ناقشت تحديد الأسعار على المدى القصير هي نظرية سعر الفائدة التعادلية (Interest Parity Condition) والتي تفترض أن العائد المتوقع على الودائع المحلية يساوي العائد المتوقع على الودائع الأجنبية ، وبالتالي فإن أي عامل يؤثر على العائد على الودائع المحلية ، سيؤدي إلى تغيرات في أسعار الصرف مثل أسعار الفائدة على الودائع المحلية وأسعار الفائدة على الودائع الأجنبية.

وتمثل الأشكال التالية ضمن الجدول رقم مجموعة العوامل الكلية المؤثرة على أسعار الصرف التوازنية في نظام أسعار الصرف الحرة:

### جدول رقم (1-1):

مجموعة العوامل الكلية المؤثرة على أسعار الصرف التوازنية في نظام أسعار الصرف الحرة

العوامل	التغير في العامل	الاستجابة للتغير في أسعار الصرف	رقم الشكل	التمثيل البياني
أسعار الفائدة المحلية	↑	↑	1	

الفصل الأول: الأدبيات النظرية و التطبيقية ————— لسعر الصرف

أسعار الفائدة الأجنبية	↑	↓	2	
مستويات الأسعار المحلية المتوقعة (مقارنة بالدول الأخرى)	↑	↓	3	
الحصص والتعرفة الجمركية المتوقعة	↑	↑	4	
الطلب المتوقع على الاستيراد	↑	↓	5	
الطلب المتوقع على التصدير	↑	↑	6	
الإنتاجية المتوقعة	↑	↑	7	

Mishkin, Frederic S, The Economics of Money Banking and Financial Markets,. P 183 .

وتشير الرموز إلى ما يلي:

RD : العائد المتوقع على الودائع ( بالعملة المحلية ).

RF : العائد المتوقع على الودائع ( بالعملة الأجنبية ).

## الفصل الأول: الأدبيات النظرية و التطبيقية ————— لسعر الصرف

Et: سعر الصرف الحالي للعملة المحلية مقابل العملة الأجنبية.

ويلاحظ من الشكل رقم ( 1 ) ضمن الجدول أعلاه أن زيادة الفائدة على الودائع المحلية ،سيزيد الطلب على الدينار من قبل الأجانب للحصول على عائد أعلى على وداائعهم وبالتالي سيرتفع المنحنى من RD1 الى RD2 ويرتفع معه سعر صرف الدينار مقابل العملة الأجنبية من E1 إلى E2.

بالمقابل إذا ارتفعت أسعار الفائدة الأجنبية كما في الشكل رقم ( 2 ) ضمن الجدول فإن ذلك يعني زيادة الطلب على العملة الأجنبية لارتفاع العائد عليها، وبالتالي سينتقل منحنى العائد على العملة الأجنبية من Rf1 إلى Rf2 مسبباً انخفاض سعر صرف الدينار من E1 إلى E2.

أما إذا ارتفعت مستويات الأسعار المحلية (أسعار السلع) فإن الطلب على السلع الأجنبية سيزيد وبالتالي سيزيد الطلب على العملة الأجنبية ، وسينقل ذلك منحنى العائد على العملة الأجنبية من Rf1 إلى Rf2 و سبب ذلك انخفاض سعر صرف الدينار من E1 إلى E2 الشكل رقم 3.

أما إذا قامت الدولة مثلاً بزيادة القيود الجمركية على استيراد السلع الأجنبية ، فإن ذلك سيؤدي إلى زيادة الطلب على السلع المحلية البديلة أو يقلل الطلب على السلع الأجنبية نتيجة هذه القيود مما ينقل منحنى العائد على الودائع الأجنبية للييسار (أي ينخفض نتيجة انخفاض الطلب على العملة الأجنبية) من R1 إلى R2 وبالتالي يرتفع سعر صرف الدينار مقابل العملة الأجنبية (الشكل 4).

وفي حالة زيادة الطلب المتوقع على الاستيراد كما في الشكل رقم ( 5 ) فإن منحنى العائد على العملة الأجنبية سينتقل لليمين من Rf1 إلى Rf2 نتيجة زيادة الطلب على العملة الأجنبية لتمويل المستوردات، مما يعني انخفاض سعر صرف الدينار مقابل العملة الأجنبية.

أما في حالة زيادة الطلب المتوقع على التصدير كما في الشكل رقم ( 6 ) ضمن الجدول فإن ذلك يعني زيادة طلب الأجانب على العملة المحلية، مما ينقل منحنى العائد على العملة المحلية لليمين أي يرتفع نتيجة ارتفاع الطلب على العملة المحلية وبالتالي يرتفع سعر صرف العملة المحلية.

وإذا زادت إنتاجية الدولة مقارنة بالدول الأخرى شكل رقم ( 7 ) فإن القطاعات الاقتصادية تستطيع عندها تخفيض الأسعار ، مما يعني زيادة الطلب الأجنبي على سلع تلك الدولة وزيادة الطلب على عملتها المحلية ، مما ينقل منحنى العائد لليمين من Rf1 إلى Rf2 وبالتالي يرتفع سعر صرف العملة المحلية من E1 إلى E2.

**عوامل أخرى:** يوجد العديد من العوامل الأخرى المؤثرة على أسعار صرف العملة السياسة النقدية و السياسة المالية وهل الحكومة تتبع سياسة انكماشية أو سياسة توسعية، الاضطرابات السياسية والأزمات



## الفصل الأول: الأدبيات النظرية و التطبيقية لسعر الصرف

الاقتصادية والمالية التي تؤدي إلى فقدان الثقة في العملة وبالتالي إلى تدهور سعر صرفها، العوامل النفسية وغيرها من العوامل التي تؤثر سلباً (انخفاض سعر صرف العملة) أو إيجاباً (ارتفاع سعر صرفها).

### المطلب الثاني: مخاطر سعر الصرف Exchange Rate Risks

مخطر سعر الصرف بالنسبة لمؤسسة ذات نشاطات دولية (استيراد، تصدير، عمليات مالية) يعرف كخطر مرتبط بأي معاملة حساسة لتقلبات أسعار صرف عملات الفوترة مقابل العملة الوطنية<sup>18</sup> وخطر الخسارة المحتملة هو الأكثر أهمية بالنسبة للأجل الفاصلة بين إعداد الطلبية والتسوية النهائية لها.

مخاطر سعر الصرف أو مخاطر تغيرات أسعار الصرف مرتبطة أساساً بعمليات الاستيراد أو التصدير المقيمة بالعملة الصعبة، وكذلك مرتبطة بعمليات الاقتراض بالعملة الأجنبية وهي مخاطر تواجه المؤسسة دولية النشاط<sup>19</sup>، وأن المؤسسة تكون عرضة لتقلبات أسعار الصرف عندما تكون ثروتها مهددة بهذا الخطر، الذي يمس أساساً المؤسسات ذات العلاقات التجارية والمالية مع الخارج.

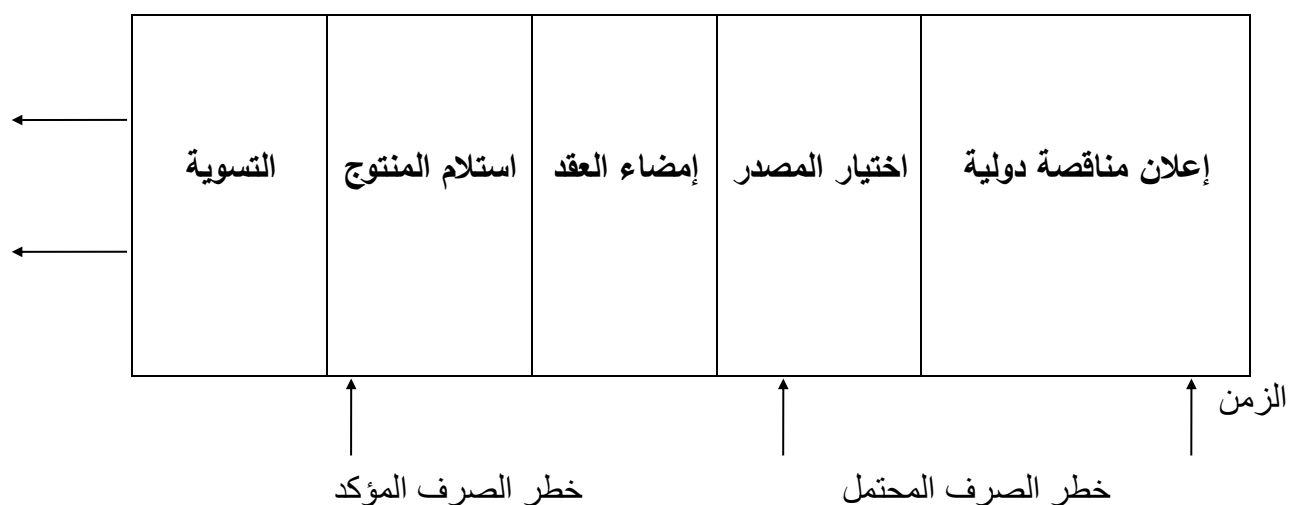
إن خطر الصرف لا ينشأ مباشرة عند إتمام أو إبرام العملية التجارية أو المالية المقومة بالعملة الأجنبية الذي يعتبر حينها خطر محقق بل ينشأ قبل ذلك كما هو الحال عند التفاوض بشأن تصدير أو استيراد سلعة معينة أو التفاوض بشأن إبرام عقد قرض بالعملة الأجنبية وهو ما يسمى بخطر سعر الصرف المحتمل أو المتوقع، ومن تم يمكن بيان مراحل خطر الصرف كما يلي:

المحتمل أو المتوقع، ومن تم يمكن بيان مراحل خطر الصرف كما يلي:

18XatierB: Didier M:Dahlia T: Le marché des change, pour une meilleur compétitivité en matière de prix Revue safir, édit BIAT ;Tunis,N44, 1996,p 13.

19Bernand M, Oliver LS: Risque de change et gestion de la trésorerie international, Dunod Bordas, Paris, 1981,p1.

رسم بياني رقم (1-4): مراحل خطر الصرف



### 1 طبيعة مخاطر الصرف

**1-1 خطر الصرف الاقتصادي:** خطر الصرف الاقتصادي هو ذلك الخطر الذي تلاحظه المؤسسة من خلال التطور الغير متوقع لمعدلات الصرف والذي ينتج أثاره على الجانب التنافسي للمؤسسة. ولتوضيح ذلك ندرج هذا المثال عن قيام المؤسسة ألمانية لصناعة السيارات بتصدير منتجاتها إلى بريطانيا مع معدل صرف 3 مارك = 1 جنيه إسترليني وتحقق أرباح نتيجة التكاليف الأقل مقارنة بالمؤسسات البريطانية التي تواجه تكاليف أكثر، ولكن لو حدث تطور غير متوقع وارتفع معدل صرف المارك بالنسبة للجنيه فأصبح 2 مارك = 1 جنيه إسترليني فعلى المؤسسة الألمانية التضحية بجزء من أرباحها للحفاظ على السعر التنافسي بالجنيه.

في بعض الحالات تتمكن المؤسسة من تجاوز خطر الصرف الاقتصادي وذلك من خلال تأقلم المؤسسة مع مختلف معدلات الصرف، في بعض الظروف تقوم مؤسسة مصدرة بالتضحية والتخلي عن مساحات من السوق نتيجة معدل صرف غير موافق وتتكد خسائر ولكن في المقابل فان المؤسسة المستوردة تستفيد من هذه الظروف ويمكنها الاستفادة من هذه المزايا وتوجه طلباتها نحو مورد جديد<sup>20</sup>

### 1-2 خطر الصرف التحويلي: ينجم خطر الصرف من تحويل وترجمة الوضعيات والقوائم المالية

بين المؤسسات وفروعها في الخارج، وإن كان المفهوم يعني عملية ترجمة وتعبير عن قيم لوضعيات مالية محسوبة على أساس عملة أجنبية

20M, Jura, Technique financière international, Dunod, paris,1999, p 147.

**1-3 خطر المعاملات أو الصفقات:** هو الخطر المرتبط بالمعاملات و الصفقات التجارية و التي تندرج ضمنها العملة الأجنبية فينشأ من خلال عمليات شراء أو بيع العملة الأجنبية حيث يظهر نتيجة التقلبات في معدل الصرف على امتداد فترة إنجاز الصفقة و فترة التسوية، و قبل دراسة هذا الخطر يستحسن التعرض إلى حقل أو مجال ظهور خطر الصرف كالصادرات و الواردات و الاستثمار الأجنبي

### 2 مجالات ظهور خطر الصرف

**2-1 الصادرات و خطر الصرف:** تكون الصادرات معنية بخطر الصرف عندما تبرم الصفقات و العقود بالعملة الأجنبية، فانخفاض عملة الفوترة بالنسبة للعملة الوطنية للمصدر يعني فيما يعني إليه أن هذا الأخير سوف يتلقى قيمة اقل من القيمة المنتظرة و المتوقعة من إبرام العقد، و بقدر ما تكون قيمة الصفقة المبرمة معتبرة تكون قيمة الخسارة مهمة، و خطر الصرف ينشأ ابتداء من يوم إبرام العقد، فقيام المؤسسة بتصريف منتجاتها من خلال التصدير يجعلها عرضة لخسائر الصرف و ذلك نتيجة صعوبة تحديد على وجه الدقة قيمة المدخلات المتأتية و التي تتوقف على اتجاهات معدلات الصرف من بدء فترى التعاقد وصولاً إلى فترة التسوية و على الخصوص في ظل المحيط الدولي الذي يتميز بحالة عدم اليقين،

**2-2 الواردات و خطر الصرف:** المستوردون ملزمون لقبول عملة المصدر، وهذا ما يفسر أن الواردات معنية أكثر بخطر الصرف مقارنة بالصادرات وهذا ما يفرض على المستورد الأخذ بعين الاعتبار مختلف مستويات الأسعار<sup>21</sup>.

و تبنى القرارات و النوايا التي يتخذها كل من المصدرين و المستوردين استناداً على توقعاتهم حول اتجاهات الصرف و هي ذات طبيعة متنافية حيث إذا توقع المصدر مستقبلاً ارتفاع عملة الفوترة ( عملته الوطنية ) يسعى إلى تأجيل تحصيل حقوقه للاستفادة من معدل صرف مناسب و إيجابي بينما في الحالة العكسية للتوقع تتجه قرارات المصدر نحو تسريع التسوية على أمل الاستفادة من تطورات سعر الصرف الجاري.

أما المستورد فقراراته تتجه نحو الإسراع بتسديد قيمة وارداته عندما تكون توقعاته حول اتجاه عملة الفوترة نحو الارتفاع مستقبلاً أما التوقع الآخر فيجعله يسعى لتأجيل التسوية.

21T. Ben Marzouka, Répercussions économique et financiers du risqué de change sur les performances de l'Enterprise, Revue d'économie et de gestion m 10, 1992, p 179.

## الفصل الأول: الأدبيات النظرية و التطبيقية لسعر الصرف

جدول (1-2): يوضح القرارات المرتبطة باتجاهات أسعار الصرف

عملة الفوترة	المصدر	المستورد
ارتفاع سعر صرف عملة الفوترة	إبطاء التسوية	الإسراع بالتسوية
انخفاض سعر صرف عملة الفوترة	الإسراع بالتسوية	إبطاء التسوية

المصدر: تقنيات إدارة خطر سعر الصرف، د. عبد الحق بوعتروس

و يبين هذا الجدول أهم القرارات المتخذة حسب اتجاه العملة الأجنبية، ويلاحظ أن نوايا المستورد والمصدر متعاكسة حول توقعاتهما لاتجاهات تقلبات الصرف ومحاولة كل طرف الاستفادة من المزايا الملائمة ومحاولة تحميل الجزء الأكبر من الخسائر للطرف الآخر.

**3-2 المخاطر المتعلقة بتنافسية المؤسسة:** تتأثر المؤسسة بمخاطر تمس الوضعية التنافسية لمنتجاتها نتيجة تقلب معدل الصرف الحقيقي باعتباره مؤشرا وثيق بالتنافسية<sup>22</sup>، حيث تصبح منتجات المؤسسة مرتفعة أو منخفضة بالنسبة لزيائنها في الخارج و هذا يؤثر بدوره على الصادرات، كذلك فإن تقلب سعر الصرف يؤثر في منتجات المؤسسة عن طريق تأثيره على الواردات، فارتفاع تكلفة الواردات نتيجة الصرف وعلى الخصوص بالنسبة للمنتجات التي تعتمد على قطع الغيار المستوردة و على مواد أولية لا يوفرها السوق المحلي يحدث آثار مباشرة على سعر تكلفة المنتج و بالتالي فقدان مساحات من السوق.

في المدى القصير ارتفاع العملة المحلية يقلص حجم الصادرات نتيجة فقدان التنافسية و خاصة بالنسبة للمؤسسة التي تعتمد على التصدير و بالنسبة للمؤسسة التي تعتمد على استيراد جزء كبير من المواد الأولية تستفيد من انخفاض تكلفة مدخلاتها، و لذلك يمكن القول أن ارتفاع العملة المحلية ينجر عنه تقلص مدا خيل الاستغلال و ترجع رقم الأعمال و تقلص تكاليف الاستغلال و يكون الأثر النهائي عبارة عن محصلة مقارنة ما فقدته المؤسسة من رقم أعمالها المتعلق بالتصدير و ما استفادت منه نتيجة انخفاض تكاليف الإنتاج، أما فيما يخص العملة المحلية فتتجه المبيعات نحو الارتفاع نتيجة اكتساب قدرة تنافسية أفضل و ترتفع أسعار الواردات و التي تؤثر سلبا على المؤسسة، و خطر الصرف النهائي عبارة عن

<sup>22</sup>كمال رزيق، فارس مسدور، مفهوم التنافسية، ورقة بحثية مقدمة خلال الملتقى الدولي حول تنافسية المؤسسات الاقتصادية و تحولات المحيط بجامعة محمد خيضر، بسكرة 29 أكتوبر 2002.

محصلة المقارنة بين زيادة رقم الأعمال المرتبط بالتصدير و ما تتحمله المؤسسة من تكاليف إضافية ناجمة عن انخفاض العملة المحلية و هذا يؤكد صحة الحقيقة التي مفادها أن انخفاض قيمة العملة المحلية ما هو إلا الوجه الآخر لارتفاع للعملة الأجنبية، أما في المدى الطويل و المتوسط تكون ردة فعل اغلب المؤسسات نتيجة انخفاض قيمة العملة المحلية و ارتفاع التكاليف إلى رفع أسعار منتجاتها، و في الغالب فإن تخفيض قيمة العملة سياسة مقصودة من طرف الدولة لتغطية عجز ميزان المدفوعات أو لتشجيع صناعة معينة.

**2-4 العروض والمناقصات الدولية وخطر الصرف:** المؤسسة وهي تقوم بتقديم عرض أو تعهد في مناقصة دولية فهي تقوم بذلك بالعملة الأجنبية، و من أجل تحديد هذا العرض يكون الاعتماد في الغالب على معدل الصرف الجاري و هذا ما يعني تعرض المؤسسة لخطر الصرف منذ بداية سريان هذه المناقصة، ولكل مؤسسة طريقتها الخاصة من حيث التعامل و تقدير و تسيير هذا الخطر.

**2-5 خطر الصرف و الاقتراض بالعملة الأجنبية:** إن اللجوء إلى المصادر الخارجية من أجل تلبية الحاجة إلى التمويل أو من أجل الإسراع لتحقيق الأهداف المبرمجة من طرف المؤسسة نتيجة انخفاض مواردها الذاتية و عدم كفاية الادخار المحلي و كذلك الحاجة إلى استيراد المعدات و التجهيزات للقيام بتنشيط الاستثمار يستدع الاعتماد على مصادر تمويل خارجية و ما يترتب عن ذلك من تعرض المؤسسة لمخاطر الصرف فهي من جهة ملزمة بتسديد قيمة الأصل و الفوائد المترتبة عليه و من جهة أخرى معرضة لخسائر مرتبطة بتقلبات معدلات الصرف مما يستوجب عليها البحث في كيفية التحكم و تسيير هذا المتغير و التحكم في تبعاته، فالمؤسسة تقوم بتحويل القيمة الاسمية للقروض التي تحصلت عليها، أو يقوم البنك الذي يحتوي ضمن أرصده حسابات المؤسسة فيتوسط لتسهيل و إتاحة استثمار هذه القروض و هذا يعني ان اي ارتفاع مرتقب لعملة القرض سيحمل المؤسسة بعض الخسائر.

**2-6 خطر الصرف والاستثمار الأجنبي المباشر:** تتميز طبيعة الاستثمارات الأجنبية المباشرة بالاختلاف فهي لا تقتصر على مجرد انتقال رأس المال بل تعتبر أيضا صفقة متكاملة تتضمن إنشاء مشروعات<sup>23</sup>، وتوريد تكنولوجيا وخبرات تنظيمية وإدارية وبغض النظر عن الاختيارات و التفضيلات التي تنطوي عليها فان مسألة الصرف الأجنبي حيزا يفرض نوعا من الاهتمام من خلال الترابط بين المؤسسة وفروعها وذلك من خلال:

- إن الاستثمار المباشر في الخارج ( مؤسسة و فروعها، شراء جزء أو كل رأس مال مؤسسة ) سوف يتولد عنه خطر صرف يظهر على مستوى عدة عمليات،

23 عبد القادر بن حمادي، واقع المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في ظل التحولات الاقتصادية الراهنة، ورقة بحث مقدمة خلال الملتقى الدولي حول تأهيل المؤسسة و تعظيم مكاسب الاندماج في الحركة الاقتصادية العالمية جامعة فرحات عباس سطيف، أكتوبر 2001.

- قيمة الأصول والخصوم المتعلقة بالفروع والمسجلة محاسبيا بالعملة الأجنبية تكون موضوع لاختلاف تطور معدلات التضخم بين موطن المؤسسة الرئيسية وموطن فروعها ويقيم الخطر عند دراسة وضعية الصرف التجميعية<sup>24</sup>.
- تدفقات مالية وتدفقات تجارية.

**2-7 عملة الفوترة وخطر الصرف:** يفرق في المعاملات الأجنبية بين العملات من حيث دور ووظيفة كل منهما، فعملة الحساب هي العملة التي يعتمد عليها في تحديد الأسعار، أما عملة التسوية فهي العملة التي تستخدم في التسوية والوفاء بالالتزامات، في حين عملة الفوترة هي العملة التي توظف في تسجيل العقد الدولي المتعلق بعملية الشراء أو البيع، ويعود للأطراف المعنية بهذا العقد حرية اختيار عملة الفوترة التي تعمل في اتجاه تقليص وتحجيم خطر الصرف، وفي الغالب فان عملة الحساب هي التي تستخدم كعملة الفوترة.

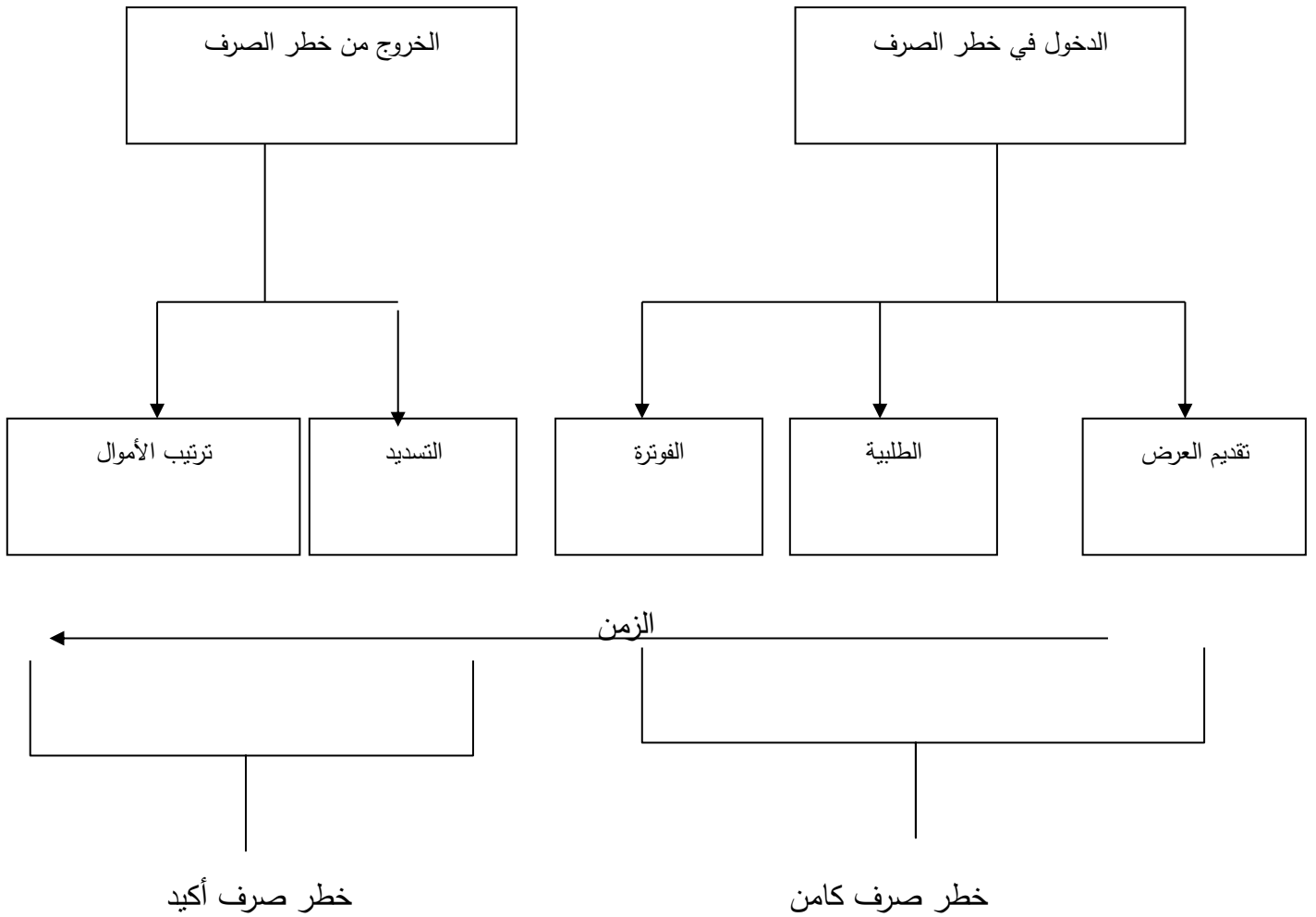
### 3 مراحل ظهور خطر الصرف بالنسبة للمؤسسة

تمر وتخضع العمليات التي تقوم بها المؤسسة على المستوى الخارجي لمجموعة من المحطات والإجراءات والتي تجعل المؤسسة عرضة لعدة صعوبات ومخاطر ذات طبيعة مختلفة وبدون الحديث عن المخاطر النوعية غير القابلة للقياس كتلك المرتبطة بالسلع وترتيبات الشحن والنقل وتوفر قطع الغيار ووجود خدمات ما بعد البيع فان خطر الصرف يدرج ضمن المتغيرات الكمية وتدخل المؤسسة في خطر الصرف كخطر كامن مند تقديم عرضها ومرورا بإنجاز الطلبية إلى غاية الفوترة، والرسم أدناه يوضح الفكرة.

24J. Peyard, Gestion financiere international, ed Vuibert, Paris 1999,p 46.

## الفصل الأول: الأدبيات النظرية و التطبيقية لسعر الصرف

رسم بياني رقم (1-5): يوضح مراحل ظهور خطر الصرف بالنسبة للمؤسسة



المصدر: [www.eur.export.com](http://www.eur.export.com)

يلاحظ أن مرحلة الدخول في خطر الصرف بالنسبة للمؤسسة تظم خطوات التفاوض و الاتفاق حول الأسعار، الكمية....، و بالتالي فعلى أساس العرض يتم إبرام العقد و تدخل العملية مرحلة التسديد، و في هذه المراحل الأولى يكمن خطر الصرف فهو خطر كامن و موجود مع مرحلتي العرض و مرحلة تنفيذ الطلبية ثم تليها مرحلة إعداد الفاتورة للمستورد و عندما تتم التسوية يتم معها التأكد من التعرض لخسائر متعلقة بتقلب سعر الصرف و هذا ما يجعل تسمية خطر الصرف في المحطات الأخيرة بالخطر الأكيد و الذي يتطلب ترتيب و تنظيم حالة و وضعية الصرف بالنسبة للمؤسسة.

### 4 وضعية الصرف

من آثار خطر الصرف نجد الربح و الخسارة التي تحققها المؤسسة من خلال اتخاذ وضعية معينة، و هناك ثلاث وضعيات صرف تكون فيها المؤسسة معرضة لهذا الخطر، و هم كالتالي<sup>25</sup>:

أ- وضعية الصرف الصفرية: في هذه الحالة تكون أصول المؤسسة بالعملة مساوية لخصومها بنفس العملة، و على هذا الأساس فإن التغيرات في أسعار الصرف العملات لا يكون لها أثر سلبي أو ايجابي على المؤسسة.

ب- وضعية الصرف المفتوحة:

1- طويلة: أي أن المنتجات أكبر من الديون بالعملة الأجنبية، فإن تغير سعر الصرف

نحو الانخفاض سوف يعطي للمؤسسة ربح في الصرف.

2- قصيرة: أي أن المستحقات أقل من الديون بالعملة الأجنبية، فإن تغير سعر الصرف

نحو الانخفاض سوف يعطي للمؤسسة خسارة في الصرف.

### المطلب الثالث: تسيير مخاطر الصرف

**التغطية من خطر الصرف:** لقد أثبتت التجارب الحديثة أن تقلبات أسعار صرف العملات من الممكن أن تؤدي إلى مخاطر اقتصادية كبيرة سواء على المستوى الكلي ( كأن تكون سببا مباشرا لحدوث تضخم ) أو على المستوى الجزئي بضياح مكاسب قد تؤثر على بقاء المؤسسة و استمرارها، و في هذا الصدد لوحظ تطور كبير في الأساليب التي يمكن اللجوء إليها لتغطية مخاطر الصرف حتى أنها تشهد يوما بعد يوم آخر ظهور أدوات و صور جديدة تسير و تستجيب للأوضاع و التوقعات المختلفة و المرتبطة بالصرف، و بالنسبة للمؤسسة التي تقوم بتعاملات على المستوى الخارجي تقف أمام عدة خيارات:<sup>26</sup>

أ- **عدم التغطية:** هناك مجموعة من الوضعيات تجعل المؤسسة لا تقوم بتغطية خطر الصرف

فيمكن للمؤسسة الاستناد على بعض القرائن تجعلها تفضل التخلي عن تسيير هذا المتغير،

منها و على الخصوص عندما تكون العملات الأجنبية تتميز بقدر كبير من الاستقرار، كذلك

عندما تتحمل خطر الصرف الأطراف الأخرى أو يتم التعامل بالعملة الوطنية للمؤسسة، أيضا

قد تكون التكاليف التي يتطلبها تسيير خطر الصرف كبيرة، و من الملاحظ حول هذا البديل

25 [www.corporatefinanceinstitute.com](http://www.corporatefinanceinstitute.com)

26 <http://www.eur-export.com>



## الفصل الأول: الأدبيات النظرية و التطبيقية لسعر الصرف

( عدم التغطية ) هو توجه بعض المؤسسات و بغرض المضاربة إلى عدم التغطية و اختيارها لعملات غير مستقرة و الهدف من ذلك تحقيق الأرباح.

ب- **التغطية النظامية:** في إطار هذا البديل يجب التغطية بطريقة آلية ومفادها أن ظهور أي عملية متعلقة بالصرف الأجنبي تتطلب التغطية، وهذا البديل يعتبر مناسباً عندما يكون المتعاملون مع المؤسسة من دول مختلفة بحيث تتميز عملات هؤلاء المتعاملون بالتطايير.

ت- **التغطية الانتقائية:** في إطار هذا البديل تقرر المؤسسة وضع منهجية لتحديد متى تقوم بتغطية خطر الصرف وذلك عن طريق تطبيق معايير ومستويات قبول التعرض لهذا الخطر، ويتطلب التدخل الانتقائي متابعة التوقعات المتعلقة بتطورات أسعار الصرف.

### أولاً: التقنيات الداخلية لتغطية مخاطر الصرف Internal Techniques

يقصد بهذه التقنيات الأساليب والطرق التي يمكن للمؤسسة استخدامها والتأثير فيها لتقليل خطر الصرف، وتتاح مجموعة من الأساليب والتقنيات التي تلعب المؤسسة فيها دوراً فعالاً لتغطي مخاطر الصرف ومن أهمها<sup>27</sup>:

#### 1 التأثير على الآجال Impact on deadlines

وهي التقنيات التي تحاول المؤسسة من ورائها التأثير على الفترات المتعلقة بتعاملاتها وعلى آجال تحصيل المستحقات أو دفع ديون، ويندرج ضمن هذه الفئة:

**1-1 تسيير آجال العملية:** إن الإجراء المسمى بـ (LEADS and LAGS) يتمثل في تنويع آجال الدفع من أجل الاستفادة من التطور الإيجابي لأسعار الصرف، حيث يتم تعديل آجال أو تواريخ تحصيل الحقوق (مصدر) أو دفع الالتزامات (مستورد) ما أمكن ذلك تبعاً لتغيرات سعر الصرف.

فـ "LEADS" هي عبارة عن المدفوعات المسبقة بينما "LAGS" هي المدفوعات المؤجلة وهذه العملية ليست في الحقيقة تقنية لتغطية خطر الصرف، ولكن طريقة تحاول المؤسسة حسب توقعاتها الاستفادة من التقلبات في سعر الصرف.

فعندما يتوقع المصدر زيادة سعر العملة المحرر بها عقد التصدير فإنه يمنح آجال كبيرة للمستورد لتحصيل المبلغ المستحق له. لكن إذا كان يتوقع عكس ذلك أي انخفاض قيمة العملة المحرر بها العقد،

27J. Peyrard, G.Soularue, Risque de change et gestion de l'entreprise, p 110.

## الفصل الأول: الأدبيات النظرية و التطبيقية لسعر الصرف

فسوف يحاول تسريع عملية قبض المبالغ المستحقة. أما بالنسبة للمستورد فإنه سوف يقف عكس هذا الموقف تماما.

إلا أن هذه التقنية تكتنفها مثالب متعلقة أساسا بمدى صحة التوقعات بشأن سعر صرف العملات المعنية من جهة وبمدى القدرة التفاوضية للمؤسسة للحفاظ على تعاملها من جهة ثانية.

**1-2 منح الخصم بهدف الدفع المسبق:** المصدر يستطيع أن يتحكم في خطر سعر الصرف بمنحه خصما في مقابل قيام الزبون بدفع المبلغ المستحق لفائدة المصدر قبل تاريخ الاستحقاق، وذلك إذا ما توقع بأن سعر صرف عملة الفوترة عرضة لتغير كبير خلال فترة وجيزة من الزمن. هذا المبلغ المخصوم يتناسب عادة و تكلفة تغطية خطر الصرف من قبل المصدر، و النتيجة هي تفادي خطر الصرف بالإضافة إلى زيادة حجم السيولة لدى المؤسسة المصدرة، وعدم ضرورة تحمل خطر الاقتراض من جهة، ومن جهة أخرى قد يلجأ المصدر إلى توظيف المبلغ المحصل في السوق للحصول على عائد يمكنه من إلغاء تكلفة الخصم أو التقليل منها<sup>28</sup>.

**1-3 حسابات الاعتراض:** و هي حسابات بنكية متواجدة في دولة أجنبية الغرض منها تلقي المدفوعات لصالح المؤسسة المصدرة من قبل الزبائن المقيمين في هذه الدول الأجنبية مما يؤدي إلى التقليل من الوقت الضروري لتحصيل هذه المبالغ و بالتالي يقلص إلى حد كبير من خطر الصرف و احتمال وقوعه<sup>29</sup>.

### 2 التأثير على حجم الديون بواسطة عملية المقاصة

**1-2 التغطية الذاتية و Application Markets:** و يتمثل في إجراء مقاصة بين ذمة ودين محررين بنفس العملة ولهما نفس تاريخ الاستحقاق بحيث تقوم المؤسسة بتغطية متبادلة للمبلغ الأقل، وهنا يستمر احتمال تعرض المؤسسة لخطر الصرف بالنسبة للرصيد المتبقي فقط.

أما سوق التطبيق (Application Markets) فهي طريقة تقضى بالسماح للمؤسسة التي بحوزتها رصيد من العملة الصعبة باستعماله لسداد مدفوعات ديون أو التزامات ناتجة عن عمليات مالية أو تجارية بالعملة الصعبة كذلك ذلك من خلال وسيط مالي عادة بنك.

يوجد نوعان من الأسواق التطبيقية:

- أسواق تطبيقية مع ضرورة تحويل الأموال. هذه التقنية تستند إلى تحويل فعلي للعملة. فالمؤسسة التي تقوم بدفع المستحقات لمورديها مستعملة بذلك العملات التي تتلقاها من زبائنها الأجانب،

28 د. عبد الحق بوغروس، إدارة مخاطر سعر الصرف، مؤتمر إدارة المخاطر و اقتصاد المعرفة، ص5.

29 Jean Pierre Jobard , Finance, Finance d'entreprise, Marche, Diagnostic Financier, Edition Dollor, Paris, 1994, p 310.

## الفصل الأول: الأدبيات النظرية و التطبيقية لسعر الصرف

هذه المؤسسة سوف لن تتعرض إلى أخطار سعر الصرف، بالإضافة إلى تناقص حجم العملات البنكية التي تدفعها خاصة عمولات الصرف.

- أسواق التطبيق بدون تحويل للأموال، وهي عمليات مقاصة من نوع خاص وتكون ممكنة عندما يكون الطرفين أي الدائن والمدين كلاهما مدين ودائن للطرف الآخر بمبلغ معين، هنا فإن الرصيد فقط الناتج عن عملية المقاصة هو الذي يكون محل تحويل أو تغطية من خطر الصرفوهي تعتبر كذلك تغطية ذاتية.

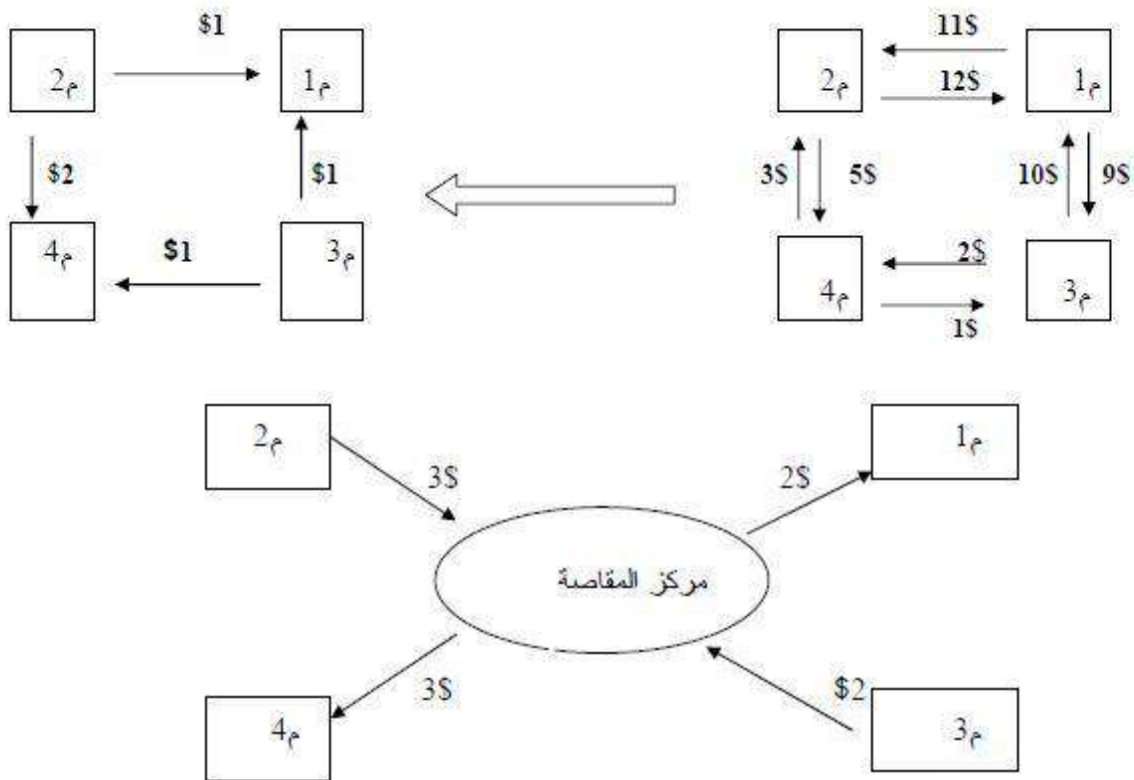
**2-2 المقاصة المتعددة الأطراف للمدفوعات NETTING:** وهذه التقنية تطبق بشكل خاص على المؤسسات ذات الفروع المتعددة والمتواجدة في دول أجنبية وتكون بينها روابط مالية أو تجارية وبموجبها يتم تنظيم مقاصة بين ديون ومستحقات هذه الفروع ويسمح ذلك بتقليص عدد ومبالغ التحويلات فيما بينها ويقتصر الأمر على دفع فوارق الديون. وهنا يجب الاتفاق على تاريخ مرجعي لعمليات التسديد بين مختلف هذه الفروع وكذا العملة المستعملة وسعر الصرف المتفق تطبيقه.

ومن نتائج هذه المقاصة المتعددة الأطراف تخفيض حجم المبالغ المحولة، وما ينتج عنه من اقتصاد في العمولات المصرفية المرتبطة بها، بالإضافة إلى تقادي اللجوء إلى العمليات الخاصة بتغطية خطر الصرف والتي تكون في بعض الأحيان جد مكلفة.

**2-3 مراكز إعادة الفوترة بالعملة الصعبة Foreign currency discount centers:** في بعض التجمعات العالمية أو مراكز الأعمال يتم مركزة إدارة خطر الصرف بيد مركز لإعادة الفوترة هذه التقنية تشبه إلى حد كبير عملية NETTINE ، لكن عملية إعادة الفوترة هدفها الأساسي ليس إجراء مقاصة للتدفقات ما بين أعضاء نفس التجمع، لكن هدفها هو إما تجميع المدفوعات الخاصة بعمليات الاستيراد إلى خارج أو داخل المجموعة، أو تجميع المقبوضات المترتبة على عمليات التصدير إلى داخل التجمع أو داخل أعضاء نفس التجمع.<sup>30</sup>

30 Jean Pierre Jobard , 1994, OP.Cit, page 310.

شكل رقم (1-6): فكرة عمل مركز المقاصة



المصدر: Patrice Fontaine, Gestion du risque du change, p100

### 3 وسائل وتقنيات داخلية أخرى

#### 3-1 التأثير على التدفقات التجارية للمؤسسة:

تلجأ المؤسسة إلى هذا الإجراء بناء على توقعاتها المستقبلية بشأن أسعار صرف العملة فإذا توقعت حدوث تغيرا كبيرا في سعر صرف العملة خلال فترة قصيرة من الزمن تقوم بتعديل برنامج استيرادها من المستلزمات الإنتاجية و ذلك برفع الكميات المستوردة ، و تسعى إلى تسريع طلباتها تجنباً للخسارة المحتملة و العكس في حالة التصدير

#### 3-2 الفوترة بالعملة الوطنية أو اختيار عملة أقل تطايراً:

قد تلجأ بعض المؤسسات التي تكون لها هذه الإمكانيات متاحة باختيار عملة الفوترة حيث تحتار تلك العملة التي تعرف استقراراً في قيمتها إلا أن المؤسسات في الدول النامية عادة ما تكون مضطرة لقبول عملات دولية مفروضة عليها وليس لها إمكانيات اختيار عملة الفوترة إلا نادراً.

### ثانياً: التقنيات الخارجية لتغطية خطر الصرف External Techniques

عندما تعجز الإجراءات التي تتخذها المؤسسة على مستواها من تفادي خطر الصرف، يمكن لها أن تلجأ إلى تقنيات أخرى للتغطية، سواء كان ذلك من خلال اللجوء إلى السوق أو التعامل مع مؤسسات مالية متخصصة في هذا المجال، هذه التقنيات تسمى بالتقنيات الخارجية وتميز فيها مجموعتين من الآليات يمكن بيان منها ما يلي:

- مجموعة التقنيات التي تتمحور حول التثبيت النهائي لسعر الصرف في وقت نشأة هذا الخطر، كالصرف الآجل، التسييق بالعملة أو العقود الآجلة، إلا أن سلبيتها الأساسية تكمن في عدم تمكن المؤسسة المستعملة لها من الاستفادة من أي تطور إيجابي قد يطرأ على سعر الصرف مستقبلاً.
- مجموعة التقنيات التي تحمي المؤسسة من خطر الصرف مع إمكانية استفادتها من أي تطور إيجابي لسعر الصرف، وهي تتمثل أساساً في استعمال الخيارات على اختلاف أنواعها (OPTIONS).

### 1- الصرف الآجل The forward exchange

الصرف الآجل عبارة عن اتفاق على شراء أو بيع مبلغ بالعملة مقابل عملة أخرى بسعر صرف محدد غير قابل للمراجعة ونهائي في تاريخ لاحق متفق عليه.

إن عقد الصرف الآجل بالعملة من نتائجه إمكانية تثبيت حال التعاقد سعر الصرف المستقبلي، فهو يلغي خطر الصرف عند نشأته من خلال تثبيت سعر الصرف مما يسمح بتحديد تكلفة الصفقة التجارية قبل مبادلة العملات (أي قبل عملية الدفع في تاريخ الاستحقاق)<sup>31</sup>.

وعادة فإن سعر الصرف الآجل مختلف عن سعر الصرف العاجل أو الحاضر، إلا في حالات نادرة جداً، وعندما يكون الفرق بين السعيرين إيجابياً نسميه REPORT وعندما يكون سلبياً نسميه DEPORT إذا يمكن كتابة المعادلة التالية:

$$\text{سعر الصرف الآجل} = \text{سعر الصرف العاجل} + \text{REPORT أو -DEPORT}$$

فالصرف الآجل من أهدافه تمكين المؤسسة التي ستتلقى أو تدفع مبلغ بالعملة الأجنبية من أن تلجأ إلى بنك تجاري أو أي مؤسسة مالية أخرى من أجل تثبيت سعر الصرف الذي سيستعمله هذا البنك في

31 PATRICE FANTINE, «Gestion du risque de change», ED economica, paris 1996. PAUL R KRUGMAN, MORICE OBSFELD, «l'économie internationale», 3ème, p 74.

## الفصل الأول: الأدبيات النظرية و التطبيقية لسعر الصرف

شراء أو بيع هذا المبلغ بالعملة و يمكن معالجة هذا الموضوع من وجهة نظر المستورد و كذا المصدر على النحو التالي:

\* **حالة المصدر:** فالمصدر الذي يتوقع تلقي مبلغ بالعملة الأجنبية، و هو في نفس الوقت يخشى أو يتوقع انخفاض قيمة هذه العملة و ما قد يلحق به من خسائر و تلاشي أرباحه من عملية التصدير التي قام بها أو تآكل أرباحه المحققة، فعن طريق بيع العملة بالأجل يستطيع المصدر من تثبيت سعر صرف عملته المحلية مقابل العملة الأجنبية و هكذا يكون بإمكانه أن يعرف مسبقا المبلغ بالعملة المحلية الذي سوف يتلقاه في تاريخ الاستحقاق.

فالبانك في هذه الحالة يتلقى أمر من المصدر لبيع العملة الأجنبية مقابل الوطنية، إذا يكون على البنك بموجب هذا العقد أن يشتري هذه العملة الأجنبية في تاريخ الاستحقاق. الخطوة التالية في هذه التقنية هي قيام البنك، ومباشرة بعد الالتزام السابق ببيع المبلغ بالعملة الأجنبية (المقترض)، يقوم البنك باستثماره بفائدة إلى تاريخ الاستحقاق. في هذا التاريخ يسدد البنك المبلغ بالعملة الأجنبية الذي اقترضه (عادة من السوق ما بين البنوك) مستعملا في ذلك المبلغ الذي يتلقاه من زبونه في مقابل المبلغ بالعملة المحلية المستثمر كوديعة.

\* **حالة المستورد:** فالمؤسسة التي ترتقب القيام بدفع دين بالعملة الأجنبية في تاريخ لاحق و تخشى ارتفاع سعر صرف هذه العملة مقابل العملة المحلية، هذه المؤسسة قد تتبع طريقة شراء العملة بالأجل بغرض حماية نفسها من احتمال ارتفاع سعر الصرف، ومنه فإنها تكون على علم مسبق بالعملة المحلية الواجب الدفع مقابل إطفاء هذا الدين في تاريخ الاستحقاق الأمر الذي يمكنها من تحديد سعر تكلفة السلع المستوردة بدقة وتقادي خسائر لاحقة.

فالبانك يتلقى من المستورد أمر شراء أجل العملة الأجنبية مقابل العملة المحلية، أي بعبارة أخرى يكون على البنك أن يبيع عملة أجنبية محددة بذاتها للمستورد.

### 2- القروض المتقاطعة بالعملة SWAPS

تتلخص هذه التقنية في قرصين متبادلين بنفس المدة وبنفس المبلغ، ويعملتين مختلفتين وهو يعني الدفع الفعلي للمبالغ المنفق بشأنها واسترجاعها في تاريخ الاستحقاق حيث يتم، وعملية SWAP الخاص بالعملة يمكن أن يكون محل تعاقد بين مؤسستين في نفس الدولة (مصدر، ومستورد) لهما نفس الحاجة المتناظرة ولكن هذه حالة نادرة الوقوع وأغلب هذه العمليات في الحياة العملية تتم بين البنك وزبائنه، و تكون هذه العمليات عموما لفترات طويلة من 5 إلى 10 سنوات بمبالغ كبيرة.

### 3- العقود المستقبلية Futures contracts

إن العقود المستقبلية تقنية حديثة نوعاً ما إذا ترجع نشأتها إلى سنة 1972 عندما قررت بورصة المواد الأولية لـ شيكاغو إنشاء فرع يسمى بـ (International Monetary Market (IMM، و الذي من خلاله تم تداول أول العقود المالية الآجلة الخاصة بالعملات الأجنبية.

و العقد المستقبلي هو عبارة عن التزام ينشأ بمجرد توقيع العقد، بشراء أو بيع عملة محددة بسعر محدد و تاريخ معلوم، و الفكرة الأساسية في التغطية ضد خطر الصرف في السوق المستقبلي هي محاولة الوصول إلى وضعية صرف (exchange position) في المستقبل مناقضة لوضعية الصرف الحالية في السوق الفورية و يمكن توضيح ذلك كما يلي:

جدول رقم (1-3): يوضح حالة المستورد المصدر لوضعية الصرف

حالة المصدر	حالة المستورد
Longe Position وضعية صرف طويلة.	Short positon وضعية صرف قصيرة.
- ذمة بالعملة الأجنبية أو تدفق إيجابي بالعملة مستقبلاً.	- ديون بالعملة الأجنبية أو تدفق مستقبلي سالب بالعملة.
الخطر: انخفاض قيمة العملة	الخطر: ارتفاع قيمة العملة
بيع عقود آجلة	شراء عقود آجلة
في حالة الانخفاض، فإن الربح المحقق في العقود الآجلة يعوض الخسائر المحتملة في الحاضر والعكس صحيح.	في حالة ارتفاع قيمة العملة فإن الربح المحقق في العقد الآجل يعوض الخسارة الحاضرة والعكس صحيح.

**بالنسبة لخطر الصرف :** فإن آلية عمل هذه الطريقة هي أن يتخذ الطرف المعنى بتغطية خطر الصرف المتوقع، في العقود المستقبلية وضعية معاكسة لوضعيته في السوق العاجل للعملات الأجنبية، حيث تسمح له هذه الطريقة بتعويض الخسارة المحتملة في أحد السوقين بالأرباح المحققة في السوق الثاني. فالمتعامل الذي يريد تغطية وضعية قصيرة يشتري عقد تتناسب قيمته مع وضعيته هذه، وبعد حلول الأجل يقوم بالمقارنة بين السعر العاجل وسعر عقد الشراء، فإذا كان السعر العاجل أكبر من سعر التعاقد فهي

تعتبر خسارة يتم تعويضها عن طريق العقد الآجل والعكس. ولا يتم عادة التسليم الفعلي للعقد بل يتم إجراء مقاصة بين السعيرين العاجل وسعر العقد، والعكس بالنسبة لصاحب الوضعية الطويلة.

### 4 - خيارات العملة Currency Option

يعتبر عقد قانوني يعطي حامله الحق و ليس الضرورة في شراء أو بيع عملات بسعر محدد خلال فترة زمنية تحدد عادة بثلاث أشهر، و عقود الخيار هي عمليات آجلة Forward و عمليات مستقبلية Futures ، و أهم ما تتميز به هو أن الطرف المشتري في العقد له الحق في الاختيار بين إتمام العملية أي تنفيذ العقد أو التخلي عن العملية مقابل علاوة Prime غير قابلة للرد يدفعها المشتري للبائع مقدما عن التعاقد<sup>32</sup>.

**4-1 خصائص خيارات الصرف:** إن خيارات الصرف تشمل على مجموعة كبيرة من العقود بالعملات الأجنبية و التي يمكن التفرقة بينها حسب:

- (1) نوعية أو طبيعة العملة المقابلة.
  - (2) اتجاه العملية (بيع أو شراء).
  - (3) شروط التنفيذ: سواء في تاريخ الاستحقاق أو خلال فترة الحياة.
- و يسمى حق شراء العملة ضمن خيارات العملة ب Call أما حق البيع فيسمى بPUT، فخيار الشراء يكون له دائما مقابل و هو بيع عملة أخرى، فمثلا خيار شراء USD مقابل FF هو CALL/USD و في نفس الوقت بيع فرنك فرنسي هو: CALL USD/FF و بطريقة أكثر وضوحا نقول أنه CALL USD/PUT FF.

و هنا يجب الإشارة إلى الاختلاف الكبير بين وضعيتي البائع و المشتري لخيار العملة، فالمشتري لخيار العملة (سواء شراء خيار CALL أو PUT) يكتسب حق شراء أو بيع عملة في تاريخ محدد أو ضمن فترة محددة، في مقابل ذلك فإنه يدفع عمولة للبائع الذي يكون بدوره ملتزما بتنفيذ رغبة المشتري، لذلك يمكن القول أنه توجد أربعة احتمالات ممكنة:

- المشتري ل CALL يكتسب حق شراء عملة A مقابل عملة B.
- بائع ل CALL عليه أن يسلم عملة A مقابل العملة B عند طلب المشتري.
- مشتري PUT يكتسب حق بيع عملة A مقابل العملة B
- بائع PUT عليه أن يستلم أو يشتري عملة A مقابل العملة B عند طلب المشتري لذلك.

32 صندوق النقد الدولي، الاحتياطات الدولية و السيولة بالعملة الصعبة، ص37.



## الفصل الأول: الأدبيات النظرية و التطبيقية لسعر الصرف

في تاريخ الاستحقاق فإن هذا الخيار OPTION يمكن أن تكون محل تنفيذ أو أن يتم التخلي عنها من قبل حائزها بحسب ظروف السوق تاريخ الاستحقاق. كما توجد إمكانية أخرى و هي إعادة بيع الخيارات قبل تاريخ الاستحقاق بدلا من تنفيذها.

و يسمى سعر تنفيذ الخيار بسعر التنفيذ Exercise Price، و يعني سعر الصرف الذي تم الاتفاق عليه عند التعاقد على الخيار، و الذي ينفذ المشتري بموجبه إذا كان ذلك مريح له.

• فعندما يكون سعر التنفيذ يساوي السعر الفوري SPOT في تاريخ التوقيع على العقد نقول أن الخيار AT THE MONEY.

• عندما يكون سعر التنفيذ أحسن من السعر الفوري فإننا نقول أن الخيار IN THE MONEY. هذا هو الحال بالنسبة لـ CALL عندما يكون سعر التنفيذ أقل من السعر الفوري، أما بالنسبة لـ PUT فإن هذه الحالة تنطبق عندما يكون سعر التنفيذ أعلى من السعر الفوري.

أما الحالة الأخيرة هي عندما يكون سعر تنفيذ الخيارات غير ملائم هنا يقول أن الخيار Out of the Money، و هذه الحالة تنطبق بالنسبة لـ PUT عندما يكون سعر التنفيذ أقل من السعر الحالي.<sup>33</sup>

و يمكن اختصار الاحتمالات السابقة ضمن الجدول التالي:

جدول رقم(1-4): اختصار احتمالات خيار العملة

	CALL	PUT
In the money (ITM)	EP < SPOT	EP > SPOT
At the money (ATM)	EP = SPOT	EP = SPOT
Out of the money(OTM)	PE > SPOT	PE < SPOT

المصدر: د. عبد الحق بوعتروس، مداخلة بعنوان تقنيات إدارة مخاطر سعر الصرف

و تستعمل خيارات العملة سواء من أجل حماية الوضعية الطويلة أو الوضعية القصيرة:

33 د. عبد الحق بوعتروس، مرجع سابق، ص14.

#### 1-4 حماية وضعية الصرف الطويلة Protection of a long position

هذه الوضعية نجدها في مؤسسة تتوقع استلام عملة من الغير، كالمؤسسة التي قامت بتصدير سلعة أو تلك التي تتوقع تحصيل مبلغ بالعملة الصعبة، و تخشى من انخفاض قيمة هذه العملة في مقابل العملة المحلية. و هنا يمكن أن تواجه المؤسسة واحدة من الاحتمالات الثلاث التالية :

- البقاء في وضعية صرف مفتوحة أي عدم اتخاذ أي إجراء من أجل تغطية خطر الصرف و هذا الموقف تقفه المؤسسة عادتاً عندما تتوقع تحسن سعر الصرف.
- محاولة تغطية خطر الصرف من خلال بيع أجل للعملة المتوقع الحصول عليها، و هذا موقف حذر يمنح صاحبه اليقين ببيع العملة بسعر معروف مسبقاً، و هذا السعر المتفق عليه يكون ملائم للمؤسسة عندما تكون العملة بصدر Report، و غير ملائم إذا كانت العملة بـ Deport، كذلك في هذا الموقف لا يسمح الاستفاداة من أي تطور إيجابي في السوق أي، ارتفاع سعر العملة.
- استعمال إستراتيجية تعتمد على الخيارات فالمصدر في هذه الحالة و بدفعه لعمولة يستطيع أن يشتري خيار ببيع عملة و الذي يمكنه من تجنب خطر الصرف، في الوقت ذاته يمكنه من الاستفاداة من أي تطور إيجابي في السوق كما يحق له التخلي عن استعمال هذا الخيار أو بيعه قبل الاستحقاق، حيث يخشى انخفاض قيمة العملة المتوقع الحصول عليها، فيقوم بشراء حق بيع بسعر التصرف لمدة معينة مع دفع علاوة للبائع، فإذا انخفض السعر العاجل للعملة مقارنة بسعر التصرف عند حلول الأجل يمارس المتعامل حقه في البيع وفق السعر المتفق عليه، أما إذا ارتفع سعر الصرف العاجل مقارنة بسعر التصرف هنا يتخلى المتعامل عن حقه، طالما أن السعر العاجل يغطي له تكلفة العلاوة و يحقق له تفادى الخسارة التي كانت متوقعة، كما يمكن أن يحقق له ربحاً.

#### 2-4 حماية وضعية الصرف القصيرة Protection of the short position

و تنشأ هذه الوضعية عندما نكون بصدد مؤسسة مستوردة و التي يترتب عليها دين بالعملة الأجنبية أو المؤسسة التي اقتضت عملة أجنبية و يكون عليها تسديد هذه المبالغ مستقبلاً، و هنا تكون أمام المؤسسة الإمكانيات التالية :

- المؤسسة تفضل البقاء في وضعية صرف مفتوحة كونها تتوقع انخفاض قيمة العملة محل التسديد.

## الفصل الأول: الأدبيات النظرية و التطبيقية لسعر الصرف

- المؤسسة تعمل على حماية نفسها في خطر الصرف بشراء العملة في الأجل و يؤدي ذلك إلى تثبيت سعر العملة المتوقع أن تسلم لها، لكنها لن تستطيع أن تستفيد من أي تطور إيجابي في سعر السوق أي بمعنى آخر لن تستطيع أن نجني أي ربح من انخفاض سعر الصرف في المستقبل.
- الاحتمال الآخر هو قيام هذه المؤسسة بحماية نفسها من خلال شراء خيارات صرف العملة، و تدفع للبائع علاوة ، عند انقضاء المدة نكون بصدد حالتين، إما ارتفاع سعر عملة التسديد (السعر العاجل) هنا تمارس المؤسسة حقها في الشراء لأن سعر التصرف زائداً للعلاوة أقل من السعر العاجل ، أما إذا انخفض السعر العاجل عند حلول الأجل فمن مصلحة المؤسسة المعنية التخلي عن حقها (خيار الشراء) طالما أن الفارق بين السعرين يغطي لها العلاوة و يمكن أن يحقق لها ربح و من تم تمكنت من تجنب خسارة سعر الصرف .

### 5- تغطية خطر الصرف عن طريق شركات التأمين على التجارة الخارجية :

قد تستفيد المؤسسات الاقتصادية بالضمانات التي تقدمها بعض شركات التأمين المتخصصة في تأمين العمليات المتعلقة بالتجارة الخارجية، و توفر هذه الضمانات لمستعمليها حماية لا تقل أهمية عن الحماية التي توفرها تقنيات التغطية السابقة الذكر.

و تغطية خطر الصرف، عن طريق شركات التأمين هذه، يدخل ضمن نفس منطق التقنيات الخاصة بتغطية خطر الصرف التي سبق التعرض لها، ذلك أن الفكرة الأساسية هي ضمان سعر صرف اجل.

و هذه الشركات كانت تستعمل من قبل المؤسسات الاقتصادية التي لم يكن بإمكانها استعمال طريق التغطية السابقة بسبب وجود رقابة صارمة على سياسة الصرف أو عدم إمكانية أو استحالة تغطية خطر الصرف بالنسبة لعملات معينة ( كما كان الحال بالنسبة لدول المعسكر الشرقي سابقاً).

و تختلف هذه الضمانات المقدمة من شركات التأمين من شركة إلى أخرى بحيث قد تتعلق هذه الضمانات بـ:

- ضمانات تطبق على الصادرات والواردات والضمان هنا ينصب على رقم الأعمال المرتقب (تصدير) أو حجم المشتريات المتوقع (الاستيراد)-فالمؤسسة طالبة الضمان يمكن لها أن تختار فترة التغطية التي تمتد من 3 إلى 18 شهراً وكذلك العملة المراد تغطيتها من بين العديد من العملات التي تغطيها هذه الشركات. وتجدر الإشارة إلى أن تكلفة التغطية تعتمد على ماهية العملة المغطاة ومدة التغطية (العمولة من 0.09 % إلى 1.9 %). وسعر الصرف المغطى هو سعر الصرف الفوري تاريخ التوقيع على الاتفاق بين المؤسسة وشركة التأمين، بالإضافة إلى أن المؤمن قد يستفيد من جزء من الأرباح الناجمة في التميز الإيجابي لسعر الصرف

- الضمانات المقدمة للمصدر لتغطية الخسائر المحتملة الممكنة الوقوع في حالة انخفاض سعر الصرف بين تاريخ تقديم العرض من المصدر إلى زبونه، وتاريخ التوقيع الفعلي للعقد .  
بالإضافة إلى أنواع أخرى خاصة من الضمانات ومن أهم هذه الشركات: Coface في فرنسا ، Hermes في ألمانيا، Sace إيطاليا، ECGD بريطانيا، EximBank في الولايات المتحدة الأمريكية ، Miti اليابان، Cagex في الجزائر .

### المبحث الثاني: الأدبيات التطبيقية

#### المطلب الأول: الدراسات العربية و الأجنبية

##### الدراسات العربية

دراسة د.علي جبران عبد العلي الخفاجي، "قياس استجابة أسعار الأسهم لتحركات سعر الصرف" دراسة تطبيقية في سوق العراق: تفحص تأثير تقلبات يعر صرف الدينار العراقي على تقلب عوائد الأسهم بالنظر لتحركات أسعار الأسهم، و بالتالي عوائدها احد المتغيرات الرئيسية في قياس اثر تقلبات أسعار الصرف على قيمة المنشأة، و استخدم عينة من أسهم 17 منشأة مالية مدرجة في سوق العراق للأوراق المالية للفترة 2003-2007، و بتحليله للتقلبات في سعر صرف العملة المحلية و التقلبات في أسعار الأسهم متمثلة بالعوائد وجد أن 16 مشاهدة فقط كانت ترتبط فيها التقلبات في أسعار الأسهم بعلاقة مع تقلبات العملة.

دراسة أ.د. عامر كاظم المعموري، الباحث سليم رشيد عبود الزبيدي، "أثر تقلبات أسعار الصرف على المؤشر العام لأسعار الأسهم"، دراسة تطبيقية لسفي سوق العراق للأوراق المالية للمدة (2005-2011)، مجلة الإدارة و الاقتصاد، العدد الثالث عشر: تهدف هذا الدراسة إلى معرفة أثر تقلبات سعر صرف الدينار العراقي، على المؤشر العام لأسعار أسهم الشركات، المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية و توضيح نوع العالقة بين تلك التقلبات و المؤشر العام لأسعار الأسهم، و أفصحت نتائج التحليل عن وجود عالقة سببية ثنائية الاتجاه بين المتغيرات المذكورة ، تتجه من سعر الصرف إلى المؤشر العام أسعار من جهة، ومن المؤشر العام لأسعار الأسهم إلى سعر الصرف من جهة أخرى، كما بينت نتائج متجه الانحدار الذاتي، أن لتقلبات أسعار الصرف تأثير متباين و باتجاهات مختلفة على المؤشر العام لأسعار الأسهم من شهر إلى آخر وحسب المدة المبحوثة للسوق المالي عينة البحث، وهذا يعني إمكانية استخدام سياسة سعر الصرف في التأثير على النشاط الاقتصادي من خلال التأثير في مؤشرات سوق الأوراق المالية ومنها المؤشر العام للأسعار ، وبالتالي توجيه سياسة سعر الصرف بالشكل الصحيح.

دراسة الداوي اليامنة، "أثر سعر الصرف على التجارة الخارجية"، دراسة حالة الجزائر للفترة 1990-2014 مقدمة لنيل شهادة ماستر أكاديمي، جامعة ورقلة: استهدفت هذه الدراسة قياس الأثر الكمي لعملة الدولار على الصادرات وعلى الواردات الجزائرية وذلك من خلال صياغة نموذج قياسي (نموذج التحليل الانحداري الاتجاهي var) لأثر تقلبات سعر الصرف الدينار الجزائري مقابل الدولار الأمريكي على التجارة الخارجية خلال الفترة الممتدة من سنة 1990 إلى سنة 2014 ، وتبين من النتائج المستخلصة لهذه الدراسة إلى وجود علاقة طردية بين سعر الصرف والصادرات وسعر الصرف والواردات.

دراسة منية خرياش، "أثر مخطر سعر الصرف على أداء محفظة الأوراق المالية"، دراسة حالة بورصتي عمان و السعودية لفترة 2010. مذكرة ماستر، جامعة ورقلة: يهدف هذا البحث إلى معرفة أثر مخطر سعر الصرف على أداء محفظة الأوراق المالية في بورصتي عمان و السعودية ، و دراسة إمكانية تطبيق النظريات الحديثة في مجال إدارة محافظ الأوراق المالية، كما يهدف البحث أيضا إلى إبراز أهمية التنوع الدولي في تدنئه مخطر سعر الصرف الذي يعد من المخاطر النظامية التي تتعرض لها الأصول المالية الداخلة في تكوين المحفظة عند مستوى معين من العوائد، و على هذا الأساس، تم اختيار عينة الدراسة من أسهم أفضل الشركات المدرجة في كل من بورصة عمان و السعودية خلال سنة 2010.

و قد خلصت الدراسة إلى أن كل من عدد الأوراق المالية الداخلة في تكوين المحفظة و كذا معاملات الارتباط فيما بينها ، بالإضافة إلى إستراتيجية التنوع الدولي ، تساهم في تدنئه المخاطر النظامية (مخطر سعر الصرف) إلى أدنى مستوى لها مع تحقيق مستوى مقبول من العوائد.

دراسة مشهور هذلول بربور، "العوامل المؤثرة في انتقال أسعار صرف العملات الأجنبية على مؤشر الأسعار في الأردن 1985-2006" أطروحة دكتوراه 2008: تهدف هذه الدراسة إلى تحديد العوامل المؤثرة في انعكاس التحركات في أسعار صرف العملات الأجنبية على مؤشرات الأسعار المحلية في الأردن ، خلال الفترة 1985-2006 للوصول إلى تحديد أهمية تلك العوامل ، ودرجة تأثيرها ، وسرعة انتقالها إلى مؤشرات الأسعار المحلية.

ولتحقيق هذا الهدف، قام الباحث بتقسيم الدراسة إلى جزئين رئيسيين، خصص الجزء الأول للجوانب النظرية في موضوع العوامل المؤثرة في انعكاس التحركات في أسعار الصرف وأنواع أنظمة الصرف، وأثر اختلاف هذه الأنواع على انتقال آثار أسعار الصرف ، والعوامل المؤثرة في تحديد أسعار الصرف.

في حين تناول الجزء الثاني من الدراسة، التحليل الإحصائي المتعلق باختبار الفرضية الأساسية التي تضمنتها هذه الدراسة، والمتعلقة بقياس أثر التحركات في أسعار صرف العملات الأجنبية على مؤشرات الأسعار في الأردن.

أظهرت نتائج تحليل استجابة ردة الفعل، وتحليل مكونات التباين وجود علاقة قوية بين اثر التحركات في أسعار صرف العملات الأجنبية على مؤشرات الأسعار في الأردن، وأن استجابة مؤشر أسعار تجارة الجملة للتحركات في أسعار الصرف كانت أكبر من استجابة مؤشر أسعار المستهلكين وذلك لرغبة المستوردين بامتصاص جزء من التحركات على حساب هوامشهم الربحية.

### الدراسات الأجنبية Foreign Studies

#### **Gendreau , B. ,and Heckman L. , "Emerging Market Equity Allocator", 2003:**

تناولت الدراسة تحليل تقلبات أسعار الصرف على عوائد أسهم المحافظ الاستثمارية في (27) سوق ناشئ و قد استنتجت أن محافظ الأسهم التي أعطيت أوزان اكبر للأسواق التي شهدت انخفاض أسعار الصرف عن المعدل قد تفوقت في 6 من 7 أسواق و بمعدل عائد كلي مقداره 5.6%، أما الأسواق الأخرى فقد حققت النتيجة ذاتها و لكن بمعدل عائد 1.7% فقط، وقد فسرت الدراسة هذه النتائج باستجابة أسعار الأسهم لتحركات أسعار الصرف.

#### **Choi Mun and Zeghal, D., " Exchange Rate Exposure to foreign Exchange Rate Movements, Journal of International Business Studies, Vol. 29 .No 3, 1998:**

استخدمت الدراسة التحليل المقطعي لاختبار العلاقة بين قيمة الشركة متمثلة بالعوائد التي تحققها الأسهم و أسعار الصرف على عينة مكونة من 188 شركة كورية، ووجدت أن سوق الأسهم يستجيب للمكاسب و الخسائر الناجمة عن أسعار الصرف عند تسعير الأوراق المالية إذ بينت النتائج بان 109 شركة تعرضت لمخاطر ايجابية زادت من قيمتها بينما عانت 79 شركة من مخاطر أثرت سلبا على عوائد الأسهم و بالتالي على قيمة الشركة.

#### **Ihrig, Jane "Exchange Rate Exposure of multinational, International Finance Discussion , paper , 2001 :**

ركزت الدراسة على مؤشر الأزمة المالية باعتبارها احد المتغيرات المستقلة المؤثرة على عوائد أسهم الشركات الأمريكية الكبيرة و قد أشارت النتائج إلى أن 25% من الشركات المتعددة الجنسيات تتعرض لمخاطر أسعار الصرف بنسبة 68% خلال الأزمات المالية التي تعصف بقيمة الدولار و قد قدم الباحث دليلا تجريبيا بان عوائد أسهم الشركات المبحوثة تتقلب بشكل اكبر أثناء الأزمات المالية

#### **Bonder, Gordon M., and Marston, R. " A simple model of Foreign Exchange Exposure " 2000 :**

استخدم الباحثان عوائد و كلف الشركات لتطوير تقديرات مباشرة للتعرض لمخاطر أسعار الصرف بالاعتماد على تعظيم ربحية الشركات بدلا من سلوك أسعار اسمها و قد وجدت الدراسة أن الشركات عينة البحث تتعرض إلى مخاطر منخفضة للصرف الأجنبي لكونهما توائم بين عوائدها بالعملة الأجنبية مع كلفها

بتلك العملة و تلجأ إلى استخدام تحوطات تشغيلية كمصدر وافي ضد التأثيرات العالية لتحركات أسعار الصرف.

**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:**

بدلا من أسعار أسهم الشركات أو عوائدها استخدم الباحثان التجارة الدولية للشركات كدالة للتعرض لمخاطر أسعار الصرف، و قد أشارت النتائج إلى أن 13%-17% من الشركات عينة البحث تتعرض لمخاطر تحركات أسعار الصرف و أن هناك علاقة ايجابية بين المشاركة في التجارة الدولية و التعرض لمخاطر العملات.

**المطلب الثاني: تعقيب عام حول الدراسات السابقة**

نلاحظ أن الدراسات التي أشرنا إليها كانت متنوعة فيما بينها من حيث وجهة تناولها لموضوع اثر سعر الصرف، من خلال الدراسات السابقة سنقوم بذكر أوجه الشبه والاختلاف. **أوجه الشبه:** أن أغلب الدراسات السابقة ركزت على دراسة اثر سعر الصرف على تقلبات مؤشر الأسعار، غير أن الدراستين العراقيتين و الدراسات الأجنبية ركزت على دراسة اثر سعر الصرف على سعر السهم باستخدام نفس المنهج الإحصائي و هو مكان متوافق مع دراستنا.

**أوجه الاختلاف:** أغلب الدراسات اختلفت من حيث استخدام الأدوات الإحصائية المطبقة، وكذلك من حيث مكان الدراسة، إضافة إلى أن اغلب الدراسات العربية لم تركز على دراسة اثر سعر الصرف على سعر السهم، على عكس الدراسات الأجنبية التي كانت تركيزها على علاقة سعر الصرف بسعر السهم أما يميز دراستنا على الدراسات السابقة أنها طبقت خلال أزمة تركيا الأخيرة و هي أزمة الليرة و التي مازالت تعاني منها إلى حد كتابة هذه السطور، حيث قمنا بدراسة أثر سعر الصرف على قيمة المؤسسة و المتمثل في سعر السهم خمسة أشهر بعد بداية الأزمة، إضافة إلى اعتمادنا على طريقة المربعات الصغرى (OLS).

### خلاصة الفصل

يعتبر الوقوف على الإطار النظري لسعر الصرف و مخاطره، و كيفية تغطيته و تسييره من الأمور الضرورية أمام كل الشركات التي تمارس التجارة الخارجية تصدير و إيراد، نظرا لأهميته الكبيرة في السوق الدولية من خلال عقد الصفقات البيع و الشراء وما له من وزن نظرا لنتائجه و انعكاساته على المؤسسة و على قيمتها في السوق المالي و قيمة عقد الصفقات الخارجية، حيث أن الفهم الحقيقي لهذه الظاهرة يؤدي بالشركة للتقليل من مخاطره و ربما الاستفادة منه بالطرق الأخرى.

كما وجدنا أنه تم إعداد العديد من الدراسات و البحوث المتعلقة بسعر الصرف التي اغلبها باللغة الأجنبية (الانجليزية)، و ما استخلصنا أن تأثير سعر الصرف يختلف من بلد لآخر و من سوق مالي لسوق مالي آخر، و من شركة لشركة، فهو ذو تأثير نسبي، وان اغلب الشركات متعددة الجنسيات لها إدارات مختصة لتسيير هذا المخطر.



## الفصل الثاني:

الدراسة القياسية لأثر سعر الصرف على سعر  
السهم

### تمهيد

بعد تقديم الجانب النظري و المتعلق بالمفاهيم الأساسية حول سعر الصرف و مخاطره و كيفية تسييره، بالإضافة إلى بعض الدراسات السابقة ذات صلة سنحاول في هذه الفصل القيام بالتحليل القياسي لأثر سعر الصرف على قيمة المؤسسة و المتمثل في سعر سهمها في بورصة اسطنبول وذلك بإتباع خطوات المنهج الاقتصاد القياسي.

ويتضمن هذا الفصل التطبيقي محاولة تهدف إلى تفسير المتغيرات المؤثرة على الظاهرة باستخدام الطرق القياسية والإحصائية التي تعتبر وسيلة وأداة هامة في فهم الظواهر الاقتصادية وصياغة النموذج ثم الدراسة الاقتصادية والإحصائية و القياسية للنموذج وتحليل نتائج تقدير النموذج القياسي خلال الفترة 02/22/2018-08/31/2018.

### المبحث الأول: دراسة تطور المتغيرات المفسرة لشركة ANADOLU ISUZU

#### المطلب الأول: تقديم عام لشركة ANADOLU ISUZU محل الدراسة

شركة Anadolu Isuzu Otomotiv Sanayi ve Ticaret A.Ş (الأناضول ايسوزو لصناعة السيارات و التجارة المحدودة) واحدة من الشركات الرائدة في تصنيع الحافلات المتوسطة الحجم و الشاحنات في أوروبا، هي شركة مساهمة مفتوحة تأسست في شراكة بين Anadolu Group من تركيا، و Isuzu Motors Limited و Itochu من اليابان.

يعود تاريخ شركة Anadolu isuzu الى شركة Çelik Montaj التي تأسست عام 1965 لصناعة الشاحنات الصغيرة و الدراجات النارية.

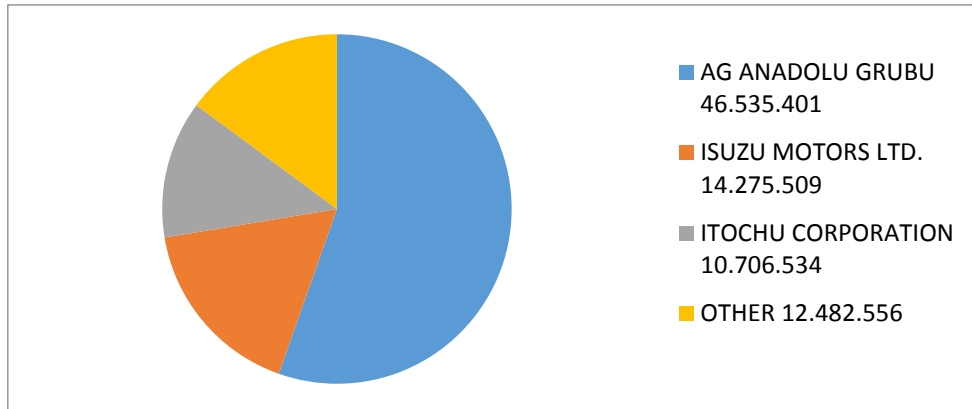
في سنة 1981 غيرت اسمها إلى Anadolu Otomotive Sanayi (الأناضول لصناعة السيارات)، لتتبعها توقيع اتفاقية بينها و بين شركة Isuzu اليابانية سنة 1983 لتبدأ إنتاج مركبات isuzu ، تليها اتفاقية شراكة بين Isuzu / Itochu / Anadolu Endüstri سنة 1986 لتكون أول شراكة تركية يابانية في قطاع السيارات.

في سنة 1995 قام الشريك الياباني Isuzu برفع أسهمه إلى 35% ليتغير اسم الشركة إلى ما هو عليه الآن Anadolu Isuzu و بدأ تداول أسهم الشركة منذ 1997 في بورصة اسطنبول.

لدى الشركة شهادة ISO 9001 ، OHAS18001 و ISO14001.

#### هيكل رأس المال الحالي لشركة Anadolu Isuzu

شكل بياني رقم (1-2): توزيع هيكل رأس مال الشركة



من إعداد الطالب حسب الجدول أدناه

## الفصل الثاني: الدراسة القياسية لأثر سعر الصرف على سعر السهم

جدول رقم (1-2): توزيع هيكل رأس مال الشركة

المساهمين	قيمة رأس المال	نسبة المساهمة
Anadolu group	46.535.401	55.40%
Isuzu motors ltd	14.275.509	16.99%
Itochu corporation	10.706.534	12.74%
آخرون	12.482.556	14.87%
المجموع	84.000.000	100%

المصدر [www.anadolisuzu.com.tr](http://www.anadolisuzu.com.tr)

بطاقة حول سهم الشركة

جدول رقم (2-2): بطاقة حول سهم الشركة

Anadolu Isuzu Otomotiv Sanayii ve Ticaret A.Ş	اسم الشركة
السيارات	قطاع العمل
بورصة اسطنبول BIST	بورصة التداول
ASUZI.IS	رمز السهم

المصدر: [www.foreks.com](http://www.foreks.com)

ملخص المؤشرات المالية

جدول رقم (2-3): ملخص بعض المؤشرات المالية

المؤشرات المالية	2014	2015	2016	2017
الوحدات المصنعة	7 680	11 162	5 240	6 366
الوحدات المباعة	8 898	9 907	7 333	6 678

## الفصل الثاني: الدراسة القياسية لأثر سعر الصرف على سعر السهم

963 126	829 811	935 495	729 144	صافي الدخل (ألف ليرة)
124 965	108 101	156 298	125 278	إجمالي الربح(ألف ليرة)
-0.5761	-1.8229	0.6980	1.3510	الدخل / (الخسارة) لكل مائة سهم
628.126	262 465	323 362	333 902	مجموع الأسهم(ألف ليرة)
1 453 484	885 067	881 203	692 637	مجموع الأصول(ألف ليرة)
334 282	250 367	193 938	-7 107	صافي المدفوعات المالية
53.2%	95.4%	60%	-2.1%	صافي الدخل المدفوعات / حقوق
33 458	28 708	54b 690	40 341	الاستثمارات (ألف ليرة)
875	823	944	869	عدد الموظفين

المصدر: [www.anadoluisuzu.com](http://www.anadoluisuzu.com)

### المطلب الثاني: دراسة تطور المتغيرات المفسرة

تتأثر تغيرات سعر السهم بمجموعة من المتغيرات الاقتصادية منها التقلبات في سعر الصرف، و سعر الفائدة التي أضيفت هذه الأخيرة لان لها تأثير كذلك على سعر الأسهم في السوق المالي و الهدف كذلك من إضافة سعر الفائدة هو للوصول لأفضل النتائج من خلال تقدير النموذج محل الدراسة، و كون أن النموذج القياسي يتكون من متغير تابع ويمثل (سعر السهم) و المتغيرات المفسرة السابقة الذكر، فسيتم أولاً دراسة تطور تغيرات سعر أسهم الشركة التركية (ANADULU ISUZU) ومن ثم دراسة تطور كل من المتغيرات المفسرة وبناءً على ذلك يتم تحديد العلاقات المتوقعة مبدئياً بين كل من اثر سعر الصرف إضافة لسعر الفائدة على سعر السهم .

### 1 مؤشر سهم شركة Anadolu ISUZU في البورصة التركية

الشكل البياني رقم (2-2): مؤشر سعر سهم شركة Anadolu isuzu



المصدر [finance.yahoo.com](http://finance.yahoo.com)

نلاحظ من الرسم البياني السابق أن سهم الشركة تلقى صدمة كبيرة بعد الأداء الضعيف حيث واصل السقوط من اعلي مستوى له بنسبة 57.43% بعد أن كان 14.45 ليرة ليسجل 8.30 ليرة في ادني مستوياته خلال فترة الدراسة و ذلك بعد انهيارات الليرة حيث ترتب على ذلك زيادة تخلي المستثمرين عن ملكية الأسهم و التوجه نحو خارج تركيا.

## 2 تطور سعر صرف الليرة التركية مقابل الدولار الأمريكي TRY/USD

شكل بياني رقم (2-3): مؤشر TRY/USD



المصدر [www.investing.com](http://www.investing.com)

نلاحظ من خلال الشكل البياني السابق السقوط الحر لليرة بالنسبة للدولار الأمريكي إذ فقدت أكثر من 45% من قيمتها، حيث كانت TRY=0.2638 ليصل إلى TRY=0.1587، وهذا بعد الضغط الكبير الحاصل على الليرة بسبب العقوبات الاقتصادية الأمريكية على تركيا، مما أدى إلى هروب المستثمرين (رؤوس الأموال) إلى الخارج.

### 3 تطور سعر الفائدة لليرة التركية interest rate

رسم بياني رقم (2-4): تطور سعر الفائدة لليرة التركية



المصدر: [stlouisfed.org](http://stlouisfed.org)

رفع البنك المركزي التركي سعر الفائدة من 8.75% إلى 18.50% في مسعى لوقف انخفاض و إنقاذ الليرة و هذا بعد تراجعها بحوالي 45%.

### 4 علاقة سعر صرف TRY/USD بمؤشر ASUZU.IS

رسم بياني رقم (2-5): علاقة TRY/USD بمؤشر ASUZU.IS



المصدر: [finance.yahoo.com](http://finance.yahoo.com)



## الفصل الثاني: الدراسة القياسية لأثر سعر الصرف على سعر السهم

يوضح الشكل البياني أعلاه رقم ، العلاقة بين سعر الصرف و سعر السهم (سعر الصرف بالشموع اليابانية ومؤشر سعر السهم بالخط البياني)، حيث عندما بدأت الليرة بالانهيار جرت معها مؤشر سعر سهم شركة Anadolu isuzu بعد خروج رؤوس الأموال و عدم ثقة المستثمرين في النظام المالي التركي خلال هذه الفترة.

و هذا يتوافق مع دراسة Adam Hamilton, 2003 للعلاقة فيما بين مؤشر الدولار الأمريكي (متغير تابع) و مؤشر أسعار الأسهم ممثلاب S&p 500 (متغير مستقل)، حيث نتج عن هذه الدراسة وجود علاقة طردية بين قوية فيما بين المتغيرات و ذلك قبل الربع الأول من عام 2003، بناء على التفسير التقليدي لهذه العلاقة والذي ينص على أن ارتفاع أسعار الأسهم في أسواق الولايات المتحدة الأمريكية سيدفع المستثمرين الأجانب حول العالم إلى بيع عملتهم المحلية وشراء الدولار الأمريكي لكي يقوموا بالاستثمار والمضاربة في الأسهم الأمريكية، فنقود هذه الزيادة الهامشية للطلب على الدولار إلى ارتفاع سعر صرف الدولار العالمي وبالتالي ارتفاع قيمة مؤشر الدولار الأمريكي<sup>34</sup>.

### المبحث الثاني: عرض نتائج الدراسة و تحليلها

سنقوم في هذا المبحث باختبار فرضيات الدراسة خلال الفترة الزمنية -02/22/2018 08/31/2018، وذلك من خلال استخدام البرنامج الإحصائي (EViews 9) للحصول على النتائج الإحصائية المطلوبة لخدمة أهداف الدراسة وتساؤلاتها، حيث سيتم الاعتماد على مستوى دلالة 5%، أي سيتم اختبار فرضيات الدراسة عند مستوى ثقة 95%.

### المطلب الأول: صياغة النموذج القياسي الخاص بسعر السهم و تقديره

يتم في هذا المطلب صياغة النموذج القياسي الخاص بظاهرة تأثير سعر الصرف على سهم الشركة و تقديره.

34 <http://www.zealllc.com/>

### 1 توصيف و تعيين النموذج

تحديد متغيرات النموذج:

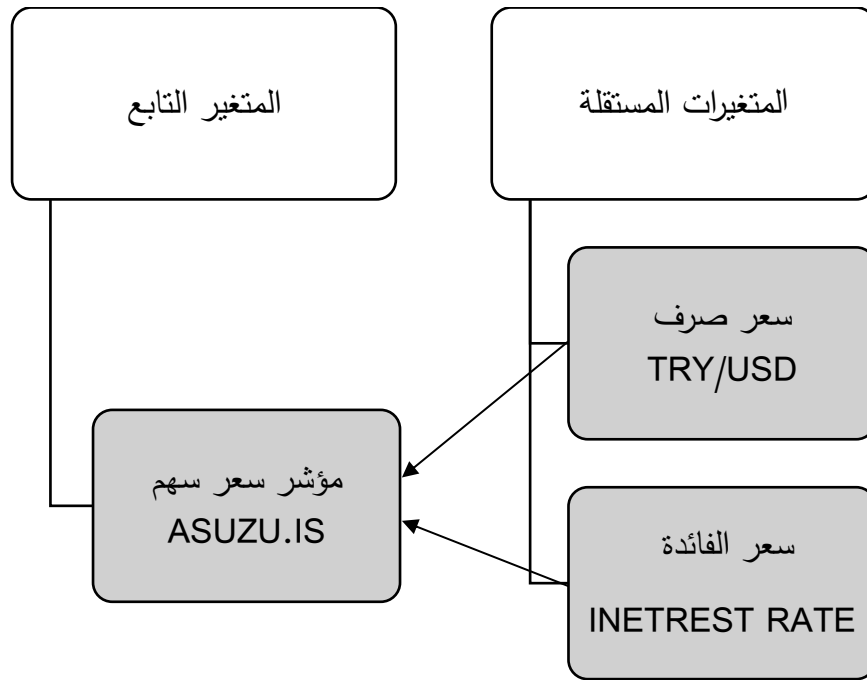
المتغير التابع: و يتمثل في سعر السهم و يرمز له بالرمز Ps

المتغيرات المستقلة: و تتمثل في:

سعر الصرف الليرة التركية مقابل الدولار الأمريكي (TRY/USD) يرمز له ب x

سعر الفائدة للعملة التركية و يرمز لها بالرمز .ir

شكل بياني رقم (2-6): المتغيرات المستقلة و المتغير التابع



من إعداد الطالب

### 3 تحديد الشكل الرياضي للنموذج.

سيتم استخدام أسلوب الانحدار المتعدد الخطي في تقدير النموذج القياسي الخاص بتأثير سعر الصرف على سعر السهم، و لمعرفة الصيغة الرياضية المناسبة لتقديره سنقوم بتجريب نوعين من الصيغ الرياضية لمعادلات النموذج، و هي الصيغة الخطية و الصيغة غير الخطية (اللوغاريتمية)، و الصيغ الرياضية لكل نموذج هي كالتالي:

أ- النموذج الأول: النموذج الخطي

$$sp_i = b_0 + b_1x_i + b_2ir_i + u_i$$

حيث:  $i$  تمثل الزمن في اللحظة  $t$

SP سعر السهم

$x$  سعر صرف الليرة التركية بالنسبة للدولار الأمريكي

$b_0, b_1, b_2$  تمثل معاملات النموذج

$u$  حد الخطأ

ب- النموذج الثاني: النموذج غير الخطي

$$sp_i = b_0x^{b_1}ir^{b_2}u_i$$

و بإدخال اللوغاريتم على الطرفين يتم تحويلها إلى صيغة خطية على النحو التالي:

$$\log Sp_i = \log b_0 + b_1 \log x_i + b_2 \log ir_i + u_i$$

1-2 تحديد الاشارات المتوقعة للمعاملات

نتوقع تبعا للنظرية المالية أن:

- $b_0$  (ثابت المعادلة) يعتبر قيمة موجبة
- $b_1$  (معامل سعر الصرف) يتوقع أن يكون موجبا وفقا لطبيعة العلاقة، و الموضحة في الإشكال البيانية السابقة بين سعر الصرف و سعر السهم
- $b_2$  (معامل سعر الفائدة) يتوقع أن يكون سالبا وفقا لطبيعة العلاقة بين سعر الفائدة و سعر السهم

4 تقدير النموذج القياسي

تم تقدير النماذج القياسية الاقتصادية باستعمال طريقة المربعات الصغرى (OLS)، و ذلك بالاستعانة بالبرنامج الإحصائي EViews 09، و بعد إدخال البيانات نتحصل على النتائج التالية:

أ- نتائج تقدير النموذج الخطي

جدول رقم (2-4): نتائج تقدير النموذج الخطي

Dependent Variable: SP

Method: Least Squares

Date: 10/10/18 Time: 01:04

Sample: 1/22/2018 6/05/2018

Included observations: 135

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	7.806078	0.958151	8.147026	0.0000
X	26.57689	3.116616	8.527483	0.0000
IR	-0.203808	0.019866	-10.25910	0.0000
R-squared	0.876002	Mean dependent var		10.87867
Adjusted R-squared	0.874123	S.D. dependent var		1.825189
S.E. of regression	0.647560	Akaike info criterion		1.990762
Sum squared resid	55.35211	Schwarz criterion		2.055323
Log likelihood	-131.3764	Hannan-Quinn criter.		2.016998
F-statistic	466.2675	Durbin-Watson stat		0.475339
Prob(F-statistic)	0.000000			

المصدر: برنامج Eviews

وفقا للجدول رقم كانت نتائج تقدير النموذج الخطي كما يلي:

$$SP = 7.80607764975 + 26.5768917868 * X - 0.203807995635 * IR$$

\*(8.147026)

(8.527483)

(-10.25910)

Prob= 0.0000

## الفصل الثاني: الدراسة القياسية لأثر سعر الصرف على سعر السهم

=0.874123 F= 466.2675 DW=0.47533 sc=2.055323,  $Adj R^2$   
akaike=1.990762

\*إحصائية t،  $Adj R^2$  معامل التحديد المعدل، DW إحصائية ديربين واتسون F Watson Durbin إحصائية فيشر  
Prob: احتمال الخطأ

ب- نتائج تقدير النموذج اللوغاريتمي

جدول رقم (2-5): نتائج تقدير النموذج اللوغاريتمي

Dependent Variable: LSP

Method: Least Squares

Date: 10/10/18 Time: 01:08

Sample: 1/22/2018 6/05/2018

Included observations: 135

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	3.778672	0.053581	70.52272	0.0000
LX	0.504212	0.055215	9.131856	0.0000
LIR	-0.249951	0.021553	-11.59716	0.0000
R-squared	0.874914	Mean dependent var		2.373048
Adjusted R-squared	0.873018	S.D. dependent var		0.165926
S.E. of regression	0.059127	Akaike info criterion		-2.796287
Sum squared resid	0.461472	Schwarz criterion		-2.731726
Log likelihood	191.7494	Hannan-Quinn criter.		-2.770051
F-statistic	461.6357	Durbin-Watson stat		0.487684
Prob(F-statistic)	0.000000			

المصدر: برنامج Eviews

## الفصل الثاني: الدراسة القياسية لأثر سعر الصرف على سعر السهم

$$ISP = 3.778672 + 0.504212*IX - 0.249951*IIR$$

$$*(70.52272) \quad (9.1318) \quad (-11.59716)$$

Prob= 0.0000 Adj R<sup>2</sup>=0.873018 F= 461.6357 DW=0.4876 sc=-2.731726 ,  
akaike=-2.79628

يلاحظ مما سبق أن النموذج الخطي الأول والثاني مقبول من الناحية الاقتصادية والإحصائية، إلا أنه يمكننا المفاضلة بينهما على أساس عدة معايير، كمعيار معامل التحديد Adj R squared المعدل بحيث يتم المفاضلة على أساس أكبر قيمة ومعيار Akaike و Schwarz اللذان يعبرا عن الخطأ وبالتالي المفاضلة بين النموذجين ثم باختيار أقل قيمة للمعيارين.

و الجدول التالي يبين أفضل النموذج من خلال المعايير أعلاه.

جدول رقم (2-6): معاملات Schwarz و Akaike للنموذجين

معيار	معيار Schwarz	معيار Akaike	النماذج
Adj R <sup>2</sup>			النموذج الأول
0.8741	2.055323	1.990762	
0.8730	-2.731726	-2.796287	النموذج الثاني

المصدر من إعداد الطالب اعتمادا على الجدولين رقم (2-4) و (2-5)

من خلال المقارنة يظهر أن النموذج الخطي الأفضل هو النموذج الثاني وذلك لأنه عند مستويات الأقل للمعياريين وبالتالي عند أقل مستوي للأخطاء، أما معامل التحديد المعدل فهو متقارب في كلا النموذجين، إضافة إلى ذلك يلاحظ أن في النموذج الثاني أن إحصائية ستودنت أكبر من النموذج الأول.

المطلب الثاني: الدراسة الاقتصادية و الإحصائية للنموذج

بعد اختيارنا للنموذج اللوغاريتمي نقوم بالدراسة عليه كما يلي:

جدول رقم (2-7): نتائج تقدير النموذج اللوغاريتمي

Dependent Variable: LSP

Method: Least Squares

Date: 10/10/18 Time: 01:21

Sample: 1/22/2018 6/05/2018

Included observations: 135

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	3.778672	0.053581	70.52272	0.0000
LX	0.504212	0.055215	9.131856	0.0000
LIR	-0.249951	0.021553	-11.59716	0.0000
R-squared	0.874914	Mean dependent var		2.373048
Adjusted R-squared	0.873018	S.D. dependent var		0.165926
S.E. of regression	0.059127	Akaike info criterion		-2.796287
Sum squared resid	0.461472	Schwarz criterion		-2.731726
Log likelihood	191.7494	Hannan-Quinn criter.		-2.770051
F-statistic	461.6357	Durbin-Watson stat		0.487684
Prob(F-statistic)	0.000000			

المصدر: برنامج Eviews

$$\text{LSP} = 3.77867159449 + 0.504212018602 * \text{LX} - 0.249950854297 * \text{LIR}$$

$$(70.52272) \quad (-11.59716) \quad (9.131856)$$

$$= 0.873018, \text{DW} = 0.487684, \text{F} = 461.6357, \text{Prob} = 0.000000 \text{adj } R^2$$

### 1 الدراسة الاقتصادية:

من خلال النموذج أعلاه :

- بالنسبة لمعامل لوغاريتم سعر الصرف  $b_1$ : نلاحظ أن إشارته موجبة، أي أن العلاقة طردية بين سعر الصرف و سعر السهم ، و تتفق هذه النتيجة مع التوقعات المسبقة الذكر و منطق النظرية النقدية، حيث إذا تغير سعر الصرف بوحدة واحدة يتغير سعر السهم ب 0.504 ليرة تركية، إذن معامل  $b_1$  له معنوية اقتصادية.
- بالنسبة لمعامل لوغاريتم سعر الفائدة  $b_2$ : نلاحظ أن إشارته سالبة، أي أن العلاقة طردية بين سعر السهم و سعر الفائدة، و تتفق هذه النتيجة مع التوقعات المسبقة الذكر و منطق النظرية النقدية، حيث إذا تغيرت سعر الفائدة بوحدة واحدة يتغير سعر السهم ب 0.2499 ليرة تركية، إذن معامل  $b_2$  له معنوية اقتصادية.

### 2 الدراسة الإحصائية

#### 1-2 اختبار معنوية المعلمة

تستخدم إحصائية ستودنت  $t$  لتقييم معنوية معالم النموذج، ومن ثم تقييم تأثير المتغيرات المفسرة على المتغير التابع باختبار الفرضيات الخاصة بالمعلمات المقدرة على النحو التالي:

$$H_0: b_0 = b_1 = b_2 = 0 : \text{فرضية العدم } H_0$$

$$H_1: b_0 \neq b_1 \neq b_2 \neq 0 : \text{فرضية البديلة } H_1$$

#### اختبار قيمة $t$

يمكن توضيح نتائج اختبار ستودنت  $t$  من خلال الجدول الموالي الذي نوضح من خلاله القيم المحسوبة  $t_{cal}$  للمعلمات المقدرة والقيم الجدولية  $t_{tab}$  وأدنى مستوى معنوية Prob وذلك عند مستوى معنوية 5 %.

القيمة الجدولية  $t_{tab}$  نستخرجها من جدول ستودنت عند مستوى معنوية 5 % وبدرجة حرية 133

$$\text{أي، } t_{133}^1 = 1.960$$



## الفصل الثاني: الدراسة القياسية لأثر سعر الصرف على سعر السهم

جدول رقم (2-8): القيم المحسوبة و الجدولية ل معلمة ستوذنت

المقدرات	المعاملات	القيم المحسوبة $t_{cal}$	والقيم الجدولية $t_{tab}$	ادنى مستوى معنوية Prob
الثابت	$b_0$	70.52272	1.960	0.0000
X	$b_1$	9.131856	1.960	0.0000
lr	$b_2$	11.59716	1.960	0.0000

مستخرج بناء على الجدول رقم (2-5)

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ ما يلي:

- بالنسبة لمعامل المتغير الثابت  $b_0$ ، نلاحظ أن القيمة المحتسبة  $t$  اكبر من القيمة الجدولية أي:  $t_{cal} > t_{tab}$ ، وبهذا سنرفض بفرضية العدم  $H_0$  و نقبل  $H_1$  أي ان  $b_0$  معنوي، وحيث أن أدنى مستوى معنوية Prob تساوي 0.0000 ما يدل على أنه يمكن قبول الثابت في النموذج بخطأ قدره 0% عند مستوى معنوية 5%.
- بالنسبة لمعامل لوغاريتم سعر الصرف  $b_1$ ، نلاحظ أن القيمة المحتسبة  $t$  ل  $b_1$  اكبر من القيمة الجدولية ولدينا أدنى مستوى معنوية تساوي الصفر وعليه نرفض فرضية العدم  $H_0$  أي أن  $b_1$  معنوي، ومنه يمكن القول أن سعر الصرف له معنوية إحصائية عند مستوى معنوية 5% في تفسير تغير سعر السهم خلال فترة الدراسة.
- بالنسبة لمعامل لوغاريتم سعر الفائدة  $b_2$ ، نلاحظ أن القيمة المحتسبة  $t$  ل  $b_2$  اكبر من القيمة الجدولية ولدينا أدنى مستوى معنوية تساوي الصفر وعليه نرفض فرضية العدم  $H_0$  أي أن  $b_2$  معنوي، ومنه يمكن القول أن سعر الصرف له معنوية إحصائية عند مستوى معنوية 5% خلال فترة الدراسة.

2-2 اختبار المعنوية الكلية للنموذج

نستعمل معامل التحديد  $R^2$  واختبار فيشر F لاختبار المعنوية الكلية للنموذج المتحصل عليه انطلاقاً من جدول رقم :

2-2-1 معامل التحديد  $R^2$ : إن القيمة المتحصل عليها لمعامل التحديد تقدر بـ  $R^2 = 0.874914$  و هي قريبة من 1، حيث أن المتغيرات المستقلة (سعر الصرف و سعر الفائدة) تفسر 87.49% من التغيرات الكلية لسعر سهم الشركة التركية، مما يدل على أن هناك ارتباط قوي بين سعر السهم و المتغيرات المفسرة، بينما 12.51% يتم إرجاعها إلى حد الخطأ أي المتغيرات الأخرى الغير مضمنة في المعادلة.

2-2-2 اختبار فيشر F: يستخدم هذا الاختبار لاختبار معنوية النموذج بصورة كلية، من خلال الفرضيتين التاليتين:

فرضية العدم: تنص على انعدام العلاقة بين المتغيرات المفسرة والمتغير التابع أي:

$$H_0: b_0 = b_1 = b_2 = 0$$

فرضية البديلة: تنص على وجود على الأقل معامل من بين المعاملات التي يتضمنها النموذج غير معدوم أي:

$$H_1: b_0 \neq b_1 \neq b_2 \neq 0$$

يتم مقارنة القيمة المحسوبة  $F_{cal}$  و المقدر بـ 461.6357 مع القيمة الجدولية  $F_{tab}$  حيث يتم استخراجها من جدول فيشر F عند مستوى معنوية 5% ودرجة الحرية 133 أي:  $F_{133}^1 = 3.84$ .

و منه نلاحظ أن القيمة المحسوبة  $F_{cal}$  أكبر من القيمة الجدولية  $F_{tab}$  وعليه سنرفض فرضية العدم والتي تنص على أن المتغير المستقل مساوي للصفر، ونقبل بالفرضية البديلة، ما يدل على وجود علاقة خطية معنوية بين المتغير التابع والمتغيرات المفسرة، إذن النموذج ككل له معنوية.

من خلال الدراسة الاقتصادية والإحصائية للنموذج الخطي المقدر، نلاحظ أن سعر الصرف له معنوية اقتصادية وإحصائية وكذلك سعر الفائدة في هذا النموذج.

### 3 الدراسة القياسية

قبل اعتماد نتائج التقدير نتأكد من عدم وجود مشاكل قياسية في النموذج موضع الدراسة، و ذلك من خلال الاختبارات التالية:

#### 3-1 اختبار جذر الوحدة Unit Root Test

إن الهدف من دراسة استقرارية المتغيرات هو الحكم على منطقية العلاقات بين متغيرات الدراسة ، فإذا كان هناك استقرارية في المتغيرات فإن العلاقة بين المتغيرات تكون منطقية ، وإلا فإن العلاقة تكون زائفة في حال كون المتغيرات غير مستقرة، ويمكن اختبار مدى استقرارية السلسلة الزمنية باستخدام اختبار

Dickey-Fuller

#### 3-1-1 اختبار سلسلة سعر السهم (ISp)

أ- تحديد فترة الإبطاء

جدول رقم (2-9): تحديد فترة الإبطاء لسعر السهم

VAR Lag Order Selection Criteria

Endogenous variables: LSP

Exogenous variables: C

Date: 10/13/18 Time: 02:35

Sample: 1/22/2018 6/05/2018

Included observations: 125

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	55.84281	NA	0.024347	-0.877485	-0.854858	-0.868293
1	221.2706	325.5618	0.001753	-3.508329	-3.463076*	-3.489945
2	222.9667	3.310923	0.001734	-3.519468	-3.451588	-3.491892
3	225.0810	4.093153*	0.001703	-3.537296	-3.446790	-3.500528*
4	226.2381	2.221707	0.001699*	-3.539810*	-3.426677	-3.493850
5	227.1668	1.768142	0.001701	-3.538668	-3.402909	-3.483516
6	227.2759	0.206122	0.001726	-3.524415	-3.366029	-3.460071

## الفصل الثاني: الدراسة القياسية لأثر سعر الصرف على سعر السهم

7	227.2831	0.013363	0.001753	-3.508529	-3.327517	-3.434994
8	227.3333	0.093127	0.001780	-3.493332	-3.289693	-3.410604
9	227.4230	0.165105	0.001807	-3.478768	-3.252503	-3.386848
10	228.7315	2.386809	0.001798	-3.483705	-3.234813	-3.382593

المصدر: برنامج Eviews

نستخدم اختبار AIC، و يشير هذا الاختبار إلى أن درجة الإبطاء هي 4

ب- إجراء الاختبار

جدول رقم (2-10): اختبار Dickey Fuller لسعر السهم

Null Hypothesis: LSP has a unit root

Exogenous: Constant, Linear Trend

Lag Length: 2 (Automatic - based on AIC, maxlag=4)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-3.599884	0.0336
Test critical values:		
1% level	-4.029041	
5% level	-3.444222	
10% level	-3.146908	

\*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(LSP)

Method: Least Squares

Date: 10/13/18 Time: 02:39

Sample (adjusted): 1/25/2018 6/05/2018

Included observations: 132 after adjustments

## الفصل الثاني: الدراسة القياسية لأثر سعر الصرف على سعر السهم

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LSP(-1)	-0.183244	0.050903	-3.599884	0.0005
D(LSP(-1))	-0.043063	0.089502	-0.481137	0.6312
D(LSP(-2))	0.222247	0.087185	2.549149	0.0120
C	0.480621	0.134373	3.576762	0.0005
@TREND("1/22/2018" )	-0.000705	0.000214	-3.288797	0.0013

المصدر: برنامج Eviews

نلاحظ أن TREND معنوي عند 5% فنقبل نتيجة ADF، و بما أن  $Prob(sp) = 0.033$  فإن سعر السهم ساكن عند المستوى  $I(0)$ .

### 3-1-2 اختبار سلسلة سعر صرف (TRY/USD) (IX)

أ- تحديد فترة الإبطاء

جدول رقم (2-11): تحديد فترة الإبطاء لسعر الصرف

VAR Lag Order Selection Criteria

Endogenous variables: LX

Exogenous variables: C

Date: 10/13/18 Time: 03:12

Sample: 1/22/2018 6/05/2018

Included observations: 125

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	67.88716	NA	0.020079	-1.070195	-1.047568	-1.061003
1	278.2744	414.0421	0.000704	-4.420390	-4.375137*	-4.402006
2	278.8995	1.220225	0.000709	-4.414392	-4.346513	-4.386816
3	280.7007	3.487102	0.000700	-4.427211	-4.336705	-4.390443
4	284.3929	7.089011	0.000670*	-4.470286*	-4.357154	-4.424327*
5	284.4544	0.117051	0.000680	-4.455270	-4.319511	-4.400118

## الفصل الثاني: الدراسة القياسية لأثر سعر الصرف على سعر السهم

6	285.1526	1.318260	0.000684	-4.450442	-4.292056	-4.386098
7	285.7267	1.074794	0.000688	-4.443628	-4.262616	-4.370092
8	285.7930	0.122971	0.000699	-4.428688	-4.225049	-4.345960
9	285.8046	0.021348	0.000710	-4.412874	-4.186609	-4.320954
10	288.5983	5.095652*	0.000690	-4.441572	-4.192681	-4.340461

المصدر: برنامج Eviews

فترة الإبطاء هي 4 حسب اختبار AIC

ب- إجراء الاختبار

جدول رقم (2-12): اختبار Dickey Fuller لسعر الصرف

Null Hypothesis: D(LX) has a unit root

Exogenous: Constant

Lag Length: 2 (Automatic - based on AIC, maxlag=3)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-8.769093	0.0000
Test critical values:		
1% level	-3.480818	
5% level	-2.883579	
10% level	-2.578601	

\*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(LX,2)

Method: Least Squares

Date: 10/13/18 Time: 03:18

Sample (adjusted): 1/26/2018 6/05/2018

Included observations: 131 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
----------	-------------	------------	-------------	-------

## الفصل الثاني: الدراسة القياسية لأثر سعر الصرف على سعر السهم

D(LX(-1))	-1.287230	0.146792	-8.769093	0.0000
D(LX(-1),2)	0.368981	0.116549	3.165888	0.0019
D(LX(-2),2)	0.229825	0.088317	2.602282	0.0104
C	-0.005314	0.002254	-2.357015	0.0200

المصدر: برنامج Eviews

بما أن القاطع C معنوي عند 5% فنقبل النتيجة، نلاحظ ان  $\text{Prob}(x) = 0.000$  اذن سعر الصرف ساكن عند الفرق الأول (1)ا.

3-1-3 اختبار سلسلة سعر الفائدة (lir)

أ- تحديد فترة الإبطاء

جدول رقم (2-13): تحديد فترة الإبطاء لسعر الفائدة

VAR Lag Order Selection Criteria

Endogenous variables: LIR

Exogenous variables: C

Date: 10/13/18 Time: 03:33

Sample: 1/22/2018 6/05/2018

Included observations: 125

Lag	LogL	LR	FPE	AIC	SC	HQ
0	-49.44690	NA	0.131240	0.807150	0.829777	0.816342
1	161.9502	416.0296*	0.004530*	-2.559204*	-2.513951*	-2.540820*
2	161.9502	0.000000	0.004603	-2.543204	-2.475324	-2.515628
3	161.9502	0.000000	0.004677	-2.527204	-2.436698	-2.490436
4	161.9502	0.000000	0.004753	-2.511204	-2.398071	-2.465244
5	161.9502	0.000000	0.004830	-2.495204	-2.359445	-2.440052
6	161.9502	0.000000	0.004908	-2.479204	-2.320818	-2.414860
7	161.9502	0.000000	0.004987	-2.463204	-2.282192	-2.389668
8	161.9502	0.000000	0.005068	-2.447204	-2.243565	-2.364476

## الفصل الثاني: الدراسة القياسية لأثر سعر الصرف على سعر السهم

9	161.9502	0.000000	0.005150	-2.431204	-2.204939	-2.339284
10	161.9502	0.000000	0.005234	-2.415204	-2.166312	-2.314092

المصدر: برنامج Eviews

فترة الإبطاء هي 1.

ب- إجراء الاختبار

جدول رقم (2-14): اختبار Dickey Fuller لسعر الفائدة

Null Hypothesis: D(LIR) has a unit root

Exogenous: None

Lag Length: 0 (Automatic - based on AIC, maxlag=0)

	t-Statistic	Prob.*
Augmented Dickey-Fuller test statistic	-11.48913	0.0000
Test critical values:		
1% level	-2.582465	
5% level	-1.943247	
10% level	-1.615122	

\*MacKinnon (1996) one-sided p-values.

Augmented Dickey-Fuller Test Equation

Dependent Variable: D(LIR,2)

Method: Least Squares

Date: 10/13/18 Time: 03:35

Sample (adjusted): 1/24/2018 6/05/2018

Included observations: 133 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(LIR(-1))	-1.000000	0.087039	-11.48913	0.0000



المصدر: برنامج Eviews

نلاحظ من الجدول أعلاه أن سعر الفائدة ساكن في الفرق الأول (1)ا.

نتيجة اختبار جذر الوحدة: من خلال نتائج جذر الوحدة للسلاسل نستنتج أن سعر السهم ساكن في المستوى (0)ا، أما سعر الصرف و سعر الفائدة ساكنين عند الفرق الأول (1)ا.

في هذه الحالة (حالة عدم سكون السلاسل عند نفس المستوى) التي تؤدي إلى ما يسمى بالانحدار الكاذب، نطبق منهجية الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة ARDL لإعادة تصحيح النموذج المقدر.

### 2-3 اختبار التكامل المشترك (اختبار الحدود)

جدول رقم (2-15): اختبار اختبار الحدود

ARDL Bounds Test

Date: 10/13/18 Time: 04:01

Sample: 1/27/2018 6/05/2018

Included observations: 130

Null Hypothesis: No long-run relationships exist

Test Statistic	Value	K
F-statistic	4.937660	2

Critical Value Bounds

Significance	I0 Bound	I1 Bound
10%	3.17	4.14
5%	3.79	4.85
2.5%	4.41	5.52
1%	5.15	6.36

المصدر: برنامج Eviews

## الفصل الثاني: الدراسة القياسية لأثر سعر الصرف على سعر السهم

نلاحظ أن  $F\text{-statistic}=4.9376$  أكبر من  $I1$  Bound عند مستوى معنوية 5% أي 4.85

و منه معادلتنا لها تكامل مشترك عند 5%.

### 3-3 منهجية تصحيح الخطأ

جدول رقم (2-16): نتائج التقدير حسب منهجية ARDL

ARDL Cointegrating And Long Run Form

Dependent Variable: LSP

Selected Model: ARDL(3, 2, 5)

Date: 10/13/18 Time: 04:09

Sample: 1/22/2018 6/05/2018

Included observations: 130

Cointegrating Form				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(LSP(-1))	0.041410	0.091956	0.450326	0.6533
D(LSP(-2))	0.211956	0.079298	2.672904	0.0086
D(LX)	0.659416	0.121888	5.409998	0.0000
D(LX(-1))	-0.219949	0.139450	-1.577261	0.1174
D(LIR)	-0.069619	0.048027	-1.449599	0.1498
D(LIR(-1))	0.007529	0.066745	0.112797	0.9104
D(LIR(-2))	0.120143	0.066566	1.804868	0.0737
D(LIR(-3))	-0.260623	0.067339	-3.870336	0.0002
D(LIR(-4))	0.132062	0.049925	2.645201	0.0093
CointEq(-1)	-0.227617	0.059469	-3.827482	0.0002

Cointeq = LSP - (0.4327\*LX -0.2645\*LIR + 3.7108 )

Long Run Coefficients

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
----------	-------------	------------	-------------	-------

## الفصل الثاني: الدراسة القياسية لأثر سعر الصرف على سعر السهم

LX	0.432653	0.166633	2.596444	0.0106
LIR	-0.264451	0.062456	-4.234196	0.0000
C	3.710754	0.155927	23.798077	0.0000

المصدر: برنامج Eviews

بما أن  $CointEg(-1) = -0.2276$  (معامل حد الخطأ) أقل من الصفر و معنوي، أي يوجد هناك تصحيح من المدى القصير إلى المدى الطويل

جدول رقم (2-17): المعادلة المصححة حسب منهجية ARDL

$$LSP = 3.710754 + 0.432653LX - 0.264451LIR$$

نلاحظ أن كل من LX, C, Lir سعر الفائدة، القاطع و سعر الصرف له دلالة إحصائية عند مستوى 5%

### 3-4 اختبار عدم تجانس التباين للمعادلة الجديدة

سيتم اعتماد اختبار BREUSH-Pagan-Godfrey للكشف ما إذا كان هناك عدم

التجانس بين الخطأ أم لا:

فرض العدم H0: ثبات التباين

الفرض البديل H1: عدم ثبات التباين

جدول رقم (2-18): اختبار Heteroskedasticity

Heteroskedasticity Test: Breusch-Pagan-Godfrey

F-statistic	0.266920	Prob. F(12,117)	0.9931
Obs*R-squared	3.464094	Prob. Chi-Square(12)	0.9913
Scaled explained SS	6.719803	Prob. Chi-Square(12)	0.8756

المصدر: برنامج Eviews

من خلال الجدول رقم نجد أن  $F\text{-statistic}=0.9931$  غير معنوية عند 5%، و منه نقبل الفرض العدم أي ثبات التباين للأخطاء.

3-5 اختبار الارتباط الذاتي:

فرض العدم  $H_0$ : انعدام الارتباط الذاتي

الفرض البديل  $H_1$ : وجود الارتباط الذاتي

جدول رقم (2-19): اختبار Breusch-Godfrey Serial Correlation LM

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test:

F-statistic	0.249389	Prob. F(4,113)	0.9095
Obs*R-squared	1.137586	Prob. Chi-Square(4)	0.8883

من خلال الجدول رقم نلاحظ أن  $F\text{-statistic}$  غير معنوية، ومنه نقبل الفرض العدم  $H_0$  أي عدم وجود ارتباط ذاتي.

### المطلب الثاني: تحليل النتائج المتوصل إليها

لقد تمكنا من خلال الدراسة الاقتصادية الإحصائية والقياسية من تقدير أفضل نموذج قياسي لأثر سعر الصرف و كذا أثر سعر الفائدة بعد إدخالها كمتغير مستقل على مؤشر سهم شركة Anadolu Isuzu خلال الفترة 02/22/2018-08/31/2018، حيث توصلنا للمعادلة الانحدارية التالية:

$$LSP = 3.710754 + 0.432653LX - 0.264451LIR$$

- نجد أن أي زيادة في سعر صرف الليرة التركية مقابل الدولار الأمريكي TRY/USD بمقدار 1 ليرة سيؤدي إلى زيادة سعر سهم الشركة ب 0.432 ليرة أي زيادة القيمة السوقية للشركة، و منه إستقطاب عدد اكبر من المستثمرين لشراء السهم، و العكس صحيح، و هو ما وقع في دولة تركيا خلال فترة الدراسة حيث بعد هبوط سعر الصرف مقابل الدولار الأمريكي، أدى الى هروب المستثمرين و التخلي على الاسهم بعد فقدانهم الثقة في العملة مما أدى الى هبوط الأسهم هبوطا حادا، و هذا أيضا ما تؤكدته دراسة Adam Hamilton, 2003 للعلاقة فيما بين مؤشر الدولار الأمريكي (متغير تابع) و مؤشر أسعار الأسهم.
- في ما يخص سعر الفائدة لليرة التركية نجد أنها كذلك لها تأثير على الأسهم حيث إذا انخفضت ب 1% تجر معها سعر السهم للانخفاض ب 0.264451 ليرة.
- وجود علاقة طردية قوية و طويلة المدى بين سعر الصرف و سعر السهم، حيث يؤكدته معامل التحديد الذي كان 0.87 أي ان المتغيرات (سعر الصرف و سعر الفائدة) تفسر 87% من تغيرات سعر سهم الشركة.

### خلاصة الفصل

حاولنا خلال هذا الفصل القيام بدراسة قياسية لأثر سعر الصرف الليرة مقابل الدولار الأمريكي على سعر سهم الشركة أي قيمتها السوقية (حيث القيمة السوقية هي قيمة السهم في عدد الأسهم) خلال الفترة 02/22/2018-08/31/2018 وذلك باستخدام الاقتصاد القياسي لمعرفة مدى تأثير سعر الصرف على سعر القيمة السوقية.

حيث تم تحديد متغير مستقل إضافي و هو سعر الفائدة و هذا للوصول إلى أحسن تقدير للنموذج محل الدراسة، و تم جمع بيانات المتغيرات المستخدمة في الدراسة القياسية من المصادر الأولية وهي موقع الشركة المربوط ببورصة اسطنبول BIST و مصادر ثانوية و المتمثلة في investing و Bloomberg، بعد ذلك تم بناء النماذج القياسية واختيار من بين الصيغ المقترحة (صيغ خطية أو غير خطية)، ثم تمت معالجة هذه النماذج باستخدام معايير اقتصادية وإحصائية وانتقاء أفضل النموذج الذي تم اختياره باختبارات قياسية لهدف إن كان يتوافق و فرضيات الاقتصاد القياسي، ثم تم تصحيح النموذج، ليتم في الأخير بتقديم تحليل للنتائج المتوصل إليها وربطها بالواقع.

من خلال هذا الدراسة القياسية لأثر سعر الصرف على سعر سهم الشركة وجدنا أن هناك علاقة طردية بين سعر الصرف و سعر السهم و كذلك سعر الفائدة.



# الخاتمة



تتأثر الشركات ذات النشاط الدولي بصورة عامة بتقلبات أسعار صرف العملة بشكل مباشر من خلال صفقات الصرف الأجنبي و العمليات الخارجية، و بشكل غير المباشر من خلال بيئة المنافسة الخارجية، التي تنعكس على أسعار الأسهم بأثر ايجابي أو سلبي و بنسب مختلفة و بالتالي على القيمة السوقية للشركة و هذا ما نسميه بخطر الصرف.

إذ تعد مشكلة تقلبات أسعار صرف العملات والمخاطر المرتبطة بعد انهيار نظام بريتون وودز إحدى أهم المشكلات التي تواجه الشركات ذات النشاط الدولي إذ تعاني من التقلبات في أسعار صرف عملاتها الوطنية أو عملات الدول الأخرى المتعاملة معها لذا فقد أخذت الشركات بالبحث عن وسائل تمكنها من تجنب المخاطر المتوقعة وغير المتوقعة من تقلبات أسعار الصرف عن طريق التغطية سواء كانت عبر التقنيات الداخلية أو الخارجية، و هذا محاولة لتبقى الشركة دائماً في وضعية صرف طويلة الأجل.

تمثلت الدراسة خلال بحثنا في التعرف على قياس اثر سعر الصرف على قيمة المؤسسة وذلك بهدف الإجابة على الإشكالية المطروحة التالية: **كيفية تأثير تقلبات سعر الصرف الليرة التركية على مؤشر سعر سهم شركة ANADOLU ISUZU في بورصة اسطنبول ؟**

بعد استخراج النتائج الإحصائية المتعلقة بالدراسة و التي بينت أن هناك علاقة معنوية و طردية طويلة المدى بين سعر صرف الليرة مقابل الدولار و سعر سهم شركة أناضول لصناعة السيارات، حيث إذا ارتفع سعر الصرف بليرة واحدة يؤدي إلى ارتفاع سعر سهم الشركة ب 0.43 ليرة و العكس صحيح، إذ تتفق هذه النتيجة مع اغلب الدراسات السابقة المشار إليها و منها دراسة (Adam Hamilton, 2003) للعلاقة فيما بين مؤشر الدولار الأمريكي ومؤشر أسعار الأسهم، ودراسة (Bondar and Marston, 2000) حيث وجد شركات عينة البحث تتعرض الر مخاطر منخفضة للصرف الأجنبي، دراسة (Miller and Reuer, 1998) حيث يؤكدان تعرض أسهم اغلب الشركات إلى مخاطر سعر الصرف، كذلك دراسة (choi and Zegnal, 2002) في السوق الكوري و التي كان لها نفس النتيجة.

#### إثبات الفرضيات:

من خلال ما سبق نقبل الفرضيات التي تنص:

- توجد علاقة تأثير ذات دلالة معنوية بين تقلبات سعر صرف الليرة و مؤشر سعر السهم الشركة.

• توجد علاقة توازنية طويلة الأجل بين تقلبات سعر الصرف الليرة و مؤشر سعر سهم الشركة.

و بالتالي نكون قد اجبنا على سؤال الإشكالية المطروح وهو: وجود علاقة طردية بين سعر الصرف و سعر السهم أي قيمة المؤسسة

### التوصيات:

- ينبغي على كل مؤسسة دولية النشاط إحداث إدارة أو مصلحة (في حالة غيابها) تتولى متابعة و تسيير تطورات الصرف و ما يأتي في ركابه من مخاطر بغية اتخاذ الإجراءات الكفيلة بتجنبها أو الحد منها، و يمكن إبلاء هذه المهمة إلى مسئول الخزينة أو المالية على مستوى المؤسسة.

- ينبغي تسجيل عملية إدارة خطر الصرف ضمن الإستراتيجية العامة للمؤسسة و اختيار أنسب التقنيات بما ينسجم و المحيط الذي تنشط ضمنه.

- يتوقع أن يتم التوصل في الأجل الطويل إلى تكنولوجيا جديدة تساعد على تحسين كفاءة الأسواق و بالتالي تخفيض تكلفة المعاملات، و كذا اكتشاف تقنيات حديثة للوقاء من مخاطر الصرف، مما ينبغي على مؤسسات الدول النامية متابعة و مسايرة التطورات المستجدة في هذا المجال من خلال تخصيص إتمادات مالية لتكوين الكفاءات البشرية لتمكينها من مواكبة تلك التطورات من جهة و استخدام التقنيات المنبثقة عنها بفعالية من جهة أخرى.

## المصادر و المراجع

## المصادر العربية

- عوض طالب ، التجارة الدولية نظريات وسياسيات ، الطبعة الأولى ، معهد الدراسات المصرفية ، الأردن
- قادوس ، مقداد عبدالجبار حامد ، " اختيار نظام الصرف الامثل للدينار الأردني
- ا لصادق ، على توفيق ، محمد حسني محمد ولطيفة نبيل عبد الوهاب ، سياسات وادارة أسعار الصرف في البلدان العربية ، صندوق النقد العربي ، بدون طبعة ، أبو ظبي 1997
- دوتاغويتا ، روبا ، فرناندير غيلدا ، كاركاداغ وسيم ، التحرك نحو مرونة سعر الصرف كيف ، ومتى ، وبأي سرعة ، قضايا اقتصادية ، صندوق النقد الدولي الولايات المتحدة الامريكية 2006
- طراد إسماعيل إبراهيم ، إدارة العملات الأجنبية ، بدون ناشر ، ط 2 ، عمان ، 2005
- شكري ، ماهر كنج ، وعوض مروان ، المالية الدولية ، العملات الأجنبية والمشتقات المالية، ط 1 ، دار الحامد للنشر والتوزيع ، الأردن ، 2004
- كمال رزيق، فارس مسدور، مفهوم التنافسية، ورقة بحثية مقدمة خلال الملتنقى الدولي حول تنافسية المؤسسات الاقتصادية و تحولات المحيط بجامعة محمد خيضر، بسكرة 29 اكتوبر 2002
- عبد القادر بن حمادي، واقع المؤسسات الصغيرة و المتوسطة في ظل التحولات الاقتصادية الراهنة، ورقة بحث مقدمة خلال الملتنقى الدولي حول تأهيل المؤسسة و تعظيم مكاسب الاندماج في الحركية الاقتصادية العالمية جامعة فرحات عباس سطيف، أكتوبر 2001.
- د. عبد الحق بوعتروس، إدارة مخاطر سعر الصرف، مؤتمر إدارة المخاطر و اقتصاد المعرفة صندوق النقد الدولي، الاحتياطات الدولية و السيولة بالعملة الصعبة

## المصادر الاجنبية

- Thomas, L.B, Money, Banking, and Financial Markets, Thomson, 2006
- Bishop Paul, Dixon Don , Foreign Exchange Handbook , Managing Risk and Opportunity in
- global currency market. 1st ed, McGraw – Hill , USA, 1992
- Eiteman David K., Stonehill Arthur I, and Moffet Michael H., Multinational Business Finance , 10th ed., Pearson AddisonWesley , USA, 2004

- Madura Jeff, International Corporate Finance , 8th ed., Thomson Southwestern USA , 2006 ,p 179
- Mishkin, Frederic S, The Economics of Money Banking and Financial Markets, 5th ed., Addison Wesley, USA, 1997
- XatierB: Didier M:Dahlia T: Le marché des change, pour une meilleur compétitivité en matière de prix Revue safir, édit BIAT ;Tunis,N44, 1996
- Bernand M, Oliver LS: Risque de change et gestion de la trésorerie international, Dunod Bordas, Paris, 1981
- M, Jura, Technique financière international, Dunod, paris,1999
- T. Ben Marzzouka, Répercussions économique et financiers du risqué de change sur les performances de l'Enterprise, Revue d'économie et de gestion m 10, 1992
- Mishkin, Frederic S, The Economics of Money Banking and Financial Markets .
- J. Peyrard, G.Soularue, Risque de change et gestion de l'enterpris financiere international, ed Vuibert, Paris 1999
- Jean Pierre Jobard , Finance, Finance d'entreprise, Marche, Diagnostic Fiancier, Edition Dollor, Paris, 1994
- PATRICE FANTAINÉ,«Gestion du risque de change» ,ED economica,paris1996. PAUL R KRUGMAN,MORICE OBSFELD,«l'économie international », 3ème

المواقع الالكترونية

[www.bank-of-algeria.dz](http://www.bank-of-algeria.dz)

[www.anadolisuzu.com.tr](http://www.anadolisuzu.com.tr)

[www.foreks.com](http://www.foreks.com)

[finance.yahoo.com](http://finance.yahoo.com)

[www.investing.com](http://www.investing.com)

<http://www.zealllc.com/>

[www.corporatefinanceinstitute.com](http://www.corporatefinanceinstitute.com)

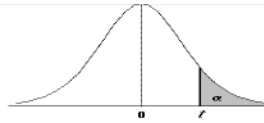
[stlouisfed.org](http://stlouisfed.org)

الملاحق

ملحق رقم 1: جدول ستودنت

Tabla de la t de Student.

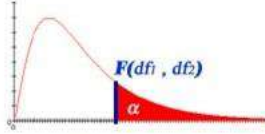
Contiene los valores  $t$  tales que  $p[T > t] = \alpha$ ,  
donde  $n$  son los grados de libertad.



$n \setminus \alpha$	0,30	0,25	0,20	0,10	0,05	0,025	0,01	0,005	0,0025	0,001	0,0005
1	0,7265	1,0000	1,3764	3,0777	6,3137	12,7062	31,8210	63,6559	127,3213	318,3088	636,6192
2	0,6172	0,8165	1,0607	1,8856	2,9200	4,3027	6,9645	9,9250	14,0890	22,3271	31,5991
3	0,5844	0,7649	0,9785	1,6377	2,3534	3,1824	4,5407	5,8408	7,4533	10,2145	12,9240
4	0,5686	0,7407	0,9410	1,5332	2,1318	2,7765	3,7469	4,6041	5,5976	7,1732	8,6103
5	0,5594	0,7267	0,9195	1,4759	2,0150	2,5706	3,3649	4,0321	4,7733	5,8934	6,8688
6	0,5534	0,7176	0,9057	1,4398	1,9432	2,4469	3,1427	3,7074	4,3168	5,2076	5,9588
7	0,5491	0,7111	0,8960	1,4149	1,8946	2,3646	2,9979	3,4995	4,0293	4,7853	5,4079
8	0,5459	0,7064	0,8889	1,3968	1,8595	2,3060	2,8965	3,3554	3,8325	4,5008	5,0413
9	0,5435	0,7027	0,8834	1,3830	1,8331	2,2622	2,8214	3,2498	3,6897	4,2968	4,7809
10	0,5415	0,6998	0,8791	1,3722	1,8125	2,2281	2,7638	3,1693	3,5814	4,1437	4,5869
11	0,5399	0,6974	0,8755	1,3634	1,7959	2,2010	2,7181	3,1058	3,4966	4,0247	4,4370
12	0,5386	0,6955	0,8726	1,3562	1,7823	2,1788	2,6810	3,0545	3,4284	3,9296	4,3178
13	0,5375	0,6938	0,8702	1,3502	1,7709	2,1604	2,6503	3,0123	3,3725	3,8520	4,2208
14	0,5366	0,6924	0,8681	1,3450	1,7613	2,1448	2,6245	2,9768	3,3257	3,7874	4,1405
15	0,5357	0,6912	0,8662	1,3406	1,7531	2,1315	2,6025	2,9467	3,2860	3,7328	4,0728
16	0,5350	0,6901	0,8647	1,3368	1,7459	2,1199	2,5835	2,9208	3,2520	3,6862	4,0150
17	0,5344	0,6892	0,8633	1,3334	1,7396	2,1098	2,5669	2,8982	3,2224	3,6458	3,9651
18	0,5338	0,6884	0,8620	1,3304	1,7341	2,1009	2,5524	2,8784	3,1966	3,6105	3,9216
19	0,5333	0,6876	0,8610	1,3277	1,7291	2,0930	2,5395	2,8609	3,1737	3,5794	3,8834
20	0,5329	0,6870	0,8600	1,3253	1,7247	2,0860	2,5280	2,8453	3,1534	3,5518	3,8495
21	0,5325	0,6864	0,8591	1,3232	1,7207	2,0796	2,5176	2,8314	3,1352	3,5272	3,8193
22	0,5321	0,6858	0,8583	1,3212	1,7171	2,0739	2,5083	2,8188	3,1188	3,5050	3,7921
23	0,5317	0,6853	0,8575	1,3195	1,7139	2,0687	2,4999	2,8073	3,1040	3,4850	3,7676
24	0,5314	0,6848	0,8569	1,3178	1,7109	2,0639	2,4922	2,7970	3,0905	3,4668	3,7454
25	0,5312	0,6844	0,8562	1,3163	1,7081	2,0595	2,4851	2,7874	3,0782	3,4502	3,7251
26	0,5309	0,6840	0,8557	1,3150	1,7056	2,0555	2,4786	2,7787	3,0669	3,4350	3,7066
27	0,5306	0,6837	0,8551	1,3137	1,7033	2,0518	2,4727	2,7707	3,0565	3,4210	3,6896
28	0,5304	0,6834	0,8546	1,3125	1,7011	2,0484	2,4671	2,7633	3,0469	3,4082	3,6739
29	0,5302	0,6830	0,8542	1,3114	1,6991	2,0452	2,4620	2,7564	3,0380	3,3962	3,6594
30	0,5300	0,6828	0,8538	1,3104	1,6973	2,0423	2,4573	2,7500	3,0298	3,3852	3,6460
40	0,5286	0,6807	0,8507	1,3031	1,6839	2,0211	2,4233	2,7045	2,9712	3,3069	3,5510
80	0,5265	0,6776	0,8461	1,2922	1,6641	1,9901	2,3739	2,6387	2,8870	3,1953	3,4163
120	0,5258	0,6765	0,8446	1,2886	1,6576	1,9799	2,3578	2,6174	2,8599	3,1595	3,3735
$\infty$	0,5244	0,6745	0,8416	1,2816	1,6449	1,9600	2,3263	2,5758	2,8070	3,0902	3,2905



ملحق 2: جدول F



F Table for  $\alpha = 0.05$

/	df <sub>1</sub> =1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	12	15	20	24	30	40	60	120	∞
df <sub>2</sub> =2	18.51	19.00	19.16	19.25	19.30	19.33	19.35	19.37	19.38	19.40	19.41	19.43	19.45	19.45	19.46	19.47	19.48	19.49	19.50
3	10.13	9.55	9.28	9.12	9.01	8.94	8.89	8.85	8.81	8.79	8.74	8.70	8.66	8.64	8.62	8.59	8.57	8.55	8.53
4	7.71	6.94	6.59	6.39	6.26	6.16	6.09	6.04	6.00	5.96	5.91	5.86	5.80	5.77	5.75	5.72	5.69	5.66	5.63
5	6.61	5.79	5.41	5.19	5.05	4.95	4.88	4.82	4.77	4.74	4.68	4.62	4.56	4.53	4.50	4.46	4.43	4.40	4.37
6	5.99	5.14	4.76	4.53	4.39	4.28	4.21	4.15	4.10	4.06	4.00	3.94	3.87	3.84	3.81	3.77	3.74	3.70	3.67
7	5.59	4.74	4.35	4.12	3.97	3.87	3.79	3.73	3.68	3.64	3.57	3.51	3.44	3.41	3.38	3.34	3.30	3.27	3.23
8	5.32	4.46	4.07	3.84	3.69	3.58	3.50	3.44	3.39	3.35	3.28	3.22	3.15	3.12	3.08	3.04	3.01	2.97	2.93
9	5.12	4.26	3.86	3.63	3.48	3.37	3.29	3.23	3.18	3.14	3.07	3.01	2.94	2.90	2.86	2.83	2.79	2.75	2.71
10	4.96	4.10	3.71	3.48	3.33	3.22	3.14	3.07	3.02	2.98	2.91	2.85	2.77	2.74	2.70	2.66	2.62	2.58	2.54
11	4.84	3.98	3.59	3.36	3.20	3.09	3.01	2.95	2.90	2.85	2.79	2.72	2.65	2.61	2.57	2.53	2.49	2.45	2.40
12	4.75	3.89	3.49	3.26	3.11	3.00	2.91	2.85	2.80	2.75	2.69	2.62	2.54	2.51	2.47	2.43	2.38	2.34	2.30
13	4.67	3.81	3.41	3.18	3.03	2.92	2.83	2.77	2.71	2.67	2.60	2.53	2.46	2.42	2.38	2.34	2.30	2.25	2.21
14	4.60	3.74	3.34	3.11	2.96	2.85	2.76	2.70	2.65	2.60	2.53	2.46	2.39	2.35	2.31	2.27	2.22	2.18	2.13
15	4.54	3.68	3.29	3.06	2.90	2.79	2.71	2.64	2.59	2.54	2.48	2.40	2.33	2.29	2.25	2.20	2.16	2.11	2.07
16	4.49	3.63	3.24	3.01	2.85	2.74	2.66	2.59	2.54	2.49	2.42	2.35	2.28	2.24	2.19	2.15	2.11	2.06	2.01
17	4.45	3.59	3.20	2.96	2.81	2.70	2.61	2.55	2.49	2.45	2.38	2.31	2.23	2.19	2.15	2.10	2.06	2.01	1.96
18	4.41	3.55	3.16	2.93	2.77	2.66	2.58	2.51	2.46	2.41	2.34	2.27	2.19	2.15	2.11	2.06	2.02	1.97	1.92
19	4.38	3.52	3.13	2.90	2.74	2.63	2.54	2.48	2.42	2.38	2.31	2.23	2.16	2.11	2.07	2.03	1.98	1.93	1.88
20	4.35	3.49	3.10	2.87	2.71	2.60	2.51	2.45	2.39	2.35	2.28	2.20	2.12	2.08	2.04	1.99	1.95	1.90	1.84
21	4.32	3.47	3.07	2.84	2.68	2.57	2.49	2.42	2.37	2.32	2.25	2.18	2.10	2.05	2.01	1.96	1.92	1.87	1.81
22	4.30	3.44	3.05	2.82	2.66	2.55	2.46	2.40	2.34	2.30	2.23	2.15	2.07	2.03	1.98	1.94	1.89	1.84	1.78
23	4.28	3.42	3.03	2.80	2.64	2.53	2.44	2.37	2.32	2.27	2.20	2.13	2.05	2.01	1.96	1.91	1.86	1.81	1.76
24	4.26	3.40	3.01	2.78	2.62	2.51	2.42	2.36	2.30	2.25	2.18	2.11	2.03	1.98	1.94	1.89	1.84	1.79	1.73
25	4.24	3.39	2.99	2.76	2.60	2.49	2.40	2.34	2.28	2.24	2.16	2.09	2.01	1.96	1.92	1.87	1.82	1.77	1.71
26	4.23	3.37	2.98	2.74	2.59	2.47	2.39	2.32	2.27	2.22	2.15	2.07	1.99	1.95	1.90	1.85	1.80	1.75	1.69
27	4.21	3.35	2.96	2.73	2.57	2.46	2.37	2.31	2.25	2.20	2.13	2.06	1.97	1.93	1.88	1.84	1.79	1.73	1.67
28	4.20	3.34	2.95	2.71	2.56	2.45	2.36	2.29	2.24	2.19	2.12	2.04	1.96	1.91	1.87	1.82	1.77	1.71	1.65
29	4.18	3.33	2.93	2.70	2.55	2.43	2.35	2.28	2.22	2.18	2.10	2.03	1.94	1.90	1.85	1.81	1.75	1.70	1.64
30	4.17	3.32	2.92	2.69	2.53	2.42	2.33	2.27	2.21	2.16	2.09	2.01	1.93	1.89	1.84	1.79	1.74	1.68	1.62
40	4.08	3.23	2.84	2.61	2.45	2.34	2.25	2.18	2.12	2.08	2.00	1.92	1.84	1.79	1.74	1.69	1.64	1.58	1.51
60	4.00	3.15	2.76	2.53	2.37	2.25	2.17	2.10	2.04	1.99	1.92	1.84	1.75	1.70	1.65	1.59	1.53	1.47	1.39
120	3.92	3.07	2.68	2.45	2.29	2.18	2.09	2.02	1.96	1.91	1.83	1.75	1.66	1.61	1.55	1.50	1.43	1.35	1.25
∞	3.84	3.00	2.60	2.37	2.21	2.10	2.01	1.94	1.88	1.83	1.75	1.67	1.57	1.52	1.46	1.39	1.32	1.22	1.00

## ملحق رقم 3

سعر سهم الشركة وسعر صرف TRY/USD

خلال 2018/08/31-2018/02/22

Date	Share Price	TRU/USD
Feb 22, 2018	12.80	3.7843
Feb 23, 2018	12.82	3.7905
Feb 26, 2018	13.28	3.7864
Feb 27, 2018	13.04	3.8155
Feb 28, 2018	13.09	3.7988
Mar 01, 2018	12.96	3.8056
Mar 02, 2018	12.96	3.8071
Mar 05, 2018	12.93	3.8084
Mar 06, 2018	12.35	3.7942
Mar 07, 2018	11.92	3.8027
Mar 08, 2018	11.87	3.8236
Mar 09, 2018	11.71	3.8111
Mar 12, 2018	12.19	3.8438
Mar 13, 2018	12.07	3.8733
Mar 14, 2018	12.00	3.8796
Mar 15, 2018	12.15	3.8956
Mar 16, 2018	12.40	3.9196
Mar 19, 2018	12.60	3.9362
Mar 20, 2018	13.06	3.9339
Mar 21, 2018	13.31	3.9085
Mar 22, 2018	13.48	3.9343
Mar 23, 2018	13.83	3.9824

<b>Mar 26, 2018</b>	14.45	3.9657
<b>Mar 27, 2018</b>	13.40	3.9819
<b>Mar 28, 2018</b>	13.41	4.0103
<b>Mar 29, 2018</b>	13.38	3.9422
<b>Mar 30, 2018</b>	13.22	3.9552
<b>Apr 02, 2018</b>	13.54	3.9735
<b>Apr 03, 2018</b>	13.37	3.9887
<b>Apr 04, 2018</b>	13.12	3.9991
<b>Apr 05, 2018</b>	13.11	4.0515
<b>Apr 06, 2018</b>	13.44	4.0449
<b>Apr 09, 2018</b>	12.35	4.0737
<b>Apr 10, 2018</b>	11.46	4.1121
<b>Apr 11, 2018</b>	10.85	4.1360
<b>Apr 12, 2018</b>	11.01	4.1102
<b>Apr 13, 2018</b>	11.14	4.0969
<b>Apr 16, 2018</b>	12.21	4.0963
<b>Apr 17, 2018</b>	12.52	4.0976
<b>Apr 18, 2018</b>	12.86	4.0086
<b>Apr 19, 2018</b>	12.76	4.0403
<b>Apr 20, 2018</b>	12.43	4.0766
<b>Apr 24, 2018</b>	12.14	4.1079
<b>Apr 25, 2018</b>	11.65	4.0860
<b>Apr 26, 2018</b>	11.57	4.0809
<b>Apr 27, 2018</b>	11.56	4.0664
<b>Apr 30, 2018</b>	11.45	4.0422
<b>May 02, 2018</b>	11.06	4.0617
<b>May 03, 2018</b>	10.72	4.1030
<b>May 04, 2018</b>	10.40	4.1771

<b>May 07, 2018</b>	10.14	4.2131
<b>May 08, 2018</b>	9.71	4.2260
<b>May 09, 2018</b>	10.40	4.2669
<b>May 10, 2018</b>	10.27	4.3327
<b>May 11, 2018</b>	10.09	4.2876
<b>May 14, 2018</b>	10.34	4.2352
<b>May 15, 2018</b>	10.04	4.3136
<b>May 16, 2018</b>	10.00	4.3674
<b>May 17, 2018</b>	10.02	4.4450
<b>May 18, 2018</b>	10.25	4.4139
<b>May 21, 2018</b>	10.30	4.4606
<b>May 22, 2018</b>	10.26	4.4917
<b>May 23, 2018</b>	9.92	4.5749
<b>May 24, 2018</b>	9.41	4.6691
<b>May 25, 2018</b>	9.59	4.5762
<b>May 28, 2018</b>	10.13	4.7073
<b>May 29, 2018</b>	10.31	4.7081
<b>May 30, 2018</b>	10.83	4.5822
<b>May 31, 2018</b>	10.24	4.5488
<b>Jun 01, 2018</b>	10.04	4.4650
<b>Jun 04, 2018</b>	9.81	4.5245
<b>Jun 05, 2018</b>	9.64	4.6508
<b>Jun 06, 2018</b>	9.39	4.5921
<b>Jun 07, 2018</b>	9.30	4.5985
<b>Jun 08, 2018</b>	8.96	4.5554
<b>Jun 11, 2018</b>	8.72	4.4844
<b>Jun 12, 2018</b>	8.48	4.4740
<b>Jun 13, 2018</b>	8.30	4.5240

<b>Jun 14, 2018</b>	8.41	4.5976
<b>Jun 18, 2018</b>	8.46	4.6452
<b>Jun 19, 2018</b>	8.71	4.7259
<b>Jun 20, 2018</b>	8.99	4.7301
<b>Jun 21, 2018</b>	8.89	4.7042
<b>Jun 22, 2018</b>	8.92	4.7402
<b>Jun 25, 2018</b>	9.12	4.7327
<b>Jun 26, 2018</b>	9.50	4.7225
<b>Jun 27, 2018</b>	9.75	4.6773
<b>Jun 28, 2018</b>	10.15	4.6810
<b>Jun 29, 2018</b>	10.29	4.6155
<b>Jul 02, 2018</b>	10.32	4.6225
<b>Jul 03, 2018</b>	10.23	4.5853
<b>Jul 04, 2018</b>	10.19	4.5872
<b>Jul 05, 2018</b>	10.27	4.6161
<b>Jul 06, 2018</b>	10.18	4.6705
<b>Jul 09, 2018</b>	10.23	4.6667
<b>Jul 10, 2018</b>	9.87	4.5925
<b>Jul 11, 2018</b>	8.81	4.5704
<b>Jul 12, 2018</b>	8.83	4.7338
<b>Jul 13, 2018</b>	9.30	4.7077
<b>Jul 16, 2018</b>	9.37	4.8762
<b>Jul 17, 2018</b>	9.65	4.8552
<b>Jul 18, 2018</b>	9.45	4.8552
<b>Jul 19, 2018</b>	9.57	4.8463
<b>Jul 20, 2018</b>	9.74	4.8065
<b>Jul 23, 2018</b>	9.90	4.7953
<b>Jul 24, 2018</b>	9.64	4.8066

<b>Jul 25, 2018</b>	9.95	4.7927
<b>Jul 26, 2018</b>	9.80	4.7395
<b>Jul 27, 2018</b>	9.69	4.8861
<b>Jul 30, 2018</b>	9.90	4.7728
<b>Jul 31, 2018</b>	10.24	4.8649
<b>Aug 01, 2018</b>	10.05	4.8529
<b>Aug 02, 2018</b>	9.62	4.8823
<b>Aug 03, 2018</b>	9.75	4.9142
<b>Aug 06, 2018</b>	9.46	4.9950
<b>Aug 07, 2018</b>	9.48	5.0660
<b>Aug 08, 2018</b>	9.43	5.0815
<b>Aug 09, 2018</b>	9.40	5.3301
<b>Aug 10, 2018</b>	8.97	5.2443
<b>Aug 13, 2018</b>	8.33	5.2800
<b>Aug 14, 2018</b>	9.03	5.5457
<b>Aug 15, 2018</b>	8.61	6.4275
<b>Aug 16, 2018</b>	8.46	6.8834
<b>Aug 17, 2018</b>	8.22	6.3544
<b>Aug 20, 2018</b>	8.34	5.9905
<b>Aug 27, 2018</b>	8.59	5.8270
<b>Aug 28, 2018</b>	8.89	6.0140
<b>Aug 29, 2018</b>	8.67	6.0808
<b>Aug 31, 2018</b>	8.66	6.0758