Journal of Administration and Economics Vol. (special issue) 2023 ISSN P.2221-5794 ISSN E.2790-2910

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة كربلاء - كلية الادارة والاقتصاد
المؤتمر العلمي السادس عشر 2023

تأثير الدور الديناميكي لسعر الصرف في تسعير الأسهم العادية

The effect of the dynamic role of the exchange rate on the pricing of common stocks

أ.م.د. احمد عبد محمود الجنابي

Ahmed Abdel Mahmoud Al-Janabi

ahmed.shehan1103@coadec.uobaghdad.edu.iq

وزارة التعليـم العالـي والبحـث العلمـي

المستخلص:

جاءت فكرة البحث الحالي ليستكشف إطاراً معرفياً تحليلياً لطبيعة سعر الصرف وتغيراته الديناميكية وتأثيره على تسعير الأسهم العادية لعينة مُختارة من الشركات العاملة في قطاعي (الاتصالات، الصناعة) للمدة من 2010-2021 باستخدام اختبار العلاقة بين المتغيرات وتحليلها تحليلاً إحصائياً وكمياً على وفق أسلوب تحليل البيانات الزمنية المقطعية (نموذجي التأثيرات الثابتة ونموذج التأثيرات العشوائية). إذ ارتكزت مشكلة البحث حول وجود تأثير لسعر صرف الدولار الأمريكي مقابل الدينار العراقي على أسعار الأسهم العادية للعينة المبحوثة باعتبارها مجالاً استثمارياً للعديد من المستثمرين الداخليين والخارجيين وما هو أثر ذلك على الأمد القصير أو الطويل؟.

وخلص البحث إلى عدد من الاستنتاجات كان أهمها وجود علاقة ضعيفة بين سعر الصرف وتسعير الأسهم تتحسن تلك العلاقة تدريجياً على الأمد الطويل بعد أن رجحت نتائج الاختبار ضرورة الاعتماد على نموذج التأثيرات الثابتة لبيانات العينة واختبار الفرضيات على اساس نتائجها بعد الاستدلال الفكري من نتائج التحليل والقياس والاختبار.

الكلمات المفتاحية: سعر الصرف، الأسهم العادية، Fixed effect model (FEM), Random effect model (REM)

Abstract

The idea of the current research was to explore an analytical knowledge framework of the nature of the exchange rate and its dynamic changes and its impact on the pricing of ordinary shares for a selected sample of companies operating in the two sectors (communication, industry) for the period from 2010-2021 by using testing the relationship between variables and analyzing them statistically and quantitatively according to the time data analysis method. CT (fixed effects model and random effects model). As the research problem was based on the existence of an impact of the exchange rate of the US dollar against the Iraqi dinar on the

prices of ordinary shares of the sample researched as an investment field for many internal and external investors, and what is the impact of this in the short or long term. The research reached a number of conclusions, the most important of which was the existence of a weak relationship between the exchange rate and stock pricing, and that relationship gradually improved in the long term, after the test results suggested the necessity of relying on the fixed effects model of sample data and testing hypotheses on the basis of its results after intellectual inference from the results of analysis, measurement and testing.

Keywords: exchange rate, common stock, fixed effect model (FEM)

1. المقدمة:

بقي الدينار العراقي ينخفض باستمرار أمام الدولار الأمريكي (USD) بعد العام 2003، في البداية، كان هذا الانخفاض غير مستقر بسبب الأحداث التي شهدتها الساحة السياسية والاقتصادية أبان تلك الحقبة الزمنية، ولكن في السنوات الاثنتا عشرة الماضية (2010–2021) كان هذا الانخفاض باتجاه تصاعدي طفيف، إلا أن ما شهده العام 2021 من انخفاض لقيمة الدينار أمام الدولار كان مرتفعاً إلى حد ما، وهذا الانخفاض في قيمة العُملة ليس مجرد مشكلة من المشكلات التي يواجهها النظام المالي في العراق فحسب، وإنما امتد ليواجه الآن مشكلات خطيرة مثل الركود التضخمي.

ومع زيادة العولمة وتكامل الأسواق المالية الوطنية إلى حد ما بالنسبة للمستثمر الأجنبي، تزداد مخاطر المحفظة، ولا ينحصر ذلك في تقلب سوق الأوراق المالية المحلية ولكن تضمن أيضا مخاطر سعر الصرف، فقد أدت العولمة إلى العديد من الروابط العالمية في جميع أنحاء العالم مما جعل كل دولة قريبة بعضها من بعض.

وفي الواقع، يُنظر إلى عالم اليوم على أنه قرية عالمية واحدة لم توسع أسواق المنتجات والتكامل الاقتصادي فقط، ولكنها وسعت التكامل العالمي للمؤسسات المالية والأسواق المالية.

لقد شهدت العديد من دول العالم العربي نمواً ملحوظاً في مجالات القطاع المالي كافة، ومنها تطور أسواقها المالية وشركات الوساطة المالية لأسباب ربما تعود إلى تعدد احتياجات الأفراد والشركات بشكل طردي، وساهم هذا التطور الملحوظ في تحقيق التنمية الاقتصادية في تلك البلدان، حيث تسعى جميع الشركات إلى تحقيق اهداف اقتصادية ترتكز على نمو الأسواق المالية واستقرار أسعار الصرف في البيئة التي تعمل فيها، الأمر الذي يعزز ثقة المستثمرين وتشجيع الاستثمار في القطاعات المبحوثة. ولعل من المفيد أن نؤكد أن التقدم في تكنلوجيا المعلومات وزيادة حجم التجارة وحركة رؤوس الأموال قد أثرت بشكل مباشر أو غير مباشر في أسعار الصرف، وتماشياً مع ما تم ذكره يعد سعر الصرف إحدى المحددات الأساسية لأسعار الأسهم بصورة عامة، وأسعار الأسهم العادية، وربحية الشركات بصورة خاصة، لتأثيره المباشر في مدخلات ومخرجات الشركات مدار البحث ومن ثم ينعكس ذلك على أسعار الأسهم العادية لتلك الشركات.

لقد استقطبت في الآونة الأخيرة التقلبات الديناميكية في أسعار الصرف الاسمية اهتمام الباحثين في هذا الشأن والسبب يعود في ذلك إلى انعكاس تلك التقلبات على التدفق النقدي المتوقع من الاستثمارات في شركات القطاعات المبحوثة، ولا يفوت الباحث أن ينوه على أن لتك التقلبات أهمية لدى أصحاب رؤوس الأموال لتأثيرها المباشر وغير المباشر على أسعار الأسهم العادية ومن ثم تأثيرها على القيمة السوقية لها، وانطلاقاً من مشكلة البحث الرئيسة التي افترض الباحث من خلالها أن ارتفاع

سعر الصرف أو انخفاضه له تأثير مباشر أو غير مباشر على أسعار الأسهم العادية، وأن تلك الأسهم ربما تستجيب للارتفاع أو الانخفاض في سعر الصرف، تجسدت فكرة البحث الرئيسة الذي جرى تقسيمه إلى اربع مباحث رئيسة، تضمن المبحث الأول منها منهجية البحث والدراسات السابقة، فيما احتوى المبحث الثاني الإطار النظري للبحث، وتناول المبحث الثالث الجانب التحليلي واختبار فرضيات البحث. وجاءت استنتاجات البحث وتوصياته في المبحث الرابع، خصص الأول للاستنتاجات والثاني للتوصيات.

2. المنهجية

1.2 مشكلة البحث

تعاني أغلب أسواق المال وبيئات الأعمال بشكل عام من تغيرات وتقلبات اقتصادية ديناميكية مستمرة، وبرزت الحاجة إلى إمكانية البحث في مشكلة التغيرات في أسعار الصرف المتعلقة بشركات القطاعين المبحوثة (الاتصالات، الصناعة)، والمرتبط بتسعير أسعار الأسهم العادية والنتائج المتوقعة منه عند التطبيق التي تستدعي الحاجة إلى إثبات أن أسعار الصرف ذات مرونة كامنة في اتخاذ القرار المناسب في تسعير الأسهم العادية للشركات عينة البحث، وتعد هذه المرونة حجر الزاوية من حيث إنها تسمح لمستثمري الأوراق المالية باتخاذ القرار الأفضل الذي يعد فرصة استثمارية من حيث البيع والشراء وإدارة المخاطر المرتبطة بضعف السوق المحتملة أو قوته في حالات اللاتأكد المستقبلية، والقدرة على الاستفادة من التوجه المستقبلي نحو سوق قوية أخرى من جهة، ومن جهة أخرى تشكل أسعار الصرف حجر الزاوية في هذه المشكلة بسبب اعتمادها كمؤشر في تسعير أسهم الشركات المساهمة وللدور الجوهري الذي تؤديه في النظام المالي التقليدي من الناحيتين النظرية والتطبيقية ومن هنا يظهر البعد الأول من المشكلة المرتبط بالإطار المعرفي من الدراسة، وعليه تجسدت مشكلة البحث من خلال الإجابة عن التساؤلات الآتية:

أ. لسعر الصرف تأثير على تسعير السهم العادي؟

ب. يمكن أن يكون سعر الصرف من العوامل المؤثرة في تسعير الأسهم العادية بالنسبة لمتخذ القرار في ظل المخاطرة المصاحبة للتغيرات المتسارعة في سوق العراق للأوراق المالية وطبيعتها؟

2.2أهمية البحث

أ. استمد البحث أهميته من أهمية موضوعه في الفكر المالي المعاصر، والكيفية التي يتم بها تسعير أسعار الأسهم العادية، إذ إن التسعير السليم المعتمد على الدراسات الحديثة والنماذج والاختبارات المتعددة بات من المواضيع ذات الاهمية لاعتمادها كمنهجية عملية للوصول إلى القرارات السليمة في تسعير تلك الأسهم لضمان حماية حقوق المتعاملين والمستثمرين بالشكل الأمثل في هذا القطاع.

ب. تنبع أهمية البحث من أهمية تسعير الأسهم العادية الذي يُمكن متخذ القرار المالي أو المستثمر من تحقيق قيمة اقتصادية من خلال اعتماد سعر عادل ومعقول بعيداً عن التقلبات السعرية للسهم والمخاطرة المصاحبة لقرار التسعير.

ت. تعد سياسة تسعير الأسهم العادية باستخدام اختبارات تحليل مالية حديثة، ما هي إلا محاولة جادة للفت أنظار الجهات ذات العلاقة في العراق لتنشيط سوق العراق للأوراق المالية من خلال رؤية علمية مستندة إلى التغيرات الديناميكية في أسعار الصرف والتي يعتمد عليها الاقتصاد العراقي بشكل كبير، فضلاً عن منح مؤشرات قوية يستند عليها القائمون بشأن منح السهم العادي قيمته الحقيقة والعادلة.

3.2 أهداف البحث

يسعى البحث لبلوغ مجموعة اهداف يمكن تمثيلها بالآتي:

أ. عرض جزء من واقع الاستثمارات في القطاعات المبحوثة (الاتصالات، الصناعة) في العراق من خلال تحليل طبيعة هذه القطاعات الحيوية والبيئة التي تعمل فيها، فضلاً عن بيان الفرص الاستثمارية المتعلقة بهذه القطاعات المتاحة في العراق من خلال تسعير عادل وحقيقي لأسهم الشركات ذات العلاقة.

ب. دراسة وتحليل تسعير أسعار الأسهم العادية بإطار مدخل سعر الصرف، وبيان مدى إمكانية تعظيم قيمة الأسهم في قطاع الاتصالات والصناعة العاملة في البيئة العراقية من خلال عينة البحث المختارة المتضمنة مجموعة شركات متخصصة.

4.2 فرضية البحث:

- " **يساهم سعر الصرف في تسعير الأسهم العادية للشركات عينة البحث**"

5.2 مجتمع البحث وعينة البحث

شملت عينة البحث شركة آسيا سيل من قطاع الاتصالات، و (6) شركات مختارة من شركات القطاع الصناعي وهي (الصنائع الكيمياوية العصرية، الكندي لإنتاج اللقاحات البيطرية، المنصور للصناعات الدوائية، الألبسة الجاهزة، بغداد للمشروبات الغازية، الصناعات الخفيفة) وقد جاء اختيار تلك العينة للمبررات الآتية:

أ- يعد قطاع (الاتصالات والصناعة) من المفاصل الحيوية في تنمية واقع الاقتصاد العراقي، سيما وأن الحاجة النابعة إلى إنشاء شركات وطنية تنافس شركات محلية أو اقليمية.

ب- يَعد الاستثمار في شركات القطاعات المبحوثة من الاستثمارات المُحاطة بدرجات عالية من المخاطرة وحالات اللاتأكد المستقبلي في مراحل التطوير المستمرة.

ت- توفر البيانات المالية والمعلومات اللازمة عنها بشكل تفصيلي، وانتظام مزاولتها لنشاطاتها مع استمرار تداول أسهمها خلال مدة البحث، على وفق الجدول (1)

الجدول (1) مجتمع وعينة البحث

ت	قطاع الشركات المبحوثة	عدد الشركات المبحوثة	نوع العينة	مدة تحليل البيانات
1	الاتصالات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية	1	العمدية	للمدة من 2010 إلى 2021
2	الصناعة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية	6	العمدية	للمدة من 2010 إلى 2021

المصدر: إعداد الباحث

6.2 أساليب جمع البيانات:

اعتمد الباحث أساليب عدة لجمع بيانات البحث وكما موضح في الجدول (2):

الجدول (2) أساليب جمع البيانات

الجانب النظري	▪ المصادر العربية والأجنبية المنهجية ذات العلاقة

	▪ الرسائل والأطاريح والدوريات
الجانب العملي	▪ النشرات المالية التي تصدر عن الموقع الرسمي لسوق العراق للأوراق المالية ▪ النشرات الصادرة عن الموقع الرسمي للبنك المركزي العراقي

المصدر: إعداد الباحث

7.2الأساليب المالية والإحصائية وبناء أنموذج البحث

الجدول (3): البرامج والأساليب الإحصائية المستعملة في التحليل

ت	البرنامج الإحصائي	الاستخدام
1	**Excel 2019**	قياسات كمية
2	**SPSS 24**	مقاييس النزعة المركزية، الوصف الإحصائي، التشتت، معالجة البيانات
ت	**الأسلوب الإحصائي**	الاستخدام
1	**معامل ارتباط Pearson**	قياس العلاقة بين متغيري البحث، وتكون قيمته محصورة بين (+1) و (−1)
2	**معامل التحديد (R^2)**	مربع معامل الارتباط، ويستخدم لقياس نسبة مساهمة المتغيرات التوضيحية في تفسير التغيرات في المتغير التابع
3	**الانحدار Regression**	أسلوب لنمذجة ظاهرتين من خلال تحليل أثر المتغيرات المستقلة أو التوضيحية (xi) في المتغير التابع (y_i)
المعادلات الإحصائية الخاصة بسعر الصرف		
1	$P_t = f(S_t)$ …. (1) $Lnp_t = \beta_0+\beta_1 LnS_t+\varepsilon_t$ …. (2) **(النعيمي، 2021: 47)** حيث إن: **P:** سعر السهم **S:** سعر الصرف	

قبل أن يتطرق الباحث إلى مراحل بناء الأنموذج الخاص باختبار فرضيات البحث، وتماشياً مع ما تم ذكره، لابد من الإشارة إلى معرفة نوع التحليل الكمي المستخدم في البحث، إذ أستعمل الباحث تحليل البيانات المزدوجة، أو ما يسمى تحليل بيانات السلاسل الزمنية المقطعية (Panel data analysis)، وهذا التحليل أخذ يكسب في الآونة الأخيرة اهتماماً كبيراً، لأنه يأخذ بنظر الاعتبار التغيير في الزمن والتغيير والاختلاف في الوحدات المقطعية، وتتضمن تلك البيانات نماذج اساسية في التحليل على وفق الجدول (4).

الجدول (4) مراحل بناء أنموذج اختبار الفرضيات وتحليل النتائج

ت	التفاصيل
1	**أنموذج التأثيرات الثابتة (FEM):** يحسب هذا النموذج على وفق المعادلة (Greene, 2018: 398-399): $$Yit = a_i + \sum_{j=1}^{k} \beta_j X_j(it) + \varepsilon it \dots\dots\dots, i = 1, 2, \dots N, t = 1, 2 \dots\dots, T \dots (1)$$ **حيث إن:** Yit : قيمة المتغير التابع في المشاهدة i في المدة الزمنية t a_i : قيمة نقطة التقاطع في المشاهدة i β_j : قيمة ميل خط الانحدار $X_j(it)$: قيمة المتغير المستقل j في المشاهدة i عند المدة الزمنية t εit : قيمة الحد الخطأ في المشاهدة i عند المدة الزمنية t يعبر هذا الأنموذج عن معرفة سلوك كل مجموعة من البيانات المقطعية على انفراد من خلال جعل معلمة ***a_i*** مختلفة من مجموعة إلى أخرى، مع ثبات معاملات الميل ***βj*** لكل مجموعة بيانات مقطعية، ويأخذ هذا الأنموذج بنظر الاعتبار التباين الزماني والمكاني وأخطاء القياس بين ***Cross-Sections*** و***Time Series***.
2	**نموذج التأثيرات العشوائية (REM):** يحسب هذا النموذج على وفق المعادلة (عبود، 2021: 14) $$Yit = \mu + \sum_{j=1}^{k} \beta_j X_j(it) + V_i + \varepsilon it \dots\dots\dots, i = 1, 2, \dots N, t = 1, 2 \dots\dots, T \dots (2)$$ **حيث إن:** Yit : قيمة المتغير التابع في المشاهدة i عند المدة الزمنية t μ : المعدل لمعامل القطع β_j : قيمة ميل خط الانحدار $X_j(it)$: قيمة المتغير المستقل j في المشاهدة i عند المدة الزمنية t εit : قيمة الحد الخطأ في المشاهدة i عند المدة الزمنية t V_i : حد الخطأ في مجموعة البيانات المقطعية i يتعامل هذا الأنموذج مع الآثار الزمنية والمقطعية للبيانات على أنها معالم عشوائية وليست ثابتة، كما يفترض أيضا أن العينة المسحوبة تتكون بصورة عشوائية، ولهذا يعامل معامل القطع ***a_i*** كمتغير عشوائي له مقدار ثابت μ، ويأخذ بنظر الاعتبار هذا النموذج التباين المكاني والزماني وأخطاء القياس بين ***Cross-Sections*** و***Time Series***

بعد معرفة نوع التحليل سيجري تحديد مراحل بناء أنموذج اختبار الفرضيات وتحليل النتائج وفق الخطوات الاتية:

1 **اختبار التوزيع الطبيعي لمتغيري البحث:** تم اختبار التوزيع الطبيعي للبيانات لمتغيري البحث باستخدام **(Jarque–Bera Test)** ، وجرى الاختبار على وفق الفرضيتان:

- **فرضية العدم:** البيانات تتوزع توزيع طبيعي
- **الفرضية البديلة:** البيانات لا تتوزع توزيع طبيعي

إذا كانت قيمة P-value > 0.05 تقبل فرضية العدم.

2 **اختبار سكون السلاسل الزمنية مقطعيا باستخدام Fisher–ADF Test:** ويستخدم هذا الاختبار للتأكد من (عدم وجود جذر الوحدة)، أما عندما تكون السلاسل في حالة عدم سكون أي (وجود جذر الوحدة)، عندها تكون نتائج تحليل البيانات زائفة ومظللة في اغلب الأحيان، ويستخدم **Fisher–ADF Test** للتأكد من سكون السلاسل الزمنية مقطعياً بناءً على صحة إحدى الفرضيتين:

- **فرضية العدم:** وجود جذر الوحدة
- **الفرضية البديلة:** عدم وجود جذر الوحدة

أذا كانت قيمة P-value < 0.05 ترفض فرضية العدم وتقبل الفرضية البديلة بمعنى السلسلة ساكنة

3 **تحليل نماذج السلاسل الزمنية المقطعية (FEM وREM):** يستخدم هذا الاختبار للتأكد أي النموذجين الانسب:

- أنموذج التأثيرات الثابتة
- أنموذج التأثيرات العشوائية

4 **الاختيار بين نماذج السلاسل الزمنية المقطعية اختبار Housman:** يستخدم هذا الاختبار لتحديد الاتي:

- **فرضية العدم: أنموذج** التأثيرات العشوائية الاختيار الأنسب.
- **الفرضية البديلة: أنموذج** التأثيرات الثابتة الاختيار الأنسب.

إذا كان قيمة احصاءة الاختبار (H) أكبر من الجدولة x^2 وبدرجة حرية (K)، عندئذ نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة التي ترجح انموذج التأثيرات الثابتة هو الأنسب والعكس صحيح

5 **اختبار ملاءمة النموذج باستخدام Jarque–Bera Test:** يستخدم هذا الاختبار لتحديد مدى ملائمة بواقي هذا النموذج الذي جرى تقديرهُ باستخدام Jarque–Bera Test، للتأكد من أن بيانات سلسلة البواقي تتوزع توزيعاً طبيعياً، من خلال المعادلة التالية:

$$B = \frac{n}{6}\left[\beta_1^2 + \frac{(\beta_2 - 3)^2}{4}\right] \ldots . (3)$$

حيث إن:

β_1: معامل الالتواء

β_2: معامل التفلطح

n: عدد المشاهدات

ثم يجري إختبار**(White)** للتحقق من ثبات بواقي التقدير زمنياً، أضف الى ذلك أن النموذج لا يعاني من مشكلة الارتباط الذاتي بين البواقي على وفق المعادلة الاتية:

$$x^2 = n \times R^2 \ldots . (4)$$

6	**تحليل نتائج تقدير نموذج الاختبار**: يستخدم هذا التحليل بعد تحديد النموذج المناسب من نماذج الاختبار والتأكد من مدى ملاءمته للتحليل.

المصدر: إعداد الباحث بالاعتماد على المصادر المذكورة أعلاه

3. الإطار النظري

1.3سعر الصرف

سعر محدد يتم بموجبه تبادل عملة معينة بعملة أخرى في أسوق الصرف (Parkin, 2010: 212). كما يمكن تعريفه بصورة مبسطة على انه العلاقة النسبية بين عُملتين (كنعان، 2014: 491). ومن الناحية النظرية والعملية توجد طريقتان أساسيتان لتسعير العملة هي التسعير المباشر وتسمى أيضا سعر الصرف المحلي Domestic Exchange Rate والتسعير غير المباشر وتسمى بسعر الصرف الأجنبي Foreign Exchange Rate (Dagher& Mohammed, 2017: 7).

تشير الطريقة الأولى إلى عدد الوحدات من العُملة الأجنبية التي تقابل ثمن وحدة واحدة من العُملة المحلية، وتفسر هذه الطريقة من تسعير العُملة بأنَ أي انخفاض في سعر الصرف يقابله انخفاضاً في قيمة العملة المقابلة (المحلية) والعكس صحيح، فيما تُشير الطريقة الثانية إلى سعر الصرف على أنه عدد وحدات العُملة المحلية الواجب دفعها للحصول على وحدة واحدة من العُملة الأجنبية، وتفسر هذه الطريقة من التسعير أنه كلما انخفض سعر الصرف يقابله ارتفاعاً في قيمة العملة الأخرى (المحلية) والعكس صحيح (ال طعمة، 2020: 367). وتجدر الإشارة إلى أن هناك ثلاثة أنواع لسعر الصرف هي سعر الصرف (الاسمي، الحقيقي، الفعلي) يمثل النوع الأول مقياس قيمة العُملة لدولة ما والتي يمكن مبادلتها بعُملة دولة أخرى، اما النوع الثاني فيُمثل سعر الصرف الأسمي المُعدل للسعر النسبي بين دولتين، في حين يمثل النوع الثالث المتوسط المُرجح لسعر الصرف بين عُملة الدولة المحلية والعُملات الأجنبية الأخرى (هلال، 2021: 293). وتماشياً مع ما تم ذكره يوجد نوع رابع لسعر الصرف الذي يسمى بسعر الصرف التوازني والذي بموجبه تتساوى كمية المطلوب والمعروض من الصرف تجاه العُملة المحلية القابلة للتحويل، وعلى غرار ما تم ذكره هناك نوع خامس لسعر الصرف يُسمى سعر الصرف المتوازن الذي ينتج عن تقاطع تساوي الكمية المعروضة والمطلوبة للعُملة (Zubair, 2013:89).

وفي إطار كل ما ذكر اشار (Wong, 2018: 133) إلى أن سعر الصرف وسعر السهم مرتبطان ارتباطا وثيقًا لتشارك الشركات متعددة الجنسيات في المعاملات الدولية من خلال تأثر أرباحها بشدة بأسعار الصرف، علاوة على ذلك، قد يكون لتغيير أسعار الصرف تأثير غير متماثل على سعر السهم الحقيقي (Sui& Sun, 2016: 462).

2.3 العلاقة بين سعر الصرف وتسعير الأسهم

في العقدين الأخيرين من القرن الحالي، تم ربط جذور الازمة المالية حول العالم بسياسات التحرر المالي التي تبنتها العديد من الاقتصاديات العملاقة كمنطقة اليورو مثلاً، والتي أدت نتائجها إلى تدفقات عالية في رأس المال عبر العالم، الأمر الذي عرض عُملات تلك الدول إلى تصدعات ترتب عليها حدوث ضغط سلبي على أسواق رأس المال (النعيمي، 2021: 49). تؤدي الزيادة السريعة في تدفقات الأسهم الدولية إلى ارتفاع الطلب والعرض للعملات

التي يتم تحديد أسعار الأسهم الدولية بها مما يؤدي إلى درجة من الترابط بين سوق الأوراق المالية وتغيرات أسعار الصرف، مثل هذه العلاقة لها آثار مهمة على السياسات الاقتصادية وقرارات الاستثمار في المحفظة المالية الدولية والموازنة الرأسمالية.

على سبيل المثال، إذا كانت أسعار الصرف تؤثر على أسعار الأسهم، فإن التحكم في أسعار الصرف قد يساعد في استقرار أسواق الأسهم. وبالمثل إذا كانت أسعار الأسهم تؤثر على أسعار الصرف، فأن السياسات التي تعمل على استقرار أسعار الأسهم قد تقلل من تقلبات أسعار الصرف فضلاً عما إذا كان السوقان متصلين، فقد يتمكن المستثمرون من استخدام المعلومات المتاحة في أحد الأسواق للتنبؤ بالسوق الأخرى لأغراض التحوط والمضاربة (Chkili& Neguven, 2014: 47).

ونتيجة لهذا التكامل العالمي الثانوي للأسواق المالية، يزداد ضعف المؤسسات المالية العالمية ليس مع التقلبات الاقتصادية العالمية فقط وأنما مع الاقتصادات الوطنية أيضا، كما أن الاقتصادات الوطنية معرضة بشكل كبير للتقلبات في الأسواق المالية الدولية (Karunanayake et al, 2010:213). وتجدر الإشارة إلى أن التغيرات في السوق المالية العالمية قد تؤثر أيضًا على أسعار الصرف، والتي يكون لتقلباتها تداعيات على الاقتصادات في جميع أنحاء العالم، ففي اقتصادات السوق يتم تخفيف عدم استقرار سعر الصرف إلى حد ما من خلال أسعار الصرف العائمة الحرة أو المدارة، وفي هذا الإطار يؤثر عدم الاستقرار في الأسواق الدولية وتقلب أسعار الصرف على أسعار الأسهم وكذلك على العوائد في أسواق الأسهم المحلية مسبباً تقلباً في أسعار الأسهم، إذ يعد تقلب عوائد الأسهم المقياس الشائع للمخاطر المالية ويستخدم هذا التقلب على نطاق واسع للتحوط وتسعير الموجودات واختيار المحفظة (Lakshmanasamy, 2021: 246).

ونظراً إلى أن سمة الازمة المالية الرئيسة الانخفاض المماثل في سعر الأسهم وسعر الصرف فأن العلاقة بينهما قد أضحت ظاهرة يجب تحليلها باستمرار من قبل متخصصي هذا الشأن (Syajarul, 2016: 61). وعليه فان العلاقة السببية بين سعر الصرف وسعر الفائدة علاقة راسخة إلى حد ما ومع ذلك، لا يُعرف الكثير عن مدى تلك العلاقة بين سعر الصرف وعائدات الأسهم. فعلى وجه الخصوص، اما الكيفية التي يؤثر فيها عدم استقرار سعر الصرف على عوائد الأسهم بصورة عامة وعلى الأسهم الدولية بصورة خاصة غير مفهوم لغاية الان، فضلاً عن أن الدليل التجريبي لهذا الأمر غير ثابت من وجهة نظر تسعير الموجودات، إذ يتم تحديد العلاقة بين سعر الصرف وعائدات الأسهم من خلال اختلاف التبادل بين العائدات والمخاطر في سوق الأسهم.

وفي سياق متصل، يؤدي الارتفاع في أداء سوق الأوراق المالية لدولة أجنبية مقارنة بالبلد المحلي إلى دفع مستثمر المحفظة ببيع أسهمه بالعملات الأجنبية لكون أن المستثمر يعاني من الزيادة في الأسهم المكتتب عليها بالعملات الأجنبية، وبعدها يقوم المستثمر ببيع عائدات العملة الأجنبية مقابل العملة المحلية، وبالتالي يضمن له الوضع المحايد. وفي ذات الوقت قد تنخفض قيمة العُملة الأجنبية مع بيع العُملات الأجنبية بالعملة المحلية من جهة، ومن جهة أخرى قد يتفوق مقابل ذلك أداء سوق الأوراق المالية الأجنبية (Peiris, 2011: 26). كما لا يفوتنا أن ننوه من الناحية النظرية، امكانية أن يكون هناك ارتباط إيجابي بين التقلبات في أسعار الصرف وأسواق الأوراق المالية، لكون أن المخاطر في أحد الأسواق لربما تؤدي إلى انتقالها إلى السوق الأخرى ومع ذلك، فإن القليل من

الدراسات السابقة قد أسفرت عن نتائج مختلفة بهذا الخصوص (Sekmen, 2011: 966). وحتى نتائج الدراسات المستقبلية يجب إعادة فحصها إذا افترضت وجود علاقة خطية ومتناسقة بين أسعار الأسهم وأسعار الصرف، لاحتمال أن تكون العلاقة بينهما غير متماثلة وغير خطية، فعلى سبيل المثال، قد تؤدي العُملة المرتفعة القيمة إلى تقليل تكلفة المدخلات المستوردة، مما يؤدي إلى علاقة طردية بين أسعار الصرف وأسعار الأسهم بدلاً من العلاقة العكسية المتوقعة، وبالمثل يمكن أن يؤدي انخفاض قيمة العُملة التي تزيد أرباح الشركات الموجهة للتصدير إلى زيادة تكاليف المدخلات المستوردة. أن أسعار الأسهم ستُظهر استجابة أكبر لارتفاع أسعار العُملات أكثر من استجابتها للانخفاضات فيه. وتماشياً مع ما تم ذكره فقد لاحظ (Ndako& Salisu, 2018: 106) أن الأخبار الاقتصادية، السياسية، الصحية السيئة لها تأثير أكبر على معنويات المستثمرين في أسواق الأسهم أكثر من الأخبار الجيدة وبالتالي، فإن انخفاض أسعار الأسهم بعد تلك الأخبار السيئة قد يكون له تأثير أكبر على سعر الصرف من حيث ارتفاع أسعار الأسهم بعد الأخبار الجيدة. علاوة على ذلك، قد يؤدي التكيف مع التوازن طويل الاجل إلى ظهور عوامل غير خطية بسبب وجود تكاليف تعديل ثابتة أو تكاليف المعاملات أو تدخلات السياسة، مثل إدارة سعر الصرف أو تدخل الدولة في دعم استقرار أسعار السلع (Salah et al, 2022: 59). ومما سبق يستنتج الباحث أن سعر السهم يتأثر بالعديد من العوامل الاقتصادية كمعدل النمو الاقتصادي، ومعدل التضخم، والانكماش فضلاً عن تأثير سعر الصرف الحقيقي الذي يمكن أن يؤثر على تصدير واستيراد الشركة وبالتالي على أرباحها.

3.3 الآثار الغير مباشرة بين أسعار الصرف وأسعار الأسهم

لقد اجتذبت الروابط الديناميكية وتأثير التقلبات غير المباشرة بين أسعار الأسهم وتحركات أسعار الصرف اهتمامًا خاصاً من الأكاديميين والممارسين على حد سواء لأن كلاهما يلعب دورًا مهمًا في النمو الاقتصادي لأي بلد. وقد يؤثر الترابط بين أسعار الأسهم وأسعار الصرف على تنفيذ السياسة النقدية والسياسة المالية لاي شركة علاوة على ذلك، فإن الترابط القوي بينهما سيكون له آثار كبيرة على السياسات الاقتصادية وقرارات الميزانية الرأسمالية الدولية لأن الابتكارات السلبية التي تؤثر على سوق ما قد تنتقل بسرعة إلى سوق أخرى من خلال الآثار المعدية خصوصاً بعد أن أصبحت هذه القضية أكثر أهمية مع وقوع أحداث نظرية البجعة السوداء الأخيرة لكون أن الأزمة المالية العالمية لعام 2007 قد أثارت موجة من الذعر العالمي عبر الأسواق المالية (Hung, 2019: 2). وبشكل أكثر تحديدًا، تؤثر التغيرات في أسعار الصرف على القدرة التنافسية الدولية وربحية الشركة والتي بدورها تؤثر على دخل الشركة الحقيقي وانتاجها من النشاط الذي تقوم به، الأمر الذي يؤدي إلى تغييرات لاحقة في أسعار الأسهم، وتفسيراً لذلك تلقت أسعار الأسهم الضوء على القيم الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية للشركات، وتفاعلت بقلق مع تغيرات أسعار الصرف عندما وضعت الأساس للترابط بين الدخل المستقبلي، وأسعار الفائدة، والاستثمار الحالي وقرارات الاستهلاك (Zhao, 2010: 104). ومن ناحية أخرى، اقترح كل من (Branson& Frankel, 1983:457) نماذج أسعار الصرف الموجهة للأسهم **stock–oriented' models of exchange rates** والتي تشير إلى أن أسعار الصرف تستجيب للطلب والعرض على الموجودات المالية كالأسهم والسندات واستخلاصاً لما سبق، يحدد هذا النموذج الدور الأساسي لحساب رأس المال الذي يولد ديناميكيات سعر الصرف لأن القيم الحالية

للتدفقات النقدية المستقبلية تحدد قيم الموجودات المالية علاوة على ذلك تؤثر أسعار الأسهم وأسعار الفائدة المتزايدة على تحركات أسعار الصرف أو تتأثر بها من الناحية العلمية (Chkili et al, 2012: 740). أضف إلى ذلك وجود العديد من الدراسات التي بحثت الترابط والتذبذب في أسعار الصرف وأسعار الأسهم لهذه البلدان، فضلاً عن وجود بعض البحوث ذات الصلة التي تركز على التحقيق في آثار التقلب غير المباشرة بين أسواق الأوراق المالية وأسواق الصرف الأجنبي في منطقة وسط وشرق أوربا.

تهدف الجهود البحثية الحالية إلى فهم أفضل للآلية غير المباشرة لتلك التقلبات وعلاقة الشرط الديناميكي بين عوائد الأسهم والعملات الأجنبية وكيفية نقل المعلومات من سوق إلى آخر في كل مكان حول العالم وخصوصاً اوربا، حيث يمكن فهم الأشخاص المعنيين وبالأخص منهم المستثمرين لأهمية هذه السيناريوهات في التحوط وإدارة المخاطر وتسعير الخيارات واختيار المحفظة وصياغة السياسة التنظيمية، ولذلك فإن أهمية فحص تداعيات تلك التقلبات أمر هام للغاية لا غنى عنه أطلاقا (Hung, 2019: 2).

لقد أشار (Kanas, 2000: 465) إلى أن تحركات سوق الأسهم لها تأثير كبير على تغيرات أسعار الصرف في الولايات المتحدة والمملكة المتحدة واليابان وألمانيا وفرنسا وكندا خلال المدة 1986–1998. أما (Yang& Doong, 2017: 353) فقد اشارا أيضًا أن ديناميكيات سوق الأوراق المالية كان لها تأثير كبير على التغيرات المستقبلية في أسعار الصرف لدول مجموعة السبع خلال المدة 1979–1999. تقدم نتائج تلك الدراسات دليلاً قوياً على الروابط المباشرة بين أسواق الأسهم من حيث كل من العوائد والتقلبات وأسواق العملات والآثار غير المباشرة للتقلبات أحادية الاتجاه من العُملات إلى أسواق الأوراق المالية في هذه البلدان، ففي الآونة الأخيرة تم التحقيق في الطبيعة المتغيرة لتداعيات التقلبات بين أسواق الصرف الأجنبي في بلدان أوروبا الوسطى والشرقية وظهرت النتائج أن انتشار التقلبات بين أسواق الصرف الأجنبي بدء يتناقص بشكل كبير. وفي ذات السياق تظهر النتائج أن الآثار غير المباشرة هي اثار أسعار الصرف إلى عوائد الأسهم على المدى القصير وليس العكس وتم العثور على الآثار غير المباشرة من أسعار الأسهم إلى سعر الصرف لتكون على المدى الطويل في البرازيل وروسيا، وتماشياً مع ما تم ذكره يمكن لنظام سعر الصرف المُدار بشكل جيد أن يعمل على استقرار اسوق المال في أي أزمة مالية (Hock, 2022: 4). ويستنتج الباحث وجود صلة متبادلة بين سوق الأوراق المالية وسوق سعر الصرف، من خلال تأثير سعر الصرف على التدفقات التجارية، في حين يؤثر تغير سعر السهم على تحركات رأس المال ومع ذلك، فإن النتائج التجريبية الأولية حول تأثير سعر الصرف على سعر السهم لم تحسم بعد، لذلك، لا تزال الادلة التجريبية لتأثير سعر الصرف على سعر السهم الحقيقي محدودًا. وعليه يمكن القول أن انخفاض سعر الصرف لربما يكون له تأثيراً مختلفاً على سعر السهم ولربما العكس صحيح.

4. الجانب التطبيقي

من أجل اختبار فرضيات البحث وتحليلها، جرى اختبار تأثير سعر الصرف على تسعير الأسهم العادية باستخدام نماذج الانحدار وفقاً للدمج بين Time Series وCross-Sections واستخراج Panel data، ومن خلال هذه النماذج يجري معرفة العلاقة بين متغيري البحث، يتضمن هذا الجانب اختبار الفرضيات وتحليل النتائج بناءً على الخطوات الواردة في منهجية البحث وكما يلي:

1.4 اختبار التوزيع الطبيعي لمتغيري البحث

قبل الشروع بخطوات التقدير لمتغيري البحث، قام الباحث باختبار البيانات والتأكد من انها تتوزع بشكل طبيعي مستخدماً (Jarque-Bera Test) وفقاً للفرضيتين الاتيتين:

فرضية العدم: سلسلة البيانات تتوزع توزيعاً طبيعياً

الفرضية البديلة: سلسلة البيانات لا تتوزع توزيعاً طبيعياً

ومن خلال النتائج الخاصة بالاختبار الموضحة في الجدول (5)، تبين للباحث بأن البيانات لا تتوزع توزيعاً طبيعياً، مما حذى بالباحث اللجوء لطريقة التحويل باللوغاريتم الطبيعي للبيانات، ومن ثم يتم إعادة اختبار التوزيع الطبيعي لمتغيري البحث، وتم ملاحظة أن كل المتغيرات قد توزعت توزيعاً طبيعياً، والسبب يعود إلى أن قيمة Probability > 0.05، والجدول (5) يوضح نتائج الاختبار الطبيعي لـ (Jarque-Bera Test) قبل وبعد التعديل، وقبل الشروع بتحليل أنموذج السلاسل الزمنية للمفاضلة بين النموذجين: (أنموذج التأثيرات الثابتة وأنموذج التأثيرات العشوائية) حذى بالباحث دراسة سكون السلاسل الزمنية المقطعية لمتغيري البحث، من خلال استخدامه لاختبار ديكي فولر Fisher-ADF Test، والجدول (5) يوضح نتائج اختبار سكون السلاسل لمتغيرات، وكما يلي:

الجدول (5) نتائج اختبار سكون السلاسل لمتغيري البحث Fisher-ADF Test

المتغيرات		نتائج الاختبار لـ Fisher-ADF Test	
سعر الصرف	عند المستوى Level	إحصائية الاختبار	29.1035
		مستوى المعنوية P-value	**0.2112
	عند الفرق الأول First Difference	إحصائية الاختبار	38.1333
		مستوى المعنوية P-value	**0.0117
تسعير الأسهم العادية	عند المستوى Level	إحصائية الاختبار	37.1212
		مستوى المعنوية P-value	**0.0131

المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على مخرجات EViews-12 **عند حدود المعنوية 5%

يشير الجدول (5) إلى عدم وجود جذر الوحدة عند إجراء Fisher-ADF Test بوجود Individual Intercept & Trend الحد الثابت والمتجه الزمني، ويلاحظ من الجدول (5) سكون السلاسل الزمنية المقطعية في تسعير أسهم الشركات العادية المبحوثة عند المستوى الصفري [Level]، بمعنى أن السلاسل ذات استقرارية، وعلى أساس ذلك ترفض فرضية العدم لوجود جذر الوحدة ونقبل الفرضية البديلة لكون أن قيمة P-value < 0.05، أما المتغير المستقل (سعر الصرف)

فقد أثبتت النتائج عدم سكون السلاسل الزمنية المقطعية عند المستوى الصفري [Level]، لكون أن قيمة P-value > 0.05، ويتحقق سكون السلاسل الزمنية المقطعية عند First Difference، إذ بلغت قيمة ألاحتمالية P-value < 0.05 وهذا يدل على أعتبار متغيري سلاسل البحث ساكنة.

2.4 تحليل أنموذجي السلاسل الزمنية المقطعية (FEM: REM)

يتجلى للباحث علمياً تنفيذ هذا التحليل لتقدير معاملات كلُ من أنموذجي التأثيرات الثابتة (FEM)، والتأثيرات العشوائية (REM) وجرى هذا التحليل باستخدام (Panel data)، ويبين الجدول (6) العلاقة التقديرية بين سعر الصرف كمتغير تفسيري وتسعير الأسهم بصفته متغير مستجيب وكما يلي:

الجدول (6) نتائج اختبار العلاقة التقديرية بين سعر الصرف وتسعير الأسهم

المتغير التفسيري		نموذج التأثيرات الثابتة	نموذج التأثيرات العشوائية
أسعار الصرف	**قيمة المعلمة**	**1.7512**	**0.4546**
	قيمة t المحسوبة	**2.5882**	**4.4315**
	P-value	**0.0070**	**0.0**
الحد الثابت Constant	**قيمة المعلمة**	**0.0861**	**0.07**
	قيمة t المحسوبة	**1.2562**	**0.5938**
	P-value	**0.1672**	**0.3888**
R^2		**0.2964**	**0.0081**
Durbin-Watson		**2.3856**	**2.1232**
F-statistic		**3.6302**	**18.135**
Probability		**0.00**	**0.000011**

المصدر: إعداد الباحث وفق مخرجات EViews-12

ويوضح الجدول (6) تأثير المتغير المستقل سعر الصرف في المتغير التابع تسعير الأسهم العادية وفق أنموذجي التأثيرات الثابتة والتأثيرات العشوائية.

2.5 الاختيار بين أنموذجي السلاسل الزمنية المقطعية باستخدام (Housman Test)

استناداً على ما تم عرضة في الفقرة السابقة (2.4) تحليل أنموذجي السلاسل الزمنية المقطعية (FEM: REM)، لابد في هذه الفقرة اجراء Housman Test للمفاضلة بين النموذجين ومن خلال الاتي:

فرضية العدم: نموذج التأثيرات العشوائية هو الأفضل.

الفرضية البديلة: أنموذج التأثيرات الثابتة هو الأفضل. يوضح الجدول (7) نتائج Housman Testبين سعر الصرف وتسعير الأسهم العادية:

الجدول (7) نتائج Housman Test بين سعر الصرف وتسعير الأسهم العادية:

Test Summary	Chi-sq statistic	Chi-sq. d.f	P-value
Cross-Section random	4.201	1	**0.0379**

المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على مخرجات EViews-12

من الجدول (7) يظهر جلياً ارتفاع الكاي سكوير المحسوبة x^2 إذ بلغت (4.201) وهي أكبر من الكاي سكوير الجدولية عند درجة حرية K=1 ومستوى معنوية 5% والتي تقدر (0.0379)، وعلى أساس ذلك يتم رفض فرضية العدم ويتم قبول الفرضية البديلة التي ترجح افضلية نموذج التأثيرات الثابتة بين متغيري البحث.

2.6: اختبار ملاءمة الأنموذج في ضوء التوزيع الطبيعي من خلال Jarque-Bera Test

بالاعتماد على الخطوة (2.5)، لابد للباحث فحص مدى ملاءمة البواقي لنموذج التأثيرات الثابتة باستخدام Test Jarque-Bera للتحقق من أن سلسلة البواقي تتوزع توزيع طبيعي، واجراء White Test للتيقن من أن الأنموذج ملائم ولا يعاني من مشكلة الارتباط الذاتي وفق الجدول (8):

الجدول (8) نتائج اختبار ملاءمة الأنموذج في ضوء التوزيع الطبيعي من خلال Test Jarque-Bera وWhite Test

الاختبار	Jarque-Bera Test		White Test	
	Jarque-Bera	Probability	Chi-sq statistic	Probability
قيمة الاختبار	4.01	0.39	3.76	0.08

المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على مخرجات EViews-12

من (8) يتضح أن سلسلة البواقي تتوزع توزيعاً طبيعياً لكون أن Probability > 0.05 عند استخدام Jarque-Bera Test، وكما يلاحظ أيضا من الجدول (8) أن القيمة الاحتمالية White Test أكبر من 5%، وأن قيمة كاي سكوير المحسوبة x^2 (3.76) أقل من قيمة كاي سكوير الجدولية عند درجة حرية K=2 ومستوى معنوية 5% والمقدرة (4.01) لذا تقبل فرضية العدم والتي تنص على أن النموذج لا يعاني مشكلة الارتباط الذاتي بين البواقي.

2.7 تحليل نتائج تقدير أنموذج الاختبار

اتضح للباحث من خلال الاختبارات المتعددة أن نموذج التأثيرات الثابتة هو الأفضل، والتأكد من مدى ملائمة النموذج للبواقي في ضوء Jarque-Bera Test وWhite Test، يتضح من الجدول (9) نتائج تقدير أنموذج الاختبار المناسب.

الجدول (9) نتائج تقدير أنموذج الاختبار عند استخدام نموذج التأثيرات الثابتة

المتغير المستقل (التفسيري)		تسعير الأسهم العادية
سعر الصرف	**قيمة الثابت c**	1.8512
	قيمة t المحسوبة	2.6882
	P-value	0.0080
الحد الثابت Constant	**قيمة المعلمة**	0.0961
	قيمة t المحسوبة	1.3562
	P-value	0.1652
معامل التحديد R^2		0.3868
قيمة Durbin-Watson		2.3111
قيمة F-statistic المحسوبة		3.7302
احتمالية الأنموذج Probability		0.000000
شركة آسيا سيل		**-0.144**
الصناعة الكيمياوية العصرية		**0.713**
الكندي لإنتاج اللقاحات البيطرية		**0.829**
المنصور للصناعات الدوائية		**0.989**
الألبسة الجاهزة		**0.651**
بغداد للمشروبات الغازية		**0.106**
الصناعات الخفيفة		**-0.031**

المصدر: من إعداد الباحث اعتمادا على مخرجات EViews-12

من الجدول (9)، اكدت نتائج التحليل في ضوء نموذج التأثيرات الثابتة والتي سيجري على اساسها اختبار فرضية البحث " **يساهم سعر الصرف في تسعير الأسهم العادية للشركة عينة البحث. وبهذا الصدد يتم استعراض نتائج التحليل وفقاً لما يلي:**

أ. يساهم سعر الصرف في تسعير الأسهم العادية للشركة عينة البحث، لكون أن اشارة المعلمة المقدرة (سعر الصرف) موجبة ومعنوية.

ب. القوة التفسيرية للنموذج المقدر مقبولة، إذ بلغت قيمة معامل التحديد ($R^2 = 0.3868$) أي (%38.68) من التغير الذي يحدث في تسعير الأسهم العادية، والذي يعود إلى التغير في سعر الصرف أما باقي النسبة فتعود إلى متغيرات تفسيرية أخرى خارج أنموذج البحث.

ت. تبين النتائج إلى معنوية الأنموذج ككل، إذ بلغت القيمة الاحتمالية لاختبار F-statistic (0.000000) وهي أقل من 5%، إذ تدل على معنوية الأنموذج إحصائياً.

ث. اشارت النتائج إلى أن قيمة معلمة المتغير التفسيري (سعر الصرف) بلغت (1.8512) عند مستوى معنوية (0.0080) وهي أصغر من مستوى الدلالة 5%، وهذا يدل على أن الزيادة في سعر الصرف بمقدار وحدة واحدة سيؤدي إلى زيادة في زيادة سعر السهم العادي بمقدار (1.8512).

ج. تبين النتائج إلى عدم معنوية الحد الثابت عند مستوى الدلالة 5% إذ بلغت مستوى المعنوية (0.1652) على الرغم من قيمة المعلمة موجبة.

ح. أن قيمة Durbin-Watson بلغت (2.3111) وتقع خارج الحدين لقيمة Durbin-Watson الجدولية، وبالتالي ستكون معادلة أنموذج التأثيرات الثابتة كما يلي:

$$\textbf{stock pricing} = \mathbf{1.8512}\ \textbf{exchange rate} + \varepsilon_{it}$$

5. الاستنتاجات والتوصيات:

1.5الاستنتاجات

1. يعتمد أي شركة، بما فيها شركات الهاتف النقال، على مدى استجابتها للسوق وقدرتها على تشخيص طبيعة السوق والاستجابة إلى حاجات الزبائن وبما يعكس الدور الحاسم لإدارة سعر الصرف في تسعير الأسهم العادية، وما يترتب عليها من ارتفاع متوقع في أسعار أسهم الشركة ضمن سوقها المالية المتداولة.
2. من الفقرة (1) يمكن القول أن العلاقة الصحيحة بين إدارة سعر الصرف وتسعير الأسهم العادية تعكس في حقيقتها المواءمة المطلوبة بين أداء الشركات في القطاعات المبحوثة (الاتصالات، الصناعة) وأداء أسهمها في السوق المالية المتداولة فيه، لاسيما أن سعر الصرف يمكن أن يترك اثراً جيداً عن وضع للشركة المالي في سوق الاتصالات التي تنتمي إليها في أنظار الزبائن إلى الحد الذي يقود إلى تعزيز ثقتهم بتلك الشركة واحتمال نموها في المستقبل وكسب المزيد من المراكز التنافسية المتقدمة.
3. من الفقرة (2)، نستنتج أن قدرة الشركات عينة البحث على بلوغ أهدافها المالية بالكفاءة المطلوبة من خلال العلاقة بين سعر الصرف وتسعير الأسهم بشكل كفؤ، بدلالة تماشي سياسة الشركة المالية مع سياسات البنك المركزي بشأن أسعار الصرف، فضلاً عن أداء أسهمها في السوق المالية المتداولة فيه.
4. من الفقرة (3)، واستناداً إلى كل تلك المُعطيات، تسعى الشركات المبحوثة باتجاه تنفيذ نشاطاتها التسويقية بأهداف المختلفة، عبر تبني استراتيجية ناجعة لأدارة سعر الصرف تصب في تحسين أداء الأسهم في السوق المالية وبالتالي تسعيره بشكل عادل.
5. أن تفاوت مستويات سعر الصرف، يضع الشركة المبحوثة أمام تباين ملحوظ في قدرتها على تحقيق عوائد تصاعدية من سنة لأخرى، فضلاً عن مستويات المخاطرة لهذه الشركات بناءً على العوائد المتحققة من قيمة أسهمها.

1.6التوصيات

1. يمكن للمستثمرين في قطاع الاتصالات والمدرجة شركاته في سوق العراق للأوراق المالية، التنبؤ بالاتجاهات المستقبلية لأسعار الأسهم، وذلك اعتماداً على التغيرات الديناميكية في سعر الصرف وذلك من خلال اعتماد المعادلات الإحصائية والرياضية المستخدمة في هذا البحث.
2. على شركات القطاع المبحوث استحداث قسم ضمن الهيكل الإداري فيها يتولى إدارة مخاطر أسعار الصرف للتحوط من تأثيرها السلبي على أسعار أسهمها.
3. المراجعة الدورية لمعدلات التغير في أسعار الصرف وتوقيتات تغيره فضلاً عن مراجعة أسعار الصرف دورياً يجعل من تسعير أسهم شركات القطاع المبحوث تسعيراً عادلاً.
4. افصاح الشركات عن بياناتها بعد تهيئتها وتفسيرها وتقييمها بشكل صحيح، ووضع البنك المركزي العراقي حدوداً محددة لتغيرات في سعر صرف العُملة يؤدي إلى تشجيع البيئة الاستثمارية ليس فقط في بيئة القطاع المبحوث واتما في جميع القطاعات.
5. انشاء سوق متخصص لتداول أدوات الهندسة المالية واستخدام مشتقات العُملة، لضمان التحوط من مخاطر أسعار الصرف (العُملة المحلية مقابل الأجنبية) وأسعار الأسهم.

المصادر:

1- آل طعمة، حيدر حسين، (2020)، أثر تقلبات أسعار الصرف على سلوك أسواق الأسهم في الاقتصاد التركي، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، العدد الثالث والسبعون، المجلد التاسع عشر، ص 363-381.

2- عبود، حسين قصي، (2021)، دور استراتيجيات الحصة السوقية في تفسير تباين أداء أسهم عدد من الشركات الصناعية: بحث تحليلي، رسالة ماجستير، غير منشوره، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة بغداد.

3- كنعان، علي، (2014)، النقود والصيرفة والسياسة النقدية، دار المنهل، لبنان، بيروت.

4- النعيمي، سعدالله محمد عبيد، (2021)، العلاقة التبادلية بين سعر الصرف وأسعار الأسهم: دراسة تطبيقية في سوق إسطنبول للأوراق المالية للمدة 2005-2020، مجلة اقتصاديات الاعمال، العدد (الأول)، ص 43-62.

5- هلال، جنان سليم، (2021) أثر تقلبات سعر الصرف على العملة المحلية في العراق للمدة 2000-2019، مجلة الوارث العلمي، العدد الثالث، ص 292-299.

6- Dagher, Mahmoud Mohammed, Mohammed, Bilal Qasim, (2017), The Impact of Currency Auction on The Variability of The Exchange Rate in Iraq 2004-2015, Journal of Economic and Administrative Sciences, College of Management and Economics Baghdad University, Volume 23, Issue 99.

7- Afees A. Salisu& Umar B. Ndako, (2018), Modelling stock price–exchange rate nexus in OECD countries: A new perspective, Economic Modelling, Volume 74, August 2018, Pages 105-123.

8- Hock Tsen Wong, (2022), The impact of real exchange rates on real stock prices, the current issue and full text archive of this journal is available on Emerald Insight, pp 1-15, at: https://www.emerald.com/insight/2077-1886.htm

9- Sui, L, Sun, L, (2016), Spillover effects between exchange rates and stock prices: evidence from BRICS around the recent global financial crisis, Research in International Business and Finance, Vol. 36, pp 459-471.

10- Wong, H.T, (2018), Volatility spillovers between real exchange rate returns and real stock price returns in Malaysia", International Journal of Finance and Economics, Vol. 24, pp 131-149, doi: 10.1002/ijfe.1653.

11- Kanas, A, (2000), Volatility spillovers between stock returns and exchange rate changes: International evidence, Journal of Business Finance & Accounting, 27(3–4), pp 447–467.

12- Yang, S. P, (2017). Exchange rate dynamics and stock prices in small open economies: Evidence from Asia-Pacific countries. Pacific-Basin Finance Journal, 46, pp 337–354.

13- Zhao, H. (2010). Dynamic relationship between exchange rate and stock price: Evidence from China. Research in International Business and Finance, 24(2), 103-112.

14- Branson, W. H, Frankel, (1983), Macroeconomic determinants of real exchange risk. In Herring, R. J. (Ed.), Managing.

15- Chkili, W, Aloui, C., & Nguyen, D. K, (2012). Asymmetric effects and long memory in dynamic volatility relationships between stock returns and exchange rates, Journal of International Financial Markets, Institutions and Money, 22(4), 738–757.

16- Wong, H. T, (2017), Real exchange rate returns and real stock price returns. International Review of Economics & Finance, 49, pp 340–352

17- Salah A, Nusaira, Dennis Olson, 2022, Dynamic relationship between exchange rates and stock prices for the G7 countries: A nonlinear ARDL approach, Journal of International Financial Markets, Institutions and Money, Volume 78.

18- Chkili, W., & Nguyen, D. K, (2014), Exchange rate movements and stock market returns in a regime-switching environment: Evidence for BRICS countries. Research in International Business and Finance, 31, pp 46-56.

19- Ngo Thai Hung, (2019), Spillover Effects Between Stock Prices and Exchange Rates for the Central and Eastern European Countries, Global Business Review, pp 1-27.

20- Sekmen, F, (2011), Exchange Rate Volatility and Stock Returns for the U.S, African Journal of Business Management, 2, 22.

21- Syajarul, Imna& Mohd Amin, (2016). The Co-Movement between Exchange Rates and Stock Prices in an Emerging Market, Jurnal Pengurusan 48, PP: 61-72.

22- Greene, William H., (2018) Econometric Analysis, 8th Ed, Pearson, New York.

23- Parkin Michael, (2010), Macroeconomics, (10ed), University of Western Ontario, United States of America, Library of Congress.

24- Lakshmanasamy, (2021), The Relationship Between Exchange Rate and Stock Market Volatilities in India: ARCH-GARCH Estimation of the Causal Effects, International Journal of Finance Research Vol. 2 No. 4 December 2021.

25- Peiris, T.U.I. and T.S.G. Peiris, (2011), Measuring Stock Market Volatility in an Emerging Economy, in Proceedings of the International Conference on Business and Information, Sri Lanka: University of Kelaniya.

26- Zubair, A, (2013), Causal Relationship between Stock Market Index and Exchange Rate: Evidence from Nigeria", Journal of Applied Statistics, 4, 2, pp 87-110.

27- Karunanayake, I., A. Valadkhani and M. O'Brien, (2010), Financial Crises and International

Stock Volatility Transmission, Australian Economic Papers, 49, 3, pp 209-221.