تأثير تقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية على عوائد الأسهم في شركات السلع الرأسمالية في السوق المالي السعودي

The effect of fluctuations in foreign exchange rates on the returns of shares in capital goods companies in the Saudi financial marke

ليلى مقدم [1،*]

[1] مخبر التطبيقات الكمية في العلوم الاقتصادية والمالية، كُلّية العُلوم الاقتصاديّة والعُلوم التّجاريّة وعُلوم التّسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة / الجزائر

تاريخ الاستلام : 2019/12/31؛ **تاريخ المراجعة** : 2020/01/06 ؛ **تاريخ القبول** : 2020/02/23

ملخص: تبحث هذه الدراسة في تأثير تقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية (الدولار الأمريكي والاورو الأوربي والروبية الهندية) على معدلات عوائد الأسهم للشركات السلع الرأسمالية في السوق المالي السعودي باستخدام البيانات الشهرية خلال الفترة 2009-2019، وتستند هذه الدراسة على التحليل باستخدام اختبار التكامل المشترك نموذج الانحدار الذاتي للإبطاء الموزع Autoregressive Distributed Lag Model (ARDL) الذي قدمه Pesaran et al 2001، وتؤكد النتائج التجريبية لهذه الدراسة أن تقلبات سعر الصرف الدولار والروبية الهندية له تأثير على معدلات العوائد في المدى القصير بينما لا يوجد تأثير للاورو الأوربي على معدلات العائد، كما أن التأثير يقتصر على المدى القصير ولا يوجد أي تأثير لهذه المتغيرات على معدلات العائد في المدى الطويل.

الكلمات المفتاح : سعر صرف العملات الأجنبية، عائد الأسهم ، السلع الرأسمالية، السوق المالي السعودي، ARDL.

تصنيف JEL: N2 ، C23.

Abstract: This study examines the effect of fluctuations in foreign exchange rates (US dollar, Euro, and Indian rupees) on the stock return rates for capital goods companies in the Saudi financial market using monthly data during the period 2009-2019, and this study is based on the analysis using the common integration test self-regression model Distributed Slowdown (ARDL) presented by Pesaran et al 2001, and the experimental results of this study confirm that fluctuations in the exchange rate of the dollar and the Indian rupee have an impact on the rates of returns in the short term while there is no effect of the euro on the rates of return, and that The effect is limited to the short term and there is no effect of these variables on rates of return in the long run.

Keywords: Foreign exchange rate, dividend yield, capital goods, the Saudi financial market, ARDL.

Jel Classification Codes: N2 ،C23.

* Corresponding author, e-mail: mokadem.leila@univ-ouargla.dz

I- تمهيد :

لقد شهدت معظم دول العالم الثالث تحولات جذرية في مختلف المجالات منذ بداية الثمانينات من القرن الماضي إلى غاية يومنا هذا، و ذلك تحت ضغط أوضاعها الاقتصادية السيئة و التي دفعت بها للرضوخ لمؤسسات النقد الدولية، التي عملت على إدماجها في النظام الاقتصاد ي الدولي الذي يشهد بدوره تطورات مستمرة، وفرضت عليها تحرير تجارتها الخارجية و أنظمة صرفها و أسعارها بشكل عام، بما يتماشى و الظروف الاقتصادية الدولية، ونظرا لما يشهده عددا متزايدا من الدول النامية نحو تعويم عملاتها بما يتفق و المستويات السائدة في السوق، و ما ينجم عن ذلك من تحركات متزايدة في أسعار عملاتها و بالتالي زيادة المخاطر التي يمكن أن يتعرض لها المتعاملون في الأسواق الحقيقية، النقدية و المالية.

إن التقلبات المستمرة في أسعار الصرف له انعكاسات مباشرة على القيمة السوقية للأسهم التي تؤدي بالضرورة إلى ارتفاع أو انخفاض قيمة الشركة وبالتالي تأكل العوائد المالية الناجم عن الاستثمارات في الأسهم.

وعليه يمكن صياغة الإشكالية الرئيسية لهذا البحث كما يلي:

هل عوائد الأسهم لشركات السلع الرأسمالية بالسوق المالي السعودي تتأثر بتقلبات أسعار صرف بعض العملات الأجنبية؟

وتهدف هذه الدراسة لاختبار تأثير تقلبات أسعار صرف الدولار الأمريكي والروبية الهندية والاورو الأوربي مقابل الريال السعودي على معدلات عوائد الأسهم لشركات السلع الرأسمالية في السوق المالي السعودي في المدى الطويل والقصير، من خلال التعرف على الشكل الرياضي الصحيح للعلاقة ما بين معدلات عوائد أسهم الشركات السلع الرأسمالية في السوق المالي السعودي (كمتغير تابع) و تقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية (كمتغيرات مستقلة) ، وإجراء التقدير اللازم لمعالمه، ثم الانتقال للتعرف على حجم هذا التأثير، بما يمكن المستثمرين في السوق المالي السعودي من التحوط من مخاطر تقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية بالشكل الذي يجنب هؤلاء المستثمرين من خسائر العوائد المالية لهذا النوع من الشركات.

للإجابة على هذه الإشكالية تم استعراض مجموعة من المفاهيم الأساسية حول مخاطر تقلبات أسعار الصرف و الدارسات السابقة التي تناولت الموضوع كما يلي:

I.1- خطر تقلبات أسعار الصرف:

يعرف سعر الصرف بأنه سعر تبادل العملات بعضها ببعض[1]، 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[2].

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.

وقد عرفت أدبيات الفكر المالي المخاطرة المالية عموما على أنها احتمالية تحقيق عائد أقل مما هو متوقع أو خسارة (سالب)، وتشير مخاطرة سعر الصرف على المستوى الجزئي إلى درجة التقلب في سعر صرف عملة معينة نسبة إلى العملات الأخرى أو العملة المرجعية [3]، كما يمكن لجميع الشركات التعرض لمخاطر تقلبات سعر الصرف سواء كانت دولية أو محلية.

أما على مستوى الاقتصاد الكلي فإن خطر تقلبات أسعار الصرف على أسعار الأسهم في الأسواق المالية فإنه يتبع المناهج التالية:

أولاً: منهج السوق السلعية :

وهو المنهج الأول في تفسير العلاقة بين أسعار الصرف وأسعار الأسهم وقد طور هذا المنهج على يد كل من **Dornbusch &, Fischer 1980 and Gavin, 1989**).

ويركز هذا المنهج على الارتباط القائم بين أسعار الصرف من جهة وميزان الحساب التجاري من جهة أخرى.

واثر ذلك في سلوك أسعار الأسهم، حيث يفترض هذا الاتجاه بان تقلبات أسعار الصرف تنعكس على القدرة التنافسية للشركات ومن ثم في ميزان الحساب التجاري، مما ينعكس تباعاً على المتغيرات الاقتصادية والمالية للبلد المعنى[4].

حيث تمارس أسعار الصرف آثارًا غير مباشرة في سوق الأوراق المالية عبر السوق السلعية، بتأثيرها على القدرة التنافسية الدولية للشركات هذا البلد في السوق العالمية، من خلال تأثيرها على أسعار المدخلات (المواد الأولية والطاقة) والمخرجات وعلى قيمة أصولها وديونها بالعملة الأجنبية، وبالتالي التأثير في أرباح الشركات وقيمة الأسهم فتقلب أسعار صرف العملات الأجنبية يؤثر على قيمة الشركة، من خلال التدفقات النقدية المستقبلية المتوقعة من الشركة، التي تتغير مع التقلبات في أسعار صرف العملات الأجنبية. فارتفاع سعر الصرف (مع افتراض بقاء العوامل الأخرى ثابتة) يؤدي بالمصدرين إلى فقدان قدرتهم التنافسية في السوق الدولية، وبالتالي فإن مبيعات وأرباح المصدرين ستتقلص وأسعار الأسهم سوف تنخفض.

ومن ناحية أخرى، فإن المستوردين سوف تزداد قدرتهم التنافسية في الأسواق المحلية، وبالتالي تزداد أرباحهم وأسعار أسهم شركاتهم .وهذا يعني أن ارتفاع سعر الصرف له آثار سلبية على سوق الأوراق المالية المحلية للدول التي تمتاز بهيمنة الصادرات، وآثار إيجابية على سوق الأوراق المالية المحلية للدول التي تمتاز بارتفاع الواردات، وبالتالي تغير سعر الصرف ينتج عنه آثار عكسية بين المصدرين والمستوردين، كما أن هذا التأثير سيكون متباينا بين الشركات، حيث ينجم عن تخفيض قيمة العملة تأثير إيجابي للشركات ذات التوجهات التصديرية، ومنه زيادة دخل هذه الشركات، مما يدعم المستوى المتوسط لأسعار الأسهم، وينعكس سلبا على الشركات التي تعتمد على سلع مستوردة كمدخلات في عملياتها الإنتاجية الأمر الذي يؤدي إلى ارتفاع تكاليفها الإنتاجية وانخفاض أرباحها وبالتالي انخفاض أسعار أسهمها[5].

ثانياً: منهج توازن المحفظة: فقد طور هذا المنهج على يد كل من (**Branson, 1983 and Frankel, 1983**)

يولى منهج توازن المحفظة اهتماما كبيرا لتعاملات حساب رأس المال في تغيير العلاقة المفترضة بين حركة سعر الصرف وأسعار الأسهم في الاقتصاديات المفتوحة ويشير هذا المنهج إلى وجود علاقة طردية بين أسعار الأسهم وتقلبات أسعار الصرف في الاقتصاد الكلى المفتوح.

فحدوث ارتفاع في أسعار الأسهم يؤدي إلى ارتفاع قيمة العملة المحلية عن طريق قناة مباشرة وأخرى غير مباشرة، حيث تنص القناة المباشرة إلى أن ارتفاع أسعار الأسهم يحفز المستثمرين الأجانب على اقتناء الأصول المحلية مما يؤدي إلى تدفق رأس المال للداخل ولشراء الأصول المحلية (وتحديدا الأسهم)لابد من استبدال العملات الأجنبية بالعملة المحلية، مما يؤدي إلى زيادة الطلب على العملة المحلية مقابل زيادة المعروض من العملات الأجنبية، هذه التحولات في طلب العملة المحلية يؤدي إلى الرفع من قيمة هذه الأخيرة.

أما القناة غير المباشرة فيمكن عرضها عن طريق سلسلة السببية الآتية: يؤدي ارتفاع أسعار الأصول المحلية (وتحديداً الأسهم) إلى إحداث نمواً في حجم الثروة، مما يزيد طلب المستثمرين على النقود، وتدفع زيادة الطلب على النقود إلى ارتفاع أسعار الفائدة المحلية وبافتراض حرية حركة رأس المال ومرونة سعر الصرف يؤدي ارتفاع سعر الفائدة إلى جذب رؤوس الأموال الأجنبية إلى الاقتصاد المحلي، ويزداد مستوى الطلب على العملة المحلية، لأجل اقتناء الأصول المحلية (خاصة السندات) والاستفادة من معدلات الفائدة المرتفعة مما يفضي في النهاية إلى ارتفاع قيمة العملة المحلية[6].

2.I– الدراسات السابقة:

لقد حضت دراسة العلاقة بين أسعار الصرف والأسواق المالية من جهة وبين أسعار الصرف الأجنبي وعوائد الأسهم للشركات المحلية باهتمام كبير بين العديد من الباحثين والأكاديميين، غير أن هذه الدراسة تهتم بدراسة العلاقة بين تقلبات أسعار الصرف الأجنبي وعوائد الأسهم للشركات في السوق المالي، وعليه سوف نحاول استعراض لبعض الدراسات التي تناولت هذه العلاقة:

أولاً: دراسة شهاب الدين احمد النعيمي (2007) هذه محاولة للتعرف على أي المصارف أكثر تعرضا لمخاطر ة أسعار الصرف، تلك التي تمارس نشاط محلي فقط ، أم تلك التي لها نشاط محلي وخارجي من اجل تعرف منظماتنا بالمخاطر التي ستواجهها مستقبلا والتكيف لها بما يخدم بقائها، وتنطلق أهمية البحث في معرفة وتحديد تقلبات أسعار صرف الدولار، وتأثيرها على القيمة السوقية للأسهم العادية، نظرا لربط البنك المركزي الأردني، لسياسة سعر صرفه الثابت للدينار الأردني بالدولار الأمريكي، الذي بدوره يتأثر هو الآخر بتقلبات

أسعار صرف الاورو، وبالتالي التعرف على مخاطر استخدام سياسة سعر الصرف الثابت للدينار الأردني مقابل الدولار ،على أسعار أسهم المصارف المتفرعة محليا وخارجيا والمتفرعة محليا فقط.

وخلصت الدراسة إلى مجموعة من النتائج أهمها إن لتقلبات أسعار صرف الاورو تأثير متباين وباتجاهات مختلفة على أسعار الأسهم العادية،كما أن لمعدل عائد محفظة السوق تأثير متباين على القيمة السوقية للأسهم العادية، ويعتبر التعرض لمخاطر أسعار صرف الاورو أكثر تأثيرا على المصارف المتفرعة محليا فقط، من نظيراتها المصارف المتفرعة محليا وخارجياً، الأمر الذي انعكس على القيمة السوقية لأسهمها، كما أن سياسة سعر الصرف الثابت للدينار الأردني مقابل الدولار الأمريكي جعل المصارف المتفرعة محليا فقط ،أكثر تعرضا لمخاطر أسعار صرف العملة.

ثانياً: دراسة على جيران عبد الله الخفاجي (2007) تهدف هذه الدراسة إلى تفحص تأثير تقلبات سعر الصرف الدينار العراقي على تقلب عوائد الأسهم، لان تحركات أسعار الأسهم وبالتالي عوائدها، هو أحد المتغيرات الرئيسية في قياس أثر تقلب أسعار الصرف على قيمة المنشأة وباستخدام عينة من أسهم (16) شركة مدرجة في سوق العراق للأوراق المالية للفترة من 2003إلى 2007 وتحليل التقلبات في سعر صرف العملة المحلية والتقلبات في أسعار الأسهم المتمثلة بالعوائد وجد أن (17) مشاهدة فقط كانت ترتبط فيها التقلبات في أسعار الأسهم بعلاقة عكسية مع تقلبات العملة بينما لم تستجيب المشاهدات الأخرى لتقلبات العملة بسبب ضعف العلاقة بين المتغيرين.

ثالثاً: دراسة Dominguez, Kathryn , M. and Tesar ,Linda

يدرس هذا البحث العلاقة بين تحركات سعر الصرف وقيمة الشركة، حيث يتم دراسة تأثير أسعار الصرف على الشركات المدرجة في البورصة، الدراسة اشتملت على عينة من ثمانية أسواق صناعية ناشئة (غير أمريكية) ، ونجد أن نسبة كبيرة من هذه الشركات تتعرض بالفعل لتأثير سعر الصرف على قيمتها المالية . نتائج هذه الدراسة تختلف اختلافًا كبيرًا عن معظم الدراسات السابقة في الأدبيات التي أكدت على وجود تأثير بسيط لسعر الصرف على القيمة المالية للمنشأة

كما خلصت الدراسة إلى أن التأثير لا يرتبط بشكل منهجي بحجم الشركة أو انتماء الصناعة أو الحالة متعددة الجنسيات أو المبيعات الخارجية أو الأصول الدولية أو التجارة على مستوى الصناعة[7].

رابعاً: دراسة Kent ,D, Miller and Jeffrey, J,Reuer

تبحث هذه الدراسة في آثار الاختلافات الإستراتيجية وهيكل الصناعة على التعرض الاقتصادي للشركات لحركات أسعار صرف العملات الأجنبية، على العكس من الأبحاث السابقة باستخدام عوائد أسهم الشركات، تقدر هذه الدراسة تأثير سعر الصرف على الشركات باستخدام نموذج التجارة الخارجية (قيمة الواردات والصادرات لكل شركة). تشير الأدلة التجريبية من شركات التصنيع الأمريكية إلى أن ما بين 13 إلى 17 في المائة من الشركات تتعرض لحركات أسعار صرف العملات الأجنبية، حيث كشفت نتائج التحليلات المستعرضة أن الاستثمار الأجنبي المباشر يقلل من التأثير الاقتصادي لحركات سعر الصرف الأجنبي[8].

خامساً: دراسة Gordon M. Bodnar and Richard C. Marston

تطور هذه الدراسة نموذجًا لتعرض العملات الأجنبية يعتمد على ثلاثة متغيرات فقط، وهي نسبة إيرادات الشركة ومصروفاتها بالعملة الأجنبية ومعدل ربحها. وخلصت الدراسة إلى أن مرونة تأثير العملات الأجنبية يجب أن يكون أكبر لشركات التصدير والاستيراد الخالصة، خاصة تلك التي لديها هوامش ربح منخفضة، كما يجب أن تكون مرونة التأثير أصغر بالنسبة للشركات متعددة الجنسيات التي تطابق إيراداتها وتكاليفها بالعملات الأجنبية. قد تساعد مثل هذه التحوطات التشغيلية (مطابقة التكاليف والإيرادات بالعملة الأجنبية) في توضيح السبب في أن الدراسات السابقة وجدت مستويات منخفضة أو لا تذكر من التأثير عندما درست حساسية أسعار الأسهم إزاء أسعار صرف العملات الأجنبية[9].

II – الطريقة والأدوات :

1.II مجتمع وعينه الدراسة

من خلال هذه الجزئية سيتم تناول مجتمع الدراسة الذي سوف تتم عليه الدراسة والعينة المختارة، بالإضافة إلى التعرف على الظروف التي تمت بها الدراسة والأدوات المستخدمة في الدراسة.

أولا: وصف مجتمع الدراسة وعينتها:

تسعى هذه الدراسة إلى رصد واقع تأثير تقلبات أسعار صرف عملات الدولار الأمريكي واليورو والروبية الهندية على عوائد الاسهم للشركات السلع الرأسمالية في السوق المالي السعودي ومدى هذا التأثير على ربحية هذه الشركات ومكانتها السوقية.

يتكون مجتمـــــع الدراسة من مجموعة من الشركات العاملة في مجال السلع الرأسمالية وهي كل من : الفخارية والإحساء وصادرات وامیانتیت واسترا الصناعية والخزف السعودي ومسك بالإضافة إلى الكابلات السعودية .

ثانياً: خصائص عينه الدراسة:

- تعرف السلع الرأسمالية على أنها الآلات وخطوط الإنتاج والمعدات التي تقوم المصانع باستيرادها من الخارج واللازمة لإنتاج السلع المراد إنتاجها، وقد تراجعت أرباح قطاع السلع الرأسمالية في السوق المالي السعودي بنسبة 81% خلال الربع الثاني من عام 2017، مقارنة بالربع المماثل من عام 2016، متأثرة بخسائر 4 شركات، وهبطت أرباح النصف الأول 73.6%، وأظهرت إحصائية لـــ "مباشر" بناء على إفصاح الشركات، تراجع صافي الأرباح إلى 29.27 مليون ريال بالربع الثاني من العام الجاري، مقابل نحو 154.2 مليون ريال، بالفترة المماثلة من العام الماضي.

وتراجعت أرباح 11 شركة مدرجة ضمن القطاع بالنصف الأول من العام 2017 إلى 84.88 مليون ريال، مقابل 321.51 مليون ريال خلال النصف الأول من 2016 بنسبة تراجع بلغت 73.6%، بعد استبعاد شركة "الكابلات" التي لم تفصح عن نتائجها المالية للفترات الأخيرة.

ويتضمن قطاع السلع الرأسمالية 12 شركة هي: "أسترا الصناعية ــ بوان ــ صناعات كهربائية ــ الخضري ــ الخزف السعودي ــ الكابلات ــ الأحساء ــ أميانتيت ــ البابطين ــ الفخارية ــ مسك ــ صادرات."

وتراجع الربح التشغيلي للقطاع (باستثناء شركة الكابلات)، إلى 115.34 مليون ريال، خلال الربع الثاني من 2017 مقابل 294.45 مليون ريال للربع المماثل من العام الماضي، بتراجع نسبته 60.8%.

وحققت شركة "البابطين" أعلى الأرباح على مستوى القطاع، خلال الربع الثاني من 2017، بأرباح صافية بلغت 41.2 مليون ريال مقابل نحو 40 مليون ريال للربع الثاني من العام السابق، بنمو نسبته 3.26%، وقالت الشركة، إن ارتفاع صافي الربح مقارنة بالربع المماثل من العام السابق جاء نتيجة انخفاض مصاريف البيع والتوزيع، والمصاريف الإدارية والعمومية، وارتفاع الإيرادات الأخرى.

وجاءت الشركة السعودية لإنتاج الأنابيب الفخارية بالمركز الثاني، بأرباح صافية بلغت نحو 16 مليون ريال، مقابل 23.9 مليون ريال، خلال الربع الثاني من العام 2016، بتراجع نسبته 33%، وعزت الشركة انخفاض صافي الربح خلال الربع الثاني من 2017 مقارنة بالربع المماثل من العام السابق، إلى انخفاض المبيعات؛ نتيجة انخفاض حجم الطلب على الأنابيب بشكل عام لتباطؤ المشاريع.

وحققت شركة الشرق الأوسط للكابلات المتخصصة "مسك "أقل الأرباح على مستوى القطاع خلال الربع الثاني، بأرباح صافية لم تتجاوز 440 ألف ريال مقابل 76.82 مليون ريال، للربع الثاني من العام الماضي، بتراجع ملحوظ بلغت نسبته 99.4%، وقالت الشركة: إن سبب انخفاض صافي الأرباح يعود إلى تراجع حجم المبيعات، وعكس مبلغ التحوط للخسائر الزائدة عن قيمة الاستثمار في شركة مسك الأردن الناتج عن بيع 29.1% من حصة الشركة فيها.

وسجلت 4 شركات خسائر صافية خلال الربع الثاني من العام الحالي، لتقلص أرباح القطاع، تصدرها شركة "الخضري"، بصافي خسائر بلغت نحو 25 مليون ريال، مقابل خسائر صافية بلغت 56.23 مليون ريال، بتراجع في الخسائر بلغت نسبته 55.5%.

وعزت الشركة انخفاض صافي الخسارة إلى تراجع التكاليف؛ نتيجة انخفاض وتيرة العمل في المشاريع الحالية، إلى جانب تراجع المصاريف الإدارية والعمومية، بعد ضبط التكاليف والكفاءة التشغيلية للشركة.

وأعلنت شركة الكابلات السعودية، المدرجة ضمن قطاع السلع الرأسمالية، في شهر أغسطس الماضي عن تأخر إعلان القوائم المالية المراجعة للربع الثاني من عام 2017؛ لعدم تمكن الشركة من نشر نتائجها المالية للسنة المنتهية في 31 ديسمبر 2016م.

وبلغت الخسائر المتراكمة للشركة 145.1 مليون ريال، تمثل 35.89% من رأسمالها المدفوع، بحسب نتائج الربع الرابع من 2016، وعزت الشركة خسائرها المتراكمة إلى الخسائر الناتجة من العمليات[10].

غير أن هذه الدراسة سوف تستثني أربع مؤسسات بسبب عدم توفر البيانات اللازمة خلال فترة الدراسة.

- اختيار العملات الثلاث في الدراسة راجع لحجم التبادل التجاري بين المملكة العربية السعودية مع الدول الأسيوية غير الإسلامية و الولايات المتحدة الأمريكية والدول الأوربية، حيث أظهرت التقارير الإحصائية السنوية للتجارة الخارجية أن نسبة متوسط الواردات من السلع الرأسمالية بلغ 24 بالمائة من حجم الواردات خلال فترة الدراسة ، كما أظهرت التقارير حجم الواردات حسب مجموعات الدول فكانت المجموعات الثلاث الأولى تضم الدول الأسيوية غير العربية وغير الإسلامية ودول الاتحاد الأوربي وأمريكا الشمالية، كما أظهرت التقارير السنوية خلال فترة الدراسة أن الولايات المتحدة الأمريكية ودول الاتحاد الأوربي والهند من بين أهم خمسة دول مستورد منها وعلى هذا الأساس تم اختيار العملات الأجنبية التابعة لهذه الدول في الدراسة[11].

2.II أدوات الدراسة الميدانية

أولاً: طبيعة البيانات المستخدمة في الدراسة: تتكون البيانات المستخدمة في هذا البحث من سلاسل أسعار الإغلاق الشهرية لمؤشرات أسعار صرف العملة المحلية بالدولار الأمريكي واليورو الأوربي والروبية الهندية وأسعار الأسهم لمجموعة من الشركات العاملة في السوق السلع الرأسمالية السعودي المالي لدراسة العلاقة بين تحركات أسعار الصرف وتقلبات عوائد أسهم هذه الشركات في فترات مختلفة، وتراوحت السلسلة الزمنية لأسعار الصرف وأسعار الأسهم للسوق السلعية في السوق المالي السعودي من جانفي 2009 إلى غاية سبتمبر 2019 بيانات شهرية بواقع 1009 مشاهدة .

وتم الحصول على بيانات السلاسل الزمنية لأسعار أسهم الشركات السعودية من قاعدة البيانات المالية مباشر[12]، أما سلاسل أسعار صرف عملات تم الحصول عليها من أرشيف أسعار الصرف لمؤسسة النقد العربي السعودي.[13]

تم تحديد العائد لأسهم الشركاتRent ومعدل التقلب في سعر الصرف للعملات الثلاث S وفق العلاقة التالية :

$$Rent = \frac{\mathrm{Ia(t)} - \mathrm{Ia(t-1)}}{\mathrm{Ia(t-1)}}$$

$$\Delta S = \frac{\mathrm{S(t)} - S(t-1)}{\mathrm{S(t-1)}}$$

ثانياً: الأساليب الإحصائية المستخدمة في الدراسة:

لغرض اختبار فرضية البحث وبالاعتماد على الأدبيات في هذا الموضوع تم استخدام نموذج الانحدار الذاتي للإبطاء الموزع Autoregressive Distributed Lag Model (ARDL) المقدم بواسطة Pesaran. (لاحظ الشكل رقم 01).

III- النتائج ومناقشتها :

III-1. اختبار استقرارية السلاسل:

يمكن استخدام اختبار جذر الوحدة لقياس استقرارية السلاسل الزمنية، أي عدم إتباعها لحركة عشوائية، باختبار فرضية العدم(السلسلة غير مستقرة أي لها جذر الوحدة) مقابل الفرضية البديلة (ليس للسلسلة جذر وحدة)، فإذا كانت القيمة المحسوبة لاختبار جذر الوحدة أصغر من القيم الحرجة عند مستوى معنوية يتم تحديدها، عندها نرفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة بعدم وجود جذر الوحدة.

وباستعمال مجموعة من الاختبارات لجذر الوحدة للسلاسل الزمنية للمتغيرات المختارة من النموذج يظهر لنا النتائج المبينة في الجداول رقم 01 و02 و 03 و 04.

من خلال النتائج المبينة في الجداول رقم 1و 2 و3 و 4، سيتم رفض فرضية العدم ونقبل الفرضية البديلة أي عدم وجود جذر للوحدة وبالتالي استقرارية السلال الزمنية. ووفقا لدرجة التكامل فانه يمكننا استعمال المنهجية التالية لمعرفة المسار الذي نتبعه حتى نحصل على النموذج الأنسب ويمكن عرض هذه المنهجية في الشكل رقم 02.

بما أن النتائج لجميع المتغيرات أظهرت أن كل المتغيرات مستقرة عند المستوى وعند الفرق الأول أو عندهما معا فانه يمكننا من استخدام نموذج ARDL.

III-2. تحديد درجة الإبطاء المثلى:

يمكّن هذا النموذج من فصل تأثيرات الأجل القصير عن الأجل الطويل حيث نستطيع من خلال هذه المنهجية تحديد العلاقة التكاملية للمتغير التابع والمتغيرات المستقلة في المديين الطويل والقصير في نفس المعادلة، بالإضافة إلى تحديد حجم تأثير كل من المتغيرات المستقلة على المتغير التابع. و أيضا في هذه المنهجية نستطيع تقدير معلمات المتغيرات المستقلة في المديين القصير والطويل.

وتعدّ معلماته المقدّرة في المدى القصير والطويل أكثر اتساقا. ولتحديد طول فترات الإبطاء الموزعة (n) نستخدم عادة معيارين هما إما (AIC) أو(HQ) حيث يتم اختيار طول الفترة التي تدني قيمة كل من (AIC)أو (HQ):[14]

وفقا لبيانات هذه الحالة يظهر لنا من خلال الجدول رقم (05)، أن أفضل نموذج هو نموذج ARDL (1, 1, 1, 1) وفقا لمعيار(AIC)أو(HQ) وهو ما يعني أن الفترات (1, 1, 1, 1) معنوية لأكثر عدد من معايير المفاضلة لكل من المتغير التابع ومتغيرات المستقلة.

III-3. اختبار التكامل المشترك باستعمال منهج ARDL و معنوية وإشارة معامل التصحيح:

تقدير النموذج باستعمال طريقة ARDL سمح لنا بالحصول على النتائج المدونة على الجدول رقم 06، حيث نلاحظ على ضوء نتائج نموذج تصحيح الخطأ غير المقيد المدرجة في الجدول رقم (06)، أن معامل حد الخطأ COINTEQ01 سالب بقيمة 1.208500- وبمعنوية 0.0000، والتي تعني الرجوع إلى الوضع المستقر التوازني أي أن هناك تصحيح من المدى القصير إلى المدى الطويل وهذا يعتبر دليلا أخر على وجود علاقة توازنية طويلة المدى بين متغيرات النموذج ، مع الإشارة السالبة المتوقعة وتشير قيمته إلى أن معدلات العائد تتعادل نحو قيمتها التوازنية في كل فترة زمنية بنسبة من اختلال التوازن المتبقي من الفترة(t-1) بسرعة تصل إلى 120.85% ، ومن ناحية أخرى فان نسبة التصحيح تعكس سرعة تعديل مرتفعة نحو الرجوع إلى الوضع التوازني بعد اثر أي صدمة في النموذج نتيجة للتغير في معدلات سعر الصرف.

وظهر لدينا معادلة الأجل الطويل ولكنها غير معنوية أي أن ليس لها تأثير على المدى الطويل، بينما يمكن استنتاج معادلة التأثير في الأجل القصير كالتالي: $RENT=-0.005648-1324.206\ \Delta\ Dollar+0.253177\ \Delta\ Rup$ .....(01)

من المتوقع أن تكون المعاملات المقدرة للعلاقة قصيرة الأجل بين معدل العائد و تقلبات أسعار صرف الدولار الأمريكي والروبية الهندية كبيرة، وتشير المعادلة رقم (01) والجدول رقم (06) إلى أن تقلب سعر صرف الدولار والروبية الهندية لهما تأثير على معدل العائد لأسهم شركات السلع الرأسمالية في السوق المالي السعودي، بينما لم يكن للاورو الأوربي أي تأثير على معدل عائد السهم، حيث أشارات النتائج إلى أن إذا كانت هناك زيادة بنسبة واحد في المائة في سعر الصرف الدولار ونسبة زيادة واحد في المائة في سعر صرف الروبية الهندية ، فإن معدل عائد السهم لشركات السلع الرأسمالية في السوق المالي السعودي سوف ينخفض بنسبة 1324.206 في المائة ويزيد بنسبة 0.253177 في المائة على التوالي. يوضح هذا التحليل أنه في المدى القصير هناك مخاطر كبيرة قد يتكبدها المتعاملون في هذا السوق في حالة ما إذا لم يستخدموا أساليب التحوط من مخاطر تقلبات أسعار الصرف.

III -4. اختبار الحدود للتكامل المشترك و اختبار توزيع البواقي :

بالنظر إلى نتائج هذا الاختبار(راجع الجدول رقم 07) يظهر أن القيمة المحسوبة لإحصاءة F تقع بين الحدود العليا والدنيا عند جميع مستويات المعنوية 90%، 95%، 99% وهذه النتيجة وفقا لجداول Pesaran تعني أن المسألة غير محسومة بوجود علاقة توازنية طويلة المدى.

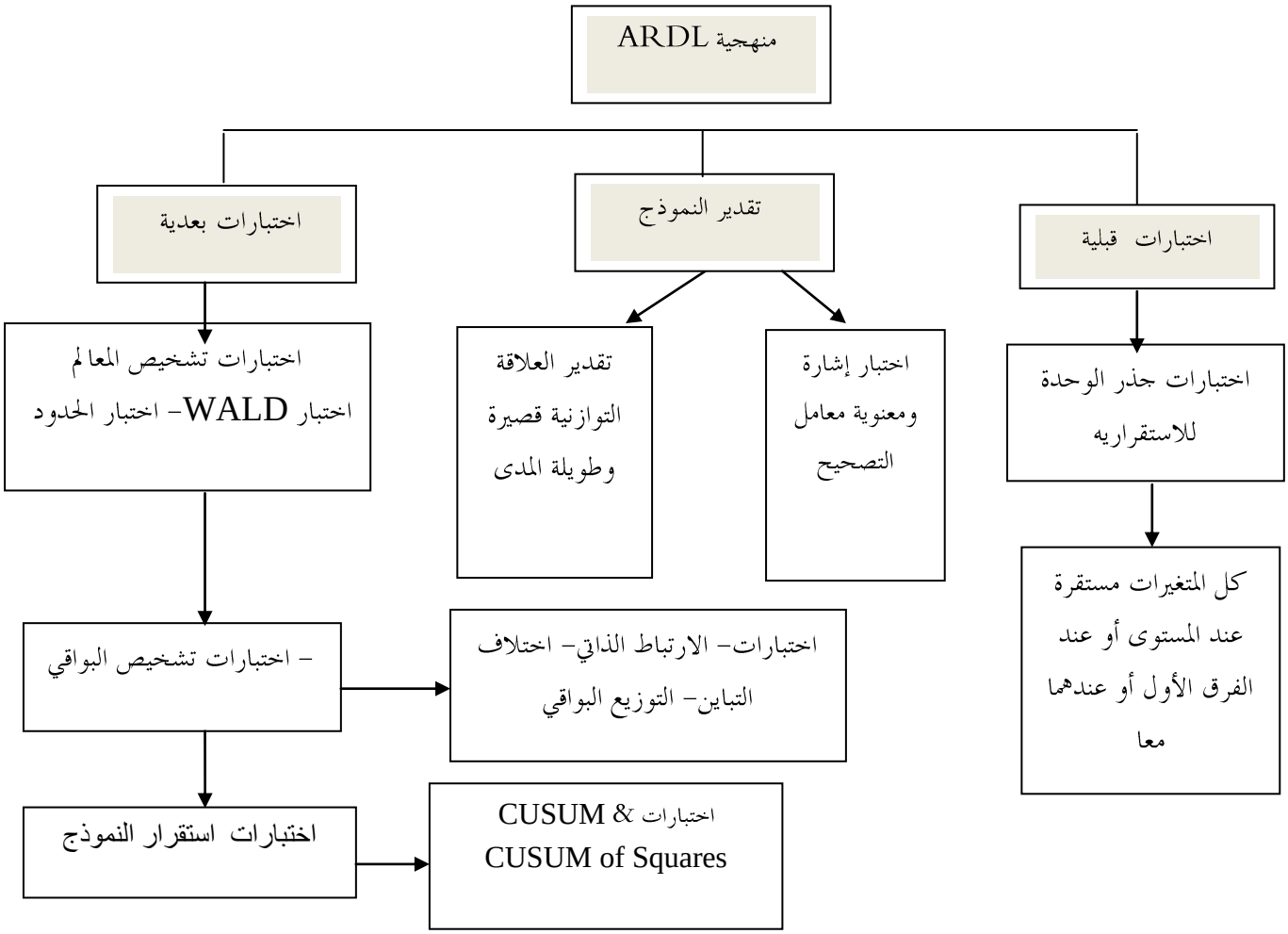
كما أن استعمال اختبارات كل من معامل الالتواء ومعامل التفرطح وإحصائية جاك بيرا (**Jaque-Bera**) تؤكد أن البواقي تتوزع طبيعيا كم هو موضح في نتائج الشكل رقم 03.

IV- الخلاصة :

خلص هذا البحث إلى أن هنا ك تأثير لتقلب سعر صرف الدولار والروبية الهندية على معدل عائد الأسهم لشركات السلع الرأسمالية في السوق المالي السعودي باستخدام بيانات السلاسل الزمنية من 2009-2019 من خلال استخدام نموذج **ARDL**. يوضح التحليل أنه على المدى القصير فإن تقلب سعر صرف الدولار يخفض من معدلات عوائد الأسهم لشركات السلع الرأسمالية في السوق المالي السعودي بينما تقلب الروبية الهندية يزيد من معدلات عوائد الأسهم لهذه الأخيرة. بينما ليس لها أي تأثير على المدى الطويل ، من الواضح أن معدلات عوائد الأسهم لشركات السلع الرأسمالية في السوق المالي السعودي حساسة للتغيرات في كل من تقلبات أسعار صرف الدولار الأمريكي والروبية الهندية بينما ليس لها أي تأثر بتقلبات أسعار صرف الاورو الأوربي. هذه الدراسة تظهر للمتعاملين في السلع الرأسمالية بالسوق المالي السعودي على ضرورة التحوط من المخاطر المرتبطة لتقلبات أسعار صرف الدولار الأمريكي لما له من تأثير بالغ الأهمية في المدى القصير على معدلات عوائد الأسهم لهذه الشركات بأساليب التحوط المعروفة في الأدبيات النظرية مثل التعامل بعقود الخيار أو بالعقود الآجلة لتجنب هذه التقلبات المحتملة،

بالإضافة إلى أن التوترات التي تشهدها المنطقة في هذه الفترة يحتم عليها استيراد المزيد من هذه النوعية من السلع وبالتالي علي المستثمرين في السلع الرأسمالية البحث عن أسواق جديدة لاستيراد هذا النوع من السلع بغية تجنب التعامل بالدولار للأثر السلبي على معدلات عوائد الأسهم لهذه السلع في المدى القصير.

– ملاحق :



شكل رقم (01): خطوات تطبيق منهجية ARDL

المصدر: من إعداد الباحثة بناءاً على دراسات نظرية سابقة

الجدول رقم (01):نتائج اختبارات جذر الوحدة للاستقرارية لمعدل العائد

	Panel unit root test: Summary			
		Series: RENT		
	Date: 12/29/19 Time: 21:05			
		Sample: 2009M01 2019M08		
Exogenous variables: Individual effects				
	Automatic selection of maximum lags			
Automatic lag length selection based on SIC: 0 to 2				
Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel				

	Cross-			
Obs	sections	Prob.**	Statistic	Method
Null: Unit root (assumes common unit root process)				
1007	8	0.0000	-32.2921	Levin, Lin & Chu t*
Null: Unit root (assumes individual unit root process)				
1007	8	0.0000	-36.8633	Im, Pesaran and Shin W-stat
1007	8	0.0000	575.854	ADF - Fisher Chi-square
1009	8	0.0000	515.374	PP - Fisher Chi-square
** Probabilities for Fisher tests are computed using an asymptotic Chi				
-square distribution. All other tests assume asymptotic normality.				

المصدر: من إعداد الباحثة بناءاً على مخرجات برنامج Eviews 9.0

الجدول رقم (02):نتائج اختبارات جذر الوحدة للاستقرارية لتقلب سعر صرف الدولار

	Panel unit root test: Summary			
			Series: Δ DOL	
	Date: 12/29/19 Time: 21:06			
		Sample: 2009M01 2019M08		
Exogenous variables: Individual effects				
	Automatic selection of maximum lags			
Automatic lag length selection based on SIC: 1				
Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel				
	Balanced observations for each test			
	Cross-			
Obs	sections	Prob.**	Statistic	Method
Null: Unit root (assumes common unit root process)				
1008	8	0.0000	-45.2245	Levin, Lin & Chu t*
Null: Unit root (assumes individual unit root process)				
1008	8	0.0000	-45.5334	Im, Pesaran and Shin W-stat
1008	8	0.0000	717.420	ADF - Fisher Chi-square
1016	8	0.0000	147.365	PP - Fisher Chi-square

المصدر: من إعداد الباحثة بناءاً على مخرجات برنامج Eviews 9.0

الجدول رقم (03):نتائج اختبارات جذر الوحدة للاستقرارية لتقلب سعر صرف الاورو

	Panel unit root test: Summary			
			Series: Δ EUR	
	Date: 12/29/19 Time: 21:07			
		Sample: 2009M01 2019M08		

Exogenous variables: Individual effects				
	Automatic selection of maximum lags			
Automatic lag length selection based on SIC: 0				
Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel				
	Balanced observations for each test			
	Cross-			
Obs	sections	Prob.**	Statistic	Method
Null: Unit root (assumes common unit root process)				
1016	8	0.0000	-36.6680	Levin, Lin & Chu t*
Null: Unit root (assumes individual unit root process)				
1016	8	0.0000	-33.3798	Im, Pesaran and Shin W-stat
1016	8	0.0000	610.503	ADF - Fisher Chi-square
1016	8	0.0000	610.212	PP - Fisher Chi-square

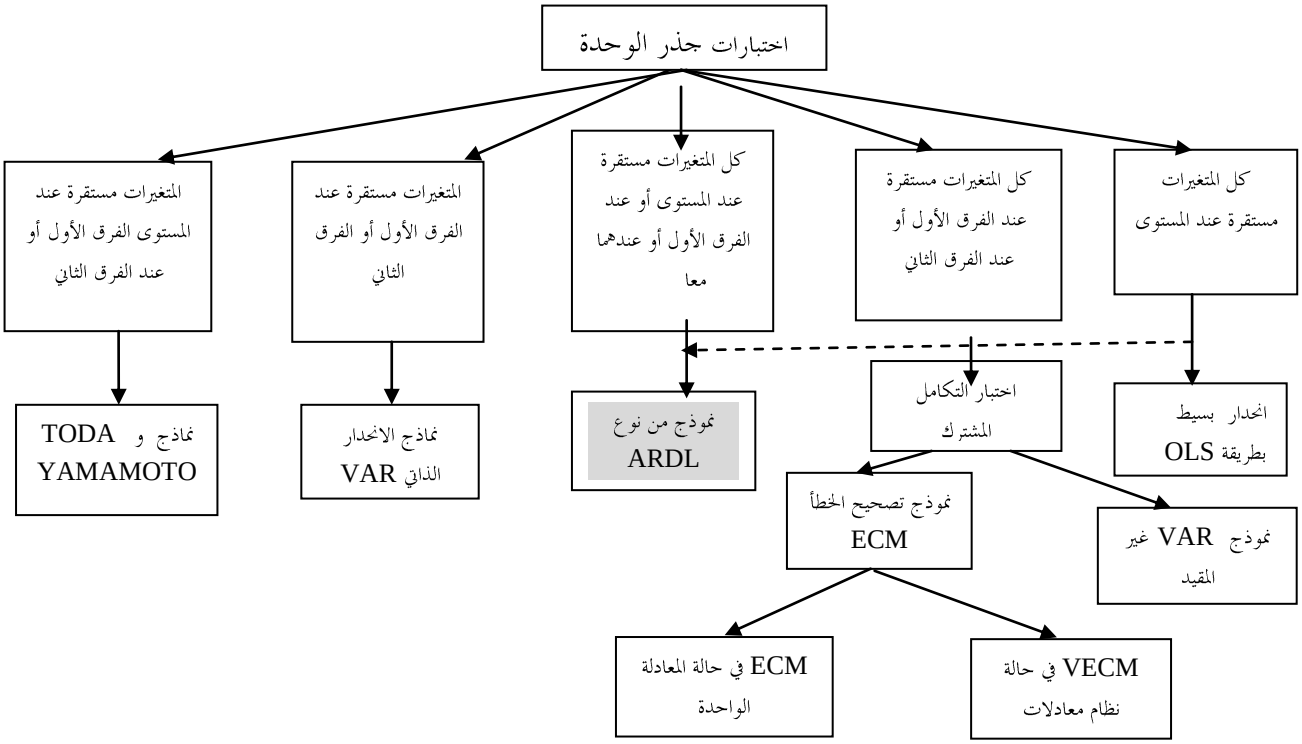
المصدر: من إعداد الباحثة بناءاً على مخرجات برنامج **Eviews 9.0**

الجدول رقم (**04**):نتائج اختبارات جذر الوحدة للاستقرارية لتقلب سعر صرف الروبية الهندية

	Panel unit root test: Summary			
			Series: Δ RUP	
	Date: 12/29/19 Time: 21:08			
		Sample: 2009M01 2019M08		
Exogenous variables: Individual effects				
	Automatic selection of maximum lags			
Automatic lag length selection based on SIC: 0				
Newey-West automatic bandwidth selection and Bartlett kernel				
	Balanced observations for each test			
	Cross-			
Obs	sections	Prob.**	Statistic	Method
Null: Unit root (assumes common unit root process)				
1016	8	0.0000	-34.8210	Levin, Lin & Chu t*
Null: Unit root (assumes individual unit root process)				
1016	8	0.0000	-31.4452	Im, Pesaran and Shin W-stat
1016	8	0.0000	578.969	ADF - Fisher Chi-square
1016	8	0.0000	584.772	PP - Fisher Chi-square

المصدر: من إعداد الباحثة بناءاً على مخرجات برنامج **Eviews 9.0**

شكل رقم(02): المنهجية المتبعة لاختيار النموذج الأنسب



المصدر: من إعداد الباحثة بناءاً على دراسات نظرية سابقة

الجدول رقم(05) يوضح فترات الإبطاء

			Model Selection Criteria Table		
			Dependent Variable: RENT		
			Date: 12/29/19 Time: 21:11		
			Sample: 2009M01 2019M08		
			Included observations: 1017		
Specification	HQ	BIC	AIC*	LogL	Model
ARDL(1, 1, 1, 1)	-1.361088	-1.221764	-1.447057	709.369554	1
ARDL(2, 1, 1, 1)	-1.335540	-1.170295	-1.437502	712.969872	13
ARDL(3, 1, 1, 1)	-1.319347	-1.128180	-1.437303	720.878012	25
ARDL(4, 1, 1, 1)	-1.292383	-1.075296	-1.426333	723.826567	37
ARDL(1, 2, 2, 2)	-1.285746	-1.068658	-1.419696	720.770032	2
ARDL(5, 1, 1, 1)	-1.264259	-1.021250	-1.414203	726.240592	49
ARDL(2, 2, 2, 2)	-1.258917	-1.015908	-1.408861	723.780573	14
ARDL(3, 2, 2, 2)	-1.240635	-0.971705	-1.406573	730.726967	26
ARDL(6, 1, 1, 1)	-1.235968	-0.967038	-1.401906	728.577814	61
ARDL(8, 1, 1, 1)	-1.198802	-0.878031	-1.396729	742.193740	85
ARDL(4, 2, 2, 2)	-1.214568	-0.919718	-1.396501	734.088569	38
ARDL(7, 1, 1, 1)	-1.212580	-0.917730	-1.394513	733.173167	73
ARDL(1, 3, 3, 3)	-1.209889	-0.915039	-1.391822	731.933938	3
ARDL(9, 1, 1, 1)	-1.172235	-0.825544	-1.386156	745.325031	97

ARDL(5, 2, 2, 2)	-1.185666	-0.864895	-1.383593	736.144555	50
ARDL(2, 3, 3, 3)	-1.182771	-0.862000	-1.380698	734.811376	15
ARDL(10, 1, 1, 1)	-1.150416	-0.777803	-1.380331	750.642306	109
ARDL(11, 1, 1, 1)	-1.131348	-0.732814	-1.377257	757.226712	121
ARDL(3, 3, 3, 3)	-1.162392	-0.815700	-1.376313	740.792081	27
ARDL(6, 2, 2, 2)	-1.158445	-0.811754	-1.372366	738.974625	62
ARDL(8, 2, 2, 2)	-1.122966	-0.724432	-1.368875	753.366776	86

المصدر: من إعداد الباحثة بناءاً على مخرجات برنامج Eviews 9.0

الجدول رقم (06) نتائج التقدير وفق طريقة ARDL

		Dependent Variable: D(RENT)		
		Method: ARDL		
		Date: 12/29/19 Time: 21:15		
		Sample: 2009M02 2019M08		
		Included observations: 1009		
Maximum dependent lags: 12 (Automatic selection)				
Model selection method: Akaike info criterion (AIC)				
Dynamic regressors (12 lags, automatic): ΔDOL ΔRUP ΔEUR				
		Fixed regressors: C		
	Number of models evalulated: 144			
	Selected Model: ARDL(1, 1, 1, 1)			
Note: final equation sample is larger than selection sample				
Prob.*	t-Statistic	Std. Error	Coefficient	Variable
		Long Run Equation		
0.4500	0.755756	1853.183	1400.554	ΔDOL
0.8464	0.193709	0.199013	0.038551	ΔRUP
0.5427	0.608913	0.196298	0.119529	ΔEUR
		Short Run Equation		
0.0000	-8.765833	0.137865	-1.208500	COINTEQ01
0.0047	-2.834668	467.1466	-1324.206	Δ(DOL)
0.0197	2.335146	0.108420	0.253177	Δ(RUP)
0.0761	-1.775692	0.142597	-0.253208	Δ(EUR)
0.0015	-3.187099	0.001772	-0.005648	C
			680.0208	Log likelihood
*Note: p-values and any subsequent tests do not account for model selection.				

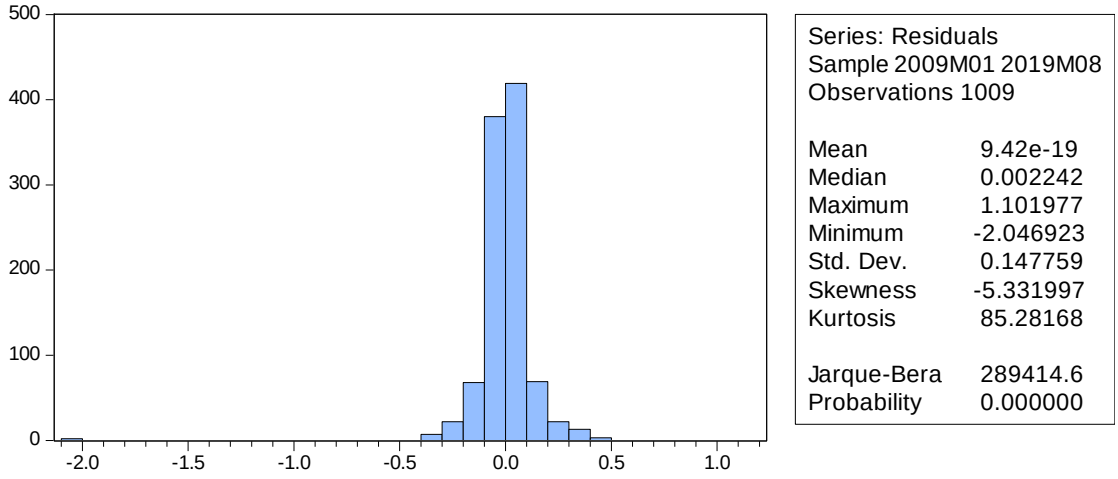
المصدر: من إعداد الباحثة بناءاً على مخرجات برنامج Eviews 9.0

الجدول رقم (07) اختبار الحدود للتكامل المشترك

				Coefficient Confidence Intervals			
					Date: 12/29/19 Time: 21:16		
					Sample: 2009M01 2019M08		
					Included observations: 1017		
99% CI		95% CI		90% CI			
High	Low	High	Low	High	Low	Coefficient	Variable
6183.410	-3382.302	5037.246	-2236.138	4451.672	-1650.563	1400.554	ΔDOL
0.552181	-0.475080	0.429095	-0.351993	0.366210	-0.289109	0.038551	ΔRUP
0.626153	-0.387095	0.504745	-0.265688	0.442718	-0.203661	0.119529	ΔEUR
							0

المصدر: من إعداد الباحثة بناءاً على مخرجات برنامج Eviews 9.0

الشكل رقم (03) يوضح اختبار توزيع البواقي



المصدر: من إعداد الباحثة بناءاً على مخرجات برنامج Eviews

- الإحالات والمراجع :

[1] واصف خالد الوازني،احمد حسين الرافعي،**مبادئ الاقتصاد الكلي بين النظرية والتطبيق**،الطبعة الرابعة،عمان :دار وائل للنشر،2001 ، ص: 363.

[2] عبد المنعم السيد علي ، **اقتصاد النقود والمصارف** ، الطبعة الثانية ،عمان، الأكاديمية للنشر ،1999 ، ص: 81.

[3] دراسة على جيران عبد الله الخفاجي، **قياس استجابة أسعار الأسهم لتحركات أسعار الصرف**، دراسة تطبيقية على عينة من الشركات المحلية في سوق العراق للأوراق المالية، كلية الإدارة والاقتصاد جامعة القادسية، العراق، 2007، 284.

[4] حيدر حسين آل طعمه، **أثر تقلبات أسعار الصرف على سلوك أسواق الأسهم في السوق التركي**، مجلة العلوم الاقتصادية والإدارية، جامعة بغداد، المجلد 19، العدد 73، العراق، 363-381.

[5] بسبع عبد القادر، **قياس أثر تغيرات أسعار الصرف على تقلبات عوائد أسواق الأسهم باستخدام نموذج GARCH**، مجلة دراسات وأبحاث، العدد 26 مارس 2017، الجزائر.

[6] حيدر حسين آل طعمه،مرجع سابق.

[7] Dominguez, Kathryn , M. and Tesar ,Linda, **Exchange Rate Exposure**; Journal of International Economics,vol.68,2006;188-218.

[8] Kent ,D, Miller and Jeffrey, J,Reuer ;**Firm Strategy and Economic Exposure to Foreign Exchange Rate Movements**; Journal of International Business Studies;1998,Vol 29; pp 493–513.

[9] Gordon M. Bodnar ;Richard C. Marston; **A Simple Model of Foreign Exchange Exposure**; Economic Theory, Dynamics and Markets ;2000 ;pp275-286

[10] https://www.mubasher.info/news/3155274/%D8%AE%D8%B3%D8%A7%D8%A6%D8%B1-4- تاريخ الزيارة 2019/12/30 على الساعة 20.00

[11] https://www.stats.gov.sa/ar/325 تاريخ الزيارة 2020/02/24 على الساعة 16:58 (راجع التقارير الإحصائية السنوية لحجم التبادل السعودي مع الدول المستورد منها)

[12] https://www.mubasher.info/analysis-tools/most-active-winners/TDWL تاريخ الزيارة 19-20 2019/09على الساعة 19.45

[13] http://www.sama.gov.sa/ar-sa/EconomicReports/Pages/MonthlyStatistics.aspx تاريخ الزيارة 19-20 2019/09على الساعة 19.45

[14] دحماني محمد ادريوش وآخرون، **دراسة لانتقال رؤوس الأموال الدولية في إطار العلاقة بين الاستثمار والادخار في دول المغرب العربي** : دراسة قياسية (1980-2015)، مجلة دراسات اقتصادية كمية، ع02 ، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة ورقلة، 2016، ص14.

كيفية الاستشهاد بهذا المقال حسب أسلوب APA:

ليلى مقدم (2020)، **تأثير تقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية على عوائد الأسهم في السوق السلع الرأسمالية المالي السعودي** ،المجلة الجزائرية للتنمية الاقتصادية، المجلد 7 (العدد 1)، الجزائر: جامعة قاصدي مرباح ورقلة، ص. ص 283-298.

يتم الاحتفاظ بحقوق التأليف والنشر لجميع الأوراق المنشورة في هذه المجلة من قبل المؤلفين المعنيين وفقا لـــ **رخصة المشاع الإبداعي نَسب المُصنَّف – غير تجاري – منع الاشتقاق 4.0 دولي** (CC BY-NC 4.0).

المجلة الجزائرية للتنمية الاقتصادية مرخصة بموجب **رخصة المشاع الإبداعي نَسب المُصنَّف – غير تجاري – منع الاشتقاق 4.0 دولي** (CC BY-NC 4.0).

The copyrights of all papers published in this journal are retained by the respective authors as per the **Creative Commons Attribution License**.
Algerian Review of Economic Development is licensed under a **Creative Commons Attribution-Non Commercial license** (CC BY-NC 4.0).