

حساسية القيمة السوقية للشركات المساهمة العامة لتقلبات سعر الصرف

"دراسة تطبيقية"

العنوان

The Sensitivity of Market Value of Public Shareholding Companies to
Exchange Rate Fluctuations.

" Empirical Study"

إعداد

مجدي قاسم القرم

إشراف

الأستاذ الدكتور مهند علي الروسان

قدمت هذه الأطروحة استكمالاً لمتطلبات منح درجة دكتوراه فلسفة في التمويل

قسم التمويل

كلية الأعمال

جامعة عمان العربية

عمان ٢٠١٣

بسم الله الرحمن الرحيم

التفويض

أنا مجدي قاسم محمد القرم أفوض جامعة عمان العربية بتزويد نسخ من

أطروحتي للمكتبات أو المؤسسات أو الهيئات أو الأشخاص عند طلبها.

الاسم: مجدي قاسم محمد القرم

التوقيع: 

التاريخ: ٢٠١٣ / ١٠ / ١٠

قرار لجنة المناقشة

نوقشت هذه الأطروحة وعنوانها: حساسية القيمة السوقية للشركات المساهمة العامة لتقلبات

سعر الصرف "دراسة تطبيقية"، وأجيزت بتاريخ: ٢٠١٣ / ١٠ / ٢٠

التوقيع

أعضاء لجنة المناقشة:

.....

رئيساً

د. هناء محمد الحنيطي

.....

عضواً

أ. د قحطان عبد سعيد السامرائي

.....

عضواً خارجياً

أ. د هشام صالح غرايبة

.....

عضواً ومشرفاً

أ. د مهند علي الروسان

الشكر والتقدير

الحمد والشكر لله تعالى الذي أعانني على إنجاز هذا العمل، إنه نعم المولى ونعم النصير، والصلاة والسلام على نبينا محمد وعلى آله وصحبه أجمعين. أتقدم بالشكر وجزيل الامتنان إلى أستاذي الفاضل الأستاذ الدكتور مهند علي الروسان لتفضله بالإشراف على الأطروحة، ولما قدمه من توجيه ودعم وإرشاد، والشكر والامتنان إلى أساتذتي الأفاضل معالي الأستاذ الدكتور هشام غرايبة والأستاذ الدكتور قحطان السامرائي والدكتورة هناء الحنيطي، الذين شرفوني بمناقشة الأطروحة، والفضل والعرفان إلى جميع أساتذتي الكرام في جامعة عمان العربية.

وأتقدم بالشكر إلى شريكي وصديقي المهندس هاجم هلسة، وزملائي في مؤسسة النمو الجديد لمشاريع التنمية، الذين لم يألوا جهدا في دعمهم المتواصل. كما أتقدم بالشكر من الأصدقاء الدكتور لؤي عساف والدكتور خالد الشقران والدكتور زياد زريقات لما أبدوه من نصح وتشجيع. وأتقدم بالشكر والعرفان إلى الأصدقاء الأستاذ قاسم الديري والأستاذ باسم العطييات والأستاذ غسان العمري لدعمهم ومساندتهم الطيبة. وأتقدم بالشكر إلى زوجتي الغالية الدكتورة رانية جبر القرم على مسانبتها الدائمة وجهدها الكبير.

الإهداء

إلى من علمني الحياة والتفاؤل والنجاح، أمي، رحمها الله.

إلى من علمني الصبر والمثابرة، أبي، أكرمه الله.

إلى أغلى ما في الدنيا، أولادي ملك ومحمد وماريا.

إلى رفيقة الدرب زوجتي الغالية، رانية.

إلى أعزائي وقررة عيني، إخواني وفاء، سوسن، ماجده، سهى، سامر، سناء ومحمد.

إلى نبع العطاء المتواصل، حماتي الفاضلة أم نضال.

رعاهم الله وحفظهم جميعا

الباحث

مجدي قاسم القرم

قائمة المحتويات

أ.....	العنوان
ت.....	التفويض
ث.....	قرار لجنة المناقشة
ج.....	الشكر والتقدير
ح.....	الإهداء
خ.....	قائمة المحتويات
ر.....	قائمة الجداول
ز.....	قائمة الأشكال
س.....	قائمة الملاحق
ش.....	الملخص باللغة العربية
١.....	الفصل الأول: الإطار العام للدراسة
١.....	١-١ المقدمة
٢.....	٢-١ مشكلة الدراسة وعناصرها
٣.....	٣-١ فرضيات الدراسة
٤.....	٤-١ أهمية الدراسة
٥.....	٥-١ أ نموذج الدراسة
٦.....	٦-١ التعريف بالمصطلحات الإجرائية

- ٧-١ حدود ومحددات الدراسة..... ٨
- الفصل الثاني: الإطار النظري والدراسات السابقة ذات الصلة..... ٩
- المبحث الأول: المخاطر المالية وتقلبات أسعار الصرف..... ٩
- ١-١-٢ مفهوم المخاطر وإدارتها..... ٩
- ٢-١-٢ المخاطر المالية..... ١١
- ٣-١-٢ التحوط من المخاطر..... ١٤
- ٤-١-٢ مخاطر أسعار الصرف..... ١٥
- المبحث الثاني: الحساسية الاقتصادية لصرف العملات الأجنبية..... ٢٤
- ١-٢-٢ مفهوم الحساسية الاقتصادية..... ٢٤
- ٢-٢-٢ مناهج قياس مخاطر سعر الصرف..... ٣٢
- ٣-٢-٢ قياس الحساسية الاقتصادية لتقلبات سعر الصرف..... ٣٤
- ٤-٢-٢ البحوث التجريبية..... ٣٥
- المبحث الثالث: الدراسات السابقة ذات الصلة..... ٣٧
- ١-٣-٢ دراسات باللغة العربية..... ٣٧
- ٢-٣-٢ الدراسات باللغة الانجليزية..... ٤١
- ٣-٣-٢ تمييز الدراسة عن الدراسات السابقة..... ٥٨
- الفصل الثالث: سياسة سعر الصرف في الأردن..... ٥٩

٥٩.....	١-٣ الملامح العامة للسياسة النقدية.....
٦٦.....	٢-٣ نظام سعر الصرف في الأردن.....
٧١.....	٣-٣ تقلبات أسعار الصرف الدينار الأردني.....
٧٤.....	4-٤ أهمية سعر صرف الدينار الأردني للتجارة الخارجية.....
٧٦.....	الفصل الرابع: الطريقة والإجراءات.....
٧٦.....	١-٤ نموذج الدراسة القياسي.....
٧٧.....	٢-٤ مجتمع الدراسة والعينة.....
٨١.....	٣-٤ أدوات الدراسة والمعالجات الإحصائية.....
٨٤.....	٤-٤ اختبارات الدلالة الإحصائية.....
٨٥.....	٥-٤ مصادر البيانات.....
٨٦.....	الفصل الخامس: نتائج الدراسة.....
١٠٥.....	الفصل السادس: مناقشة النتائج والتوصيات.....
١٠٥.....	١-٦ مناقشة النتائج.....
١٠٧.....	٢-٦ التوصيات.....
١٠٩.....	المراجع.....
١٢٦.....	الملاحق.....

قائمة الجداول

الرقم	المحتوى	الصفحة
(١-٣)	التسلسل التاريخي لنظام صرف الدينار الأردني	٨٠
(٢-٣)	معدل سعر صرف الدينار الأردني مقابل	
	مجموعة من العملات (٢٠٠٦ - ٢٠١١)	٨٣
(١-٤)	مجتمع وعينة الدراسة	٩٢
(١-٥)	منشآت لديها حساسية صرف لليورو الأوروبي	١٠٠
(٢-٥)	منشآت لديها حساسية صرف للين الياباني	١٠٩
(٣-٥)	قطاعات فرعية لديها حساسية صرف لليورو الأوروبي	١١٢
(٤-٥)	قطاعات فرعية لديها حساسية صرف للين الياباني.....	١١٥
(٥-٥)	قطاعات اقتصادية لديها حساسية صرف لليورو الأوروبي	١١٧

قائمة الأشكال

الرقم	المحتوى	الصفحة
(١-١)	أهمودج الدرسة	٧
(١-٣)	التطور الشهرى لسعر صرف الدينار الأردنى	
	مقابل مجموعة من العملات ٢٠٠٦ - ٢٠١١	٨٤

قائمة الملاحق

الصفحة	المحتوى	الملحق
145	نتائج اختبار الفرضيات للسلاسل الزمنية المقطعية.....	ملحق (١)
١٤٦.....	نتائج اختبار الفرضية الأولى للسلاسل الزمنية	ملحق (٢)
١٥١.....	نتائج اختبار الفرضية الثانية للسلاسل الزمنية	ملحق (٣)
١٥٥.....	نتائج اختبار الفرضية الثالثة للسلاسل الزمنية	ملحق (٤)
١٥٧.....	نتائج اختبار الفرضية الرابعة للسلاسل الزمنية	ملحق (٥)
١٥٩.....	نتائج اختبار الفرضية الخامسة للسلاسل الزمنية	ملحق (٦)
١٦٠.....	نتائج اختبار الفرضية السادسة للسلاسل الزمنية	ملحق (٧)
١٦١.....	بيانات الشركات في عينة الدراسة	ملحق (٨)
١٦٦	التوزيع الجغرافي للصادرات الوطنية.....	ملحق (٩)
١٦٨.....	التوزيع الجغرافي للمستوردات	جدول (١٠)
١٧٠	الأهمية النسبية للتوزيع الجغرافي للمستوردات والصادرات	ملحق (١١)
١٧١.....	معدل التوزيع الجغرافي للتجارة الخارجية الأردنية	ملحق (١٢)
١٧٢.....	أسعار صرف أهم العملات الأجنبية	جدول (١٣)
١٧٤.....	معدل التغير الشهري لسعر صرف الدينار الأردني	ملحق (١٤)

الملخص باللغة العربية

حساسية القيمة السوقية للشركات المساهمة العامة لتقلبات سعر الصرف

"دراسة تطبيقية"

إعداد

مجدي قاسم القرم

إشراف

الأستاذ الدكتور مهند علي الروسان

هدفت الدراسة إلى قياس حساسية القيمة السوقية للشركات المساهمة العامة لتقلبات سعر صرف الدينار الأردني، لمعرفة حجم المخاطر وما هو عرضة إلى الخسارة نتيجة التقلبات العشوائية لسعر صرف العملات، بالتالي اتخاذ إجراءات التحوط المناسبة التي تؤدي إلى تحسين القدرة التنافسية والأرباح وقيمة الشركة، وتقليل المخاطر على الاقتصاد الأردني. اعتمدت الدراسة على تقدير معادلات الانحدار الخطي بطريقة المربعات الصغرى لاختبار فرضيات الدراسة، باستخدام السلاسل الزمنية المقطعية المجمعة والسلاسل الزمنية المتصلة، اعتماداً على منهجية تسعير الأصول الرأسمالية. تم تعقب حساسية القيمة السوقية للصرف مقابل اليورو الأوروبي والين الياباني على مستوى المنشأة وعلى مستوى القطاعات الفرعية والاقتصادية. تكونت عينة الدراسة من ٩٥ شركة، و٢٣ قطاع أعمال فرعي، وثلاثة قطاعات اقتصادية للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية للفترة ٢٠٠٦-٢٠١١. على مستوى المنشأة، أظهرت الدراسة وجود حساسية للقيمة السوقية لتقلبات سعر صرف الدينار الأردني (حساسية صرف) مقابل اليورو الأوروبي ومقابل الين الياباني،

مما يعكس إمكانية حدوث ضرر من تقلب سعر صرف على المنشآت الاقتصادية في الأردن، بالرغم من تثبيت سعر صرف الدينار الأردني مقابل الدولار والثبات النسبي لسعر الصرف مع عملات التداول الرئيسية. وأظهرت الدراسة أن قيم حساسية الصرف أعلى من متوسط مخاطر السوق كما يقيسها معامل بيتا، مما يؤكد حجم مخاطر تقلبات سعر صرف الدينار وأهميتها. وبينت النتائج إن تقلب اليورو يؤثر على حوالي ٢٥% من الشركات، بينما يؤثر الين على ١٠% فقط، وبينت كذلك إن عدد الشركات المالية التي لديها حساسية صرف يفوق عددها في الشركات غير المالية. وتدلل نتائج الدراسة أن الشركات تستفيد من ارتفاع سعر صرف الدينار وتتضرر في حال انخفاضه، مع أن حجم واتجاه تأثير سعر الصرف على قيمة كل شركة يختلف ما بين عملة وأخرى. على مستوى القطاعات، وجدت الدراسة حساسية صرف ضعيفة لتقلب سعر صرف الدينار الأردني مقابل اليورو الأوروبي ومقابل الين الياباني على قطاعات الأعمال الفرعية والقطاعات الاقتصادية. وتتوافق هذه النتائج مع العديد من الدراسات التطبيقية السابقة، التي دلت أن حساسية القيمة السوقية لتقلبات سعر الصرف تخص مستوى المنشأة. وأشارت نتائج الدراسة أن المخاطر المنتظمة في بورصة عمان، التي يقيسها معامل بيتا، أقل من متوسط مخاطر السوق، مما يدل على مزايا الاستثمار في الأردن والبيئة الاقتصادية والسياسية المستقرة.

The Sensitivity of Market Value of Public Shareholding Companies to
Exchange Rate Fluctuations.

" Empirical Study"

المخلص باللغة الانجليزية

By

Majdi Qasem Al Qorom

Supervisor

Prof. Dr. Muhannad Ali Al-Rousan

Abstract

The study aimed to measure the sensitivity of market value of public shareholding companies to exchange rate fluctuations, which help the Jordanian firms to take the appropriate hedging actions and reduce the risk on the Jordanian economy. Utilizing the Capital Asset Pricing approach, the study employed linear regression in estimating market value sensitivity at the firm level, the industry sub-sectors level, and economic sectors level, to the Euro and Japanese Yen fluctuations. The sample consists of 95 firms, 23 sub-sector, and three economic sectors. The study uses panel and time series data for the period 2006-2011 based on Amman Stock Exchange classification.

At the firm level, the study showed strong presence of market value sensitivity to Jordanian dinar exchange rate fluctuations visa vie the Euro and the Japanese Yen, and found that the sensitivity values are higher than the market risk as indicated by Market Beta. These results confirm the existence of risk due to exchange rate movements in spite of pegging the Jordanian Dinar to the US dollar.

The fluctuation of Jordanian Dinar exchange rate relative to the Euro affects about 25% of the firms, while the fluctuation of exchange rate visa vie the Yen affects only 10%. About 62% of Jordan financial firms' are sensitive to exchange rate, which is higher than the sensitivity of non financial firms. The study found that Jordanian firms gain market value when Jordanian dinar appreciation and lose market value when Jordanian dinar depreciation. But, the magnitude and direction of the exchange rate impact on each firm varies from one currency to another.

At the sectoral level, the results indicate weak market value sensitivity at the industry sub-sector as well as the economic sector for both the Euro and Yen fluctuations. This results are consistent with many previous studies, which report significant sensitivity to exchange rate only at the firm level.

The study found low systemic risk in Amman Stock Exchange, as measured by Market Beta, which demonstrates the advantages of investment in Jordan and the stable economic and political environment.

الفصل الأول: الإطار العام للدراسة

يشمل الفصل الإطار العام للدراسة، فيتناول مشكلة الدراسة وعناصرها، وفرضيات الدراسة، وأهمودج الدراسة، والتعريفات والمصطلحات الإجرائية المستخدمة، وأهمية الدراسة، بالإضافة إلى أهم محددات وحدود الدراسة.

١-١ المقدمة

لم تعد معالم الحدود الدولية عائقاً أمام التبادل التجاري في ظل العولمة والتحرر الاقتصادي إلا من خلال التمييز في السلع والأسعار ضمن العملية الاقتصادية للعرض والطلب بعيداً عن نظم الحماية الاقتصادية المغلقة. ويؤدي هذا الانفتاح التجاري إلى العديد من المخاطر، ومنها المخاطر التي تنتج عن التغيرات والتقلبات في أسعار صرف العملات الأجنبية، وبشكل خاص في الدول ذات الاقتصاديات النامية التي تسعى إلى تطوير قاعدة التجارة والصناعة في محاولة مستمرة لتحسين النمو الاقتصادي وضبط العجز في ميزان المدفوعات. وفي ضوء ذلك تزداد حدة المنافسة العالمية على تحديد وضبط أسعار صرف العملات يوماً بعد يوم، والتي تحولت من منافسة ما بين الشركات إلى حرب خفية ما بين الدول، وما يحدث بين الصين والولايات المتحدة الأمريكية، وما بين الاتحاد الأوروبي وبقية العالم ما هو إلا مثال بسيط لحرب العملات منذ بداية نظام تعويم سعر الصرف بعد انتهاء اتفاق Bretton Woods عام ١٩٧١

وحتى اليوم. فتقلبات أسعار صرف العملات قد تؤثر في المنشأة من خلال العديد من العوامل منها؛ تقلب أسعار المواد الأولية، والتدفقات النقدية (المبيعات)، والأصول والخصوم، وعلى صافي الربح، ومن ثم قيمة المنشأة الكلية، سواء أكانت تتعامل بالتجارة الدولية أم لا، ضمن انفتاح الأسواق وتطور وسائل النقل والاتصالات وتنوع الإنتاج.

وتتعرض المنشآت في الأردن إلى ذات العوامل السابقة، فالأردن من الدول النامية المنفتحة اقتصادياً على العالم الخارجي، بالتالي تتأثر المنشآت المحلية إيجاباً وسلباً بارتفاع وانخفاض أسعار العملات الدولية. وبالرغم من اعتماد الأردن على سعر صرف ثابت للدولار الأمريكي منذ ١٩٩٥، إلا أن سعر صرف الدينار معوم تجاه العملات الأجنبية الأخرى، وبذلك يتأثر الدينار الأردني كما يتأثر الدولار الأمريكي صعوداً أو انخفاضاً تجاه تلك العملات، الأمر الذي يضع الأردن وقيمة منشآته الاقتصادية في عرضة دائمة إلى مخاطر تقلب أسعار صرف الدينار الأردني.

بالتالي تسعى هذه الدراسة إلى تسليط الضوء على هذه المخاطر من خلال قياس حساسية القيمة السوقية للشركات المساهمة العامة لتقلبات أسعار الصرف. وتتناول الدراسة خصوصية حالة الأردن، في ظل التحديات التي رافقت الأزمة المالية العالمية، ضمن طرح شمولي لتناولها الموضوع على ثلاثة مستويات. فتتناول الدراسة مستوى المنشأة ومستوى قطاع الأعمال أو الصناعة ومستوى القطاعات الاقتصادية المختلفة التي تنتمي إليها الشركات المساهمة العامة، من أجل اتخاذ الإجراءات اللازمة للتعامل مع مخاطر أسعار الصرف ضمن إجراءات وسياسات الإدارة المالية والإستراتيجية.

٢-١ مشكلة الدراسة وعناصرها

دفعت الأزمة المالية العالمية التي اندلعت في العام ٢٠٠٧ البنك الفيدرالي الأمريكي إلى زيادة عرض النقد بشكل كبير مقارنة مع السنوات السابقة لتجنب إفلاس أعداد كبيرة من المصارف، بالإضافة إلى تراجع الطلب على الدولار وانخفاض سعر الفائدة على الدولار وتراجع الثقة فيه. مما أدى إلى تقلبات مستمرة في سعر صرف الدولار تجاه العملات الأخرى، بالتالي تقلب سعر صرف الدينار الأردني، وهذا يعنى أن المنشآت الأردنية المالية وغير المالية قد تتأثر نتيجة تلك السياسات النقدية، ويعرض المنشآت والاقتصاد إلى مخاطر لم تكن بالحسبان. بناء على ذلك تحتاج الشركات المساهمة العامة في الأردن إلى معرفة حجم المخاطر وما هو عرضة إلى الخسارة نتيجة التقلبات العشوائية لأسعار صرف العملات الأجنبية، إضافة إلى المخاطر العامة في السوق، من أجل اتخاذ إجراءات التحوط المناسبة لتحسين القدرة التنافسية والأرباح وقيمة المنشأة، وتقليل المخاطر على الاقتصاد الأردني.

فالغرض من هذه الدراسة هو قياس حساسية القيمة السوقية للشركات المساهمة العامة لتقلبات أسعار الصرف. وتشكل التساؤلات الآتية العناصر الرئيسة لمشكلة الدراسة:

١. هل لدى عائد أسهم الشركات المساهمة العامة حساسية اقتصادية نتيجة تقلب سعر صرف الدينار الأردني مقابل اليورو الأوروبي؟.
٢. هل لدى عائد أسهم الشركات المساهمة العامة حساسية اقتصادية نتيجة تقلب سعر صرف الدينار الأردني مقابل الين الياباني؟.
٣. هل لدى عائد أسهم قطاعات الأعمال الفرعية للشركات المساهمة العامة حساسية اقتصادية نتيجة تقلب سعر صرف الدينار الأردني مقابل اليورو الأوروبي؟.
٤. هل لدى عائد أسهم قطاعات الأعمال الفرعية للشركات المساهمة العامة حساسية اقتصادية نتيجة تقلب سعر صرف الدينار الأردني مقابل الين الياباني؟.
٥. هل لدى عائد أسهم القطاعات الاقتصادية للشركات المساهمة العامة حساسية اقتصادية نتيجة تقلب سعر صرف الدينار الأردني مقابل اليورو الأوروبي؟.
٦. هل لدى عائد أسهم القطاعات الاقتصادية للشركات المساهمة العامة حساسية اقتصادية نتيجة تقلب سعر صرف الدينار الأردني مقابل الين الياباني؟.
٧. هل لدى عائد أسهم الشركات المساهمة العامة وقطاعاتها للأعمال الفرعية والاقتصادية حساسية نتيجة التغير في العائد الكلي للسوق؟.

٣-١ فرضيات الدراسة

للإجابة عن تساؤلات الدراسة أعلاه، تم بناء الفرضيات الآتية:

الفرضية الأولى: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى دلالة ($\alpha = 0.05$) لتقلب سعر صرف الدينار الأردني مقابل اليورو الأوروبي على عائد أسهم الشركات المساهمة العامة.

الفرضية الثانية: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى دلالة ($\alpha = 0.05$) لتقلب سعر صرف الدينار الأردني مقابل الين الياباني على عائد أسهم الشركات المساهمة العامة.

الفرضية الثالثة: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى دلالة ($\alpha = 0.05$) لتقلب سعر صرف الدينار الأردني مقابل اليورو الأوروبي على عائد أسهم قطاعات الأعمال الفرعية للشركات المساهمة العامة.

الفرضية الرابعة: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى دلالة ($\alpha = 0.05$) لتقلب سعر صرف الدينار الأردني مقابل الين الياباني على عائد أسهم قطاعات الأعمال الفرعية للشركات المساهمة العامة.

الفرضية الخامسة: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى دلالة ($\alpha = 0.05$) لتقلب سعر صرف الدينار الأردني مقابل اليورو الأوروبي على عائد أسهم القطاعات الاقتصادية للشركات المساهمة العامة.

الفرضية السادسة: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى دلالة ($\alpha = 0.05$) لتقلب سعر صرف الدينار الأردني مقابل الين الياباني على عائد أسهم القطاعات الاقتصادية للشركات المساهمة العامة.

الفرضية السابعة: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى دلالة ($\alpha = 0.05$) لعائد السوق الكلي على عائد أسهم الشركات المساهمة العامة، وقطاعاتها للأعمال الفرعية والاقتصادية.

٤-٦ أهمية الدراسة

مع تزايد حركة التجارة وازدياد حدة المنافسة، لا بد من الاهتمام بآثار ومخاطر تقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية، وعليه قد تساعد نتائج هذه الدراسة على تأسيس إستراتيجيات وقائية أفضل تنطوي على الحد من المخاطر التي تواجه الشركات، وتحسن البيئة الاستثمارية الوطنية للأسباب التالية:

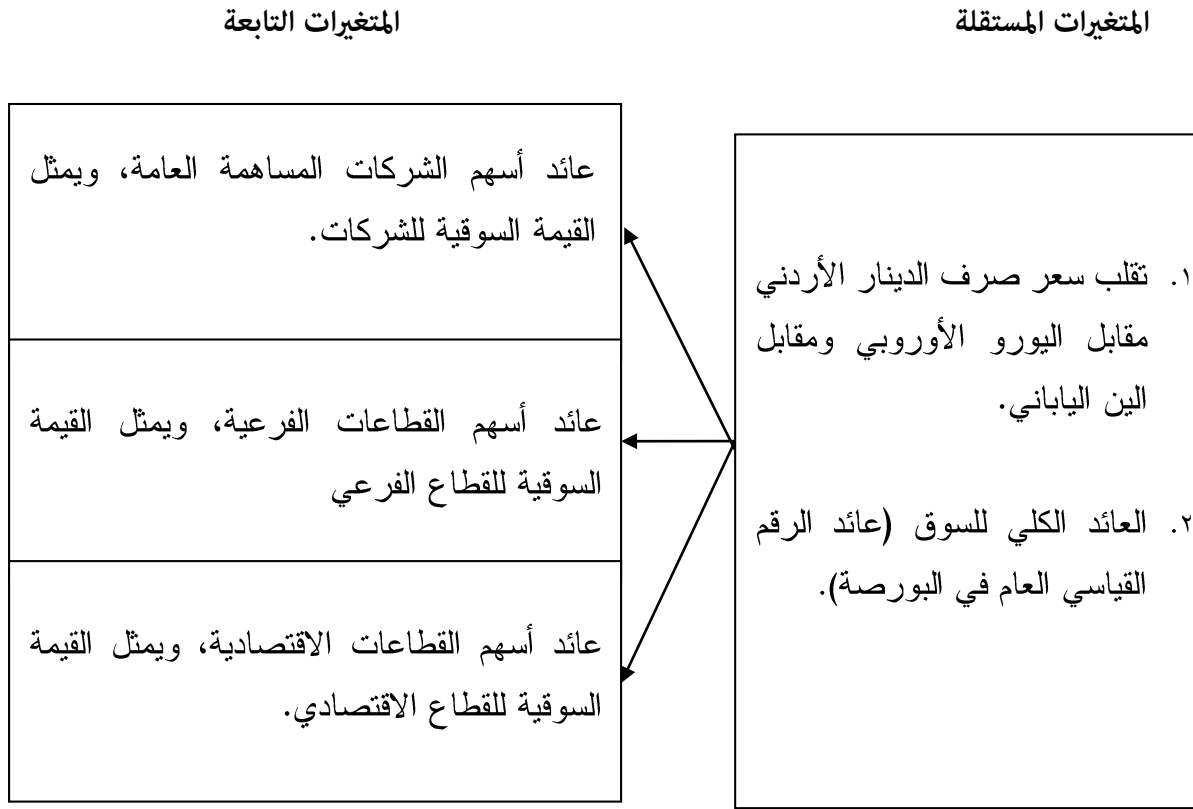
- التقلبات في أسعار الصرف قد تهدد المركز التنافسي للشركات المساهمة العامة.
- التقلبات في أسعار الصرف يمكن أن تضع المستثمرين في دائرة المخاطر لخسائر محتملة، مما ينعكس سلباً على الاستثمار والنمو الاقتصادي.

- التقلبات في أسعار الصرف قد تزيد من عبء توفير العملات الأجنبية اللازمة لمواجهة حاجات الاستيراد والتصدير.

٥-١ أمودج الدراسة

يبين الشكل رقم (١-١) أمودج الدراسة الذي يوضح متغيرات الدراسة والعلاقة ما بين المتغيرات المستقلة والمتغيرات التابعة.

شكل رقم (١-١) أمودج الدراسة



*المصدر: تم إعداد الأمودج من قبل الباحث اعتماداً على الدراسات الآتية:

Adler and Dumas (1984), Jorion, (1990), Bodnar, and Wong (2003), Eun and Resnick (2009), Doidge, and Griffin and Williamson (2006), Aggarwal and Harper (2010).

٦-١ التعريف بالمصطلحات الإجرائية

- أسعار صرف العملات الأجنبية: تستخدم الدراسة طريقة تسعير العملة المباشر حيث تكون العملة الوطنية هي عملة الأساس، أي عدد الوحدات من العملة الوطنية الواجب دفعها للحصول على وحدة واحدة من العملة الأجنبية.
- تقلب سعر الصرف: التغير غير المتوقع وغير المحسوب في سعر صرف العملة الوطنية مقابل العملات الأجنبية المختلفة، ويقاس بمعدل التغير الشهري في سعر الصرف.
- مخاطر أسعار الصرف: التحركات العكسية غير المتوقعة في سعر صرف العملة نتيجة سعر الصرف السائد في المستقبل، مما ينتج عنه ضررٌ في قيمة ما تمتلكه، أو يمكن أن تمتلكه المنشأة، وبالتالي احتمال تحقيق خسارة للشركة، وتقاس مخاطر أسعار الصرف بالطرق الإحصائية التي تتمثل عادةً في الانحراف المعياري ومقاييس التشتت.
- حساسية الصرف: تعبر عن حساسية القيمة السوقية لتقلبات سعر الصرف، أي مقدار التغير الحاصل في القيمة السوقية للمنشأة (حجماً واتجاهاً) نتيجة للتغير العشوائي (غير المتوقع وغير المحسوب) في سعر صرف العملة الوطنية مقابل العملات الأجنبية، لذلك تسمى الحساسية الاقتصادية للصرف أو حساسية الصرف. وتقاس حساسية الصرف من خلال الانحدار الخطي للتغير في سعر الصرف على عائد السهم.
- عائد السهم: تمثل القيمة السوقية للشركات المساهمة العامة، وتقاس من خلال التغير في سعر الإغلاق الشهري للسهم في السوق المالي (البورصة).

- عائد القطاع الفرعي: تمثل القيمة السوقية لقطاع الأعمال الفرعي (الصناعة)، وتقاس من خلال التغير في الرقم القياسي الشهري لأسعار أسهم قطاعات الأعمال الفرعية للشركات المساهمة العامة المدرجة في البورصة، مرجحاً بالقيمة السوقية.
- عائد القطاع الاقتصادي: تمثل القيمة السوقية للقطاعات الاقتصادية، وتقاس من خلال التغير في الرقم القياسي الشهري لأسعار أسهم القطاعات الاقتصادية للشركات المساهمة العامة المدرجة في البورصة، مرجحاً بالقيمة السوقية.
- التصنيف القطاعي: اعتماداً على تقسيم بورصة عمان تصنف قطاعات الأعمال الفرعية في ثلاثة قطاعات اقتصادية هي: القطاع المالي، قطاع الخدمات، قطاع الصناعة.
- قطاعات الأعمال الفرعية: اعتماداً على تقسيم بورصة عمان تقسم الشركات المساهمة العامة في ثلاثة وعشرين قطاع أعمال فرعي، حيث تصنف الشركات التي لها نفس النشاط التشغيلي في نفس المجموعة، وهي كالآتي:
 - البنوك، شركات التأمين، الخدمات المالية، العقارات في القطاع المالي.
 - الخدمات الصحية، الفنادق والسياحة، التعليم، الطاقة، النقل، التكنولوجيا والاتصالات، الإعلام، والخدمات التجارية في قطاع الخدمات.
 - صناعة الأدوية والصناعات الطبية، الصناعات الكيماوية، صناعات الورق والكرتون، الطباعة والتغليف، صناعة الغذائية والمشروبات، صناعة التبغ والسجائر، الصناعات الاستخراجية والتعدينية، الصناعات الهندسية والإنشائية، الصناعات الكهربائية، صناعة الملابس والجلود، الصناعات الزجاجية والخرفية في قطاع الصناعة.
- الأرقام القياسية: تستخدم الدراسة الرقم القياسي لأسعار الأسهم مرجحاً بالقيمة السوقية للأسهم الحرة على مستوى قطاعات الأعمال الفرعية والاقتصادية في بورصة عمان، ويقاس هذا الرقم المستوى العام لأسعار أسهم الشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة عمان مرجحاً بالقيمة السوقية للأسهم الحرة المتاحة للتداول، وذلك باعتماد ١٩٩٩ كفترة أساس.

٧-١ حدود ومحددات الدراسة

يمكن تعميم نتائج هذه الدراسة في ضوء الحدود والمحددات الآتية:

الحدود المكانية: تقتصر هذه الدراسة على عينة مكونة من ٩٥ شركة مساهمة عامة، تنطبق عليها شروط الدراسة من بين مجتمع الدراسة الذي يشمل ٢٠٧ شركات مدرجة في بورصة عمان.

الحدود الزمنية: تقتصر الدراسة على البيانات الشهرية للفترة الزمنية من عام ٢٠٠٦ إلى ٢٠١١، ويعود السبب في تحديد هذه الفترة إلى تناولها فترة الأزمة المالية العالمية التي اندلعت في العام ٢٠٠٧.

محددات الدراسة:

— قلة الدراسات العربية بشكل عام، والأردنية بشكل خاص، حسب اطلاع الباحث، التي تناولت موضوع حساسية ومخاطر أسعار صرف العملات الأجنبية، خاصة الدراسات التي تناولت تقلبات أسعار صرف العملات على مستوى المنشأة.

— صعوبة استخراج البيانات الشهرية لأسعار أسهم الشركات المساهمة العامة المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية لفترة الدراسة بسبب حجم العينة وتفرق بياناتها في ٧٢ تقريراً شهرياً.

الفصل الثاني: الإطار النظري والدراسات السابقة ذات الصلة

يتناول الفصل الثاني الإطار النظري والدراسات السابقة ذات العلاقة، فيتناول المبحث الأول من هذا الفصل المخاطر المالية ومخاطر أسعار الصرف، ويتناول المبحث الثاني موضوع حساسية القيمة السوقية للشركات المساهمة العامة لتقلبات سعر الصرف، أما المبحث الثالث فيتناول الدراسات السابقة ذات الصلة، وما يميز الدراسة الحالية.

المبحث الأول: المخاطر المالية وتقلبات أسعار الصرف

١-١-٢ مفهوم المخاطر وإدارتها

تعرف المخاطر Risk في مجال الاقتصاد والتمويل على إنها احتمال تعرض المنشأة إلى خسائر غير متوقعة وغير مخطط لها، أو تذبذب العائد المتوقع على استثماراتها، مما تنتج عنه آثار سلبية على تحقيق أهداف المنشأة وتنفيذ استراتيجياتها بنجاح (على، ٢٠٠٥). ويتم التفريق عادة بين نوعين رئيسيين من الخسائر: الخسائر المتوقعة، والخسائر غير متوقعة، مثل تقلبات مفاجئة في أسعار الصرف أو تقلبات مفاجئة في اقتصاد السوق (الشيخ، ٢٠٠٨، ص ١١٩).

أما مفهوم إدارة المخاطر Risk Management فتعرف على أنها عملية قياس وتقييم للمخاطر وتطوير إستراتيجيات لإدارتها، كنقل المخاطر إلى جهة أخرى، أو تجنبها وتقليل آثارها السلبية على المنشأة، وقبول بعض أو كل تبعاتها (علي، ٢٠٠٥). كما يمكن تعريف إدارة المخاطر بأنها النشاط الإداري الذي يهدف إلى التحكم بالمخاطر وتخفيضها إلى مستويات مقبولة. فإدارة المخاطر عملية تحديد وقياس وسيطرة لتحقيق أهداف المنشأة في ضوء تأثيرها على القيمة السوقية (الراوي، ٢٠٠٩، ص ٩-١٩).

وإدارة المنشأة وإدارة المخاطر متلازمتان، ومن الصعب تحقق الفعالية في إحداهما دون أن تمارس الأخرى بشكل فعال، لأنهما يجب أن تعملتا معاً بشكل متوازٍ ومتكامل لتحقيق أهداف المنشأة الإستراتيجية. بالتالي تسعى إدارة المخاطر إلى تحقيق ثلاثة أهداف: الوقاية من الخسائر، وتعظيم درجة الاستقرار في الأرباح، وتقليل تكلفة إدارة الخسائر المحتملة (الشيخ، ٢٠٠٨، ص ١٢١).

من أجل تحقيق هذه الأهداف، تتوجه المنشآت إلى الاعتماد على مجموعة من الأنشطة الخاصة بالتحوط من المخاطر التي يمكن أن تتعرض إليها المنشأة، من أهمها الأنشطة الرئيسة الآتية (الشيخ، ٢٠٠٨، ص ١٢٣):

- تحديد الخسائر المحتملة من المخاطر موضع الاهتمام .
- تقييم الأساليب البديلة للتعامل مع المخاطر.
- تطبيق الأساليب المناسبة لمعالجة المخاطر.
- متابعة وتقييم نتائج الأساليب التي تم الاعتماد عليها في إدارة المخاطر.
- تطوير وتعديل أداء وممارسات إدارة المخاطر للتوصل إلى نتائج أفضل.

وإدارة المخاطر لا تعني التخلص من جميع الأخطار، لأن التخلص من المخاطر قد يعني في نفس الوقت التخلص من العائد، أما إدارة المخاطر من خلال التحوط المناسب فتعنى استخدام الأدوات المناسبة لتقليل الخسائر المحتملة إلى أقصى حد ممكن.

٢-١-٢ المخاطر المالية

تتضمن المخاطر المالية Financial Risk جميع المخاطر المتصلة بإدارة موجودات ومطلوبات المنشأة، وهذا النوع من المخاطر يتطلب رقابة وإشرافاً مستمرين، وفقاً لتوجه وحركة السوق والأوضاع الاقتصادية، والعلاقة بالأطراف الأخرى ذات العلاقة، بالتالي تُحقق المنشأة بإدارة هذه المخاطر ربحاً أو خسارة (علي، ٢٠٠٥). وفي ضوء مدخل خلق القيمة يمكن تعريف المخاطر المالية على أنها الفقد الجزئي أو الكلي المحتمل في قيمة ثروة المساهمين في المنشأة (بن علي، ٢٠١٠). وتصنف المخاطر المالية بشكل خاص كالأتي (الشيخ، ٢٠٠٨، ص ١٢٦):

أولاً: أنواع المخاطر من حيث مصدر المخاطر: تواجه المنشآت مجموعة متنوعة من المخاطر المالية في المجالات الوظيفية المختلفة، ومن هذه المخاطر:

(١) مخاطر الأعمال Business risks: وهي المخاطر المرتبطة بالصناعة والمجال الأساسي الذي تعمل فيها المنشأة.

(٢) مخاطر التشغيل Operational risks: وهي المخاطر المرتبطة بالنظم الداخلية (أو الأفراد العاملين بهذه النظم) في المنشأة.

(٣) مخاطر الإدارة Management risk: وهي المخاطر المرتبطة بالوظائف الإدارية والممارسات التي تقوم بها إدارة المنشأة.

(٤) المخاطر القانونية Legal risks: وهي المخاطر الناشئة عن الدخول في اتفاقيات تعاقدية مع أطراف أخرى مع عدم التأكد من الوفاء بالالتزامات تجاه هذه الأطراف.

(٥) مخاطر الائتمان Credit risks: وهي المخاطر المرتبطة بفسخ الطرف الآخر في الوفاء بالالتزامات التي تعهد بها.

(٦) مخاطر الأسعار Price risks: وهي المخاطر المرتبطة بالتحركات غير المرغوبة (صعوداً أو هبوطاً) في أسعار السلع والخدمات في السوق.

(٧) مخاطر أسعار الفوائد: وهي المخاطر الناتجة عن التعرض إلى خسائر نتيجة تحركات معاكسة في أسعار الفوائد في السوق، التي قد يكون لها الأثر على عائدات المنشأة والقيمة الاقتصادية لأصولها.

(٨) مخاطر الأموال Funding risk: وهي المخاطر الناتجة عن فشل المنشأة في الوفاء بأعباء الديون وفقا للشروط المتفق عليها مع الممولين أو المقرضين.

(٩) مخاطر التركيز Concentrate risk: وهي المخاطر الناتجة عن تركيز الاستثمارات في قطاع واحد أو عدة قطاعات صغيرة ، وتسمى " مخاطر عدم التنوع " .

(١٠) مخاطر التغطية Hedging risk: وهي المخاطر الناتجة عن الخطأ في التغطية أو الفشل في تحقيق التغطية الكافية للمخاطر التي تتعرض إليها المنشأة .

(١١) المخاطر السياسية Political and country risk: وهي المخاطر الناتجة عن القرارات الحكومية مثل الضرائب، التسعير، الجمارك، التأمين، الإضرابات، وغيرها.

(١٢) مخاطر تقلبات أسعار الصرف Exchange rate risk: هي المخاطر الناتجة عن التعامل بالعملات الأجنبية، وحدث تقلب في أسعار العملات مقابل العملة الوطنية.

ثانياً: أنواع المخاطر من حيث ارتباطها بالمنشأة: وفقاً لهذا التصنيف، وهو التصنيف الذي تعتمد عليه نظرية التمويل، يتم تقسيم المخاطر التي تتعرض إليها المنشأة إلى مجموعتين من المخاطر كالتالي (الرجبي، ٢٠٠٩):

١) مخاطر منتظمة Systematic risks

هي مخاطر ذات صفة عمومية تتعرض إليها جميع المنشآت في السوق بصرف النظر عن خصائص المنشأة، من حيث النوع أو الحجم أو هيكل الملكية ... إلخ، وتنشأ هذه المخاطر عن متغيرات عامة تؤثر على كافة المنشآت، مثل الظروف الاقتصادية أو السياسية،

لذلك يصعب التخلص من هذه المخاطر بالتنوع، وتسمى أيضاً بالمخاطر التي لا يمكن تجنبها بالتنوع، أو تسمى مخاطر السوق (الرجبي، ٢٠٠٩). تكون درجة المخاطر المنتظمة أعلى لدى المنشآت التي تنتج سلعا غير أساسية (السكك الحديدية، السلع الكيماوية)، والشركات التي تتصف أعمالها بال موسمية والشركات التي تنتج سلعا تتعرض إلى سرعة التقادم، كالشركات التي تنتج سلعا كهربائية. وبالرغم من صعوبة مواجهة المخاطر المنتظمة إلا أن إجراءات إدارة المخاطر تتضمن أنشطة التحوط يمكن من خلالها تخفيف آثار تلك المخاطر على المنشأة (الشيخ، ٢٠٠٨، ص ١٢٧).

تقاس المخاطر المنتظمة من خلال عدة طرق، من أهمها قياس معامل بيتا، الذي يمثل مقياساً لمخاطر المنشأة المرتبط بمخاطر السوق عامة، حيث يقيس معامل بيتا مدى حساسية القيمة السوقية للمنشأة للتغيرات التي تطرأ على عائد السوق الكلي. ويمثل مقياس بيتا رقماً، فإذا كان الرقم أقل من واحد فمعناه أن مخاطرة المنشأة منخفضة لأن تذبذب قيمة المنشأة أقل من نسبة تذبذب السوق، أما إذا كان الرقم يساوي واحداً

فمعناه أن مخاطر المنشأة تسير وفقاً لتذبذب المؤشر العام في السوق، وإذا كان أكبر من واحد، فذلك يعنى أن المنشأة ذات مخاطرة مرتفعة مقارنةً بالسوق بسبب تذبذب قيمتها بشكل أعلى من تذبذب المؤشر العام في السوق. وكلما ارتفع الرقم عن الواحد، كلما كانت مخاطر المنشأة أعلى من متوسط مخاطر السوق الذي تعمل فيه (الرجبي، ٢٠٠٩).

٢) مخاطر غير منتظمة Unsystematic risks

وهي مخاطر خاصة تنتج من خصائص وظروف منشأة معينة، ويمكن تخفيض أو تجنب هذه المخاطر بالاعتماد على استراتيجيات التنويع.

ولذلك تسمى بالمخاطر التي يمكن تجنبها بالتنويع، أو المخاطر الفريدة، حيث إنها تخص منشأة معينة بذاتها دون غيرها، (الرجبي، ٢٠٠٩). حيث إن مبيعاتها لا تعتمد على مستوى النشاط الاقتصادي أو على حالة السوق بدرجة كبيرة وقد تكون هذه الشركات غير حساسة للتغيرات التي تطرأ على السوق. تقاس المخاطر غير المنتظمة بالطرق الإحصائية التي تتمثل عادةً في الانحراف المعياري ومقاييس التشتت (الشيخ، ٢٠٠٨، ص ١٢٨).

٣-١-٢ التحوط من المخاطر

يقصد بالتحوط Risk Hedging جميع الإجراءات الاحترازية التي تقوم المنشأة باتخاذها ضمن إدارة المخاطر من أجل اتقاء المخاطر وتخفيف آثارها (Moosa, 2007, p204). وعليه تقوم المنشآت بواحد أو أكثر من أساليب التحوط الآتية (Moosa, 2007, p210):

— تجنب المخاطر Avoidance: من خلال اتخاذ القرار بعدم الدخول أساساً في النشاطات التي يعتقد أن لها مخاطر كبيرة، كأن يكون القرار، على سبيل المثال، بعدم الدخول في نشاط أو عمل تجنباً للتعرض إلى المسؤولية القانونية، أو تجنب إنتاج سلعة معينة لضعف دراسة الجدوى لها. إلا أن هذا الأسلوب وإن كان يجنب المخاطر المتوقعة، إلا أنه يحرم من الفوائد والأرباح التي قد تعود على المنشأة في حال الدخول في هذه الأنشطة (بن علي، ٢٠١٠).

— نقل المخاطر Transference: وهو أسلوب لتقليل آثار الخسارة التي قد تنتج عن التعرض إلى المخاطر، وعادة ما يكون ذلك عن طريق عقود التأمين التي تغطي الخسائر التي تريد المنشأة نقلها، وترغب شركة التأمين في قبولها مقابل تكاليف محدد. ويلزم في هذه الحالة أن تقرر المنشأة ما هي الأخطار التي ترغب في تحمّل آثارها، وما هي المخاطر التي يمكن أن تنتقل إلى التأمين. ويمكن أيضاً نقل المخاطر عن طريق عقود يمكن إبرامها مع جهات أخرى غير شركات التأمين بحيث تنص العقود على نقل المخاطر إليها (Schrand and Unal, 1998).

- تقليل أثر المخاطر Reduction: تتبع بعض المنشآت أسلوب التقليل من أثر المخاطر، كأن تكتفي بجزء من الاستثمار، أو تدخل في مشاركات مع الآخرين لتوزيع أثر المخاطرة، كصناديق الاستثمار، التي توزع المخاطر بين عدد كبير من المستثمرين، أو الاكتفاء باستثمار أقل من حيث حجم الاستثمار المتاح أمامها، وذلك بتخفيض حجم الاستثمار الذي يحتمل أن يواجه خطراً بعينه، مثل تقليل حجم استثماراته طويلة الأجل أو تقليل الاستثمار بعملة معينة (علي، ٢٠٠٥). ومن الأمثلة على تقليل أثر المخاطر ما تتبعه البنوك في إدارة أصولها وخصومها، وخاصة القروض المجمعة (Moosa, 2007, p223).
- قبول المخاطر Acceptance: يتم إتباع هذا الأسلوب عند مقابلة المخاطر الصغيرة والتي تكون فيها كلفة نقلها إلى جهة أخرى أعلى من كلفة الخسائر المترتبة على القبول فيها، بالتالي تتحمل المنشأة أية خسائر محتملة تنتج من هذه المخاطر (Schrand and Unal, 1998).

٢-١-٤ مخاطر أسعار الصرف

ينطبق مفهوم المخاطر وإدارة المخاطر على أسعار صرف العملات الأجنبية، فتبين نظرية تمويل المنشأة إن تقلبات أسعار صرف العملات هي من المخاطر المالية، وتصنف كمخاطر منتظمة يمكن أن تتعرض إليها جميع المنشآت في السوق، بغض النظر عن طبيعة عملها وخصائصها، وسواء أكانت مؤسسة مالية أو غير مالية (Moosa, 2007, p237). وتنشأ هذه المخاطر عن متغيرات لها صفة العمومية، ولذلك يصعب التخلص من هذه المخاطر بالتنويع. بالإضافة إلى أن مخاطر تقلبات أسعار الصرف هي من أنواع المخاطر غير المتوقعة، لذلك تحتاج إلى دراية وأساليب إدارية وإستراتيجية متخصصة لضمان التحوط المناسب من نتائجها (علي، ٢٠٠٥). ولا بد من تقديم مفهوم ومحددات وأنواع مخاطر سعر الصرف التي تواجه المنشأة كالتالي:

أولاً: مفهوم سعر الصرف

يعبر سعر صرف العملة لبلد ما بالثمن الذي يجب دفعة من العملة الوطنية للحصول على وحدة واحدة من العملة الأجنبية، ويسمى بسعر صرف العملة، ففي الأردن يجب دفع ما قيمته ٧٠٨ فلوس للحصول على دولار واحد. فسعر صرف الدينار الأردني مقابل الدولار الأمريكي يعبر عنه بطريقة مباشرة ٧٠٨ فلوس لكل دولار أمريكي واحد، أو بالطريقة غير المباشرة كأن نقول بأن الدينار الأردني الواحد يساوي ١,٤١٢ دولار أمريكي. وسعر صرف العملة يحدد قيمة السلع والخدمات الأجنبية، فإذا أردنا شراء سلع أو خدمات من الخارج، أو

إذا أردنا تصدير أية سلع وخدمات إلى أية دولة فيجب تسعير تلك السلع والخدمات بالقيمة اللازمة من العملة الوطنية مقابل العملة الأجنبية التي يراد استخدامها (شكري و عوض، ٢٠٠٤، ص ٢٠٥). وعليه يعتبر سعر الصرف مقياساً للأسعار، فارتفاع سعر الصرف مثلاً، يعني أننا نحتاج إلى دفع عدد وحدات أقل من العملة الوطنية لشراء سلعة أجنبية، ويصبح سعر السلعة الأجنبية مقيمة بالدينار الأردني أقل مما كانت. وهكذا يعكس سعر الصرف في أية دولة قيمة السلع والخدمات المتبادلة بين الدول اعتماداً على سعر الصرف المحدد تجاه كل عملة أجنبية. ويسمى سعر الصرف في هذه الحالات بسعر الصرف الاسمي، وهو السعر الذي تمت فيه المعاملات الخارجية اعتماداً على العرض والطلب في ما يسمى سوق العملات الأجنبية،

وهو عرض وطلب مشتق من العرض والطلب للسلع والخدمات (شكري و عوض، ٢٠٠٤، ص ٢٠٧). وينقسم سعر الصرف الاسمي إلى سعر صرف رسمي، أي السعر المعمول فيه بالعمليات الجارية الرسمية، وسعر صرف موازٍ، وهو السعر المعمول فيه في الأسواق الموازية، وهذا يعني إمكانية وجود أكثر من سعر صرف اسمي في نفس الوقت لنفس العملة في نفس البلد. ويتغير سعر الصرف الاسمي يوماً وتسمى هذه التغيرات تحسناً أو تدهوراً في قيمة العملة. فالتحسن يعني ارتفاع سعر العملة الوطنية مقابل العملة الأجنبية أما التدهور فيعني انخفاض سعر العملة الوطنية مقابل العملة الأجنبية. أما سعر الصرف الحقيقي فيعبر عن عدد الوحدات من المنتجات الأجنبية اللازمة لشراء وحدة واحدة من السلع المحلية، فيعكس المعدل النسبي لقيمة أسعار السلع والخدمات ما بين الدول،

ويجمع ما بين تقلبات سعر الصرف الاسمي ومعدلات التضخم، وبالتالي تنافسية السلع والخدمات بين الدول المختلفة (الصادق وآخرون، ٢٠٠٤). ويتم حساب سعر الصرف الحقيقي كمؤشر أسعار، يساوي واحداً صحيحاً في سنة الأساس، ويقاس كالآتي:

$$\text{سعر الصرف الحقيقي} = \text{سعر الصرف الاسمي} \times (\text{مؤشر الأسعار المحلية/مؤشر الأسعار الأجنبية})$$

يفسر سعر الصرف الحقيقي مدى التغير في مستوى الأسعار بين البلدان، لذلك فإن سعر الصرف الحقيقي يلعب دوراً مهماً في النشاط الاقتصادي الذي يقوم به أي بلد سواء أكان ذلك النشاط تجارياً أم استثمارياً (الصادق وآخرون، ٢٠٠٤).

ثانياً: أنظمة سعر الصرف

مرت أنظمة الصرف بعدة مراحل، بدأت من تسعير العملة الوطنية اعتماداً على قاعدة الذهب، إلى الاعتماد الكامل على نظام الصرف العائم. فتتراوح نظم الصرف السائدة ما بين تلك المعمومة بشكل كامل، بحيث يترك لقوى السوق تحديد سعر الصرف ضمن العرض والطلب على تلك العملة، ونظم الصرف الثابتة التي ترتبط عملتها بسعر ثابت مقابل عملة واحدة، أو مقابل بسلة من العملات الرئيسية،

بالإضافة إلى نظم صرف مختلطة تعتمد على مزيج من نظام الصرف الثابت والمعوم، اعتماداً على السياسة الاقتصادية والنقدية في كل دولة (قديري، ٢٠٠٣، ص ١١٥). ومن أهم نظم الصرف المتبعة الآتي (شكري وعوض، ٢٠٠٤، ص ٢١٢):

١) سعر الصرف الحر Floating Exchange Rate

يتم تحديد سعر الصرف في هذا النظام من خلال عوامل العرض والطلب كأية سلعة أو خدمة، حيث يحدد قيمة سعر الصرف تجاه العملات الأخرى حسب المطلوب والمعروض من العملة الوطنية في سوق الصرف الأجنبي، دون أي تدخل من السلطات النقدية، ويتغير بذلك سعر الصرف بشكل مستمر، بما يتفق وقوى السوق ومحددات سعر الصرف، اعتماداً على السياسة المالية والنقدية التي تتبعها الدولة والتي سيتم تفصيلها فيما بعد (الصادق وآخرون، ٢٠٠٤).

٢) سعر الصرف الثابت Fixed (Pegged) Exchange rate

يتم ربط العملة الوطنية بإحدى العملات الدولية الرئيسية، كربط العملة الوطنية بالدولار الأمريكي أو اليورو الأوروبي بسعر صرف ثابت مقابل تلك العملة، فالدينار الأردني مثلاً مربوط بسعر صرف ثابت تجاه الدولار بسعر ٠,٧٠٨ دينار مقابل كل دولار منذ عام ١٩٩٥. ويلاحظ أن الربط بعملة محددة ثابت بالنسبة لعملة الربط، حيث تعتبر العملة من الناحية العملية معومة مقابل جميع العملات الأخرى، فالدينار الأردني مثلاً معوم مقابل العملات الأخرى (الحسامي، ٢٠١٠).

٣) الربط بسلة من العملات Pegged to Basket of Currencies

يتم اختيار نظام الربط بسلة من العملات المتاحة، التي تتركز عادة على عملات أهم الشركاء التجاريين للدولة، وبالتالي الحفاظ على القيمة الحقيقية للعملة بما لا يضر بالموقف التجاري للدولة. وبعض الدول تقوم بربط عملتها بحقوق السحب الخاصة في صندوق النقد الدولي.

بالتالي تقوم الدول بالتعديل في سعر عملتها بالدولار من خلال سياساتها النقدية لتحقيق سعر صرف ثابت بالنسبة لحقوق السحب الخاصة (قدري، ٢٠٠٣، ص ١١٦).

٤) التعويم المدار Managed Float

وقد تتبع الدولة نظام التعويم المدار حيث تقوم السلطات بتعديل أسعار صرفها بتواتر على أساس مستوى الاحتياطي لديها من العملات الأجنبية والذهب وميزان المدفوعات. وهذا النظام يسمح بالتحرك من قيود سعر الصرف من خلال تدخل البنوك المركزية واستخدام الأدوات المالية والنقدية المختلفة لتحديد سعر الصرف المناسب لاقتصادها (شكري و عوض، ٢٠٠٤، ص ٢١٥). وهناك العديد من الفوائد والمزايا التي تترتب على اختيار نظام الصرف، فليس هناك نظام واحد يناسب جميع الدول في كل الظروف، وعلى الدول تقدير التكاليف المترتبة على اختيار النظام المناسب لها في ضوء خصائصها الاقتصادية والمؤسسية (دوتاغوبتا وآخرون، ٢٠٠٦).

ثالثاً: محددات سعر الصرف

هناك عدة نظريات في تحديد سعر الصرف، من أهمها نظرية تعادل القوة الشرائية و نظرية ميزان المدفوعات، والنظرية النقدية ونظرية تقلبات أسواق الأصول المالية، ونظرية مستوى الإنتاجية. من أهم مبادئ تلك النظريات الآتي

(Bilson and Marston, 1984):

١) نظرية تعادل القوة الشرائية (PPP) Purchasing Power Parity

تتمثل فكرة النظرية في وجود علاقة بين مستوى الأسعار الوطنية وسعر صرف العملة بحيث إن حركة سعر الصرف تعبر عما يحدث من تغيرات في الأسعار مقارنةً بأسعار الدول الأخرى. أي أن الأسعار المحلية هي التي تحدد سعر الصرف الخارجي، وإن هناك مستوى تدور حوله تقلبات أسعار العملات، ويتوقف هذا المستوى فيما بين عملة وأخرى على العلاقة بين الأسعار السائدة في الدولتين. ويتحدد سعر الصرف على أساس ما يمكن أن تشتريه هذه العملة في الداخل و الخارج.

ويطلق على هذا المستوى حد تعادل القوة الشرائية، وبناءً عليه فإن سعر الصرف التوازني بين عملتين هو السعر الذي يساوي بين قوتها الشرائية، أي أن تكلفة شراء سلعة ما يتساوي على المدى البعيد ما بين مختلف الدول (قدري، ٢٠٠٣، ص ١١٨). وعلى سبيل المثال، يؤدي ارتفاع الأسعار المحلية مقارنةً بمستوى الأسعار العالمية إلى ارتفاع سعر الصرف نتيجة زيادة المستوردات وانخفاض الصادرات وبالتالي انخفاض في عرض العملة الأجنبية. والعكس في حال انخفضت أسعار السلع في السوق المحلي حيث ينخفض الطلب على العملة الوطنية نتيجة انخفاض الواردات وارتفاع الصادرات مما يؤدي إلى انخفاض في سعر الصرف.

يعتمد نجاح نظرية تعادل القوة الشرائية على فرضيتين أساسيتين (قدري، ٢٠٠٣، ص ١٢٠):

- الحرية كاملة للتجارة الدولية، دون قيود أو حماية للسلع يمكنها تشويه الأسعار النسبية ما بين الدول، وتعميق الوصول إلى حد التعادل
- حرية كاملة لتحويل النقود ما بين الدول دون عوائق.

٢) نظرية ميزان المدفوعات (BOP) The Balance of Payments

تعتبر النظرية أن ميزان المدفوعات محددٌ لسعر صرف العملة ويسمى بسعر الصرف التوازني، ففي حالة وجود فائض في ميزان المدفوعات فإن ذلك يعني زيادة في الطلب على العملة، ومن ثم الارتفاع في قيمتها الخارجية. والعكس صحيح، أي وجود عجز في ميزان المدفوعات فإن ذلك يعني زيادة العرض النقدي من العملة ومن ثم انخفاض في قيمتها الخارجية. لذلك تأخذ هذه النظرية في حساباتها العوامل التي من شأنها أن تؤثر في المعاملات التجارية بدلا من الاهتمام بالعوامل المؤثرة في السعر النسبي وحده (Bilson and Marston, 1984).

٣) النظرية النقدية Monetary Approach Theory

تعتبر هذه النظرية أن سعر الصرف هو ظاهرة نقدية فقط، نظراً لتأثر سعر صرف العملة بالمحددات الحقيقية للطلب على النقود، إذ إن عرض النقد يحدد بشكل مستقل من قبل السلطة النقدية، بالتالي وتعتبر النظرية النقدية أن كل عامل من العوامل المؤثرة في عرض النقد محدد لسعر صرف العملة. فعند انخفاض عرض النقد تصبح كلفة التصدير إلى الخارج أقل، مما يزيد الطلب على السلع المحلية في الخارج ويتحقق فائض في ميزان المدفوعات. وبذلك يرتفع سعر الصرف، وفي حال ارتفاع عرض النقد، ترتفع كلفة التصدير وتقل كلف الاستيراد ويحدث عجز في ميزان المدفوعات، فينخفض الطلب على العملة الوطنية وسعر الصرف (Bilson and Marston, 1984).

٤) نظرية تقلبات أسواق الأصول المالية Asset Market Approach Theory

تعتبر هذه النظرية أن سعر الصرف يحدده الطلب الأجنبي على الأصول المالية المحلية، والطلب المحلي على الأصول المالية الأجنبية. وأن سعر الصرف يتغير عند حدوث تغيرات في الأسواق المالية وما تمتلكه الدولة من أصول مالية مقارنة بالتغيرات التي تحدث في قيمة ما يملكه الأجانب من أصول مالية. وتركز النظرية على الخيارات المتاحة أمام الأفراد في الاحتفاظ بالأصول المحلية والأجنبية، فيرتفع الطلب على العملة مع تناقص أسعار الفائدة الأجنبية، وينخفض الطلب على الأوراق المالية المحلية مع انخفاض سعر الفائدة المحلي والعكس صحيح، فكلما كان تدفق الأصول إلى الخارج أكبر من تدفقها إلى الداخل يمكن أن تنخفض العملة (Bilson and Marston, 1984).

٥) نظرية مستوى الإنتاجية Productivity Approach Theory

تستند هذه النظرية في تحديدها لسعر الصرف إلى أن ارتفاع مستوى الإنتاجية المحلي يؤدي إلى زيادة حركة رؤوس الأموال الأجنبية إليها بهدف الاستثمار، مما يؤدي إلى زيادة الطلب على عملتها، ومن ثم زيادة سعر الصرف مقابل العملات الأجنبية. فزيادة مستوى الإنتاجية يؤدي إلى انخفاض كلف المنتجات وزيادة القدرة التنافسية على التصدير، وعند انخفاض مستوى الإنتاجية المحلي ينخفض سعر صرف العملة لنفس الأسباب وتختار الدول النظرية المناسبة لها في ضوء الخصائص الاقتصادية والمالية والنقدية التي تميزها عن باقي البلدان. كذلك يمكن القول إن نظرية تعادل القوة الشرائية حازت على اهتمام واسع بين الدول على ما تحده من علاقة ما بين معدل التضخم وتنافسية الاقتصاد المحلي وسعر الصرف (Bilson and Marston, 1984).

رابعاً: أنواع مخاطر سعر الصرف

مخاطر الصرف تدور حول الضرر الذي يلحق بالنتائج المالية للمنشآت من جراء احتمال تقلبات عكسية في سعر الصرف السائد في المستقبل (بوعتروس، ١٩٩٩). ومخاطر الصرف لا تنشأ مباشرة عند إتمام أو إبرام العملية التجارية أو المالية المقومة بالعملية الأجنبية فقط، بل تنشأ قبل ذلك عند التفاوض بشأن تصدير أو استيراد سلعة معينة، أو التفاوض بشأن إبرام عقد قرض بالعملية الأجنبية. وهو ما يسمى ضمن هذا الإطار بمخاطر سعر الصرف المحتملة أو المخاطر المتوقعة (بوعتروس، ١٩٩٩). وتصنف مخاطر تقلب أسعار الصرف على المنشأة ضمن مخاطر المعاملات، والمخاطر المحاسبية، والمخاطر الاقتصادية (Moosa and Bhatti 2010, p4) كالآتي:

١) مخاطر المعاملات Transaction Risk

ينشأ هذا النوع من المخاطر بسبب انخفاض أو ارتفاع إيرادات المنشأة نتيجة حساب سعر صرف العملة في العقود والفواتير (Bekaert and Hodrick, 2012, p70). فالمنشآت ترم بالاستمرار عقوداً يترتب عليها استلام أو دفع كمية معينة من العملات الأجنبية في تاريخ معين في المستقبل، وعليه لا تستطيع المنشأة التحديد على وجه اليقين سعر صرف العملة الوطنية مقابل القيمة المستلمة من العملة الأجنبية. فإذا ارتفع سعر العملة، تستفيد المنشأة بالحصول على كمية أكبر من العملة الوطنية مقابل كل وحده نقد أجنبية، ولكن إذا انخفضت قيمة العملة، تتعرض المنشأة إلى خسائر فرق الصرف. ويحدث العكس بطبيعة الحال عند دخول المنشآت باتفاقيات تتطلب منها دفع مقدار معين من العملة الأجنبية. وهذا النوع من المخاطر لا يشكل خطراً كبيراً على المنشأة في حال اتباع استراتيجيات تحوط مناسبة (Sercu, 2009, p510). وفي حال إتباع الدولة سياسة سعر صرف ثابت للعملة تتجه المنشآت للارتباط بعقود صرف ثابتة بعملة الربط، بالتالي لا يشكل ارتفاع أو انخفاض العملة أية تكاليف إضافية أو مخاطر متاجرة، أما في حال إتباع الدولة سياسة سعر صرف معوم فيمكن للمنشآت التحوط من خلال الارتباط بشراء أو بيع عقود مستقبلية أو آنية للعملات، مما يؤدي إلى تحييد أية مخاطر محتملة تقلب لسعر صرف العملة الوطنية مقابل العملات الأجنبية على المنشأة (Bekaert and Hodrick, 2012, p107).

٢) المخاطر المحاسبية Accounting Exposure

يتعلق هذا النوع من المخاطر بالتقارير المالية الموحدة للمنشآت متعددة الجنسيات، أو المنشآت التي لها فروع في دول متعددة، حيث تتعرض إلى مخاطر اختلاف قيم التقارير المحاسبية والمالية طبقاً لسعر الصرف المتداول بعملة البلد الأم الذي تنتمي إليه المنشأة، مما يؤثر على القيم الدفترية للأصول والخصوم، وقيمة الأرباح المسجلة في العملة الوطنية للمنشأة في تاريخ إصدار التقارير حسب سعر الصرف السائد- Sercu, 2009, p512 (516). وتحكم القوانين المحاسبية في البلد الأم طريقة تسجيل العمليات المحاسبية لارتباطها بمختلف أنواع الضرائب. وبشكل خاص نص مجلس معايير المحاسبة الدولية على التزام المؤسسات متعددة الجنسية بإتباع مبدأ تسجيل سعر الصرف بتاريخ إصدار التقرير (Homaifar, 2004, p218).

٣) المخاطر الاقتصادية Economic Exposure

أما النوع الثالث فيسمى بالمخاطر الاقتصادية، لأنه يشمل جميع أنواع المخاطر، فيؤثر على قيمة المنشأة ككل نتيجة التقلبات في أسعار الصرف وعلاقتها بالمركز التنافسي. فالمخاطر الاقتصادية لأسعار الصرف تؤدي إلى اختلال في حجم المبيعات وأسعار المواد الأولية ومركز المنشآت المحلية من العملات الأجنبية، بالتالي احتمال خسائر في التدفقات النقدية لصالح المنافسين، وخسائر في المركز المالي

في حال حدوث تقلبات عكسية غير متوقعة في سعر صرف العملة السائد في المستقبل (Moles and Bradley, 2002). وتعتمد إجراءات التحوط لهذه المخاطر على مزيج معقد من الأدوات والمشتقات المالية، وعلى قدرة المنشأة على صياغة توقعاتها المستقبلية بشأن اتجاه قيمة سعر صرف العملات التي تتعامل بها (Sercu, 2009, p511).

ويتناول المبحث الثاني التالي بالتفصيل المخاطر والحساسية الاقتصادية لتقلبات أسعار صرف العملات على القيمة السوقية للمنشآت.

المبحث الثاني: الحساسية الاقتصادية لصراف العملات الأجنبية

٢-٢-١ مفهوم الحساسية الاقتصادية

بعد استعراض مفهوم المخاطر بشكل عام ومخاطر تقلبات أسعار صرف العملات بشكل خاص، يتضح لنا بأن مخاطر تقلبات أسعار الصرف تنتج من خلال التحركات العكسية غير المتوقعة في سعر صرف العملة نتيجة سعر الصرف السائد في المستقبل، مما ينتج عنه ضررٌ في قيمة ما تمتلكه، أو يمكن أن تمتلكه المنشأة، أما حساسية تقلبات أسعار الصرف فهي مقياس لدرجة واحتمالية تعرض المنشأة إلى خسائر محتملة في الأصول والخصوم والتدفقات النقدية المستقبلية، مما تنتج عنه مخاطر تنعكس على ما تمثله قيمة المنشأة ككل (Moles and Bradley, 2002). فمخاطر تقلبات أسعار الصرف تعبر عن الضرر المحتمل،

بينما تُعبر حساسية الصرف عن رقم يمثل درجة هذا الضرر وإمكانية حدوثه مستقبلاً، (Sercu, 2009, p491). فتعرف حساسية الصرف على أنها مقدار التغير الحاصل في القيمة السوقية للمنشأة نتيجة للتقلب العشوائي (غير المتوقع وغير المحسوب) في أسعار صرف العملة الوطنية مقابل العملات الأجنبية، لذلك تسمى بالحساسية الاقتصادية، أو حساسية الصرف، وهو المصطلح الشائع للتعبير عن أثر تقلبات أسعار صرف العملات على قيمة المنشأة (Moles and Bradley, 2002).

ويتم التفريق ما بين الحساسية الاقتصادية لتقلبات أسعار صرف العملات ومخاطر تقلبات أسعار الصرف بالأمور الآتية (Sercu, 2009, p524):

- الحساسية الاقتصادية لأسعار الصرف تتناول احتمالية وأهمية تقلبات أسعار الصرف على المنشأة ككل.
- الحساسية الاقتصادية لأسعار الصرف مرتبطة بتغيرات طويلة الأمد القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية.

— الحساسية الاقتصادية مرتبطة بجميع بنود التدفقات النقدية حتى التدفقات التي لا تظهر في القوائم المالية.

— الحساسية الاقتصادية تؤثر في جميع أنواع المنشآت سواء تقدم سلعاً أو خدمات أو منتجات مالية.

— الحساسية الاقتصادية مرتبطة بالبيئة الاقتصادية المحلية والدولية التي تعمل فيها المنشآت.

واعتمدت نظرية تمويل المنشأة على مجموعة كبيرة من العوامل التي تبين الحساسية الاقتصادية لتقلبات أسعار صرف العملات، وانعكاس ذلك على أداء جميع أنواع المنشآت، باستخدام العديد من المؤشرات الاقتصادية والمالية، بما في ذلك دور تقلبات أسعار الصرف في التكاليف والإيرادات، وبيئة العمل ومرونة العرض والطلب، بالإضافة إلى استراتيجيات التسعير المتبعة للحفاظ على حصة السوق (Moles and Bradley, 2002).

ففي المنشآت غير المالية يؤثر سعر الصرف على التركيب السلعي والجغرافي من خلال تشجيع إنتاج تلك السلعة، أو الاستغناء عنها بالاستيراد عندما تكون أسعارها أقل من الأسعار المحلية، وبالتالي منح ميزة نسبية للسلع والمنشأة والدول المنتجة لها. حيث إن ارتفاع سعر صرف العملة، يقلل من المبيعات، لأن سعر السلعة سيرتفع مقارنة بمثلتها المستوردة، وفقاً لمرونة الطلب السعرية، مما يؤدي إلى انخفاض في المبيعات، وانخفاض في التدفقات النقدية والأرباح، ويؤثر سلباً على قيمة المنشأة في سوق الأسهم. وعلى العكس من ذلك في حال انخفاض سعر صرف العملة، حيث يمكن أن يتحسن المركز التنافسي للمنشأة، بالتالي المبيعات والأرباح وما يتبع ذلك من ارتفاع قيمة المنشأة (العباس، ٢٠٠٣). وفي المنشآت المالية يؤدي تقلب سعر صرف العملة إلى ارتفاع أو انخفاض قيمة أصول المنشأة حسب رصيدها من العملات الأجنبية، بالإضافة إلى تأثير تقلب سعر الصرف على حجم القروض والاستثمارات المالية. أما الآلية التي يتم فيها انتقال الأخطار المنتظمة لتقلب أسعار صرف العملات إلى التدفقات النقدية وهيكل التكاليف في المنشآت فيتم التفريق ما بين المنشآت المالية والمنشآت غير المالية (Reem, 2004).

ويستعرض هذا المبحث الآلية التي يتم فيها انتقال مخاطر تقلبات أسعار الصرف إلى قيمة المنشآت

الاقتصادية المختلفة، وطرق قياس حساسية الصرف.

أولاً: حساسية الصرف لدى المنشآت غير المالية

تعتمد حساسية الصرف لدى المنشآت غير المالية على خصائص المنشأة وطبيعة عملها، الذي يحدد سوق المنافسة في السلعة، وهيكل التكاليف، ومركزها المالي من العملات الأجنبية (العباس، ٢٠٠٣)، ويمكن استعراض ذلك كالآتي:

١) تقلبات أسعار الصرف و الطلب

يؤدي تقلب أسعار الصرف إلى تغيير في سعر السلعة المحلية والمستوردة، ففي حال انخفضت قيمة العملة، تصبح السلعة المحلية أقل سعراً مقارنةً بالسلعة المستوردة بتلك العملة، هذا بدوره يؤثر على المركز التنافسي للمنتج المحلي مقابل المنشآت الأجنبية من خلال زيادة الطلب على السلعة داخليا وفي السوق العالمي لانخفاض سعر السلعة، مما يحسن أداء وأرباح المنشأة وقيمتها. ويحدث العكس في حال ارتفاع قيمة العملة، حيث يرتفع سعر السلعة، ويرتفع الطلب على السلعة المستوردة، وبالتالي انخفاض أداء وأرباح المنشأة المحلية وقيمتها.

تفترض هذه الآلية أن تكون السلع متشابهة، وأن تكون مرونة الطلب لها منخفضة. وفي حال اختلاف خصائص السلعة أو/و ارتفاع مرونة الطلب عليها،

تتحدد حساسية تقلبات أسعار الصرف ضمن سوق المنافسة في السلعة، أو الصناعة التي تعمل فيها المنشأة، طبقاً لخصائص السلعة ومرونة الطلب ألسعريه لها (Krugman and Obstfeld, 2003). ويمكن استعراض ذلك كالآتي:

أ- سوق المنافسة الكاملة: تتمثل في وجود عدد كبير من المشترين (المستهلكين) والبائعين (المنتجين) للسلعة، وتنتج المنشآت سلعاً متجانسة، تتوفر حرية الدخول إلى السوق وتوفر المعلومات بشكل كامل. تعمل هذه الخاصية على عدم تأثير أي مستهلك أو منتج على سعر السلعة في السوق، ويكون المنتج في هذه الحالة مستقبلاً للسعر، حيث لا يستطيع التأثير على سعر السلعة السائد في السوق. ويسمى السعر السائد في سوق السلعة التنافسي بسعر المنافسة، وهو السعر الوحيد الذي تباع فيه السلعة، بالتالي فإن منحنى الطلب على السلعة لا نهائي المرنة. في هذه الحالة يكون لتقلب سعر صرف العملة الأثر الأكبر على أرباح المنشأة، فتخسر المنشأة في حال ارتفاع قيمة العملة الوطنية، وتستفيد في حال انخفاض سعر الصرف (Krugman and Obstfeld, 2003).

ب- سوق الاحتكار التام: يعتبر سوق سلعة ما سوق احتكار تام إذا تميز السوق بالخصائص التالية: وجود منتج أو بائع وحيد في السوق، عدم وجود بدائل قريبة لسلعة المحتكر، وجود عوائق تمنع دخول منتجين جدد إلى السوق. في هذه الحالة فإن المحتكر هو المنتج الوحيد للسلعة، بالتالي فإن هذا المحتكر يمثل سوق السلعة، ويعتبر المحتكر صانعاً للسعر. وبما أن لدينا محتكراً أو بائعاً وحيداً في السوق، فإن منحنى الطلب على سلعة المحتكر هو نفسه منحنى طلب السوق. في هذه الحالة يكون تأثير تقلب سعر الصرف على المنشأة في حده الأدنى،

حيث تستطيع المنشأة تحمل ارتفاع سعر السلعة أو تهرير سعر أعلى نتيجة ارتفاع قيمة سعر صرف العملة دون التأثير على كمية المبيعات. بالتالي الحفاظ على التدفقات النقدية وقيمة المنشأة، بينما تستفيد المنشأة من زيادة كمية المبيعات نتيجة ارتفاع الطلب المصاحب لانخفاض سعر السلعة عند تخفيض سعر صرف العملة الوطنية (Krugman and Obstfeld, 2003).

ت- سوق المنافسة الاحتكارية: من خصائص هذا السوق وجود عدد كبير من المنشآت الصغيرة، بحيث لا تستطيع أية منشأة التأثير على سعر السوق، السلع متشابهة لكنها غير متجانسة، بحيث يمكن التفرقة بين السلع الموجودة في السوق، وسهولة الدخول إلى السوق. في هذه الحالة يعتمد تأثير تقلبات سعر صرف العملة على قيمة مرونة الطلب، فتتأثر السلع ذات المرونة المرتفعة ويقل تأثير تقلب سعر الصرف مع انخفاض قيمة المرونة. تتوقع النظرية الاقتصادية أن يكون اتجاه التأثير طردياً بشكل عام، فتستفيد المنشآت في حال انخفاض قيمة سعر الصرف، وتتضرر في حال حدوث ارتفاعه، وحسب قيمة المرونة (ما بين ٠-١ بالقيمة المطلقة) (Krugman and Obstfeld, 2003).

ث- سوق احتكار القلة: يتميز هذا السوق بالخصائص التالية: وجود عدد قليل من المنشآت التي تملك حصة كبيرة من السوق، المنافسة غير السعرية، وجود عوائق تمنع دخول منتجين جدد إلى السوق. تعطي هذه الميزة "قوة احتكارية" للمنتجين في هذا السوق، إضافة إلى وجود "علاقات متبادلة" بين المنتجين. تتوافر في هذا السوق حوافز للاتفاق بين المنتجين في السوق على البيع بسعر معين، أو تقسيم مناطق البيع بين المنتجين وهكذا. تكون السلعة المنتجة سلعة متميزة، حيث يكون هناك اختلاف بسيط كنوع التغليف أو خدمات ما بعد البيع التي ترتبط مع المنافسة غير السعرية. ويعتمد تأثير تقلب أسعار صرف العملة في هذه الحالة أيضاً كسوق المنافسة الاحتكارية على مرونة الطلب على السلعة، فتتأثر المنشآت التي تنتج سلعاً عالية المرونة. تتوقع نظرية التمويل في هذه الحالة أن تكون علاقة تقلب سعر الصرف مع قيمة المنشأة عكسية، فتتضرر المنشآت في حال انخفاض قيمة العملة الوطنية وتستفيد في حال ارتفاعها (Krugman and Obstfeld, 2003).

٢) تقلبات أسعار الصرف والتكاليف

يؤدي تقلب سعر الصرف أيضاً إلى تغير في أسعار مدخلات الإنتاج التي تستخدمها المنشآت غير المالية في إنتاج السلعة، بالتالي تكاليف إنتاج السلعة، وما يصاحبه من تغير في الأسعار، ويعرض المنشأة إلى مخاطر إضافية. ففي ظل سوق المنافسة التامة يؤدي الانخفاض في أسعار صرف العملة إلى تحسن المركز التنافسي نتيجة انخفاض سعر السلعة المحلية مقارنة بالسلع الأجنبية أو السلع المستوردة،

لكن انخفاض سعر الصرف يؤدي إلى ارتفاع سعر السلع الأجنبية، التي تشكل مدخلات الإنتاج، خاصة المواد الخام، بالتالي يزداد تعقيد حساسية أسعار الصرف على التدفقات النقدية للمنشأة. تعتمد النتيجة النهائية على مدى استخدام المنشأة المحلية لمدخلات الإنتاج المستوردة وعلى التكاليف الحدية للإنتاج. فقد تستفيد المنشأة من تخفيض سعر صرف العملة التي تعمل في سوق المنافسة النامية وتستخدم مدخلات الإنتاج المحلية (مع افتراض استخدام الموارد بكفاءة).

وتتضرر المنشأة في حال اعتمادها الكامل على استيراد مدخلات الإنتاج، وتكون المنشآت عرضة إلى مخاطر تقلبات أسعار الصرف في حال استخدامها لمزيج من المصادر المحلية والأجنبية، دون معرفة النتيجة النهائية، وحسب التكلفة الحدية لتلك المنشأة (Amihud and Levich, 1994).

ويحدث العكس في حال ارتفاع سعر صرف، فقد تستفيد المنشأة من ارتفاع سعر صرف العملة عند اعتمادها الكامل على مدخلات الإنتاج المستوردة نتيجة انخفاض تكاليف الإنتاج، والتكاليف الحدية للمنشأة، بشكل أكبر من الضرر الناتج عن ارتفاع أسعار السلع المنتجة نتيجة ارتفاع أسعار الصرف، وتكون النتيجة النهائية غير معروفة أيضا في حال استخدام مزيج من مدخلات الإنتاج المحلية والأجنبية.

أما في ظل المنافسة الاحتكارية، تستطيع المنشأة تمرير السعر الأعلى الناتج من العاملين، سواء من ارتفاع في الأسعار الناتج عن ارتفاع سعر صرف العمل، أو ارتفاع تكاليف الإنتاج للمنشأة التي تعتمد على مدخلات الإنتاج المستوردة، مما يؤدي إلى ارتفاع الأسعار محليا وعالميا. في ظل هذا السوق لجأت العديد من الدول إلى اعتماد عملة واحدة لتسعير السلع، وخاصة الدولار الأمريكي، كأسعار النفط ومشتقاته، وأسعار المعدات الثقيلة والتكنولوجيا المتقدمة، لتخفيض الأثر على موازين المدفوعات، وغلاء الأسعار على المستهلكين (Amihud and Levich, 1994).

وفي أسواق المنافسة الأخرى كسوق المنافسة الاحتكارية وسوق احتكار القلة، فالنتيجة النهائية لتقلب سعر صرف العملة على المنشآت المحلية غير معروفة، سواء من ارتفاع أو انخفاض أسعار الصرف، اعتمادا على هيكل التكاليف ومقدار حساسية الطلب على السلعة،

بالتالي مقدار حساسية تقلب أسعار الصرف على قيمة المنشأة واتجاهه سلباً أو إيجاباً (Reem, 2004).

ثانياً: حساسية الصرف لدى المنشآت المالية

تؤثر تقلبات أسعار صرف العملات في المؤسسات المالية بطريقة مختلفة عن المؤسسات غير المالية نظراً لطبيعة عمل المؤسسات المالية، بالتالي اختلاف قنوات التأثير على القيمة السوقية، رغم تأثر المؤسسات المالية بالمرکز التنافسي المحلي والدولي (Reem, 2004). فالمؤسسات المالية هي منشآت أعمال تتمثل أصولها في أصول مالية مثل القروض والأوراق المالية بدلا من المباني والآلات، كما هي في المنشآت غير المالية، كما تتمثل خصومها أيضا في خصوم مالية كالودائع وحسابات الادخار بأنواعها المختلفة. فالمنشآت المالية تعمل كوسيط ما بين العملاء من مؤسسات أو أفراد، فتجمع المدخرات في حسابات متنوعة وتقدم قروضاً، بالإضافة إلى مجموعة من أعمال الاستثمار المالي المرافق كالأوراق المالية.

وهناك مجموعتان من المنشآت المالية، المجموعة الأولى وتمثل الوسطاء الماليين، وهذه المجموعة تقوم بدور الوساطة المباشرة من خلال قبول الودائع والمدخرات، وتقديم القروض كالبنوك التجارية، وشركات التأمين وشركات الاستثمار (Amihud and Levich, 1994).

أما المجموعة الثانية فهي المنشآت المالية التي لا تقوم بدور الوساطة المالية المباشرة كتجار الأوراق المالية الذين يقومون بشراء الأوراق المالية لحسابهم

بغرض إعادة بيعها وتحقيق هامش ربح، وبنوك الاستثمار والبنوك المتخصصة كالبنوك العقارية أو الزراعية أو الصناعية. وتنتج عن طبيعة عمل المنشآت المالية مجموعة من المخاطر، منها مخاطر السوق، ومخاطر أسعار الفائدة بالإضافة إلى مخاطر تقلب أسعار صرف العملات الأجنبية (Reem, 2004).

وتشير الدراسات أن القيمة السوقية للمنشآت المالية يمكن أن تتأثر بتقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية عبر قناتين رئيسيتين (Reem, 2004):

(١) القناة المباشرة عبر تأثير تغيرات سعر الصرف على قيمة صافي الأصول المالية الأجنبية للمنشآت المالية، فالمنشآت المالية تحتفظ بمجموعة من احتياطي العملات، إما للتحوط ومواجهة تقلبات أسعار الصرف، أو ما تمثله حسابات العملاء، أو لتلبية طلب العملاء والتجار من العملات الأجنبية المختلفة. بالتالي يتحدد صافي قيمة أصول المنشأة المالية في السوق بسعر صرف العملة السائد عند أية نقطة زمنية. وتتوقع نظرية التمويل أن يكون تقلب سعر صرف العملات الأجنبية طرديا مع القيمة السوقية في المؤسسات المالية التي تحتفظ بمركز قصير الأمد من رصيد العملات الأجنبية (مركز سلبي من صافي العملات الأجنبية)، فتتغير قيمة أصول المنشآت المالية نتيجة انخفاض أو ارتفاع أسعار صرف العملة نتيجة لتقلب صافي قيمة صرف أصولها من هذه العملات (pooper, 1996). فالارتفاع في سعر صرف العملة الوطنية مقابل العملة الأجنبية يؤدي إلى ارتفاع في قيمة أصول المنشأة المالية، ويحدث العكس في حال انخفاض سعر صرف العملة الوطنية مقابل الأجنبية، حيث تنخفض قيمة الأصول لدى المنشآت التي تحتفظ بمركز قصير من العملات الأجنبية.

(٢) تعتبر قناة التأثير هذه من أبسط الأنواع من حيث سهولة تحديدها وإمكانية التحوط لها من خلال تنويع أرصدة العملات الأجنبية أو استخدام المشتقات المالية الأساسية. وتتوقع النظرية أيضا أن يكون اتجاه التأثير عكسيا للمنشآت المالية التي تحتفظ بمركز مالي طويل (مركز إيجابي من صافي العملات الأجنبية)، فتتخفض قيمة أصول المنشأة مع ارتفاع سعر الصرف، وترتفع قيمة الأصول مع انخفاض سعر صرف العملة الوطنية مقابل الأجنبية. في هذه الحالات يفترض أن يكون اتجاه انخفاض أو ارتفاع سعر صرف العملة في نفس الاتجاه مقابل مجموع العملات الأجنبية، وفي حال اختلاف اتجاه سعر صرف العملة الوطنية مقابل كل عملة أجنبية، يختلف التأثير طردا أو سلبا اعتمادا على أنواع وقيمة الأصول من العملة الأجنبية ومركزها المالي منه (Reem, 2004).

(٣) القناة غير المباشرة عبر تأثير تغيرات أسعار صرف العملات الأجنبية على قيمة القروض والتسهيلات البنكية غير المسددة، سواء أكانت للأفراد أم للشركات المختلفة، بغض النظر عن صافي موجوداتها من العملات الأجنبية. حيث يرتبط سعر صرف العملة بمتانة وقوة الاقتصاد المحلي مقابل العالم، فتتغير قيمة القروض غير المسددة طبقا لسعر الصرف السائد.

٤) فعلى مستوى الأفراد تبين النظرية النقدية علاقة طردية ما بين حجم القروض وسعر صرف العملة. ففي حال ارتفاع سعر صرف العملة الوطنية مقابل العملات الأجنبية يؤدي إلى ارتفاع في معدل الدخل الفردي الحقيقي، مما يعني زيادة قدرة الأفراد على سداد القروض المستحقة، وطلب قروض جديدة، كما أن انخفاض في قوة الاقتصاد المحلي يؤدي إلى الانخفاض في سعر صرف العملة، مما يعني انخفاض في معدل دخل الفرد الحقيقي بالتالي انخفاض في القدرة على سداد القروض المستحقة أو طلب قروض جديدة.

٥) وعلى مستوى المنشآت، تبين النظرية اتجاها متشابها، فقوة الاقتصاد وارتفاع في سعر صرف العملة يزيد من معدل الدخل الحقيقي، مما يعني زيادة القوة الشرائية وزيادة الطلب المحلي من السلع والخدمات، بالتالي زيادة ربحية المنشآت الاقتصادية المختلفة وزيادة قدرتها على سداد القروض وطلب قروض جديدة، وانعكاس ذلك على قيمة المنشآت المالية. ويحدث العكس في حال ضعف الاقتصاد وارتباطه بانخفاض سعر صرف العملة الوطنية (Reem, 2004).

٢-٢-٢ مناهج قياس مخاطر سعر الصرف

تتجاوب المنشآت المحلية لتقلبات أسعار الصرف العشوائية بطرق مختلفة، ولكنها تعتبر التغير في سعر الصرف عبارة عن نقلة واحده تتجاوب معها عند حصولها في إعادة حساب سياسة التسعير والكميات المنتجة، وقيمة أصولها من العملات الأجنبية، وهكذا في كل مرة يرتفع أو ينخفض سعر صرف العملة. فالمخاطر الذي تشكلها تقلب أسعار صرف العملات ليس مجرد الارتفاع والانخفاض لفترة معينة، إنما استمرار تقلب قيمة العملة بمقدار غير معلوم ولفترة غير معلومة. هذا بدوره يؤثر على توزيع موارد المنشأة، وإستراتيجية الأعمال وإدارة المخاطر. وهناك ثلاثة مناهج رئيسة فسرت مخاطر التقلبات العشوائية لأسعار صرف العملات (Moosa and Bhatti, 2010):

– منهج تسعير الأصول الرأسمالية: Capital Asset Pricing Model (CAPM)

يفسر منهج تسعير الأصول الرأسمالية العلاقة ما بين العائد والمخاطر المنتظمة، فيحدد العائد الواجب أن يطلبه المستثمر من خلال معرفة العائد على الاستثمارات المضمونة، التي درجة مخاطرتها تساوي صفرًا، ثم يضيف بدل المخاطرة المرجح بمعامل بيتا. كما يوضح النموذج أن العلاقة خطية ومباشرة بين العائد والمخاطرة. وبالتالي يربط هذا المنهج ما بين تقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية كعامل مخاطرة وعائد الأسهم السوق المالي. ويفترض المنهج أن تقلبات أسعار الصرف العشوائية قد تؤدي إلى تحسن أو خسارة في قيمة المنشأة في السوق المالي، بالرغم من اختلاف قنوات وطرق التأثير في المنشأة، حسب خصائص المنشأة وطبيعة عملها وسواء أكانت منشأة مالية أم غير مالية (Reem 2004).

– منهج الاقتصاد الكلي Macroeconomic Balance Approach

والذي يربط ما بين السياسة النقدية وتأثير تقلبات أسعار الصرف في التضخم. حيث تفترض النظرية أن التغيرات في أسعار الصرف تؤثر بصورة مباشرة في معدل التضخم، كما يؤثر التضخم في أسعار صرف العملة المحلية وعرض النقود الحقيقي، وترتكز النظرية على مرونة الأسعار الداخلية في الأمد القريب والبعيد، مما يسمح بتحريك معدل التضخم نتيجة لأي تغير في أسعار الصرف أو عرض النقود، حيث تمرر المنشآت ارتفاع أسعار الصرف إلى المستهلك بنسبة أعلى من فرق ارتفاع السعر، وبنسبة أقل عند انخفاض أسعار الصرف (Moosa and Bhatti, 2010).

– منهج التوقعات المستقبلية. Rational Expectation approach.

الذي يربط ما بين مجموعة العوامل الاقتصادية الكلية وتقلبات أسعار الصرف، فتقوم المنشآت بالتحوط حسب توقعاتها الاقتصادية، فالتوقعات بتحسن الأداء الاقتصادي العام يؤثر إلى إمكانية ارتفاع سعر الصرف، بالتالي تستجيب المنشآت على هذا الأساس. إلا تقلبات أسعار صرف العملات قد تخالف التوقعات، أو لا تستجيب للأداء الاقتصادي، وقد لا يكون الأداء الاقتصادي بالحجم المتوقع بالتالي تشكل خطراً كبيراً على المنشأة (Moosa and Bhatti, 2010).

٣-٢-٢ قياس الحساسية الاقتصادية لتقلبات سعر الصرف

تتبع هذه الدراسة المنهج الأول الذي يعتمد على تسعير الأصول الرأسمالية، الذي يربط ما بين القيمة السوقية وتقلب أسعار الصرف والتي تسمى بالحساسية الاقتصادية للصرف، أو اختصاراً "حساسية الصرف" (Jorion, 1990)، كما تم بيانه سابقاً.

وضمن هذا المنهج يعبر عن العلاقة ما بين القيمة السوقية وتقلب أسعار الصرف بميل الخط المستقيم ما بين القيمة السوقية كمتغير مستقل، ومعدل التغير في سعر الصرف كمتغير تابع، ويعبر عنها رياضياً (Aggarwal and Harper, 2010):

$$R_i = f (EX_i)$$

بحيث ترمز R_i إلى قيمة المنشأة، وترمز EX_i إلى معدل التغير في سعر صرف، ويتم قياس هذه العلاقة من خلال الانحدار الخطي كالتالي:

$$R_{it} = \alpha_i + \beta EX_{it} + u_{it}$$

حيث تقيس β التغير في قيمة المنشأة نتيجة معدل التغير في سعر صرف العملة، وتستخدم الدراسة الحالية مصطلح حساسية الصرف في أجزاء الدراسة المختلفة للتعبير عن β . ويمكن أن تأخذ حساسية الصرف β القيم الآتية في حالة التسعير المباشر للعملة الوطنية مقابل العملة الأجنبية، Jorion, (1990).

(١) إذا كانت قيمة β سالبة ($\beta < 0$) توجد علاقة طردية بين المتغيرين، بمعنى أن ارتفاع سعر صرف العملة الوطنية مقابل العملة الأجنبية يؤدي إلى ارتفاع قيمة المنشأة، وان انخفاض سعر الصرف يؤدي إلى انخفاض في قيمة المنشأة.

(٢) إذا كانت إشارة β موجبة ($\beta > 0$) توجد علاقة عكسية بين المتغيرين، بمعنى أن ارتفاع سعر صرف العملة الوطنية مقابل العملة الأجنبية يؤدي إلى انخفاض قيمة المنشأة، وانخفاض سعر الصرف يؤدي إلى ارتفاع في قيمة المنشأة.

(٣) إذا كان β قيمته صفراً ($\beta = 0$) دل ذلك على انعدام العلاقة بين المتغيرين، بمعنى أن التغير في أسعار الصرف لا يؤثر على قيمة المنشأة.

أما في حال التسعير غير المباشر للعملة، فيتم عكس التحليل أعلاه لقيم حساسية الصرف β . ولقياس قيمة المنشأة، استخدمت معظم الدراسات السابقة التغير في عائد السهم كمؤشر لقيمة المنشأة السوقية (Muller and Verschoor, 2006).

٤-٢-٢ البحوث التجريبية

خلافاً للنظرية، لم تحسم نتائج البحوث التجريبية والتطبيقية لحساسية الصرف حجم واتجاه التأثير، فبينما دلت نتائج الدراسات في بعض الدول على ضعف العلاقة بين تقلبات أسعار الصرف وعائدات الأسهم كمؤشر لقيمة المنشآت، بينت دراسات أخرى تناولت اقتصاديات الدول النامية حساسية كبيرة لتقلبات أسعار الصرف ومخاطرها على المنشآت (Muller and Verschoor, 2006). وتعود الدراسات التجريبية إلى دراسة (Adler, 1984) عام ١٩٨٤ باعتبار أنه قدم نموذجاً متكاملًا لتحديد وقياس حساسية أسعار صرف العملات ومخاطرها، حتى عام ١٩٩٠ حيث طور (Jorion, 1990) النموذج وأصبح يعرف في الدراسات بنموذج Jorion من خلال إضافة عوامل السوق ومخاطره إلى عامل تقلبات أسعار الصرف، وتم تطبيق النموذج في العديد من الدول في فترات زمنية مختلفة وباستخدام أدوات قياس متنوعة. وبالرغم من الاهتمام بحساسية الصرف للمنشآت ذات التعامل الخارجي، التي تركز على التصدير والاستيراد، كالشركات متعددة الجنسيات، إلا أن العديد من الدراسات بينت أيضاً حساسية صرف للمنشآت التي لا تتعامل بالتجارة الدولية وتنتج وتسوق محلياً، وخاصة في الدول النامية المنفتحة اقتصادياً، وقد يكون السبب قله خبرتها

واهتمامها وعدم تحوطها بشكل مناسب اتجاه تقلبات أسعار الصرف العملة الوطنية، مقارنة بتلك المنشآت التي تتعامل بالتجارة الدولية (Aggarwal and Harper, 2010).

ودلت الدراسات السابقة في هذا المجال على أن حساسية الصرف تعتمد بشكل أساسي على خصائص المنشأة نفسها وتنوع نشاطها، فتتأثر سلعة معينة أو صناعة معينة مثلاً أكثر من غيرها بتقلبات أسعار الصرف، تبعاً لقوى مرونة الطلب، ومرونة دخول المنافسين إلى السوق، وقد يكون تأثير تقلبات أسعار صرف العملات على قطاع أعمال المنشأة أو القطاع الاقتصادي الذي تنتمي إليه المنشأة (Bartram, Bodnar and Gordon, 2008) بشكل خاص تختلف قنوات التأثير لتقلبات أسعار الصرف العشوائية ما بين المنشآت المالية والمنشآت غير المالية. بناء على ذلك أوصت العديد من الدراسات بالتعامل بحذر عند تعميم النتائج، وضرورة قياس حساسية تقلبات أسعار صرف العملات في كل دولة على حدة، ولمختلف القطاعات الاقتصادية، بالإضافة إلى قياس حساسية الصرف على مستوى المنشأة كوحدة تحليل، لتحديد آثار ونتائج تقلبات أسعار صرف العملة الوطنية مقابل مختلف العملات (Muller and Verschoor, 2006). ويستعرض المبحث الثالث مجموعة من الدراسات التطبيقية التي تناولت مختلف الدول ولفترات زمنية مختلفة.

المبحث الثالث: الدراسات السابقة ذات الصلة

١-٣-٢ دراسات باللغة العربية

دراسة ملكاوي، احمد (٢٠٠٢): أثر انخفاض سعر صرف الدينار على الأداء التصديري للاقتصاد الأردني (1997-1976).

هدفت الدراسة إلى قياس أثر انخفاض سعر صرف الدينار في الأداء التصديري للاقتصاد الأردني خلال الفترة الممتدة من 1976 إلى 1997 على المستوى الاقتصادي الكلي بعد مرور تسع سنوات على تخفيض قيمة الدينار الأردني عام ١٩٨٨. بينت الدراسة أن هناك علاقة عكسية بين سعر الصرف وكل من الأداء التصديري وحجم الصادرات، أي أن انخفاض قيمة الدينار تجاه الدولار الأمريكي خلال الفترة ساهم في زيادة حجم الصادرات الأردنية وتحسين الأداء التصديري للاقتصاد الأردني. تستفيد الدراسة الحالية من دراسة ملكاوي (٢٠٠٢) في تأكيدها على الدور الذي تلعبه تقلبات أسعار الصرف على الاقتصاد الأردني بشكل عام وعلى أداء المنشآت المصدرة بشكل خاص من خلال تحسين القدرة التنافسية للمنشآت.

دراسة الطاق (٢٠٠٣): تقلب سعر صرف العملة المحلية وانعكاسه على أسعار وعوائد الأسهم "دراسة تطبيقية على واقع الشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة عمان" (١٩٨٥-١٩٩٥).

هدفت الدراسة إلى تحليل وقياس أثر انخفاض قيمة الدينار الأردني على أسعار وعوائد الأسهم للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة عمان

وذلك على المستويين الكلي والقطاعي. وبينت الدراسة أن الأزمة الاقتصادية التي مر بها الأردن في نهاية الثمانينات والتي تمثلت في الانخفاض الحاد لأسعار صرف الدينار (أزمة الدينار) أثرت سلباً على الرقم القياسي لأسعار الأسهم على المستوى الكلي والقطاعي، وأثرت سلباً على التغير في الرقم القياسي لأسعار الأسهم على المستوى الكلي وعلى قطاع الصناعة، بينما كان أثرها إيجابياً على التغير في الرقم القياسي لأسعار الأسهم قطاعي الخدمات والتأمين

. تناولت دراسة الطاق (٢٠٠٣) آثار التغير في سعر صرف الدينار الأردني اتجاه الدولار الأمريكي مع متغيرات الأرقام القياسية الفصلية لبورصة عمان، حسب التصنيف القطاعي القديم، ولم تتناول آثار تقلبات سعر صرف الدينار على مستوى المنشأة كوحدة تحليل، إلا أن الدراسة بينت أن سعر صرف الدينار يؤثر في متغيرات بورصة عمان الكلية، مما يؤكد أهمية دراسة تأثير وحساسية أسعار الصرف للعمليات المختلفة على قيمة المنشآت المحلية. أوصت الدراسة بضرورة العمل على استقرار سعر صرف وتدعيم الثقة فيها للحفاظ على النمو والاستقرار الاقتصادي.

دراسة بربور (٢٠٠٨): العوامل المؤثرة في انتقال أثر أسعار صرف العملات الأجنبية على مؤشر الأسعار في الأردن (1985-2006).

هدفت الدراسة إلى تحديد العوامل المؤثرة في انعكاس التحركات في أسعار صرف العملات الأجنبية على مؤشر الأسعار المحلية في الأردن خلال الفترة (١٩٨٥-٢٠٠٦). بينت النتائج وجود علاقة قوية على المستوى الاقتصادي الكلي بين التحركات في أسعار الصرف على مؤشرات الأسعار في الأردن باستخدام مؤشر أسعار تجارة الجملة ومؤشر أسعار المستهلكين،

وخلصت إلى أن خسائر تقلبات أسعار الصرف تنقلها المنشآت مباشرة إلى المستهلك مما يفاقم الأسعار ويهدد المركز التنافسي للمنشآت. أوصت الدراسة بضرورة اهتمام السلطات النقدية بتحديد قنوات انتقال آثار أسعار الصرف للعمل على تخفيض فاعلية آثار تلك القنوات وإلى ضرورة اعتماد أنظمة صرف أقل تشدداً من نظام تثبت الدينار الأردني مقابل الدولار الأمريكي. بالرغم من أن دراسة بربور (٢٠٠٨) لم تستخدم المنشأة كوحدة تحليل، قدمت الدراسة مؤشرات مهمة ذات علاقة بالدراسة الحالية، خاصة آلية انتقال تقلبات أسعار الصرف إلى أسعار السلع والخدمات، مما يؤثر على تنافسية المنشآت المحلية في السوق.

دراسة زيرار، والزعبي، وعوض (2009): أثر سياسة سعر الصرف الأجنبي في الميزان التجاري الجزائري. هدفت الدراسة إلى قياس أثر تغير سعر الصرف في الميزان التجاري الجزائري خلال الفترة ما بين ١٩٧٠ - ٢٠٠٤ من خلال تقدير دالة الطلب الأجنبي على الصادرات والطلب المحلي على المستوردات ودالة الحساب الجاري. بينت نتائج الدراسة أن تخفيض قيمة الدينار الجزائري يؤدي إلى تنشيط الاستثمار وزيادة كمية الصادرات وتحسين الحساب الجاري، بينما يتصف الطلب المحلي على المستوردات بأنه عديم التأثير بالتغير في سعر الصرف نظراً لأن المستوردات الجزائرية هي من السلع الاستهلاكية. واعتماداً على النتائج أوصت الدراسة بالاهتمام بزيادة قدرات الموارد البشرية والمادية لزيادة الإنتاج المحلي وتنويعه

وتحسين جودته، من أجل خلق وضع تنافسي أفضل، ولجلب الطلب العالمي على المنتجات الجزائرية وتشجيع الصادرات من السلع عالية المرونة السعريه.

بينت دراسة زيرار، والزعبي، وعوض (2009) أهمية تقلبات سعر الصرف في تنافسية المنشآت الجزائرية، وخاصة المنشآت المصدرة، وضرورة التحوط في حال ارتفاع مفاجئ لسعر صرف الدينار الجزائري، مما يؤكد أهمية دراسة أثر التقلبات في أسعار الصرف على أداء المنشآت وموقعها التنافسي.

دراسة الهيتي، وحمادي، وعدنان (٢٠١٠): أثر تقلبات أسعار الصرف في معدلات التضخم في الاقتصاد الأردني والتركي.

هدفت الدراسة إلى قياس وتحليل أثر تقلبات سعر الصرف باعتباره أحد المتغيرات المؤثرة في معدلات التضخم في الاقتصاد الكلي، إضافة إلى بقية المتغيرات النقدية والمالية والحقيقية في كل من الأردن وتركيا للفترة ١٩٨٠ - ٢٠٠٢. بينت نتائج الدراسة إن التغير في سعر الصرف الحقيقي للدينار الأردني خلال فترة الدراسة ذو معنوية إحصائية سالبة، وبالتالي فإن تحسن قيمة الدينار الأردني مقابل الدولار الأمريكي أدى إلى الحد من التضخم في الاقتصاد، بينما بينت نتائج الدراسة على أن التغير في سعر الصرف الليرة التركية مقابل الدولار ذو معنوية إحصائية موجبة، أي أن تحسن قيمة الليرة التركية يصاحبه ارتفاع في معدلات التضخم في الاقتصاد التركي. عزت الدراسة

هذه النتائج إلى إتباع الأردن سياسة ربط الدينار الأردني بالدولار خلال الفترة، بينما يعتبر سعر صرف الليرة التركية معوما تجاه الدولار. خلصت الدراسة إلى أن اتباع سعر الصرف الثابت أفضل من التعويم في هذه الاقتصاديات

لما له من دور في الحد من معدلات التضخم في الاقتصاد على المدى القصير والمتوسط، رغم تقارب معدلات التضخم لنظام الصرف الثابت والمعوم على المدى البعيد.

بالرغم من أن دراسة الهيئي، وحمادي، وعدنان (٢٠١٠) لم تستخدم المنشأة كوحدة تحليل واعتمدت على متغيرات الاقتصاد الكلي، فقد قدمت الدراسة نموذجاً ودليلاً لأثر تقلب الأسعار في مستويات التضخم، مما يؤثر على تنافسية المنشآت المحلية في السوق المحلي والدولي موضوع هذه الدراسة.

دراسة المجالي (٢٠١١): أثر المتغيرات الاقتصادية في حجم الاستثمار الأجنبي في بورصة عمان للأوراق المالية.

هدفت الدراسة إلى التعرف إلى العوامل المؤثرة في الاستثمار الأجنبي في الأردن خلال الفترة 2009-1994. بينت الدراسة أهمية العلاقة ما بين سعر صرف الدينار والاستثمار الأجنبي، حيث وجدت الدراسة علاقة ايجابية ما بين معدل سعر الصرف وحجم الاستثمار الأجنبي، بالتالي أثر تقلبات سعر الصرف على أداء بورصة عمان للأوراق المالية. من بين توصيات الدراسة ضرورة التحكم في أسعار الصرف للعملة الأردنية، مقابل العملات الأخرى وخاصة الدولار لما في ذلك من أهمية في معالجة كثير من الاختلالات التي يمكن أن تحدث في الاقتصاد. لم تتناول دراسة المجالي (٢٠١١) تأثير تقلبات أسعار الصرف على مستوى المنشأة أو القطاعات الاقتصادية، إلا أنها بينت أهمية تقلبات أسعار الصرف

وانتقالها إلى أداء بورصة عمان، وخاصة علاقة تقلب أسعار الصرف مع الاستثمار الأجنبي في البورصة.

٢-٣-٢ الدراسات باللغة الانجليزية

دراسة Jorion (١٩٩٠):

The Exchange Rate Exposure of U.S. Multinationals.

هدفت الدراسة إلى قياس حساسية تقلبات أسعار الصرف على مستوى المنشأة للشركات الأمريكية متعددة الجنسية لعينة مكونة من ٢٨٧ منشأة للفترة ١٩٧١-١٩٨٧. وجدت الدراسة تأثيراً ضعيفاً لتقلبات أسعار الصرف على قيمة المنشآت الأمريكية متعددة الجنسية خلال فترة الدراسة، حيث بينت النتائج أن المنشآت التي لديها حساسية تجاه أسعار صرف الدولار أقل من ١٠%. ووجدت الدراسة حساسية أكبر للمنشآت كبيرة الحجم مقارنةً بالمنشآت الصغيرة، وبأن الحساسية لتقلبات أسعار الصرف ترتفع مع ارتفاع نسبة المبيعات الخارجية وتعدد الدول التي يتم التصدير إليها. كما خلصت إلى أن المنشآت الأمريكية متعددة الجنسية لا تتأثر بتقلبات أسعار صرف الدولار تجاه العملات الرئيسية الأخرى، وفُسر ذلك على أن هذه الشركات تتحوط بشكل جيد مما يقلل إمكانية تعرضها إلى خسائر في حال حدوث ارتفاع غير متوقع لقيمة الدولار. وتعتبر دراسة Jorion (1990) من الدراسات الأولى التي قدمت نموذجاً متكاملًا للعلاقة ما بين أسعار الصرف وقيمة المنشأة، بالرغم من عدم تناولها للمنشآت المحلية،

والمخاطر التي يمكن أن تتعرض إليها نتيجة تقلبات أسعار الصرف الأجنبي، تم اعتماد النموذج الذي طوره (Jorion 1990) من قبل العديد من الدراسات وشكل أساساً لتطوير نموذج الدراسة الحالية. تختلف الدراسة الحالية عن دراسة (Jorion 1990) في تناولها الحالة الأردنية، وفي تناولها حساسية تقلبات أسعار الصرف للمنشآت المحلية، بالإضافة إلى قياس تقلبات أسعار الصرف على مستوى القطاعات الفرعية والاقتصادية للمنشآت.

دراسة Choi, Elyasiani, and Kopecky (١٩٩٢):

Sensitivity of Bank Stock Returns to Market, Interest And Exchange Rate Risks.

هدفت الدراسة إلى قياس حساسية تقلبات أسعار الصرف وحساسية تقلبات أسعار الفائدة على عوائد الأسهم لعينة من ٤٨ بنكاً أمريكياً للفترة ١٩٧٥-١٩٨٧. وجدت الدراسة إلى أن حساسية تقلبات أسعار الصرف ذات معنوية إحصائية في ١٠% فقط من العينة، وبينت الدراسة إلى أن البنوك التي لديها حساسية تجاه تقلب أسعار الصرف كانت سالبة خلال السبعينيات، من ثم تحولت إلى موجبة باختبار الجنية الإسترليني والدولار الكندي، والفرانك السويسري، بينما استمر تأثير تقلب المارك الألماني موجبا خلال كامل الفترة. وخلصت الدراسة إلى أن البنوك الأمريكية تتحوط بشكل جيد تجاه تقلبات أسعار الصرف، وان البنوك التي تواجه مخاطر تقلب أسعار الصرف تتضرر من انخفاض العملة خلال الفترة التي تكون فيها صافي موجوداتها من العملات الأجنبية موجبة

كما حصل في الثمانينيات، بينما تستفيد البنوك التي صافي موجوداتها من العملات الأجنبية سالبة من تخفيض العملة كما تبينها النتائج لفترة السبعينيات.

تستفيد الدراسة الحالية من دراسة Choi, Elyasiani, and Kopecky (1992) لتحليلها حساسية أسعار الصرف في المنشآت المالية وفي قطاع البنوك بشكل خاص، وخلال الفترات التي تكون فيها وموجوداتها من العملات الأجنبية مختلفة وتأثير ذلك على حساسية تقلب أسعار الصرف.

دراسة Friberg and Nydahl (١٩٩٩):

Openness and the Exchange Rate Exposure of National Stock Markets.

هدفت الدراسة إلى تحديد العلاقة ما بين أسعار الأسهم على مستوى الرقم القياسي العام للسوق المالي ومعدلات صرف العملات في ١٠ دول صناعية للفترة ١٩٧٣-١٩٩٦. أشارت نتائج الدراسة إلى أن مؤشر السوق المالي في الدول العشر لديه حساسية ضعيفة نتيجة تقلبات أسعار الصرف، تراوحت بالمتوسط ما بين ٠,٠٠ و ٠,٠٧

وأن حساسية الرقم القياسي لأسعار الأسهم أعلى في الدول الأكثر انفتاحاً، مما يؤكد الإطار النظري للمخاطر التي تواجهها المنشآت في الدول المنفتحة نتيجة تقلبات أسعار صرف عملاتها، لاعتمادها على التصدير والاستيراد وكنتيجة لمنافسة السلع الأجنبية لمثيلاتها المحلية. ومن النتائج الرئيسة، أوصت الدراسة بضرورة الانتباه إلى مخاطر تقلبات أسعار الصرف وقياس حساسية أسعار الصرف على مستوى المنشأة في كل دولة على حدة، من أجل تحديد إجراءات التحوط المناسبة. قدمت دراسة (١٩٩٧)

Friberg and Nydahl دليلاً على مدى حساسية تقلبات أسعار الصرف للدول ذات الانفتاح الاقتصادي بشكل خاص، ومقارنة ما بين الدول الصناعية العشر التي تم تناولها. تستفيد الدراسة الحالية من نموذج القياس المستخدم، وتحليل نتائج الحساسية الاقتصادية لأسعار الصرف ما بين الدول، اعتماداً على حجم التجارة الخارجية لكل دولة.

دراسة Martin (٢٠٠٠):

Exchange rate exposure of the key financial institutions in the foreign exchange market.

هدفت الدراسة إلى قياس أثر تقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية على ٢٦ مؤسسة مالية في ١١ دولة للفترة ما بين ١٩٩٥ - ١٩٩٧. استخدمت الدراسة بيانات أسبوعية على مستوى المنشأة وعلى مستوى البيانات المجمعة للمؤسسات المالية في كل دولة في قياس حساسية تقلبات أسعار صرف الدولار الأمريكي. على مستوى المنشأة وجدت الدراسة أن ١١ منشأة مالية تشكل ما نسبته ٤٢% من المؤسسات المالية في العينة تتعرض إلى حساسية تقلبات أسعار الصرف، منها ٨ مؤسسات ذات حساسية موجبة، وثلاث منشآت ذات حساسية سالبة لتقلبات أسعار الصرف. عزت الدراسة هذه النتائج إلى أن هذه المنشآت تتقبل التعرض إلى مخاطر أسعار الصرف للحصول على أكبر عائد، وإلى أن المؤسسات المالية التي لا تتعرض إلى حساسية تقلبات أسعار الصرف تميل إلى تجنب المخاطر والاستثمار بشكل أكبر في التحوط تجاه تقلب العملات من خلال توظيف موظفين أكفاء في التعامل مع سوق العملات الأجنبية، بالإضافة إلى إجراءات الرقابة الداخلية

لمراقبة تقلب أسعار الصرف. وجدت الدراسة أن ٧٥% من المؤسسات غير الأمريكية تتعرض إلى حساسية تقلبات أسعار الصرف، مما يدل على أن المنشآت الأمريكية تتحوط بشكل أفضل من المنشآت في الدول الأخرى لتوافر مزيج من أدوات التحوط المالي. أما على مستوى البيانات المجمعة لكل دولة، بينت الدراسة أن ثلاث دول فقط لديها حساسية تجاه أسعار الصرف هي بريطانيا، سويسرا واليابان. عزت الدراسة هذه النتائج إلى البيئة التنظيمية والقانونية التي تحكم المؤسسات المالية يجنبها مخاطر تقلبات أسعار الصرف على المستوى الاقتصاد المحلي. تستفيد الدراسة الحالية من دراسة (2000) Martin في تحليلها للعلاقة ما بين تقبل المخاطر وحساسية أسعار الصرف، وأهمية الأخذ بعين الاعتبار البيئة التنظيمية للمؤسسات المالية لتجنب مخاطر القيمة في المؤسسات المالية، بالإضافة إلى تحليلها لمصادر حساسية تقلب أسعار الصرف في المؤسسات المالية بشكل خاص.

دراسة Griffin and Stulz (٢٠٠١):

International Competition and Exchange Rate Shocks: A Cross-Country Industry Analysis of Stock Returns.

هدفت الدراسة إلى المقارنة بين تأثير تقلبات أسعار الصرف بين الولايات المتحدة الأمريكية وخمس دول غربية هي: كندا، بريطانيا، فرنسا وألمانيا على مستوى قطاعات الأعمال خلال الفترة ١٩٧٥ - ١٩٩٧. بينت نتائج الدراسة أن الأرقام القياسية لأسعار الأسهم في القطاعات الأعمال لا تتأثر بتقلبات أسعار الصرف لعملات الدول الخمس مقابل الدولار الأمريكي

، حيث أظهرت نتائج التقدير الإحصائي أن ٣,٨% من الصناعات في العينة لديها حساسية تجاه تقلب أسعار صرف العملات. وبينت النتائج أن أثر المنافسة ما بين الصناعات في هذه الدول أهم من أثر تقلب أسعار الصرف. وخلصت الدراسة إلى أن عوامل السوق والعوامل الاقتصادية الكلية وحاكميه السوق المالي في هذه الدول استطاعت تحييد أثر تقلب أسعار الصرف على عوائد قطاعات الأعمال، بالإضافة إلى سياسات التحوط التي تتبعها المنشآت في كل قطاع.

تستفيد الدراسة الحالية من دراسة (Griffin and Stulz (2001) في تناولها حساسية تقلبات أسعار الصرف على مستوى مؤشرات السوق المالي لقطاعات الأعمال، وتفسيرها لأسباب وطرق انتقال أثر تقلبات أسعار الصرف على عوائد قطاعات الأعمال المختلفة، بالرغم من عدم تناولها حساسية تقلبات أسعار الصرف على مستوى المنشأة.

دراسة Dahlquist and Robertsson (٢٠٠١):

Exchange Rate Exposure, Risk Premia, and Firm Characteristics.

هدفت إلى دراسة العلاقة ما بين معدل سعر الصرف والقيمة السوقية على مستوى المنشأة لعينة مكونة من ٣٥٢ منشأة مدرجة في السوق المالي السويدي للفترة ما بين ١٩٨٨ - ١٩٩٨. وجدت الدراسة أن ٧٠% من المنشآت في العينة تتعرض إلى حساسية من تقلبات أسعار الصرف تجاه تقلبات عملة واحدة على الأقل، وأن حساسية أسعار الصرف ترتفع مع ارتفاع حجم المنشأة وارتفاع الملكية الأجنبية.

بينت نتائج الدراسة أن حجم واتجاه حساسية أسعار الصرف متقاربة في أكثر من ٥٠% من المنشآت وتراوح ما بين ٠,٦٠ إلى ٢,٣٦ في فترات القياس الثلاث التي اتبعتها الدراسة (أسبوعي وشهري ولثلاثة أشهر)، وبينت أن مخاطر تقلبات أسعار الصرف تزداد مع ازدياد الفترة الزمنية، وهذا يدل على أن المنشآت تتحوط بشكل أفضل في المدى القصير ولكن تعاني من نقص في أدوات التحوط طويلة المدى لمخاطر تقلبات أسعار الصرف. وتدل النتائج الرئيسية لدراسة (Dahlquist and Robertsson (٢٠٠١) على أهمية تأثير تقلبات أسعار الصرف على قيمة الشركات المدرجة في السوق المالي، وأن المستثمر لا يتم تعويضه عن مخاطر تقلبات أسعار الصرف حسب نظريات الاستثمار والتمويل، بالتالي أهمية دراسة المنشآت بشكل فردي لمعرفة تأثير تقلب أسعار الصرف وقرارات الاستثمار، وتستفيد الدراسة الحالية من تحليل آلية انتقال حساسية أسعار صرف العملات حسب خصائص المنشآت ونتائج الدراسة حول اختلاف تأثير أسعار صرف العملات للفترات الزمنية المختلفة.

دراسة Rees and Unni (2005):

Exchange Rate Exposure Amongst European Firms: Evidence From France, Germany And The UK.

هدفت الدراسة إلى قياس حجم واتجاه حساسية أسعار صرف العملات الأجنبية على مستوى المنشأة لعينة من ٨٧ شركة كبيرة الحجم في ثلاثة دول أوروبية: بريطانيا، فرنسا وألمانيا خلال الفترة ١٩٨٧ - ١٩٩٥.

بينت نتائج الدراسة أن معظم المنشآت كبيرة الحجم تتعرض إلى مخاطر تقلب الدولار حيث وجدت الدراسة أن ٨٥% من المنشآت في الدول الثلاث لديها حساسية موجبة تجاه تقلب الدولار الأمريكي، أي أن المنشآت في هذه الدول تستفيد من انخفاض أسعار صرف عملاتها تجاه الدولار. ووجدت الدراسة أن معظم المنشآت البريطانية بشكل خاص (٧٧%) لديها حساسية سالبة تجاه وحده النقد الأوروبية، وعدد كبير من المنشآت الألمانية (٦٥%) لديها حساسية سالبة تجاه الين الياباني، بالتالي تتضرر هذه الدول من تخفيض عملتها. فسرت الدراسة هذه النتائج المتناقضة على أساس مصادر الحساسية، فبينما تتعرض المنشآت ذات الحساسية الموجبة إلى مخاطر تقلب أسعار صرف عملة معينة نتيجة الميزة التنافسية ومرونة أسعار سلعتها، تتعرض المنشآت التي لديها حساسية سالبة اتجاه عملة أخرى إلى مخاطر تقلب أسعار المواد الأولية للإنتاج، بالتالي هيكل التكاليف الذي يعتمد على استيراد المواد الخام. بينت الدراسة أيضا أهمية الفترة الزمنية في قياس حساسية تقلبات أسعار الصرف، حيث أظهرت النتائج أن حجم معامل الحساسية يرتفع مع ارتفاع الفترة الزمنية، مما يعكس إجراءات تحوط في المدى القصير وعدم التخطيط للفترة الطويلة. تستفيد الدراسة الحالية من دراسة Rees and Unni (2005) من خلال التحليل المتبع في نتائج التقدير الإحصائي وتفسير اتجاه ومصادر حساسية تقلبات أسعار الصرف، وضرورة استخدام أسعار الصرف لكل عملة أجنبية على حدة في التقدير الإحصائي، وعدم الاعتماد على مؤشر قياسي لأسعار صرف العملات.

بالرغم من التشابه في النموذج المستخدم في التقدير الإحصائي، إلا أن الدراسة الحالية تختلف عن دراسة Rees and Unni (2005) في تناولها حساسية تقلبات أسعار الصرف على مستوى القطاعات الفرعية والاقتصادية للمنشآت المالية وغير المالية.

دراسة Doidge, Griffin, and Williamson (٢٠٠٦):

Measuring the Importance of Exchange Rate Exposure.

التي هدفت إلى قياس أهمية تقلبات أسعار صرف العملات لعينة شملت ٧٢٠ منشأة غير مالية في ١٨ دولة للفترة ١٩٧٥ - ١٩٩٩. وجدت الدراسة أن حساسية أسعار صرف العملات ذات أثر معنوي مرتفع ومتناسب مع النظرية من حيث قوة التأثير واتجاهه، فوجدت الدراسة علاقة ايجابية ما بين تقلبات أسعار الصرف وقيمة المنشأة ممثلة في أسعار الأسهم لمعظم المنشآت غير المالية، وبينت الدراسة أن المنشآت الكبيرة وارتفاع نسبة المبيعات الدولية وارتفاع نسب ملكية المنشآت ذات علاقة سلبية مع تقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية، مما يدل على أن ارتفاع أسعار الصرف أضر بمعظم المنشآت في ١٦ من ١٨ دولة تمت دراسة منشاتها. أوصت الدراسة بضرورة اتخاذ الإجراءات المناسبة لتخفيض تلك المخاطر ضمن سياسات الدولة المالية والاقتصادية. خلصت الدراسة إلى أن تقلبات أسعار الصرف تشكل مخاطر كبيرة للمنشآت في العديد من الدول، بالإضافة إلى ضرورة الانتباه إلى حجم واتجاه حساسية أسعار الصرف على المنشآت، فسياسات تخفيض أسعار العملة قد يفيد بعض المنشآت وقد يضر منشآت أخرى، بالتالي تأخذ الدراسة الحالية تلك النتائج بعين الاعتبار عند تحليل نتائج التقدير للحالة الأردنية.

The Exchange Rate Exposure of UK Nonfinancial Companies: Industry Level Analysis.

هدفت الدراسة إلى قياس حساسية أسعار صرف العملات الأجنبية للمنشآت غير المالية في المملكة المتحدة على مستوى قطاعات الأعمال للفترة ١٩٨١-٢٠٠١

شملت عشرين تصنيفاً فرعياً للمنشآت غير المالية المدرجة في بورصة لندن. بينت نتائج الدراسة أن ٦٥% من القطاعات الفرعية لديها حساسية تجاه تقلبات أسعار صرف الجنية الإسترليني، منها ٣٠% ذات علاقة موجبة مع تقلبات أسعار الصرف، مما يدل على أن هذه القطاعات تستفيد من تخفيض قيمة الجنية الإسترليني، وتتعرض إلى خسائر في قيمة الأسهم في حال ارتفاع سعر الجنية. بينت النتائج أن ٣٥% لها حساسية سالبة تجاه تقلبات أسعار الصرف وهي القطاعات التي تتضرر من تخفيض سعر الجنية وتستفيد في حال ارتفاعه. خلصت دراسة El-Masry (2006) إلى ضرورة توفير سياسات وأدوات مناسبة للحيلولة دون تعرض المنشآت إلى مخاطر تقلب أسعار الصرف، وتبنى سياسات خاصة بكل قطاع فرعي حسب حساسية القطاع تجاه تقلب أسعار الصرف. بالرغم من عدم تناول حساسية أسعار صرف العملات على مستوى المنشأة. تستفيد الدراسة الحالية من التحليل والتقدير الذي تم استخدامه لدراسة تأثير تقلبات أسعار الصرف على القطاعات الفرعية المدرجة في السوق المالي.

دراسة (2008) Al-Momani and Gharaibeh:

Foreign Exchange Risk Management Practices by Jordanian Non Financial Firms

هدفت إلى تحديد أساليب إدارة مخاطر أسعار الصرف في الأردن، والعوامل التي تؤثر على سياسات إدارة تقلبات صرف العملات، من خلال استطلاع آراء مدراء من ٧٣ منشأة غير مالية، بينت نتائج الدراسة أن المنشآت الأردنية نادرا ما تقوم بإدارة مخاطر أسعار الصرف، وان إدارة مخاطر أسعار الصرف المستخدمة بسيطة لا تتجاوز بعض الإجراءات المالية قصيرة الأمد من خلال مراقبة تقلب أسعار الصرف وشراء العملات المستقبلي وتعويض الخسائر من خلال سياسة الأسعار، وأن ٣٤% من المنشآت الأردنية لا تستخدم أي نوع من أساليب الإدارة والتحوط لتقلب أسعار العملات. أوصت الدراسة بضرورة الاهتمام بمخاطر تقلبات أسعار الصرف على المنشآت الأردنية والسعي إلى تدريب مديري المنشآت على الأساليب والإجراءات المثلى لإدارة مخاطر تقلب أسعار الصرف. تعتبر دراسة (٢٠٠٨) Al-Momani and Gharaibeh من الدراسات الميدانية الاستطلاعية التي بينت أن المنشآت الأردنية لا تتحوط تجاه تقلبات أسعار الصرف، والحاجة إلى المزيد من الاهتمام بهذه المخاطر في المنشآت غير المالية. تختلف الدراسة الحالية في تناولها التحليل الإحصائي التاريخي لحساسية تقلبات أسعار الصرف.

دراسة Solakoglu and Demir (٢٠٠٩):

Exchange-Rate Exposure and the Financial Sector.

هدفت الدراسة إلى بيان مخاطر تقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية على مستوى المنشأة في القطاع المالي شملت ٧٤ منشأة مالية تركية خلال فترات زمنية مختلفة للأعوام ١٩٩٦-٢٠٠٦. بينت نتائج الدراسة أن ٨ منشآت مالية، أي بنسبة ١٠% فقط، تتعرض إلى مخاطر تقلب أسعار صرف الليرة التركية مقابل الدولار الأمريكي، وأن معظم هذه المنشآت لديها حساسية سالبة تجاه تقلب سعر الصرف، بالتالي تنخفض القيمة السوقية لها نتيجة انخفاض سعر صرف الليرة التركية، باستثناء بنك واحد من عينة الدراسة ذو حساسية موجبة. وبينت نتائج الدراسة أن المنشآت صغيرة الحجم، والملكية العائلية للمنشآت تؤدي إلى زيادة تعرض المنشآت إلى مخاطر تقلبات أسعار صرف الليرة التركية مقابل الدولار الأمريكي، بينما بينت النتائج أن عمر المنشأة والعائد على الاستثمار لها ليس له ارتباط مع تقلبات أسعار صرف العملة. خلصت الدراسة أن منشآت القطاع المالي في تركيا تحمي نفسها وتتحوط بشكل جيد تجاه مخاطر أسعار الصرف، وأوصت الدراسة بمزيد من البحث في أدوات التحوط التي تستخدمها المؤسسات المالية التركية لتعميم الفائدة على الدول الأخرى.

تستفيد الدراسة الحالية من دراسة Solakoglu and Demir (2010) في عمق التحليل المتبع في تحديد مصادر حساسية تقلبات أسعار صرف العملات في القطاع المالي بشكل خاص، ومن تحليلها للدور الذي تلعبه خصائص المنشآت من حيث العمر، والحجم، والملكية في تجنب مخاطر تقلبات أسعار الصرف.

دراسة Shotar and El-Mefleh (٢٠٠٩):

Economic Exposure To Exchange Rates: Theoretical Framework And Literature Review.

هدفت إلى قياس أثر سعر الصرف على أداء المنشآت في الأردن باستخدام عينة من شركة تركز على التصدير للفترة ٢٠٠٤-٢٠٠٧. وجدت الدراسة علاقة ايجابية ما بين تقلبات أسعار الصرف وأسعار أسهم المنشأة، مما يدل على أن تقلبات سعر صرف الدينار الأردني تنعكس في أسعار الأسهم في بورصة عمان للأوراق المالية، ويعرض الشركة إلى مخاطر كبيرة ومهمة. وبينت الدراسة إلى أن مخاطر تقلبات سعر الصرف أعلى من متوسط مخاطر السوق الكلية. أوصت الدراسة بضرورة تعزيز دور إدارة المخاطر لدى القطاع الخاص،

واستخدام الأدوات المالية للتحوط وخاصة المشتقات المالية، لتقليل أية خسائر محتملة، وتخفيف الضغط عن البنك المركزي لتوفير النقد اللازم من العملات الأجنبية في حال أي تقلب حاد لأسعار الصرف، والحفاظ على الاستقرار المالي اللازم.

تعتبر دراسة Shotar and El-Mefleh (2009) من الدراسات القليلة التي تناولت الحالة الأردنية، ووفرت مرجعاً مهماً في النموذج المستخدم والعوامل التي يمكن أن تؤثر في قيمة المنشآت، رغم محدودية العينة، وعدم تطرقها إلى تأثير تقلبات أسعار الصرف على مؤشرات الأسعار القطاعية الفرعية والكلية للمنشآت، التي تركز عليها الدراسة الحالية.

دراسة Aggarwal and Harper (2010):

Foreign Exchange Exposure of “Domestic” Corporations.

هدفت الدراسة إلى قياس حساسية أسعار صرف العملات على مستوى المنشأة خلال الفترة ١٩٩٠-٢٠٠٣ شملت ١٠٤٧ منشأة محلية أمريكية غير مالية. بينت نتائج الدراسة أن ٩٦,٥% من المنشآت في العينة تتأثر قيمتها بشكل مباشر مع تقلبات أسعار صرف الدولار الأمريكي، مما يدل على أن المنشآت المحلية تتعرض إلى ذات المخاطر التي تواجهها المنشآت ذات التعامل الخارجي كالمنشآت متعددة الجنسية، رغم اختلاف حجم الحساسية ما بين منشأة وأخرى حسب خصوصيتها والصناعة التي تعمل فيها. وجدت الدراسة أن حجم الحساسية التي تواجه المنشآت المحلية الصغيرة أكبر من المنشآت الكبيرة، بالتالي ضرورة الاهتمام بتنافسية هذه المنشآت وتوجيه السياسات لدعمها بأدوات تحوط مناسبة. تعتبر دراسة (Aggarwal and Harper 2010) من الدراسات التطبيقية القليلة التي تناولت أثر تقلبات أسعار صرف العملات على المنشآت المحلية مختلفة بذلك عن العديد من الدراسات التي تناولت المنشآت متعددة الجنسية.

تستفيد الدراسة الحالية كون الدراسة ذات صلة مباشرة من الناحية النظرية والنموذج المستخدم في القياس، مع أنها لم تتناول حساسية أسعار صرف العملات على قطاعات الأعمال الفرعية أو القطاعات الاقتصادية.

دراسة Huffman, Makar, and Beyer (٢٠١٠):

A three-factor model investigation of foreign exchange-rate exposure

هدفت الدراسة إلى اختبار أثر تقلبات أسعار صرف الدولار على قيمة المنشأة للشركات الصناعية الأمريكية متعددة الجنسية حسب ثلاثة عوامل ضابطة: استخدامها للمشتقات المالية، حجم الشركة، وخصائص الصناعة التي تعمل فيها، خلال الفترة ١٩٩٧ إلى ٢٠٠٤. شملت العينة ١٨٥ منشأة، توزعت ما بين ٧٥ منشأة تستخدم المشتقات المالية و١١١ منشأة لا تستخدم المشتقات المالية للتحوط من تقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية، ومزيج من المنشآت الكبيرة وصغيرة الحجم. بينت نتائج الدراسة أن المنشآت التي لا تستخدم المشتقات المالية هي الأكبر تأثراً بتقلبات الرقم القياسي لأسعار صرف الدولار، خاصة المنشآت صغيرة الحجم، مقارنةً بالمنشآت التي تستخدم المشتقات المالية في التحوط، وأن العوامل الضابطة الثلاثة لها الدور الأكبر في تحديد حساسية تقلبات أسعار الصرف على القيمة السوقية، بشكل خاص بينت الدراسة أن العوامل الثلاثة: استخدام المشتقات المالية للتحوط، وارتفاع حجم المنشأة، وانخفاض نسبة مبيعاتها الخارجية تشكل مجتمع حماية ضد تقلبات أسعار الصرف، وضمانه للمستثمرين من مخاطر السوق. أوصت الدراسة بتوجيه السياسات المالية والاقتصادية لتشجيع المنشآت الصغيرة على استخدام المشتقات المالية المختلفة للتحوط ضد أخطار تقلب أسعار الصرف، وتوعية المستثمرين بضرورة حساب مخاطر تقلب أسعار الصرف عند اختيارهم للمحافظ الاستثمارية. تعتبر دراسة Huffman, Makar, and Beyer (٢٠١٠) من الدراسات القليلة التي ربطت ما بين استخدام المشتقات المالية وتقلب أسعار الصرف، بالإضافة إلى استخدامها نموذج يحتوى على ثلاثة عوامل ضابطة لتقدير أثر تقلب القيمة السوقية نتيجة تقلب أسعار صرف العملات، بالتالي يستفاد من هذه الدراسة في تحليل الأدوات المالية لإدارة مخاطر تقلب أسعار الصرف، خاصة المشتقات المالية.

ويبين الجدول رقم (٢-١) الآتي مقارنه ما بين الدراسات التي تم استعراض نتائجها من حيث مستوى

التحليل والنتائج الرئيسية.

جدول رقم (١-٢)
مقارنة ما بين الدراسات السابقة

النتائج	مستوى التحليل	الدراسة
وجدت الدراسة علاقة عكسية بين سعر الصرف وكل من الأداء التصديري وحجم الصادرات	تناولت أثر انخفاض سعر صرف الدينار في الأداء التصديري للاقتصاد الأردني خلال الفترة الممتدة من 1976 إلى 1997 على المستوى الاقتصادي الكلي.	ملكاوي (٢٠٠٢)
بينت الدراسة أن الانخفاض في سعر صرف الدينار يؤثر سلباً على الرقم القياسي لأسعار الأسهم على المستوى الكلي والقطاعي، بينما كان أثره ايجابياً على أسهم قطاعي الخدمات والتأمين.	تناولت أثر انخفاض قيمة الدينار الأردني على أسعار وعوائد الأسهم للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة عمان وذلك على المستويين الكلي والقطاعي.	الطاق (٢٠٠٣)
وجدت الدراسة علاقة ايجابية ما بين تقلب سعر الصرف ومؤشرات الأسعار وبالتالي أداء وقيمة المنشآت.	تناولت المستوى الاقتصادي الكلي لعلاقة التحركات في أسعار الصرف ومؤشرات الأسعار في الأردن.	بربور (٢٠٠٨)
وجدت الدراسة علاقة ايجابية ما بين تقلب سعر الصرف وتنشيط الاستثمار وزيادة كمية الصادرات وتحسين الحساب الجاري، وبالتالي أداء وقيمة المنشآت.	تناولت المستوى الاقتصادي الكلي لأثر تقلبات سعر الصرف على الميزان التجاري والصادرات والواردات في الجزائر خلال الفترة ١٩٧٠ - ٢٠٠٤.	زيرار، والزعبي، وعوض (2009)
ارتفاع سعر الصرف يؤدي إلى الحد من التضخم في الاقتصاد الأردني، بينما يؤدي إلى ارتفاع في معدلات التضخم في الاقتصاد التركي.	أثر تقلبات سعر الصرف على التضخم في كل من الأردن وتركيا للفترة ١٩٨٠ - ٢٠٠٢.	الهيبي (٢٠١٠)

<p>وجدت الدراسة علاقة طيبانية تقلباتي أسعار الصرف الطرف معوزيقيم حلاستية في الأجه في قوطلتا العيلتوا إيجابياً لتقلبات سعر الصرف على أداء وقيمة المنشآت المدرجة في البورصة.</p>	<p>تناولت تحساسة تقلبات الأسعار الأفرني ولعازل الافتتاح للأجانب على أسعار الأسهم ولعلا سعلن القياسية أويكية للمفترق هلالا الفترة ١٩٩٤ - ٢٠٠٧.</p>	<p>المجلدي Choi, El (1992) Kopecky (1992)</p>
<p>وجدت الدراسة تأثيراً ضعيفاً لتقلبات أسعار الطرف على أداء وقيمة المنشآت لإميتكية وطفعتا قياالجنسية.</p>	<p>تناولت العلاقة بين تقلب أسعار صرف العملات موقتيق المنشأة على شكل تنوي الأرقم كيا القيا ميا الحتام الجنوية الميبي مكو هولم صلاية ملقتره للفترة ١٩٨٧-١٩٩٦-١٩٨٧</p>	<p>Furberg (1990) Ny Dahl (1997)</p>
<p>وجدت الدراسة أن ٤٢% من المؤسسات المالية تتعرض لحساسية تقلبات أسعار الصرف، منها ٨ مؤسسات ذات حساسية موجبة، وثلاث منشآت ذات حساسية سالبة لتقلبات أسعار الصرف.</p>	<p>تناولت حساسية تقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية على ٢٦ مؤسسة مالية في ١١ دولة للفترة ما بين ١٩٩٥ - ١٩٩٧</p>	<p>Martin (2000)</p>
<p>بينت الدراسة أن الأرقام القياسية لأسعار الأسهم في القطاعات الأعمال لا تتأثر بتقلبات أسعار الصرف لعملات الدول الخمس مقابل الدولار الأمريكي، حيث أظهرت نتائج التقدير الإحصائي أن ٣,٨% فقط لديها حساسية تجاه تقلب أسعار صرف العملات.</p>	<p>تناولت الدراسة المقارنة ما بين حساسية تقلبات أسعار الصرف بين الولايات المتحدة الأمريكية وخمس دول غربية للفترة ١٩٧٥ - ١٩٩٧.</p>	<p>Griffin and Stulz (2001)</p>

<p>وجدت الدراسة تأثيراً إيجابياً لتقلبات أسعار الصرف على المنشآت السويدية تجاوز ٧٠% من المنشآت في العينة.</p>	<p>تناولت العلاقة ما بين معدل سعر الصرف والقيمة السوقية على مستوى المنشأة لعينة مكونة من ٣٥٢ منشأة سويدية مدرجة في السوق المالي السويدي للفترة ما بين ١٩٨٨ - ١٩٩٨.</p>	<p>Dahlquist and Robertsson (٢٠٠١)</p>
<p>بينت نتائج الدراسة أن معظم المنشآت تتعرض إلى مخاطر تقلب الدولار سواء أكانت موجبة أم سالبة.</p>	<p>تناولت حساسية أسعار صرف العملات الأجنبية على مستوى المنشأة لعينة من ٨٧ شركة كبيرة الحجم في ثلاثة دول أوروبية للفترة ١٩٨٧ - ١٩٩٥.</p>	<p>Rees and Unni (2005)</p>
<p>وجدت الدراسة علاقة إيجابية ما بين تقلبات أسعار الصرف وقيمة المنشأة لمعظم المنشآت غير المالية.</p>	<p>تناولت حساسية تقلبات أسعار صرف على قيمة المنشأة لعينة شملت ٧٢٠ منشأة غير مالية في ١٨ دولة للفترة ١٩٧٥ - ١٩٩٩.</p>	<p>Doidge, Griffin, and Williamson (٢٠٠٦)</p>
<p>وجدت أن قيمة القطاعات الفرعية لديها حساسية تجاه تقلبات أسعار صرف لحوالي ٦٥% من القطاعات الفرعية للمنشآت غير المالية.</p>	<p>تناولت حساسية أسعار صرف العملات الأجنبية على قيمة المنشآت غير المالية في المملكة المتحدة على مستوى قطاعات الأعمال للفترة ١٩٨١-٢٠٠١.</p>	<p>El-Masry(2006)</p>
<p>بينت نتائج الدراسة أن المنشآت الأردنية نادراً ما تقوم بإدارة مخاطر أسعار الصرف، وإن إدارة مخاطر أسعار الصرف المستخدمة لا تتجاوز بعض الإجراءات المالية قصيرة الأمد.</p>	<p>تناولت أساليب إدارة مخاطر أسعار الصرف في الأردن، والعوامل التي تؤثر على سياسات إدارة تقلبات صرف العملات، من خلال استطلاع آراء مدراء من ٧٣ منشأة غير مالية</p>	<p>Al-Momani and Gharaibeh(2008)</p>

<p>بينت نتائج الدراسة أن ما بنسبة ١٠% فقط تتعرض لمخاطر تقلب أسعار صرف الليرة التركية مقابل الدولار الأمريكي، وان معظم هذه المنشآت لديها حساسية سالبة تجاه تقلب سعر الصرف.</p>	<p>تناولت مخاطر تقلبات أسعار صرف العملات الأجنبية على مستوى المنشأة في القطاع المالي، شملت ٧٤ منشأة مالية تركية، خلال فترات زمنية مختلفة ما بين الأعوام ١٩٩٦-٢٠٠٦.</p>	<p>Solakoglu and Demir (٢٠٠٩)</p>
<p>وجدت الدراسة علاقة ايجابية ما بين تقلبات أسعار الصرف وقيمة المنشأة.</p>	<p>تناولت أثر سعر صرف الدينار الأردني على قيمة المنشآت في الأردن باستخدام عينة من شركة واحده تركز على التصدير للفترة ٢٠٠٤-٢٠٠٧.</p>	<p>Shotar and El-Mefleh (٢٠٠٩)</p>
<p>وجدت الدراسة تأثيراً ايجابياً بين تقلبات أسعار صرف وقيمة المنشآت.</p>	<p>تناولت حساسية أسعار صرف العملات على قيمة المنشأة للفترة ١٩٩٠-٢٠٠٣ شملت ١٠٤٧ منشأة محلية الأمريكية غير مالية.</p>	<p>Aggarwal and Harper (2010)</p>
<p>بينت نتائج الدراسة أن المنشآت التي لا تستخدم المشتقات المالية هي الأكبر تأثيراً بتقلبات الرقم القياسي لأسعار صرف الدولار، وخاصة المنشآت صغيرة الحجم.</p>	<p>تناولت حساسية تقلبات أسعار صرف الدولار على قيمة المنشأة للشركات الصناعية الأمريكية متعددة الجنسية خلال الفترة ١٩٩٧ إلى ٢٠٠٤</p>	<p>Huffman, Makar, and Beyer(٢٠١٠)</p>

٣-٣-٢ تمييز الدراسة عن الدراسات السابقة

تتميز هذه الدراسة عن الدراسات السابقة بالآتي:

- الشمولية في طرح المشكلة: فالدراسات التي تمت مراجعتها تناولت حساسية تقلبات أسعار الصرف إما على مستوى المنشأة أو على مستوى قطاع معين، في حين أن هذه الدراسة تأخذ بعين الاعتبار اختبار حساسية أسعار الصرف على عدة مستويات، فتتناول مستوى المنشأة، ومستوى قطاعات الأعمال الفرعية ومستوى القطاعات الاقتصادية المختلفة للمنشآت المحلية المدرجة في بورصة عمان.
- خصوصية الدراسة بالنسبة للأردن: بينت الدراسات السابقة أن حساسية أسعار الصرف قد تختلف بتأثيرها ما بين دولة وأخرى، اعتماداً على خصوصية الهيكل الاقتصادي ودرجة الانفتاح التجاري للدول وخصائص المنشآت، وقلة الدراسات (حسب علم الباحث) التي تطرقت إلى حساسية أسعار الصرف وعلاقتها بقيمة المنشآت المحلية للحالة الأردنية ضمن هذا المنظور الشمولي، على عده مستويات، خاصة مستوى المنشأة كوحدة تحليل. بالإضافة إلى ذلك تتناول الدراسة أسعار صرف الدينار الأردني مقابل الين الياباني واليورو الأوروبي للتعرف على حساسية أسعار الصرف، حيث يحتل اليورو الأوروبي والين الياباني المركزين الثاني والثالث على التوالي بعد الدولار الأمريكي في سوق الصرف العالمي، ويعتبر الاتحاد الأوروبي واليابان من أهم الشركاء التجاريين للأردن وللولايات المتحدة الأمريكية.
- التقدير الإحصائي واختبار الفرضيات: تتميز الدراسة في المنهج القياسي المستخدم لاختبار الفرضيات، الذي يعتمد على تقدير معادلات الانحدار الخطى المتعدد بطريقة المربعات الصغرى الاعتيادية *Ordinary Least Squares Regression (LS)*، التي تم تقديرها باستخدام تحليل السلاسل الزمنية المقطعية *Panel Data*، وباستخدام السلاسل الزمنية المتصلة *Time Series* لكل منشأة، ولكل قطاع فرعي ولكل قطاع اقتصادي بشكل مستقل.

الفصل الثالث: سياسة سعر الصرف في الأردن

يتناول الفصل الثالث ملامح السياسة النقدية العامة ونظام سعر الصرف في الأردن، ومن ثم تقلبات سعر صرف الدينار الأردني مقابل بعض عملات التداول العربية والعالمية للفترة ٢٠٠٦ - ٢٠١١، ويتناول أهمية سعر صرف الدينار الأردني للتجارة الخارجية.

١-٣ الملامح العامة للسياسة النقدية

تعتبر السياسة النقدية إحدى أهم ركائز السياسة الاقتصادية العامة، لما يشكله الاستقرار النقدي من مناخ ملائم لممارسة النشاطات الاقتصادية. ويمكن تعريف السياسة النقدية على أنها مجموعة الإجراءات التي تتخذها الدولة في إدارة كل من النقود والائتمان وتنظيم السيولة العامة للاقتصاد من أجل تحقيق الاستقرار الاقتصادي، والتحكم في التقلبات الاقتصادية من خلال المحافظة على ثبات الأسعار، واستقرار قيمة النقود وسعر صرفها (قديري، ٢٠٠٣، ص ٥٣)، فتقوم السياسة النقدية على مجموعة من الإجراءات التي تتخذها السلطة النقدية من أجل ضمان النمو لاقتصادي، وضمان استقرار أسعار الصرف. ففي الثلاثينيات سادت المدرسة الكلاسيكية الفكر الاقتصادي، التي تقوم على أن السياسة النقدية هي الأداة الرئيسة التي يمكن من خلالها إدارة النشاط الاقتصادي، إلى أن ظهرت أفكار المدرسة الكينزية بعد أزمة الكساد الكبير عام 1929م، التي اعتبرت أن السياسة المالية أكثر فاعلية لإدارة الاقتصاد من السياسة النقدية التي ترتبط بتدخل الدولة المباشر في إدارة الاقتصاد.

بذلك تراجع الاهتمام بالسياسة النقدية حتى تفاقمت العديد من المشكلات التي ارتبطت بتدخل الدولة في النشاط الاقتصادي وتهميش السياسة النقدية، مما أدى إلى التحول إلى المدرسة النقدية الحديثة التي تزعمها الاقتصادي الأمريكي ميلتون فريدمان (كمال، ٢٠١٠). من ثم أخذت السياسة النقدية ومنذ منتصف السبعينيات مكان الصدارة بين السياسات الاقتصادية الكلية،

واستمرت إلى أن أعادت الأزمة المالية العالمية عام ٢٠٠٧ أفكار مدرسة كينز وتدخل الدولة، فشكلت السياسة المالية الأداة الرئيسة للمحافظة على الاقتصاد، حيث قدمت الحكومات مساعدات ومنحاً ضخمة للمؤسسات المالية وغير المالية لمنعها من الانهيار (كمال، ٢٠١٠).

وتعد البنوك المركزية ممثلاً للسلطة النقدية التي تدير السياسة النقدية من خلال الإشراف على العمل المصرفي والنشاط الائتماني والتحكم في عرض النقد بما يحقق المحافظة على قيمة العملة وتعزيز الإنتاج والاستخدام وتحقيق التوازن في المدفوعات الخارجية للبلد، والتأثير على أسعار صرف العملة (قدرى، ٢٠٠٣، ص٥٩).

في الأردن صدر قانون البنك المركزي الأردني عام ١٩٥٩ وبأشغال أعماله في شهر تشرين الأول عام ١٩٦٤، وتملك الحكومة الأردنية كامل رأس مال البنك المركزي ويتمتع وفق أحكام قانونه بشخصية اعتبارية مستقلة. حدد الهدف العام للبنك المركزي الأردني في "الحفاظ على الاستقرار النقدي في المملكة وضمان قابلية تحويل الدينار الأردني ومن ثم تشجيع النمو الاقتصادي المطرد في المملكة وفق السياسة الاقتصادية العامة للحكومة" (البنك المركزي الأردني، ٢٠١٠).

يعمل البنك المركزي على تحديد نسب ومكونات احتياطات النقد الأجنبي بما يوفر عناصر الضمان والسيولة والربحية لهذه الاحتياطات التي تعتبر ركيزة هامة لاستقرار سعر صرف الدينار. وينتهج البنك في سبيل تحقيق ذلك سياسات تتلاءم مع التطورات المستجدة على صعيد أسواق الصرف والأسواق المالية الدولية مستخدماً مجموعة من الأدوات النقدية.

مرت السياسة النقدية في الأردن بثلاث مراحل أساسية في تاريخه الحديث، عبرت كل مرحلة من هذه المراحل عن حدث أو أزمة رئيسة أدت إلى اختلاف في السياسة النقدية العامة وأدواتها الرئيسة. امتدت المرحلة الأولى منها منذ مباشرة البنك المركزي الأردني أعماله في عام ١٩٦٤ إلى عام ١٩٨٨، التي تميزت بالسياسة النقدية التوسعية وغلب عليها طابع التدخل المباشر نتيجة للتدفقات المالية الكبيرة التي صاحبت ارتفاع أسعار النفط من منح ومساعدات وتحويلات للعاملين. والمرحلة الثانية ابتدأت عام ١٩٨٩، التي تسمى مرحلة الأزمة الاقتصادية الأردنية،

حيث تميزت بسياسات مالية انكماشية للسيطرة على التضخم وانهيار الدينار الأردني، وغلب عليها طابع الإدارة غير المباشرة للسياسة النقدية. والمرحلة الثالثة، وهي المرحلة التي مرت خلالها الأزمة المالية العالمية وتمتد من عام ٢٠٠٦ وحتى عام ٢٠١١، التي حاول فيها الأردن اتخاذ سياسات نقدية متوازنة وتشريعات ضابطة لتجنب الآثار السلبية المحتملة للأزمة المالية العالمية على الاقتصاد الأردني خلال الأعوام ٢٠٠٧- ٢٠٠٩ (البنك المركزي الأردني، ٢٠١٠). فيما يلي أبرز ملامح هذه المراحل:

المرحلة الأولى ١٩٦٤-١٩٨٨:

تميزت هذه المرحلة بمعدلات نمو مرتفعة نظراً للزيادة الكبيرة في التدفقات المالية التي ساهم فيها بشكل رئيس ارتفاع أسعار النفط، فشهد الأردن تدفقاً كبيراً للمساعدات وتحويلات العاملين من الخليج بشكل خاص، حيث وصلت تحويلات العاملين في الخارج إلى حوالي ٤٧% من الناتج المحلي الإجمالي عام ١٩٧٩ بمعدل ٢٠% من الناتج المحلي الإجمالي خلال الفترة (Mousa, 2010). تميزت السياسة النقدية في هذه المرحلة بالتوسع النقدي، حيث بلغ نمو عرض النقد بالمفهوم الواسع معدل ٢٠%. نظراً لذلك استخدم البنك المركزي الأردني الأدوات التقليدية للسياسة النقدية من خلال التدخل المباشر بما في ذلك تغيير سعر إعادة الخصم، وحدود أسعار الفائدة، ونسب السيولة ونسبة الاحتياطي النقدي الإلزامي بهدف التأثير على توسع السيولة المحلية لمحاربة التضخم المحلي (Maziad, 2009). لجأ البنك خلال تلك المرحلة إلى اتخاذ العديد من التدابير لتوجيه الائتمان المصرفي واستثمارات البنوك نحو قطاعات محددة، إلى جانب التأثير على هيكل المحفظة المالية للبنوك وتمويل عجز الموازنة بصورة مباشرة (IMF, 2012).

ويعتبر البنك المركزي الأردني أن ادارته للسياسة النقدية خلال تلك المرحلة أفرزت عدداً من السلبيات كان أبرزها التشوهات الهيكلية في السوق المصرفي، وإساءة تخصيص الموارد، وارتفاع المديونية الخارجية وتفاقم عجز الموازنة وتراجع معدلات النمو الاقتصادي وارتفاع معدل التضخم وتدهور سعر صرف الدينار الأردني في عام ١٩٨٩ (البنك المركزي الأردني، ٢٠١٠).

المرحلة الثانية ١٩٨٩-٢٠٠٦:

نتيجة سلبيات المرحلة السابقة التي بلغت ذروتها عام ١٩٨٩، التي سميت بالأزمة المالية والاقتصادية الأردنية أو "أزمة الدينار"، نتيجة انهيار سعر صرف الدينار الأردني، شرعت الحكومة الأردنية، بالتعاون مع كل من صندوق النقد والبنك الدوليين بتطبيق برامج إصلاح اقتصادي شملت مختلف القطاعات الاقتصادية بما فيها القطاع النقدي والمصرفي (Mousa, 2010). كان من أبرز سمات الإصلاحات النقدية في هذه المرحلة التحول نحو قوى السوق في إدارة السياسة النقدية من خلال الشروع في تحرير أسعار الفائدة في السوق المصرفية بشكل تدريجي، مبتدأً بتحرير سعر الفائدة على الودائع، وامتد ليشمل أسعار الفائدة على القروض (Maziad, 2009). تبني البنك المركزي لعمليات السوق المفتوحة كأداة رئيسة لإدارة السياسة النقدية، وإلى إصدار شهادات الإيداع أواخر عام ١٩٩٣ (Mousa, 2010). منذ ذلك الوقت أصبح البنك يعتمد على إصدارات شهادات الإيداع لأجل ثلاثة أشهر و/أو ستة أشهر لامتناس السيولة الفائضة عند البنوك، بالتالي تنظيم نمو السيولة في الاقتصاد الوطني. ولمنح البنوك المرونة الكافية في إدارة السيولة لديها، أضفى البنك المركزي مزيداً من المرونة على هذه الشهادات وذلك بالسماح بإعادة شرائها لأجل أسبوع والسماح بتداولها فيما بين البنوك. وإلى جانب سعر إعادة الخصم والاحتياطي النقدي الإلزامي ونافذة الإيداع ليلية واحدة، استخدم البنك المركزي أدوات أخرى مثل شهادات الإيداع في السياسة النقدية (البنك المركزي الأردني، ٢٠١٠).

ومن إجراءات السياسة النقدية خلال هذه الفترة صدور قانون البنوك عام ٢٠٠٠ الذي سمح للبنوك تقديم خدمات مالية متنوعة شملت خدمات الوكالة، والاستشارات المالية، وإدارة المحافظ الاستثمارية، وإدارة الأموال واستثمارها للغير، وإدارة إصدارات الأوراق المالية والتعهد بتغطيتها وتوزيعها، وتقديم خدمات الحفظ الأمين للأوراق المالية. كما صدر قانون مؤسسة ضمان الودائع عام ٢٠٠٠ والذي مهد الطريق لإنشاء مؤسسة ضمان الودائع، بهدف حماية أموال المودعين ورفع درجة الأمان والثقة بالجهاز المصرفي، وصدر في عام ٢٠٠١ قانون المعاملات الإلكترونية الذي يهدف إلى تسهيل استعمال الوسائل الإلكترونية في المعاملات التجارية والمالية (البنك المركزي الأردني، ٢٠١٠).

وقامت الحكومة الأردنية بإنشاء الشركة الأردنية لإعادة تمويل الرهن العقاري وائتمان الصادرات، وحثت الشركات الكبرى على الحصول على التمويل عن طريق السندات وعدم الاكتفاء بالاعتماد على الاقتراض المصرفي المباشر. كما تم إعفاء السندات ذات الآجال الطويلة التي تصدرها الشركات وتكتتب فيها البنوك من الاحتياطي النقدي الإلزامي (البنك المركزي الأردني، ٢٠١٠).

هذا بالإضافة إلى تشجيع البنوك والشركات على استحداث الأدوات الرأسمالية كشهادات الإيداع وإسناد القرض والسندات وفرض الإعلان عن سعر فائدة الإقراض لأفضل العملاء بمختلف الوسائل الإعلامية (البنك المركزي الأردني، ٢٠١٠).

المرحلة الثالثة ٢٠٠٦-٢٠١١:

تميزت هذه المرحلة بمرورها بالأزمة المالية العالمية التي بدأت آثارها على الأردن مع عام ٢٠٠٨، وكمعظم دول العالم تباطأ النمو في الناتج المحلي الإجمالي، وتزايد عجز الموازنة العامة وتراجعت نسب حوالات العاملين، بالإضافة إلى ارتفاع معدلات الفقر والبطالة (عباد، ٢٠٠٩).

لمواجهة هذه الأعباء الاقتصادية بدأ البنك المركزي الأردني بسياسة نقدية توسعية عام ٢٠٠٨ سعت بالدرجة الأولى إلى استقرار سعر الصرف وطمأنت المستثمرين ومعالجة الانخفاض الحاد في الاستثمارات المحلية نتيجة سياسة التحفظ التي اتخذتها البنوك التجارية الأردنية، حيث تراجع معدل نمو التسهيلات من ٣٢,٦% عام ٢٠٠٦ إلى نسبة نمو لا تتجاوز ٢,٤% عام ٢٠٠٩، ثم تحسنت إلى ٨,٧% و ١٠,٥% للأعوام ٢٠١٠ و ٢٠١١ على التوالي (البنك المركزي الأردني، ٢٠١٠).

بالتالي انصبت جهود السياسة النقدية على المحافظة على الاستقرار النقدي وضمان قابلية تحويل الدينار الأردني فتوقف البنك المركزي عن إصدار شهادات الإيداع لامتناس جانب من السيولة النقدية المتوافرة لدى البنوك المحلية، وتحرير جانب من السيولة النقدية للبنوك وتوجيهها نحو سوق الإقراض والائتمان المحلي من خلال تخفيضات واسعة على أسعار الفائدة لأدوات السياسة النقدية (الطيب، ٢٠١١). ضمن هذه السياسة، استمر البنك المركزي الأردني في تثبيت سعر صرف الدينار الأردني، الذي يعتقد انه ساهم في دعم الاستقرار المالي وتجنب آثار الأزمة المالية العالمية (IMF, 2012). ويمكن تلخيص السياسة النقدية في هذه الفترة كالآتي:

- تخفيض أسعار الفائدة على مختلف أدوات السياسة النقدية ست مرات وبواقع ٥٠ نقطة أساس في كل مرة خلال الأعوام ٢٠٠٨-٢٠١٠ وبواقع ٢٥ نقطة عام ٢٠١١.
- تخفيض نسبة الاحتياطي النقدي الإلزامي على ودائع البنوك ثلاث مرات وبواقع نقطة مئوية واحده كل مرة لتصل الى ٧% خلال الأعوام ٢٠٠٨ و ٢٠٠٩ الأمر الذي أتاح للبنوك التوسع في منح الائتمان لمختلف القطاعات والمشاريع الاقتصادية.

- تدخل البنك المركزي الأردني بشكل مستمر للحفاظ على استقرار سعر صرف الدينار مقابل العملات الدولية من خلال فرض هامش مريح ما بين أسعار الفائدة على الاستثمارات المحررة بالدينار الأردني مقابل الاستثمارات المحررة بالعملات الأجنبية.
- تدخل البنك المركزي الأردني للوصول إلى هامش موجب ما بين أسعار الفائدة على نافذة الإيداع لثلاثة أشهر وبين أسعار الفائدة على اذونات الخزينة الأمريكية لأجل ثلاثة أشهر.
- أصدر البنك المركزي الأردني تعليمات للبنوك التجارية باتخاذ مراكز مالية متوازنة بالعملات الأجنبية ومراقبتها بشكل مباشر. فقد نصت التعليمات إلى أن البنوك المرخصة أخذت مراكز طويلة أو قصيرة بالعملات الأجنبية الرئيسة بما لا يتجاوز ٥% من حقوق المساهمين لكل عملة، وبحيث لا يتجاوز المركز الإجمالي للعملات ما نسبته ١٥%.
- أدار البنك المركزي الأردني أسعار الفائدة ما بين البنوك ليلية واحده من خلال العمل بنظام "نطاق أسعار الفائدة" من خلال التحكم بالحد الأدنى والحد الأعلى لهذا النظام عند سعر يبلغ ٢% لإيداع ليلة واحدة وعند سعر ٤% كحد أعلى لعمليات إعادة الشراء للتقليل ما أمكن من تقلبات أسعار الفائدة تفادياً لتأثيرها على أسعار صرف الدينار مقابل العملات الأجنبية.
- تعهد البنك المركزي الأردني بتزويد البنوك بالعملات الأجنبية في حال وجود أي عجز في العملات الأجنبية لدى أي بنك.
- تطبيق ومراقبة البنك المركزي الأردني لتعليمات الدعامه الثانية لمعيار بازل II الخاصة باختبارات الأوضاع الضاغطة والتي تسعى إلى تفعيل إدارة المخاطر لدى البنوك وقياس قدرتها على مواجهة الصدمات المالية الكبيرة وتشمل هذه الاختبارات مختلف المخاطر التي يمكن أن تواجه البنوك كمخاطر الائتمان، ومخاطر التركيزات الائتمانية، ومخاطر السوق، ومخاطر السيولة ومخاطر التشغيل.
- توقف البنك المركزي الأردني من إصدار شهادات الإيداع لتوفير سيولة لدى البنوك للتوسع في منح الائتمان من تشرين الأول ٢٠٠٨.

٢-٣ نظام سعر الصرف في الأردن

انعكست جهود السياسة النقدية في استخدام كافة أدوات السياسة النقدية، كما تم بيانه أعلاه، على المحافظة على سعر صرف ثابت للدينار وتجنب انخفاضه. ويرى الساسة والاقتصاديون في الأردن أن استقرار سعر صرف الدينار من أولويات السياسة النقدية، ذلك لأن هذا الاستقرار يمثل ركناً هاماً من أركان الاستقرار الاقتصادي الذي يعتبر ضرورياً لتوفير البيئة المناسبة والمحفزة للاستثمار (IMF, 2012). فتبنى الأردن ومنذ إصدار الدينار الأردني أول مرة عام ١٩٥٠ نظام تثبيت سعر الدينار، باستثناء فترة قصيرة ما بين ١٩٨٩-١٩٩٠ حيث حاولت السلطات النقدية تجربة تعويم الدينار، أو التعويم المدار، إلا أن نتائج هذه السياسات لم تكن ناجحة، لذلك اتجهت السياسة النقدية إلى إعادة ربط الدينار الأردني بالدولار بشكل ثابت منذ ١٩٩٥ (Mousa, 2010).

ويرجع نظام سعر صرف الدينار إلى عام ١٩٥٠ حين تم إصدار الدينار الأردني لأول مرة معتمداً على ربط الدينار بالجنيه الإسترليني على أساس سعر تعادل جنيه إسترليني واحد لكل دينار، واستمر هذا الربط إلى العام ١٩٦٧ فتم فك الارتباط مع الجنيه الإسترليني والتحول لربط الدينار الأردني مقابل الدولار الأمريكي، بنفس سعر التعادل الذي كان سائداً مقابل الجنيه والبالغ ٢,٨ دولاراً لكل دينار أردني. وبعد أن أوقفت الولايات المتحدة قابلية تحويل الدولار إلى ذهب وتعويم الدولار الأمريكي أوائل السبعينات، تم فك ارتباط الدينار بالدولار الأمريكي عام

١٩٧٥ والتحول لربطه بوحدة حقوق السحب الخاصة وبسعر تعادل بلغ ٢,٥٧٨ وحدة حقوق سحب خاصة لكل دينار، وبهامش تذبذب $\pm ٢,٢٥\%$. وفي عام ١٩٨٦ تم ربط الدينار بسلة عملات خاصة تعكس علاقات الأردن التجارية مع العالم الخارجي لاعتقاد البنك المركزي إن الدينار الأردني مقوم بأعلى من قيمته الحقيقية، وإضفاء مزيد من المرونة على تحديد سعر الصرف. (البنك المركزي الأردني، ٢٠١٠).

ومع بدايات عام ١٩٨٦، تراجعت الاحتياطات الأجنبية لدى البنك المركزي إلى مستويات متدنية لم تمكن البنك المركزي من تلبية كامل الطلب على العملات الأجنبية نتيجة لتفاقم عجز ميزان المدفوعات. تركزت على ذلك ضغوطات كبيرة على سعر صرف الدينار وخلق سوق موازٍ للعملات الأجنبية، واختلاف سعر الصرف ما بين السعر المعلن لدى البنك المركزي وسوق الصرافين نتيجة ضعف الثقة بالدينار الأردني، وهروب رؤوس الأموال، فقام البنك المركزي بتعويم سعر صرف الدينار بشكل كامل عام ١٩٨٨ لتوحيد سعر صرف الدينار وإعادة الثقة بالتعامل فيه، ألا أن تجربة تعويم سعر الصرف في تلك الفترة فشلت في تحقيق ذلك واستمر الدينار الأردني بالانخفاض حتى خسر أكثر من ٥٠% من قيمته مقابل الدولار الأمريكي، وأدى إلى ارتفاع حاد في أسعار السلع والخدمات، الأمر الذي دفع البنك المركزي مع بداية شباط ١٩٨٩ إلى تثبيت سعر صرف الدينار مقابل الدولار الأمريكي بسعر وسطي بلغ ٠,٦٧٢ ديناراً لكل دولار أمريكي (Mousa, 2010). إلا أن استمرار تراجع احتياطي العملات الأجنبية دفع البنك المركزي

في نهاية شهر أيار ١٩٨٩ إلى انتهاج سياسة جديدة في مجال سعر الصرف تتمثل في نظام ربط الدينار بسلة من العملات الرئيسية التي تشكل وحدة حقوق السحب الخاصة، مع إعطاء كل عملة من هذه العملات وزناً يعكس أهمية تلك العملة في العلاقات التجارية للأردن مع العالم الخارجي.

وبهدف تقليص الفجوة بين السعر الرسمي والسعر في الأسواق الموازية بدأ البنك المركزي في بداية تموز ١٩٨٩ التدخل في سوق الصرف بائعاً ومشترياً للعملات الأجنبية. وتمكّن البنك المركزي من توحيد سعر الصرف وإعادة الاستقرار إليه اعتباراً منذ بداية ١٩٩٠ عند سعر وسطي ٠,٦٧٢ فلساً للدولار الأمريكي. وفي عام ١٩٩١ تم إلغاء العمل بنظام الصرف المزدوج،

واعتماد سعر الصرف الفعال المرتبط بحقوق السحب الخاصة بوزن للشركاء التجاريين، حيث استمر سعر صرف الدينار الأردني بالتقلب بسعر صرف ما بين ٠,٦٧٥ إلى ١,٤٣ دينار لكل دولار أمريكي حتى عام ١٩٩٥ (Mousa, 2010).

وبتاريخ ٢٣/١٠/١٩٩٥، بعد إنجاز عدد من الإصلاحات الهيكلية في القطاع النقدي والمصرفي، تمكن البنك المركزي من بناء مستوى ملائم من الاحتياطات الأجنبية، فقرّر البنك المركزي ربط الدينار بالدولار الأمريكي عند سعر وسطي ٠,٧٠٩ ديناراً مقابل الدولار الأمريكي (٠,٧٠٨ للبيع و ٠,٧١٠ للشراء) بهدف تحقيق درجة أكبر من الاستقرار في سعر صرف الدينار. أمّا باقي العملات الأجنبية الرئيسة الأخرى، فيتم تحديد سعر صرفها مقابل الدينار وفقاً لتطورات أسعار صرف تلك العملات مقابل الدولار في أسواق المال العالمية،

وما زال العمل بهذه السياسة إلى اليوم (البنك المركزي الأردني، ٢٠١٠). ويلخص الجدول رقم (٣-١) التسلسل التاريخي لنظام سعر الصرف في الأردن والمراحل الرئيسة التي مر بها منذ إصدار الدينار وحتى عام ٢٠١١.

ويعتقد أن لثبات سعر صرف الدينار الأردني مقابل الدولار الأمريكي العديد من الفوائد على الاقتصاد الأردني، حيث إن استقرار سعر الصرف يساهم في تشجيع تدفقات تحويلات العاملين في منطقة الخليج، وفي تدفق الاستثمار الأجنبي، ويساعد على دعم السياحة والقطاعات الاقتصادية المصدرة، بالإضافة إلى أهمية ثبات سعر الصرف في جلب الاستثمار من خلال طمأننة المستثمرين في القطاع المالي على ثبات مدخراتهم (Maziad, 2009). بناء على ذلك يعتبر نظام الصرف في التجربة الأردني خياراً جيداً بشهادة صندوق النقد الدولي، الذي اعتبر أن نظام تثبيت الدينار تجربة يحتذى بها (IMF, 2012). بالرغم من ذلك يعتبر أحد المساوئ الرئيسة لتثبيت سعر صرف الدينار مقابل الدولار الأمريكي اعتماد الأردن على استيراد النفط وارتفاع أسعاره بشكل كبير مما يؤدي إلى تدهور الميزان التجاري واستنزاف الاحتياطات الأجنبية، بشكل خاص مع الارتفاع المستمر لأسعار النفط منذ بداية عام ٢٠٠٩ (Maziad, 2009).

بالتالي من الضروري تقييم منافع تثبيت سعر صرف الدينار مقابل قدرة البنك المركزي على الدفاع عن هذا السعر، والتمن الاقتصادي لاستمرار ارتفاع أسعار البترول، بالإضافة إلى تأثير تقلب الدولار وما يتبعه من تقلب في سعر صرف الدينار الأردني على القطاعات الاقتصادية المختلفة، التي تعتمد على حساسية تقلبات أسعار الصرف، موضوع هذه الدراسة.

جدول رقم (١-٣)

التسلسل التاريخي لنظام صرف الدينار الأردني

التاريخ	التقلبات الرئيسية في سعر صرف الدينار الأردني	نظام سعر الصرف
١٩٥٠ - ١٩٦٧	صدور الدينار الأردني لأول عام ١٩٥٠ حيث ارتبط الدينار بالجنيه الإسترليني على أساس سعر تعادل جنيهه إسترليني واحد لكل دينار، واستمر هذا الربط إلى العام ١٩٦٧.	تثبيت سعر صرف الدينار الأردني مع الجنية الإسترليني
١٩٦٧-١٩٧٥	فك الارتباط مع الجنيه الإسترليني والتحول لربط الدينار الأردني مقابل الدولار الأمريكي وبنفس سعر التعادل الذي كان سائداً تجاه الجنية الإسترليني والبالغ ٢,٨ دولاراً لكل دينار أردني.	تثبيت سعر صرف الدينار الأردني مع الدولار الأمريكي
١٩٧٥-١٩٨٥	فك ارتباط الدينار بالدولار الأمريكي عام ١٩٧٥ والتحول لربطه بسلة وحدة حقوق السحب الخاصة وبسعر تعادل ٢,٥٧٨ وحدة حقوق سحب خاصة لكل دينار، بهامش تذبذب + ٢,٢٥%.	تثبيت سعر صرف الدينار الأردني بسلة حقوق السحب الخاصة وبهامش محدد

التعويم المدار مقابل سلة عملات	بدأ البنك المركزي بإدارة سلة عملات تعكس نمط التجارة الخارجية، و كان يشكل الدولار الأمريكي في هذه السلة وزنا أعلى من وزنه في سلة حقوق السحب الخاصة.	١٩٨٨-١٩٨٦
تعويم الدينار الأردني	تعويم سعر صرف الدينار الأردني.	١٩٨٨ - ١٩٨٩
تثبيت سعر صرف الدينار مقابل الدولار الأمريكي	تثبيت سعر صرف الدينار مقابل الدولار الأمريكي وتم الالتزام بهذا السعر من قبل البنوك والشركات المالية وأغلقت محلات الصرافة.	١٩٨٩
التعويم المدار بربط الدينار الأردني بسلة من العملات	ربط الدينار الأردني بسلة من العملات الأجنبية الرئيسية التي تقيم بها وحدة حقوق السحب الخاصة، مع إعطاء كل عملة من هذه العملات وزناً يتناسب مع أهمية العملة في العلاقات التجارية للأردن.	١٩٨٩
اعتماد نظامين للصرف	اعتماد نظامين للصرف، سعر رسمي ثابت لتمويل المستوردات من السلع الأساسية وتمويل الطلبة الأردنيين في الخارج. وسعر صرف معوم لعوامل العرض والطلب لجميع المعاملات الأخرى	١٩٩٠-١٩٨٩
تثبيت سعر صرف الدينار مقابل الدولار	العودة للعمل بسعر صرف موحد ثابت مقابل الدولار	١٩٩٠-١٩٩٥

تثبيت سعر صرف الدينار مقابل الدولار	السماح لمكاتب الصرافة من العمل مجدداً، إلغاء العمل بنظام الصرف المزدوج، واعتماد سعر الصرف الفعال المرتبط بحقوق السحب الخاصة بوزن للشركاء التجاريين.	1992-1995
تثبيت سعر صرف الدينار مقابل الدولار	ربط الدينار بالدولار الأمريكي بسعر ثابت مع ترك أسعار بقية العملات الرئيسية متقلبة بحسب تطورات أسعارها في الأسواق العالمية تجاه الدولار الأمريكي.	٢٠١١ - ١٩٩٥

*المصدر: إعداد الباحث

٣-٣ تقلبات أسعار الصرف الدينار الأردني

شكل ربط الدينار الأردني بالدولار الأمريكي منذ ١٩٩٥ بسعر ثابت أحد أبرز خصائص السياسة النقدية الأردنية (Maziad, 2009)، إلا أن الدينار الأردني معوم بشكل غير مباشر مقابل عملات التداول الرئيسية الأخرى. ويرتفع سعر الصرف وينخفض مقابل تلك العملات اعتماداً على تقلب سعر صرف الدولار الأمريكي مقابلها، وعلى قوى العرض والطلب للدينار الأردني. يبين الجدول رقم (٣-٢) والشكل رقم (٣-١) تطور سعر صرف الدينار الأردني لبعض العملات الدولية والعربية الاستقرار النسبي لسعر صرف الدينار مع بعض العملات العربية، ويبين أن عملات التداول العالمي، كالين الياباني واليورو الأوروبي والجنية الإسترليني، متقلبة بشكل أكبر بسبب تقلب سعر صرف هذه العملات مع الدولار الأمريكي.

يبين الشكل أيضا رقم (١-٣) أن الاتجاه العام ومنذ عام ٢٠٠٦ يميل إلى انخفاض سعر صرف الدينار مقابل معظم العملات العالمية، حيث بلغ ذروة انخفاض سعر صرف الدينار في منتصف عام ٢٠٠٨ بسبب الانخفاض الحاد للدولار الأمريكي نتيجة الأزمة المالية العالمية، وعاد إلى ارتفاع محدود وتدرجي مع نهاية عام ٢٠٠٨ وبداية ٢٠٠٩ وحتى ٢٠١١.

وما يهم المستثمرين ومنشآت الأعمال، ضمن المنافسة العالمية واتساع الأسواق، مقدار التذبذب في سعر الصرف سعودا وهبوطا، حيث يؤدي ذلك إلى حالة من عدم الاستقرار في أسعار المواد الخام وتسعير المنتجات. فبين الملحق رقم (١٤) معدل التغير النسبي في أسعار صرف الدينار الأردني مقابل ثلاث عملات دولية رئيسية هي: الين الياباني واليورو الأوروبي والجنية الإسترليني، وثلاث عملات عربية هي: الريال السعودي والديرة اللبنانية والدينار الكويتي خلال الفترة الممتدة ما بين ٢٠٠٦ - ٢٠١١، الذي يدل على مدى تذبذب أسعار صرف الدينار الأردني الشهري بالرغم من الاستقرار النسبي العام لسعر الصرف، مما يشكل مخاطر مالية لمنشآت الأعمال والاستثمار المحلي، كما تم تناوله في الفصل الثاني.

جدول رقم (٣-٢)

معدل سعر صرف الدينار الأردني مقابل بعض العملات*

٢٠١١-٢٠٠٦

(بالدينار الأردني)

الين الياباني (لكل ١٠٠ ين)			اليورو الأوروبي			العملة
متوسط الفترة	بيع	شراء	متوسط الفترة	بيع	شراء	
0.605	0.607	0.604	0.937	0.939	0.935	كانون أول ٢٠٠٦
0.632	0.634	0.631	1.035	1.037	1.032	كانون أول ٢٠٠٧
0.780	0.782	0.778	0.966	0.968	0.963	كانون أول ٢٠٠٨
0.789	0.791	0.787	1.034	1.037	1.032	كانون أول ٢٠٠٩

0.851	0.853	0.848	0.937	0.939	0.934	كانون أول ٢٠١٠
0.911	0.913	0.908	0.935	0.937	0.932	كانون أول ٢٠١١

تابع جدول (٢-٣)

الريال السعودي			الجنية الإسترليني			العملة
متوسط الفترة	بيع	شراء	متوسط الفترة	بيع	شراء	
0.189	0.190	0.189	1.393	1.397	1.389	كانون أول ٢٠٠٦
0.189	0.190	0.189	1.435	1.439	1.431	كانون أول ٢٠٠٧
0.189	0.189	0.189	1.061	1.064	1.058	كانون أول ٢٠٠٨
0.189	0.190	0.189	1.150	1.153	1.147	كانون أول ٢٠٠٩
0.189	0.190	0.189	1.107	1.109	1.104	كانون أول ٢٠١٠
0.189	0.190	0.189	1.106	1.108	1.103	كانون أول ٢٠١١

تابع جدول (٢-٣)

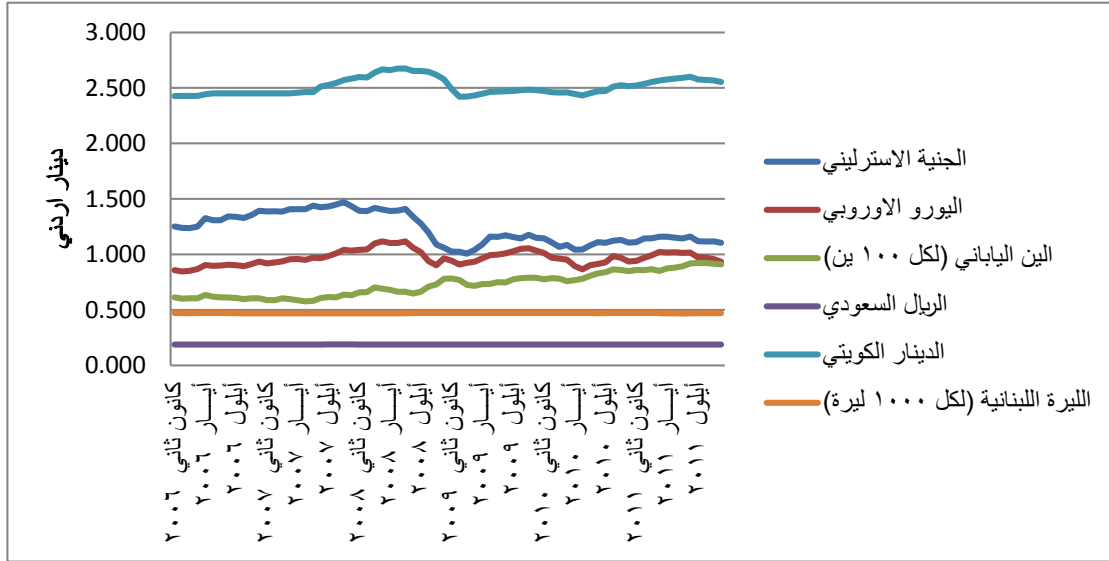
الليرة اللبنانية (لكل ١٠٠٠ ليرة)			الدينار الكويتي			العملة
متوسط الفترة	بيع	شراء	متوسط الفترة	بيع	شراء	
0.469	0.470	0.468	2.451	2.457	2.445	كانون أول ٢٠٠٦
0.469	0.470	0.468	2.584	2.591	2.577	كانون أول ٢٠٠٧
0.472	0.473	0.471	2.578	2.585	2.572	كانون أول ٢٠٠٨
0.472	0.473	0.471	2.480	2.486	2.474	كانون أول ٢٠٠٩
0.472	0.474	0.471	2.515	2.522	2.509	كانون أول ٢٠١٠
0.471	0.472	0.470	2.553	2.559	2.547	كانون أول ٢٠١١

*المصدر: النشرة الإحصائية الشهرية، البنك المركزي الأردني، الأعداد كانون ثاني ٢٠٠٦ إلى كانون أول ٢٠١١.

شكل رقم (٣-١)

التطور الشهري لسعر صرف الدينار الأردني مقابل مجموعة من العملات

٢٠١١ - ٢٠٠٦



المصدر: إعداد الباحث اعتمادا على جدول (٣-٢)

٤-٤ أهمية سعر صرف الدينار الأردني للتجارة الخارجية

تشكل تقلبات سعر صرف الدينار أهمية خاصة على الأداء الاقتصادي العام للأردن والتجارة الخارجية بشكل خاص نظرا للخصائص التي يتميز فيها الاقتصاد الأردني، فمستوردات الأردن تفوق بكثير حجم الصادرات، فقد بلغ عجز الميزان التجاري ٤,٥ مليار دينار عام ٢٠٠٦ وإلى ما قيمته ٧,٧٧٦ مليار دينار أردني عام ٢٠١١ أي بنسبة ٧٢,٨% خلال خمس سنوات وبمعدل ١٤,٥٦% سنويا خلال تلك الفترة، مما أدى إلى انخفاض رصيد المملكة من العملات الأجنبية عام ٢٠١١ بنسبة ٩%.

بعد نمو مضطرد للأعوام ٢٠٠٦، ٢٠٠٧، ٢٠٠٨، ٢٠٠٩ التي بلغت ١١,٧%، ١٢,٣%، ٣١,٦%، ١١,١% على التوالي (البنك المركزي الأردني ٢٠١٢).

ويعتمد الأردن في تجارته الخارجية على الموقع الجغرافي الاستراتيجي، حيث يحتل موقعاً متوسطاً في الشرق الأوسط على خطوط الترانزيت بين دول أوروبا من جهة والسعودية ودول الخليج من جهة أخرى، ويعتبر حلقة وصل ما بين العديد من دول المنطقة، إضافة إلى العلاقات الدولية والاتفاقيات التجارية المميزة، الأمر الذي جعل من الأردن شريكاً تجارياً مع العديد من دول العالم (صيدم، ٢٠١٢). وبشكل رئيس تشمل تجارة الأردن الخارجية الدول العربية التي شكلت حوالي معدل ٤٠% من مجموع التجارة الخارجية الوطنية (مجموع المستوردات والصادرات) خلال السنوات ٢٠٠٦-٢٠١١. تعتبر السعودية الشريك الاقتصادي الرئيس، حيث بلغ معدل التجارة الخارجية معها ٢٣% من مجمل تجارة الأردن الخارجية خلال ٢٠٠٦-٢٠١١ (البنك المركزي الأردني، ٢٠١٢). يستخدم الدولار في التجارة الخارجية مع الدول العربية بشكل رئيس، حيث إن معظم الدول العربية تعتمد أيضاً على سعر صرف ثابت مقابل الدولار الأمريكي (الصادق وآخرون، ٢٠٠٤). وتحتل الدول الآسيوية غير العربية المركز الثاني من تجارة الأردن الخارجية بنسبة ٢٨%، وتشمل اليابان، تركيا، كوريا الجنوبية، الصين الشعبية، ماليزيا، الهند، تايوان، اندونيسيا، ويعتقد أن معظم التبادل التجاري مع هذه الدول بالدولار الأمريكي أيضاً. وتحتل دول الاتحاد الأوروبي المرتبة الثالثة للتجارة الخارجية الأردنية وبنسبة تصل إلى ١٨% من حجم التجارة الخارجية، من أهمها هذه الدول ألمانيا، وإيطاليا، وفرنسا، والمملكة المتحدة وهولندا (البنك المركزي الأردني، ٢٠١٢).

وتعتبر هذه النسبة مهمة نظراً لإمكانية استخدام اليورو الأوروبي في التبادل التجاري مع هذه الدول. في ظل هذه الخصائص للاقتصاد الأردني، الذي تميز بسياسة تحرير الأسواق والانفتاح الاقتصادي والتجاري وتشجيع الاستثمار العربي والأجنبي، تزداد المنافسة للمنتجات الأردنية محلياً وعالمياً (الشعلان، ٢٠١١)، مما يشكل أهمية كبيرة لدور سعر صرف الدينار الأردني، مقابل مختلف العملات، في التجارة الخارجية والنمو الاقتصادي نظراً للميزة النسبية التي يمكن أن يحددها سعر الصرف في تعزيز تنافسية الاقتصاد الوطني (البنك المركزي الأردني، ٢٠١٢).

الفصل الرابع: الطريقة والإجراءات

يتناول الفصل طريقة وإجراءات الدراسة التي يمكن من خلالها اختبار الفرضيات، فيشمل الفصل نموذج الدراسة القياسي، ومجتمع الدراسة والعينة الإحصائية التي تم اعتمادها، وأدوات الدراسة والمعالجات الإحصائية، بما فيها وصف معادلات الانحدار الخطي والعوامل التابعة والمستقلة في هذه المعادلات، بالإضافة إلى مصادر بيانات الدراسة.

٤-١ نموذج الدراسة القياسي

تم تطوير نموذج الدراسة القياسي اعتماداً على نموذج Jorion (1990) الذي يقوم على اختبار الانحدار الخطي المتعدد في قياس حساسية القيمة السوقية لتقلبات سعر الصرف. يستخدم النموذج عاملين مستقلين هما: معدل التغير في سعر صرف العملة لقياس تقلب سعر الصرف، وعامل ضابط يأخذ بعين الاعتبار العوامل الاقتصادية الكلية، ويستخدم لذلك الرقم القياسي العام في البورصة، الذي يقيس عوامل المخاطر المنتظمة في السوق والتي تسمى بيتا السوق. ويستخدم النموذج عامل تابع هو عائد أسعار الأسهم في بورصة الأوراق المالية الذي يمثل القيمة السوقية للمنشأة. وتم تطوير النموذج في هذه الدراسة ليشمل بالإضافة إلى عائد أسعار الأسهم الشركات، عائد أسهم لقطاعات الفرعية، وعائد أسهم القطاعات الاقتصادية كعوامل تابعة لقياس حساسية الصرف على المستويات الثلاثة. ويمكن وصف النموذج رياضياً كالتالي:

$$ABCR_{it} = \alpha_i + \beta_{1i} \Delta EX_t + \beta_{2i} MR_t + u_{it}$$

حيث ترمز كل من هذه العوامل إلى الآتي:

$ABCR_{it}$: ترمز إلى عائد الأسهم، أو عائد القطاع الفرعي أو عائد القطاع الاقتصادي في البورصة i في الفترة t .

ΔEX_t : ترمز إلى معدل التغير في سعر صرف العملة في الفترة t .

MR_t : وترمز إلى الرقم القياسي العام للبورصة وتمثل عائد السوق في الفترة t .

i: ترمز إلى المنشأة أو القطاع الفرعي أو القطاع الاقتصادي.

t: ترمز إلى الفترة الزمنية.

β_{1i} : معامل سعر الصرف، وتسمى حساسية الصرف.

β_{2i} : معامل مخاطر السوق، وتسمى بيتا السوق.

α_i : الجزء الثابت من العائد الذي يتحقق على استثمار عديم المخاطرة

u_{it} : الخطأ العشوائي ويمثل ذلك الجزء من العائد الذي يتغير بشكل عشوائي نتيجة عوامل أخرى خارج النموذج.

٢-٤ مجتمع الدراسة والعينة

١-٢-٤ مجتمع الدراسة

يتكون مجتمع الدراسة من جميع الشركات المساهمة العامة الأردنية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية والتي يبلغ عددها 207 منشآت بتاريخ ٢٠١١/١٢/٣١، مصنفة ضمن ثلاثة وعشرين قطاعاً فرعياً وثلاثة قطاعات اقتصادية.

تشمل الشركات المالية والتي تصنف في بورصة عمان بالقطاع المالي أربعة قطاعات أعمال فرعية هي: البنوك وشركات التأمين وشركات الخدمات المالية المتنوعة وشركات العقارات، حيث بلغ عدد الشركات المالية المدرجة في بورصة عمان ٩٦ منشأة بتاريخ ٢٠١١/١٢/٣١، توزعت ما بين ١٥ بنكاً، ١٩ شركة تأمين، ٢٩ شركة مالية متنوعة و ٣٣ شركة عقارية.

يبلغ عدد الشركات غير المالية في مجتمع الدراسة ١١١ منشأة مصنفة ضمن قطاع الخدمات وقطاع الصناعة، يشمل قطاع الخدمات ستة قطاعات الفرعية تمثل الخدمات الصحية، الفنادق والسياحة، التعليم، الطاقة، النقل، التكنولوجيا والاتصالات، الإعلام،

والخدمات التجارية. ويشمل قطاع الصناعة ١١ قطاعا فرعيا تمثل قطاعات صناعة الأدوية والصناعات الطبية، والصناعات الكيماوية، وصناعات الورق والكرتون، والطباعة والتغليف، وصناعة الغذائية والمشروبات، وصناعة التبغ والسجائر، والصناعات الاستخراجية والتعدينية، والصناعات الهندسية والإنشائية، والصناعات الكهربائية، وصناعة الملابس والجلود، والصناعات الزجاجية والخزفية.

٢-٢-٤ عينة الدراسة

عينة المنشآت: تعتمد الدراسة على أسلوب الحصر من خلال اختيار جميع المنشآت المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية التي تتوافر فيها بيانات إحصائية شهرية منتظمة لأسعار الأسهم للأعوام ٢٠٠٦-٢٠١١، فتم استثناء الشركات التي تتداول أسهمها بشكل متقطع، أو لم يكن لديها تداول لشهر واحد أو أكثر خلال الفترة. عليه تم حصر عينة تتكون من ٩٥ شركة تمثل ٤٦% من عدد المنشآت في مجتمع الدراسة، تضم سلسلة زمنية من ٧٢ مشاهدة لكل منشأة. وتشكل الشركات في عينة الدراسة ما نسبته ٨٧% من القيمة السوقية الكلية للشركات المدرجة في بورصة عمان كما هي بتاريخ ٢٠١١/١٢/٣١. وبالنظر إلى توزيع العينة ما بين شركات مالية وغير المالية، تتكون عينة الدراسة من ٥٣ شركة غير مالية بنسبة ٤٨% من الشركات غير المالية في مجتمع الدراسة، تمثل جميع القطاعات باستثناء قطاع الطباعة والتغليف، وقطاع الأغذية والمشروبات لعدم انتظام بياناتها الإحصائية نتيجة انقطاع أسهمها عن التداول في بعض الأشهر خلال فترة الدراسة. وتتكون العينة من ٤٢ شركة مالية تمثل ما نسبة ٤٤% من الشركات المالية في مجتمع الدراسة، توزعت ما بين ١٤ بنكاً شكلت بنسبة ٩٦%، و ٥ شركات تأمين بنسبة ٢٦% و ٩ شركات خدمات مالية متنوعة بنسبة ٣١% و ١٤ شركة عقارات بنسبة ٤٤%. من الجدير بالذكر أن للشركات المالية أهمية خاصة نظرا لدورها في السياسة المالية والنقدية العامة، ونسبة مساهمتها في بورصة عمان

حيث احتلت الشركات المالية ٥٠,٢% من مجموع القيمة السوقية في بورصة عمان في نهاية عام ٢٠١١، ونسبة مساهمة البنوك وحدها بلغت ٤٣,٨٨% من مجموع القيمة السوقية المسجلة بنهاية عام ٢٠١١. ويبين الجدول رقم (٤-١) حجم وتوزيع عينة الدراسة التي تم تطبيق النموذج الإحصائي عليها ومجتمع الدراسة للشركات المدرجة في بورصة عمان بتاريخ ٢٠١١/١٢/٣١.

عينة قطاعات الأعمال الفرعية: تعتمد الدراسة على أسلوب الحصر للقطاعات الفرعية، فتتكون العينة من جميع قطاعات الأعمال الفرعية التي تشمل ٢٣ قطاع أعمال فرعي للفترة ٢٠٠٦-٢٠١١، حسب التوزيع القطاعي المعتمد في بورصة عمان منذ عام ٢٠٠٦.

عينة القطاعات الاقتصادية: تعتمد الدراسة على أسلوب الحصر، فتتكون العينة من جميع القطاعات الاقتصادية التي تشمل ثلاثة قطاعات اقتصادية في بورصة عمان.

وتتماشى نسبة العينة من مجتمع الدراسة مع متطلبات المعنوية الإحصائية اللازمة على مستويات الدراسة الثلاثة، لذلك يمكن تعميم النتائج التي يتم التوصل إليها من خلال دراسة العينة على مجتمع الدراسة الأصلي، بالإضافة إلى تقليل الخطأ الإحصائي من النوع الأول.

جدول رقم (٤-١)

مجتمع وعينة الدراسة

التصنيف القطاعي	مجتمع الدراسة* (عدد المنشآت المدرجة في بورصة عمان بتاريخ ٢٠١١/١٢/٣١)	عينة الدراسة	نسبة العينة من مجتمع الدراسة
البنوك	15	14	93%
التأمين	19	5	26%
الخدمات المالية المتنوعة	29	9	31%
العقارات	33	14	42%
مجموع القطاع المالي	96	42	44%
الخدمات الصحية	4	2	50%
الخدمات التعليمية	5	4	80%
الفنادق و السياحة	8	5	63%
النقل	11	5	45%
التكنولوجيا و الاتصالات	1	1	100%
الإعلام	2	2	100%
الطاقة و المنافع	3	2	67%
الخدمات التجارية	14	6	43%
مجموع قطاع الخدمات	48	27	56%
الأدوية و الصناعات الطبية	6	2	33%
الصناعات الكيماوية	8	5	63%
صناعات الورق و الكرتون	3	1	33%
الطباعة و التغليف	2	0	0%
الأغذية و المشروبات	9	0	0%
التبغ والسجائر	2	2	100%
الصناعات الاستخراجية والتعدينية	13	6	46%
الصناعات الهندسية و الانشائية	9	3	33%
الصناعات الكهربائية	4	2	50%
صناعات الملابس و الجلود و النسيج	5	3	60%
الصناعات الزجاجية و الخزفية	2	2	100%
مجموع قطاع الصناعة	63	26	41%
المجموع	207	95	46%

المصدر: إعداد الباحث

٣-٤ أدوات الدراسة والمعالجات الإحصائية

تستخدم الدراسة منهجية التحليل الإحصائي التطبيقي والوصفي، واعتمد المنهج القياسي على تقدير معادلات الانحدار الخطي المتعدد لاختبار الفرضيات بطريقة المربعات الصغرى الاعتيادية Ordinary Least Squares Regression (LS) وتم اعتماد مستوى الدلالة ٥% (أي فترة الثقة ٩٥%) لقبول أو رفض فرضيات الدراسة. ويمكن وصف نماذج معادلات الانحدار الخطي التي يستخدمها النموذج لاختبار فرضيات الدراسة كالآتي:

$$AR_{it} = \alpha_i + \beta_{1i} \Delta EEX_t + \beta_{2i} MR_{t+} + u_{it} \text{-----} \quad (1)$$

$$AR_{it} = \alpha_i + \beta_{1i} \Delta YEX_t + \beta_{2i} MR_{t+} + u_{it} \text{-----} \quad (2)$$

$$BR_{it} = \alpha_i + \beta_{1i} \Delta EEX_t + \beta_{2i} MR_{t+} + u_{it} \text{-----} \quad (3)$$

$$BR_{it} = \alpha_i + \beta_{1i} \Delta YEX_t + \beta_{2i} MR_{t+} + u_{it} \text{-----} \quad (4)$$

$$CR_{it} = \alpha_i + \beta_{1i} \Delta EEX_t + \beta_{2i} MR_{t+} + u_{it} \text{-----} \quad (5)$$

$$CR_{it} = \alpha_i + \beta_{1i} \Delta YEX_t + \beta_{2i} MR_{t+} + u_{it} \text{-----} \quad (6)$$

المتغيرات التابعة:

(١) (AR_{it}) : ويمثل هذا المتغير عائد السهم والذي تم اعتماده كمؤشر للقيمة السوقية للمنشآت المدرجة في البورصة ويمثله التغير في سعر الإغلاق الشهري في البورصة، الذي يتم قياسه كالآتي:

$$AR_{it} = AR_{it0} - AR_{it-1}$$

AR_{it} : العائد الشهري للسهم للأعوام ٢٠١١-٢٠٠٦.

AR_{it0} : سعر الإغلاق الشهري للسهم في الشهر الحالي.

AR_{it-1} : سعر الإغلاق الشهري للسهم في الشهر السابق.

(٢) (BR_{it}) : عائد قطاع الأعمال الفرعي للسهم الذي تم اعتماده للقيمة السوقية لقطاعات الأعمال الفرعية للمنشآت المحلية المدرجة في البورصة، ويمثله التغير في الرقم القياسي الشهري لأسعار الأسهم قطاعات الأعمال الفرعية للأعوام ٢٠١١-٢٠٠٦. ويقاس كالآتي:

$$BR_{it} = BR_{it0} - BR_{it-1}$$

BR_{it} : العائد الشهري للقطاع الفرعي للأعوام ٢٠١١-٢٠٠٦.

BR_{it0} : الرقم القياسي الشهري للقطاع الفرعي في الشهر الحالي.

BR_{it-1} : الرقم القياسي الشهري للقطاع الفرعي في الشهر السابق.

(٣) (CR_{it}) : عائد القطاع الاقتصادي في بورصة عمان، السهم والذي تم اعتماده للقيمة السوقية للقطاعات الاقتصادية للمنشآت المحلية المدرجة في البورصة، ويمثله التغير في الرقم القياسي الشهري لأسعار الأسهم في القطاعات الاقتصادية للأعوام ٢٠١١-٢٠٠٦. ويقاس كالآتي:

$$CR_{it} = CR_{it0} - CR_{it-1}$$

CR_{it} : العائد الشهري للقطاع الاقتصادي في البورصة للأعوام ٢٠١١-٢٠٠٦.

CR_{it0} : الرقم القياسي الشهري للقطاع الاقتصادي في الشهر الحالي.

CR_{it-1} : الرقم القياسي الشهري للقطاع الاقتصادي في الشهر السابق.

المتغيرات المستقلة:

١) تقلبات سعر صرف الدينار الأردني: يتم قياس تقلبات سعر الصرف من خلال معدل التغير الشهري لسعر صرف الدينار الأردني الحقيقي، ومقابل عملتين عالميتين هما اليورو الأوروبي والين الياباني، كالتالي:
أ- معدل التغير في سعر صرف الدينار الأردني مقابل اليورو الأوروبي ويرمز له بالرمز ΔEEX_t . والذي يتم قياسه كالتالي:

$$\Delta EEX_t = (EEX_{t0} - EEX_{t-1}) / (EEX_{t-1}) \times 100\%$$

ΔEEX_t : معدل التغير الشهري في سعر صرف الحقيقي للدينار الأردني

مقابل اليورو الأوروبي للأعوام ٢٠٠٦-٢٠١١.

EEX_{t0} : سعر صرف الدينار الأردني الحقيقي في الشهر الحالي.

EEX_{t-1} : سعر صرف الدينار الأردني الحقيقي في الشهر السابق.

ب- معدل التغير في سعر صرف الدينار الأردني الحقيقي مقابل الين الياباني ويرمز له بالرمز ΔYEX_t . والذي يتم قياسه كالتالي:

$$\Delta YEX_t = (YEX_{t0} - YEX_{t-1}) / YEX_{t-1} \times 100\%$$

ΔYEX_t : معدل التغير الشهري في سعر صرف الدينار الأردني مقابل اليورو

الأوروبي للأعوام ٢٠٠٦-٢٠١١.

YEX_{t0} : سعر صرف الدينار الأردني الحقيقي في الشهر الحالي.

YEX_{t-1} : سعر صرف الدينار الأردني الحقيقي في الشهر السابق.

٢) العائد الكلي للسوق، ويقاس بالتغير في الرقم القياسي العام المرجح لأسعار الأسهم في بورصة عمان. والذي يتم قياسه كالآتي:

$$MR_t = MR_{t0} - MR_{t0-1}$$

MR_t : التغير في الرقم القياسي الشهري العام المرجح لأسعار الأسهم للأعوام ٢٠٠٦-٢٠١١.

MR_{t0} : الرقم القياسي العام المرجح لأسعار الأسهم في بورصة عمان في الشهر الحالي.

MR_{t0-1} : الرقم القياسي العام المرجح لأسعار الأسهم في بورصة عمان في الشهر السابق.

٤-٤ اختبارات الدلالة الإحصائية

استخدمت الدراسة نوعين من البيانات في اختبارات الدلالة الإحصائية لمعادلات الانحدار، كالآتي:

- السلاسل الزمنية المقطعية المجمعة Pooled Time Series-Cross Section، التي تسمى Panel Data، مع معالجة مشكلة اختلاف التباين Heteroscedasticity المحتمل في السلاسل والبيانات من خلال Panel Cross section weights، (Kennedy, 2003, p301). بالتالي يمكن قبول أو رفض كل فرضية من فرضيات الدراسة بشكل كلي مُجمع، لجميع المنشآت أو لجميع القطاعات الفرعية أو لجميع القطاعات الاقتصادية، وحسب المعالجة الإحصائية لمعادلات الانحدار المستخدمة.
- السلاسل زمنية المتصلة Time Series لتقدير ومعرفة حساسية الصرف لكل منشأة ولكل قطاع فرعي ولكل قطاع اقتصادي على حدة، بالتالي تجنب التحيز المحتمل في السلاسل المقطعية لكل وحده تحليل (Kennedy, 2003, p319).
- فتم اختبار ٢٤٢ معادلة انحدار تضم ٩٥ منشأة، و ٢٣ قطاعاً فرعياً و ٣ قطاعات اقتصادية، باعتماد اليورو الأوروبي والين الياباني، ضمن سلسلة زمنية شهرية مكونة من ٧٢ مشاهدة.

وتم تطبيق اختبارات القوة الإحصائية لجميع معادلات الانحدار، وشملت اختبار دوربين واتسون (DW) لاختبار مشكلة الارتباط الذاتي لقيم المتغير العشوائي، واختبار (t) لمعرفة دلالة كل عامل من العوامل المستقلة، واختبار (F) لمعرفة دلالة كل معادلة انحدار، بالإضافة إلى اختبار معامل التحديد المعدل (R^2) لمعرفة نسبة التفسير في المتغير التابع الذي يعزى إلى التغير في المتغيرات المستقلة لكل معادلة. ولتحديد سكون السلاسل الزمنية، تم اختبار جذر الوحدة عن طريق اختبار ديكي فولر المطور Augmented Dickey-Fuller (Test). تم تقدير جميع المعادلات والاختبارات الإحصائية اللازمة من خلال البرنامج Econometric Views (EViews 7.1).

٤-٥ مصادر البيانات

تعتمد الدراسة على المصادر الأولية والثانوية المتمثلة في المراجع العربية والأجنبية ذات العلاقة بالموضوع قيد البحث، التي تشمل الكتب، والأبحاث المحكمة، والتقارير المحلية والدولية التي تناولت الموضوع. وتم جمع البيانات الإحصائية من النشرات الإحصائية الشهرية الصادرة من بورصة عمان للأوراق المالية والتقارير الإحصائية الشهرية الصادرة من البنك المركزي الأردني للفترة الممتدة من شهر كانون ثانٍ ٢٠٠٦ إلى شهر كانون أول ٢٠١١.

الفصل الخامس: نتائج الدراسة

يتناول هذا الفصل عرضاً مفصلاً لنتائج التقدير الإحصائي لمعادلات الانحدار الخطي التي تختبر فرضيات الدراسة. بالإضافة إلى تناول دلائل القوة والمعنوية الإحصائية لجميع معادلات الانحدار المقدر.

١-٥ الفرضية الأولى: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى دلالة ($\alpha = 0.05$) للتغير في سعر صرف الدينار الأردني مقابل اليورو الأوروبي على عائد أسهم الشركات المساهمة العامة.

يبين الملحق رقم (١) نتائج الانحدار للسلاسل الزمنية المقطعية Panel Data Regression والتي تشير إلى رفض فرضية الدراسة الأولى عند مستوى الدلالة ($\alpha = 0.05$) حسب اختبار t لمعامل سعر صرف اليورو. تبين هذه النتيجة أن معدل التغير في سعر صرف الدينار الأردني مقابل اليورو ذو أثر على عائد الشركات المساهمة العامة في العينة، وتدلل القيمة السالبة لمعامل صرف اليورو على اتجاه طردي، اعتماداً على طريقة التسعير المباشر للدينار الأردني التي تستخدمها الدراسة كما تم بيانه في الإطار النظري، فتتضرر قيمة الشركات من تخفيض قيمة الدينار الأردني مقابل اليورو الأوروبي وتستفيد في حال ارتفاع سعر صرف الدينار الأردني بمعامل حساسية منخفض نسبياً بلغ -٠,٠٠٤١.

ويبين الملحق رقم (٢) نتائج تحليل الانحدار للسلاسل الزمنية المتصلة التي تم فيها تقدير ٩٥ معادلة انحدار لمعرفة حساسية صرف اليورو الأوروبي لكل منشأة. ويبين الجدول رقم (١-٥) نتائج تقدير الانحدار للشركات التي لديها حساسية صرف ذات دلالة إحصائية عند ($\alpha = 0.05$) حسب اختبار t لمعامل سعر الصرف، التي بلغ عددها ٢٤ شركة تشكل ما نسبته ٢٥% من الشركات في العينة، بالتالي رفض الفرضية الأولى لتلك الشركات. ويشير الجدول رقم (١-٥) أن قيمة حساسية صرف اليورو سالبة في ٢٠ شركة بنسبة ٨٣% من الشركات التي لديها حساسية صرف،

بذلك يكون الاتجاه العام لتقلب سعر صرف اليورو ايجابيا مع قيمة الشركة. عليه تستفيد معظم الشركات من ارتفاع سعر صرف الدينار الأردني اليورو الأوروبي، وتتضرر في حال انخفاض سعر الصرف. وتبين النتائج أن حساسية صرف اليورو الأوروبي أعلى من متوسط مخاطر السوق لدى الشركات التي لديها حساسية صرف، كما يبينها معامل بيتا، وبمعنوية إحصائية حسب اختبار t عند $(\alpha = 0.05)$.

جدول رقم (١-٥)

منشآت لديها حساسية صرف لليورو الأوروبي

عند $(\alpha = ٠,٠٥)$ لاختبار t

اختبار F	اختبار DW	R^2	بيتا السوق		حساسية الصرف		الشركات المساهمة العامة	الرقم
			الدلالة	القيمة	الدلالة	القيمة		
البنوك								
13.600	2.338	28.0%	0.000	0.000	0.014	-0.008	البنك التجاري الأردني	1
8.200	2.008	30.0%	0.000	0.000	0.000	-0.032	بنك الاستثمار العربي الأردني	2
9.670	1.580	20.0%	0.000	0.001	0.020	-0.021	بنك الإتحاد	3
17.800	1.849	33.0%	0.000	0.000	0.008	-0.012	بنك المؤسسة العربية المصرفية/الاردن	4
16.800	1.630	31.0%	0.000	0.001	0.009	-0.021	البنك الاستثماري	5
15.400	1.730	30.0%	0.000	0.000	0.000	-0.016	بنك المال الأردني	6
17.700	1.960	32.0%	0.000	0.000	0.018	-0.010	البنك الأهلي الأردني	7

الخدمات المالية							
22.100	2.390	37.0%	0.000	0.000	0.015	-0.011	8 الاستثمارية القابضة للمغربين الاردنيين
32.700	2.270	47.0%	0.000	0.002	0.038	-0.014	9 الامين للاستثمار
16.900	1.910	31.0%	0.000	0.003	0.025	-0.043	10 المتحدة للاستثمارات المالية
العقارات							
7.200	1.670	15.0%	0.000	0.000	0.06	-0.003	11 الأردن دبي للأموال
16.140	2.040	31.0%	0.000	0.000	0.048	-0.160	12 المحفظة العقارية الاستثمارية
7.880	2.420	32.0%	0.000	0.002	0.038	-0.027	13 المستثمرون والشرق العربي للاستثمارات الصناعية
9.260	2.260	23.0%	0.000	0.000	0.008	-0.016	14 عمد للاستثمار والتنمية العقارية
3.150	1.770	57.0%	0.060	-0.001	0.050	-0.076	15 إعمار للتطوير والاستثمار العقاري
النقل							
18.600	1.820	33.0%	0.000	0.000	0.054	-0.010	16 النقليات السياحة الاردنية / جت
5.200	1.980	31.0%	0.003	0.000	0.008	-0.010	17 الاردنية للاستثمار والنقل / الفا

التكنولوجيا و الاتصالات							
18.700	2.320	34.0%	0.000	0.000	0.023	-0.022	18 الاتصالات الأردنية
الطاقة							
20.800	2.080	37.0%	0.000	0.003	0.016	0.048	19 مصفاة البترول الأردنية
الصناعات الكيماوية							
11.700	1.820	24.0%	0.000	0.000	0.050	-0.003	20 الوطنية لصناعة الكلورين
14.400	1.880	21.1%	0.960	0.000	0.010	-0.029	21 المتكاملة للمشاريع المتعددة
الصناعات الاستخراجية							
34.400	2.170	49.0%	0.620	0.017	0.040	0.254	22 مناجم الفوسفات الاردنية
17.740	2.080	35.0%	0.000	0.000	0.040	0.048	23 مصانع الاسمنت الأردنية
11.200	2.110	23.0%	0.000	0.018	0.017	0.030	24 حديد الأردن

- DW- critical value (DL: ١,٥٨٦٤٨ - DU 1.64352) at %٥ Significance Level.
- F- test critical value 3.1297 at 5% Significance Level.
- t - test critical value 1.6673 at 5% Significance Level.

المصدر: إعداد الباحث

وبين التقدير الإحصائي النتائج الآتية لحساسية صرف اليورو الأوروبي لدى الشركات المالية وغير المالية:

(١) حساسية صرف اليورو الأوروبي لدى الشركات المالية

دلت نتائج التقدير أن ١٥ شركة مالية تشكل ما نسبته ٣٧% من الشركات المالية في عينة الدراسة لديها

حساسية صرف لليورو الأوروبي،

ودلت النتائج أن البنوك من أكثر الشركات المالية عرضة إلى حساسية الصرف، فتبين أن ٥٠% من البنوك المحلية في عينة الدراسة لديها حساسية صرف اقتصادية لليورو الأوروبي تراوحت قيمها ما بين ٠,٠٠٨- للبنك التجاري الأردني إلى ٠,٠٣٢- لبنك الاستثمار العربي. بالتالي تدل هذه النتائج أن البنوك تتضرر قيمتها من تخفيض قيمة الدينار الأردني وتستفيد في حال ارتفاع سعر صرف الدينار الأردني مقابل اليورو الأوروبي وبمعدلات حساسية صرف متقاربة إلى حد بعيد.

وبينت النتائج عدم تعرض شركات التأمين في العينة إلى حساسية صرف اليورو، فدل التقدير الإحصائي على قبول الفرضية الأولى لجميع شركات التأمين الست في العينة، نظرا لارتفاع قيمة الدلالة الإحصائية المحسوبة إلى أكثر من ٠,٠٥، وانخفاض قيمة اختبار F. يمكن تفسير هذه النتيجة اعتمادا على عدم وجود شركات متخصصة في حقل إعادة التأمين في الأردن وإما تقوم شركات التأمين الأردنية بإعادة التأمين في شركات إعادة تأمين عربية و أجنبية، بالتالي قد تكون معزل عن أية مخاطر محتملة لتقلبات سعر الصرف. وبالنسبة لشركات الخدمات المالية المتنوعة، بينت النتائج أن ٣ شركات تمثل ٣٤% من المنشآت في العينة لديها حساسية صرف لليورو، بمعدلات متقاربة بلغت ٠,٠١١- للشركة الاستثمارية القابضة، و ٠,٠١٤- لشركة الأمين للاستثمار المالي و ٠,٠٤٣- للشركة المتحدة المالية للاستشارات.

تبين النتائج أيضا أن اتجاه حساسية صرف اليورو في شركات الخدمات المالية المتنوعة مشابه للبنوك، حيث بين التقدير الإحصائي قيماً سالبة لحساسية صرف اليورو الأوروبي مع عائد الأسهم لدى منشآت الخدمات المالية المتنوعة. بالتالي يكون اتجاه التأثير ايجابيا، فتتضرر هذه الشركات من تخفيض سعر صرف الدينار مقابل اليورو، وتستفيد في حال ارتفاعه. وبينت نتائج التقدير الإحصائي أن ٤ شركات عقارية لديها حساسية صرف لليورو الأوروبي تشكل حوالي ٢٧% من الشركات العقارات في العينة، فتتضرر هي الأخرى من تخفيض سعر صرف الدينار الأردني مقابل اليورو الأوروبي وتستفيد في حال ارتفاع سعر صرف الدينار، وبمعدل حساسية صرف بلغ ٠,٠٠٣- لشركة دبي للأموال، و ٠,١٦- لشركة المحفظة العقارية للاستثمارات، و ٠,٠٧٦- لشركة أعمار للتطوير العقاري و ٠,٠١٦- لشركة عمد للاستثمار، و ٠,٠٢٧- لشركة المستثمرين والشرق العربي.

٢) حساسية صرف اليورو الأوروبي لدى الشركات غير المالية

تدل النتائج على وجود ٩ شركات غير مالية فقط لديها دلالة إحصائية مع سعر صرف الدينار مقابل اليورو الأوروبي تمثل حوالي ١٧% من الشركات في العينة، مقارنة مع ٣٧% في الشركات المالية. بينت النتائج أن قيمة حساسية الصرف سالبة في قطاع النقل حيث بلغت -٠,٠١٠ لكل من شركة النقل السياحية الأردنية والأردنية للاستثمار والنقل السياحي، وبلغت -٠,٠٢٢ لشركة الاتصالات الأردنية، و-٠,٠٠٣ للشركة الوطنية لصناعة الكلورين و-٠,٠٢٩ للشركة المتكاملة للمشاريع المتعددة.

بالتالي تتضرر هذه الشركات من تخفيض سعر صرف الدينار الأردني مقابل اليورو الأوروبي، وتستفيد إذا ارتفع سعر الصرف.

وبينت النتائج قيمة حساسية صرف موجبة في شركات الصناعات الاستخراجية والتعدينية والتي بلغت ٠,٠٤٨ لدى مصفاة البترول الأردنية و ٠,٠٣٠ لشركة حديد الأردن، و ٠,٠٤٨ لشركة مصانع الاسمنت، وبلغت ٠,٢٥٤ لشركة مناجم الفوسفات، وهي أعلى قيمة حساسية صرف لليورو بين جميع المنشآت في عينة الدراسة.

بالتالي تستفيد هذه الشركات من تخفيض سعر صرف الدينار الأردني مقابل اليورو الأوروبي، وتتضرر في حال ارتفاع سعر الصرف. وقد يكون السبب في هذه العلاقة قدرة هذه الشركات على المنافسة في السوق العالمي حال انخفاض قيمة الدينار الأردني، كما تم بيانه في الإطار النظري.

وبالنظر إلى قوة التحليل الإحصائي لاختبار الفرضية الأولى في الشركات التي لديها دلالة إحصائية لحساسية صرف لليورو الأوروبي، كما يبينها الجدول (٥-٢)، تبين النتائج أن معامل التحديد المعدل (R^2)، (الذي يفسر نسبة مساهمة تقلبات سعر صرف الدينار الأردني مقابل اليورو الأوروبي بالإضافة إلى عائد السوق في تفسير مقدار التغير في عوائد الأسهم)، تتراوح قيمته لمعادلات السلاسل الزمنية المقطعية ١٠%. اما في السلاسل الزمنية المتصلة بلغت قيمة معامل التحديد المعدل ما بين ٠,٣٠ و ٠,٥٧ في ١٨ شركة (٧٥%)، وما بين ٠,٢ و ٠,٣٠ في ٦ شركات، بمعدل عام بلغ بالمتوسط ٠,٣٠%. تعتبر هذه النسب منخفضة،

إلا أن الدراسات بينت أن هذه النسب مقبولة عند تحليل العوامل المؤثرة في أسعار الأسهم في الأسواق المالية بسبب تعدد وتنوع العوامل التي يمكن أن تؤثر في أسعار الأسهم (MacDonald, 2007).
 أما باقي اختبارات القوة الإحصائية، فجميع النتائج بينت قيماً مقبولة إحصائياً لاختبار t واختبار F عند مستوى دلالة إحصائية ($\alpha = 0.05$)، وعدم وجود مشكلة الارتباط الخطي كما يبينها اختبار دوربين واتسون. وبينت نتائج اختبار جذر الوحدة سكون جميع المتغيرات في النموذج المستخدم عند المستوى $I(0)$ باستخدام الثابت، والقاطع والاتجاه العام وبدونهما، بدلالة معنوية ($\alpha = 0.05$)، وذلك يعني أن السلاسل الزمنية للنموذج مستقرة وتسير بشكل عشوائي.

٢-٥ الفرضية الثانية: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى دلالة ($\alpha = 0.05$) للتغير في سعر صرف الدينار الأردني مقابل الين الياباني على عائد أسهم الشركات المساهمة العامة.

يبين الملحق رقم (١) نتائج الانحدار للسلاسل الزمنية المقطعية Panel Data Regression التي تشير إلى رفض فرضية الدراسة الثانية عند مستوى الدلالة ($\alpha = 0.05$) حسب اختبار t لمعامل. تدل هذه النتيجة أن معدل التغير في سعر صرف الدينار الأردني مقابل الين الياباني ذو أثر على عائد الشركات المساهمة العامة في العينة، وتدلل القيمة الموجبة لمعامل سعر صرف الين على اتجاه عكسي، فتستفيد الشركات من تخفيض قيمة الدينار الأردني مقابل اليورو الأوروبي وتتضرر في حال ارتفاع سعر صرف الدينار الأردني، بمعامل حساسية أقل من حساسية صرف اليورو بلغت ٠,٠٠٣١.

ويبين الملحق رقم (٣) نتائج تحليل الانحدار للسلاسل الزمنية المتصلة لاختبار الفرضية الثانية، التي تم فيها تقدير ٩٥ معادلة انحدار لمعرفة حساسية الصرف الاقتصادية للين الياباني لكل منشأة في عينة الدراسة. ويبين الجدول رقم (٢-٥) نتائج تقدير الانحدار للشركات التي لديها حساسية صرف للين ذات دلالة إحصائية عند مستوى الدلالة ($\alpha = 0.05$) حسب اختبار t ، التي بلغ عددها ١٠ شركات، تشكل حوالي نسبته ١٠% فقط من المنشآت في العينة، بالتالي رفض الفرضية الثانية لتلك الشركات العشر. تدل هذه النتائج على انخفاض قيمة حساسية صرف الين الياباني بشكل عام،

وانخفاض عددها بالمقارنة مع عدد الشركات التي لديها حساسية صرف اليورو التي شكلت ٢٤% من الشركات. وتظهر النتائج أن معظم قيم حساسية صرف الين موجبة، بنسبة ٧٠%، على عكس اتجاه الحساسية مع صرف اليورو، بذلك يكون الاتجاه العام لتقلب سعر صرف الين عكسيا مع قيمة الشركة، وعلية تتضرر الشركات التي لديها حساسية صرف للين من ارتفاع سعر الصرف، وتستفيد في حال انخفاض سعر صرف الدينار الأردني مقابل الين الياباني، كما بينتها أيضا نتائج تحليل السلاسل الزمنية المقطعية. تدل النتائج أيضا أن حساسية صرف الين الياباني أعلى من مخاطر السوق مقارنة مع معامل بيتا بشكل متقارب مع نتائج اختبار الفرضية الأولى.

وبين التقدير الإحصائي النتائج الآتية للمنشآت المالية وغير المالية لحساسية صرف الين الياباني:

(١) حساسية صرف الين الياباني لدى المنشآت المالية

بلغ عدد الشركات المالية التي لديها حساسية صرف للين ٦ شركات مالية تشكل ١٤% من الشركات المالية في عينة الدراسة. من بين الشركات المالية دلت نتائج التقدير على أن بنكاً واحداً فقط (بنك الاتحاد الأردني) من بين البنوك المحلية الأردنية لديه حساسية صرف للين الياباني، بلغت قيمة حساسية الصرف لديه ٠,٠٤١. وتدلل قيمة الحساسية الموجبة على علاقة عكسية ما بين تقلب سعر صرف الدينار الأردني مقابل الين وقيمة البنك، أي أنه يستفيد من تخفيض قيمة الدينار الأردني تجاه الين الياباني، ويتضرر في حال ارتفاع سعر صرف الدينار مقابل الين الياباني، على عكس حساسية هذا البنك مع تقلب صرف اليورو الأوروبي.

وبينت النتائج عدم تعرض أية شركة تأمين في العينة إلى حساسية صرف الين الياباني، فدل التقدير الإحصائي على قبول الفرضية الثانية لجميع شركات التأمين الست في العينة نظرا لارتفاع قيمة الدلالة الإحصائية المحسوبة إلى أكثر من ٠,٠٥، حسب اختبار t ، وانخفاض قيمة اختبار F . وهي نتيجة مشابهة لاختبار الفرضية الأولى مع حساسية صرف اليورو الأوروبي، التي فسرت على أن شركات التأمين الأردنية تقوم بإعادة التأمين في شركات إعادة تأمين عربية و أجنبية ولا توجد شركات إعادة تأمين أردنية. أما شركات الخدمات المالية المتنوعة، بينت النتائج أن ٣ شركات تمثل حوالي ٣٣% من المنشآت في العينة لديها حساسية صرف للين الياباني، بمعدلات متفاوتة بلغت أعلاها في شركة الشرق العربي للاستثمارات المالية بقيمة ٠,١٥٦،

تليها شركة المتحدة للاستثمارات المالية بقيمة ٠,٠٩، وشركة الثقة للاستثمارات الأردنية بقيمة ٠,٠٢٣. -
 . تبين هذه النتائج أن شركة الثقة للاستثمارات الأردنية تتضرر من انخفاض سعر صرف الدينار الأردني مقابل
 الين الياباني لقيمة حساسية سالبة، بينما تستفيد الشركات الأخرى نتيجة قيمة حساسية صرف الين الموجبة
 لديها.

ودلت نتائج التقدير للمنشآت العقارية إن شركتين تشكلان حوالي ١٤% من شركات العقارات في العينة
 لديها حساسية صرف للين الياباني، وان لديها قيمة حساسية صرف موجبة، حيث تراوحت قيمة حساسية الصرف
 لهذه الشركات ما قيمته ٠,٠٥٠، لدى شركة العرب للتنمية و٠,٠٢٣، للشركة العقارية الأردنية، بالتالي تتضرر من
 ارتفاع سعر صرف الدينار الأردني مقابل الين الياباني وتستفيد في حال انخفاضه.

٢) حساسية صرف الين الياباني لدى المنشآت غير المالية

تدل النتائج على وجود ٤ شركات غير مالية فقط لديها دلالة إحصائية لتقلب سعر صرف الدينار الأردني
 مقابل الين الياباني، تشكل حوالي ٧,٥% من الشركات غير المالية في العينة (مقارنة مع ١٠% في الشركات المالية).
 وتبين النتائج أن قيمة معامل حساسية صرف الين الياباني موجبة في شركتين، بالتالي تستفيد من أي انخفاض في
 سعر الصرف. وقيمة حساسية سالبة في شركتين تتضرران من انخفاض سعر صرف الدينار مقابل الين. ويلاحظ من
 الجدول (٢-٥) أن الشركات التي يمكن أن تستفيد من تخفيض الدينار تنتمي إلى قطاع الخدمات،

وهي شركة زاره للاستثمار القابضة في قطاع الفنادق، وشركة الخطوط البحرية في قطاع النقل بحساسة
 صرف للين قيمتها ٠,٠١٤ و ٠,٠٢٨ على التوالي. أما الشركات التي تستفيد من ارتفاع سعر صرف الدينار مقابل
 الين فتتنتمي إلى قطاع الصناعة، هي: الشركة المتكاملة للمشاريع المتعددة لصناعة المبيدات في قطاع الصناعات
 الكيماوية حيث بلغت حساسية صرف الين لديها ٠,٠٦-، والشركة العربية للصناعات الكهروإلكترونية التي بلغت
 حساسية صرف الين لديها ٠,٠٧-.

ويلاحظ تقارب كبير في القيمة المطلقة لحساسية صرف اليورو الأوروبي وحساسية صرف الين الياباني
 لدى الشركات، كما تبينها نتائج اختبار الفرضية الأولى والثانية، إلا أن اتجاه التأثير مختلف.

وبالنظر إلى قوة التحليل الإحصائي لمعادلة انحدار اختبار الفرضية الثانية في الشركات التي بين التقدير دلالتها الإحصائية لحساسية صرف البن، تبين النتائج أن معامل التحديد المعدل (\bar{R}^2)، تتراوح قيمته ما بين ٠,٢٥ و٠,٤٩ في ١١ من ١٥ شركة (٧٤%) بمعدل عام بلغ بالمتوسط ٠,٣٠%، وتعتبر هذه النسب منخفضة، إلا أن العديد من الدراسات بينت هذه النسب مقبولة عند تحليل العوامل المؤثرة في أسعار الأسهم في الأسواق المالية، بسبب تعدد وتنوع العوامل التي يمكن أن تؤثر في أسعار الأسهم، كما تم بيانه سابقا.

أما باقي اختبارات القوة الإحصائية، فجميع النتائج في الجدول (٥-٢) بينت قيماً مقبولة إحصائياً لاختبار t واختبار F عند مستوى دلالة ($\alpha = 0.05$)، وعدم وجود مشكلة الارتباط الخطي كما يبينها اختبار دوربين واتسون.

وبينت نتائج اختبار جذر الوحدة سكون جميع المتغيرات في النموذج المستخدم عند المستوى $I(0)$ باستخدام الثابت، والقاطع والاتجاه العام وبدونهما، بدلالة معنوية إحصائية عند ($\alpha = 0.05$)، وذلك يعني أن السلاسل الزمنية للنموذج مستقرة وتسير بشكل عشوائي.

جدول رقم ٥-2

منشآت لديها حساسية صرف للبن الياباني

عند ($\alpha = ٠,٠٥$) لاختبار t

اختبار F	اختبار DW	\bar{R}^2	بيتا السوق		حساسية الصرف		الشركات المساهمة العامة	الرقم
			القيمة	الدلالة*	القيمة	الدلالة*		
البنوك								
١١,٤٠	1.65	0.25	0.000	0.0010	0.040	0.041	بنك الإتحاد	1
الخدمات المالية المتنوعة								
15.45	1.64	0.33	0.090	0.0010	0.035	-0.023	الثقة للاستثمارات الأردنية	٢
13.30	2.28	0.27	0.000	0.0040	0.008	0.156	الشرق العربي للاستثمارات المالية	٣
19.24	1.82	0.35	0.000	0.0040	0.036	0.090	المتحدة للاستثمارات المالية	٤

العقارات								
13.43	1.65	0.26	0.050	0.0100	0.030	0.050	العرب للتنمية العقارية كورب	٥
22.60	1.66	0.39	0.000	0.0010	0.026	0.023	العقارية الأردنية للتنمية	٦
الفنادق والسياحة								
9.02	2.60	0.25	0.001	0.0002	0.011	0.014	زاره للاستثمار القابضة	7
النقل								
16.00	1.66	0.30	0.000	0.0010	0.016	0.028	الخطوط البحرية الوطنية الأردنية	8
الصناعات الكيماوية								
4.40	1.96	0.08	0.200	-0.0030	0.004	-0.060	المتكاملة للمشاريع المتعددة	٩
الصناعات الكهربائية								
45.40	1.72	0.56	0.000	0.0002	0.004	-0.007	العربية للصناعات الكهربائية	10

- DW- critical value (DL: ١,٥٨٦٤٨ - DU 1.64352) at %٥ Significance Level.
- F- test critical value 3.1297 at 5% Significance Level.
- t - test critical value 1.6673 at 5% Significance Level.

المصدر: إعداد الباحث

٣-٥ الفرضية الثالثة: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى دلالة ($\alpha = 0.05$) للتغير في سعر صرف الدينار الأردني مقابل اليورو الأوروبي على عائد أسهم قطاعات الأعمال الفرعية للشركات المساهمة العامة.

يبين الملحق رقم (١) نتائج الانحدار للسلاسل الزمنية المقطعية Panel Data Regression لفرضية الدراسة الثالثة، التي تشير إلى قبول الفرضية عند مستوى الدلالة ($\alpha = 0.05$) حسب اختبار t لمعامل سعر الصرف. تدل هذه النتيجة على عدم وجود أثر لمعدل التغير في سعر صرف الدينار الأردني مقابل اليورو على عائد قطاعات الأعمال الفرعية.

ويبين الملحق رقم (٤) نتائج تحليل الانحدار للسلاسل الزمنية المتصلة لاختبار الفرضية الثالثة التي دلت على حساسية صرف لقطاعين فرعيين فقط من بين ٢٣ قطاع فرعي في بورصة عمان، أي بنسبة أقل من ٠,٩% من القطاعات الفرعية، متطابقة مع نتيجة تحليل السلاسل الزمنية المقطعية. ويبين الجدول رقم (٣-٥)

نتائج تقدير الانحدار لقطاعات الأعمال الفرعية التي لديها حساسية صرف ذات دلالة عند مستوى الدلالة $(\alpha = 0.05)$ حسب اختبار t ، وبالتالي رفض الفرضية الثالثة لهذين القطاعين.

بين التقدير الإحصائي أن قيمة حساسية صرف اليورو سالبة لدى قطاع البنوك، حيث بلغت قيمتها $-11,84$ ، وموجبة لدى قطاع الصناعات الاستخراجية، حيث بلغت $40,58$. ذلك يدل على أن قطاع البنوك يتضرر من انخفاض سعر الدينار الأردني مقابل اليورو الأوروبي، بينما يستفيد قطاع الصناعات الاستخراجية والتعدينية، والعكس في حال ارتفاع سعر صرف الدينار مقابل اليورو، فيستفيد قطاع البنوك ويتضرر قطاع الصناعات الاستخراجية والتعدينية، ومعدل أعلى بكثير لدى قطاع الصناعة الاستخراجية. تشير هذه النتائج أن حساسية الصرف لليورو الأوروبي لم يتم عكسها في الأرقام القياسية للقطاعات الفرعية، بالرغم من عدد المنشآت التي لديها حساسية صرف لليورو وتنوع قطاعاتها، وتشير إلى تطابق في اتجاه الحساسية ما بين البنوك وقطاعها الفرعي، وما بين الصناعات الاستخراجية وقطاعها الفرعي، مما يعنى أهمية الشركات في هذين القطاعين على الرقم القياسي للأسعار وحجم تعاضية القطاع.

وتبين النتائج أن قيمة حساسية صرف لليورو للقطاعات الفرعية أعلى من مخاطر السوق، كما بينها معامل بيتا، معنوية إحصائية حسب اختبار t عند مستوى الدلالة $(\alpha = 0.05)$.

بالنظر إلى قوة التحليل الإحصائي لمعادلة انحدار اختبار الفرضية الثالثة للقطاعات التي لديها حساسية صرف لليورو الأوروبي، تبين أن معامل التحديد المعدل (R^2) بلغ بالمجمل 58% ، وبلغ 69 في قطاع البنوك وبلغ 46 في قطاع الصناعات الاستخراجية والتعدينية، وتعتبر هذه النسب مقبولة في تفسير مدى مساهمة تقلب سعر الصرف وعائد السوق في تفسير التغير في عائد القطاعات الفرعية. أما باقي اختبارات القوة الإحصائية، فجميع النتائج بينت قيماً مقبولة إحصائياً لاختبار t واختبار F عند مستوى دلالة إحصائية $(\alpha = 0.05)$ ، وعدم وجود مشكلة الارتباط الخطي كما بينها اختبار دوربين واتسون.

وبينت نتائج اختبار جذر الوحدة سكون جميع المتغيرات في النموذج المستخدم عند المستوى $I(0)$ باستخدام الثابت، والقاطع والاتجاه العام وبدونهما، بدلالة معنوية إحصائية عند $(\alpha = 0.05)$ ، وذلك يعني أن السلاسل الزمنية للنموذج مستقرة وتسير بشكل عشوائي.

جدول رقم ٣-٥

قطاعات فرعية لديها حساسية صرف لليورو الأوروبي

عند $(\alpha = 0,05)$ لاختبار t

اختبار F	اختبار DW	$-2R$	بيتا السوق		حساسية الصرف		القطاع الفرعي	الرقم
			الدلالة	القيمة	الدلالة	القيمة		
٧٨,٣٩	2.020	0.690	0.000	1.028	0.026	-11.840	قطاع البنوك	1
30.410	1.670	0.460	0.000	2.200	0.045	40.580	قطاع الصناعات الاستخراجية والتعدينية	2

- DW- critical value (DL: ١,٥٨٦٤٨ - DU 1.64352) at %٥ Significance Level.
- F- test critical value 3.1297 at 5% Significance Level.
- t - test critical value 1.6673 at 5% Significance Level.

المصدر: إعداد الباحث

٤-٥ الفرضية الرابعة: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى دلالة $(\alpha = 0.05)$ للتغير في سعر صرف الدينار الأردني مقابل الين الياباني على عائد أسهم قطاعات الأعمال الفرعية للشركات المساهمة العامة.

يبين الملحق رقم (١) نتائج الانحدار للسلاسل الزمنية المقطعية Panel Data Regression لفرضية

الدراسة الرابعة، والتي تشير إلى قبول الفرضية عند مستوى الدلالة $(\alpha = 0.05)$ حسب اختبار t لمعامل سعر الصرف.

تدل هذه النتيجة على عدم وجود أثر لمعدل التغير في سعر صرف الدينار الأردني مقابل الين الياباني على عائد قطاعات الأعمال الفرعية.

ويبين الملحق رقم (٥) نتائج تحليل الانحدار للسلاسل الزمنية المتصلة لاختبار الفرضية الرابعة التي دلت على حساسية صرف الين لدى قطاعين من بين ٢٣ قطاعاً، أي بنسبة ٠,٠٩% من القطاعات الفرعية نتيجة رفض الفرضية الرابعة لقطاع الصناعات الكيماوية وقطاع صناعات الملابس والجلود عند مستوى دلالة $(0.05) = \alpha$ لاختبار t . عليه تتطابق نتائج السلاسل الزمنية المتصلة مع تحليل السلاسل المقطعية في عدم وجود أثر للقطاعات الفرعية من تغير سعر الصرف نتيجة تأثير سعر صرف الين على قطاعين فقط.

ويبين الجدول رقم (٥-٤) القطاعين الوحيدين اللذين لديهما حساسية صرف للين، والذي يظهر أن قيمة حساسية الصرف للين سالبة في قطاع الصناعات الكيماوية حيث بلغت ٨,١٩-، بذلك يتضرر هذا القطاع من تخفيض سعر صرف الدينار الأردني مقابل الين، وحساسية صرف موجبة في قطاع صناعات الملابس والجلود حيث بلغت ١٠,٧٢. بالتالي يستفيد هذه القطاع من تخفيض سعر صرف الدينار الأردني مقابل الين الياباني وتتضرر في حال ارتفاعه. تبين النتائج كذلك أن حساسية صرف الين للقطاعات الفرعية مستوى أعلى من مخاطر السوق في القطاعات الفرعية عند مقارنتها مع معامل بيتا عند مستوى الدلالة $(\alpha = 0.05)$ حسب اختبار t .

وبالنظر إلى قوة التحليل الإحصائي لمعادلة انحدار اختبار الفرضية الرابعة في القطاعات التي بين التقدير دلالتها الإحصائية لحساسية صرف الين، تبين النتائج أن معامل التحديد المعدل (R^2) ، (الذي يفسر نسبة مساهمة التغير في سعر صرف الدينار الأردني مقابل الين بالإضافة إلى التغير في عائد السوق في تفسير مقدار التغير في عائد قطاعات الأعمال الفرعية)، بلغ بالمجموع ٥٨%، وبلغ ما بين ٠,٣٢ في قطاع الصناعات الكيماوية، و٠,٤٨ في قطاع الملابس والجلود، وتعتبر هذه النسب مقبولة إلى حد بعيد في تفسير مدى مساهمة تقلب سعر الصرف وعائد السوق في تفسير التغير في الأرقام القياسية لقطاعات الأعمال.

أما باقي اختبارات القوة الإحصائية، فالنتائج بينت قيماً مقبولة إحصائياً لاختبار t واختبار F عند مستوى دلالة إحصائية ($\alpha = 0.05$)، وعدم وجود مشكلة الارتباط الخطي كما يبينها اختبار دورين واتسون. وبينت نتائج اختبار جذر الوحدة سكون جميع المتغيرات في النموذج المستخدم عند المستوى $I(0)$ باستخدام الثابت، والقاطع والاتجاه العام وبدونهما، بدلالة معنوية عند ($\alpha = 0.05$)، وذلك يعني أن السلاسل الزمنية للنموذج مستقرة وتسير بشكل عشوائي.

جدول رقم ٥-٤

قطاعات فرعية لديها حساسية صرف للين الياباني

عند ($\alpha = ٠,٠٥$) لاختبار t

اختبار F	اختبار DW	R^2	بيتا السوق		حساسية الصرف		القطاع الفرعي	الرقم
			الدلالة	القيمة	الدلالة	القيمة		
17.440	2.340	0.320	0.001	0.270	0.040	-8.190	الصناعات الكيماوية	1
32.800	2.180	0.480	0.000	0.470	0.013	10.720	صناعات الملابس و الجلود	4

- DW- critical value (DL: ١.٥٨٦٤٨ - DU 1.64352) at %٥ Significance Level.
- F- test critical value 3.1297 at 5% Significance Level.
- t - test critical value 1.6673 at 5% Significance Level.

المصدر: إعداد الباحث

٥-٥ الفرضية الخامسة: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى دلالة ($\alpha = 0.05$) للتغير في سعر صرف

الدينار الأردني مقابل اليورو الأوروبي على عائد أسهم القطاعات الاقتصادية للشركات المساهمة العامة.

يبين الملحق رقم (١) نتائج الانحدار للسلاسل الزمنية المقطعية Panel Data Regression لفرضية

الدراسة الخامسة، والتي تشير إلى قبول الفرضية عند مستوى الدلالة ($\alpha = 0.05$) حسب اختبار t لمعامل

سعر الصرف. تدل هذه النتيجة على عدم وجود أثر لمعدل التغير في سعر صرف الدينار الأردني مقابل اليورو

على عائد القطاعات الاقتصادية.

ويبين الملحق رقم (٦) نتائج تحليل الانحدار للسلاسل الزمنية المتصلة لاختبار الفرضية الخامسة التي دلت على حساسية صرف لدى قطاعين، هما القطاع المالي وقطاع الصناعة، بالتالي رفض الفرضية الخامسة لهذين القطاعين عند مستوى الدلالة ($\alpha = 0.05$) حسب اختبار t ، وقبول الفرضية الخامسة لقطاع الخدمات فقط. ويبين الجدول رقم (٥-٥) نتائج تقدير الانحدار للقطاعات الاقتصادية التي لديها حساسية صرف لليورو عند مستوى دلالة ($\alpha = 0.05$) حسب اختبار t ، والذي يظهر أن قيمة حساسية صرف اليورو الأوروبي سالبة في القطاع المالي وبلغت قيمتها ١١,١١٤- بالتالي يتضرر القطاع المالي ككل من تخفيض قيمة الدينار الأردني مقابل اليورو. ويبين الجدول أن قيمة حساسية صرف اليورو في قطاع الصناعة موجبة بلغت قيمته ١٤,٤٩٨، على عكس القطاع المالي. فيستفيد قطاع الصناعة من انخفاض سعر صرف، ويتضرر في حال ارتفاع سعر صرف الدينار الأردني مقابل اليورو الأوروبي. تشير النتائج إلى انتقال حساسية صرف اليورو الأوروبي من المنشآت المالية والمنشآت الصناعية إلى قطاعات أعمالها الفرعية وإلى قطاعاتها الاقتصادية. وبينت النتائج، أن حساسية صرف اليورو للقطاعات الاقتصادية التي لديها معنوية إحصائية أيضاً أعلى من مخاطر السوق في القطاعات الاقتصادية التي لديها حساسية صرف لليورو عند مقارنتها بمعامل بيتا على غرار نتائج اختبار الفرضيات السابقة. وبالنظر إلى قوة التحليل الإحصائي للفرضية الخامسة التي بين التقدير دلالتها الإحصائية لحساسية صرف اليورو، كما يبينها الجدول (٥-٥)، تبين أن معامل التحديد المعدل (R^2)، (الذي يفسر نسبة مساهمة التغير في سعر صرف الدينار الأردني مقابل اليورو بالإضافة إلى عائد السوق في تفسير مقدار التغير في عائد القطاعات الاقتصادية)، بلغ ما بين ٠,٧٨ في القطاع المالي، و٠,٥٧ في قطاع الصناعة، وتعتبر هذه النسب مقبولة في تفسير مدى مساهمة تقلب سعر الصرف وعائد السوق في تفسير التغير في الأرقام القياسية للقطاعات الاقتصادية. أما باقي اختبارات القوة الإحصائية، بينت النتائج قيماً مقبولة إحصائياً لاختبار t واختبار F عند مستوى دلالة إحصائية ($\alpha = 0.05$)، وعدم وجود مشكلة الارتباط الخطي كما يبينها اختبار دوربين واتسون. وبينت نتائج اختبار جذر الوحدة سكون جميع المتغيرات في النموذج المستخدم عند المستوى $I(0)$ باستخدام الثابت، والقاطع والاتجاه العام وبدونهما، بدلالة معنوية ($\alpha = 0.05$)، وذلك يعني أن السلاسل الزمنية للنموذج مستقرة وتسير بشكل عشوائي.

جدول رقم ٥-٥

قطاعات اقتصادية لديها حساسية لليورو الأوروبي

عند $(\alpha = ٠,٠٥)$ لاختبار t

اختبار F	اختبار DW	R^2	بيتا السوق		حساسية الصرف		القطاع الاقتصادي	الرقم
			الدالة	القيمة	الدالة	القيمة		
١٢٨,٢٩	1.984	0.784	0.000	1.243	0.028	-11.114	القطاع المالي	1
47.178	1.813	0.569	0.000	1.059	0.0565	14.498	قطاع الصناعة	2

- DW- critical value (DL: ١,٥٨٦٤٨ - DU 1.64352) at %٥ Significance Level.
- F- test critical value 3.1297 at 5% Significance Level.
- t - test critical value 1.6673 at 5% Significance Level.

٦-٥ الفرضية السادسة: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى دلالة $(\alpha = 0.05)$ للتغير في سعر صرف الدينار الأردني مقابل الين الياباني على عائد أسهم القطاعات الاقتصادية للشركات المساهمة العامة.

يبين الملحق رقم (١) نتائج الانحدار للسلاسل الزمنية المقطعية Panel Data Regression لفرضية الدراسة السادسة، التي تشير إلى قبول الفرضية عند مستوى الدلالة $(\alpha = 0.05)$ حسب اختبار t لمعامل سعر الصرف. تدل هذه النتيجة على عدم وجود أثر لمعدل التغير في سعر صرف الدينار الأردني مقابل الين الياباني على عائد القطاعات الاقتصادية.

ويبين الملحق رقم (٧) نتائج تحليل الانحدار للسلاسل الزمنية المتصلة لاختبار الفرضية السادسة، والتي دلت على عدم وجود حساسية صرف للين الياباني لدى أي من القطاعات الاقتصادية الثلاثة نتيجة قبول الفرضية السادسة للقطاع المالي، وقطاع الخدمات والقطاع الصناعي عند مستوى دلالة $(\alpha = 0.05)$ حيث تتجاوز قيمة t أجدوليه قيمتها المحسوبة لكل القطاعات.

وتتوافق هذه النتيجة مع نتائج تحليل السلاسل المقطعي ومع نتائج تقدير الفرضيات الثانية والرابعة للسلاسل الزمنية المتصلة، حيث تبين أن عدد المنشآت التي لديها حساسية للين لا تتجاوز ١٠% موزعة على ٦ قطاعات فرعية دون تركيز معين أو اتجاه معين، وعلى أن قطاعين فرعيين فقط لديهما حساسية صرف للين من بين ٢٣ قطاعاً فرعياً، وباتجاه حساسية متعاكس، وبالتالي لم تنتقل حساسية صرف الين من مستوى المنشأة إلى القطاعات الفرعية والاقتصادية في بورصة عمان. وبينت نتائج اختبار جذر الوحدة سكون جميع المتغيرات في النموذج المستخدم عند المستوى $I(0)$ باستخدام الثابت، والقاطع والاتجاه العام وبدونهما، بدلالة معنوية إحصائية عند $(\alpha = 0.05)$ ، وذلك يعني أن السلاسل الزمنية للنموذج مستقرة وتسير بشكل عشوائي.

٧-٥ الفرضية السابعة: لا يوجد أثر ذو دلالة إحصائية عند مستوى دلالة $(\alpha = 0.05)$ لعائد السوق الكلي على عائد أسهم الشركات المساهمة العامة وقطاعاتها للأعمال الفرعية والاقتصادية.

تبين الملاحق رقم (١) إلى ملحق رقم (٧) نتائج اختبار فرضيات الدراسة الستة الأولى، والتي تختبر أيضاً الفرضية السابعة، كما تم بيانه سابقاً، حيث يمثل العائد الكلي للسوق في هذه الدراسة عاملاً ضابطاً يأخذ بعين الاعتبار التحركات الاقتصادية الكلية التي يمكن أن تؤثر على عائد السهم بالإضافة إلى تقلبات سعر الصرف، وبالتالي وجود عائد السوق الكلي في جميع معادلات الانحدار.

ويبين الجدول رقم (١) للسلاسل الزمنية المقطعية المجمعة أن بيتا السوق بالمجمل أقل من واحد مما يعنى أن المخاطر المنتظمة في بورصة عمان أقل من متوسط مخاطر السوق على مستوى المنشآت والقطاعات الفرعية والاقتصادية المختلفة. وتطابقت نتائج تحليل السلاسل الزمنية المتصلة مع السلاسل الزمنية المقطعية على مستوى المنشآت والقطاعات الفرعية، وأظهرت بعض الاختلاف على مستوى القطاعات الاقتصادية.

فعلى مستوى المنشأة، تبين نتائج الاختبارات رفض الفرضية السابعة لما مجموعة ٦٤ شركة تشكل نسبة ٦٧% من المنشآت، وقبول الفرضية السابعة لما مجموعة ٣١ شركة عند مستوى دلالة الإحصائية $(\alpha = 0.05)$ ، حسب اختبار t ، والتي تتطابق نتائجها سواء تم استخدام معدل سعر الصرف مقابل اليورو

أو مقابل الين. أي أن عائد السوق الكلي يؤثر على عائد السهم في معظم الشركات. وعلى هذا المستوى لم تتجاوز قيمة بيتا الواحد لدى أية شركة، فبلغت أعلى قيمة لمعامل بيتا 0.018 وأقل من ذلك في باقي الشركات، وهذا يدل على أن المخاطر على مستوى المنشأة أقل بالمتوسط من مخاطر السوق الكلية.

أما على مستوى القطاعات الفرعية، تم رفض الفرضية لما مجموعة ١٧ قطاعاً فرعياً، وقبول الفرضية السابعة لقطاعين فقط من ٢٣ قطاعاً فرعياً، هما قطاع الخدمات الصحية وقطاع صناعة الكرتون لعدم معنوية معامل بيتا عند مستوى دلالة الإحصائية ($\alpha = 0.05$).

أي أن العائد الكلي للسوق ذو أثر على معظم القطاعات الفرعية. وتبين النتائج أن معظم القطاعات الفرعية ذات مخاطر أقل من معدلها في السوق بشكل عام، فبلغت قيمة بيتا السوق أقل من واحد في ١٧ من ٢١ قطاعاً فرعياً ذات معنوية إحصائية، بنسبة ٨٠%. أما القطاعات التي تبين أن مخاطرها المنتظمة أعلى من متوسط السوق، حيث قيمة بيتا أكبر من واحد فهي: البنوك، الخدمات المالية، العقارات، الطاقة والمنافع، الصناعات الاستخراجية والتعدينية، الصناعات الكهربية.

وفي القطاعات الاقتصادية، تم رفض الفرضية السابعة للقطاعات الاقتصادية الثلاثة عند مستوى دلالة الإحصائية ($\alpha = 0.05$)، أي أن عائد السوق الكلي ذو أثر على عائد القطاعات الاقتصادية جميعاً في بورصة عمان، حيث تتجاوز قيمة t المحسوبة قيمتها الجدوليه لكافة القطاعات الاقتصادية سواء في معادلات الانحدار التي تستخدم سعر صرف اليورو أو تستخدم الين الياباني.

وبينت النتائج أن قيمة معامل بيتا أكبر من واحد صحيح في القطاع المالي وفي قطاع الصناعة، والذي يدل على أن مخاطر هذه القطاعات أعلى بالمتوسط من معدلات مخاطر السوق في بورصة عمان، وتدلل على انخفاض مخاطر قطاع الخدمات عن متوسط مخاطر السوق.

الفصل السادس: مناقشة النتائج والتوصيات

يتناول الفصل مناقشة النتائج الرئيسية لاختبار فرضيات الدراسة، التي تم الحصول عليها من التقدير الإحصائي في الفصل الخامس، وعددًا من التوصيات المبنية على نتائج الدراسة واستنتاجاتها.

١-٦ مناقشة النتائج

من خلال استعراض التقدير الإحصائي واختبار الفرضيات يمكن إجمال النتائج الرئيسية للدراسة كالآتي:

أولاً: مستوى المنشأة:

(١) أظهرت الدراسة وجود حساسية للقيمة السوقية لتقلبات سعر صرف الدينار الأردني مقابل اليورو ومقابل الين الياباني (حساسية صرف) بتحليل السلاسل المقطعية والزمنية. وبينت النتائج أن عدد الشركات المحلية التي لديها حساسية صرف تجاه اليورو الأوروبي أو تجاه الين الياباني بلغ ٣١ شركة، بنسبة ٣٣% من الشركات، منها ٢٤ شركة لديها حساسية صرف لليورو الأوروبي، و ١٠ شركات لديها حساسية صرف للين الياباني، ولدى ٣ شركات حساسية بكلتا العملتين. وتعتبر هذه النسب مرتفعة وتعكس إمكانية حدوث ضرر من تقلب سعر صرف على المنشآت الاقتصادية في الأردن، بالرغم من تثبيت سعر صرف الدينار الأردني مقابل الدولار، والثبات النسبي لسعر الصرف مع عملات التداول الرئيسية.

(٢) بلغت قيمة حساسية صرف اليورو -٠,٠٠٤١، وحساسية صرف الين الياباني ٠,٠٠٣١، بتحليل السلاسل المقطعية المجمعة، وتراوحت على مستوى كل منشأة ما بين ٠,٠٠٨- إلى ٠,٠٦ في ٩٥% من الشركات، وما بين ٠,٠٦ إلى ٠,٢٥ في باقي الشركات. وبلغت أعلى حساسية في الصناعات الاستخراجية، وبالتحديد لدى شركة مناجم الفوسفات ٠,٢٥، وهي قيمة مرتفعة وتشكل مخاطر كبيرة لهذه الصناعة التي تمثل قيمتها السوقية ١٦% من مجمل القيمة السوقية الكلية لقطاع الصناعة، و٥% من القيمة السوقية الكلية للشركات في بورصة عمان. وبالرغم من انخفاض قيم حساسية الصرف بشكل عام، إلا أنها أعلى من متوسط مخاطر السوق كما يقيسها معامل بيتا، مما يؤكد مخاطر تقلبات سعر صرف الدينار وأهميتها.

٣) تستفيد الشركات من ارتفاع سعر صرف الدينار وتتضرر في حال انخفاضه، فأظهرت النتائج أن القيمة الطردية لحساسية صرف اليورو أكبر من القيمة العكسية لحساسية صرف الين. ويؤكد تحليل السلاسل الزمنية لكل منشأة هذه النتائج، فبين التحليل أن ٢١ شركة لديها علاقة طردية مع سعر الصرف بنسبة ٧٢%، مقابل ٨ شركات لديها علاقة عكسية. (تم استثناء شركتين لديهما حساسية صرف بكلتا العملتين نظرا لاختلاف اتجاه الحساسية لهما ما بين اليورو والين). وتبين أن الشركات التي يمكن أن تستفيد من ارتفاع سعر صرف الدينار تتجاوز قيمتها السوقية الكلية ١٣% من مجموع القيمة السوقية للشركات المساهمة العامة المدرجة في بورصة عمان، كما هي في ٢٠١٢/١٢/٣١،

بينما لا تتجاوز القيمة السوقية للشركات التي يمكن أن تتضرر من ارتفاع سعر الصرف، أو بالإمكان أن تستفيد من تخفيض قيمة الدينار الأردني ٧,٥% من الشركات. وتدلل هذه النتائج أن تأثير اليورو الأوروبي والين الياباني على قيمة الشركات يسير في عكس الاتجاه مما يشكل تعقيدا على سياسة سعر صرف الدينار الأردني.

٤) تتعرض الشركات المالية إلى حساسية صرف أعلى من حساسية الصرف لدى الشركات غير المالية. فلدى ١٩ شركة مالية حساسية من إحدى العملتين تشكل حوالي ٦٢% من الشركات التي تتعرض إلى حساسية صرف، مما يشكل مخاطر كبيرة على مستوى الشركات وعلى المستوى الاقتصادي الكلي نظرا للدور الذي تلعبه الشركات المالية في الاستقرار والنمو الاقتصادي.

٥) المخاطر المنتظمة في بورصة عمان، والتي يقيسها معامل بيتا أقل من متوسط مخاطر السوق، مما يدل على مزايا الاستثمار في الأردن والبيئة الاقتصادية والسياسية المستقرة، فبينت النتائج ان قيمة معامل بيتا أقل من واحد لدى جميع المنشآت.

ثانيا: مستوى قطاعات الأعمال الفرعية

١) لم يظهر تحليل السلاسل المقطعية المجمعة أية حساسية صرف لدى قطاعات الأعمال الفرعية، وأظهر تحليل السلاسل الزمنية ان أربعة قطاعات فرعية فقط من بين ٢٣ قطاعاً فرعياً لديها حساسية صرف، منها قطاعين لديهما حساسية صرف تجاه اليورو، هما القطاع المالي والصناعات الاستخراجية، وقطاعين تجاه الين، هما قطاع الصناعات الكيماوية وقطاع صناعة الملابس.

٢) بالرغم من أن نتائج التحليل لكل منشأة بينت أن الشركات المساهمة العامة التي لديها حساسية لتقلبات سعر الصرف تصنف في ١٨ قطاعاً فرعياً، ألا أنها لم تعكس حساسية الصرف تلك على الأرقام القياسية للقطاعات الفرعية، وقد يكون السبب عدم أهمية تلك الشركات في حجم القطاع الفرعي، أو نتيجة اختلاف حجم واتجاه حساسية الصرف ما بين شركة وأخرى.

ثالثاً: مستوى القطاعات الاقتصادية

١) لم يظهر تحليل السلاسل المقطعية المجمعة أية حساسية صرف لدى القطاعات الاقتصادية في بورصة عمان، واطهر تحليل السلاسل الزمنية أن لدى القطاع المالي وقطاع الصناعة حساسية صرف مقابل اليورو، ولا تواجه أي من القطاعات الاقتصادية حساسية صرف للدين. مما يؤكد على مخاطر تقلب صرف الدينار الأردني مقابل اليورو التي يمكن أن يتعرض إليها القطاع المالي وقطاع الصناعة.

٢) تتوافق نتائج الدراسة مع العديد من الدراسات التطبيقية السابقة، والتي دلت أن حساسية القيمة السوقية لتقلبات سعر الصرف تخص مستوى المنشأة، اعتماداً على خصائصها وحجم تعاملها في السوق، وان نتائج تقدير حساسية الصرف على مستوى الصناعات والقطاعات الاقتصادية ضعيفة، بسبب اختلاف اتجاه تأثير تقلبات سعر الصرف على القيمة السوقية ما بين منشأة وأخرى في نفس الصناعة، وهو ما دلت عليه نتائج الدراسة الحالية لحالة الأردن.

٦-٢ التوصيات

أولاً: اهتمام الشركات بحساسية ومخاطر تقلبات أسعار الصرف، وإيلائها الأولوية المناسبة في إدارة المخاطر من أجل اتخاذ إجراءات تحوط مبنية على خصائص الشركة وحساسيتها لتقلب سعر الصرف.

ثانياً: تدريب الشركات على أساليب وإجراءات التحوط لتجنب مخاطر تقلب أسعار الصرف، وبشكل خاص أدوات التحوط التي يمكن أن تستخدمها الشركات المالية التي تتعرض أكثر من غيرها إلى حساسية الصرف.

ثالثاً: رغم أن فوائد رفع سعر صرف الدينار الأردني أعلى من فوائد تخفيض سعر الصرف، ألا أن الاستمرار في نظام تثبيت سعر صرف الدينار للحد من تذبذب سعر الصرف إلى الحد الأدنى يساهم في تقليل حساسية الصرف ومخاطرها على الشركات نتيجة اختلاف اتجاه حساسية الصرف ما بين العملات.

رابعاً: تبني سياسات خاصة بكل قطاع فرعي حسب حساسية القطاع تجاه تقلب أسعار الصرف، والعملية التي يتأثر فيها ذلك القطاع.

خامساً: الاهتمام بالميزة التنافسية للمنتجات الأردنية من خلال زيادة قدرات الموارد البشرية وتنويع الإنتاج المحلي وتحسين جودته، مما يساهم في تخفيض مرونة حساسية الصرف ومخاطرها على المدى البعيد.

سادساً: إجراء المزيد من الدراسات والبحث عن مخاطر وحساسية الصرف على مستوى الشركة من خلال الأخذ بعين الاعتبار خصائص الشركات من حيث العمر والحجم والملكية وخصائص المنتجات للتعرف أكثر على مخاطر الصرف وسبل التحوط تجاهها.

المراجع

أولاً: المراجع باللغة العربية

- أبو صالح، محمد (٢٠٠٩). الطرق الإحصائية، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الطبعة أبو صالح، محمد (٢٠٠٩). الطرق الإحصائية، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الطبعة العربية، عمان، الأردن.
- الأمم المتحدة (٢٠١٢). حالة وآفاق اقتصاد العالم، الملخص التنفيذي، نيويورك، الولايات المتحدة الأمريكية.
- بربور، مشهور هذلول (2008). العوامل المؤثرة في انتقال أثر أسعار صرف العملات الأجنبية على مؤشر الأسعار في الأردن (1985 - 2006)، رسالة دكتوراه غير منشورة، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، عمان، الأردن.
- بن علي، بلعزوز (٢٠١٠). استراتيجيات إدارة المخاطر في المعاملات المالية، مجلة الباحث، العدد السابع، جامعة ورقلة، الجزائر.
- البنك المركزي الأردني (٢٠٠٥). النشرة الإحصائية الشهرية، المجلد ٤١، الأعداد ١-١٢، مطبعة البنك المركزي الأردني، عمان، الأردن.
- البنك المركزي الأردني (٢٠٠٦). التقرير السنوي الثالث والأربعون، مطبعة البنك المركزي الأردني، عمان، الأردن.
- البنك المركزي الأردني (٢٠٠٦). النشرة الإحصائية الشهرية، المجلد ٤٢، الأعداد ١-١٢، مطبعة البنك المركزي الأردني، عمان، الأردن.
- البنك المركزي الأردني (٢٠٠٧). التقرير السنوي الرابع والأربعون، مطبعة البنك المركزي الأردني، عمان، الأردن.

- البنك المركزي الأردني (٢٠٠٧). النشرة الإحصائية الشهرية، المجلد ٤٣، الأعداد ١-١٢، مطبعة البنك المركزي الأردني، عمان، الأردن.
- البنك المركزي الأردني (٢٠٠٨). التقرير السنوي الخامس والأربعون، مطبعة البنك المركزي الأردني، عمان، الأردن.
- البنك المركزي الأردني (٢٠٠٨). النشرة الإحصائية الشهرية، المجلد ٤٤، الأعداد ١-١٢، مطبعة البنك المركزي الأردني، عمان، الأردن.
- البنك المركزي الأردني (٢٠٠٩). التقرير السنوي السادس والأربعون، مطبعة البنك المركزي الأردني، عمان، الأردن.
- البنك المركزي الأردني (٢٠٠٩). النشرة الإحصائية الشهرية، المجلد ٤٥، الأعداد ١-١٢، مطبعة البنك المركزي الأردني، عمان، الأردن.
- البنك المركزي الأردني (٢٠١٠). التقرير السنوي السابع والأربعون، مطبعة البنك المركزي الأردني، عمان، الأردن.
- البنك المركزي الأردني (٢٠١٠). الخطة الإستراتيجية للبنك المركزي الأردني (2010 - 2012)، عمان، الأردن.
- البنك المركزي الأردني (٢٠١٠). النشرة الإحصائية الشهرية، المجلد ٤٦، الأعداد ١-١٢، مطبعة البنك المركزي الأردني، عمان، الأردن.

- البنك المركزي الأردني (٢٠١١). التقرير السنوي الثامن والأربعون، مطبعة البنك المركزي الأردني، عمان، الأردن.
 - البنك المركزي الأردني (٢٠١١). النشرة الإحصائية الشهرية، المجلد ٤٧، الأعداد ١-١٢، مطبعة البنك المركزي الأردني، عمان، الأردن.
 - البنك المركزي الأردني (٢٠١٢). النشرة الإحصائية الشهرية، المجلد ٤٧، العدد ١٢، مطبعة البنك المركزي الأردني، عمان، الأردن.
 - البنك المركزي الأردني (٢٠١٢). التقرير السنوي التاسع والأربعون، مطبعة البنك المركزي الأردني، عمان، الأردن.
 - بورصة عمان للأوراق المالية (٢٠١٢). النشرة الإحصائية الشهرية، كانون ثاني ٢٠٠٦ إلى كانون أول ٢٠١١، متاح (on-line) :
- www.ase.com.jo/ar/bulletins/monthly_statistical
- بوعتروس، عبد الحق (١٩٩٩). حول أهمية إدارة مخاطر الصرف، حالة البلدان التي تمر بمرحلة انتقال، مجلة علوم إنسانية، العدد ١٢، بغداد، العراق.
 - الحسامي، نائل (٢٠١٠). السياسة النقدية وسياسات أسعار الفائدة والصرف الأجنبي في الأردن، المرصد الاقتصادي، الجامعة الأردنية، عمان، الأردن.
 - خان، طارق الله وأحمد، حبيب (٢٠٠٣). إدارة المخاطر: تحليل قضايا في الصناعة المالية الإسلامية، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جده، المملكة العربية السعودية.
 - الداغر، محمود محمد (٢٠٠٧). الأسواق المالية (مؤسسات- أوراق- بورصات)، الإصدار الثاني، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.

- دوتاغوبتا، روبا وفنانديز، غيليدا وكاراكا داغ وسيم (٢٠٠٦). التحرك نحو مرونة سعر الصرف: كيف، ومتى، وبأي سرعة؟، سلسلة قضايا اقتصادية، رقم ٣٨، صندوق النقد الدولي، واشنطن، الولايات المتحدة الأمريكية.
- الراوي، خالد وهيب (٢٠٠٩). إدارة المخاطر المالية، الطبعة الأولى، دار الميسرة للنشر والتوزيع، عمان الأردن.
- الرجبي، محمد (٢٠٠٩). العلاقة بين درجة المخاطرة المنتظمة لحقوق الملكية (بيتا) والمتغيرات المحاسبية وأثر مؤشرات أسعار الأسهم عليها، مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية، العدد ٢، مجلد ٤٦، جامعة الإسكندرية، الإسكندرية، مصر.
- الرفاعي، هنادي (٢٠٠٠). أثر سعر الصرف على صادرات الأردن من الفوسفات والبوتاس والاسمنت، رسالة ماجستير غير منشورة، الجامعة الأردنية، عمان، الأردن.
- زيرار، سمية، الزعبي، بشير، وعوض، طالب (2009). أثر سياسة سعر الصرف الأجنبي في الميزان التجاري الجزائري، مجلة دراسات العلوم الإدارية، المجلد رقم ٣٦، العدد ٢، الجامعة الأردنية، عمان، الأردن.
- الساعدي، صبحي حسون وعبد، أياد حماد (2011). أثر تخفيض سعر الصرف على بعض المتغيرات الاقتصادية مع التركيز على انتقال رؤوس الأموال في بلدان مختارة، مجلة جامعة الانبار للعلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد رقم ٤، العدد ٧، جامعة الانبار، الرمادي، العراق.
- السمهوري، وليد (١٩٩٤). أثر التغير في سعر صرف الدينار على الميزان التجاري الأردني، رسالة ماجستير غير منشورة، الجامعة الأردنية، عمان، الأردن.

- الشعلان، محمود (٢٠١١). تطورات التجارة الخارجية الأردنية وانعكاساتها على الاقتصاد الوطني، (خلال الفترة 2000-النصف الأول 2011)، المجلس الاقتصادي والاجتماعي، عمان، الأردن.
- شكري، ماهر كنج وعوض مروان (٢٠٠٤). المالية الدولية: العملات الأجنبية والمشتقات المالية بين النظرية والتطبيق، دار الحامد للنشر والتوزيع، الطبعة الأولى، عمان، الأردن.
- الشماع، خليل (١٩٩٤). مقدمة لمخاطر العملة، سلسلة إدارة مخاطر العملة، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، عمان، الأردن.
- الشيخ، فهمي مصطفى (٢٠٠٨). التحليل المالي، الطبعة الأولى، SME Financial، رام الله، فلسطين.
- الصادق، علي والبلبل، علي وعمران، محمد (٢٠٠٤). نظم وسياسات الصرف، صندوق النقد العربي، أبو ظبي، الإمارات العربية المتحدة.
- صيام، وليد زكريا و الخدّاش، حسام الدين (٢٠٠٣). تأثير التدفقات النقدية على القيمة السوقية لسهم الشركات الصناعية المساهمة العامة الأردنية، مجلة جامعة الملك عبد العزيز، الاقتصاد والإدارة، المجلد ١٧، العدد ١، جده، المملكة العربية السعودية.
- صيدم، مأمون (٢٠١٢). الأداء العام للتجارة الخارجية الأردنية للعام ٢٠١١ مقارنة مع العام ٢٠١٠، وحدة الدراسات والاتفاقيات الدولية، غرفة تجارة عمان، عمان، الأردن.
- الطاق، رنا (٢٠٠٣). تقلب سعر صرف العملة المحلية وانعكاسه على أسعار وعوائد الأسهم، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة اليرموك، اربد، الأردن.
- طوقان أمية (٢٠٠٥). دور البنوك المركزية في إرساء السياسة النقدية، ورقة عمل مقدمة إلى مؤتمر "مستجدات العمل المصرفي في سورية في ضوء التجارب العربية والعالمية"، دمشق، سوريا.

- الطيب، سعود موسى (٢٠١١). أثر السياسات المالية والنقدية التي اتخذتها الحكومة الأردنية للحد من تداعيات الأزمة المالية العالمية، المؤتمر الخامس للبحث العلمي، الجمعية الأردنية للبحث العلمي، عمان، الأردن.
- عابد، شريط (٢٠٠٧). أثر ظهور اليورو على الاقتصاديات الدولية والعربية، مجلة بحوث اقتصادية، العدد ٣٨، مركز دراسات الوحدة العربية، بيروت، لبنان.
- عباد، جمعة محمود (٢٠٠٩). الأزمة المالية الاقتصادية العالمية وآثارها الحالية والمتوقعة على الجهاز المصرفي الأردني، مؤتمر الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي الغربي والإسلامي، جامعة الجنان، طرابلس، لبنان.
- العباس، بلقاسم (٢٠٠٣). سياسات أسعار الصرف، سلسلة جسر التنمية، العدد 23 السنة الثانية، المعهد العربي للتخطيط، الصفاة، الكويت.
- عبد العظيم، حمدي (١٩٩٦). التعامل في أسواق العملات الدولية، الطبعة الأولى، المعهد العالمي للفكر الإسلامي، القاهرة، مصر.
- عبيدات، سامر (٢٠١٠). تحليل محددات أسعار أسهم البنوك التجارية، دراسة تطبيقية في بورصة عمان، مجلة علوم إنسانية، العدد ٤٦، بغداد، العراق.
- العلي، عادل (١٩٩٧). أثر سعر صرف الدينار على المتغيرات الاقتصادية الكلية في الأردن، رسالة ماجستير غير منشورة، الجامعة الأردنية، عمان، الأردن.

- علي، عبد المنعم السيد والعيسى، نزار سعد الدين (٢٠٠٤). النقود والمصارف والأسواق المالية، الطبعة الأولى، دار ومكتبة الحامد، عمان، الأردن.
- علي، محمد علي محمد (٢٠٠٥). إدارة المخاطر المالية في الشركات المساهمة المصرية (مدخل لتعظيم القيمة)، رسالة دكتوراه غير منشورة، جامعة القاهرة، القاهرة، مصر.
- عناني، السعيد (٢٠٠٦). آثار تقلبات سعر الصرف وتدابير المؤسسة الاقتصادية لمواجهتها، رسالة ماجستير غير منشورة، جامعة الحاج لخضر، باتنة، الجزائر.
- العيسى، نزار (٢٠٠٧). تأثيرات التحرير المالي على السياسة النقدية والمضاعف النقدي (الحالة الأردنية)، مجلة جامعة النجاح للأبحاث، المجلد ٢١، العدد ١، جامعة النجاح، رام الله، فلسطين.
- الغالبي، عبد الحسين جليل عبد الحسن (٢٠١١). سعر الصرف وإدارته في ظل الصدمات الاقتصادية (نظرية وتطبيقات)، الطبعة الأولى، دار صفاء للطباعة والنشر والتوزيع، عمان، الأردن.
- فهمي، حسين كامل (٢٠٠٦). أدوات السياسة النقدية التي تستخدمها البنوك المركزية في اقتصاد إسلامي، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة، المملكة العربية السعودية.
- قدرى، عبد المجيد (2003). المدخل إلى السياسات الاقتصادية الكلية، دراسة تحليلية تقييمية، الطبعة الأولى، ديوان المطبوعات الجامعية، بن عكنون، الجزائر.
- كاظم، عمار مجيد (٢٠٠٣). تقييم أداء السياسة النقدية والمالية في الأردن والخاصة بتحقيق الاستقرار والنمو الاقتصاديين للفترة (1980-2001)، المجلة العراقية للعلوم الاقتصادية، السنة الخامسة، العدد ١٣، الجامعة المستنصرية، بغداد، العراق.

- كمال، منى (٢٠١٠). الإطار النظري للتنسيق بين السياستين المالية والنقدية، مجلة مكتبة جامعة ميونخ، ورقة بحث رقم ٢٦٨٥٦، جامعة ميونخ، ميونخ، ألمانيا.
- لعرابة مولود، بوعروج، لمياء (٢٠٠٩). بعض آثار اليورو وتقلباته على اقتصاديات الدول العربية، مجلة بحوث اقتصادية، المجلد ب، العدد ٣١، مركز دراسات الوحدة العربية، بيروت، لبنان.
- المجالي، إياد (٢٠١١). أثر المتغيرات الاقتصادية في حجم الاستثمار الأجنبي في بورصة عمان للأوراق المالية، مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والقانونية، المجلد ٢٧، العدد الرابع، جامعة دمشق، دمشق، سوريا.
- مخامرة، وجدي (١٩٩٤). الوقاء (التحوط) من التعرض لمخاطرة العملة، سلسلة إدارة مخاطر العملة، الأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية، عمان، الأردن.
- مطوق، ليلى بديوي خضير (٢٠٠٨). تحركات سعر الصرف الحقيقي في ظل تحرير التجارة 1984-2006 في دول عربية مختارة، رسالة ماجستير غير منشورة، العلوم الاقتصادية، جامعة الكوفة، الكوفة، العراق.
- ملكاوي، احمد (٢٠٠٢). أثر انخفاض سعر صرف الدينار على الأداء التصديري للاقتصاد الأردني (١٩٧٦-١٩٩٧)، مجلة أبحاث اليرموك، سلسلة العلوم الإنسانية والاجتماعية، المجلد 18، العدد ٣، جامعة اليرموك، اربد، الأردن.
- ملكاوي، اياد محمد (٢٠١١). "أثر الأزمة المالية العالمية على أداء الأسواق المالية في الدول الناشئة"، أدلة عملية من السوق المالية الأردنية"، المجلة الدولية للدراسات الاقتصادية والمالية (IJEFS)، العدد ١، عمان، الأردن.
- نايف، فواز جارالله و فرحان، سعدون حسين (٢٠٠٩). أثر تقلبات سعر الصرف على بعض متغيرات الاقتصاد الكلي في عدد من الدول النامية، مجلة تنمية الرافدين، العدد ٩٣ مجلد ٣١، جامعة الموصل، الموصل، العراق.

- هندي، منير إبراهيم (٢٠٠٢). الفكر الحديث في إدارة المخاطر: الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات، الجزء الأول: التوريق. سلسلة الفكر الحديث في الإدارة المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر.
- الهيتي، احمد وحمادي، خالد وعدنان، رفاه (٢٠١٠). أثر تقلبات أسعار الصرف في معدلات التضخم في الاقتصاد الأردني والتركي، مجلة جامعة الأنبار للعلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد ٢، العدد ٣، جامعة الانبار، الرمادي، العراق.

- Adler, Michael and Bernard Dumas (1984). "Exposure to Currency Risk: Definition and Measurement", **Financial Management**, Volume 13, Issue 2, Massachusetts, USA.
- Aggarwal, Raj and Harper, Joel, (2010). Foreign exchange exposure of “domestic” corporations, **Journal of International Money and Finance**, Volume 29, Issue 8. London, UK.
- Al-Momani, Riad and Gharaibeh, Mohammad (2008). Foreign exchange risk management practices by Jordanian nonfinancial firms, **Journal of Derivatives & Hedge Funds**, Volume 14, issue 3/4, London, UK.
- Amihud, Yakov and Richard, Levich (1994). **Exchange Rate and Corporate Performance**, New York University, New York, USA.
- Bartram, Söhnke and M. Bodnar, Gordon M. (2008). Crossing the Lines: The Conditional Relation between Exchange Rate Exposure and Stock Returns in Emerging and Developed Markets, **University Library of Munich Papers (MPRA)**, paper Number 14018, Munich, Germany.
- Bartram, Sohnke M (2004). Linear and nonlinear foreign exchange rate exposures of German nonfinancial corporations, **Journal of International Money and Finance**, Volume 23, Issue 4, London, UK.

- Bekaert, Geert, Hodrick, Robert (2012). **International Financial Management**, Second Edition, Pearson Education, New Jersey, USA.
- Bhattacharya, Rina (2003). Exchange Rate Regime Considerations for Jordan and Lebanon, **IMF Working Paper**, number WP/03/137, Washington, D.C, USA.
- Bilson, John and Marston, Richard. (1984). **Exchange Rate Theory and Practice**, University of Chicago Press, Ltd., London, UK.
- Bodnar, Gordon and Wong, Franco (2003). Estimating Exchange Rate Exposures: Issues in Model Structure, **Financial Management**, Volume 32, Issue 1, London, UK.
- Bodnar, G. and R. Marston (2001). A simple model of foreign exchange exposure, **International Finance Review**, Volume 3, Issue 3, London, UK.
- Choi, Jongmoo and Elyasiani, Elyas and Kopecky, Kenneth. (1992). The Sensitivity Of Bank Stock Returns To Market, Interest And Exchange Rate Risks, **Journal of Banking and Finance**, Volume 16, Issue 5, Amsterdam, Netherlands.

- Chue, Timothy and Cook, David (2008). Emerging Market Exchange-Rate Exposure, **Journal of Banking & Finance**, Volume 32, Issue 7, Amsterdam, Netherlands.
- Dahlquist, Magnus and Robertsson, Göran (2001). Exchange Rate Exposure, Risk Premia, and Firm Characteristics, **Swiss Institute for Financial Research**, Paper Number 34, Zurich, Switzerland.
- Doidge, Craig, and Griffin, John, and Rohan Williamson (2006). Measuring The Economic Importance of Exchange Rate Exposure, **Journal of Empirical Finance**, Volume 13, Issue 5, New York, USA.
- El-Masry, Ahmed (2006). The exchange rate exposure of UK nonfinancial companies, **Journal of Managerial Finance**, Volume 32, Issue 2, London, UK.
- Eun, Choeol and Resnick, Bruce. (2009). **International Financial Management**, Fifth Edition, McGraw Hill, USA.
- Fa Li, Jian and Lin, Yih-Bey and Hong, Cheng-Yih (2011). The impacts of unexpected changes in exchange rate on firms' value, **African Journal of Business Management**, Volume 5, Issue 7, Nairobi, Kenya.
- Friberg, Richard and Nydahl, Stefan (1999). Openness and the Exchange Rate Exposure of National Stock Markets, **International Journal of Finance & Economics**, Volume 4, Issue 1, London, UK.

- Griffin, John M. and Stulz, René M (2001). International Competition and Exchange Rate Shocks: A Cross-Country Industry Analysis of Stock Returns, **Review of Financial Studies**. Volume 14, Issue 1, Oxford University Press, Oxford, UK.
- Gujarati, Damodar N (2004). **Basic Econometrics**, Fourth Edition, McGraw Hill Education. New York, USA.
- Homaifar, Ghassem A. (2004) **Managing global financial and foreign exchange rate risk**, John Wiley & Sons, Inc. New Jersey, USA.
- Huffman, Stephen and Makar, Stephen. and Beyer Scott. (2010). A Three-Factor Model Investigation Of Foreign Exchange-Rate Exposure, **Global Finance Journal**, Volume 21, Issue 1, London, UK.
- Hutson, Elaine and Stevenson, Simon (2010). Openness and foreign exchange exposure: A firm-level multi-country study, **Journal of International Business Studies** Volume 41, Issue1, Palgrave Macmillan, Hampshire, UK.
- International Monetary Fund (2010). Jordan 2010 Article IV Consultation, IMF Country Report Number 10/297. Washington D.C, USA.

- International Monetary Fund (IMF) (2012). **Jordan 2012 Article IV**, IMF Country Report Number 12/119, Washington D.C, USA.
- Jorion, Philippe (1990). The exchange rate exposure of U.S. multinationals, **Journal of Business**, Volume 63, Issue 3, University of Chicago Press, Chicago, USA.
- Karam, Philippe D. (2001). **Exchange Rate Policies in Arab Countries: Assessment and Recommendations**, Arab Monetary Fund, Abu Dhabi, UAE.
- Kennedy, Peter E. (2003). **A Guide to Econometrics**, 5th Edition, MIT Press, London, UK.
- Krugman, Paul and Obstfeld, Maurice (2003). **International Economics: Theory and Policy**, Sixth Edition, Pearson Education, Boston, USA.
- MacDonald, Ronald (2007). **Exchange Rate Economics: Theories and Evidence**, Routledge, New York, USA.
- Martin, Anna (2000). Exchange rate exposure of the key financial institutions in the foreign exchange market, **International Review of Economics and Finance**, Volume 9, Issue 3, London, UK.

- Maziad, Samar (2009). Monetary Policy and the Central Bank in Jordan, **IMF Working Paper**, Number WP/09/191, Washington, USA.
- Moles, Peter and Bradley, Katrina (2002). The nature and determinants of the economic currency exposure of non-financial UK firms, **Managerial Finance Journal**, Volume 28 Issue 11, Bingley, UK.
- Moosa, Imad and Bhatti, Razzaque (2010). **The Theory and Empirics of Exchange Rates**, World Scientific Publishing Co. Singapore.
- Moosa, Imad (2007). **Operational Risk Management**, Palgrave Macmillan, New York, USA.
- Mousa, Nabih (2010). **Monetary Policy And The Role of Exchange Rate, the Case of Jordan**, Unpublished PhD theses, University of Birmingham, Birmingham, UK.
- Muller, Aline and Willem, Verschoor (2006). Foreign exchange risk exposure: Survey and suggestions, **Journal of Multinational Financial Management**, Volume 16, Issue 4, London, UK.
- Popper, Helen (1996). Banks and Foreign Exchange Exposure, **FRBSF Economic Letter**, Federal Reserve bank of san Francisco, USA.

- Reem, Jong-Wook (2004). **The Exchange Rate Exposure of Banking Institutions**. Unpublished PhD Dissertation, University of Nebraska, Nebraska, Canada.
- Rees, William and Unni, Sanjay C. (2005). Exchange Rate Exposure Amongst European Firms: Evidence From France, Germany and the UK, **Accounting and Finance**, Volume 45, Issue 3, New Jersey, USA.
- Sarno, Lucio and Taylor, Mark P. (2002). **The Economics of Exchange Rates**, Cambridge University Press, New York, USA.
- Schrand, Catherine and Unal, Haluk (1998). Hedging and coordinated risk management: Evidence from Thrift Conversions, **The Journal of finance**, Volume 53, Issue 3, Pennsylvania, USA.
- Sercu, Piet (2009). **International Finance : Putting Theory Into Practice**, Princeton University Press, New Jersey, USA.
- Serdaneh, Jamal and Nimer, Khalil (2011). Accounting Exposure Risk Management in the Jordanian Firms, An Empirical Study, **Jordan Journal of Business Administration**, Volume 7, Issue 2, Amman, Jordan

-
- Shotar, Manhal M. And El-Mefleh, Muhannad A.(2009). Economic Exposure To Exchange Rates: Theoretical Framework And Literature Review. **Applied Econometrics and International Development**, Volume 9, Issue 1, University of Santiago, de Compostela, Spain.
- Siegal, Andrew (1997). **Practical Business Statistics**, Third Edition. IRWIN Series, USA.
- Solakoglu, M. Nihat and Demir, Nazmi (2009). Exchange-Rate Exposure and the Financial Sector, **Journal of Economic and Social Research**, Volume 11, Issue 2, Fatih University, Istanbul, Turkey.

الملاحق

ملحق رقم (١)

نتائج معدلات انحدار السلاسل الزمنية المقطعية

Panel Data Regression

النتيجة	اختبار F	اختبار DW	R^2	بيتا السوق		حساسية الصرف		
				الدلالة	القيمة	الدلالة	القيمة	
رفض الفرضية الصفريية H0	٣٦١,٣	١,٩٢	%١٠	٠,٠٠٠	٠,٠٠٠٤	٠,٠٠٠	٠,٠٠٤١-	المعادلة الأولى
رفض الفرضية الصفريية H0	٣٥٥,٨	١,٩٢	%١٠	٠,٠٠٠	٠,٠٠٠٤	٠,٠٠٦	٠,٠٠٣١	المعادلة الثانية
قبول الفرضية الصفريية H0	٢٢٤,١	١,٧٧	%٢١	٠,٠٠٠	٠,٣٧١	٠,٣٧٤	١,٠٢٢-	المعادلة الثالثة
قبول الفرضية الصفريية H0	٢٢٣,٣	١,٧٦	%٢١	٠,٠٠٠	٠,٣٦٧	٠,٨٨٤	٠,١٩٣-	المعادلة الرابعة
قبول الفرضية الصفريية H0	١٥٠,٧	١,٥٦	%٥٩	٠,٠٠٠	٠,٩٣٣	٠,٤٥٤	٢,٦٨٩	المعادلة الخامسة
قبول الفرضية الصفريية H0	١٥٠,٣	١,٥٥	%٥٩	٠,٠٠٠	٠,٩٣٣	٠,٦٥٦	١,٨٥٦-	المعادلة السادسة

— DW- critical value (DL: ١,٥٨٦٤٨ - DU 1.64352) at %٥ Significance Level.

— F- test critical value 3.1297 at 5% Significance Level.

— t - test critical value 1.6673 at 5% Significance Level.

المصدر: إعداد الباحث

ملحق رقم (٢)

نتائج اختبار الفرضية الأولى للسلاسل الزمنية

اختبار F	اختبار DW	R^2	بيتا السوق		حساسية الصرف		الشركات المساهمة العامة	الرقم
			الدلالة	القيمة	الدلالة	القيمة		
١٥,٣	1.660	0.300	0.000	0.001	0.240	-0.021	البنك الإسلامي الأردني	1
٥,١٩	2.048	0.570	0.000	0.001	0.090	-0.040	البنك الاردني الكويتي	2
١٣,٦	2.338	0.280	0.000	0.000	0.014	-0.008	البنك التجاري الأردني	3
٢,٩	2.179	0.500	0.050	0.002	0.090	-0.097	بنك الاسكان للتجارة والتمويل	4
٨,٢	2.008	0.300	0.000	0.000	0.000	-0.032	بنك الاستثمار العربي الاردني	5
٩,٦٧	1.580	0.200	0.000	0.001	0.020	-0.021	بنك الإتحاد	6
١٧,٨	1.849	0.330	0.000	0.000	0.008	-0.012	بنك المؤسسة العربية	7
١٦,٨	1.630	0.310	0.000	0.001	0.009	-0.021	المصرفية/الادد البنك الاستثماري	8
١٥,٤	1.730	0.300	0.000	0.000	0.000	-0.016	بنك المال الأردني	9
٠,٣٨	2.400	0.170	0.610	0.000	0.520	0.007	بنك سوسيته جنرال - الأردن	10
٩,٨	1.650	0.200	0.000	0.001	0.320	-0.018	بنك القاهرة عمان	11
٦,٤٥	1.560	0.140	0.000	0.005	0.030	-0.023	بنك الاردن	12
١٧,٧	1.960	0.320	0.000	0.000	0.018	-0.010	البنك الاهلي الاردني	13
١٠,٩	1.676	0.240	0.000	0.005	0.937	-0.005	البنك العربي	14
0.15	1.99	0.02	0.64	0.00	0.670	-0.007	النسر العربي للتأمين	15
5.97	1.70	0.12	0.00	0.00	0.120	-0.020	التأمين الاردنية	16
2.77	2.29	0.04	0.00	0.00	0.520	-0.003	الاردنية الفرنسية للتأمين	17

0.90	1.91	0.02	0.19	0.00	0.920	0.000	الاتحاد العربي الدولي للتأمين	18
2.44	2.04	0.04	0.03	0.00	0.860	0.000	الاردن الدولية للتأمين	19
22.100	2.390	0.370	0.000	0.000	0.015	-0.011	الاستثمارية القابضة للمغتربين الاردنيين	20
4.120	1.780	0.080	0.000	0.000	0.140	-0.010	الثقة للاستثمارات الاردنية	21
20.700	2.030	0.360	0.000	0.001	0.450	-0.008	المستثمرون العرب المتحدون	22
8.900	2.320	0.180	0.000	0.003	0.500	-0.030	الشرق العربي للاستثمارات المالية والاقتصادية	23
32.700	2.270	0.470	0.000	0.002	0.038	-0.014	الامين للاستثمار	24
16.900	1.910	0.310	0.000	0.003	0.025	-0.043	المتحدة للاستثمارات المالية	25
17.100	1.870	0.320	0.000	0.000	0.350	-0.007	العالمية للوساطة والأسواق المالية	26
0.570	2.570	0.012	0.440	0.000	0.540	0.006	الأمل للاستثمارات المالية	27
0.700	2.300	0.007	0.230	0.000	0.970	0.000	حداق بابل المعلقة للاستثمارات	28
7.200	1.670	0.150	0.000	0.000	0.59	-0.003	الأردن دبي للأملاك	29
1.420	2.580	0.120	0.090	0.000	0.790	-0.003	الموارد للتنمية والاستثمار	30
12.040	1.840	0.240	0.000	0.000	0.630	-0.006	الاتحاد لتطوير الاراضي	31
5.600	1.750	0.110	0.002	0.001	0.680	0.013	التجمعات الاستثمارية المتخصصة	32
14.670	2.380	0.280	0.000	0.000	0.501	-0.003	تطوير العقارات	33
0.980	1.640	0.000	0.180	0.000	0.540	-0.011	العرب للتنمية العقارية كورب	34
16.140	2.040	0.310	0.000	0.000	0.048	-0.160	المحفظة العقارية الاستثمارية	35
7.880	2.420	0.320	0.000	0.002	0.038	-0.027	المستثمرون والشرق العربي للاستثمارات الصناعية	36
8.340	2.010	0.170	0.002	0.000	0.138	-0.051	الشرق العربي للإستثمارات العقارية	37
0.250	2.160	0.020	0.610	0.000	0.700	0.005	الانماء العربية للتجارة والاستثمارات العالمية	38

20.440	1.320	0.360	0.000	0.000	0.120	-0.012	العقارية الأردنية للتنمية	39
9.260	2.260	0.230	0.000	0.000	0.008	-0.016	عمد للاستثمار والتنمية العقارية	40
3.150	1.770	0.570	0.060	-0.001	0.050	-0.076	إعمار للتطوير والاستثمار العقاري	41
1.660	2.230	0.180	0.080	0.000	0.910	0.000	المتكاملة لتطوير الاراضي والاستثمار	42
0.200	2,94	0.020	0.530	0.000	0.770	-0.001	البلاد للخدمات الطبية	43
1.140	2.030	0.000	0.190	0.000	0.610	0.007	الدولية للاستثمارات الطبية	44
1.400	1.950	0.011	0.100	0.000	0.570	-0.005	الزرقاء للتعليم والاستثمار	45
0.300	1.900	0.018	0.440	0.000	0.820	0.003	العربية الدولية للتعليم والاستثمار	46
2.270	1.450	0.040	0.020	0.000	0.270	-0.007	مدارس الاتحاد	47
0.950	2.600	0.002	0.221	0.000	0.696	0.002	الإسراء للتعليم والإستثمار	48
2.550	2.169	0.040	0.020	0.000	0.470	-0.004	العربية الدولية للفنادق	49
3.030	2.020	0.050	0.050	0.000	0.222	0.008	التجمعات للمشاريع السياحية	50
0.450	2.940	0.015	0.430	0.000	0.500	-0.003	البحر المتوسط للاستثمارات الساحية	51
3.400	2.560	0.060	0.010	0.000	0.690	0.009	زارة للاستثمار القابضة	52
11.600	2.240	0.240	0.000	0.000	0.270	0.003	الدولية للفنادق والاسواق التجارية	53
12.400	1.640	0.350	0.000	0.000	0.430	0.007	الخطوط البحرية الوطنية الاردنية	54
1.380	1.890	0.010	0.110	0.000	0.820	0.002	السلام الدولية للنقل والتجارة	55
18.600	1.820	0.330	0.000	0.000	0.054	-0.010	النقلات السياحة الاردنية /حت	56
5.200	1.980	0.310	0.003	0.000	0.008	-0.010	الاردنية للاستثمار والنقل الساحي / الفا	57
8.570	1.690	0.180	0.000	0.000	0.700	-0.004	المقايضة للنقل والاستثمار	58
18.700	2.320	0.340	0.000	0.000	0.023	-0.022	الاتصالات الأردنية	59

3.910	2.208	0.070	0.013	0.001	0.490	0.020	المؤسسة الصحفية الاردنية /الدأء	60
9.410	2.040	0.190	0.000	0.000	0.507	0.005	الاردنية للصحافة والنشر /الدستور	61
22.550	1.850	0.380	0.000	0.001	0.720	0.005	الكهرباء الاردنية	62
20.800	2.080	0.370	0.000	0.003	0.016	0.048	مصفاة البترول الأردنية /حويتول	63
0.430	2.210	0.016	0.350	0.000	0.820	-0.003	المركز الاردني للتجارة الدولية	64
1.140	2.390	0.004	0.140	0.000	0.920	0.001	المتخصصة للتجارة والاستثمارات	65
0.590	1.660	0.011	0.920	0.000	0.290	0.022	الأردنية للاستثمارات المتخصصة	66
1.780	2.760	0.020	0.070	0.000	0.810	0.003	بندار للتجارة والإستثمار	67
7.550	1.980	0.160	0.000	0.000	0.530	-0.005	درويش الخليلي و اولاده	68
2.700	1.770	0.040	0.047	0.000	0.140	-0.060	مجموعة أوفتك القابضة	69
6.950	2.210	0.140	0.000	0.000	0.660	0.003	دار الدواء للتنمية والاستثمار	70
2.860	1.820	0.050	0.190	0.000	0.660	-0.001	الأردنية لإنتاج الأدوية	71
1.140	1.800	0.004	0.220	0.000	0.280	-0.005	الصناعية التجارية الزراعية / الانتاج	72
0.500	2.010	0.013	0.630	0.000	0.330	-0.008	الصناعات الكيماوية الاردنية	73
11.700	1.820	0.240	0.000	0.000	0.050	-0.003	الوطنية لصناعة الكلورين	74
1.400	1.880	0.211	0.960	0.000	0.010	-0.029	المتكاملة للمشاريع المتعددة	75
4.900	1.850	0.100	0.002	0.000	0.370	-0.007	العربية لصناعة المبيدات والأدوية السطبة	76
0.040	2.050	0.020	0.003	0.000	0.860	0.000	العربية للمشاريع الاستثمارية	77
4.600	2.060	0.090	0.040	0.000	0.700	-0.005	الإقبال للاستثمار	78
2.100	2.318	0.030	0.000	0.000	0.790	-0.004	مصانع الاتحاد لانتاج التبغ والسجائ	79
4.600	2.240	0.100	0.000	0.000	0.730	0.001	العربية لصناعة الالمينيوم/ارال	80

34.400	2.170	0.490	0.620	0.017	0.040	0.254	مناجم الفوسفات الاردنية	81
1.740	2.080	0.350	0.000	0.000	0.040	0.048	مصانع الاسمنت الأردنية	82
24.300	2.100	0.400	0.000	0.000	0.450	0.122	البوتاس العربية	83
11.200	2.110	0.230	0.000	0.018	0.017	0.030	حديد الأردن	84
8.080	2.470	0.170	0.860	0.001	0.940	-0.001	الوطنية لصناعات الألمنيوم	85
0.030	1.840	0.280	0.020	0.000	0.830	-0.003	رم علاء الدين للصناعات المنديسة	86
2.700	2.250	0.040	0.000	0.000	0.940	0.000	العربية لصناعة المواسير المعدنية	87
8.100	2.890	0.170	0.001	0.000	0.440	-0.004	القدس للصناعات الخرسانية	88
6.700	2.020	0.140	0.000	0.000	0.440	0.005	الوطنية لصناعة الكوابل والأسلاك الكهربية	89
37.200	1.720	0.510	0.001	0.000	0.300	-0.002	العربية للصناعات الكهربائية	90
5.600	2.170	0.120	0.000	0.000	0.910	0.000	مجموعة العصر للاستثمار	91
5.650	1.940	0.120	0.001	0.001	0.410	-0.018	مصانع الآجواخ الاردنية	92
8.780	2.420	0.180	0.000	0.000	0.560	-0.002	الزبي لصناعة الألبسة الجاهزة	93
2.200	1.290	0.030	0.040	0.000	0.680	-0.001	مصانع الخزف الأردنية	94
10.900	2.040	0.220	0.000	0.000	0.790	0.000	الدولية للصناعات الخزفية	95

- DW- critical value (DL: ١,٥٨٦٤٨ - DU 1.64352) at %٥ Significance Level.
- F- test critical value 3.1297 at 5% Significance Level.
- t - test critical value 1.6673 at 5% Significance Level.

المصدر: إعداد الباحث

ملحق رقم (٣)

نتائج اختبار الفرضية الثانية للسلاسل الزمنية

اختبار F	اختبار DW	R^2	بيتا السوق		حساسية الصرف		الشركات المساهمة العامة	الرقم
			الدلالة	القيمة	الدلالة	القيمة		
١٤,٥	2.680	0.280	0.000	0.0020	0.600	0.012	البنك الإسلامي الأردني	1
٣,٦	1.970	0.070	0.011	0.0010	0.900	0.003	البنك الاردني الكويتي	2
١٣,٠١	2.070	0.250	0.000	0.0040	0.230	0.008	البنك التجاري الأردني	3
٠,١٥٤	2.050	0.020	0.0٥٥	0.0010	0.300	0.072	بنك الاسكان للتجارة	4
٤,٠٩	1.930	0.100	0.008	0.0060	0.960	0.000	بنك الاستثمار العربي الاردني	5
١١,٤	1.650	0.250	0.000	0.0010	0.040	0.041	بنك الإتحاد	6
١٧,٠٣	1.760	0.320	0.000	0.0010	0.160	0.011	بنك المؤسسة العربية	7
١٧,٥	1.660	0.320	0.000	0.0010	0.07	0.030	البنك الاستثماري	8
٩,٢٨	1.680	0.190	0.000	0.0003	0.560	0.003	بنك المال الأردني	9
٠,٩٩	2.350	0.001	0.850	0.0000	0.210	-0.017	بنك سوسيته جنرال -	10
١٠,٩٩	1.650	0.230	0.000	0.0010	0.090	0.037	بنك القاهرة عمان	11
٤,٣	1.430	0.080	0.000	0.0005	0.410	0.010	بنك الاردن	12
١٧,٤	1.880	0.320	0.000	0.0007	0.240	0.011	البنك الاهلي الاردني	13
١	1.640	0.230	0.000	0.0050	0.260	8.50%	البنك العربي	14
0.08	1.98	0.02	0.700	0.0000	0.990	0.001	النسر العربي للتأمين	15
4.88	1.60	0.10	0.009	0.0006	0.500	-0.012	التأمين الاردنية	16
3.27	2.33	0.06	0.013	0.0003	0.250	0.007	الاردنية الفرنسية للتأمين	17
0.69	1.90	0.00	0.170	0.0000	0.730	0.003	الاتحاد العربي الدولي للتأمين	18
2.44	2.02	0.04	0.040	0.0000	0.830	0.001	الاردن الدولية للتأمين	19
20.600	2.330	0.360	0.000	0.0080	0.680	0.004	الاستثمارية القابضة	20

15.450	1.640	0.330	0.090	0.0010	0.035	-0.023	الثقة للاستثمارات الأردنية	21
20.400	2.020	0.360	0.000	0.0010	0.620	0.006	المستثمرون العرب المتحدون	22
13.300	2.280	0.270	0.000	0.0040	0.008	0.156	الشرق العربي للاستثمارات	23
32.000	2.270	0.470	0.000	0.0020	0.820	0.040	الأمين للاستثمار	24
19.240	1.820	0.350	0.000	0.0040	0.036	0.090	المتحدة للاستثمارات المالية	25
17.150	1.820	0.320	0.000	0.0000	0.330	0.009	العالمية للوساطة والأسواق	26
0.870	2.600	0.030	0.250	0.0000	0.330	0.012	الأمل للاستثمارات المالية	27
1.050	2.260	0.001	0.160	0.0000	0.430	0.019	حدائق بابل المعلقة	28
8.300	1.690	0.170	0.000	0.0000	0.10	0.010	الأردن دبي للأملك	29
1.680	2.610	0.020	0.180	0.0000	0.460	-0.011	الموارد للتنمية والاستثمار	30
13.250	1.880	0.290	0.000	0.0010	0.160	0.020	الاتحاد لتطوير الاراضي	31
5.830	1.940	0.112	0.040	0.0015	0.460	-0.030	التجمعات الاستثمارية	32
14.400	2.350	0.270	0.000	0.0040	0.821	0.001	تطوير العقارات	33
13.430	1.650	0.260	0.050	0.0100	0.030	0.050	العرب للتنمية العقارية	34
13.980	2.030	0.270	0.000	0.0070	0.330	0.009	المحافظة العقارية	35
5.990	2.220	0.130	0.000	0.0070	0.280	0.017	المستثمرون والشرق العربي	36
7.430	1.970	0.160	0.000	0.0020	0.400	0.030	الشرق العربي للإستثمارات	37
0.180	2.150	0.020	0.550	0.0010	0.920	0.001	الانماء العربية للتجارة	38
22.600	1.660	0.390	0.000	0.0010	0.020	0.023	العقارية الأردنية للتنمية	39
7.840	2.210	0.160	0.000	0.0100	0.390	0.090	عمد للاستثمار والتنمية	40
1.820	1.780	0.030	0.070	0.0010	0.240	-0.050	إعمار للتطوير والاستثمار	41
2.280	2.230	0.030	0.170	0.0000	0.277	-0.008	المتكاملة لتطوير الاراضي	42
0.420	2.900	0.010	0.750	0.0000	0.470	-0.003	البلاد للخدمات الطبية	43
1.160	1.990	0.040	0.130	0.0001	0.610	0.009	الدولية للاستثمارات الطبية	44
13.500	1.980	0.660	0.030	0.0030	0.400	0.025	الزرقاء للتعليم والاستثمار	45

0.350	1.890	0.018	0.490	0.0000	0.810	-0.040	العربية الدولية للتعليم	46
3.270	1.560	0.060	0.140	0.0001	0.130	-0.011	مدارس الاتحاد	47
2.220	2.660	0.330	0.450	0.0020	0.110	-0.013	الإسراء للتعليم والإستثمار	48
2.270	2.190	0.040	0.050	0.0003	0.970	0.000	العربية الدولية للفنادق	49
2.390	2.040	0.040	0.030	0.0001	0.570	0.004	التجمعات للمشاريع	50
0.540	2.900	0.130	0.370	0.0002	0.430	0.050	البحر المتوسط للاستثمارات	51
9.020	2.600	0.250	0.001	0.0002	0.011	0.014	زارة للاستثمار القابضة	52
11.010	2.260	0.220	0.000	0.0000	0.600	0.002	الدولية للفنادق والاسواق	53
16.000	1.660	0.300	0.000	0.0010	0.016	0.028	الخطوط البحرية الوطنية	54
1.490	1.920	0.013	0.080	0.0001	0.610	0.007	السلام الدولية للنقل	55
16.300	1.720	0.300	0.000	0.0001	0.620	-0.330	النقلات السياحة الاردنية	56
3.530	1.970	0.060	0.013	0.0020	0.980	0.001	الاردنية للاستثمار والنقل	57
8.500	1.960	0.180	0.000	0.0010	0.870	-0.002	المقايضة للنقل والاستثمار	58
5.450	2.260	0.300	0.000	0.0002	0.380	-0.010	الاتصالات الأردنية	59
3.660	2.240	0.100	0.014	0.0070	0.900	-0.050	المؤسسة الصحفية الاردنية	60
9.440	1.980	0.190	0.000	0.0060	0.480	0.007	الاردنية للصحافة والنشر	61
22.500	1.830	0.380	0.000	0.0020	0.818	-0.003	الكهرباء الاردنية	62
19.780	2.000	0.350	0.000	0.0030	0.450	-0.030	مصفاة البترول الأردنية	63
0.570	2.200	0.010	0.500	0.0001	0.570	-0.010	المركز الاردني للتجارة الدولية	64
1.140	2.400	0.004	0.160	0.0030	0.910	-0.001	المتخصصة للتجارة	65
0.600	1.580	0.010	0.540	0.0000	0.290	0.020	الأردنية للاستثمارات	66
1.820	2.760	0.020	0.010	0.0001	0.710	-0.007	بندار للتجارة والإستثمار	67
7.560	1.890	0.160	0.000	0.0050	0.510	0.006	درويش الخليبي و اولاده	68
2.260	1.760	0.030	0.040	0.0010	0.240	0.060	مجموعة أوفتك القابضة	69
6.830	2.210	0.140	0.000	0.0040	0.950	-0.001	دار الدواء للتنمية	70

2.800	1.820	0.050	0.020	0.0000	0.760	0.002	الأردنية لإنتاج الأدوية	71
2.300	1.880	0.030	0.670	0.0000	0.068	-0.011	الصناعية التجارية الزراعية /	72
1.500	2.080	0.015	0.390	0.001	0.080	0.018	الصناعات الكيماوية الاردنية	73
9.640	1.770	0.200	0.000	0.0010	0.880	-0.003	الوطنية لصناعة الكلورين	74
4.400	1.960	0.080	0.200	-0.0030	0.004	-0.060	المتكاملة للمشاريع المتعددة	75
6.100	1.800	0.150	0.020	0.000	0.087	-0.016	العربية لصناعة المبيدات	76
1.150	1.960	0.004	0.480	0.0000	0.140	-0.009	العربية للمشاريع	77
5.070	2.090	0.100	0.000	0.0001	0.310	0.015	الإقبال للاستثمار	78
2.110	2.310	0.030	0.050	0.0000	0.920	0.000	مصانع الاتحاد لانتاج التبغ	79
5.820	2.200	0.120	0.000	0.0020	0.130	0.008	العربية لصناعة	80
33.700	2.080	0.480	0.000	0.0170	0.12	-0.270	مناجم الفوسفات الأردنية	81
0.320	2.020	0.020	0.440	0.0030	0.960	0.001	مصانع الاسمنت الأردنية	82
24.600	1.940	0.400	0.000	0.0160	0.320	-0.180	البوتاس العربية	83
10.410	2.040	0.210	0.000	0.0010	0.430	-0.021	حديد الأردن	84
8.100	2.460	0.170	0.000	0.0010	0.830	0.007	الوطنية لصناعات الألمنيوم	85
0.570	1.930	0.010	0.640	0.0000	0.280	0.190	رم علاء الدين للصناعات	86
2.700	3.300	0.030	0.040	0.0010	0.720	-0.003	العربية لصناعة المواسير	87
9.400	2.700	0.220	0.000	0.0004	0.100	0.130	القدس للصناعات الخرسانية	88
7.700	1.980	0.160	0.000	0.0040	0.130	0.012	الوطنية لصناعة الكوابل	89
45.400	1.720	0.560	0.000	0.0002	0.004	-0.007	العربية للصناعات	90
5.700	2.180	0.120	0.000	0.0000	0.650	-0.010	مجموعة العصر للاستثمار	91
5.900	1.920	0.120	0.000	0.0010	0.290	0.030	مصانع الأجواخ الاردنية	92

9.020	2.420	0.180	0.000	0.0020	0.390	0.003	الزبي لصناعة الألبسة	93
2.160	1.320	0.030	0.040	0.0010	0.630	0.005	مصانع الخزف الأردنية	94
11.200	2.020	0.230	0.000	0.0000	0.480	-0.002	الدولية للصناعات الخزفية	95

- DW- critical value (DL: ١,٥٨٦٤٨ - DU 1.64352) at ٥% Significance Level.
- F- test critical value 3.1297 at 5% Significance Level.
- t - test critical value 1.6673 at 5% Significance Level.

المصدر: إعداد الباحث

ملحق رقم (٤)

نتائج اختبار الفرضية الثالثة للسلاسل الزمنية

اختبار F	اختبار DW	R^2	بيتا السوق		حساسية الصرف		القطاع الفرعي	الرقم
			الدلالة	القيمة	الدلالة	القيمة		
٧٨,٣٩	2.020	0.690	0.000	1.028	0.026	-11.840	البنوك	1
34.20	1.83	0.49	0.000	0.50	0.080	-6.960	التأمين	2
39.300	2.100	0.530	0.000	3.600	0.420	-20.710	الخدمات المالية	3
41.800	1.540	0.540	0.000	2.280	0.27	-17.810	العقارات	4
2.140	2.510	0.030	0.040	0.090	0.930	-0.210	الخدمات الصحية	5
1.850	1.870	0.020	0.070	0.168	0.690	2.380	الخدمات التعليميه	6
14.150	2.210	0.270	0.000	0.206	0.389	2.260	الفنادق و السياحة	7
32.300	1.980	0.470	0.000	0.290	0.840	-0.470	النقل	8
32.400	1.990	0.480	0.000	0.399	0.090	-5.300	التكنولوجيا و الإتصالات	9
6.670	2.400	0.150	0.000	0.339	0.216	8.530	الإعلام	10
33.600	1.360	0.490	0.000	1.710	0.155	20.330	الطاقة و المنافع	11
8.500	2.020	0.180	0.000	0.280	0.420	3.790	الخدمات التجاربه	12
8.760	2.180	0.180	0.000	0.210	0.900	0.380	الأدويه و الصناعات الطبيه	13
15.100	2.260	0.280	0.000	0.314	0.800	-0.915	الصناعات الكيماويه	14
1.490	2.170	0.013	0.090	0.070	0.830	-0.561	صناعات الورق و الكرتون	15
6.680	1.870	0.140	0.000	0.280	0.480	-3.480	الطباعة والتغليف	16

2.930	2.320	0.050	0.018	0.120	0.853	-0.580	الاذنية والمشروبات	17
3.370	2.450	0.060	0.000	0.320	0.850	-1.450	التبغ والسجائر	18
30.410	1.670	0.460	0.000	2.200	0.045	40.580	الصناعات الاستخراجية والتعدنية	19
13.710	1.880	0.270	0.000	0.425	0.753	-1.640	الصناعات الهندسية و الانشائه	20
31.370	1.900	0.470	0.000	2.140	0.123	-26.880	الصناعات الكهربائيه	21
27.100	2.230	0.430	0.000	0.424	0.980	0.076	صناعات الملابس و الجلود و النسيج	22
3.260	1.440	0.060	0.013	0.270	0.770	-1.950	الصناعات الزجاجيه و الخزفيه	23

- DW- critical value (DL: ١,٥٨٦٤٨ - DU 1.64352) at %٥ Significance Level.
- F- test critical value 3.1297 at 5% Significance Level.
- t - test critical value 1.6673 at 5% Significance Level.

المصدر: إعداد الباحث

ملحق رقم (٥)

نتائج اختبار الفرضية الرابعة للسلاسل الزمنية

اختبار F	اختبار DW	\bar{R}^2	بيتا السوق		حساسية الصرف		القطاع الفرعي	الرقم
			الدلالة	القيمة	الدلالة	القيمة		
٧٩,٣	1.950	0.700	0.000	1.040	0.019	13.600	البنوك	1
31.10	1.79	0.47	0.000	0.48	0.870	-0.705	التأمين	2
43.200	2.120	0.550	0.000	3.720	0.041	57.350	الخدمات المالية	3
42.600	1.500	0.540	0.000	2.320	0.17	23.970	العقارات	4
2.140	2.500	0.030	0.040	0.089	0.790	0.091	الخدمات الصحية	5
2.040	1.860	0.030	0.090	0.159	0.470	-4.700	الخدمات التعليميه	6
15.100	2.180	0.290	0.000	0.220	0.152	4.090	الفنادق و السياحة	7
34.000	1.960	0.490	0.000	0.304	0.170	3.450	النقل	8
29.900	2.020	0.450	0.000	0.379	0.650	-1.580	التكنولوجيا و الإتصالات	9
5.780	2.420	0.120	0.000	0.370	0.820	1.705	الإعلام	10
34.400	1.180	0.490	0.000	1.680	0.090	-25.800	الطاقة و المنافع	11
8.090	2.010	0.170	0.000	0.293	0.970	0.169	الخدمات التجاريه	12
9.000	2.160	0.190	0.000	0.203	0.535	-2.200	الأدويه و الصناعات الطبيه	13
17.340	2.358	0.320	0.000	0.288	0.065	-7.394	الصناعات الكيماويه	14
2.460	2.100	0.040	0.170	0.056	0.166	-3.930	صناعات الورق و الكرتون	15
6.690	1.860	0.140	0.000	0.262	0.470	-3.850	الطباعة والتغليف	16

3.700	2.240	0.070	0.030	0.104	0.233	-4.080	17	الاغذية والمشروبات
3.790	2.520	0.073	0.000	0.340	0.375	7.640	18	التبغ والسجائر
29.500	1.500	0.450	0.000	2.200	0.057	-40.520	19	الصناعات الاستخراجية والتعدينية
13.800	1.880	0.270	0.000	0.430	0.629	2.750	20	الصناعات الهندسية و الانشائه
29.200	1.970	0.450	0.000	2.040	0.727	-6.690	21	الصناعات الكهربائيه
35.000	2.217	0.500	0.000	0.461	0.004	11.350	22	صناعات الملابس و الجلود و النسيج
3.440	1.470	0.060	0.010	0.290	0.520	4.820	23	الصناعات الزجاجيه و الخزفيه

- DW- critical value (DL: ١,٥٨٦٤٨ - DU 1.64352) at %٥ Significance Level.
- F- test critical value 3.1297 at 5% Significance Level.
- t - test critical value 1.6673 at 5% Significance Level.

المصدر: إعداد الباحث

ملحق رقم (٦)

نتائج اختبار الفرضية الخامسة للسلاسل الزمنية

اختبار F	اختبار DW	\overline{R}^2	بيتا السوق		حساسية الصرف		القطاع الاقتصادي	الرقم
			الدالة	القيمة	الدالة	القيمة		
١٢٨,٢٩	1.984	0.784	0.000	1.243	0.028	-11.114	القطاع المالي	1
68.21	1.49	0.66	0.000	0.50	0.109	4.673	قطاع الخدمات	2
47.178	1.813	0.569	0.000	1.059	0.0565	14.498	قطاع الصناعة	3

- DW- critical value (DL: ١,٥٨٦٤٨ - DU 1.64352) at %٥ Significance Level.
- F- test critical value 3.1297 at 5% Significance Level.
- t - test critical value 1.6673 at 5% Significance Level.

المصدر: إعداد الباحث

ملحق رقم (٧)

نتائج اختبار الفرضية السادسة للسلاسل الزمنية

اختبار F	اختبار DW	\overline{R}^2	بيتا السوق		حساسية الصرف		القطاع الاقتصادي	الرقم
			الدالة	القيمة	الدالة	القيمة		
١٣٣,٤١٤	1.888	0.791	0.000	1.258	0.008	14.403	القطاع المالي	1
67.575	1.354	0.655	0.000	0.499	0.142	-4.669	قطاع الخدمات	2
47.285	1.644	0.568	0.000	1.053	0.064	-15.705	قطاع الصناعة	3

- DW- critical value (DL: ١,٥٨٦٤٨ - DU 1.64352) at %٥ Significance Level.
- F- test critical value 3.1297 at 5% Significance Level.
- t - test critical value 1.6673 at 5% Significance Level.

المصدر: إعداد الباحث

ملحق رقم (٨)

بعض بيانات المنشآت في عينة الدراسة

كانون أول ٢٠١١

الرقم	الشركات المساهمة العامة	عدد الأسهم المكتتب بها	القيمة السوقية الكلية	القيمة الدفترية	القيمة السوقية/ القيمة الدفترية
1	البنك الإسلامي الأردني	100,000,000	275,000,000	193,593,941	1.42
2	البنك الأردني الكويتي	100,000,000	362,000,000	324,556,650	1.115
3	البنك التجاري الأردني	82,769,898	91,046,888	94,242,379	0.966
4	بنك الإسكان للتجارة والتمويل	252,000,000	2,016,000,000	920,129,789	2.191
5	بنك الاستثمار العربي الأردني	100,000,000	131,000,000	129,130,344	1.014
6	بنك الإتحاد	100,000,000	144,000,000	235,185,414	0.612
7	بنك المؤسسة العربية المصرفية	89,600,000	87,808,000	106,598,221	0.824
8	البنك الاستثماري	85,250,000	119,102,500	107,421,268	1.063
9	بنك المال الأردني	150,000,000	204,000,000	205,735,666	0.992
10	بنك سوسيته جنرال - الأردن	50,000,000	47,500,000	57,310,991	0.829
11	بنك القاهرة عمان	100,000,000	277,000,000	205,926,261	1.345
12	بنك الاردن	155,100,000	317,955,000	214,408,144	1.483
13	البنك الأهلي الأردني	126,500,000	187,710,000	226,983,036	0.797

1.107	3,786,595,000	4,191,900,000	534,000,000	البنك العربي	14
1.424	19,308,459	27,500,000	10,000,000	النسر العربي للتأمين	15
1.45	45,302,444	65,700,000	30,000,000	التأمين الاردنية	16
0.6	6,067,970	3,640,000	9,100,000	الاردنية الفرنسية للتأمين	17
1.199	10,145,252	12,160,000	8,000,000	الاتحاد العربي الدولي للتأمين	18
0.508	20,738,198	10,527,000	18,150,000	الاردن الدولية للتأمين	19
0.391	17,314,657	6,772,500	16,125,000	الاستثمارية القابضة للمغربيين	20
1.443	28,617,091	41,298,436	29,498,883	الثقة للاستثمارات الأردنية	21
0.099	155,964,844	15,450,000	154,500,000	المستثمرون العرب المتحدون	22
0.272	89,853,823	24,440,000	47,000,000	الشرق العربي للاستثمارات المالية والاقتصادية	23
0.689	15,973,709	11,000,000	10,000,000	الامين للاستثمار	24
0.66	12,361,283	8,160,000	8,000,000	المتحدة للاستثمارات المالية	25
0.263	21,837,487	5,749,681	28,748,407	العالمية للوساطة والأسواق المالية	26
0.946	15,862,329	15,000,000	15,000,000	الأمل للاستثمارات المالية	27
2.397	834,524	2,000,000	500,000	حدائق بابل المعلقة للاستثمارات	28
0.51	68,650,649	35,000,000	70,000,000	الأردن دبي للأموال	29
0.637	7,602,390	4,840,000	11,000,000	الموارد للتنمية والاستثمار	30
1.593	56,502,957	90,000,000	45,000,000	الاتحاد لتطوير الاراضي	31
0.486	22,272,499	10,819,200	25,760,000	التجمعات الاستثمارية المتخصصة	32

0.183	104,905,591	19,215,000	91,500,000	تطوير العقارات	33
0.099	32,345,299	3,200,000	40,000,000	العرب للتنمية العقارية	34
0.658	9,119,181	6,000,000	15,000,000	المحفظة العقارية الاستثمارية	35
0.098	33,820,415	3,300,000	30,000,000	المستثمرون والشرق العربي للاستثمارات الصناعية والعقارية	36
0.447	24,622,813	10,995,690	9,996,082	الشرق العربي للإستثمارات العقارية	37
0.377	9,457,017	3,570,000	7,000,000	الإهلاء العربية للتجارة والاستثمار	38
0.529	32,621,300	17,250,000	34,500,000	العقارية الأردنية للتنمية	39
1.362	12,064,795	16,434,000	6,600,000	عمد للاستثمار والتنمية العقارية	40
0.369	21,696,965	8,000,000	20,000,000	إعمار للتطوير والاستثمار العقاري	41
0.637	10,545,293	6,720,000	12,000,000	المتكاملة لتطوير الأراضي	42
1.16	18,400,685	21,350,000	17,500,000	البلاد للخدمات الطبية	43
3.072	2,519,142	7,740,000	4,500,000	الدولية للاستثمارات الطبية	44
1.981	18,396,483	36,450,000	15,000,000	الزرقاء للتعليم والاستثمار	45
1.729	56,223,320	97,200,000	40,500,000	العربية الدولية للتعليم والاستثمار	46
1.387	15,145,046	21,000,000	15,000,000	مدارس الاتحاد	47
1.522	25,630,136	39,000,000	15,000,000	الإسراء للتعليم والإستثمار	48
0.917	66,283,743	60,800,000	32,000,000	العربية الدولية للفنادق	49
0.587	75,357,219	44,250,000	75,000,000	التجمعات للمشاريع السياحية	50

1.86	50,084,618	93,150,000	45,000,000	البحر المتوسط للاستثمارات السياحية	51
0.877	149,726,285	131,250,000	125,000,000	زارة للاستثمار القابضة	52
0.646	57,547,385	37,152,000	43,200,000	الدولية للفنادق والاسواق التجارية	53
1.171	20,827,870	24,391,500	12,075,000	الخطوط البحرية الوطنية الاردنية	54
0.717	23,225,257	16,650,000	15,000,000	السلام الدولية للنقل والتجارة	55
1.229	18,456,068	22,680,000	10,800,000	النقلات السياحة الاردنية /جت	56
2.208	7,472,793	16,500,000	7,500,000	الاردنية للاستثمار والنقل السياحي / الفا	57
0.566	16,255,665	9,196,000	12,100,000	المقايضة للنقل والاستثمار	58
3.367	410,615,008	1,382,500,000	250,000,000	الاتصالات الأردنية	59
2.238	33,511,154	75,000,000	10,000,000	المؤسسة الصحفية الأردنية /الرأي	60
0.438	11,722,734	5,130,000	4,500,000	الأردنية للصحافة والنشر /الدستور	61
2.752	94,768,042	260,820,000	75,600,000	الكهرباء الاردنية	62
2.523	74,706,538	188,480,000	32,000,000	مصفاة البترول الأردنية /جوبترول	63
0.614	4,707,628	2,890,000	3,400,000	المركز الأردني للتجارة الدولية	64
1.018	2,869,382	2,921,250	3,075,000	المتخصصة للتجارة والاستثمارات	65
0.397	4,870,358	1,935,000	4,500,000	الأردنية للاستثمارات المتخصصة	66
0.466	20,593,430	9,600,000	20,000,000	بندار للتجارة والإستثمار	67
0.699	7,730,213	5,400,000	15,000,000	درويش الخليلي و اولاده	68

0.354	45,114,354	15,960,000	42,000,000	مجموعة أوفتك القابضة	69
0.911	59,351,952	54,050,000	23,000,000	دار الدواء للتنمية والاستثمار	70
0.632	41,166,802	26,000,000	20,000,000	الأردنية لإنتاج الأدوية	71
2.108	8,396,342	17,700,000	10,000,000	الصناعية التجارية الزراعية / الإنتاج	72
1.098	3,279,407	3,599,248	1,799,624	الصناعات الكيماوية الاردنية	73
0.585	10,455,492	6,120,000	9,000,000	الوطنية لصناعة الكلورين	74
0.734	5,790,579	4,250,000	4,250,000	المتكاملة للمشاريع المتعددة	75
1.075	14,992,424	16,112,000	10,600,000	العربية لصناعة المبيدات والأدوية البيطرية	76
0.513	5,458,431	2,800,000	20,000,000	العربية للمشاريع الاستثمارية	77
2.931	45,725,093	134,000,000	20,000,000	الإقبال للاستثمار	78
0.594	36,345,721	21,600,000	15,000,000	مصانع الاتحاد لإنتاج التبغ والسجائر	79
0.724	11,842,798	8,572,500	6,750,000	العربية لصناعة الألمنيوم/ارال	80
1.777	537,688,000	955,500,000	75,000,000	مناجم الفوسفات الاردنية	81
0.716	147,654,372	105,777,805	60,444,460	مصانع الاسمنت الأردنية	82
4.481	819,883,000	3,674,301,750	83,317,500	البوتاس العربية	83
1.652	46,397,910	76,650,000	35,000,000	حديد الأردن	84
0.477	9,806,859	4,680,000	9,000,000	الوطنية لصناعات الألمنيوم	85
0.995	4,182,228	4,161,556	7,175,097	رم علاء الدين للصناعات الهندسية	86

1.478	14,920,179	22,050,000	9,000,000	العربية لصناعة المواسير المعدنية	87
0.359	11,294,969	4,060,000	14,000,000	القدس للصناعات الخرسانية	88
0.54	24,453,866	13,200,000	20,000,000	الوطنية لصناعة الكوابل والأسلاك الكهربائية	89
0.458	6,550,189	3,000,000	6,000,000	العربية للصناعات الكهربائية	90
0.342	6,073,242	2,076,624	5,191,560	مجموعة العصر للاستثمار	91
1.008	73,673,224	74,250,000	15,000,000	مصانع الآجواخ الاردنية	92
0.414	9,054,605	3,750,000	15,000,000	الزي لصناعة الألبسة الجاهزة	93
0.35	6,645,339	2,325,000	7,500,000	مصانع الخزف الأردنية	94
0.269	5,798,860	1,560,000	6,000,000	الدولية للصناعات الخزفية	95

*المصدر: بورصة عمان للأوراق المالية (٢٠١٢). النشرة الإحصائية الشهرية، كانون أول ٢٠١١.

ملحق رقم (٩)

التوزيع الجغرافي للصادرات الوطنية

ألف دينار أردني

2011	2010	2009	2008	2007	2006	
4,805,873	4,216,949	3,579,166	4,431,113	3,183,707	2,929,310	المجموع
2,262,199	2,127,715	1,846,571	1,849,305	1,393,494	1,248,771	الدول العربية:
446,529	451,037	377,416	337,715	260,673	272,066	السعودية
715,101	648,229	607,541	574,395	378,332	327,320	العراق
160,737	179,738	146,335	154,814	124,276	172,943	الامارات
181,372	169,355	149,417	166,323	149,651	110,767	سوريا
209,044	137,991	126,656	89,656	69,702	46,778	لبنان
99,418	61,852	50,132	66,167	53,239	66,410	الكويت
64,343	67,071	45,931	57,591	48,219	35,252	قطر
23,798	24,208	18,760	20,535	41,353	15,766	البحرين
80,177	87,857	62,808	74,161	45,649	33,562	مصر
220,067	155,616	107,014	182,164	110,539	107,731	دول الاتحاد الأوروبي:
49,382	46,644	37,102	34,464	19,904	19,050	ايطاليا
25,533	24,192	7,438	35,664	12,495	11,595	هولندا
7,815	3,998	3,396	7,555	7,866	4,301	المانيا
28,040	17,505	7,889	26,216	12,504	19,256	اسبانيا
12,467	4,933	1,786	1,936	6,534	2,069	اليونان
20,166	12,904	12,181	14,713	13,089	11,775	المملكة المتحدة
3,176	2,939	2,133	2,426	2,673	1,433	فرنسا
14,951	8,788	4,148	13,903	8,473	11,569	بلجيكا

البنك المركزي الأردني (٢٠١٢). النشرة الإحصائية الشهرية، المجلد ٤٨، العدد ١٢.

جدول رقم (١٠) التوزيع الجغرافي للمستوردات

ألف دينار أردني

43,747	68,640	18,869	23,392	13,486	11,877	بقية الدول الأوروبية:
16,314	11,310	10,914	3,505	3,740	1,930	روسيا
760,786	673,190	620,168	745,296	884,723	915,892	دول اتفاقية التجارة الحرة شمال أمريكا الشمالية
733,785	655,850	612,019	736,156	874,971	907,768	الولايات المتحدة
7,012	6,466	8,750	12,640	9,915	6,269	دول أمريكا الجنوبية:
1,036	736	3,913	6,379	5,121	3,366	البرازيل
1,315,792	1,018,993	891,782	1,476,328	678,380	571,770	الدول الآسيوية غير العرية:
645,949	550,935	484,069	916,076	332,515	279,961	الهند
151,952	105,497	99,048	94,908	26,475	15,255	اندونيسيا
11,889	4,636	6,903	6,901	18,678	46,216	ايران
79,753	50,024	19,638	62,824	35,730	31,784	ماليزيا
13,929	7,928	4,109	4,674	21,847	4,703	الباكستان
62,627	40,586	20,381	19,827	13,460	11,257	تركيا
22,387	17,333	11,068	19,516	14,518	10,215	كوريا الجنوبية
31,616	12,460	2,588	10,697	3,911	3,585	فلبين
33,522	40,698	105,248	111,732	47,234	29,836	اليابان
24,324	22,466	19,003	28,065	11,896	5,204	تايوان
141,323	78,610	27,428	78,191	51,082	24,517	الصين الشعبية
53,212	64,246	73,042	97,808	84,830	85,415	اسرائيل
196,270	166,329	86,012	141,988	93,170	67,000	البلدان الأخرى:
4,718	2,576	2,257	6,589	1,214	617	استراليا
50	22	23	243	180	40	نيوزلندا

2011	2010	2009	2008	2007	2006	البلد
13,440,215	11,050,126	10,107,696	12,060,895	9,722,194	8,187,725	المجموع
4,947,696	3,849,933	3,238,291	4,000,013	3,210,642	2,930,286	الدول العربية:
219,988	165,621	117,126	51,169	8,606	5,147	العراق
268,398	267,198	217,979	244,525	257,819	185,790	سوريا
2,968,687	2,164,385	1,769,972	2,549,891	2,014,017	2,080,982	السعودية
534,968	492,863	610,336	541,696	418,862	346,408	مصر
81,198	76,343	79,661	84,702	74,197	56,709	لبنان
109,680	182,412	55,365	104,597	63,360	24,172	البحرين
504,881	286,001	237,666	219,796	194,103	152,381	الامارات
16,062	10,108	6,752	6,698	5,770	4,414	قطر
2,742,887	2,277,937	2,125,435	2,541,474	2,366,213	1,928,210	دول الاتحاد الأوروبي:
607,487	728,955	632,108	720,307	724,581	645,165	المانيا
688,456	379,274	361,858	384,368	318,205	298,870	ايطاليا
264,189	246,645	252,484	295,592	235,300	198,399	فرنسا
212,916	189,380	232,511	239,095	201,322	185,584	المملكة المتحدة
126,212	126,029	106,557	126,440	112,063	81,071	هولندا
91,227	69,150	75,856	86,920	68,651	56,408	بلجيكا
163,493	85,091	75,817	88,759	85,713	57,266	اسبانيا
64,080	70,410	59,547	66,593	76,187	46,084	السويد
56,995	38,643	33,624	37,604	34,237	22,344	النمسا

43,755	44,334	28,463	29,730	25,598	16,981	الدّهارك
788,487	475,694	597,643	996,272	597,598	342,653	بقية الدول الأوروبية:
118,650	94,056	85,170	134,500	83,207	66,057	سويسرا
513,071	178,221	247,423	275,976	284,550	72,991	روسيا
940,758	687,990	758,063	620,098	500,389	429,514	دول الناقتا (ناقتا):
861,355	615,623	707,326	551,110	449,021	393,293	الولايات المتحدة
60,737	53,916	35,022	54,575	39,533	27,802	كندا
349,901	286,865	243,809	260,693	233,866	142,428	دول أمريكا الجنوبية:
147,294	131,613	130,798	161,575	165,031	77,772	البرازيل
173,713	117,442	85,298	70,187	50,391	48,232	الارجنتين
3,430,594	3,293,143	2,994,394	3,504,598	2,695,913	2,288,218	الدول الآسيوية غير العربية:
258,996	343,509	374,429	348,952	291,979	253,368	اليابان
393,485	397,235	309,122	319,768	273,688	216,158	تركيا
435,914	461,889	393,275	411,464	300,082	256,826	كوريا الجنوبية
1,317,428	1,188,598	1,112,967	1,252,224	928,247	860,390	الصين الشعبية
104,568	136,448	75,372	84,421	83,699	50,147	ماليزيا
360,158	275,289	212,189	357,272	215,086	126,090	الهند
178,489	127,667	118,220	133,924	125,272	124,519	تايوان
88,263	78,862	79,370	142,628	85,043	102,879	اندونيسيا
239,892	178,564	150,061	137,747	117,573	126,416	البلدان الاخرى:
118,774	78,643	69,248	48,231	48,621	47,434	استراليا
37,316	33,067	27,814	34,329	19,104	23,150	نيوزلندا

المصدر: البنك المركزي الأردني (٢٠١٢). النشرة الإحصائية الشهرية، المجلد ٤٨، العدد ١٢.

ملحق رقم (١١)

الأهمية النسبية للتوزيع الجغرافي للمستوردات والصادرات الوطنية

٢٠١١-٢٠٠٦

الأهمية النسبية للتوزيع الجغرافي للمستوردات الوطنية

المعدل	2011	2010	2009	2008	2007	2006	
18%	22%	20%	18%	21%	0%	25%	السعودية
34%	37%	35%	32%	33%	33%	36%	الدول العربية
22%	20%	21%	21%	21%	24%	24%	دول الاتحاد الأوروبي
6%	6%	4%	6%	8%	6%	4%	بقية الدول الأوروبية
6%	6%	6%	7%	5%	5%	5%	الولايات المتحدة
2%	3%	3%	2%	2%	2%	2%	دول أمريكا الجنوبية
29%	26%	30%	30%	29%	28%	28%	الدول الآسيوية غير العربية
2%	2%	2%	1%	1%	1%	2%	البلدان الأخرى

الأهمية النسبية للتوزيع الجغرافي للصادرات الوطنية

المعدل	2011	2010	2009	2008	2007	2006	
9%	9%	11%	11%	8%	8%	9%	السعودية
46%	47%	50%	52%	42%	44%	43%	الدول العربية
4%	5%	4%	3%	4%	3%	4%	دول الاتحاد الأوروبي
1%	1%	2%	1%	1%	0%	0%	بقية الدول الأوروبية
21%	16%	16%	17%	17%	28%	31%	شمال أمريكا (نافتا)
0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	دول أمريكا الجنوبية
25%	27%	24%	25%	33%	21%	20%	الدول الآسيوية غير العربية
3%	4%	4%	2%	3%	3%	2%	البلدان الأخرى

المصدر: تم حسابها من قبل الباحث اعتماداً على الملاحق رقم ٨ و ٩.

ملحق رقم (١٢)

معدل الأهمية النسبية للتوزيع الجغرافي للتجارة الخارجية الأردنية

(الصادرات والمستوردات الوطنية)

٢٠١١-٢٠٠٦

23%	السعودية
40%	الدول العربية
18%	دول الاتحاد الأوروبي
6%	بقية الدول الأوروبية
10%	دول النفط (نافتا)
6%	دول أمريكا الجنوبية
28%	الدول الآسيوية غير العربية
17%	البلدان الأخرى
100%	المجموع

المصدر: تم حسابها من قبل الباحث اعتماداً على الملاحق رقم ٨ و ٩.

ملحق رقم (١٣)

أسعار صرف أهم العملات الأجنبية المعلنة من البنك المركزي الأردني

٢٠١١-٢٠٠٦

2011	2010	2009	2008	2007	2006	
1088.84	1092.22	1111.80	1092.40	1120.40	1067.20	وحدة حقوق السحب الخاصة

أسعار الشراء

دولار أمريكي

708.00	708.00	708.00	708.00	708.00	708.00	نهاية الفترة
708.00	708.00	708.00	708.00	708.00	708.00	متوسط الفترة

اليورو

914.30	935.94	1016.36	995.99	1042.81	928.34	نهاية الفترة
984.74	938.51	984.61	1043.20	968.50	888.87	متوسط الفترة

جنيه استرليني

1093.34	1097.30	1137.36	1021.48	1412.65	1384.89	نهاية الفترة
1134.30	1092.63	1106.38	1317.05	1415.70	1303.80	متوسط الفترة

ين ياباني (لكل مائة)

909.38	868.19	765.19	783.54	631.65	595.69	نهاية الفترة
887.40	805.98	756.24	684.38	600.84	608.56	متوسط الفترة

ليرة لبنانية (لكل الف)

469.76	471.33	470.70	470.70	467.74	467.74	نهاية الفترة
469.86	471.03	470.78	469.48	468.01	469.92	متوسط الفترة

ريال سعودي

188.59	188.59	188.56	188.44	188.56	188.58	نهاية الفترة
188.58	188.58	188.57	188.54	188.73	188.57	متوسط الفترة

دينار كويتي

2536.91	2509.86	2464.21	2560.10	2589.53	2445.97	نهاية الفترة
2560.02	2465.59	2454.32	2631.64	2487.03	2437.16	متوسط الفترة

أسعار البيع

دولار أمريكي

710.00	710.00	710.00	710.00	710.00	710.00	نهاية الفترة
710.00	710.00	710.00	710.00	710.00	710.00	متوسط الفترة

اليورو

918.89	940.64	1021.45	1000.98	1048.03	933.00	نهاية الفترة
989.67	943.22	989.54	1048.43	973.36	893.32	متوسط الفترة

جنيه استرليني

1098.82	1102.80	1143.06	1026.60	1419.73	1391.83	نهاية الفترة
1139.99	1098.11	1111.92	1323.65	1422.80	1310.34	متوسط الفترة

ين ياباني (لكل مائه)

913.94	872.54	769.03	787.47	634.82	598.67	نهاية الفترة
891.85	810.02	760.03	687.81	603.85	611.61	متوسط الفترة

ليرة لبنانية (لكل الف)

472.12	473.69	473.06	473.06	470.09	470.09	نهاية الفترة
472.01	473.39	473.14	471.84	470.35	472.27	متوسط الفترة

ريال سعودي

189.53	189.53	189.50	189.39	189.51	189.53	نهاية الفترة
189.52	189.53	189.52	189.48	189.68	189.52	متوسط الفترة

دينار كويتي

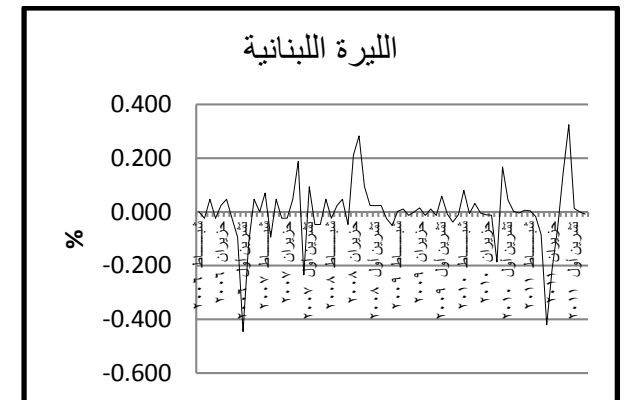
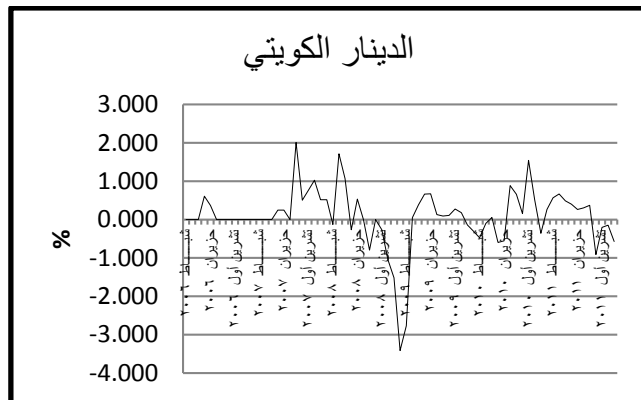
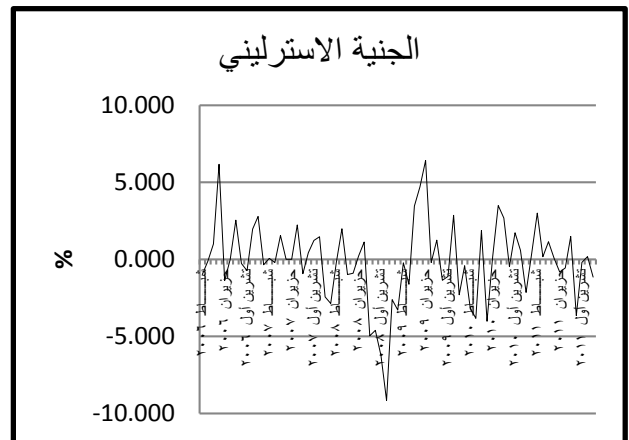
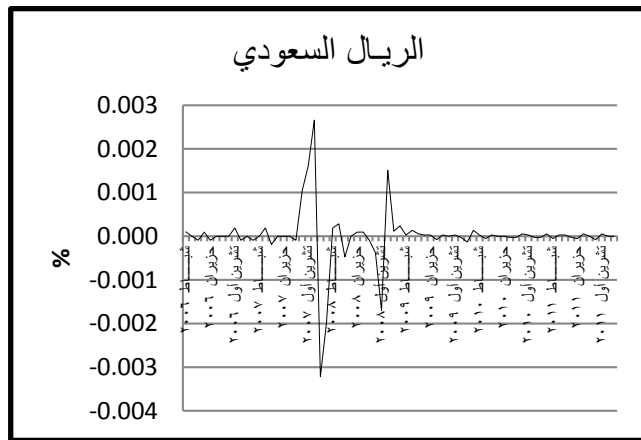
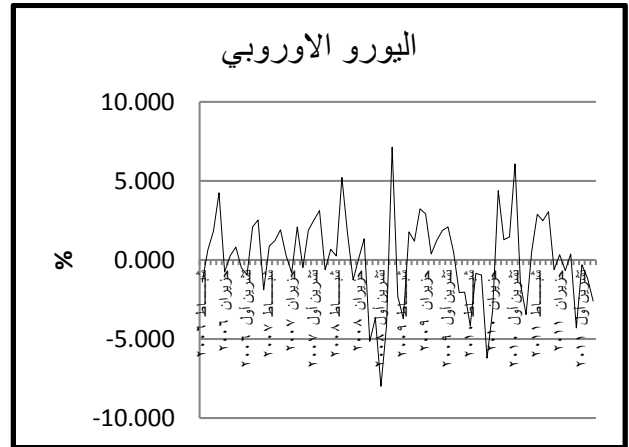
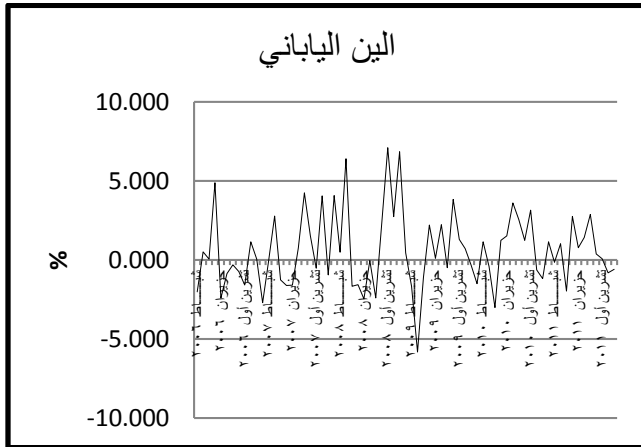
2549.63	2522.44	2476.56	2572.93	2602.51	2458.23	نهاية الفترة
2572.85	2477.95	2466.62	2644.83	2499.49	2449.38	متوسط الفترة

المصدر: البنك المركزي الأردني (٢٠١٢). النشرة الإحصائية الشهرية، المجلد ٤٨، العدد ١٢، مطبعة البنك

ملحق رقم (١٤)

معدل تغير سعر صرف الدينار الأردني الشهري مقابل مجموعة من العملات

٢٠١١-٢٠٠٦



*المصدر: إعداد الباحث اعتمادا على جدول (٣-٢)