

تحليل تأثير مخاطرة أسعار الصرف على القيمة السوقية للأسهم العادية- دراسة تطبيقية على عينة من المصارف المتفرعة محلياً وخارجياً - الأردن أنموذج -

د. شهاب الدين حمد الأنعمي
كلية الإدارة والاقتصاد
جامعة بغداد

المقدمة

شهد العالم في الآونة الأخيرة انفتاح الأسواق العالمية إمام تدفق رؤوس الأموال، وكذلك السلع والخدمات بحرية تامة، وأصبحت الدول تتسابق في الانضمام إلى منظمة التجارة العالمية والاتحاد الأوروبي، بهدف الحصول على المكاسب الاقتصادية ، وقد شاطرت الدول النامية الدول المتقدمة في الدخول إلى تلك الأسواق، الأمر الذي يعني إن الحكومات سوف تغير من أساليب إدارة الاقتصاد الوطني من خلال تقليل القيود المفروضة على تبادل رؤوس الأموال، كذلك السلع والخدمات، وهنا تتعرض منظماتنا المحلية إلى منافسة شديدة من قبل المنظمات الأجنبية، بسبب رفع الحماية التي كانت تفرضها الحكومة لصالح المنظمات المحلية، الأمر الذي سوف ينعكس على حصتها السوقية، وقد حان الوقت لكي تفكر منظماتنا الوطنية بضرورة الاندفاع إلى الأسواق العالمية وهذا يتطلب تطوير أساليب عملها لتحقيق ميزة تنافسية تمكنها من دخول تلك الأسواق، إضافة إلى ضرورة بقائها في أسواقنا المحلية، بسبب التهديد من قبل المنظمات الأجنبية ، ولا تخرج الصناعة المصرفية عن هذا التحدي بل هي الأكثر حساسية لتلك التغيرات بسبب طبيعة نشاطها في تقديم الائتمان والعمليات المصرفية الأخرى، لإكمال التعاملات التجارية الدولية وبالتالي سوف تكون معرضة إلى المخاطر الاقتصادية، التي تعنى بدراسة تأثير التقلبات في أسعار الصرف على التدفقات النقدية الحالية والمستقبلية للعمليات، التي تقوم بها المصارف خارج حدودها الوطنية، والتي تنعكس على أسعار أسهمها في الأسواق المالية سلباً أو إيجاباً، وبالتالي على القيمة السوقية لها.

هذه محاولة للتعرف على أي المصارف أكثر تعرضاً لمخاطرة أسعار الصرف، تلك التي تمارس نشاط محلي فقط ، أم تلك التي لها نشاط محلي وخارجي من اجل تعريف منظماتنا بالمخاطر التي ستواجهها مستقبلاً والتكيف لها بما يخدم بقائها. لذلك تم تقسيم البحث إلى، أولاً منهجية البحث التي تضمنت، المشكلة والأهمية وفرضية وأهداف البحث، والأسلوب العلمي ومجتمع وعينة البحث، إما

ثانياً الجانب النظري تضمن، سعر الصرف واشكالية، والعوامل المؤثرة عليه، وتعريف بمخاطرة أسعار الصرف وطرق تحليلها، وتناول ثالثاً الجانب التطبيقي، إما رابعاً تضمن أهم الاستنتاجات والتوصيات

أولاً: منهجية البحث

1- مشكلة البحث

تتأثر المصارف بصورة عامة بتقلبات أسعار صرف العملة، بشكل مباشر من خلال صفقات الصرف الأجنبي والعمليات الخارجية، وغير مباشر من خلال بيئة المنافسة الخارجية، التي تنعكس على أسعار الأسهم بأثر ايجابي أو سلبي وينسب مختلفة وبالتالي على القيمة السوقية للمصارف، واستناداً لذلك فإن مشكلة البحث تكمن في تحديد.

نوع المصارف التي تتعرض بصورة اكبر لمخاطر أسعار الصرف فيما إذا كانت المصارف المتفرعة محلياً فقط أم المتفرعة محلياً وخارجياً؟

ماهية اتجاهات ونسب تأثير مخاطر أسعار الصرف على القيمة السوقية لأسهم هذه المصارف؟

2- فرضية البحث

الفرضية الرئيسية تؤثر مخاطر أسعار الصرف على القيمة السوقية للأسهم العادية.

وتشتق منها الفرضيات الفرعية الآتية:

أ- الفرضية الفرعية الأولى/ تقلبات أسعار صرف العملة ذات تأثير متباين على القيمة السوقية للأسهم العادية.

ب- الفرضية الفرعية الثانية/ تقلبات عوائد محفظة السوق ذات تأثير متباين على القيمة السوقية للأسهم العادية

ت- الفرضية الفرعية الثالثة/ تقلبات أسعار صرف العملة ذات تأثير متباين على المصارف المتفرعة محلياً وخارجياً والمتفرعة محلياً فقط.

3- أهمية البحث

تتطلب أهمية البحث في معرفة وتحديد تقلبات أسعار صرف اليورو، وتأثيرها على القيمة السوقية للأسهم العادية، نظراً لربط البنك المركزي الأردني، لسياسة سعر صرفه الثابت للدينار الأردني بالدولار الأمريكي، الذي بدوره يتأثر هو الآخر بتقلبات أسعار صرف اليورو.

4- أهداف البحث

يهدف البحث إلى:-

التعرف على مخاطر استخدام سياسة سعر الصرف الثابت للدينار الأردني مقابل الدولار، على أسعار أسهم المصارف المتفرعة محلياً وخارجياً والمتفرعة محلياً فقط.

بيان اثر مخاطر أسعار صرف اليورو، على أسعار الأسهم العادية للمصارف المتفرعة محلياً وخارجياً والمتفرعة محلياً فقط.

للقوف على أي المصارف أكثر تعرض لمخاطر أسعار صرف اليورو المحلية ام المتفرعة

5- الأسلوب العلمي للبحث

لغرض التعرف على اثر مخاطرة أسعار الصرف على القيمة السوقية للأسهم العادية تم استخدام:-

أ-معامل الارتباط بين معدل عائد السهم الشهري ومعدل تغير أسعار صرف اليورو

ب- الانحدار الخطي البسيط بموجب طريقة Adler & Domus

ت- الانحدار الخطي المتعدد بموجب طريقة Jorion

لتحقيق ذلك تم ما يأتي:

أ-الحصول على بيانات تداول اسعار الأسهم الشهرية للمدة من 2005 - 2007 من بورصة عمان على موقعها في شبكة المعلومات الدولية.

ب-اسعار صرف اليورو الاسمية الشهرية من 2005-2007 الصادرة عن البنك المركزي الأردني من موقعه على شبكة المعلومات الدولية.

ت- تم حساب معدل عائد السهم الشهري بالصيغة(سعر السهم في نهاية المدة- سعر السهم في بداية المدة)/(سعر السهم في بداية المدة) ويعبر عن العائد الرأسمالي

ث- تم حساب معدل التقلب في سعر الصرف الشهري بالصيغة(سعر الصرف في نهاية المدة- سعر الصرف في بداية المدة)/(سعر الصرف في بداية المدة)

ج- معدل عائد محفظة السوق الشهري =(مجموع معدل عائد الأسهم خلال الشهر)/(عدد المصارف التي تم تداول أسهمها في الشهر)

6- مجتمع وعينة البحث

يتكون مجتمع البحث من المصارف الأردنية التي تم تداول أسهمها في بورصة عمان والبالغ عددها (19) مصرف. إما عينة البحث فتتكون من مجموعتين

أ-الأولى/المصارف المتفرعة محلياً وخارجياً

العدد الإجمالي(9) مصارف، تم اختيار المصارف التي لها (4) فروع خارجية كحد ادني، واستبعاد من لا تفي بهذا الشرط، فتم اختيار أربعة مصارف هي البنك العربي، بنك القاهرة عمان، بنك الأردن وبنك الإسكان للاستثمار والتمويل

الثانية/المصارف المتفرعة محلياً فقط.

العدد الإجمالي(10) مصارف، تم ترشيح (5) مصارف بصورة عشوائية، وهي البنك الأردني للاستثمار والتمويل، البنك التجاري الأردني، بنك الإنماء الصناعي، بنك المال الأردني، وبنك

سوسيتية. لذا تكونت عينة البحث من (9) مصارف ، تشكل نسبة (47%) من مجموع المصارف العاملة في القطاع المصرفي

7-مدة البحث

تم تحليل مخاطر اسعار صرف اليورو على القيمة السوقية للأسهم العادية للمدة من 2005 لغاية 2007.

ثانياً: الجانب النظري

تتأثر اسعار صرف العملات بالعوامل الاقتصادية والسياسية السائدة في بلد ما، وينعكس ذلك التأثير على القيمة الشرائية للعملة الوطنية، التي بدورها تنعكس على اسعار الأسهم العادية في سوق المال، لذا سيتم التطرق إلى:-

أ-سعر الصرف Exchange Rate

1-مفهوم سعر الصرف Concept of Exchange Rate

يعرف سعر الصرف بأنه سعر تبادل العملات بعضها ببعض (الوزني والرافعي، 2001:363)، وهذا الأمر يدعونا إلى التعرف على العلاقة بين تغيرات مستوى الأسعار وتغيرات قيمة النقود، وانعكاس ذلك على سعر صرف العملة، فقيمة النقد هي مقدار السلع والخدمات التي يمكن مبادلة النقد بها ، وهي بذلك تعني القيمة الشرائية لوحدة النقد بنسبة المبادلة بين هذه الوحدة وكمية السلع والخدمات المعادلة بها، وتدعى هذه النسبة بالسعر، والسعر يعكس القيمة الشرائية للنقد وهو معكوس هذه القيمة. (السيد علي، 1999: 81)

وإذا اعتبرنا النقود سلعة كغيرها،فإن سعر الصرف يكون عدد الوحدات من عملة معينة مقابل عملة أخرى، وبالتالي سوف تتغير كمية وحدات العملة المبادلة بمقدار ارتفاع أو انخفاض القوة الشرائية لتلك العملة .

2-أنواع سعر الصرف Types of Exchange Rate

لا بد من الإشارة هنا إلى إن سعر الصرف له عدة أشكال مختلفة هي:

أ-سعر الصرف الاسمي Nominal Exchange Rate

هو ذلك السعر النسبي بين عملتين. (Frank, et.al, 2002:2)

وإذا تدخلت السلطات في بيع وشراء العملة فإنه يمكن تثبيته في سوق الصرف.

(Barth, 1999: 13)

ويمكن إن يعبر عن سعر الصرف بين عملتين كأن الدينار الأردني يساوي 1.4012 دولار أو الدولار يساوي 0.708 دينار

ب- **سعر الصرف الحقيقي** The Real Exchange Rate
هو سعر الصرف الاسمي المعدل للأسعار النسبية بين البلدان.

(Anne, 1984:18)

وهذا يعني تعديل سعر الصرف الاسمي بمعدلات التضخم بين الدول ذات العلاقة.

ت- **سعر الصرف المثبت** Fixed Exchange Rate
بموجب هذه الطريقة تقوم السلطات الرسمية في الدولة بتحديد سعر صرف ثابت للعملة الوطنية مقابل العملات الأجنبية، ولا تتغير هذه العلاقة بين العملتين إلا ضمن هوامش محددة جداً .

ث- **سعر الصرف الحر** Free Exchange Rate
وفية تتغير اسعار صرف العملة الوطنية اتجاه العملات الأجنبية الأخرى، استناداً إلى العلاقة بين العرض والطلب على العملة في سوق الصرف الأجنبي. بشكل عام يمكن القول ان المخاطرة تكون اكبر في حالة سعر الصرف الحر منها في حالة سعر الصرف المثبت، وذلك لعدم تدخل سلطة الدولة في تحديد سعر الصرف مقابل العملة الأجنبية، كذلك بفعل عوامل العرض والطلب على العملة الأجنبية في سوق الصرف الأجنبي.

3 - العوامل المؤثرة على اسعار الصرف Factors affecting Exchange Rate

إن التغير في لقيمة الشرائية للعملة عموماً ومن ثم تأثيرها في اسعار الصرف، يعود إلى عوامل عدة منها اقتصادية وأخرى سياسية. (السيد علي، 1999: 7)
قد تنعكس بشكل ايجابي أو سلبي على اسعار الصرف، فحالة عدم الاستقرار الاقتصادي والسياسي يكون تأثيرها سلبي على القيمة الشرائية للعملة، وبالتالي على اسعار الصرف، والعكس صحيح في حالة الاستقرار السياسي، وزيادة معدلات النمو الاقتصادي وانخفاض مستويات البطالة.

لعل من المفيد تصنيف العوامل المؤثرة على اسعار صرف العملات في مجموعتين هي:-

(مطر، 1999:74)

أ- العوامل الاقتصادية والسياسية Political and Economic Factors

تتضمن الظروف الاقتصادية للدولة، وضع ميزان المدفوعات، والموازنة العامة للدولة، سوق الاستيراد والتصدير، والقروض الدولية، والمساعدات الخارجية، السياسات الضريبية وأسعار الفائدة، الدورات الاقتصادية، حرية التحويل للخارج، الإحداث السياسية ، ظروف التضخم والانكماش الاقتصادي.

ب- العوامل الفنية Technical Factors

تتعلق بظروف السوق النقدي وظروف المتعاملين فيه ، العرض والطلب على العملات الأجنبية، التغيرات في أسواق المال الأخرى وفي سوق النقد.

إن العوامل أنفة الذكر تشكل في مجموعها المخاطر إلا اقتصادية، وتتعلق بدراسة تأثير تغير وتذبذب اسعار الصرف على التدفقات النقدية الحالية والمستقبلية للعمليات التي تقوم بها البنوك، والشركات الدولية خارج حدودها الإقليمية . (الراوي وآخرون، 2000: 556) التي سوف يكون لها انعكاس على القيمة السوقية لأسهم تلك الشركات سواء في الجانب السلبي أو الايجابي الذي يعني بدوره ارتفاع أو انخفاض القيمة السوقية لها

ب-مخاطر اسعار الصرف Exchange Rate Risks

قبل الخوض في موضوع مخاطر اسعار الصرف لابد من إلقاء نظرة على مفهوم المخاطرة بشكل عام، ومخاطر اسعار الصرف بشكل خاص، والتعرف على أسبابها.

1-المخاطرة Risk

هناك تعاريف كثيرة لمفهوم المخاطرة تتسجم مع آراء وفلسفة الكتاب، وبما يخدم أهدافهم وميولهم، ومع ذلك فلا ضير من استعراض بعض من تلك التوجهات، فيرى(Brain)إن المخاطرة احتمال التعرض إلى الخطر. (Brain،1995: 44)

وهناك من يرى إن المخاطرة تشير إلى احتمالات إن العوائد وكذا القيم لأصل ما أو ورقة مالية يمكن إن يكون لها نتائج بديلة (وستن و برجام، 1993: 36)، وبنفس المضمون هي التقلب في العائد حول المردود المتوقع. (الميداني، 1999: 399)

ونحن نتفق مع مفهوم المخاطرة الذي يشير إلى احتمالية وجود نتائج بديلة للعوائد ، وهو ما ينسجم مع أهداف البحث، بفعل عوامل غير مسيطر عليها.

2-أنواع المخاطرة Risk Types

تتعرض منشآت الأعمال إلى نوعين من المخاطر يمكن إن نصنفها إلى مخاطر سوقية ومخاطر غير سوقية.

أ-المخاطر السوقية Market Risks

يطلق عليها أيضا المخاطر النظامية Systematic Risks، وهي المخاطر التي تنشأ من العوامل العامة المرتبطة بالظروف والتطورات الاقتصادية والسياسية العامة الشاملة لجميع النظام الاقتصادي. (Clarck & Margart ،1979 :134)

وتنعكس أثارها على شكل تغير في اسعار الأسهم. ولا يمكن تجنب أثارها عن طريق عملية التنويع.

ب-المخاطر غير السوقية Non Market Risks

تسمى أيضا المخاطر غير النظامية Unsystematic Risks، وهي تحدث في ظروف استثنائية غير منتظمة مما يجعل من الصعب التنبؤ بحدوثها، وان أثارها تنعكس على أدوات استثمارية بعينها، وهي تعبر عن أسباب خاصة تنفرد بها كل مؤسسة من المؤسسات وتنقسم إلى نوعين ،

الأول هو المخاطرة المالية Financial Risk والثاني مخاطرة الأعمال Operational Risks، ومن الممكن تجنب آثار هذا النوع من المخاطر عن طريق التنويع

3- مخاطر اسعار الصرف Foreign Exchange Risks

ان اسعار الصرف تمثل علاقة التحويل بين العملات، وذلك فان مخاطرة سعر الصرف تعني درجة التقلب في سعر صرف عملة معينة نسبة إلى العملات الأخرى أو العملة المرجعية.

(Shapiro, 2003: 534)

وبالتالي تنشأ تلك المخاطر من تغير المركز المالي للدولة، وذلك بسبب تغير معدلات سعر الصرف، وترتبط هذه المخاطرة بحجم تدفقات رؤوس الأموال بين الدول المختلفة.

(Nakas & Hattor, 2002: 442)

إن تعرض الشركات لمخاطر اسعار الصرف يعني إن معدلات صرف العملات الأجنبية تتعدل وتتبدل باستمرار.

وتشير أيضا إلى العلاقة بين قيمة الشركة معبر عنها بسعر السهم أو عائده والتقلبات غير المتوقعة في سعر الصرف.

غير إن التعبير الدقيق لمخاطر اسعار الصرف هو مدى حساسية سعر سهم الشركة مقاساً بالعملة المحلية للتغير في قيمة تلك العملة.

وهذا ما يؤكد (Dominguez & Tesar) على انه إذا تأثرت قيمة الأسهم بالتقلبات في قيمة العملة .

فان ذلك يشير إلى حساسية سعر السهم إلى التقلب في قيمة العملة المحلية، وهذا ينسجم مع هدف البحث.

4- تحليل مخاطرة اسعار الصرف Exchange Rate Risk Analysis

إن أول من تعرض لموضوع قياس التعرض لمخاطر اسعار الصرف هما الباحثان (Adler & Domus)، وذلك في عام 1984 باستخدام أنموذج الانحدار الخطي البسيط، ثم قام (Jorion) في عام 1990 بتطوير أسلوب الانحدار الخطي البسيط بإضافة متغير آخر للأنموذج وفيما يلي شرح موجز لهذين الأسلوبين فضلا عن أسلوب الارتباط

1- أنموذج الانحدار الخطي البسيط Simple Regression Model

قدم هذا الأنموذج في عام 1984 من قبل الباحثان Adler & Domus لقياس التعرض لمخاطر اسعار الصرف، باعتبار إن معدل العائد على السهم في السوق هو المتغير المعتمد، ومعدل التغير في اسعار العملة هو المتغير المستقل، ويفترض الأنموذج وجود علاقة خطية بين معدل التغير في سعر الصرف و معدل التغير في عائد السهم وفق الصيغة الآتية:-

$$R_{it} = \alpha + \beta \Delta \delta + e$$

إذ إن:

R_{it} = معدل العائد على السهم العادي

α = معامل إفا وتعبر عن حد القطع

β = حساسية عائد السهم للتغير في سعر الصرف

$\Delta \delta$ = معدل التغير في سعر الصرف

e = الخطأ العشوائي

2- أنموذج (Jorion) Jorion model

تم تطوير أنموذج الانحدار الخطي البسيط من قبل (Jorion)، وذلك عام 1990 بإضافة متغير آخر إلى الأنموذج يتمثل في عائد محفظة السوق، الذي يحسن في قياس التعرض لمخاطر اسعار الصرف. (Jorion, 1990: 336)

وفق الصيغة الآتية:

$$R_{it} = \alpha + \beta_1 \delta E + \beta_2 R_m + e$$

إذ إن

R_{it} = معدل العائد على السهم العادي

α = معامل إفا وتعبر عن حد القطع

β_1 = حساسية عائد السهم للتغير في سعر الصرف

dE = معدل التغير في اسعار الصرف

β_2 = حساسية عائد السهم للتغير في معدل عائد محفظة السوق

R_m = معدل عائد محفظة السوق

e = الخطأ العشوائي

سيتم الاستعانة بهذين الأسلوبين في التعرف على مدى تأثير التغير في اسعار الصرف على اسعار الأسهم، وبالتالي عوائدها والتي بدورها تنعكس على القيمة السوقية للمصارف.

3- معامل الارتباط Correlation Coefficient

يمكن التعرف على قوة واتجاه العلاقة بين عوائد الأسهم العادية والتقلبات في اسعار صرف العملات، باستخدام معامل الارتباط بينهما، فإذا كان معامل الارتباط موجب، هذا يعني إن التأثير يكون بنفس الاتجاه، وبالتالي زيادة المخاطرة وإذا كان سلبياً فهذا يعني إن التغير في اتجاه معاكس، وبالتالي تخفيض المخاطرة. إذا كان معامل الارتباط صفري، فأنه يعني ليس هناك تأثير لمخاطرة اسعار الصرف على عوائد الأسهم العادية

ثالثاً : الجانب التطبيقي

سيتم استخدام ثلاثة أساليب لتحليل مخاطر اسعار الصرف على القيمة السوقية هي:-

1-تحليل مخاطر اسعار الصرف باستخدام معامل الارتباط

تم قياس معامل الارتباط بين معدل العوائد الشهرية لأسهم المصارف عينة البحث، والتي تعبر عن القيمة السوقية لها، مع معدل التغير في اسعار صرف اليورو الاسمية. الجدول (1) يوضح نتائج التحليل.

جدول (1) معامل الارتباط بين معدل العائد الشهري ومعدل التغير في اسعار صرف اليورو الاسمية

2007		2006		2005		
\bar{R}	r	\bar{R}	R	\bar{R}	r	
3%	0.16	(7.6%)	(0.17)	(4.3%)	(0.09)	البنك العربي
(0.01)	0.09	(5.6%)	0.17	5.6%	0.15	بنك القاهرة عمان
(0.5)	(0.54)	(4.8%)	0.06	2%	(0.22)	بنك الأردن
0.9%	0.16	(3.4%)	0.02	9.1%	(0.39)	بنك الإسكان
(0.7%)	(0.02)	1.6%	(0.01)	5.8%	(0.21)	البنك الأردني للاستثمار والتمويل
1.5%	(0.53)	(3.7%)	0.03	4.2%	0.12	البنك التجاري الأردني
1.3%	(0.52)	(2.4%)	0.39	1.9%	(0.30)	بنك الإنماء الصناعي
1.5%	(0.36)	(4.3%)	0.07	1%	0.07	بنك المال الأردني
2.5%	(0.13)	6.5%	0.27	2.5%	(0.44)	بنك سوسيتة

Rمتوسط معدل العائد السنوي

R تعني معامل الارتباط

كانت معاملات الارتباط بين المتغيرين سالبة تارة وموجبة تارة أخرى على المصرف ذاته عبر الزمن، وعلى عموم المصارف. في عام 2005 ظهر إن معامل الارتباط لمعدل عائد سهم البنك العربي مع التغير في لسعار صرف اليورو سالباً وبمقدار (0.09)، وفي عام 2006 فقد زاد معامل الارتباط سلباً ليصل إلى (0.17)، وتغير الحال في عام 2007، إذ كان معامل الارتباط موجب بمقدار (0.16)، نلاحظ إن طبيعة العلاقة متذبذبة بين معدل عائد السهم، والتقلب في اسعار صرف اليورو، وبدرجات قوة مختلفة

سجل معدل عائد سهم بنك القاهرة عمان، ارتباطاً موجباً خلال المدة 2005 - 2007 وبمقدار (0.15)، (0.17)، (0.09) على التوالي، وبهذا نلاحظ التذبذب في قوة العلاقة بين معدل عائد السهم والتقلب في اسعار صرف اليورو.

إما معدل عائد سهم بنك الأردن، فكان معامل الارتباط باتجاه سلبي وبمقدار (0.22)، (0.54)، لعام 2005 و 2007 على التوالي، في حين كان معامل الارتباط موجب بمقدار (0.06) لعام 2007، هنا يلاحظ تذبذب قوة العلاقة والاتجاه بين معدل عائد السهم والتقلب في اسعار صرف اليورو. لم يكن سهم بنك الإسكان بمعزل عن العلاقات السابقة، فكان معامل الارتباط موجب وبمقدار (0.02)، (0.16) لعامي 2006، 2007 على التوالي، ومعامل الارتباط السلبي وبمقدار (0.39) لعام 2005،

كان معدل عائد سهم بنك الأردن للاستثمار والتمويل، بارتباط سالب مع التقلب في سعر صرف اليورو، وبمقدار (0.21)، (0.01) (0.02) للأعوام 2005 ، 2006 ، 2007 على التوالي. إما معدل عائد سهم البنك التجاري الأردني، فكان معامل الارتباط له موجب بمقدار (0.12)، (0.03) لعامي 2005، 2006 ، في حين كان معامل الارتباط سالب وبمقدار (0.53) لعام 2007 ، وهو لا يختلف عن باقي المصارف في طبيعة العلاقة بين معدل عائد السهم، والتقلب في اسعار صرف اليورو.

سجل سهم بنك الإنماء الصناعي معامل ارتباط سالب، وبمقدار (0.30) ، (0.52) لعامي 2005 ، 2007، على التوالي، إما عام 2006 فكان معامل الارتباط موجب وبمقدار (0.39) ، لاتخرج طبيعة العلاقة لسهم بنك المال الأردني، إذ حقق معامل ارتباط موجب بمقدار (0.07)، وذلك في عام 2005، وبنفس مقدار معامل الارتباط الموجب في عام 2006، إما عام 2007 فكان معامل الارتباط سلبي وبمقدار (0.36) أخيرا كان لسهم بنك سوسيتة معامل ارتباط سلبي بمقدار (0.44) ، (0.13) لعام 2005 ، 2007 على التوالي.

إن التحليل السابق لطبيعة العلاقة بين معدل عائد السهم ،الذي يعبر عن القيمة السوقية للمصرف، ومعدل التقلب في سعر صرف اليورو الاسمي باستخدام معامل الارتباط، الذي يوضح قوة العلاقة التي تراوحت بين القوة والضعف وطبيعتها ايجابية أو سلبية و بنسب متباينة ،إن التقلب في اسعار صرف اليورو الاسمية لها تأثير ايجابي أو سلبي ، بنسب مختلفة على معدل عائد السهم، وهذا ما يثبت صحة الفرضية الأولى الني مفادها إن التقلبات في اسعار صرف العملة ذات تأثير متباين على القيمة السوقية للأسهم العادية.

2 - طريقة الانحدار الخطي البسيط

استخدم الباحثان (Adler & Domus) طريقة الانحدار الخطي البسيط ، بافتراض العلاقة الخطية بين معدل عائد السهم الشهري، ومعدل التقلب في اسعار الصرف ، لغرض تحديد حساسية عوائد السهم إلى التغير في سعر الصرف ،واختبرت النتائج إحصائيا بمستوى ثقة(95%)، يوضح الجدول (2) معاملات الانحدار الخطي البسيط للمصارف عينة البحث

جدول (2) الانحدار الخطي البسيط بموجب طريقة Adler & Domus

2007	2006	2005		
0.02	(0.06)	(0.06)	α	البنك العربي
1.09	(1.28)	(1.70)	β	
2.65	2.74	0.80	%R ²	
0.27	0.28	0.08	F المحسوبة	
%3	(%7.6)	(%4.3)	R	
(0.005)	(0.07)	0.07	α	بنك القاهرة عمان
0.55	1.54	1.91	β	
0.73	2.86	2.38	%R ²	

0.07	0.29	0.24	F المحسوبة	بنك الأردن
(0.01)	(%5.6)	%5.6	\bar{R}	
0.02	(0.05)	0.002	α	
(2.99)	0.36	(1.82)	β	
29.45	0.38	4.75	%R ²	
4.17	0.04	0.50	F المحسوبة	بنك الإسكان
(%0.5)	(%4.8)	%2	\bar{R}	
0.004	(0.04)	0.05	α	
0.54	0.25	(3.83)	β	
2.44	0.04	15.03	%R ²	
0.25	0.00	1.77	F المحسوبة	
%0.9	(%3.4)	%9.1	\bar{R}	

إذ يلاحظ إن ($\beta 1$) لسهم البنك العربي هي (1.70) في عام 2005، التي تشير إلى حساسية معدل عائد السهم للتقلبات في سعر صرف اليورو، ومنها نلاحظ إن تغيراً بنسبة (1%) في سعر صرف اليورو يؤدي إلى تغير سلبي بمقدار (1.70%) في معدل عائد سهم البنك العربي، إذ كان متوسط معدل العائد السنوي للسهم خلال نفس العام (بخسارة رأسمالية) بنسبة (4.3%) ويؤكد معامل التحديد إن نسبة (0.80%) في التغير تفسر بسبب تقلبات سعر الصرف، وإن نسبة (2.99%) ترجع لعوامل أخرى خاصة بالمصرف. وهذا يؤكد ضعف حساسية معدل عائد السهم للتقلب في أسعار صرف اليورو، إما في عام 2006 فقد كان التأثير واضح بلغت (الخسارة الرأسمالية) لمتوسط عائد سنوي للسهم نسبة (6.7%)، هذا يؤكد زيادة حساسية عائد السهم للتقلبات في أسعار الصرف، إذ بلغت ($\beta 1$) بمقدار (1.28) عندما يتغير سعر الصرف بنسبة (1%) يؤدي إلى تغير سلبي بنسبة (1.28%)، وفسر معامل التحديد نسبة (2.74%) إن التغير في عائد السهم بسبب التغير في أسعار صرف اليورو، إما عام 2007 فكان التغير إيجابي إذ بلغت ($\beta 1$) بمقدار (1.09)، هذا يؤكد حساسية معدل عائد السهم إيجابية بنسبة (1.09%) عندما يتغير سعر الصرف بنسبة (1%)، وكان متوسط معدل العائد السنوي لنفس العام (مكسب رأسمالي) بنسبة (3%)، وفسر معامل التحديد التغير بسبب تقلبات سعر الصرف بنسبة (65.2%) ويشير التحليل السابق إلى تأثير مخاطرة أسعار الصرف على معدل عائد السهم، وبتجاهات مختلفة إيجابية وسلبية وينسب متباينة.

بنك القاهرة عمان، يلاحظ إن ($\beta 1$) في عام 2005 كانت بمقدار (1.91) إذا تشير إلى حساسية معدل العائد بنسبة (1.91%)، إذا تغير سعر الصرف بنسبة (1%) وبتجاه إيجابي، وفسر معامل التحديد التغير في معدل العائد بنسبة (2.38%)، وحقق المصرف متوسط معدل عائد سنوي (مكسب رأسمالي) بنسبة (5.6%)، إما في عام 2006 فكان متوسط معدل العائد السنوي (خسارة رأسمالية) بنسبة (5.6%) على الرغم من ($\beta 1$) السهم الإيجابية وبمقدار (1.54)، وفسر معامل التحديد (2.86%) من التقلبات في معدل عائد السهم إلى التغير في

سعر صرف اليورو، وتشير هذه الحالة إلى حساسية معدل عائد السهم للتغيير في اسعار صرف اليورو ، ولكن باتجاهات مختلفة سالبة وموجبة ، في عام 2007 كانت (βI) بمقدار (0.55)، وهي تشير إلى التقلب في معدل عائد السهم باتجاه ايجابي بنسبة (55%) عندما يتغير سعر صرف اليورو ، وكان متوسط معدل العائد السنوي للسهم سلبي وبنسبة (1%) (خسارة رأسمالية) ، وفسر معامل التحديد (73.%) من الخسارة ناتجة من التقلب في اسعار صرف اليورو ، وبنسبة (27.99%) لعوامل خاصة بالمصرف .

نلاحظ مما سبق استجابة معدل عائد السهم للتغيير في اسعار الصرف، وبالتالي التأثير في القيمة السوقية للمصرف ، باتجاه سلبي أو ايجابي (مكاسب رأسمالية أو خسائر رأسمالية). إما بنك الأردن فكانت (βI) للسهم سالبة ، وبمقدار (1.82) وذلك في عام 2005 ، وهي تشير الى إن نسبة تغير (1%) في اسعار صرف اليورو ، تؤثر بشكل سلبي على معدل عائد السهم ، وبنسبة (82.1%)، وقد فسر معامل التحديد ذلك التغير في سعر صرف اليورو ، وبنسبة (75.4%)، وكان المصرف حقق مكاسب رأسمالية لمتوسط معدل العائد السنوي بنسبة (2%) لنفس العام ، وهذه الحالة تبين حساسية معدل عائد السهم للتغيير في سعر صرف اليورو، إما في عام 2006 كانت (βI) بمقدار (0.36)، وتشير إلى إن التغيير في معدل عائد السهم يكون بمقدار (0.36%) عندما يتغير معدل التقلب في اسعار الصرف بنسبة (1%)، وقد حقق خسارة رأسمالية بنسبة (8.4%) لنفس العام ، على الرغم من (βI) الايجابية فسر معامل التحديد (0.38) من الخسارة ناتجة من التقلب في اسعار صرف اليورو ، (99.62%) ناتجة عن عوامل خاصة لإدارة المصرف ، عاد سهم المصرف في عام 2007 ليحقق (βI) سالبة بمقدار (99.99.2) محقق عائد سلبي بمتوسط معدل عائد سنوي بنسبة (0.5%)، وفسر معامل التحديد الخسارة بنسبة (29.45%) للتقلبات في اسعار صرف اليورو ، نلاحظ مما سبق إن حساسية معدل عائد السهم بنسب واتجاهات مختلفة للتغيير في اسعار صرف اليورو .

سهم بنك الإسكان كان أكثر تأثيراً بالتقلب في اسعار صرف اليورو عام 2005 ، إذا كانت (βI) بمقدار (3.84)، وتعني ان معدل عائد السهم يتقلب بنسبة (3.84%) سالباً عندما يتغير سعر الصرف بنسبة (1%)، وقد فسر معامل التحديد ذلك بنسبة (15.02%) لصالح التغيير في اسعار صرف اليورو ، وقد حقق نتيجة ذلك متوسط معدل عائد سنوي ايجابي (مكسب رأسمالي) على الرغم من العلاقة السلبية بين عائد السهم ، في عام 2006 حقق متوسط معدل عائد سنوي سلبي بنسبة (3.4%) على الرغم من (βI) الايجابية وبمقدار (0.25) التي تعني إن نسبة تغير (25.%) لمعدل عائد السهم عندما يتغير معدل اسعار الصرف بنسبة (1%) وفسر معامل التحديد (0.04%) من الخسارة الرأسمالية نتيجة التغيير في اسعار الصرف و(99.96%) منها لأسباب وعوامل تخص المصرف . في عام 2007 كانت (βI) موجبة وبمقدار (0.54)، وقد

حقق متوسط معدل عائد سنوي بنسبة (0.9%)، وفسر معامل التحديد (2.44%) نتيجة التغير في اسعار صرف اليورو، ونلاحظ هنا التباين في حساسية معدل عائد السهم للتغير في معدلات اسعار صرف اليورو بين السلبية والايجابية ويشير كذلك الجدول (3) لمعاملات الانحدار الخطي البسيط، المصرف الأردني للاستثمار نجد إن (β) لمعدل عائد السهم باتجاه سلبي وبمقدار (1.33)، (0.067)، (0.136) للأعوام 2005، 2006، 2007، على التوالي، وحقق متوسط معدل عائد سنوي بنسبة (5.8%)، (1.6%) لعامي 2005، 2006، ومتوسط معدل عائد سنوي سلبي (خسارة رأسمالية)، بنسبة (0.7%)، وفسر معامل التحديد (4.51%) للتغير في سعر الصرف لعام 2005 وتأثير ضعيف (0.003%) لعام 2006 وكذلك (0.06%) لعام 2007، وهذا يعني إن الخسارة لعام 2005 بسبب سعر الصرف، وتأثير ضعيف لسعر الصرف ولأسباب أخرى تخص المصرف خلال الأعوام 2006، 2007.

جدول (3) الانحدار الخطي البسيط بموجب طريقة Adler & Domus

2007	2006	2005		
0.01	0.02	0.05	α	البنك الأردني للاستثمار والتمويل
(0.14)	(0.067)	(1.33)	β	
0.06	0.003	4.51	$\%R^2$	
0.01	0.00	0.47	F المحسوبة	
(%0.7)	%1.6	%5.8	\bar{R}	
0.04	(0.04)	0.05	α	البنك التجاري الأردني
(2.85)	0.15	1.05	β	
28.44	0.09	1.44	$\%R^2$	
3.97	0.01	0.15	F المحسوبة	
%1.5	(%3.7)	%4.2	\bar{R}	
0.04	(0.04)	(0.001)	α	بنك الإنماء الصناعي
(3.007)	1.61	(2.13)	β	
26.81	15.06	8.82	$\%R^2$	
3.66	1.77	0.97	F المحسوبة	
%1.3	(%2.4)	%1.9	\bar{R}	
0.03	(0.05)	(0.002)	α	بنك المال الأردني
(2.08)	0.35	0.74	β	
12.95	0.45	0.48	$\%R^2$	
1.49	0.05	0.05	F المحسوبة	
%1.5	(%4.3)	(%1)	\bar{R}	
0.04	0.04	0.0001	α	بنك سوسيتة
(%1.19)	1.72	(%2.57)	β	
1.62	7.43	19.65	$\%R^2$	
0.16	0.80	2.45	F المحسوبة	
%2.5	%6.5	%2.5	\bar{R}	

سهم البنك التجاري الأردني كانت له (β) موجبة بمقدار (1.05)، (0.15) لعامي 2005، 2006، وقد حقق متوسط معدل عائد سنوي بنسبة (4.2%)، وفسر معامل التحديد ذلك لعامل اسعار الصرف وبنسبة (1.44%)، وخسارة رأسمالية بمتوسط معدل عائد سنوي (7.3%)، وفسر

معامل التحديد تلك بنسبة (0.09 %) لأسعار صرف اليورو وهي نسبة ضعيفة و(99.91%) لأسباب خاصة بالمصرف، اما عام 2007 فكان متوسط معدل العائد السنوي بنسبة (1.5 %) ايجابيا ل (β_I) سالبة بمقدار (2.85) ، وقد فسر معامل التحديد (28.4 %) ، ذلك العائد بسبب التقلب في اسعار صرف اليورو ، هنا تظهر مدى حساسية استجابة معدل عائد السهم للتغير في تقلبات اسعار صرف اليورو . بنك الإنماء الصناعي كان لسهمه (β_I) سالبة بمقدار (2.13) ، لعامي 2005 ، 2007 على التوالي ، ومتوسط معدل عائد سنوي ايجابي بمقدار (3.01) ، (1.9%) ، لنفس المدة ، وقد فسر معامل التحديد للتغيرات في سعر الصرف بنسبة (1.3%) ، ارتفعت إلى (26.81 %) لعام 2007 في حين كان (β_I) لعام 2006 بمقدار (1.61) وحقق خسارة رأسمالية بنسبة (2.4 %) ، وكان معامل التحديد فسر (15.06 %) لعامل التغير في اسعار الصرف .

بنك المال الأردني كان (β_I) بمقدار (0.74) ، (0.35) موجبة حقق متوسط معدل عائد سنوي (خسارة رأسمالية) بنسبة (1%) ، (4.3 %) لعامي 2005 ، 2006 فسر معامل التحديد (0.48 %) ، (0.45%) للتغير في اسعار صرف اليورو، والمتبقي من النسب (99.52%) ، (55) . 99% لعوامل خاصة بالمصرف وهي تظهر ضعف تأثير سعر صرف اليورو ، إما عام 2007 فكان (β_I) سالبا وبمقدار (2.08) ، حقق متوسط معدل عائد سنوي (مكسب رأسمالي) بنسبة (1.5%) ، وان نسبة (12.9 %) لمعامل التحديد فسر ذلك لصالح التغير في اسعار صرف اليورو .

أخيرا بنك سوسيته (β_I) سالبا وبمقدار (2.57) ، (1.19) لعامي 2005 ، 2007 على التوالي، فسر معامل التحديد إن نسبة (19.6%) ، (1.62%) بفعل التغير في اسعار صرف اليورو . لمكاسب مقدارها (2.5%) لنفس المدة ، إما عام 2006 فكان متوسط معدل العائد السنوي للسهم (مكسب رأسمالي) بمقدار (6.5 %) لمعامل (β_I) موجب (1.72) ، فسر معامل التحديد ذلك المكسب للتغير في اسعار الصرف بنسبة (7.43%) .

نلاحظ مما سبق إن معدل عائد السهم لكل مصرف له حساسية متباينة في النسبة والاتجاه لمعدل التغير في اسعار صرف اليورو، وهذا يثبت صحة الفرضية الفرعية الأولى مرة أخرى.

3- طريقة (Jorion)

باستخدام أنموذج (Jorion) الذي يعتمد في تحليل مخاطر اسعار الصرف على القيمة السوقية للمصرف، باعتبار إن معدل التقلب في اسعار الصرف الاسمية ومعدل عائد محفظة السوق هما المتغيران المستقلان، ومعدل عائد السهم الشهري، هو المتغير المعتمد الذي يعبر عن القيمة السوقية للمصرف، واختبرت النتائج إحصائيا بمستوى ثقة (95%)، الجدول (4) يوضح تحليل مخاطرة اسعار صرف اليورو على القيمة السوقية للمدة 2005 - 2007.

جدول (4) الانحدار الخطي بموجب طريقة Jordan

2007	2006	2005		
1.38	(0.20)	0.96	β_1	البنك العربي
2.64	(1.17)	(0.74)	β_2	
62.52	3.65	11.72	%R ²	
7.51	0.17	0.60	F المحسوبة	
%3	(%7.6)	(%4.3)	\bar{R}	
1.08	0.77	0.98	β_1	بنك القاهرة عمان
1.76	1.13	2.89	β_2	
40.98	12.34	29.57	%R ²	
3.12	0.63	1.89	F المحسوبة	
(0.01)	(%5.6)	%5.6	\bar{R}	
0.96	1.24	0.23	β_1	بنك الأردن
(1.92)	(%0.29)	(1.58)	β_2	
72.03	58.15	8.14	%R ²	
11.59	6.25	0.40	F المحسوبة	
(%0.5)	(%4.8)	%2	\bar{R}	
0.71	2.22	1.09	β_1	بنك الإسكان
1.34	(0.91)	(2.75)	β_2	
62.06	39.74	67.29	%R ²	
7.36	2.97	9.26	F المحسوبة	
%0.9	(%3.4)	%9.1	\bar{R}	

β_1 = تعني بيتا التي تشير إلى حساسية عوائد الأسهم للتغير في معدل عائد محفظة السوق

β_2 = تعني بيتا التي تشير إلى حساسية عوائد الأسهم لتقلبات أسعار صرف اليورو

ظهرت نتائج التحليل إن القيمة السوقية للبنك العربي، التي يعبر عنها معدل عائد السهم في السوق، إن هناك استجابة متباينة لعامل سعر صرف اليورو ومعدل عائد محفظة السوق، إذ ظهر سهم المصرف في عام 2005 انه سهم مدافع الذي عبر عنه معامل بيتا السهم (β_1) البالغة (0.96)، والتي تدل على إن التذبذب أو التقلب في معدل عائد السهم اقل من التقلب في معدل عائد محفظة السوق بنسبة (4%)، وكذلك حساسية التقلب في سعر صرف اليورو الاسمية بشكل سلبي وبنسبة (26%)، مما يؤدي إلى انخفاض القيمة السوقية بنفس النسبة إذ حقق متوسط معدل عائد سنوي سلبي بنسبة (4.3%)، وهذا يعبر عن الصفة الدفاعية، إذ فسر معامل التحديد التقلب في معدل عائد السهم بنسبة (11.72%) لعامل التقلب في سعر صرف اليورو ومعدل عائد محفظة السوق المشتركة، إما في عام 2006 كان (β_1) السهم بمقدار سالب (0.203) التي تدل على الصفة الدفاعية له، وإن التقلب في معدل عائد السهم اقل من التقلب في عائد محفظة السوق بنسبة (80%) وكذلك كانت حساسية عائد السهم للتقلب في سعر صرف اليورو وبشكل سلبي وبنسبة (1.17%) الأمر الذي أدى إلى تحقيق متوسط معدل عائد سنوي سلبي (7.6%)، إذ فسر معامل التحديد (3.65%) من التقلب في معدل عائد السهم، إلى التقلب المشترك لمعدل عائد محفظة السوق وأسعار صرف اليورو، وتغير الحال في عام 2007 إذ للسهم الصفة الهجومية التي عبر عنها (β_1) السهم بمقدار (1.38)، التي تعني إن عائد السهم يتقلب بأكثر من

التقلب في معدل عائد محفظة السوق بنسبة (38%)، وقد كانت حساسية عائد السهم للتقلبات في اسعار صرف اليورو بشكل ايجابي وبنسبة (2.63%)، الأمر الذي انعكس على متوسط معدل عائد سنوي ايجابي (مكسب رأسمال) بنسبة (3%)، وفسر معامل التحديد العلاقة بنسبة (62.52%) لعاملي التقلب في معدل سعر صرف اليورو ومعدل عائد محفظة السوق مشتركة. كان لسهم بنك القاهرة عمان حساسية عالية موجبة اتجاه التغير في اسعار صرف اليورو، إذ كانت (2.89)، (1.13)، (1.76) خلال السنوات 2005، 2006، 2007 على التوالي، وفيما يخص حساسية معدل عائد السهم للتقلب في معدل عائد محفظة السوق كانت اقل من ذلك بنسبة (2%)، (23%) لعامي 2005، 2006 التي ظهرت فيها الصفة الدفاعية للسهم، محققاً بذلك متوسط معدل عائد سنوي بنسبة (5.6%) موجب و (5.6%) سالب، وفسر معامل التحديد تلك النتيجة لتقلب معدل عائد محفظة السوق وأسعار صرف اليورو مشتركة بنسبة (29.57%)، (12.34%) على التوالي، إما عام 2007 ظهر السهم صفة هجومية عبر عنها (β_1) بمقدار (1.08) وحساسية للتقلب في اسعار صرف اليورو بنسبة (1.76%) وبنفس الاتجاه، لكنه حقق متوسط معدل عائد سنوي سلبي منخفض بنسبة (0.01%). وفسر معامل التحديد تلك النتيجة بنسبة (41%) للتقلبات في عائد محفظة السوق و اسعار صرف اليورو ظهر سهم بنك الأردن اقل حساسية للتقلب في عائد محفظة السوق بنسبة (77%)، (4%) خلال عام 2005، 2007 على التوالي، إذا كانت (β_1) السهم بمقدار (0.23)، (0.96) لنفس المدة، وهي تعبر عن الصفة الدفاعية، وكانت حساسية معدل عائد السهم للتقلب في اسعار صرف اليورو سالبة وينسب مختلفة (58%)، (92%) أعلى من التغير بنسبة (1%) لسعر صرف اليورو وذلك للأعوام 2005، 2007 محققاً بذلك متوسط معدل عائد سنوي ايجابي بنسبة (2%) لعام 2005، وعائد سلبي بنسبة (0.5%)، فسر معامل التحديد تلك النتيجة للتغير في عائد محفظة السوق، وأسعار الصرف مجتمعة وبنسبة (8.14%)، (72%) لنفس المدة على التوالي، إما عام 2006 فكان للسهم صفة هجومية عبرت عنها (β_1) السهم بمقدار (1.24)، التي أشارت إلى حساسية التقلب في عائد السهم تفوق التقلب في معدل عائد محفظة السوق بنسبة (24%)، إما حساسية معدل عائد السهم للتقلب في سعر صرف اليورو، فكانت سالبة وبنسبة اقل من التقلب في سعر الصرف بنسبة (1%) (بحدود 71%)، الأمر الذي حقق متوسط معدل عائد سنوي سلبي بنسبة (4.8%). دلت نتائج التحليل إن معدل عائد سهم بنك الإسكان كان أكثر حساسية للتقلب في اسعار صرف اليورو وباتجاه سالب إذ كان بمقدار (2.75)، (0.91) لعامي 2005، 2006، ولكنه اظهر استجابة بنسبة (9%) اقل من التغير في سعر صرف اليورو بنسبة (1%). إما (β_1) تشير إلى الصفة الهجومية خلال عامي 2005، 2006 تبدلت إلى الصفة الدفاعية عام 2007، وقيم أليبتا توضح ذلك الأمر الذي انعكس على متوسط معدل عائد سنوي للسهم ايجابي وبنسبة (9.1%)

و(0.9%) لعامي 2005، 2007 وسلبني بنسبة (3.4%) لعام 2006، فسر معامل التحديد ذلك بنسبة (67.29%)، (39.74%)، (62.06%) للأعوام الثلاثة على التوالي، لعوامل التغيير في معدلات عائد محفظة السوق وأسعار صرف اليورو مشتركة.

جدول (5) الانحدار الخطي بموجب طريقة Jorion

2007	2006	2005		
1.14	1.78	0.36	β_1	البنك الأردني للاستثمار والتمويل
1.14	(1.006)	(0.97)	β_2	
54.62	36.17	18.61	$\%R^2$	
5.42	2.55	1.03	F المحسوبة	
(%0.7)	%1.6	%5.8	\bar{R}	
0.64	1.006	0.77	β_1	البنك التجاري الأردني
(2.14)	(0.39)	1.82	β_2	
48.61	51.79	34.64	$\%R^2$	
4.26	4.83	2.39	F المحسوبة	
%1.5	(%3.7)	%4.2	\bar{R}	
1.08	0.77	0.44	β_1	بنك الإتماء الصناعي
(1.80)	1.21	1.70	β_2	
74.96	60.42	24.92	$\%R^2$	
13.47	6.87	1.49	F المحسوبة	
%1.3	(%2.4)	%1.9	\bar{R}	
1.28	1.14	0.80	β_1	بنك المال الأردني
(0.65)	(0.26)	1.54	β_2	
81.67	65.33	24.93	$\%R^2$	
20.05	8.48	1.49	F المحسوبة	
%1.5	(%4.3)	(%1)	\bar{R}	
0.71	0.48	0.06	β_1	بنك سوسيتة
(0.39)	1.47	(2.51)	β_2	
9.80	15.03	20.11	$\%R^2$	
0.49	0.80	1.13	F لمحسوبة	
%2.5	%6.5	%2.5	\bar{R}	

تشير نتائج جدول (5)، إن حساسية معدل عائد سهم البنك الأردني للاستثمار والتمويل اتجاه التغيير في معدل عائد محفظة السوق اقل بنسبة (64%)، وهذا ما تؤكدته (β_1) السهم البالغة (0.36) وهي تشير إلى الصفة الدفاعية للسهم وذلك في عام 2005، اما في عام 2006، 2007، ظهر السهم حساسية عالية اتجاه معدل عائد محفظة السوق متفوق عليه بنسبة (78%)، (14%)، وهي تشير إلى الصفة الهجومية، اما حساسية السهم للتقلبات في اسعار صرف اليورو، فكانت في اتجاه سلبي بنسبة (97%)، (1.01%) لعامي 2005، 2006 تغير إلى اتجاه ايجابي وبمقدار

1.144) الامر الذي انعكس على متوسط معدل عائد سنوي ايجابي وبنسبة (5.8%)، (1.6%) لعامي 2005 ، 2006 وعائد سلبي بنسبة (0.7%) في عام 2007، فسرت تلك النتائج نسبة (18.61%)، (36.17%)، (54.62%) لعوامل التغير في معدل عائد السوق وسعر صرف اليورو وللسنوات على التوالي. إما البنك التجاري الأردني ظهر عائد سهمه يتقلب اقل من معدل عائد محفظة السوق بنسبة (23%) ، (36%) خلال عام 2005، 2007، إما عام 2006 فأن التغير في عائد السهم يقترب من التغير في عائد محفظة السوق، وبفارق (1%) عن معدل التقلب في اسعار صرف اليورو، وتشير ألبينا التي تعبر عن حساسية عائد السهم للتقلب في اسعار صرف اليورو، إن التقلب في سعر صرف اليورو بنسبة (1%) يؤدي إلى تغير في عائد السهم بنسبة (82%) عن التقلب في سعر الصرف في عام 2005. إما في عام 2006، 2007 فقد ظهر اتجاه سلبي في التقلب بمعدل عائد السهم إذ (β 1) بمقدار (0.39) ، (2.14). التي تشير إلى حساسية عائد السهم خلال الأعوام 2006، 2007 على التوالي، إذ فسر معامل التحديد بنسبة (34.64%) إن التقلب في عائد السهم ناتج عن التقلب في عائد محفظة السوق وأسعار الصرف مجتمعة، وذلك في عام 2005، وبنسبة (51.79%) ، (48.61%) لعامي 2006، 2007 على التوالي، وتحقق نتيجة ذلك عوائد ايجابية بنسبة (4.2%) ، (1.5%) لعامي 2005، 2007 وعائد سلبي بنسبة (3.7%) لعام 2006. إما بنك الإنماء الصناعي ظهر سهمه خلال عام 2005 بصفة دفاعية وان التقلب في عائدته اقل من التقلب في عائد محفظة السوق بنسبة (56%)، وكانت حساسية السهم للتقلب في سعر صرف اليورو بنسبة (1.70%)، وفسر التقلب في عائد السهم بنسبة (24.9%) لعوامل التقلب في عائد محفظة السوق وسعر الصرف شركة ، اتصف في عام 2006 بنفس خصائص عام 2005، ولكن بنسب متفاوتة للتقلب في عائد محفظة السوق وسعر صرف اليورو. إن نسبة (60.42%) فسرت التقلب في عائد السهم لعوامل التقلب في عائد محفظة السوق وسعر صرف اليورو، ولكن في عام 2007 ظهرت الصفة الهجومية على السهم، والتي تعني إن التقلب في عائدته اكبر من التقلب في عائد محفظة السوق بنسبة (1.08%)، وهذا ما يظهره معامل بيتا السهم البالغ (1.08)، إما حساسية عائد السهم للتغير في سعر صرف اليورو كانت بنسبة (1.80%)، وفسرت نسبة (74.96%) للتقلب في عائد السهم بسبب التقلب في عائد محفظة السوق وسعر صرف اليورو، محققاً بذلك متوسط معدل عائد سنوي ايجابي بنسبة (1.9%) ، (1.3%) لعامي 2005، 2007 وعائد سلبي بنسبة (2.4%) لعام 2006. يؤكد (β 1) سهم بنك المال الأردني الصفة الدفاعية إذ إن التقلب في عائدته اقل من التقلب في عائد محفظة السوق، وهذا ما تشير إليه (β 1) السهم (0.80) وان تقلبه اقل من تقلب عائد محفظة السوق بنسبة (20%)، كما وان عائد السهم حساس للتغير في سعر صرف اليورو، إذ يؤكد ذلك ألبينا البالغة (1.54) باتجاه موجب، وفسر التقلب في معدل عائدته بنسبة (24.92%) للعوامل عائد محفظة

السوق وسعر الصرف ، إذ حقق متوسط معدل عائد سنوي سلبي (1%) في عام 2005، إما في عام 2006، 2007 ظهر إن التقلب في عائد السهم يفوق معدل محفظة السوق بنسبة (14%) ، (28%) على التوالي ، وكان كذلك حساس للتغير في سعر صرف اليورو وباتجاه سلبي بنسب مختلفة، وفسرت نسبة (65.32%) ، (81.67) التقلب في عائد السهم للتقلب في عائد محفظة السوق وسعر الصرف مشتركة خلال المدة ذاتها، حقق متوسط معدل عائد سنوي سلبي بين (1%) ، (4.3%) لعامي 2005، 2006 وعائد ايجابي بنسبة (1.5%) لعام 2007. يبدو إن سهم بنك سوسيتة بصفة دفاعية ، وهذا ما تظهره (β_1) السهم إذ بلغت (0.06) ، (0.48) ، (0.71) للأعوام 2005، 2006، 2007، وتدل إن تقلب عائد السهم اقل من تقلب عائد محفظة السوق بنسب (94%) ، (52%) ، (29%) إما حساسية عائد السهم للتقلب في اسعار صرف اليورو التي تظهرها ألبيتا بمقدار (2.51) ، (0.39) لعامي 2005، 2007 وباتجاه سلبي، إلا أنها تغيرت إلى الاتجاه الايجابي وبنسبة (1.47%) في عام 2006، فسرت النسب (20.11%) ، (15%) ، (9.8%) التغير في معدل عائد السهم للتغير في معدل عائد محفظة السوق وسعر صرف اليورو، إذ تحقق متوسط معدل عائد سنوي ايجابي بنسبة (2.5%) لعامي 2005 ، 2007 و (6.5%) لعام 2006.

مما تجدر الإشارة إليه إن معدل عائد محفظة السوق له تأثير ايجابي على معدل عائد السهم، وكما ظهرت بيتا السهم لكل المصارف بقيمة موجبة ، لكنها بنسب متباينة، إما حساسية عوائد الأسهم للتقلبات في اسعار صرف اليورو، فكانت بنسب متباينة وباتجاهات مختلفة، وهذا ما يؤكد صحة فرضية البحث الثانية التي مفادها إن تقلبات عوائد محفظة السوق ذات تأثير متباين على القيمة السوقية للأسهم العادية.

4- تحليل مخاطر اسعار الصرف على القيمة السوقية للمصارف المحلية والخارجية .

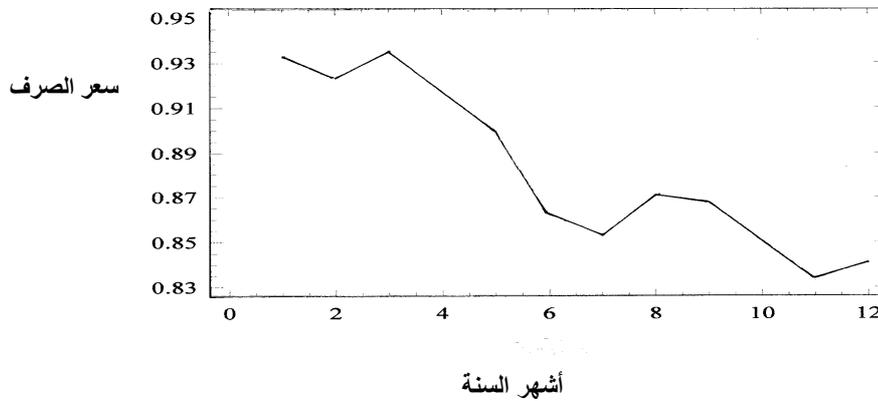
إن للتقلبات في سعر صرف اليورو، تأثير كبير على القيمة السوقية لأسعار الأسهم العادية ، ويقاس ذلك التأثير من خلال بيتا (β) وباتجاهات مختلفة ، إذ قد يكون لها تأثير سلبي وهنا (β^-) ، تعني إن ارتفاع سعر صرف اليورو يؤدي إلى انخفاض معدل عائد السهم، وبالتالي انخفاض القيمة السوقية للأسهم العادية ، التي تعبر عن الانخفاض في القيمة السوقية للمصرف، إذا كانت ألبيتا (β^+) موجبة تعني انخفاض سعر صرف اليورو، يؤدي إلى ارتفاع معدل عائد السهم، وبالتالي ارتفاع القيمة السوقية للأسهم العادية التي تشير إلى الارتفاع في القيمة السوقية للمصرف. بناء على ما تقدم سوف يتم تحليل حساسية عائد السهم إلى التقلب في سعر صرف اليورو والجدول (6) والإشكال (1)، (2)، (3) تساهم في تحليل الحالة.

جدول (6)

نسب تأثير اسعار صرف الورو على القيمة السوقية للمصارف المتفرعة محلياً وخارجياً

2007				2006				2005				
$\beta -$		$\beta +$		$\beta -$		$\beta +$		$\beta -$		$\beta +$		
%	العدد											
11.11	1	33.33	3	33.33	3	11.11	1	33.33	3	11.11	1	المصارف المتفرعة محلياً وخارجياً
44.44	4	11.11	1	33.33	3	22.22	2	22.22	2	33.33	3	المصارف المتفرعة محلياً فقط
55.55		44.44		66.66		33.33		55.55		44.44		النسبة الكلية

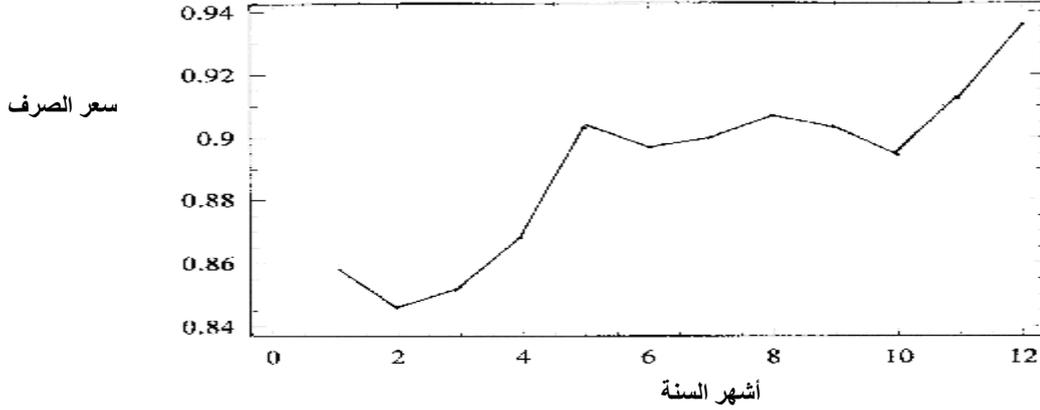
$\beta +$ تعني انخفاض سعر صرف اليورو يؤدي إلى ارتفاع القيمة السوقية للسهم
 $\beta -$ تعني ارتفاع سعر صرف اليورو يؤدي إلى انخفاض القيمة السوقية للسهم



شكل (1) التقلب في أسعار صرف اليورو خلال عام

يؤكد الشكل (1) إن عام 2005 شهد تدهور في سعر صرف اليورو، إذ يشير منحنى سعر صرف اليورو اخذ في التنازل، من أعلى قيمة له في شهر كانون الأول بمقدار (0.95) إلى أدنى قيمة له بمقدار (0.83) في شهر تشرين الثاني من نفس العام، نجد انه بسبب قوة الدولار مقابل اليورو والذي انعكس على قوة الدينار بسبب سياسة سعر الصرف الثابت ، فكانت المصارف المحلية تأثرت بشكل ايجابي ($\beta +$)، الأمر الذي انعكس على معدل عائد السهم، وبالتالي ارتفاع القيمة السوقية وهي تشكل نسبة (33.33%) من أسهم القطاع، إما المصارف التي لها فروع محلية وخارجية، فقد انعكس التقلب في سعر صرف اليورو وبشكل ايجابي ($\beta +$) على القيمة السوقية لأسهمها وتشكل نسبة (11.11%) من أسهم القطاع، في حين إن المصارف التي لها فروع محلية وخارجية فقد انعكس التقلب في سعر صرف اليورو بشكل سلبي ($\beta -$) على القيمة السوقية لأسهمها وتشكل نسبة (33.33%) من أسهم القطاع، والمصارف ذات الفروع المحلية بنسبة (22.22%) ، وبهذا نجد إن حساسية أسهم المصارف اتجاه التغير في سعر صرف اليورو، تكون في صالح المصارف المحلية مقابل المصارف التي لها فروع محلية وخارجية، ويعود السبب في ذلك إلى ارتفاع سعر صرف الدينار الأردني مقابل اليورو، في عام 2006 يظهر الشكل رقم

(2) التقلب في سعر صرف اليورو مقابل الدينار الأردني، إذ يظهر إن هناك فاصلتين زمنيتين خلال عام 2006، إذ نجد تقلب قليل في سعر صرف الدينار مقابل اليورو خلال شهر كانون الثاني إلى شهر نيسان من نفس العام تراوح بين (0.84 - 0.87)، وتقلب كبير في سعر صرف اليورو من شهر مايس إلى كانون الأول تراوح بين (0.89 - 0.94).

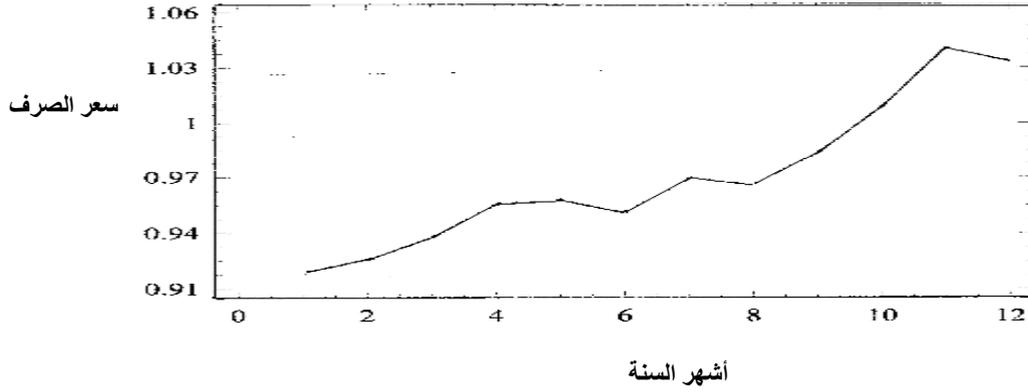


شكل (2) التقلب في أسعار صرف اليورو خلال عام 2006

وبذلك نجد حالة عدم استقرار نسبي في سعر الصرف، انعكس على حساسية عوائد الأسهم خلال تلك السنة، إذ نجد إن المصارف التي لها فروع محلية وخارجية وكذلك التي لها فروع محلية حققت $(\beta+)$ وبنسبة (33.33%) من أسهم القطاع، التي تشير إلى ارتفاع سعر صرف اليورو مقابل الدينار الأردني، يؤدي إلى انخفاض عائد السهم وبالتالي القيمة السوقية للمصرف، كما نجد إن حساسية عوائد الأسهم للتقلبات في سعر الصرف باتجاه ايجابي $(\beta+)$ ، إن المصارف ذات الفروع المحلية هي أكثر حظاً إذ شكلت نسبة (22.22%) والمصارف ذات الفروع المحلية والخارجية نسبة (11.11%) من أسهم القطاع، إن نتيجة التحليل تؤكد أن المصارف بنوعها تأثرت في التقلب بأسعار صرف اليورو وباتجاهات مختلفة استناداً إلى سعر صرف الدينار مقابل اليورو، وهي شكلت نسبة (50%) لكل حالة تغير في سعر الصرف سواء بالاتجاه الموجب، أو السالب خلال الفاصلتين الزمنية، وهذا يؤكد إن القيمة السوقية تتأثر باتجاهات مختلفة تبعاً للتغير في سعر صرف العملة المحلية مقابل العملة الأجنبية.

إما عام 2007 يشير الشكل (3) إلى امتداد ارتفاع سعر صرف اليورو مقابل الدينار الأردني، الذي حدث خلال عام 2006، إذ تراوح سعر الصرف بين (0.94 - 1.03) للمدة من كانون الأول 2006 لغاية كانون الأول 2007، إن هذه الحالة تشير إلى اتجاه معاكس لما حصل في اسعار صرف اليورو مقابل الدينار الأردني خلال عام 2005، الذي انعكس بدوره على اسعار الأسهم، إذ تؤكد نتائج التحليل في عام 2007، الذي شهد تغيراً كبيراً في تقلبات سعر صرف

اليورو مقابل الدينار، إن المصارف التي لها فروع محلية وخارجية حققت ($\beta+$) بنسبة (33.33%) من أسهم القطاع، التي تشير إلى ارتفاع القيمة السوقية لأسهمها مقابل نسبة (44.44%) بيتا ($\beta-$)، التي تشير إلى انخفاض القيمة السوقية لأسهم المصارف ذات الفروع المحلية فقط، ان هذا يؤكد إن المصارف التي لها فروع محلية وخارجية أكثر حظاً في تحقيق معدل عائد (مكاسب رأسمالية) بسبب تغير اسعار صرف العملة، من المصارف التي لها فروع محلية فقط، التي حققت بيتا ($\beta-$)، وتشير إلى انخفاض معدل العائد (خسارة رأسمالية) بسبب التغير في اسعار صرف العملة.



شكل (3) التقلب في اسعار صرف اليورو خلال عام 2007

إن تقلبات أسعار صرف العملة ذات تأثير متباين على عوائد أسهم المصارف المتفرعة محلياً وخارجياً، والمتفرعة محلياً فقط وهذا يثبت صحة الفرضية الفرعية الثالثة التي مفادها تقلبات اسعار صرف العملة ذات تأثير متباين على المصارف المتفرعة محلياً وخارجياً والمتفرعة محلياً فقط.

رابعاً : الاستنتاجات والتوصيات

الاستنتاجات

- إن لتقلبات أسعار صرف اليورو تأثير متباين وباتجاهات مختلفة على اسعار الأسهم العادية، ولجميع المصارف عينة البحث
- لمعدل عائد محفظة السوق تأثير متباين على القيمة السوقية للأسهم العادية، ولجميع المصارف عينة البحث
- إن التعرض لمخاطر اسعار صرف اليورو أكثر تأثيراً على المصارف المتفرعة محلياً فقط، من نظيراتها المصارف المتفرعة محلياً وخارجياً، الأمر الذي انعكس على القيمة السوقية لأسهمها.
- إن سياسة سعر الصرف الثابت للدينار الأردني مقابل الدولار الأمريكي جعل المصارف المتفرعة محلياً فقط، أكثر تعرضاً لمخاطر اسعار صرف العملة.

التوصيات

- على الحكومة إعادة النظر في سياسة سعر الصرف الثابت للدينار الأردني مقابل الدولار الأمريكي، لما لهذه السياسة من اثار كبيرة على اسعار الأسهم السوقية، نتيجة تقلبات سعر صرف الدولار مقابل العملات العالمية الأخرى لأنه عملة معومة.
- التفكير في فتح فروع خارجية للمصارف المتفرعة محلياً، وتوسيع الفروع الخارجية للمصارف المتفرعة محلياً وخارجياً، الأمر الذي يقلل من التعرض لمخاطر اسعار صرف العملات.
- استخدام أدوات تحويط العملة (المستقبليات، الخيارات، خيارات المستقبلية، المبادلات للعملة) لتحويط مخاطرة اسعار الصرف

ثبت المصادر

المصادر العربية:-

- الراوي ، خالد،نضال أرمحي وعبد الله بركات ، نظرية التمويل الدولي ، الإصدار الأول ، عمان: دار المناهج للنشر والتوزيع ، 2000.
- السيد علي ، عبد المنعم ، اقتصاد النقود والمصارف ، الإصدار الثاني ، عمان: الأكاديمية للنشر ، 1999
- مطر ، محمد ، إدارة الاستثمارات الإطار النظري والتطبيقات العملية، عمان: مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، 1999.
- الميداني ، محمد أيمن عزت ، الإدارة التمويلية في الشركات ، الإصدار الثاني ، الرياض: مكتبة العبيكان ، 1999.
- ألوزني، خالدو اصف، احمد حسين الرافي، مبادئ الاقتصاد الكلي بين النظرية والتطبيق، الإصدار الرابع، عمان: دار وائل للنشر، 2001.
- ويستون ، فرد، يوجين براجام ، التمويل الإداري ، الجزء الثاني ، الرياض، دار المريخ للنشر، 1993.

المصادر الأجنبية :-

- Adler ,M. and Domas B., Exposure to Currency Risk : Definition & Management ,Financial Management ,1984.
- Anne , Krueger , Exchange Rate Determination ,London , Cambridge University press , 1984 .
- Barth ,Richard C. , Technical Aspects of Effective Exchange Rate Analysis , International Monetary Fund,1999 .
- Brian ,Eagles A., "Financial Risk Management" London , Progressive ,printing, LTD, 1995.

- Clark, John ,J. Margaret T., Financial Management – A capital Market Approach, Boston, Inc. hold rook press,1979 .
- Dominguez, Kathryn , M. and Tesar ,Linda, Exchange Rate Exposure; Journal of International Economics,vol.68,2006 .
- Frank C. , Olsen , R.,and Pohlmeier w., overview of Forecasting Models ., 2002
- Jorion ,philippe , The Exchange Rate Exposure of US Multinational, The Journal of Business,vol,63,Issue3,1990.
- Nakas,Hiroshi ,Hattori,Morichilka , Changes in Bank Behavior During Japan’s Financial Crisis “papers presented at eight Seminar on central Banking ,Washington,2002.
- Shapiro , Alan C. , Multinational Financial Management , 7th ed . , New York ; John Wiley & Sons, 2003.
- Siegel Joel & Shim , Jae . K., Essentials of Managerial Finance , “Investment a self Teaching guide “. Inc. N.y., John Wiley and Sons,1986 .
- Solnik , Bruno , International Investments ,4th.ed.,Reading : Addison – Wesley,2000.