



جمهورية العراق
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة كربلاء
كلية الإدارة والاقتصاد
قسم إدارة الأعمال

اختبار نظرية التسعير المرجح في التنبؤ بعوائد الأسهم
دراسة تطبيقية لمجموعة من المصارف المدرجة في سوق العراق
للأوراق المالية للمدة (٢٠١٩ - ٢٠٠٤)

رسالة مقدمة

إلى مجلس كلية الإدارة والاقتصاد – جامعة كربلاء
وهي جزء من متطلبات نيل درجة الماجستير في علوم إدارة الأعمال

قدمها الطالب

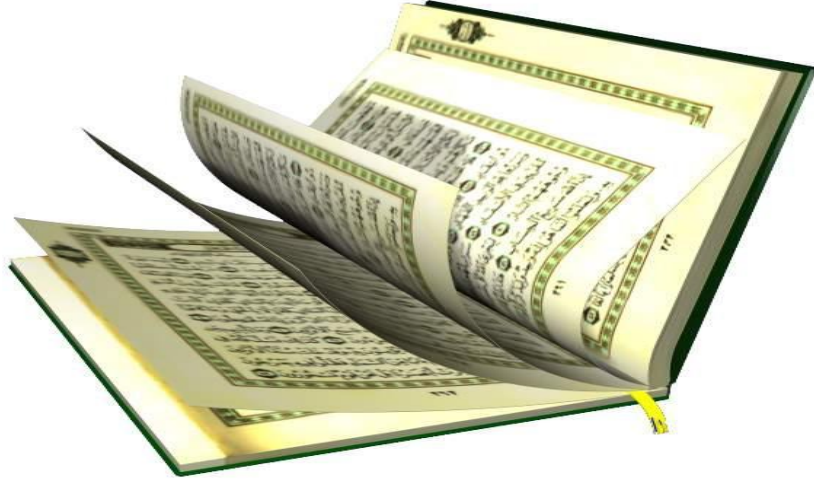
حاتم كريم محمد الغرباوي

بإشراف

الأستاذ المساعد الدكتور

علي أحمد فارس

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ



وَمَا أَرْسَلْنَا مِنْ قَبْلِكَ إِلَّا رِجَالًا نُوْحِيَ إِلَيْهِمْ فَاسْأَلُوا أَهْلَ الذِّكْرِ إِنْ كُنْتُمْ لَا تَعْلَمُونَ

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

الآية (٤٣) من سورة النحل

الإهداء

إلى معلم البشرية ومنبع العلم نبينا محمد (صلى الله عليه وآله وسلم)

إلى أرضنا وعزنا وفخرنا وطني الجريح

إلى كل من علمني حرفاً في هذه الدنيا الفانية

إلى سبب وجودي في الحياة صاحب السواعد الكافحة والدي (حفظه الله)

إلى من ركح العطاء امام قدميها واعطتنا من دمه وروحها وعمرها هباً وتصميماً لقد

اجمل إلى الغالية التي لا نرى الأمل إلا في عينها اهدي اليك هذه الرسالة **امي**

الحيبة

إلى أروع من جسدت الحب بكل معانيه... فكانت السند والعطاء... قدمت لي الكثير في

صور من صبر... وامل... ومحبة... لن اقول شكراً... بل سأعيش الشكر معك دائماً.....

زوجتي العزيزة

يا من ترون هذه الدنيا بعيني رزقني الله بكم حلوا الحياة كحلوة قدومكم اولادي

علي... بنين... هبه الله... محمد... عباس... مريم

إلى الذين هم اقرب الي من روحي وبهم استمد قوتي اخواتي

إلى الذين اشهد لهم بانهم نعم الرفقاء في جميع الامور اصدقائي

إلى الذين ارتوت من دمائهم الطاهرة ارض العراق شهدانا (رحمهم الله)

إلى الذين تذوقت معهم اجمل اللحظات زملاء دراستي

شكر وحرارة

بسم الله الرحمن الرحيم

الحمد لله رب العالمين والصلاة والسلام على سيد الانبياء والمرسلين ابي القاسم محمد وعلى اله الطيبين الطاهرين. فقد كان لزاماً عليّ ان اتوجه إلى استاذي ومشرفي الفاضل الاستاذ الدكتور علي احمد فارس بالشكر والتقدير الذي لن تفي الكلمات حقّه، فلولا مثابرتة ودعمه المستمر ما تم هذا العمل. راجياً من الله عز وجل ان يمن عليه بالصحة والسلامة والعمر المديد. ويلزمني واجب العرفان بالجميل بتقديم وافر الشكر والتقدير إلى اساتذتي الكرام الذين تتلمذت على ايديهم في كل مراحل دراستي. كما اتقدم بجزيل الشكر والامتنان الوافر إلى السادة رئيس واعضاء لجنة المناقشة لتفضلهم بقبول مناقشة الرسالة. كما اوجه خالص الشكر والتقدير إلى كل من الاستاذ الدكتور علاء فرحان طالب عميد كلية الإدارة والاقتصاد والاستاذ الدكتور محمد حسين الجبوري معاون العميد للشؤون العلمية والسيد رئيس قسم ادارة الاعمال الاستاذ فؤاد حمودي العطار.

واتقدم بالشكر الجزيل إلى زملائي في مرحلة الدراسة على الثقة وروح التعاون الذي ساد زمالتنا. كما لا يفوتني ان اقدم شكري وامتناني إلى جميع المسؤولين والموظفين في كلية الادارة والاقتصاد / جامعة كربلاء لما قدموه من تعاون وتسهيلات فجزاهم الله عني افضل الجزاء.

ويشرفني ان اتقدم بوافر الشكر والامتنان إلى كل من مد لي يد العون واناروني بأفكارهم العلمية التي اذلت الصعاب التي واجهتني في كتابه رسالتي، وإلى الاساتذة الافاضل الذين تولوا مهمة تقييم الرسالة احصائياً وعلمياً ولغوياً والتي ادت إلى اظهارها بهذه الصورة.

كما يشرفني ان اقدم شكري وعظيم امتناني إلى من رافقتني دعواتها أثناء الليل واطراف النهار، ضياء عيني وفجر ايامي (امي الحبيبة) حفظك الله ووفقني إلى برك. واتوجه بفيض من الدعاء والشكر إلى زوجتي العزيزة وابنائي وبناتي واخواتي. وختاماً كل الشكر والتقدير لكل من ساهم في انجاز هذه الرسالة سواءً بتعليم او توجيه او نصح او دعاء، فلجميع جزيل الشكر والعرفان.

الباحث

المستخلص

تهدف الدراسة الحالية إلى التحقق وفحص نظرية التسعير المرجح (متغير مستقل) ومدى قابليتها للتطبيق لتقدير معدل عوائد الاسهم (متغير تابع) في سوق العراق للأوراق المالية. ولتحقيق هدف الرسالة تم اختيار العينة من (٦) مصارف ضمن القطاع المصرفي المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية للمدة ما بين عامي (٢٠٠٤-٢٠١٩). وكذلك البيانات السنوية للمؤشرات الاقتصادية الكلية الاتية (مؤشر السوق، التضخم، الناتج المحلي الاجمالي، سعر الصرف، عرض النقد، الميزان التجاري و سعر الفائدة)، تم اخضاع البيانات التي تم جمعها من التقارير السنوية للبنك المركزي العراق وكذلك التقارير السنوية لسوق العراق للأوراق المالية فضلاً عن ذلك تقارير هيئة الاوراق المالية العراقية وتحليل هذه البيانات باستخدام الوسائل الاحصائية والمالية المناسبة ومن خلال برامج (Microsoft Excel) و (SPSS 24)، وقد توصلت الدراسة إلى صلاحية نظرية التسعير المرجح (APT) لاستخراج معدل العائد المطلوب وكذلك تقييم الأسهم ومن ثم التنبؤ بعوائد الأسهم في سوق العراق للأوراق المالية.

واوصت الدراسة على تشجيع المصارف للمشاركة في عمليات الاستثمار في السوق وذلك من اجل تنشيط الاسواق، فضلاً عن ذلك البحث عن عوامل جديدة واختبارها في سوق العراق للأوراق المالية لبيان مدى اثرها او قد تكون لها قدرة تفسيرية اضافية في التنبؤ بعوائد السهم.

الكلمات المفتاحية: نظرية التسعير المرجح، عوائد الأسهم، التنبؤ المالي.

قائمة المحتويات

رقم الصفحة	الموضوع	ت
أ	الآية	١
ب	الاهداء	٢
ت	الشكر والعرفان	٣
ث	المستخلص	٤
ج-ح	قائمة المحتويات	٥
ح	قائمة الجداول	٦
خ	قائمة الاشكال	٧
د	قائمة الملاحق	٨
٢-١	المقدمة	٩
١٦-٤	الفصل الاول/ المنهجية والدراسات السابقة	١٠
٨-٥	المبحث الاول/ منهجية الدراسة	١١
١٦-٩	المبحث الثاني / الدراسات السابقة	١٢
٦١-١٨	الفصل الثاني/ اختبار نظرية التسعير المرجح والتنبؤ بعوائد الأسهم	١٣
٥٠-١٩	المبحث الاول/ اختبار نظرية التسعير المرجح	١٤
٦١-٥١	المبحث الثاني/ التنبؤ بعوائد الأسهم	١٥
١١٠-٦٣	الفصل الثالث/ عرض النتائج متغيرات الدراسة وتحليلها وتفسيرها	١٦
٦٧-٦٤	المبحث الاول / لمحة تاريخية عن المصارف عينة الدراسة	١٧
٧٩-٦٨	المبحث الثاني / التحليل المالي لعائد المصارف عينة الدراسة	١٨
١٠١-٨٠	المبحث الثالث / اختبار الفرضيات	١٩
١١٠-١٠٢	المبحث الرابع/ اختبار قدرة النموذج على التنبؤ	٢٠
١١٥-١١٢	الفصل الرابع/ الاستنتاجات والتوصيات	٢١
١١٤-١١٣	المبحث الاول/ الاستنتاجات	٢٢
١١٥-١١٥	المبحث الثاني/ التوصيات	٢٣

١٢٩-١١٧	المصادر	٢٤
	الملاحق	٢٤

قائمة الجداول

رقم الصفحة	عنوان الجدول	رقم الجدول
٣٩	مقارنة بين نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية ونظرية التسعير المرجح	١
٧٠-٦٩	معدل النمو السنوي للمصارف و للمتغيرات الاقتصادية	٢
٧٨	حساب معامل (β) للمؤشرات الاقتصادية	٣
٨١	معامل تحديد افضل نموذج لمصرف بغداد	٤
٨٣	قيم تأثير المتغيرات المستقلة على معدل العائد لمصرف بغداد	٥
٨٤	معامل تحديد افضل نموذج لمصرف التجاري العراقي	٦
٨٦	قيم تأثير المتغيرات المستقلة على معدل العائد لمصرف التجاري العراقي	٧
٨٧	معامل تحديد افضل نموذج لمصرف الخليج التجاري	٨
٨٩	قيم تأثير المتغيرات المستقلة على معدل العائد لمصرف الخليج التجاري	٩
٩٠	معامل تحديد افضل نموذج لمصرف الاستثمار العراقي	١٠
٩٢	قيم تأثير المتغيرات المستقلة على معدل العائد لمصرف الاستثمار العراقي	١١
٩٣	معامل تحديد افضل نموذج لمصرف الشرق الاوسط	١٢
٩٥	قيم تأثير المتغيرات المستقلة على معدل العائد لمصرف الشرق الاوسط	١٣
٩٦	معامل تحديد افضل نموذج لمصرف سومر	١٤
٩٨	قيم تأثير المتغيرات المستقلة على معدل العائد لمصرف سومر	١٥
٩٩	معامل تحديد افضل نموذج لجميع المصارف	١٦
١٠١	قيم تأثير المتغيرات المستقلة على معدل العائد لجميع المصارف	١٧
١٠٤-١٠٣	معدل العائد للمصارف عينة الدراسة	١٨

قائمة الاشكال

رقم الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
٧	المخطط الفرضي للدراسة	١
٢٧	فرصة المراجعة	٢
٣٣	منحى المحافظ المثلى	٣
٣٦	علاقة العائد والمخاطر	٤
٧١	العلاقة بين معدل عائد المصارف مع مؤشر السوق	٥
٧٢	العلاقة بين معدل عائد المصارف مع التضخم	٦
٧٣	العلاقة بين معدل عائد المصارف مع الناتج المحلي الاجمالي	٧
٧٤	العلاقة بين معدل عائد المصارف مع سعر الصرف	٨
٧٥	العلاقة بين معدل عائد المصارف مع عرض النقد	٩
٧٦	العلاقة بين معدل عائد المصارف مع الميزان التجاري	١٠
٧٧	العلاقة بين معدل عائد المصارف مع سعر الفائدة	١١
١٠٥	معدل العائد الفعلي والمتوقع لمصرف بغداد	١٢
١٠٦	معدل العائد الفعلي والمتوقع لمصرف التجاري العراقي	١٣
١٠٧	معدل العائد الفعلي والمتوقع لمصرف الخليج التجاري	١٤
١٠٨	معدل العائد الفعلي والمتوقع لمصرف الاستثمار	١٥
١٠٩	معدل العائد الفعلي والمتوقع لمصرف الشرق الاوسط	١٦
١١٠	معدل العائد الفعلي والمتوقع لمصرف سومر	١٧

قائمة الملحق

رقم الملحق	عنوان الملحق
١	بيانات المؤشرات الاقتصادية
٢	سعر اغلاق السهم للمصارف عينه الدراسة
٣	العائد المتوقع للمصارف عينه الدراسة

المقدمة:

تتنوع الدوافع للاستثمار، لكن الدافع الرئيس للاستثمار يكون في الغالب مالياً، بمعنى الحصول على عائد من الاموال المستثمرة، ومن الواضح ان الاستثمار على اساس تعظيم العائد لا يكفي، لان عنصر المخاطرة يجب ان يؤخذ بالحسبان ايضاً، فبعض المستثمرين (افراد، شركات، مؤسسات مالية، ...) يرغبون بالعائد المضمون كالاستثمار في اذونات الخزينة، على الرغم من عائدها القليل، البعض الاخر لا يرضى بالعائد القليل ويكون على استعداد للمخاطرة والمجازفة، اذ يستثمرون اموالهم ومدخراتهم في اصول اكثر خطورة والهدف من وراء ذلك هو الحصول على عائد اكبر. يُعد تقدير العوائد المتوقعة أو تكلفة حقوق الملكية للأسهم الفردية مسألة مركزية للعديد من القرارات المالية والاستثمارية مثل إعداد الموازنة وتقييم الأداء والاندماج والاستحواذ وإدارة المحافظ وتقييم الأوراق المالية. إذن، السؤال هو كيف يمكن التنبؤ أو تقدير معدلات عائد الأوراق المالية (الأسهم والسندات)؟

كانت بداية تقييم وتسعير تكلفة الأسهم في عام ١٩٥٢، عندما كان اقتصادياً مالياً، طور (Harry Markowitz) صيغة مخاطر المحفظة الأساسية واستخلص معدل العائد المتوقع لمحفظة الموجودات ومقاييس المخاطر المتوقعة، أظهر (Markowitz) أن التباين في معدل العائد كان مقياساً ذا مغزى لمخاطر المحفظة بموجب مجموعة معقولة من الافتراضات، واستمد صيغة لحساب التباين في المحفظة، قدم كل من (Sharpe 1964) و (Lintner 1965) امتداداً مهماً آخر لنموذج (Markowitz)، فقد اشتقوا أنموذج تسعير الموجودات الرأسمالية (CAPM)، كان نقطة محورية في مجال تسعير الموجودات الرأسمالية لأكثر من أربعين عاماً. بالرغم من أن الانموذج التقليدي لـ (CAPM) تمكن من الصمود أمام التحقيقات الاقتصادية المكثفة لعقود الطريقة البديلة لنموذج تسعير الموجودات الرأسمالية (CAPM)، وهي نظرية التسعير المرجح (APT)، وقد طرحت فعلياً لعام (١٩٧٦) من قبل (Ross) واجريت العديد من الدراسات التي تناولت هذه النظرية، المائزة بعدم تحديد العوامل المفترض ادخالها لأنموذج النظرية من اجل حساب معدل العائد المطلوب والمستعمل في تقييم الموجودات المالية بصورة عامة وعلى الخصوص تقييم الأسهم، واعتبر الباحثون ان نظرية التسعير المرجح (APT) يمكن جعلها كبديل عن لنموذج تسعير الموجودات الرأسمالية (CAPM)، بسبب منطقية افتراضاتها وكذلك انها تأخذ بعين الاعتبار اكثر من مصدر للخطر، واستندت الدراسة الى مشكلة مفادها ما هي العوامل المؤثرة وما مدى امكانية نظرية التسعير المرجح في التنبؤ بعوائد الأسهم، وقدمت الدراسة الحلول اعتماداً على فرضيات تم اختبارها، واهم ما جاء بفرضيات الدراسة هو امكانية الاعتماد على نظرية التسعير المرجح للتنبؤ بعوائد السهم، اما اهميتها فقد استندت على

تقديم آلية للتنبؤ بعوائد الأسهم من خلال استعمال المتغيرات الاقتصادية ومدى تأثيرها بالعوائد ومن ثم تقليل المخاطرة بالاستثمار، فضلاً عن ذلك جذب المستثمرين للتداول في سوق العراق للأوراق المالية. ومن ثم يسعى الباحث إلى التحقق من نظرية التسعير المرجح على تقييم الأسهم في سوق العراق للأوراق المالية، وكذلك توضيح كيفية الاستفادة منها في السوق موضوع الدراسة .

وبناءً على هذا قسمت الدراسة إلى اربعة فصول لتغطية جانبيها النظري والعملي، فقد جاء الفصل الاول في مبحثين، المبحث الاول منهجية الدراسة، والمبحث الثاني في الدراسات السابقة، وجاء الفصل الثاني في اختبار نظرية التسعير المرجح والتنبؤ بعوائد الأسهم والذي تضمن مبحثين، المبحث الاول اختبار نظرية التسعير المرجح، والمبحث الثاني لبيان التنبؤ بعوائد الأسهم، اما الفصل الثالث فقد تناول الجانب العملي، اذ تضمن اربعة مباحث، المبحث الاول لمحة تاريخية عن المصارف عينة الدراسة، و المبحث الثاني في التحليل المالي لجميع المؤشرات الاقتصادية، والمبحث الثالث لاختبار فرضيات الدراسة، و المبحث الرابع في اختبار قدرة الانموذج على التنبؤ، جاء الفصل الرابع بمبحثين تضمن المبحث الاول الاستنتاجات، والمبحث الثاني بالتوصيات.

الفصل الاول

منهجية الدراسة والدراسات السابقة

تمهيد:

تضمن هذا الفصل منهجية الدراسة التي تكمن في مشكلة الدراسة، واهدافها، واهميتها، وفرضياتها، وحدودها، ومجتمعها، وعينتها، واساليب جمع بياناتها اضافة إلى ذلك الوسائل الاحصائية، والمالية المستعملة، كما تناول بعض الدراسات السابقة التي قام بها الباحثون، والتي اهتمت وتناولت متغيرات الدراسة فضلاً عن ذلك موقع الدراسة، بالنسبة للدراسات السابقة، وما يميز الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة، وهو بذلك قسم على مبحثين:

المبحث الاول: منهجية الدراسة.

المبحث الثاني: الدراسات السابقة.

المبحث الاول منهجية الدراسة

تناول هذا المبحث الفقرات الرئيسية الخاصة بمنهجية الدراسة وفقاً لما يأتي:

اولاً : مشكلة الدراسة

تواجه القطاعات المختلفة في سوق العراق للأوراق المالية انخفاض مستمر في اسعار الأسهم ومن ثم في عوائدها مما سبب الكثير من الخسائر للمستثمرين بالسوق ومن هنا يحتاج المستثمرون إلى آلية لتحليل والتنبؤ بعوائد الأسهم تساعد في ترشيد القرار او تقليل الخسائر وقد ظهرت العديد من النماذج الهادفة إلى التنبؤ بعوائد الأسهم اختلفت في قدرتها ودقتها من نموذج لآخر، ومن هنا تبرز مشكلة الدراسة في مدى ملائمة نموذج التسعير المرجح في التنبؤ بعوائد الأسهم لعينة من المصارف المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية وما هي اهم العوامل المؤثرة والداخلية في هذا النموذج. ويمكن تلخيص المشكلة بعده تساؤلات :

١. ماهي العوامل الاقتصادية المؤثرة في عوائد الأسهم؟
٢. اي العوامل الاقتصادية اكثر تأثيراً في عوائد الأسهم؟
٣. هل يمكن استخدام نظرية التسعير المرجح للتنبؤ بعوائد الأسهم للمصارف (ملائمتها للبيئة العراقية)؟
٤. الى اي مدى يمكن الاعتماد على نظرية التسعير المرجح لترشيد قرار المستثمر.

ثانياً: اهمية الدراسة

تتبع اهمية هذه الدراسة من قيامها بتناول احد النظريات الحديثة في التسعير وهي نظرية التسعير المرجح (APT) الذي طرح من قبل (Ross,1976)، اذ يمكن لهذه الدراسة من تقديم رؤيا للعوامل الاقتصادية الكلية المؤثرة في عوائد الأسهم، الى اي مدى يمكن الاعتماد على نظرية التسعير المرجح لترشيد قرار المستثمر، مما يساعد المهتمين بهذا الموضوع في تقييم الوضع الاقتصادي الحالي للسوق موضوع الدراسة، وتخفيض مستوى عدم اليقين، ومن ثم تشجيع المستثمرين على توجيه مدخراتهم، نحو الاستثمار في سوق العراق للأوراق المالية، فضلاً عن ذلك انها تقدم آلية للتنبؤ بعوائد الأسهم من

خلال استعمال المتغيرات الاقتصادية ومدى تأثيرها في هذه العوائد ومن ثم تقليل المخاطرة بالاستثمار بالأسهم العادية وجذب المستثمرين للتداول في سوق العراق للأوراق المالية.

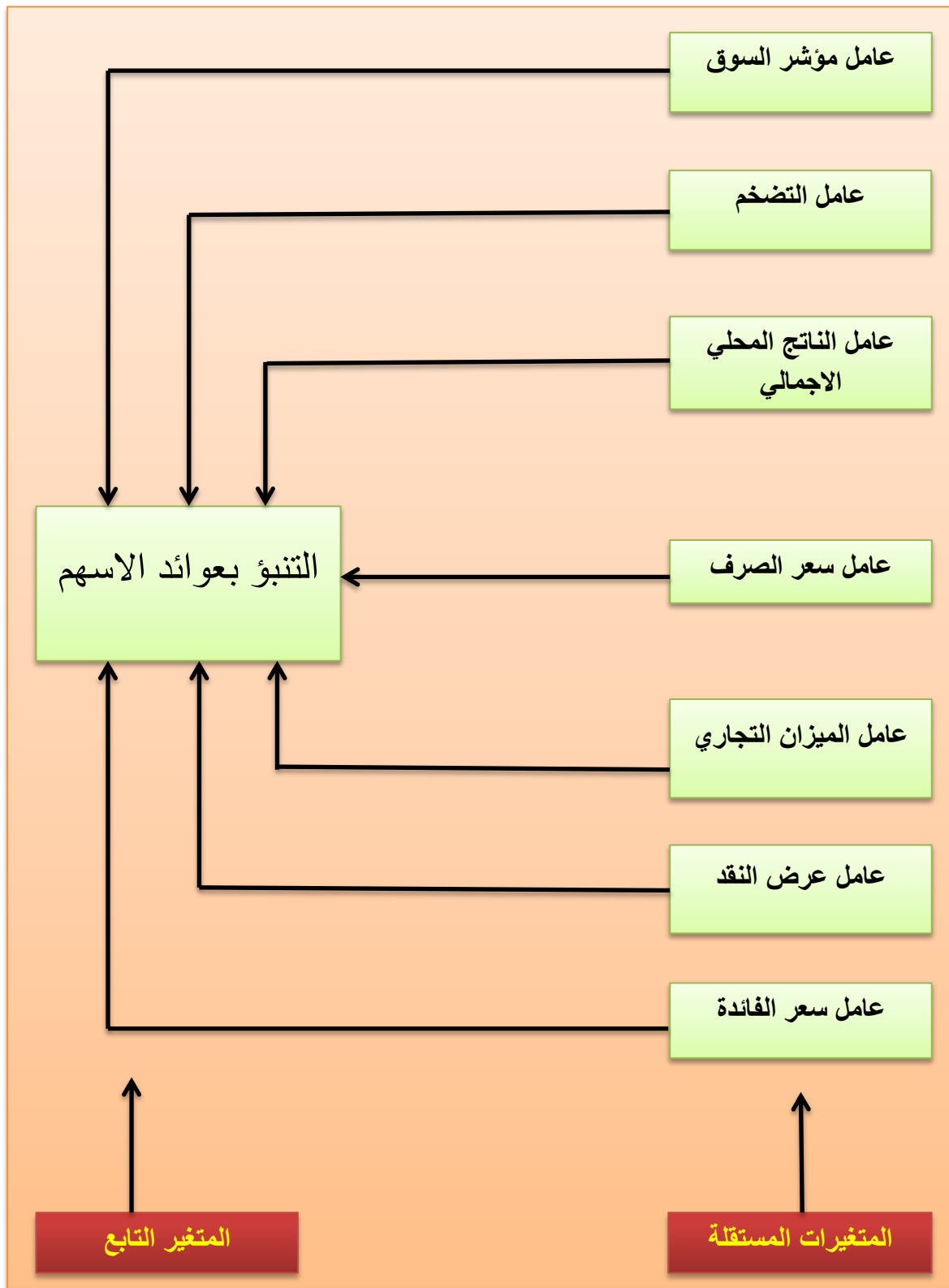
ثالثاً : اهداف الدراسة

تهدف الدراسة إلى جملة من النقاط اهمها:

١. تحليل اتجاهات عوائد الأسهم والمتغيرات الاقتصادية الاخرى ومدى انخفاضها او ارتفاعها خلال المدة المحددة للدراسة.
٢. استخدام نموذج التسعير المرجح للتنبؤ بعوائد الأسهم.
٣. تحديد اهم العوامل الاقتصادية المؤثرة في عوائد الأسهم ومدى مساهمة كل عامل في نموذج التسعير المرجح.
٤. بيان قدرة الانموذج في التنبؤ بعوائد السهم ومدى ملائمته للعمل في البيئة المالية العراقية.

رابعاً: المخطط الفرضي للدراسة:

يبين المخطط الفرضي للدراسة مجموعة العوامل المؤثرة في عوائد الأسهم والتي تحاول الدراسة الحالية ادراجها ضمن انموذج التسعير المرجح لبيان اي العوامل اكثر تأثيرا في هذه العوائد واعتماد هذا العامل ضمن الانموذج.



الشكل (١) المخطط الفرضي للدراسة

خامساً: فرضيات الدراسة

١. لا يوجد تأثير متعدد ذو دلالة معنوية لعوامل نظرية التسعير المرجح في عوائد الأسهم.
٢. يمكن الاعتماد على انموذج التسعير المرجح للتنبؤ بعوائد الأسهم.

سادساً: حدود الدراسة

١. الحدود المكانية:- سوق العراق للأوراق المالية.
٢. الحدود الزمانية:- تضمنت ستة عشر سنة للمدة الواقعة بين عام ٢٠١٩-٢٠٠٤.

سابعاً: مجتمع وعينة الدراسة

يتكون مجتمع الدراسة من المصارف المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية خلال المدة (٢٠١٩-٢٠٠٤) وقد اختار الباحث عينة الدراسة المكونة من (٦ مصارف) من اصل (٤٤) مصرف بدقة اعتماداً على التقارير المالية لسوق العراق للأوراق المالية، إذ تُعد هذه المصارف ذات مركز مالي جيد، وتمتاز بشفافية الافصاح عن حساباتها الختامية، وكشوفاتها المالية، وكذلك مدققة من قبل الجهات ذات العلاقة كديوان الرقابة المالية، فضلاً عن ذلك توافر البيانات التي تغطي المدة المختارة للدراسة.

ثامناً: اساليب جمع البيانات

١. الجانب النظري: تم الاعتماد على المصادر المتوافرة، والمتمثلة بالكتب، والرسائل والاطاريح، والبحوث العربية، والاجنبية، وشبكة الانترنت.
٢. الجانب العملي: اعتمد الباحث على البيانات المالية المستخرجة من التقارير السنوية للمصارف عينه الدراسة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، والتي تم الحصول عليها من خلال الموقع الرسمي لهيأة الاوراق المالية العراقية.

تاسعاً: الوسائل الاحصائية والمالية المستعملة

اعتمدت الدراسة الحالية في تحليل بياناتها واختبار فرضياتها على الاساليب الاحصائية والمالية، اذ قام الباحث باستعمال برنامج (Microsoft Excel) لتحليل عائد المصارف وكذلك معدل النمو السنوي لعائد المصارف وللمؤشرات الاقتصادية، كما تم احتساب معدل العائد وفق المعادلة $R = ((YT/Y - 1) * 100)$ ، فضلاً عن ذلك تم استخراج معامل (β) للمؤشرات الاقتصادية. كما استعمل برنامج (SPSS 24) لاختبار فرضيات التأثير والذي تضمن انموذج تحليل الانحدار الخطي البسيط والمتعدد واستعمال طريقة الحذف التراجعي لبيان تأثير المتغيرات التي يكون تأثيرها غير معنوي او التي ليس لها تأثير نهائي.

المبحث الثاني بعض الدراسات السابقة

توطئة:

تناول هذا المبحث مراجعة لبعض الدراسات التطبيقية السابقة التي استطاع الباحث الحصول عليها واعتمدها في الدراسة الحالية بهدف الوقوف على النتائج التي توصلت اليها تلك الدراسات النظرية والتطبيقية من قضايا بالتحليل والاختبار والاستفادة منها في تعزيز الجانب النظري وتعزيز الجوانب المعرفية من جهة، وبلورة مشكلة الدراسة الحالية وتحديد مساراتها من جهة أخرى وفي نفس الوقت تقدم الدليل للدراسات اللاحقة. وتأتي الدراسة الحالية لتستعرض عدد من الاسهامات العلمية العربية والاجنبية وحسب تسلسلها الزمني.

اولاً:- الدراسات العربية:

١- دراسة: (يوسف، ٢٠٠٨).	
عنوان الدراسة	تحديد العوامل المؤثرة على عائد الأسهم في سوق عُمان المالي.
مستوى الدراسة	رسالة ماجستير
عينة الدراسة	(٦٠) شركة من الشركات المدرجة في سوق عمان المالي للفترة (٢٠٠٠-٢٠٠٦)
هدف الدراسة	هدفت الدراسة الى التعرف على اهم العوامل المؤثرة على عوائد الأسهم.
اهم الاستنتاجات	تم التوصل الى وجود علاقة ذات دلالة احصائية بين متغيرات الاقتصاد الكلي وعوائد الأسهم.
الوسائل المالية والاحصائية المستخدمة	١- اختبار (Kolmogorov- smirnov) للتحقق من التوزيع الطبيعي للبيانات. ٢- المتوسطات الحسابية والانحرافات المعيارية. ٣- تحليل الانحدار البسيط والمتعدد وذلك لقياس العلاقة بين متغيرات الدراسة المستقلة والتابعة.

٢- دراسة: (النواجحة، ٢٠١٤).	
عنوان الدراسة	قُدرة نماذج تسعير الموجودات الرأسمالية في تحديد اسعار اسهم الشركات المدرجة في بورصة فلسطين.
مستوى الدراسة	رسالة ماجستير
عينة الدراسة	(٥) قطاعات شملت (٢٤) شركة للفترة ٢٠١١-٢٠١٣ .
هدف الدراسة	التعرف على قُدرة نماذج التسعير الموجودات الرأسمالية في تحديد اسعار اسهم الشركات المدرجة في بورصة فلسطين للفترة ٢٠١١-٢٠١٣ .
اهم الاستنتاجات	ان نموذج التقييم المحاسبي كان افضل من كل من نموذج خصم التدفقات النقدية ونموذج خصم التوزيعات النقدية من حيث القُدرة التفسيرية لتلك النماذج.
الوسائل المالية والاحصائية المستخدمة	اعتمدت الدراسة على برنامج التحليل الاحصائي SPSS لإجراء الاختبارات الاحصائية التحليلية والتي : ١- تحليل الانحدار ٢- اختبار التوزيع الطبيعي ٣- اختبار Wilcoxon للعينات المرتبطة.

٣- دراسة: (الشهاب ٢٠١٥).	
عنوان الدراسة	اختبار قدرة نظرية تسعير المراجعة على تقييم الأسهم في الاسواق الناشئة (بالتطبيق على سوق عمان للأوراق المالية وامكانية الاستفادة منها في سوريا).
مستوى الدراسة	اطروحة دكتوراه
عينة الدراسة	تتكون عينة الدراسة من (١٠٠) شركة مدرجة في سوق عمان المالي خلال الفترة المدروسة (٢٠١٣-٢٠٠٩) توزعت وفق القطاعات الاتية: ١- القطاع المالي (٤٢) شركة. ٢- قطاع الخدمات (٢٥) شركة.

٣- قطاع الصناعة (٣٣) شركة.	
تهدف الدراسة الى:- ١- التحقق من امكانية وجود اكثر من عامل (مصدر للخطر) يؤثر على تقلبات عوائد المحافظ المالية. ٢- توضيح اليه استخدام النماذج السابقة في تحديد معدل العائد المطلوب وبالتالي تقييم الأسهم.	هدف الدراسة
عدم صلاحية نظرية التسعير المرجح للتطبيق في سوق عمان المالي.	اهم الاستنتاجات
تمت جميع الاختبارات الاحصائية باستعمال برنامج (SPSS 20).	الوسائل المالية والاحصائية المستخدمة

٤- دراسة: (يوسف وآخرون، ٢٠١٥).	
التنبؤ بعوائد الأسهم للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية باستعمال معلومات اساس الاستحقاق	عنوان الدراسة
بحث	مستوى الدراسة
(١١) شركة مدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية للفترة من الربع الاول لعام ٢٠١٠ ولغاية الربع الثاني لعام ٢٠١٤.	عينة الدراسة
التعرف على امكانية استخدام معلومات اساس الاستحقاق في التنبؤ بالعوائد السوقية لاسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.	هدف الدراسة
لا يمكن لمعلومات اساس الاستحقاق التنبؤ بعوائد الفترة التالية لاسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية الابد ادخال المتغيرات الضابطة المتمثلة بالقيمة الدفترية الى القيمة السوقية، المخاطر المنتظمة ومعدل الربح الى السعر السوقي.	اهم الاستنتاجات
اسلوب الانحدار البسيط والمتعدد.	الوسائل المالية والاحصائية المستخدمة

ثانياً:- الدراسات الاجنبية:

1- Hammour, K. H. A. ,(2009).	
Examining the Ability of Capital Asset Pricing Model and Arbitrage Pricing Theory Model in Predicting Expected Returns for Stocks Trading in Amman Stock Exchange (ASE).	عنوان الدراسة
دراسة إمكانية نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية ونموذج نظرية التسعير المرجح في توقع العوائد المتوقعة لتداول الأسهم في بورصة عمان.	
اطروحة دكتوراه	مستوى الدراسة
جميع الشركات المساهمة العامة المدرجة والمندولة في بورصة عُمان والبالغ عددها (٣٧) للمدة ٢٠٠٧-٢٠٠٠.	عينة الدراسة
هو التحقق وفحص ما اذا كانت نماذج CAPM و APT قابلة للتطبيق لتقدير معدل عائد تداول الأسهم في سوق عمان للأوراق المالية (ASE).	هدف الدراسة
١- لا صلة لاستخدام العوائد الاولية او العوائد الزائدة لتقدير بيتا. ٢- لا علاقة لاستخدام مؤشر السعر المرجح لتقدير البيتا.	اهم الاستنتاجات
التحليل الاحصائي النوعي.	الوسائل المالية والاحصائية المستخدمة

2 - Pieleanu, F. D., (2012).	
The APT model and its applicability in Romania's case.	عنوان الدراسة
نموذج APT وإمكانية تطبيقه في حالة رومانيا.	
اطروحة دكتوراه	مستوى الدراسة

عينة الدراسة	تم استخدام البيانات ممثلة بالعائدات الشهرية لـ(٦٠) شركة مدرجة في سوق بورصة بوخارست للفترة(٢٠٠٥-٢٠١٠).
هدف الدراسة	التحقق من نظرية التسعير المرجح في البورصة الرومانية.
اهم الاستنتاجات	امكانية تطبيق النظرية في رومانيا.
الوسائل المالية والاحصائية المستخدمة	اسلوب التحليل العاملي وطريقة تحليل المكونات الاساسية وتم التوصل الى وجود ثلاثة عوامل مُسعة ذات دلالة احصائية.

3- Gul and Khan, (2013).	
عنوان الدراسة	An application of arbitrage pricing theory on KSE-100 index; A study from Pakistan (2000-2005). تطبيق نظرية تسعير المرجح على مؤشر KSE-100 ؛ دراسة من باكستان (٢٠٠٥-٢٠٠٠).
مستوى الدراسة	بحث
عينة الدراسة	(٣٧) شركة مدرجة في سوق كراتشي للأوراق المالية للفترة (٢٠٠٥-٢٠٠٠).
هدف الدراسة	التحقق من القدرة التطبيقية لـ (APT) في تقييم الأسهم لسوق كراتشي للأوراق المالية.
اهم الاستنتاجات	اثبتت النتائج التي خرجت من هذه الدراسة ان (APT) لم تثبت فعاليتها في التنبؤ بأسعار الأسهم في باكستان.
الوسائل المالية والاحصائية المستخدمة	تم استخدام برنامج spss

4- Johansson, R., & Petersson, P. ,(2019).	
عنوان الدراسة	Arbitrage Pricing Theory: A study on the Stockholm Stock. نظرية تسعير المرجح: دراسة عن أسهم ستوكهولم.

اطروحة دكتوراه	مستوى الدراسة
(٧٧) سهماً في بورصة ستوكهولم (٣٢ سهماً من الشركات الكبيرة و ٢٥ من الشركات المتوسطة و ٢٠ من الشركات الصغيرة) للفترة ٢٠٠٢-٢٠١٧.	عينة الدراسة
هو تحليل عينه عشوائية من الأسهم وعوامل الاقتصاد الكلي المختارة لمعرفة اي من عوامل الاقتصاد الكلي التي تؤثر على بورصة ستوكهولم والقوائم المختلفة في بورصة ستوكهولم.	هدف الدراسة
ليس من الضروري ان جميع عوامل الاقتصاد الكلي له اثر على بورصة ستوكهولم للأوراق المالية	اهم الاستنتاجات
تم استخدام جميع البيانات وحسابها في برنامج Microsoft Excel. اسلوب الانحدارات.	الوسائل المالية والاحصائية المستخدمة

◦ - Chigongolo Mpeketula,o.,(2019).	
Macroeconomic factors and the malawian equity market's relationship: an analysis using arbitrage pricing theory. عوامل الاقتصاد الكلي وعلاقة سوق الأسهم الملاوية: تحليل باستعمال نظرية تسعير المرجح.	عنوان الدراسة
اطروحة دكتوراه	مستوى الدراسة
قيم مؤشر الأسهم الشهرية من سوق الأسهم في ملاوي للفترة (٢٠٠٤-٢٠١٨).	عينة الدراسة
هو فحص تأثير متغيرات الاقتصاد الكلي على اسعار الأسهم في ملاوي.	هدف الدراسة
١- يجب الا يعتمد المستثمرون على اعلان عوامل الاقتصاد الكلي عندما يتعلق الامر باتخاذ قرارات الاستثمار في سوق الاوراق المالية في ملاوي. ٢- ينبغي ان تضع السلطات الملاوية سياسات للحد من التضخم من اجل	اهم الاستنتاجات

تطوير سوق الاوراق المالية.	
اعتمدت الدراسة على تحليل التكامل المشترك ونموذج تصحيح الخطأ المتجه (VECM) وسببية جرانجر لتحقيق الأغراض المقصودة منه.	الوسائل المالية والاحصائية المستخدمة

6- Mark-Egart,(2020).	
Arbitrage Pricing and Investment Performance in the Nigerian Capital Market. تسعير المرجح وأداء الاستثمار في سوق رأس المال النيجيري.	عنوان الدراسة
بحث	مستوى الدراسة
(٥) شركات مسجلة في سوق البورصة النيجيرية.	عينة الدراسة
فحص تأثير مخاطر معدل التضخم ومخاطر اسعار الفائدة ومخاطر تقلب سعر الصرف ومعدل عرض النقد والنتائج المحلي الاجمالي الحقيقي ومعدل اذونات الخزانة على اداء الاستثمار في سوق راس المال النيجيري.	هدف الدراسة
لوحظ ان اداء الاستثمار لسوق راس المال النيجيري لا يتماشى مع اهداف نظرية التسعير المرجح لان عوامل مخاطر الاقتصاد الكلي المختارة لا تفسر اداء الاستثمار بقوة.	اهم الاستنتاجات
تم استخدام تحليل الانحدار العادي ذي المربعات الصغرى وتم تقييم الفائدة العالمية للنماذج.	الوسائل المالية والاحصائية المستخدمة

7- Fibriantiwi & el at, (2019).	
Perbandingan Capital Asset Pricing Model (CAPM) dan Arbitrage Pricing Theory (APT) dalam Memprediksi Return Saham Industri Pertambangan di BEI. مقارنة بين نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية (CAPM) ونظرية تسعير المرجح (APT) في توقع عائد أسهم صناعة التعدين .	عنوان الدراسة

مستوى الدراسة	بحث
عينة الدراسة	بيانات اسعار الاغلاق الشهري للسهم للفترة (٢٠١٥-٢٠١٧) لـ (١٨) شركة صناعة التعدين المدرجة في السوق.
هدف الدراسة	هو مقارنة (CAPM) و (APT) في التنبؤ بعوائد الأسهم.
اهم الاستنتاجات	ان نموذج (CAPM) اكثر دقة من (APT).
الوسائل المالية والاحصائية المستخدمة	تم استخدام تحليل الانحدار العادي ذي المربعات الصغرى وتم تقييم الفائدة العالمية للنماذج.

١- مدى الافادة من الدراسات السابقة :

مثلت الدراسات السابقة ما أثمرت من جهود معرفية، لتكون خطوة مهمة في اغناء الدراسة الحالية بالمعلومات الفكرية ويمكن تحديدها على النحو التالي:-

- أ- تزويد الباحث بالأفكار والمعلومات العلمية التي ادت الى تعريف مفاهيم متغيرات الدراسة.
- ب- الاستعانة بها كمصادر لدعم الاطار النظري للدراسة.
- ت- اتاحة الفرصة للتعرف على الوسائل الاحصائية المستعملة في تحليل بيانات تلك الدراسات.
- ث- معرفة اراء الباحثين ووجهات نظرهم وما توصلوا اليه من نتائج وتوصيات .
- ج- الاستفادة منها في التعرف على الامور المتعلقة بالمنهجية وكيفية اختيار العينة ووصفها.

٢- تمييز هذه الدراسة عن الدراسات السابقة:

العديد من الميزات الخاصة التي ستساهم بها هذه الدراسة في ادبيات فحص نظرية التسعير المرجح خاصة في سوق العراق للأوراق المالية التي يمكن اظهارها على النحو التالي:-

- أ- على حد الاطلاع على الدراسات السابقة التي تم الرجوع اليها، تعد هذه الدراسة من اوائل الدراسات المرتبطة باختبار نظرية التسعير المرجح في سوق العراق للأوراق المالية اعتباراً من (٢٠٠٤-٢٠١٩).
- ب- سيعتمد الباحث اسلوب اختبار لـ (APT) باستعمال التحليل الاحصائي التراجعي عن طريق استعمال المتغيرات الاقتصادية الكلية كمتغيرات مستقلة تؤثر على عوائد الأسهم.
- ت- استخدمت معظم الدراسات السابقة المتغيرات التي افترضها (Ross)، مع ذلك تستخدم الدراسة الحالية متغيرات اكثر ملائمة والتي ستعكس طبيعة الاقتصاد العراقي كالاقتصاد ريعي.
- ث- قدمت الدراسة الحالية اطاراً فلسفياً معرفياً، اذ تعد هذه الدراسة امتداداً للدراسات السابقة في مجال التسعير بالاعتماد على احدث ما نُشر في هذا الجانب وحسب ما استطاع الباحث الحصول عليه.

الفصل الثاني

اختبار نظرية التسعير المرجح والتنبؤ بعوائد الأسهم

تمهيد:

يتناول هذا الفصل بعض المفاهيم الأساسية ذات الصلة بالمضمون الأساسي للدراسة وبالقدر الذي يكون إطاراً نظرياً لاختبار نظرية التسعير المرجح من حيث لمحة تاريخية لنشأة النظرية وكذلك مفهومها وصيغتها الرياضية وتطبيقاتها ومزاياها وعيوبها، وكذلك التطرق الى العوامل المُسعرة ومناهج اختبارها، فضلاً عن ذلك مفهوم وطبيعة القرارات الاستثمارية والعائد والأسهم ليكون أساساً يبنى عليه الجانب العملي للدراسة ويقسم هذا الفصل الى مبحثين:

المبحث الاول: اختبار نظرية التسعير المرجح

المبحث الثاني: التنبؤ بعوائد الأسهم

المبحث الاول اختبار نظرية التسعير المرجح

توطئة:

يهدف هذا المبحث الى توضيح مفهوم نظرية التسعير المرجح والمفاهيم الفرعية المتعلقة بها، كذلك الصيغة الرياضية للنظرية وتطبيقاتها والمفاهيم المتعلقة بها ومزاياها، فضلاً عن ذلك النظرية في حالة توازن، العوامل المُسعرة ومناهج اختبارها. وسيتم عرض هذا المبحث في ثمان فقرات وهي لمحة تاريخية لنظرية التسعير المرجح و مفهوم نظرية التسعير المرجح و الصيغة الرياضية لنظرية التسعير المرجح و تطبيقات نظرية التسعير المرجح و مزايا و عيوب نظرية التسعير المرجح و نظرية التسعير المرجح في حالة توازن و أوجه التشابه والاختلاف بين نظرية التسعير المرجح ونموذج تسعير الموجودات الرأسمالية واخيراً العوامل المُسعرة ومناهج اختبار نظرية التسعير المرجح.

اولاً- لمحة تاريخية لنظرية التسعير المرجح

ظهرت في القرن الماضي العديد من النماذج التي تستخدم لتحديد الموازنة الافضل بين العائد والمخاطرة عند الاستثمار في الاوراق المالية او المحافظ المالية، مثل نظرية المحفظة المالية لهاري ماركوفتز في الخمسينيات، ومن ثم نموذج المؤشر لوليام شارب في بداية الستينات ، وبعدها توصل وليام شارب في عام (١٩٦٤) الى استنباط نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية والذي يشار اليه اختصاراً بـ (CAPM)، والذي يعتمد على معادلة رياضية سهلة الاستخدام والتطبيق، تتضمن متغير واحد وهو عائد محفظة السوق، ويعد هذا النموذج من اهم الاكتشافات في الاقتصاد المالي الحديث بالرغم من الانتقادات الموجه له (مشرقي والشهاب، ٢٠١٤: ٢٥٦)، الا ان نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية (CAPM) الذي وضع من قبل (Sarp:1964) وطور من قبل (Linter 1966, Mossin 1965) قد مهد الطريق لنموذج التسعير المرجح (APT) الذي طور خلال السبعينات وهذا النموذج يفسر العلاقة بين مخاطر الشركة والعائد المطلوب وقدمة الخبير الاقتصادي المشهور (Ross) ١٩٧٦ (Oyetayo & Olufemi: 2017,141)، يبنى هذا النموذج على فكرة ان الاسواق المالية الكفؤة يكون فيها العائد المعدل بالمخاطر متساوي ومتماثل لعموم

المستثمرين (العامري، ٢٠١٣: ٢٧٢)، اي ان المستثمر لا يستطيع ان يكسب معدل عائد متوقع ايجابي على اي مجموعة من الموجودات دون تحمل بعض المخاطر (Berry & Mc Elroy, 1988:30)، وتبرز اهمية نموذج التسعير المرجح في الاعتماد على عوامل متعددة اضافة الى محفظة السوق في احتساب معدل العائد على الاستثمارات المالية، ويستخدم هذا النموذج في حساب معدل العائد على الاستثمارات المالية الاكثر استخداماً وهي الأسهم العادية، كذلك في عملية المفاضلة بين الهياكل المالية اذ يتم اختيار الهيكل المالي الذي يحقق اقل معدل لكلفة التمويل او هو الذي يحقق اكبر فرق موجب بين معدل العائد المطلوب، وكما يستخدم ايضاً في قرارات الانفاق الاستثماري الذي يتوقف على صافي القيمة الحالية لحجم التدفقات النقدية المتولدة (العامري، ٢٠١٠: ٥٧).

ثانياً- مفهوم نظرية التسعير المرجح:

نتيجة لفشل الاضافات والتعديلات التي تمت اضافتها لنموذج وليم شارب وزملائه (CAPM) والتي لم تحل المشاكل التي واجهتها الاسواق المالية والمستثمرين، ظهرت نظرية التسعير المرجح (Arbitrage pricing Theory) بديلاً عن نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية اذ تأخذ بنظر الاعتبار عند احتساب عائد الورقة المالية عدة عوامل وليس عامل واحد كما في نموذج تسعير الموجودات لتحديد اسعار الاوراق المالية ويستند النموذج على فكرة مبسطة تشير الى ان اسعار الأوراق المالية تُعدل عندما يستنفذ المستثمرون فرص البحث عن أرباح المراجعة عندئذ يُقال ان تلك الاسعار هي في حالة توازن ويتحقق هذا التوازن من خلال ازالة أرباح المراجعة التي تتسبب بها عدم كفاءة الأسواق عبر مجموعة مُتعددة من العوامل لكن النموذج لم يُحدد هذه العوامل واكتفى بالإشارة الى وجود علاقة بين عوائد الأوراق المالية ومجموعة محددة من العوامل (Van Horne, & Wachowicz, 2005:93).

يُعد نموذج (APT) أداة لتقييم الأسهم، والتي تنص على أن السعر الحالي للاستثمار يساوي تقريباً إجمالي الدخل المستقبلي (التدفقات النقدية) القيمة الحالية للاستثمار، ويترتب على ذلك ان اي متغير اقتصادي يؤثر على التدفقات النقدية، ومعدل العائد المطلوب بدوره يؤثر على سعر السهم ايضاً، اذ يؤكد النموذج على العلاقة طويلة المدى بين متغيرات الاقتصاد الكلي واسعار سوق الاوراق المالية (Nkechukwu, & et al, 2013:718).

تقوم لـ (APT)، بشراء ورقة مالية او اوراق مالية بسعر منخفض وابعاده بيعها بسعر اعلى (Safitri & Sari, 2019:62)، فبينما لاقى نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية اعترافاً واسعاً،

ولكن وجدت نظرية أوسع منه هي نظرية التسعير المرجح (APT)، قد حظيت باهتمام كبير في الادبيات المالية، تقترح نظرية التسعير المرجح أن علاوة المخاطرة على الاوراق المالية يمكن أن تفسر بشكل افضل بعدد من العوامل التي هي في أساس مفهوم عائد السوق، المستخدم في نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية، وبالنتيجة يمكن اعتبار نموذج التسعير كما لو أنه قد اشتق من نظرية المراجعة (مفلح، ٢٠١٩: ٨٨).

المراجعة تنشأ اذا تمكن المستثمر من بناء محفظة استثمارية صفرية مع ربح مؤكد، ربح بدون مخاطر مع عدم وجود نفقات او استثمار مبدئي (Bodie Et al,2018:313) تنطلق فكرة نظرية التسعير المرجح من نموذج المؤشر والذي يفترض ان تقلبات عائد سهم معين ترتبط بالمخاطر الخاصة بالشركة وكذلك بتغيرات عائد محفظة السوق اذ يمكن تفسير التقلبات في عائد محفظة السوق بسبب تغيرات في عدد العوامل التي تؤثر في السوق ككل، وتتماشى نظرية التسعير المرجح مع التقسيم الاساسي للمخاطر الى مخاطر نظامية وغير نظامية في نظرية المحفظة وكما هو معلوم فان اثر المخاطر الخاصة لسهم شركة معينة يمكن إهماله في المحافظ المنوعة، ولكن لـ (APT) تحاول ان تعرج مباشرة الى هذه العوامل بدلاً من الاعتماد على عائد محفظة السوق او عائد مؤشر السوق كبديل عن عائد محفظة السوق كما هو الحال في نموذج التسعير الموجودات الرأسمالية (CAPM)، اذ تذهب لـ (APT) الى انه من المفيد التوجه الى المصدر الرئيسي للخطر وليس مجرد مصدر وسيط فضلاً عن ذلك ان مصدر الخطر ينتج عن عدة عوامل وليس عامل وحيد كما ان المخاطر المرتبطة بالسوق والتي تقوم عليها (CAPM) بمفردها لا تؤثر بنفس الدرجة على مختلف الاوراق المالية المتداولة في السوق وبالتالي يكون من غير المناسب تلخيصها في متغير واحد (Bodie Et al ,٢٠١٨: ٣٢٠).

وتُعد (APT) بديل لنموذج تسعير الموجودات الرأسمالية، وتُعد احدث نظرية لتفسير العائد على الاستثمار في الاوراق المالية وبهذا يتمثل الافتراض الاساسي لنظرية التسعير المرجح، اذ أن هناك تأثير نسبي لعناصر المخاطر النظامية على العوائد حيث يقوم النموذج على أساس إدخال تأثير العوامل الاقتصادية الخارجية مثل التضخم، التغير في سعر الفائدة، والعوامل الداخلية كالرافعة المالية، الرافعة التشغيلية للشركة وكفاءة ادارتها على معدل العائد على الاوراق المالية وهذه العوامل تؤثر بنسبة معينة على العائد المتوقع للأوراق المالية وحسب طبيعة الورقة المالية ومدى تأثيرها بهذه العوامل (آل شبيب، ٢٠١٠: ٢٠٦).

استحوذت لـ (APT) على العديد من الطروحات التي تناقش الحجج الإيجابية والسلبية فيما يتعلق بالنموذج وإمكانية تطبيق النموذج على أسواق الأسهم، في البداية كان هناك شعور بالإجماع بأن

النظرية الجديدة يجب أن توضح وتقدم تفسيرًا لتطورات سوق الأوراق المالية وأسعار الموجودات وتفاعلاتها مع الاقتصاد نظرًا لسهولة الفهم والتطبيق، تم تكييف النظرية وتنفيذها بسرعة من قبل الباحثين ورجال الأعمال، وعلى الرغم من الحجج المعارضة لتطبيقها، لا تزال النظرية مستخدمة، إذ يتكيف نموذج (Ross) بشكل أفضل مع واقع الاقتصاد ويصف العلاقة بين عوائد الموجودات المالية والعوامل داخل الشركة أو خارجها، عادة ما يتم حساب النموذج اعتماداً على مجموعة من العوامل الاقتصادية، ولكن يمكن أيضاً استخدام المتغيرات من داخل الشركة، يأخذ النموذج في الاعتبار عدة مصادر محتملة للتأثير ويحدد أثرها على تطور عوائد الموجودات، ان ظاهر لـ (APT) يبذُ معقداً ولكنها سهلة الاستخدام، مما يسمح بإنجاز تحليلات تفصيلية لتأثير العوامل (Geambasu, 2014:2-3).

إن هذه النظرية تقوم على عدم وجود فرص المراجعة على الرغم من أن اسمها يدل عكس ذلك، فالاسم هنا يدل على طريقة الاستنتاج وليس على آلية العمل أو التطبيق ، وتقوم على أساس انعدام فرص تحقيق أرباح من خلال المراجعة وهذا في حالة توازن أسواق رأس المال، على اعتبار أن الموجودات المالية المتماثلة يجب أن يكون لها نفس السعر، من هذا المنطلق فإن هذه النظرية تقوم على أساس أن المحافظ المتنوعة بشكل جيد سوف تختفي فيها المخاطر الخاصة (المخاطر غير النظامية)، وتصبح جميع محافظ المراجعة (المتساوية في القيمة) معرضة لنفس العوامل ومن ثم ينبغي أن يكون لها نفس السعر فعند التوازن لا توجد محافظ مراجعة جديدة يمكن للمستثمر التحول إليها دون تحمل مخاطر أكبر (حشايشي، ٢٠١٨: ٦٤)، نظرية التسعير المرجح (APT) مفيدة للتنبؤ بالسعر المستقبلي للسهم، إذ في (APT) لا تتأثر عوائد الاوراق المالية بمحفظة السوق فقط، لان هناك افتراض بأن العائد المطلوب للأوراق المالية يمكن ان يتأثر بعدة عوامل، تستخدم (APT) اساساً فكرة أن فرصتين للاستثمار لهما خصائص متطابقة لا يمكن بيعهما بأسعار مختلفة (قانون السعر الواحد)، إذا تم بيع أصل بنفس الخصائص لكن بسعر مختلف، فستكون هناك فرصة للمراجعة عن طريق شراء أصل بسعر منخفض وبيعه في نفس الوقت بسعر مرتفع للحصول على ربح بدون مخاطرة، فضلاً عن ذلك، تفترض هذه النظرية أن مستوى الربح يمكن أن يتأثر بعوامل مختلفة في الاقتصاد والصناعة، إذ يحدث الارتباط بين مستويات الربح في الأوراق المالية بسبب تأثيرهما بنفس العوامل (Rusiadi & Ade Novalina, 2017:1867-1868).

تطبق آلية هذه النظرية على أساس المراجعة بين أسعار الموجودات المالية (أصل، محفظة أصول) كأساس لاتخاذ القرارات الاستثمارية إذ تفترض وجود موجود مالي قد تم تسعيره بصورة خاطئة أقل أو أكثر من قيمته العادلة، فيقوم المستثمر عندها بشراء أو بيع هذه

الموجودات على الترتيب وبيع أو شراء موجود مالي آخر على الترتيب مسعر بصورة عادلة، الى ان يعود الموجود المالي الاصلي الى سعره العادل الصحيح فيقوم عندها المستثمر بإعادة بيع أو شراء الموجودات ويحتفظ بالهامش الناتج عن هذه العمليات (عرونق، ٢٠١٥: ٧٧-٧٨).

وينظر إلى نموذج لـ (APT) عادةً على أنها تطوير لنموذج لـ (CAPM) الذي هو من واحد إلى أداة متعددة العوامل ، تُفضل لـ (APT) نظراً لبساطتها في افتراضاتها وقدرتها على الاحتفاظ بخصائص قابلة للتطبيق أكثر تفضيلاً من (CAPM) التقليدية، فضلاً عن ذلك، فإن أدائها الجيد من الناحية العملية هو قوة دافعة رئيسية لاستخدامه من قبل الباحثين التجريبيين في المجالات المالية (Mpeketula , 2019:12)، ومن أجل توضيح كيفية اشتقاق الصيغة الرياضية للنظرية لا بد من استعراض بعض المفاهيم الأساسية :-

١ - مفهوم المراجعة :-

يقصد بها اكتشاف الأوراق المالية غير المُسعرة بشكل صحيح، أي التي تكون قيمتها السوقية أقل من قيمتها الحقيقية، وتلك التي تكون قيمتها السوقية أعلى من قيمتها الحقيقية ، والعمل على شراء الأوراق الأولى وبيع الأوراق الثانية بنفس الوقت ، لتحقيق أرباح مضمونة وخالية من المخاطر. المراجعة تعني أن منتجاً متطابقاً لا يمكن بيعه بأسعار مختلفة في أسواق مختلفة، إذا كان الأمر كذلك، فإن المراجعين سيشترون في سوق وبييعون في سوق أخرى لكسب ربح من المراجعة دون أي مخاطرة عليهم (Van Horne & Wachowicz,2005:258).

المراجعة بانها عملية البيع والشراء المتزامنة للأصل بسعرين مختلفين في سوقين مختلفين، لتحقيق أرباح بدون مخاطرة عن طريق الشراء بسعر رخيص من احد الاسواق والبيع في نفس الوقت بسعر اعلى بسوق اخر (Frank & Drake,2009:270).

تعتمد لـ (APT) على منطق المراجعة اذ ان لـ (APT) تستخدم محفظة المراجعة وليس محفظة السوق، وتعني محفظة المراجعة (Arbitrage Portfolio) تلك المحفظة التي ليس لها راس مال وتعتمد على البيع القصير ولا توجد فيها مخاطرة، وتوصل (Ross) الى ان العلاقة الرياضية الأساسية لنموذج المؤشر الواحد يمكن التوصل اليها بدون اعتماد محفظة السوق، ولكن بالاعتماد على محفظة المراجعة، ومن ثم لا دور اساسي لمحفظة السوق، ولكن النظرية تفترض عدم تحقيق ارباح غير عادية ناتجة عن عمليات المراجعة وبالتالي فان النموذج الاساسي لـ (APT) لا يتضمن ارباحاً غير عادية (Ross,1976 :346-347).

وبين(Chance& Ropert 2010:9)،(De Medeiros & Lima 2006:3)،هناك مجموعة من الخصائص والتي يمكن من خلالها ان نتحقق المراجعة:

- أ- وجود وفرة مالية يتم تداوله في الوقت نفسه وفي الاسواق المالية المختلفة.
- ب- وجود فرق في اسعار الموجودات المالية التي يتم تداولها في الوقت نفسه وفي الاسواق المالية المختلفة.
- ت- لا توجد قيود وانظمة وقوانين تمنع انتقال رؤوس الاموال بين اسواق المال والاسواق الاخرى وعلى الملكية عبر الحدود.
- ث- امكانية تداول المستثمرين بسهولة بين الاسواق العالمية والاسواق المحلية.
- ج- توفر تقنيات وشبكات اتصال حديثة تساعد المستثمرين في عملية بيع وشراء الموجودات المالية في الوقت نفسه وفي الاسواق المالية الاخرى.

٢- افتراضات نظرية التسعير المرجح:

نظرية التسعير المرجح (APT) هي التي تفسر الاختلاف المقطعي في العوائد، على غرار (CAPM)، تبدأ لـ (APT) بافتراض حول عملية تحقيق العائد، فكل عائد من الموجودات يرتبط ارتباطاً خطياً بعدة عوامل مشتركة بالإضافة إلى اضطراب الخاص به، إذ تفترض لـ (APT) أن العائد المتوقع على أي أصل مالي يمكن تفسيره بعاملين، اولهما التأثيرات الاقتصادية الكلية وثانيهما تأثيرات الورقة المالية وحساسية الأصل تجاه تلك التأثيرات، والاخير له ميزة السماح للمستخدم بتكليف النموذج مع الأصل المعين الذي يتم تحليله ومن هذه الافتراضات هي :

- أ- تقوم النظرية على افتراض كفاءة سوق رأس المال، ومن ثم تفترض أن جميع المستثمرين يتداولون بقصد تعظيم الربح.
- ب- أن كل مستثمر يمتلك محفظة فريدة من نوعها مع مجموعته الخاصة من (β)، على عكس محفظة السوق المطابقة وغير القابلة للقياس المفترضة بموجب إطار (CAPM).
- ت- لا توجد مراجعة وإذا حدث ذلك فإن المشاركين في السوق سوف يعملون على الاستفادة منها وإعادة السوق إلى مستويات التوازن.
- ث- أن الأسواق خالية من الاحتكاك، لا توجد تكاليف معاملات ولا ضرائب والبيع على المكشوف ممكن وهناك عدد لا حصر له من الأوراق المالية المتاحة (Solanki , 2017:17).

ويمكن النظر إلى (APT) على أنه تكتيك استثماري يطور مركزاً قصيراً على ورقة مالية بسعر مرتفع ومركز طويل في نفس الوقت لنفس الورقة المالية أو ما يعادله بسعر منخفض. في الواقع، كلما

تم اكتشافها، يكون لدى المستثمرين حافز للاستفادة من محفظة المراجعة وهذا منطوق أساسي في APT.

ونتيجة لذلك، فإن (APT) هي نسخة أكثر عمومية من (CAPM) تسمح لمصمم النماذج بتوسيع (CAPM) عن طريق إضافة عوامل اقتصادية كلية إضافية إلى النموذج. يمكن تصنيف (APT) كنموذج "مفتوح المصدر". على وجه التحديد، السبب هو أن (APT) لا تحدد عدد أو هوية العوامل التي تدفع العوائد المتوقعة للأصل (Nguyen , Et al , 2017:13-14)، وعلى عكس (CAPM)، لا تفترض (APT) أن المستثمرين يمتلكون محافظاً فعالة ، ومع ذلك ، فإنه يحمل ثلاثة افتراضات أساسية وهي :

- أ- تفسير عوائد الموجودات من خلال عوامل منهجية.
- ب- يقوم المستثمرين بتكوين محفظة من الموجودات حيث يتم التخلص من مخاطر محددة من خلال التنويع.
- ت- لا توجد فرصة للمراجعة بين المحافظ المتنوعة جيداً، في حالة وجود أي فرصة للمراجعة، فسيتم استغلالها من قبل المستثمرين،(Mark- Egaret,2020:4).

ووفقاً لـ (Ding &, et al,2018:365)، هناك ثلاثة افتراضات في نظرية تسعير المراجعة:

- أ- سوق رأس المال سوق منافسة تامة .
- ب- يتجنب المستثمرون دائماً المخاطرة ويفضلون ثروة أكثر من الأقل على وجه اليقين
- ت- يمكن أن يمثل نموذج متعدد العوامل العملية العشوائية لتوليد عائد الموجودات ، بالتركيز على هيكل عامل صارم .

اما (Reilly & Brown , 2011:281) فقد اضافة بعض الافتراضات الاخرى والتي هي :

- أ- يتميز سوق راس المال بالمنافسة التامة.
- ب- يسعى المستثمر دائما لتعظيم ثروته.
- ت- يمكن التعبير عن العملية العشوائية التي تحقق عوائد الموجودات كدالة خطية لمجموعة من عوامل الخطر (أو المؤشرات).

واضاف (AqabaBranch , 2018:334) :

- أ- أسواق رأس المال تنافسية تماماً، لذلك لا يمكن للمستثمرين التأثير على أسعار السوق، مثل (CAPM).
- ب- يفضل المستثمرون دائماً المزيد من الثروة على الثروة الأقل مع حالة التأكد، وهو نفس الافتراض السلبي للمخاطر في (CAPM).

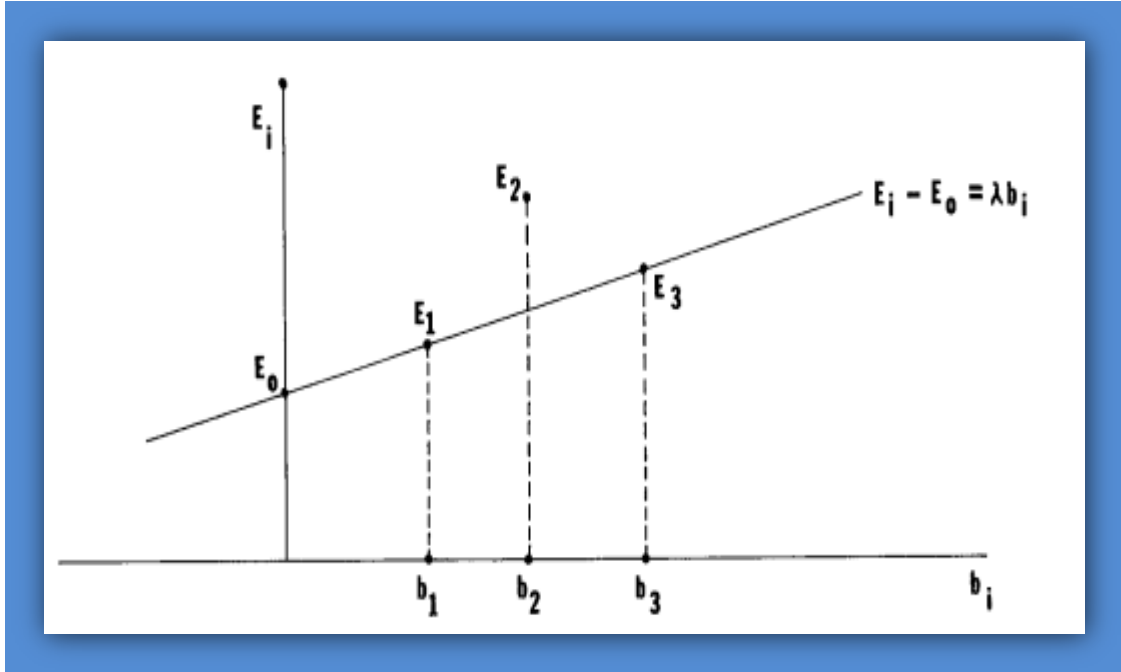
ت- يمكن التعبير عن العملية العشوائية التي تولد عوائد الموجودات كدالة خطية لأصول العوامل ، على عكس (CAPM) التي تعتمد خطياً على عامل واحد .
تفترض (APT) أن فرص أرباح المراجعة سرعان ما يتم القضاء عليها من خلال القوى التنافسية. وهذا يعني أنه لا يمكن للمستثمر كسب معدل عائد إيجابي متوقع على أي مجموعة من الموجودات دون تحمل بعض المخاطر ودون القيام ببعض الاستثمار الصافي (ان هذا الافتراض هو في الأساس شرط توازن لأسواق رأس المال مماثل لشرط "العرض يساوي الطلب") (Berry& Mc Elroy,1988:30).
وتعد نظرية تسعير المراجعة أكثر قوة من نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية لعدة أسباب كالآتي (Ataullah,2001:58):-

- أ- لا تضع لـ (APT) أي افتراض حول التوزيع التجريبي لعائدات الموجودات.
 - ب- لا تقدم لـ (APT) أي افتراض متطرف حول دوال المنفعة للأفراد (على الأقل لا شيء أقوى من عدم الإشباع وتجنب المخاطرة).
 - ت- على عكس لـ (CAPM) ، تأخذ لـ (APT) في الاعتبار تأثير العديد من العوامل المشتركة على عوائد الموجودات.
 - ث- لا يوجد دور خاص لمحفظة السوق في لـ (APT).
- و ترى نظرية تسعير المراجعة أن العائد المتوقع مرتبط خطياً بعدد مع العوامل عندما لا يكون هناك توازن، وهذا يعني أن عامل بيتا يتناسب مع تغير العائدات مع العوامل.

٣- التوازن وقانون السعر الواحد:

تعد (APT) نظرية التوازن شأنها في ذلك شأن (CAPM) فهي تعتمد على المنافسة التامة في اسواق راس المال كما تعتمد على النموذج الاقتصادي (Arrow- Debreu Tableau) بخصوص التوازن التنافسي العام والذي يعرض عوائد الموجودات عند حالات طبيعة مختلفة وهذه الحالة في نظرية التسعير المرجح هي انعدام فرص تحقيق ارباح من خلال المراجعة عند التوازن في اسواق راس المال على اعتبار ان السلعة المتماثلة يجب ان تكون لها نفس السعر وهو ما يقصد به قانون السعر الواحد (الراوي، ٢٠٠٩: ١٥٦). ففي المحافظ المتنوعة تختفي الاثار والمخاطر بالورقة الواحدة ضمن المحفظة وتكون جميع محافظ المراجعة متساوية في القيمة لأنها معرضة لنفس المخاطر وبالتالي تأخذ السعر نفسه، فعند التوازن لا توجد محافظ مراجعة جديدة، يمكن للمستثمر التحول اليها بدون تحمل مخاطر اكبر ومن ثم لا يمكن توقع عائد اضافي خالي من المخاطر، والشكل

التالي يوضح امكانية تحقيق ربح المراجعة الخالية من المخاطر في حالة عدم التوازن باستخدام اوراق مالية مفردة متضمنه في محفظة وحيدة .



الشكل (٢) فرصة المراجعة

Source: Roll, R., & Ross, S. A., (1980), "An empirical investigation of the arbitrage pricing theory", The journal of finance, 35(5), 1079.

يتضح وجود ثلاثة اوراق مالية وهي (١,٢,٣) ذلك على فرض ان هذه الاوراق متضمنه في محفظة بحصص معينة يتبين ان الورقتين (١,٣) يمكن التعبير عنها بقيمة تقع في منتصف المسافة على الخط المستقيم الواصل بين العائدين المتوقعين (E1, E3) وعند المقارنة للعائد المطلوب لمحفظة تتكون من ورقتين مع العائد المتوقع للورقة (٢) وهو (E2) نجد انهما بنفس درجة المخاطر (β) على المحور الافقي ولكن الورقة (٢) تتفوق في العائد على المحور العمودي، لذا سيشتري المستثمر او صاحب المحفظة الورقة (٢) من المبلغ الذي حصل عليه من بيع الورقتين (١ و ٣) ليحقق ربح خالي من المخاطر، لذلك ان نظرية التسعير المرجح تفترض الفرص غير موجودة وغير قابلة للتحقق وانها تفترض وقوع العوائد السابقة للأوراق الثلاثة على نفس الخط المستقيم عند التوازن في اسواق راس المال لأنه عند التوازن ستكون جميع الاوراق المالية تواجه نفس الخطر وتصبح العلاقة خطية (الشهاب، ٢٠١٥: ١١٧).

ثالثاً- الصيغة الرياضية لنظرية التسعير المرجح:

إن المنطق الأساسي للنظرية يتشابه مع نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية من حيث تقسيم المخاطر إلى مخاطر منتظمة تؤثر في جميع الأوراق المالية في السوق المالي، ولا يمكن تجنبها بالتنوع، ومخاطر خاصة بالشركة المصدرة وظروفها يمكن تجنبها من خلال التنوع، كما أشار الباحث سابقاً ان النظرية تقوم على أكثر من عامل يؤثر على عائد الورقة المالية المعنية، تعد كل هذه العوامل من المخاطر النظامية، من هذا المنطق يمكن التعبير عن العائد المتوقع وفقاً لهذه النظرية بالصيغة الرياضية التالية :-

$$\bar{R}I = \hat{R}i + (\bar{R}m - \hat{R}m) \beta_i + \varepsilon_i \quad \dots\dots\dots(1)$$

(Brigham & Ehrhardt,2013:955)

إذ إن :-

$\bar{R}I$: ويمثل معدل العائد المتحقق على السهم i ،

$\hat{R}i$: ويمثل العائد المتوقع على السهم i ،

$\bar{R}m$: ويمثل معدل العائد المتحقق على السوق،

$\hat{R}m$: ويمثل معدل العائد المتوقع على السوق،

β_i : وتمثل حساسية السهم لمجموع عوامل السوق،

ε_i : ويمثل تأثير الاحداث الخاصة على العوائد المتوقعة للسهم i .

ومن خلال المعادلة اعلاه يتضح ان العائد المتحقق ($\bar{R}I$)، يكون مساوي للعائد المتوقع ($\hat{R}i$) ويضاف اليه زيادة خطية موجبة او سالبة وقدرها $(\bar{R}m - \hat{R}m) \beta_i$ ، والتي تعتمد بشكل مشترك على (β) للسهم، وعلى ان كان السوق بشكل افضل او اسوأ مما كان متوقفاً، فضلاً عن الفرق بين العائد المتوقع والمتحقق للسوق، والتي تكون بناءً عليه هذه الزيادة الخطية الموجبة او السالبة (حشايشي، ٢٠١٨: ٦٦). بما ان العائد المتحقق للسوق ($\bar{R}m$) يحدد بناءً على عدد من العوامل، وتتمثل هذه العوامل بالعوامل المُسعرة، فضلاً عن هذا تتأثر الأسهم المختلفة بالعوامل المُسعرة بطرق عديدة، ومن ثم لا بد من تحديد عائد السهم كدالة في عامل واحد (العائد على السوق) ويمكن تحديد هذا العائد كدالة في العوامل الاقتصادية المُسعرة وبهذا تتحول المعادلة السابقة الى الاتي :

$$\bar{R}_i = \hat{R}_i + (\bar{F}_1 - \hat{F}_1)\beta_{1i} + (\bar{F}_2 - \hat{F}_2)\beta_{2i} + \dots + (\bar{F}_J + \hat{F}_J)\beta_{ij} + \varepsilon_i \dots (2)$$

(Brigham& Ehrhardt,2013:955)

إذ إن:

$$\bar{R}_i = \text{معدل العائد المتحقق على السهم } i$$

$$\hat{R}_i = \text{معدل العائد المتوقع على السهم } i$$

$$\bar{F}_J = \text{القيمة المتحققة للعامل الاقتصادي } J$$

$$\hat{F}_J = \text{القيمة المتوقعة لعامل اقتصادي } J$$

$$\beta_{ij} = \text{حساسية السهم } I \text{ للعامل الاقتصادي } J$$

$$\varepsilon_i = \text{تأثير الاحداث الخاصة على العائد المتحقق للسهم } i$$

توضح المعادلة اعلاه أن العائد المحقق على أي سهم هو مجموع:-

١. العائد المتوقع للسهم.

٢. الزيادات أو النقصان التي تعتمد على التغيرات غير المتوقعة في العوامل الاقتصادية

الأساسية مضروبة في حساسية السهم لهذه التغيرات.

٣. مصطلح عشوائي يعكس التغيرات الخاصة للشركة

(Brigham& Ehrhardt,2013:955-956)

وفقاً لـ (Wahyuni & Kaharti,2020:692-693)، تستخدم لـ (APT) أساساً فكرة أنه لا يمكن بيع فرصتين استثماريتين لهما خصائص متطابقة بأسعار مختلفة، إذا تم بيعهما بأسعار مختلفة، فستكون هناك فرصة للمراجعة، لـ (APT) هو نموذج لتسعير الموجودات يعتمد على فكرة أنه يمكن التنبؤ بالعائد على الأصل باستخدام العلاقة بين نفس الموجودات وعوامل المخاطرة بشكل عام، يمكن تحديد نموذج توازن APT العائد الفعلي للورقة المالية باستخدام الصيغة:

$$R_i = E(R_i) + b_{i1}f_1 + b_{i2}f_2 + \dots + b_{in}f_n + e_i \dots (3)$$

(Wahyuni & Kaharti,2020:693)

إذ إن :-

$R_i =$ معدل العائد الفعلي للورقة المالية i ؛

$E(R_i) =$ العائد المتوقع للورقة المالية i ؛

$f =$ انحراف العامل المنهجي f عن القيمة المتوقعة؛

$b_i =$ حساسية الورقة المالية للعامل الأول؛

$e_i =$ خطأ عشوائي.

رابعاً- تطبيقات نظرية التسعير المرجح:

ان نظرية التسعير المرجح تفسح المجال للعديد من التطبيقات العملية نظراً لبساطتها ومرونتها، يتم تحفيز تطبيق (APT) في تخصيص الموجودات من خلال الارتباط بين هيكل العوامل وكفاءة التباين المتوسط ، إن استخدام (APT) في إنشاء محفظة مثالية يعادل فرض قيود في (APT) في تقدير مصفوفة المتوسط والتغاير المتضمنة في تحليل متوسط التباين، يزيد هذا التقييد من موثوقية التقديرات لأنه يقلل من عدد المعلمات غير المعروفة، إذا كانت بنية العامل المحددة في (APT) غير صحيحة، فإن الحافظة المثلى التي يتم إنشاؤها من (APT) لن تكون فعالة في التباين المتوسط، يستدعي عدم اليقين هذا تعديل تقديرات مصفوفة المتوسط والتغاير بواسطة (APT) بدلاً من تقييدها (Ajaio& Igbekoui,2015:3).

ويمكن النظر إلى نظرية تسعير المرجح على أنها امتداد لنموذج تسعير الموجودات الرأسمالية، ففي نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية، يعتمد عائد الأصل على عامل واحد فقط، في نظرية التسعير المرجح، يعتمد العائد على عدة عوامل (قد تتضمن هذه العوامل متغيرات مثل الناتج القومي الإجمالي، سعر الفائدة المحلي ومعدل التضخم) من خلال اكتشاف الطرق التي يمكن للمستثمرين من خلالها تكوين محافظ مالية تزيل التعرض للعوامل، تُظهر نظرية تسعير المراجعة أن العائد المتوقع من الاستثمار يعتمد بشكل خطي على العوامل (Hull,2018:13).

تستخدم (APT) كباقي نماذج تسعير الموجودات في مجالات متعددة، ولكنها تتميز عن باقي النماذج في القدرة التفسيرية المميزة لنموذجها ويمكن استخدامها بشكل أساسي في المجالات الآتية:

١- استخراج معدل العائد المطلوب :

ان العائد المطلوب يعد الحجر الاساس لتقييم الأسهم وبعد استخراجه باستخدام نظرية التسعير المرجح حيث يعبر هذا المعدل عن العائد الخالي من المخاطر فضلاً عن علاوة المخاطرة أي التعويض عن تحمل المزيد من المخاطر ومثال على ذلك نجد أن المستثمرين في أسهم شركة ما يطلبون عائد معين للتعويض عن مخاطر الاستثمار في هذا السهم ولتعويض فترة الانتظار للتوزيعات المتوقعة، ويستخرج معدل العائد المطلوب مباشرةً من النموذج الاساسي لنظرية التسعير المرجح بعد اضافة العائد الخالي من المخاطر للعائد الاضافي المحسوب في نظرية التسعير المرجح وكما يلي:

$$(R_i - R_f) = \alpha_i + \beta_{1i} F_1 + \beta_{2i} F_2 + \dots + \beta_{ni} F_n + \varepsilon_i \dots\dots\dots(4)$$

إذ إنّ $(R_i - R_f)$ يمثل الجزء والذي يعبر عن العائد الاضافي والعائد الخالي من المخاطر وعند اضافة العائد الخالي من المخاطر مرة اخرى للجزء $(R_i - R_f)$ نحصل على معدل العائد المطلوب، وبعد ان يتم استخراج معدل العائد المطلوب يمكن حساب القيمة الحقيقية لورقة مالية ما للاستثمار فيها، أو إضافتها إلى محفظة أوراق مالية إذا كان سعرها الحقيقي أقل من قيمتها السوقية، وكذلك الامر بالنسبة للمحافظ الاستثمارية، فيمكن تقييم أدائها بعد استخراج معدل العائد المطلوب (Richard, & El at, 2012:244).

ويعرف معدل العائد المطلوب بأنه المعدل الذي يطلبه المستثمر على استثماره تعويضاً عن المخاطر المحتملة، ومن ثم يعوض المستثمر عن القيمة الزمنية للنقود والتضخم ومخاطر الاستثمار (حطاب، ٢٠٠٧: ١٦).

كما عرفة (النعمي، وآخرون، ٢٠٠٩: ٩٤) هو ذلك المعدل الذي يطلبه المستثمرون على الموجودات ذات المخاطرة.

٢- بناء المحفظة المثلى:

يمكن تعريف المحفظة الاستثمارية بانها كل ما يملكه المستثمر من اصول وموجودات استثمارية و الهدف من وراء هذا الامتلاك هو تنمية القيمة السوقية لها او المحافظة على القيمة الاجمالية للثروة (بن موسى، ٢٠٠٤: ٣٧)، وقد اوضح (الثلجة، ٢٠٠٩: ٣) ان المحفظة الاستثمارية هي مصطلح فني يشير الى مجموع الموجودات المالية التي يمتلكها المستثمر من سندات واسهم وغيرها من الاوراق المالية الاخرى التي سوف يتم الاستثمار بها، في حين عرفها (مطر، ٢٠٠٦: ٩١) على انها اداة مركبة من ادوات الاستثمار التي تتكون من اصلين او اكثر وتخضع لإدارة شخص مسؤول عنها ويسمى مدير المحفظة. اما المحفظة الاستثمارية المثلى فقد اشار اليها (Lefilef,2016:10) على أنها محفظة تحقق أعلى عائد ممكن مع الحفاظ على مستوى معين من المخاطر، أو هي المحفظة التي تتيح مخاطر اقل مع الحفاظ على مستوى معين من العائد ايضا، اما (Jones,1996:213) فقد بين ان المحفظة الاستثمارية المثلى لها اكبر عائد متوقع لمستوى معين من المخاطر او اصغر مخاطر لمستوى معين من العائد المتوقع.

وتعد الموازنة بين العائد والمخاطر بمثابة المبدأ الاساسي للتمويل اذ ما لم يتمكن مدير محفظة ما من الحصول على معلومات خاصة لا يمكن لهذه المحفظة ان تتنافس في الاسواق المتوازنة، ومن ثم لا يمكن ان تتفوق محفظة على محفظة اخرى في العائد الا اذا كانت تتمتع بدرجة اكبر من المخاطر وهنا يكون السؤال الجوهرى، ماهي مصادر الخطر المناسبة؟

في الحقيقة توجد العديد من مصادر الخطر كالقيمة السوقية واحتمالات التوزيعات النقدية من عدمها، ونسبة النمو ونسبة السعر السوقى إلى الأرباح، وغيرها من المتغيرات المالية الأخرى، ولكن هذه المتغيرات التقليدية لم تعتمد نظرية التسعير المرجح للأسباب الآتية:

أ- المعلومات المالية تعتمد على قواعد واسس قد تختلف من شركة الى شركة اخرى، حتى وان تشابهت القواعد، فان تواريخ الافصاح عن التقارير المالية والبيانات المحاسبية تتفاوت من شركة لأخرى مما يصعب عملية المقارنة.

ب- عدم وجود نظرية دقيقة تفسر كيفية التعامل مع هذه المتغيرات للموازنة بين العائد والخطر، وان تم اكتشاف نظرية لذلك تبقى المعلومات المحاسبية ذات ضبابية وقابلة للتعديل (الشهاب، ٢٠١٥: ١٤٥).

اذ تقوم عملية بناء المحفظة المثلى للمستثمر الرشيد على عدة مبادئ أساسية وهي (شقيري واخرون، ٢٠١٢: ١٧٨):-

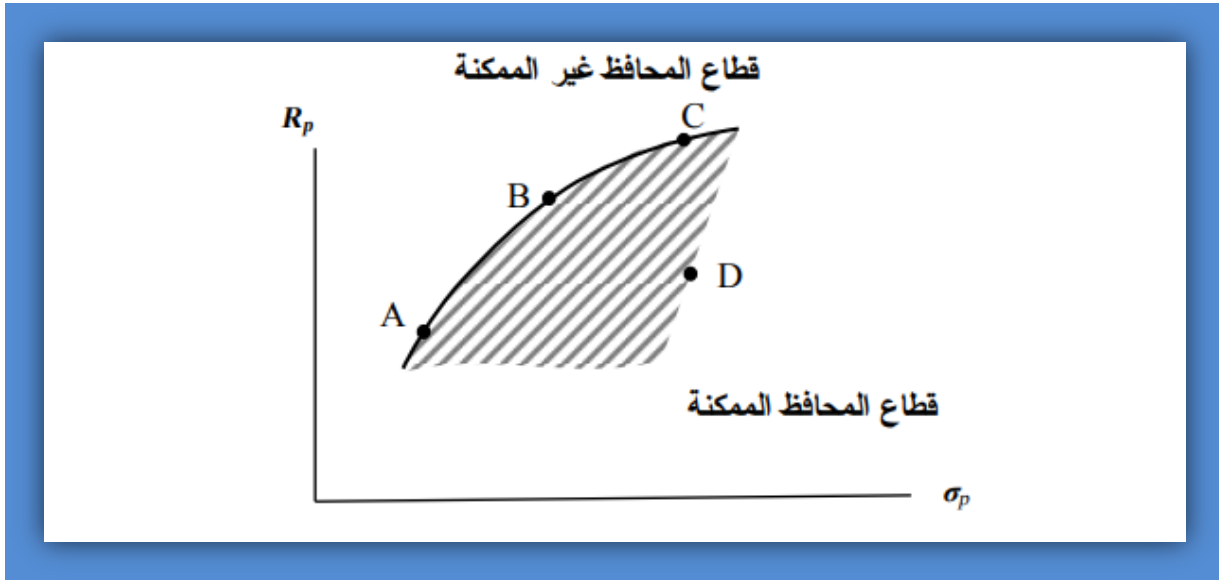
أ- حرية اختيار المستثمر بين محفظتين استثماريتين تحققان اليه نفس العائد لكن مع الاختلاف في درجة المخاطرة المصاحبة لكل منهما ، فان المستثمر سيختار أنذاك المحفظة ذات المخاطر الاقل.

ب- حرية اختيار المستثمر بين محفظتين بنفس درجة المخاطرة ولكن مع اختلافات في العائد المتوقع لكل منهما ، فان المستثمر سيختار أنذاك المحفظة ذات العائد الاعلى.

ت- حرية اختيار المستثمر بين محفظتين استثماريتين كانت الاولى منهما تحقق عائداً اعلى وفي نفس الوقت اقل مخاطرة من الثانية ، فان المستثمر سيختار بالتأكيد المحفظة الاولى .

ولبناء محفظة استثمارية مثلى وفقاً للمبادئ المذكورة يتطلب من مدير المحفظة او المستثمر ان يحدد ما يُعرف بمنحنى المحافظ المثلى والذي يطلق عليه الباحثون مصطلح المنحنى الكفؤ ويمثل هذا المنحنى النقاط الممثلة لمجموعة المحافظ المثلى (خطاب ، ٢٠٠٧ : ١٤).

وتفترض نظرية التسعير المرجح ان مدير المحفظة الجيد هو ذلك الشخص الذي يكون لديه المام بطبيعة الاقتصاد والمتغيرات الاقتصادية وتقلباتها فاذا توقع المدير انتعاشاً اقتصادياً سريعاً على عكس التوقعات الموجودة في السوق سيتمكن باستخدام نمط مخاطر لـ (APT) من تحقيق عائد غير عادي (Galbraith,2004:25).



الشكل (٣) منحنى المحافظ المثلى

المصدر: (مفلح، هزاع ، ٢٠١٩ ، ادارة الاستثمار والمحافظ الاستثمارية ٥٥).

ونظراً للعلاقة الطردية بين العائد على الاستثمار والمخاطرة المصاحبة له والتي يكشف عنها الشكل (٣)، لذا فمن ناحية النظرية البحتة نلاحظ ان من مصلحة المستثمر ان يختار محفظته المثلى في نقطة ما من نقاط القطاع الاعلى على يسار المنحنى، ذلك على اعتبار ان اية محفظة يختارها هناك وتحت مستوى مخاطرة معين ، ستحقق له عائداً اعلى من العائد التي تحققه له اية محفظة يختارها من نقاط القطاع الادنى، ولان المحافظ الواقعة في القطاع الاعلى ليست متاحة عملياً بالنسبة للمستثمر، لذا سيضطر حينئذ ان يبحث عن محفظته المثلى في حدود القطاع الادنى، وفي نقطة تحقق له اعلى عائد ممكن في حدود المخاطرة التي يقبلها وهنا يجد من مصلحته ان يختار محفظته المثلى في نقطة ما من نقاط المنحنى (ABC)، باعتبار ان هذا المنحنى هو ابعد حد في قطاع المحافظ الممكنة يمكن ان يذهب اليه المستثمر الرشيد في اختياره (مفلح، ٢٠١٩: ٥٥).

٣- تقييم اداء المحفظة المالية:

من اهم التطبيقات العملية لنماذج تسعير الموجودات بشكل عام هو تقييم اداء المحفظة المالية ومن ثم تستخدم نظرية التسعير المرجح على نطاق شامل في تقييم اداء المحافظ المالية وكذلك صناديق الاستثمار، وكانت اول محاولة من هذا النوع من قبل (Connor & Korajczyk) عام (١٩٨٥) اذ اعتمد الباحثان على نظرية التسعير المرجح لتطوير نموذج قياسي لتقييم اداء المحفظة المالية، ومن ثم استنتج الباحثان ان نظرية التسعير المرجح تعد فعالة جداً في تقييم اداء المحافظ (Connor& Korajczyk,1986:385).

خامساً- مزايا وعيوب نظرية التسعير المرجح:

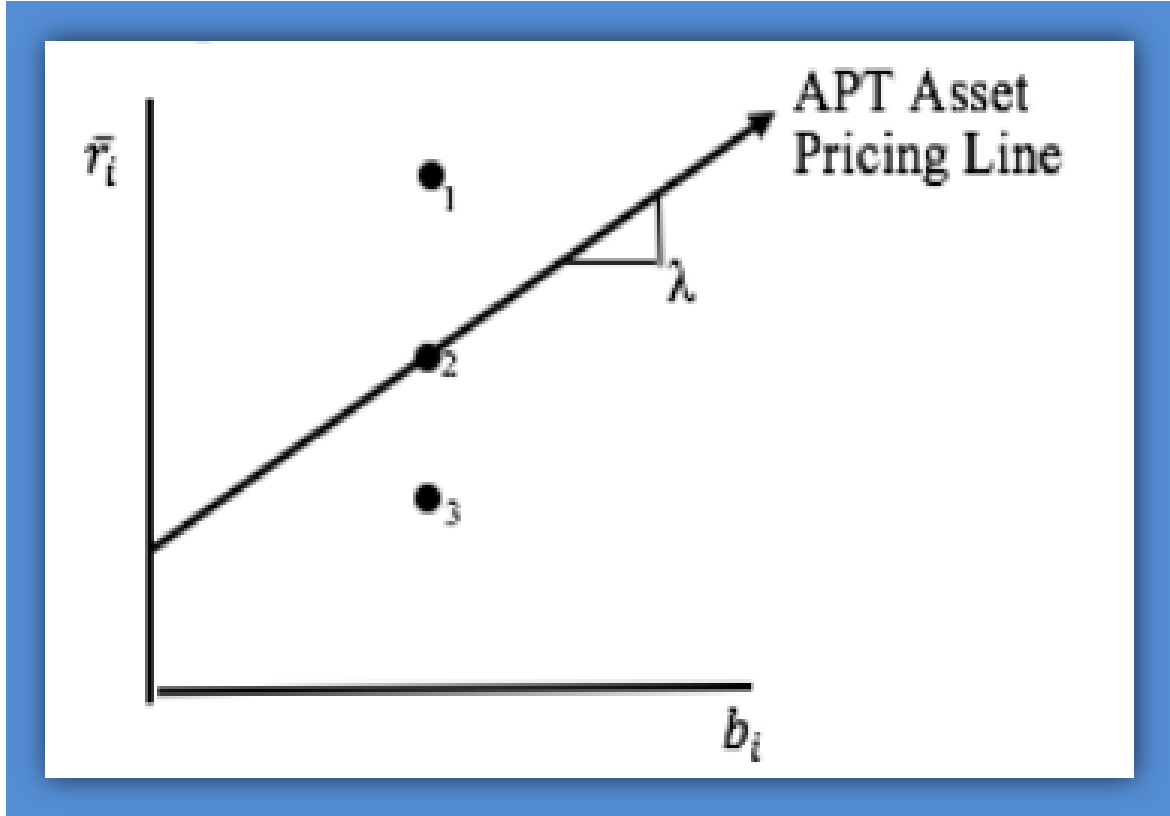
مزايا نظرية التسعير بالمراجعة هو أنها تحتوي على متغيرات متعددة تفسر سلوك العائد، فضلاً عن أن النموذج لا يفترض ضرورة أن يمتلك المستثمر محفظة السوق، أما من عيوب النظرية أنها لم تحدد ما هي العوامل المؤثرة على العائد، وذلك على عكس نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية (CAPM) الذي يقضي بوجود عامل مؤثر محدد يمكن قياسه هو حجم المخاطر المنتظمة التي تقاس بمعامل بيتا، كما انه يفترض عدم وجود قيود على البيع على المكشوف .

كما أن من عيوب نظرية التسعير بالمراجعة أنها تتجاهل أهمية ودور المعلومات

المحاسبية في تفسير التغيرات التي تطرأ على عائدات الأسهم إذ أن نظرية التسعير بالمراجعة ترى أن العوامل الاقتصادية هي التي تؤثر في عوائد الأسهم (النواحة، ٢٠١٤: ٧٨-٧٩). وقد اضافة (مفلح، ٢٠١٩: ٨٨) بان مشكلة نظرية التسعير المرجح هو عدم تحديدها للعوامل الاقتصادية التي تؤثر في الاوراق المالية على عكس نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية فأنها تحدد محفظة السوق على انها العامل الرئيسي الذي يؤثر على عوائد الاوراق المالية.

سادساً- APT في حالة توازن

تدعي نظرية التسعير المرجح أنه إذا كان هناك العديد من المحافظ والأوراق المالية التي لها عوائد ومخاطر متطابقة، فيجب بيعها بنفس السعر، يبين الشكل (٤)، عرض علاقة العائد والمخاطر كخط تسعير أصول (APT) يُظهر خط تسعير الموجودات أنه مع انخفاض المخاطر يأتي العائد المتوقع المنخفض، وكلما زادت المخاطر، سيزداد العائد المتوقع أيضاً، موضحاً الارتباط الإيجابي بين المخاطرة والعائد، ستولد المحافظ ذات المتغيرات الاقتصادية الكلية المختلفة مخاطر وعوائد مختلفة لكل محفظة، فضلا عن انه يبين ثلاثة أصول مختلفة مع عوائد متوقعة مختلفة وإمكانيات المراجعة، ولكن بنفس المخاطرة ومن أجل إجراء المراجعة في نموذج (APT)، يجب أن تكون الموجودات أعلى أو أقل من خط تسعير الموجودات (APT) إذا كان أحد الموجودات موجوداً على خط تسعير الموجودات (APT) فهو في حالة توازن كامل ولا توجد فرصة محتملة للمراجعة، يمثل الأصل (٢) أحد الموجودات بدون فرص للمراجعة، الأصل (١) أعلى من الخط وبالتالي يتم تسعيره بأقل من قيمته وفقاً لنظرية (APT)، ان أي مستثمر يحصل على فرصة المراجعة المحتملة سيشتري الموجودات (١)، إذ أن العائد المتوقع أعلى دون الحاجة إلى زيادة مخاطر المستثمرين أو الأموال، الأصل (٣) أقل من الخط ومن ثم فهو أيضاً فرصة للمراجعة، ولكن على عكس الأصل (١) سيتم بيع هذا الأصل بدلاً من ذلك، إذ يمكن زيادة العائد المتوقع عن طريق شراء الأصل (١) بدلاً من ذلك دون زيادة المخاطر أو الأموال ستكون الموجودات بعد كل صفقة أقرب بخطوة واحدة إلى خط تسعير الموجودات (APT) وينتهي بها الأمر في النهاية في حالة توازن (Johansson & Petersson, 2019: ١٠).



الشكل (٤) علاقة العائد والمخاطر

Source: Johansson, R., & Petersson, P., (2019), " Arbitrage Pricing Theory: A study on the Stockholm Stock",p.11.

وتنص (APT) على وجود علاقة خطية بين عائد الاوراق المالية وبعض العوامل المحددة، وهذا يعني انه يربط معدل العائد المتوقع لسلسلة من الاوراق المالية البدائية بحساسيات عواملها مما يشير الى ان عامل المخاطرة ذو اهمية حاسمة في تسعير الموجودات في حالة التوازن، وفقاً لـ (APT) يتم اعطاء العائد المتوقع للورقة المالية $E(R_i)$ من خلال:

$$E(R_i) = R_{FR} + \beta_{i1}(F_1 - R_{FR}) + \beta_{i2}(F_2 - R_{FR}) + \beta_{in}(F_n - R_{FR}) \dots (5)$$

(Uwubanmwun & Obayagbona, 2012:3)

إذ إن:-

$E(R_i)$ = معدل العائد المتوقع على الورقة المالية i ؛

$$\beta_{i1} = \text{حساسية الورقة المالية } i \text{ للعامل الاقتصادي } 1$$

$$\beta_{i2} = \text{حساسية الورقة المالية } i \text{ للعامل الاقتصادي } 2$$

$$F_1 = \text{القيمة المتوقعة للعامل } 1$$

$$F_n = \text{القيمة المتوقعة للعامل } n$$

$$\beta = \text{معامل بيتا}$$

$$R_{FR} = \text{معدل العائد الخالي من المخاطر.}$$

ومع ذلك، فإن النظرية المذكورة أعلاه تخضع للافتراضات التالية: (١) يفضل المستثمرون المزيد من العوائد (٢) المستثمرون لا يرغبون للمخاطر (٣) لدى المستثمرين توقعات مخاطر متجانسة (٤) لا تملك سوق رأس المال أي تكلفة للمعاملات ولا توجد ضرائب، وعلى الرغم من أن (APT) تهتم بنموذج متعدد العوامل (أي نموذج بيتا متعدد ((β))، إلا أنها لا تكشف في حد ذاتها عن هوية عواملها المُسعرة، فمن المرجح أن يتغير عدد وطبيعة هذه العوامل بمرور الوقت وبين الاقتصاديات، مما جعلها ذات طبيعة تجريبية (Uwubanmwen & Obayagbona, 2012:3-٤).

ان مكونات نظرية التسعير المرجح لا تختلف عن مكونات نماذج العوامل، إلا ان اختلافها الاساسي يكمن في ان لـ (APT) هي نظرية توازن شأنها في ذلك شأن نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية، بمعنى انها تحكم العلاقة بين عوائد الاوراق المالية والعوامل المؤثرة على هذا العائد وكما يمكن توضيحه في المعادلة الاتية:

$$E(R_i) = \alpha_i + \beta_{i1}I_1 + \beta_{i2}I_2 + \dots + \beta_{in}I_n + \varepsilon_i \dots \dots \dots (6)$$

إذ إن :-

$$E(R_i) = \text{معدل العائد المتوقع على الورقة المالية } (i)$$

$$\alpha_i = \text{العائد المتوقع على الورقة المالية غير المرتبط بالعوامل،}$$

$$I_1, I_2, I_n = \text{العوامل المشتركة لكل الاوراق المالية و عددها } n,$$

$$\varepsilon_i = \text{العائد المتوقع على الورقة الاضافي المرتبط بها،}$$

$$\beta_{I1}, \beta_{I2}, \dots, \beta_{In} = \text{معاملات حساسية العائد المتوقع للورقة المالية (i) للعوامل.}$$

وفقاً لنظرية تسعير المرجح فان العائد ينقسم الى قسمين قسم غير منتظم، والقسم الاخر منتظم يتأثر فيه العائد بمجموعة من العوامل المشتركة وكل عامل مرتبط بمعامل حساسية، وهذا القسم الذي يلعب بالنسبة للعامل نفس الدور الذي يلعبه بالنسبة لنموذج تسعير الموجودات الرأسمالية (دسوقي، ٢٠٠٠: ٢٨).

سابعاً- أوجه التشابه والاختلاف بين نظرية التسعير المرجح ونظرية تسعير الموجودات الرأسمالية :-

١- التشابه بين النظريتين:-

لعل كلتا النظريتان تشابهان في عدد من الافتراضات ومن اهمها (Jones,2000:544):-

- أ- المستثمرون لهم توقعات متجانسة او لديهم نفس الاعتقاد.
- ب- المستثمرون يتجنبون المخاطر عن طريق تعظيم المنفعة.
- ت- ان العائدات تتحقق من خلال نموذج العامل.
- ث- تكون خدمة النظريتين متعددة مثل الموازنات الرأسمالية (الانفاق الاستثماري) تقويم الاوراق المالية، تقييم اداء الاستثمارات وما يميزهما بين المخاطرة التي لا يمكن تجنبها بالتنوع (المخاطرة العامة) والمخاطرة الخاصة (Bhalla,2006:344).

٢- الاختلاف بين النظريتين:-

- أ- اذا كان العامل فقط هو مخاطرة السوق، فان لـ (APT) تقلها في لـ (CAPM) بتغاير لـ (APT) مع العامل المضاعف لـ (CAPM) (Fabozzi & Modigliani,2002:209).
- ب- تختلف لـ (APT) عن لـ (CAPM) من ناحية الافتراضات، حيث ان لـ (APT) يفترض الاتي (Jones,2000:544):-

- ❖ الاستثمار الافقي لفترة منفردة.
 - ❖ الاقراض والاقتراض بمعدل خال من المخاطرة.
 - ❖ عدم وجود ضرائب.
 - ❖ المستثمرون يختارون المحافظ على اساس العوائد والمخاطر.
- ت- العامل المضاعف في نظرية التسعير المرجح لا يحدد المخاطر النظامية بينما في (CAPM) يحدد واحداً من تلك المخاطر النظامية وهي مخاطرة السوق (Fabozzi & Modigliani,2002:209).
- ث- يمكن ملاحظة في كلا النظريتين ان المستثمر سيكافأ بقبوله لجميع المخاطر النظامية، وليست المخاطر غير النظامية (Fabozzi & Modigliani,2002:209).

الجدول (١) مقارنة بين نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية ونظرية التسعير المرجح

APT	CAPM	وجه المقارنة
خطية	خطية	المعادلة
$K(\geq 1)$	1	عدد عوامل المخاطرة
λ_i	$E(R_m) - RF$	عامل علاوة المخاطرة
b_{ji}	β_i	حساسية عامل المخاطرة
λ_0	RFR	عائد البيتا الصفرية

Soure: Frank Reilly & Keith Brown, (2011), " Investment Analysis and Portfolio Management", (Text Only), Cengage Learning, 7th,p282.

ثامناً – العوامل المُسعرة ومناهج اختبار نظرية التسعير المرجح:

١- العوامل المُسعرة:

تقدم نظرية التسعير المرجح للمحللين والمستثمرين درجة عالية من المرونة فيما يتعلق بالعوامل التي يمكن تطبيقها على النموذج ويعود عدد وأنواع العوامل المختلفة المستخدمة إلى اختيار المحلل لذلك، قد يكون لدى اثنين من المستثمرين المختلفين الذين يستخدمون لـ (APT) لتحليل نفس الورقة المالية قد تختلف على نطاق واسع النتائج عندما يتعلق الأمر بتداولهم الفعلي حتى بين أكثر المدافعين عن النظرية تفانياً، لا يوجد اتفاق إجماعي بين المتخصصين الماليين والأكاديميين بشأن العوامل الأفضل للتنبؤ بعوائد الأوراق المالية ومع ذلك، يؤكد (Ross) أن هناك بعض العوامل المحددة التي أظهرت التنبؤ بالأسعار بشكل موثوق (Mark- Egart,2020:4).

تفترض نظرية التسعير المرجح مصادر وعوامل متنوعة للخطر وهذه المصادر والعوامل تؤثر في عوائد الاوراق المالية وتتمثل هذه العوامل اجمالاً في المتغيرات الاقتصادية الكلية، وهذه المتغيرات تؤثر في عوائد الموجودات المالية وبدرجات مختلفة لكل اصل مالي او محفظة مالية، ودور المتغيرات الاقتصادية تتباين في التأثير على العوائد فقد يكون عجز الموازنة العامة مثلاً اقل تأثيراً من الناتج المحلي الاجمالي على جميع عوائد الاوراق المالية هذا من جهة، كما ان تأثير متغير اقتصادي معين يختلف بين الاوراق المالية من الجهة الاخرى، والمتغير الاقتصادي الكلي يُعرف بالعامل واذا اضفنا لهذا المفهوم درجة تأثير هذا المتغير او مدى حساسية العوائد لهذا المتغير حينها يمكن تسميته بالعامل المُسعر (الشهاب، ٢٠١٥: ١٢٦)، (حشايشي، ٢٠١٨: ٦٤-٦٥)، يُعرف العامل المُسعر بانه " حدث اقتصادي غير مؤكد ويؤثر على العائد المتوقع الذي يطلبه المستثمرون" (الراوي، ٢٠٠٠: ١٦٧)، ومن هذا التعريف نلاحظ انه يضع شرطاً ليكون العامل مسعراً وهو عدم التأكد حول قيمة التغير المستقبلية للحدث الاقتصادي اضافة الى هذا وجوب ان يكون الحدث مؤثراً على عوائد الموجودات المالية، ومن ثم ليست كل الاحداث والمتغيرات الاقتصادية مؤثرة على جميع عوائد الاوراق المالية. وان من اهم العوامل المُسعرة (جبار، ٢٠١١: ١٥٨)

❖ الناتج المحلي الاجمالي وتغيراته، والنشاط الاقتصادي بصفة عامة؛

❖ مستوى التضخم؛

❖ عجز او فائض الميزان التجاري والموازنة العامة؛

❖ شكل الاقتصاد العالمي؛

❖ التغير في الانتاج الصناعي؛

❖ مستوى البطالة؛

❖ اسعار الصرف؛

❖ اسعار الفائدة؛

❖ عرض النقد.

٢- المؤشرات الاقتصادية الكلية كعوامل مُسعرة:

ان البيئات الاقتصادية المتغيرة تؤثر في عوائد الأسهم وان هناك الكثير من العوامل التي تؤثر في نموذج تسعير المرجح، وان هذه العوامل تؤثر في قدرة المستثمرين في المستقبل على استخدام عوائد الأسهم بسبب العوامل الاقتصادية الكلية (مخاطر السوق ، الناتج المحلي الاجمالي، التضخم ، اسعار الفائدة ، مقدار عرض النقود، عجز الموازنة، اسعار الصرف، مؤشر السوق، احتياطات النقد الاجنبي، البطالة و مؤشر الانتاج الصناعي....الخ) ومن العوامل التي تفرضها نظرية تسعير المراجعة مؤشرات الاقتصاد الكلي، تُعد احد مناهج التي تستخدم لاختبار نموذج تسعير المراجعة (Birz& lott: 2011,1) .

أ- مؤشر السوق:

المؤشر هو قيمة عددية يقاس بها التغير في الاسواق المالية ويُعبر عن المؤشر كنسبة مئوية للمتغير في لحظة زمنية معينة مقارنة بقيمة ما في فترة الاساس او نقطة البدء وكذلك يقاس تحركات اسعار الأسهم او السندات او الصناديق، ارتفاعاً وانخفاضاً، الامر الذي يعكس سعر السوق واتجاهها (حسين ، ٢٠٠٨ : ٣٥)، اما (الحناوي ، والعبد ، ٢٠٠٢ : ١٥١) فقد عرفوا مؤشر السوق بانه مقياساً شاملاً لاتجاه السوق يعكس الاتجاه العام لتحركات اسعار الأسهم ، لذلك فانه يمثل مرجعي للمستثمر عن سوق الاوراق المالية في نقطة زمنية.

ويمثل معدل عائد السوق او ما يعرف بالرقم القياسي، حيث تُعد الارقام القياسية من المؤشرات المهمة في الاسواق المالية، والتي تدل على مستويات اسعار الأسهم، وكذلك تحديد الاتجاه العام للأسعار، ويستخدم لقياس التغيرات التي تطرأ على اسعار الأسهم خلال مده معينة مقارنة مع مده اخرى، وحسب كل سوق (حشايشي، ٢٠١٨ : ١٧٠-١٧١).

وعرف (Gitman & Chad,2012:330) عائد السوق بأنه العائد على محفظة السوق التي تشمل كل الاوراق المالية المتداولة في السوق.

ونظراً لاختلاف المؤشرات من سوق الى سوق اخر ومن قطاع الى اخر يؤدي هذا الاختلاف الى اهتمام الاطراف المستخدمة للمؤشر نظراً للدور الذي يؤديه ومنم بين تلك الاستخدامات تقدير مخاطر المحفظة و التنبؤ بالحالة الاقتصادية، ومن المعروف ان مؤشرات الاسواق المالية تستجيب بسرعة كبيرة للمتغيرات الاقتصادية كلما كان السوق اقرب للكفاءة، ومن ثم يمكن استخدام مؤشر السوق المالي لزيادة القدرة التفسيرية للمتغيرات الاقتصادية، يعد مؤشر السوق من أهم المؤشرات للتنبؤ بالتغيرات في دورة الأعمال حيث كان الهبوط المفاجئ في بورصة نيويورك في العام (١٩٢٩) بعد عملية البيع الجنوني لما يقارب (١٣) مليون سهم في يوم واحد، مؤشراً على الكساد الكبير، ولكن ربما كان أحد أسباب حدوثه ايضاً (Wei,1988:890).

ب- التضخم

يمثل التضخم في النظريات المالية زيادة شاملة في اسعار المنتجات وهذا يعني عندما يدفع الافراد المزيد من المال على المنتجات يختلف عن ذي قبل ومن المتوقع ان هذه البيئة الاقتصادية تؤثر في اسعار الأسهم بشكل سلبي (Mpektula:2019,66) ، وأشار (Masithoh,2017:39-40) بانه احدى عمليات زيادة الاسعار السائدة في الاقتصاد ويختلف معدل التضخم (النسبة المئوية للزيادة في الاسعار) من فترة الى اخرى ، كما يختلف ايضاً من بلد الى اخر. يقاس التضخم عادةً من خلال مؤشرين، اولهما الرقم القياسي لأسعار المستهلك (Consumer Price Index) والذي يرمز له اختصاراً بـ (CPI)، يشير هذا المؤشر الى التكلفة في الفترة الحالية لسلة الاسعار الاساسية نسبة الى تكلفة نفس السلة في سنة ثابتة تسمى سنة الاساس، وثانيهما الرقم القياسي لأسعار المنتجين (Producer Price Index) والذي يرمز له اختصاراً بـ (PPI)، يشير هذا المؤشر الى تكلفة السلع النهائية بالنسبة للمنتجين قبل دخولها الى الاسواق، ويعتبر المؤشر الاخير اقدم مقياس اذ بدأ استخدامه في الولايات المتحدة الامريكية عام (١٩٠٢) (Frank,2007:524).

او يشير مصطلح التضخم الى ارتفاع الأسعار أو انخفاض القيمة الشرائية للعملة المحلية، ويعني التضخم بحسب النظرية الكمية " كل زيادة في كمية النقد المتداول تؤدي إلى زيادة في المستوى العام للأسعار " (عناية ، ٢٠٠٦ : ١٤)، التضخم هو زيادة اجمالية في الاسعار ويحدث باستمرار و أن التضخم يرتبط بعلاقة إيجابية مع الأسهم لأن الشركات تزيد من أسعار منتجاتها في أوقات التضخم وتبقى العديد من التزاماتها ثابتة كتوزيعات الأسهم الممتازة، والإيجارات والفوائد مما يؤدي إلى زيادة في الدخل الصافي للشركة تزيد من ثروة المساهمين، وقد تترجم فورياً على شكل توزيعات نقدية لتعويض المستثمرين عن الانخفاض في القوة الشرائية لدخولهم جراء التضخم

(Laia, & Saerang, 2015:250)، كما يعد التضخم بانه زيادة متكررة في الطلب الكلي لا يراففها زيادة في العرض الكلي مما يؤدي لارتفاع المستوى العام للأسعار (كنعان، ٢٠٠٩: ٣٦٨)، لذا ان الكثير من الدراسات مثل (Fama:1981) و (Sharma:2002) و (Wongbampo:1999) اعطت نتائج مختلفة بينت ان هذا المتغير ومؤشرات الأسهم تكون النتيجة سلبية في حين وجد (تشودري:١٩٩٩) انها تحقق علاقة ايجابية بينهم.

ويرى (حيدر، ٢٠٠٢: ٦٨) أن العلاقة عكسية وهذا ما تجلى من خلال مراقبة أداء الاقتصاد الأمريكي في النصف الثاني من القرن العشرين مع نهاية الحرب الكورية، وتم تفسير العلاقة العكسية من خلال دور التضخم في رفع معدلات الفائدة وبالتالي تنخفض أسعار السندات مما يجعلها أكثر جاذبية للمستثمرين من الأسهم، ولكن العلاقة العكسية غير متزامنة بشكل دقيق. وان دراسة فاما (Fama,1971) تعد من أهم الدراسات التي أكدت على العلاقة العكسية بين التضخم وعوائد الأسهم، وتم التحقق من نتائج دراسة فاما من خلال دراسات عديدة، أحدها دراسة أجريت من قبل كاول (Kaul, 1987) وتوصل من خلالها إلى نتائج معاكسة حيث أن العلاقة كانت شبه معدومة أو ضعيفة جداً ولكن موجبة (Kaul, 1987:253)، اما دراسة لبالدوتزي (Balduzzi,1995) توصل إلى دعم نتائج دراسة فاما وأكد وجود ارتباط سالب بين معدل التضخم وعوائد الأسهم ولكنه ضعيف (Balduzzi, 1995:47).

ث- الناتج المحلي الاجمالي

يُرمز للناتج المحلي الاجمالي اختصاراً بـ (GDP) ويعرف بانه القيمة السوقية لجميع السلع والخدمات النهائية ضمن بلد معين في مدة زمنية معينة (Bade, & Parkin, 2009:114)، يُعد (GDP) أهم مؤشر لتوضيح التطور الاقتصادي في البلد والمعبّر عنه بصورة أرقام إحصائية، إذ يمثل (GDP) القيمة النهائي للسلع والخدمات المنتجة داخل البلد كافة خلال مدة زمنية معينة عادة ما تكون سنة، وان اعتماد مؤشر (GDP) ذلك لأنه يمثل مجموعة متكاملة من الإحصائيات التي توضح لصانعي السياسة فيما إذا كان الاقتصاد يشهد حالة انكماش (Deflation) أو توسع (Expansion) أو ثمة ركود (Stagnation) حاد أو تضخم (Inflation) يهدده، وعند اعتماد (GDP) كمؤشر لقياس نسبة التطور الاقتصادي لا بد من الأخذ بنظر الاعتبار التفرقة بين، الناتج المحلي الإجمالي الاسمي والحقيقي، إذ يكون الناتج المحلي الإجمالي الاسمي محسوب على أساس السعر الجاري (Price Current) الذي من خلاله ربما تكون المقارنة بين الناتج المحلي الإجمالي لسنوات مختلفة غير صحيح بسبب تأثير التضخم، في حين يكون الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي والمسمى بالناتج المحلي الإجمالي بالسعر الثابت محسوباً على أساس استبعاد اثر التضخم،

يتميز الناتج المحلي الاجمالي الاسمي عن الناتج المحلي الحقيقي حيث يقيس الاول حجم السلع والخدمات بأسعار سنة الاساس، بينما يقيس الثاني حجم السلع والخدمات بأسعار السنة الحالية (Bade, & Parkin, 2009: 124).

يفترض في الاقتصاد المتقدم أن يكون هيكله الانتاجي متوازناً (balanced) إذ الأولوية للفروع القائدة لتطوير القاعدة الإنتاجية (Base Productivity) سيما فرع الصناعة الرأسمالية (الحلبي، ٢٠٠٧: ٩٣)، من المفترض وجود علاقة طردية بين معدل النمو في (GDP) وعوائد الأسهم فالاقتصاد النشط يولد ارباحاً جيدة للشركات، ويزيد من العوائد المتوقعة على الاستثمار في الأسهم (Osamwonyi & Evbayiro-Osagie, 2012: 58).

يلاحظ ان معدل نمو (GDP) هو احد اهم اداء مؤشر للاقتصاد، ومن ثم من المتوقع ان يكون للناتج المحلي الاجمالي تأثير كبير على القطاعات الاقتصادية، ان العلاقة بين (GDP) وعوائد سوق الأسهم في الكثير من الحالات لديها رحلة ، مما يترتب على ذلك طالما ان الاقتصاد يسجل زيادات في الناتج المحلي فهو يشير الى ان الصناعات والمؤسسات العاملة في البلد تُبلى بلاءً حسناً (Olufemi & Oyetayo: 2017, 145-146)، اشار (Jecheche: 2015, 5) الى ان (GDP) هو مقياس للناتج والنشاط الذي يؤثر على الارباح المستقبلية المحتملة وقد استخدم مؤشر الانتاج الصناعي كوكيل لقياس معدل النمو في القطاع الحقيقي ويقدم (GDP) مقياس لنشاط الاقتصاد الكلي في اقتصاد البلد ويؤثر على اسعار الأسهم من خلال التأثير على التدفقات النقدية المستقبلية المتوقعة ومن المفترض ان زيادة في الانتاج الصناعي يرتبط بشكل ايجابي بأسعار الأسهم. هناك ثلاثة طرق لقياس (GDP) وهي طريقة الانتاج والدخل والمصرفات (عبد الفراج، ٢٠٠٩: ١٧-١٨):-

❖ طريقة الانتاج:

ويتم قياسه عن طريق قياس الدخل القومي الذي يقاس وفق هذه الطريقة بطريقتين، طريقة السلع النهائية والتي يتم قياس الدخل القومي فيها عن طريق احتساب قيم السلع والخدمات بشكلها النهائي اي المنتجة في الجسم الاقتصادي خلال السنة دون احتساب قيم السلع الوسيطة ويضاف اليها قيمة انتاج الشركات الوطنية العاملة في الخارج ويطرح منها قيمة انتاج الشركات الاجنبية العاملة في الداخل، اما طريقة القيمة المضافة فان قيمة الناتج المحلي الاجمالي تساوي مجموع القيم المضافة في جميع القطاعات.

❖ طريقة الدخل:

ويتم فيها قياس الناتج المحلي الاجمالي وفقاً لاحتساب مجموع دخول او عوائد عناصر الانتاج مقابل مساهمتها في الانتاج.

إذا قيمة الدخل المحلي الاجمالي = قيمة الرواتب والاجور المدفوعة خلال السنة + صافي الفوائد المدفوعة خلال السنة + القيمة الدفترية لإيجارات المساكن التي يسكنها اصحابها + قيمة الارباح الموزعة والغير موزعة.

❖ طريقة المصروفات:

تركز هذه الطريقة على احتساب جميع اوجه الانفاق في الجسم الاقتصادي التي تتمثل في الانفاق العائلي وانفاق القطاع الخاص والانفاق الحكومي وصافي الانفاق الاجنبي.

ج- الميزان التجاري:

يُعتبر الميزان التجاري جزءاً اساسياً من ميزان المدفوعات، ويقاس حجم التعامل التجاري لاقتصاد ما مع العالم الخارجي من خلال الفرق بين الصادرات والواردات، وكلما كان عجز الميزان التجاري اكبر كلما دل ذلك على تباطؤ نمو الناتج المحلي الاجمالي، واذا تناقص العجز بسبب زيادة في الصادرات دل هذا على نشاط كبير للشركات ومن ثم زيادة متوقعة في العوائد المتوقعة، ومن الجهة الاخرى تدعم زيادة الصادرات قيمة العملة المحلية وتزيد من القيمة المستقبلية للعوائد المتوقعة، الا في حالة زيادة الصادرات الى حد كبير مما يزيد التوقعات بشأن ارتفاع اسعار الفائدة والتضخم، ويؤدي الى انخفاض العوائد المتوقعة، ولكن على الاغلب يتوقع ان تكون العلاقة عكسية بين عوائد الأسهم وعجز الميزان التجاري (Baumohl,2013:281-182)، يؤدي هذا المؤشر الاقتصادي الكلي دوراً كبيراً في الاقتصادات الصغيرة منه في الاقتصادات الكبيرة في التأثير على عوائد الأسهم (Michailidis,2008:9)، ويطلق عليه اسم الميزان التجاري او ميزان التجارة المنظورة، وهو يمثل حصيلة الفرق الجبري بين مجموع الصادرات ومجموع الواردات الدولية (عريقات، ٢٠٠٦: ١٤).

ح- سعر الفائدة :

يُعدّ سعر الفائدة احد اهم الادوات والوسائل التي تستخدمها السلطات النقدية في اي بلد لتحقيق اهدافها الاقتصادية والاجتماعية، الا ان هذا يعتمد بالدرجة الاساس على مدى تطور النظام المالي

والمصرفي فهي تختلف من بلد الى بلد باختلاف مستوى التطور لذلك البلد، ويُعرف سعر الفائدة بأنه اجر استخدام النقود يلتزم المقترض بدفعة الى البنك مقابل التنازل المؤقت له على السيولة، وتدخل اعتبارات كثيرة في تحديد الفائدة منها ما يرتبط بالقرض ذاته او بوضعية السوق النقدية (الطاهر، ٢٠١٠: ٧٠)، كما يعرف بأنه معدل الخصم الذي يستخدم لحساب القيمة الحالية للعائدات المتوقعة من السند، اذ ان ارتفاع اسعار الفائدة يؤدي الى انخفاض اسعار الأسهم والعكس صحيح (الخطيب، ٢٠١٠: ٨٦)، وكما عرف بأنه المبلغ الذي يحصل عليه البنك المركزي مقابل تقديم القروض وخصم الاوراق التجارية في الاجل القصير (شاويش، ٢٠١١: ١٩٦)، عرف سعر الفائدة على أنه السعر الذي يتم تحصيله مقابل استخدام الأموال ، وغالبًا ما يتم التعبير عنه كنسبة مئوية سنوية من رأس المال، يؤثر سعر الفائدة حقًا على قرارات الشراء والاستهلاك التي يتخذها المستهلكون والشركات والحكومة، وذلك لأن الأفراد قد يستندون قراراتهم الاستهلاكية على سعر الفائدة الحالي. (A.Jaradat & Al- Hhosban,2014:54).

د- سعر الصرف:

ويشير سعر الصرف عادةً الى ما تساويه عملة البلد المحلية مقابل الدولار كمعدل، وينقسم سعر الصرف على مفهومين اولهما سعر الصرف الاسمي وهو السعر المعروف بمعنى سعر وحدة واحدة من العملة الاجنبية مقابل العملة المحلية وثانيهما سعر الصرف الحقيقي المرتبط بنسبة اسعار الشراء او البيع للبضائع الاجنبية نسبة الى اسعار الشراء او البيع للبضائع المحلية، وتؤثر اسعار الصرف على حجم الصادرات والواردات، اذا كان معدل الصرف قليل يعني ان اسعار السلع الاجنبية تصبح رخيصة للمشتري المحلي، بالمقابل تصبح السلع المحلية غالية للمشتري الاجنبي مما يقلل من حجم الصادرات ويزيد من حجم الواردات ومن ثم يزيد من عجز الميزان التجاري (DeLong,2006:20)، وعندما تزداد قيمة معدلات الصرف وخصوصا في الاقتصادات التي تعتمد على التصدير، تنخفض القوة الشرائية بشكل ملحوظ ومن ثم تتحول المدخرات الى استهلاك عوضاً عن الاستثمار مما يؤدي الى انخفاض اسعار الأسهم وكذلك عوائدها الرأسمالية، فمن المفترض وجود علاقة عكسية بين معدلات الصرف وعوائد الأسهم (Issahaku & et al,2013:1050). يمكن أن تؤثر التغييرات في أسعار الصرف على أسعار الأسهم في كلا الاتجاهين، يؤدي انخفاض قيمة العملة المحلية إلى جعل الشركات المستوردة تدفع أكثر للواردات ، وهذا يقلل من ربحيتها، والعائد على حقوق الملكية، وهو ما ينعكس في النهاية من خلال انخفاض أسعار الأسهم والعكس صحيح، قد يكون لسعر الصرف تأثير إيجابي على أسهم الشركات المصدرة، إذا انخفضت قيمة العملة المحلية ، فإن الشركات تكسب المزيد من

الأرباح على صادراتها، ويزيد عائد حقوق الملكية الخاص بها ويزيد الطلب على حصتها، وبالتالي ترتفع الأسعار والعكس صحيح (Iqbal, *El. at*,2012:845-846) .

ذ- مستوى عرض النقد:

يُعبّر مستوى عرض النقد عن كمية النقود في الاقتصاد، مع قبول النقود بوصفه وسيلة أو وسيطاً للتبادل أو مقياساً للقيمة باتت المجتمعات تحتفظ بأحجام مختلفة بما يسمى بعرض النقد، أي كمية أو حجم النقود التي تتناولها في الاقتصاد، فانتسعت المناقشات بين الاقتصاديين لتحديد مفهوم معين لعرض النقد من ناحية المكونات التي تدخل في تكوينه وكيفية حسابه، ويأتي مصدر الخلاف من اختلاف تطور الأنظمة النقدية والمصرفية، فتُعبّر كمية النقود عن متغير خزين قابل للقياس خلال فترة زمنية معينة مشابهاً في ذلك الثروة والمدخرات والمخزون من المواد الأولية (الجنابي، ٢٠٠٧: ١٧)، لذا يعرف مستوى عرض النقد بأجمالي القوة الشرائية لدى الافراد او المؤسسات المختلفة خلال فترة زمنية معينة (العلي، ٢٠٠٤: ٢٤)، كما عرف بانه متوسط كمية النقود الموجودة تحت تصرف المجتمع في فترة زمنية معينة ومن ثم يضم خليط من العناصر التي تقوم بالوظائف النقدية وتمثل اجمالي وسائل الدفع الاساسية (عوض، ٢٠١٢: ٤٣)، تتغير ادارة عرض النقد بشكل كبير مع اداء سوق الاوراق المالية، اذ يمكن ان يكون مستوى عرض النقد المتاح في الاقتصاد ضيقاً بسبب التضخم الاستثنائي، عندما يحدث هذا سوف تتأثر قيم اسعار الأسهم سلباً (Logoni & et al,2020:2435)، ينقسم عرض النقد الى قسمين اساسيين:

❖ عرض النقد بالمعنى الضيق (M1):

ويقصد به مجموع وسائل الدفع المتداولة لتسوية المعاملات المالية في مجتمع ما خلال فترة زمنية معينة (العبيدي، ٢٠٠٢: ٦٦)، ويُعبّر عن العملات الورقية والمعدنية المتداولة في ايدي العامة بالإضافة الى الودائع لدى المصارف وكذلك لدى المؤسسات المالية (McConnell,2008:230).

❖ عرض النقد بالمعنى الواسع (M2):

هذا المعنى اوسع من المعنى السابق للنقود وتأخذ به المؤسسات المالية والنقدية مثل صندوق النقد الدولي (عبد القادر، ٢٠١١: ٣٩)، عرض النقد يتكون من عرض النقد بالمعنى الضيق مضافاً اليه الموجودات المالية عالية السيولة والتي تستخدم كوسيلة للتبادل المباشر كالعملات ولكنها قابلة للتحويل الى نقد بسرعة مع الاحتفاظ بقيمتها (McConnell,2008: 230).

وتتضح العلاقة بين عرض النقد واسعار الأسهم من خلال سياسة البنك المركزي، فاذا قام البنك المركزي بخفض نسبة الاحتياطي المطلوب من المصارف التجارية ستؤدي هذه السياسة الى زيادة السيولة لدى المصارف مما تنخفض كلف الاقتراض ويشجع على الاستثمار ومن ثم زيادة الطلب على الاستثمار في الأسهم وارتفاع اسعارها، مما يعني تحقيق المستثمرين المالكين للاسهم ارباح وعوائد رأسمالية اضافية، اي ان زيادة عرض النقد تؤدي الى زيادة السيولة ومن ثم القوة الشرائية في الاقتصاد، مما يعني توفر الاموال ليس فقط للاستهلاك وانما كذلك للاستثمار (الحسيني، ٢٠٠٥: ١٣٨).

٣- مناهج اختبار نظرية التسعير المرجح:

اختبرت نظرية التسعير المرجح تاريخياً باستخدام منهجين اساسيين وهما منهج التحليل العاملي ومنهج الانحدار المتعدد للمتغيرات الاقتصادية ، وقد تم انتقاد منهج التحليل العاملي اذ ان العوامل المُسعرة في ضوء هذا المنهج تُعتبر اصطناعية ووهمية وذات طبيعة احصائية مجردة، ومن زاوية اخرى هناك اهمية لهذا المنهج والتي تنطلق من انه اسلوب واضح لأثبات ان العوامل المُسعرة متعددة وليست مجرد عامل وحيد كما في نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية ورغم هذه الانتقادات لكن استمرت الدراسات باستخدام منهج التحليل العاملي، وبعض الدراسات قد حاولت استخدام المنهجين معاً.

اما منهج الانحدار المتعدد للمتغيرات الاقتصادية فانه اكثر واقعية لان العوامل المُسعرة المقترحة لها اساس نظري من حيث تأثيرها على عوائد الأسهم، والمتغيرات الاقتصادية لها دور كبير، وركز هذا المنهج على المتغيرات الاقتصادية الكلية بعيدا عن المتغيرات الاقتصادية الجزئية انطلاقاً من ان اثر المتغيرات الجزئية يمكن تحديده من خلال التنوع في المحفظة المالية التي تحتوي على عدد كبير من الاوراق المالية.

وقد بين (Roll and Ross, 1980) أن هناك ثلاث معالجات لاختبار APT فيما يتعلق بالعائد المتوقع، وهي: (أ) علاقة APT بالعائد ، (ب) تحديد الارتباط او العلاقة بين المتبقي ، و (ت) مراعاة الاختلاف بين هيكل العوامل لمختلف الأوراق المالية (Amtiran & et al, 2017:198).

على عكس العامل الفردي، يتم استخدام (CAPM) لتقدير مخاطر نظامية للاستثمار، يمكن لـ (APT) استخدام عامل واحد، ومحفظة السوق، ونموذج متعدد العوامل لمعرفة التأثير على عوائد الأسهم. ومع

ذلك، فإن أحد القيود الرئيسية لـ (APT) ينشأ من حقيقة أن حجم العامل أو نموذج المؤشر غير معروف. ومن ثم، من الضروري إجراء الاختبار من خلال التحليل الإحصائي أو الاقتصادي (Benakovic & Posedel, 2010:39).

أ- اختبار نظرية التسعير المرجح بتحديد العوامل ومعاملات الحساسية :

ان اختبار نظرية التسعير المرجح وفق هذا المدخل يعني الاعتماد على اسلوب التحليل الاحصائي ويطلق عليه بـ (التحليل العاملي)، بالاعتماد على هذا التحليل يتم تصنيف المتغيرات التي تؤثر في عوائد المحافظ المالية في مجموعات يطلق عليها بـ (العوامل)، وهذا التحليل يتوصل الى تحديد عدد العوامل وكذلك تحديد معاملات الحساسية، ومن ابرز الدراسات التطبيقية التي اجريت لهذا المدخل دراسة (Roll & Ross) واستنتجا من هذا التحليل بأربعة عوامل تؤثر في عائدات الاوراق المالية وكان هذا خلال المدة الممتدة بين (١٩٨٠-١٩٨٤) (Jacquillat & Bruno ,1976:139)، وقد تمثلت هذه العوامل في التغيرات غير المتوقعة في كل من التضخم المتوقع وغير المتوقع، ومعدل نمو الانتاج الصناعي، أسعار الفائدة، والتي تقاس بالفرق بين معدل فوائد السندات طويلة الاجل والسندات قصيرة الاجل، ومكافاة مخاطر تأثير السداد والتي تقاس بالفرق بين عوائد السندات مرتفعة الجودة ومنخفضة الجودة، حيث يؤثران العاملان الاول والثاني على التدفقات النقدية ومن ثم على التوزيعات ومعدل نموها، اما العامل الثالث والرابع فيؤثران على معدل الذي تخضم به تلك المكاسب (هندي، ١٩٩٩: ٥٥١).

وبهذا يمكن الإشارة الى ان التحليل العاملي يتم وفقاً لمراحل، المرحلة الاولى فيتم تعيين العوامل التي تؤثر في حركة العائدات ويتعلق الامر بالعوامل الاحصائية، المرحلة الثانية تتم من خلال البحث عن امكانية قياس قوة تأثير العامل، كما يمكن الإشارة الى ان (Roll & Ross) لم يقدموا هذه الدراسة فقط وانما قدموا دراسة اخرى في نفس السياق سنة ١٩٨٦، بالاشتراك مع Chen، بالإضافة الى اختبار اخر اجراه كلاً من (Brown) و (Weinstein) سنة ١٩٨٠، و Chen سنة ١٩٨٣ (Jacquillat & Bruno, 1998:140).

ب- اختبار نظرية التسعير المرجح من خلال تحديد العوامل وفقاً للفكر النظري:

ان اول انتقاد وجه الى طريقة اختبار النظرية بتحديد العوامل ومعاملات الحساسية هو ان تحديد العوامل لم يتم وفقاً للفكر النظري، وانما هي نتائج تجربة عدد من العوامل حددها لنا التحليل العاملي وهذا بالاعتماد على علاقات احصائية بين مختلف مكونات كل عامل، وهذا ما يقودنا الى الوصول

لعوامل من الصعب تفسير كيفية تأثيرها على العوائد، ومن هنا اقترح (Francis) سنة ١٩٨٦ عدة عوامل بالاستعانة بالفكر النظري وفي مقدمتها :

- ❖ مخاطر تأجيل السداد
- ❖ مخاطر سعر الفائدة
- ❖ مخاطر السوق
- ❖ مخاطر القوة الشرائية
- ❖ مخاطر الادارة
- ❖ مخاطر استدعاء الورقة المالية
- ❖ مخاطر تحويل الورقة المالية
- ❖ مخاطر تسويق الورقة المالية
- ❖ المخاطر السياسية
- ❖ مخاطر الصناعة

ومن الملاحظة ان مجمل هذه المخاطر تنقسم الى مخاطر نظامية ومخاطر غير نظامية ، الا ان هذا الامر غير وارد في (APT) لأنها تعتبرها مخاطر تؤثر في كافة الاوراق المالية (هندي، ١٩٩٩: ٥٥٣).

الا ان تحديد العوامل بهذه الطريقة لا يعد اختباراً للنظرية بل لابد من تحويلها الى صفات معينة يمكن قياسها ومن امثلتها معدل التوزيعات النقدية، معامل (β)، مستوى جودة الاوراق المالية، حيث يعد كل مثال من هذه الامثلة على انها معاملات حساسية عائد المحفظة، ومن ثم لاختبار اي محفظة مالية مستخدمة كعينة للنموذج لابد من توفر كلاً من معامل حساسية عائدها لكل صفة معينة وكذلك متوسط معدل العائد على الاستثمار في كل ورقة مالية، ومن ثم يتم تقدير تسعير السوق لكل وحدة من وحدات المخاطر التي تنطوي عليها تلك الصفة وهذا بالاعتماد على معادلة نظرية التسعير المرجح (بوزيد، ٢٠٠٧: ٨٧).

المبحث الثاني التنبؤ بعوائد الأسهم

توطئة:

يهدف هذا المبحث الى توضيح مفهوم القرارات الاستثمارية والمفاهيم المتعلقة بها لأنها ذات اهمية استراتيجية سواء بحياة الافراد او المؤسسات، كذلك مفهوم العائد والأسهم. وسيتم عرض هذا المبحث في ثلاث فقرات وهي مفهوم وطبيعة القرارات الاستثمارية والعائد والأسهم.

اولاً- مفهوم وطبيعة القرارات الاستثمارية

١- مفهوم الاستثمار:

يقول العرب "ثمر" الشجر يثمر ثمرأ اي طلع ثمره واستثمر الشيء اي جعله يثمر وثمر الرجل كثرَ ماله، واستثمر المال جعله يثمر اي يُكثر وينمو ومعنى كثرَ المال جاء في قوله تبارك وتعالى (وَكَانَ لَهُ ثَمْرٌ فَقَالَ لِصَاحِبِهِ وَهُوَ يُحَاوِرُهُ أَنَا أَكْثَرُ مِنْكَ مَالًا وَأَعَزُّ نَفَرًا) (الكهف: ٣٤)، وكذلك من الآيات التي دلت على الاستثمار كما جاء بقوله جل وعلا (مَثَلُ الَّذِينَ يُنْفِقُونَ أَمْوَالَهُمْ فِي سَبِيلِ اللَّهِ كَمَثَلِ حَبَّةٍ أَنْبَتَتْ سَبْعَ سَنَابِلٍ فِي كُلِّ سُنْبُلَةٍ مِائَةٌ حَبَّةٌ وَاللَّهُ يُضَاعِفُ لِمَنْ يَشَاءُ وَاللَّهُ وَاسِعٌ عَلِيمٌ) (البقرة: ٢٦١)، للاستثمار اهمية كبيرة وحيوية لكل من الاقتصاد القومي والمؤسسات الاقتصادية ولاسيما المالية منها (المصارف)، اذ يُعد الاستثمار السبيل الرئيسي لتعظيم قيمة المؤسسة من خلال التدفقات النقدية الداخلة وانعكاس ذلك على معدلات النمو والقيمة السوقية لاسهم تلك المؤسسات ومن ثم تأثير ذلك على نظره المستثمرين وتوقعاتهم المستقبلية، كذلك يُعد الاستثمار من اهم العمليات الاقتصادية الواجب تنميتها والحفاظ عليها لأنه بواسطة الاستثمار يمكن زيادة الدخل وانماء المال، ويستمد الاستثمار أصوله العلمية من علم الاقتصاد حيث يظهر مضمونة الى التخصيص الكفؤ للموارد المتاحة وتقييمها كون الاستثمار له علاقة بالاستهلاك والدخل والادخار والاقتراض والعلاقة بتلك المفاهيم الاقتصادية تأتي من حالة عدم التوازن النقدي الذي يمثل الجوهر الاساسي لمفهوم الاستثمار (التميمي، وسلام، ٢٠٠٤: ١٧)، فإن الاستثمار هو الالتزام الحالي بالقيمة لفترة من الزمن من أجل الحصول على مدفوعات مستقبلية تعوض المستثمر عن (١) الوقت الذي يتم فيه الالتزام بالأموال، (٢)

معدل التضخم المتوقع، (٣) عدم اليقين في المدفوعات المستقبلية، يمكن أن يكون "المستثمر" فرداً أو حكومة أو صندوق معاشات تقاعدية أو شركة (Reilly,& Brown,2011:5) و (Reilly,& Brown,2012:4)، كما عرف هو اداة يضع فيها المستثمر مدخراته بهدف الحصول على عائد دوري وزيادة في القيمة (Gitmam et.al,2011:3).

٢- قرار الاستثمار:

يُعد قرار الاستثمار القرار الاستراتيجي المهم سواء بحياة الافراد او المؤسسات فهو قرار يتطلب الكثير من الخبرة والمعرفة وقرار الاستثمار الذي نتناوله هو قرار الاستثمار في الاوراق المالية وليس اي نوع من انواع استثمار اخر ولكن هل يمتلك جميع الافراد نوعاً من الخبرة ما يمكنهم من اتخاذ قرار الاستثمار المناسب الذي يحقق احلامهم واهدافهم؟ فقرار الاستثمار في الاوراق المالية يتطلب الخبرة والمعرفة التامتين بجوانب التعامل في البورصة وكذلك نوعيات الاوراق المالية حتى يتمكن من تحقيق العوائد والارباح المطلوبة باقل قدر ممكن من المخاطر الى جانب ذلك فان اختيار توقيت الاستثمار قد يترتب عليه ربح او خسارة للمستثمر ولكن المعرفة باختيار توقيت البيع والشراء نفسه يتطلب الخبرة والمعرفة والهدف الاساسي من عملية الاستثمار هو لتحقيق عائد على الاموال المستثمرة (العويسي، ٢٠١٠: ٥٧).

٣- انواع القرارات الاستثمارية:

يواجه المستثمر ثلاثة مواقف تتطلب منه اتخاذ قرار الذي تتوقف طبيعته العلاقة القائمة بين سعر لأداة الاستثمارية من جهة وقيمتها من جهة اخرى، ضمن هذا الاطار تندرج قرارات المستثمر تحت ثلاثة انواع وهي (ابو ناصر، ٢٠٠٨: ٥٧):

١. قرار الشراء : يتخذ المستثمر ذلك القرار عندما يكون السعر السوقي اقل من قيمة الاداة الاستثمارية وذلك كما يراها المستثمر مما يولد لديه حافز لشراء تلك الاداة سعياً وراء تحقيق مكاسب رأسمالية من ارتفاع يتوقعه بسعرها السوقي مستقبلاً، مما ينتج عن ذلك تولد ضغوط شرائية في السوق على الأداة مما يؤدي الى رفع سعرها السوقي في الاتجاه الذي يخفض الفارق بين السعر والقيمة.
٢. قرار عدم التداول: يترتب على الحالة السابقة والناجمة عن الضغوط الشرائية ان تستجيب آلية السوق لتلك الضغوط فيواصل السعر

الارتفاع الى نقطة يتساوى فيها السعر السوقي مع القيمة، هنا يصبح السوق في حالة توازن، تفرض على من كان لديه حافز البيع او الشراء التوقف عن ذلك فيكون القرار الاستثماري في حالة عدم التداول.

٣. قرار البيع: بعد حالة التوازن التي تمر في السوق حيث يتساوى السعر مع القيمة تعمل ديناميكية السوق فتخلق رغبات اضافية فيه لشراء تلك الاداة من مستثمر جديد وفي نطاق نموذجه الخاص بالقرار، اي ان المستثمر يرى بان سعر السوق بتلك اللحظة مازال اقل من قيمة الاداة الاستثمارية مما يتطلب منه ان يعرض سعراً جديداً لتلك الاداة يزيد عن قيمة الاداة الاستثمارية وهذا يرتفع السعر عن القيمة معطياً لغيره حافز البيع، فيكون قرار المستثمر حينئذ هو البيع.

٤- مخاطر الاستثمار:

ترتبط المخاطر عادةً بعدم اليقين اي بنتائج الاحداث المستقبلية، تُعرف المخاطر بانها درجة التقلب في العائد المتوقع، يمكن التعبير عنها بانها فرصة انحراف العائد الفعلي على اي شكل من اشكال الاستثمار عن العائد المتوقع، ومن ثم العائد المتوقع غير المتحقق الذي يأمل المستثمر الحصول عليه في اي فترة من الفترات المستقبلية، تُجمع الادبيات في مجال الاستثمار والتمويل والإدارة المالية على ان المخاطر الاستثمارية تنقسم الى فرعين اساسيين وهما المخاطر المنتظمة والمخاطر غير المنتظمة (Fareber,2000:40) :

أ- المخاطر المنتظمة :

وتسمى بالمخاطر العامة او مخاطر السوق اذ تعرف بانها تلك المخاطر التي لا يستطيع المحلل ان يحددها بصورة مستقلة للمنشآت وهذه المخاطر ناتجة عن عوامل تؤثر في السوق بشكل عام وعلى كافة انواع الاستثمارات بما في ذلك الاستثمارات المالية (Rugman & Hadjiloucas,2007:4). وترتبط هذه العوامل بالظروف الاقتصادية والسياسية والاجتماعية كالإضرابات العامة او حالات

الكساد او ظروف التضخم او معدلات اسعار الفائدة او الحروب او التغييرات السياسية والتي لها تأثير في السوق ككل ولايمكن التخلص او تخفيض من هذا النوع من المخاطر من خلال التنويع (Van Horne & Wachowicz, 2005:357). وتكون درجة المخاطر المنتظمة مرتفعة في الشركات التي تنتج سلعاً صناعية اساسية كصناعة الصلب والحديد، وكذلك الشركات التي تنصف اعمالها بالموسمية كشركات الطيران او الشركات التي تنتج سلع تتعرض لسرعة التقادم كالإلكترونيات اي ان اكثر الشركات تعرضاً للمخاطر هي تلك التي تتأثر مبيعاتها وارباحها ومن ثم اسعار اسهمها بمستوى النشاط الاقتصادي بوجه عام وكذلك بمستوى النشاط في سوق الاوراق المالية (مفلح، ٢٠١٩: ٢١)، لذلك يجب على المستثمر ان يعرف مدى تأثير الأسهم التي يمتلكها بهذا النوع من المخاطر والتي تتأثر بها جميع الأسهم وبدرجات متفاوتة ويستخدم معامل (Beta) في قياس هذه المخاطر وتقاس المخاطر النظامية وفق المعادلة الآتية :

$$\text{Systematic Risk} = (\beta^2) (\sigma^2 R_m) \dots \dots \dots (7)$$

(العامري، ٢٠١٠: ٤٢)

إذ إن:

$$\beta^2 = \text{مربع معامل بيتا،}$$

$$\sigma^2 R_m = \text{تباين معدل العائد لمحفظلة السوق.}$$

ب- المخاطر غير المنتظمة:

وتسمى بالمخاطر الخاصة وتعرف بانها المخاطر التي يستطيع المحلل المالي ان يحددها ويميزها وهي ناتجة عن عوامل تتعلق بشركة معينة او قطاع معين او صناعة معينة ولا تؤثر على السوق ككل، وتعرف بانها المخاطر التي تصيب ورقة مالية دون غيرها او تصيب صناعة دون اخرى ويمكن للمستثمرين التخلص منها او تخفيضها من خلال التنويع ومن امثلتها اسعار المواد الاولية، مخاطر الصناعة التي تنجم عن ظروف خاصة بها (زيد، ٢٠١٥ : ٦٧). كذلك تعرف بانها المخاطرة التي تؤثر على موجود واحد، او مجموعة صغيرة من الموجودات، ولهذا يطلق عليها في بعض الاحيان بالمخاطر الفريدة (Jordan & Miller,2009:383). والمنشأة التي تتصف بدرجة عالية من المخاطر غير نظامية هي المنشأة التي تنتج سلع استهلاكية اذ لا تعتمد مبيعات وارباح هذه المنشأة على النشاط الاقتصادي الكلي، ويعد معامل التباين المقياس الاحصائي لقياس المخاطر غير نظامية وتقاس وفق المعادلة الاتية :-

$$CVRj = \sigma Rj / \overline{Rj} \dots \dots \dots (8)$$

(العامري، ٢٠١٣ : ٢٧٨-٢٨٨)

إذ إن :-

$CVRj$ = معامل تباين المخاطر غير المنتظمة،

σRj = الانحراف المعياري لمعدل العائد،

\overline{Rj} = متوسط معدل العائد.

وتتسم المخاطر غير النظامية بالخصائص الاتية (Gup,1983:282).

(١) المخاطر غير النظامية يمكن تجنبها من خلال التنويع.

(٢) وتنشأ من خلال عدة عوامل تنفرد بها المنشأة دون اخرى ويقتصر تأثيرها على نفس المنشأة.

(٣) المخاطر غير النظامية تقاس بمعامل التباين.

ثانياً – العائد

ان الهدف الرئيس لتوظيف الاموال في منشآت الاعمال تحقيق العائد، لتحقيق العائد ينبغي على كل منشأة اعمال اتباع استراتيجية محدد، وان تكون مدروسة بعناية من ناحية مدى قدرة المنشأة على التعامل مع المخاطر ذات العلاقة من جانب، وعلاقة تطبيقها والموارد المالية والبشرية لدى المنشأة من جانب اخر، فضلاً عن ذلك ضرورة اخذ عوامل السوق بعين الاعتبار في اختيار الاستراتيجية، ويُعد العائد من اهم عناصر تقييم الوضع المالي للمنشأة وما يترتب على زيادة العائد الذي يمكن ان تحققه منشأة الاعمال من مخاطر عالية، لهذا تسعى منشآت الاعمال الى تحقيق المبادلة بين المخاطرة والعائد، ومن ثم يؤدي الى تعظيم العائد وتقليل المخاطر (المخلافي، ٢٠٠٤: ٥٢-٥٣)، يُعرف العائد بانه احد العوامل التي تحفز المستثمرين على التفاعل ويكافئ المستثمرين على شجاعتهم في لمخاطرة باستثماراتهم، بمعنى هو الربح الذي يحصل عليه المستثمرون من الاموال المستثمرة في الاستثمار (Wahyuni & Kaharti,2020:692)، فقد عرفوه (Gitman , 2002:214) العائد هو إجمالي الربح أو الخسارة على الاستثمار خلال فترة زمنية معينة، يتم قياسها بشكل عام كتوزيعات نقدية خلال الفترة بالإضافة إلى التغيير في القيمة السوقية، معبراً عنها كنسبة مئوية من قيمة الاستثمار في بداية الفترة.

كذلك يعرف العائد بانه مقياس لأداء الاستثمار وهو يمثل النسبة المئوية للزيادة في ثروة المستثمر التي تنتج عن الاستثمار، اما في حالة الأسهم فان العائد هو النسبة المئوية للتغير في السعر بالإضافة الى توزيعات الارباح (Chance & Brooks,2015:8)، وأشار (شبيب، ٢٠٠٦: ٣٣) بانه مجموع المكاسب او الخسائر التي تنتج عن الاستثمار خلال مدة زمنية معينة.

١ – انواع العوائد:

أ- معدل العائد المتحقق (الفعلي):

يشير معدل العائد السنوي المتحقق او الفعلي على الاستثمار الى معدل العائد الفعلي المتحقق عن النشاط التشغيلي للمنشأة الذي يحسب من بيانات كشف الدخل السنوي والميزانية العمومية السنوية للمنشأة (Brigham & Michael, 2011:220). كما عرف بانه العائد الذي حصل عليه المستثمر خلال الفترة الماضية ويختلف العائد الفعلي عن المتوقع بشكل دائم باستثناء حالة معدل العائد على الاصل الخالي من المخاطرة (Brigham & Houston,2009:247). وأشار (القيسي، ٢٠٠٤: ٤)

بانه التغير في ثروة المستثمر في نهاية الفترة عما كانت عليه في بداية الفترة. ويمكن حساب معدل العائد المتحقق من الاستثمار بالأسهم العادية وفق المعادلة الآتية:

$$R_i = \frac{C_t + P_t - (P_{t-1})}{P_{t-1}} \dots\dots\dots(9)$$

(العارضي، ٢٠١٣ : ١٦٤)

إذ إن :

$R_i =$ العائد المتحقق،

$C_t =$ التدفق النقدي الناتج عن الاستثمار،

$P_t =$ السعر الحالي للسهم،

$P_{t-1} =$ السعر السابق للسهم.

ب- معدل العائد المتوقع:

يشكل العائد المتوقع من الاستثمار اهم الاسس التي تؤثر في اتخاذ القرار الاستثماري، ذلك ان المستثمر يقوم بتنفيذ استثماره اذا ما وجد من دراسته للمشروع ان ثمة ارباحاً جيدة يمكن ان تحقق في حين انه لن يقوم بالاستثمار اذا ما وجد ان المشروع سوف يحقق له خسارة، كما ان الاختيار بين مشروع واخر يبنى ايضاً على اساس العائد المتوقع من كل منهما ، فاذا ما وجد ان عائد مشروع اخر فان الاختيار سوف يقع على المشروع ذي العائد الاعلى (كنجو، وشموط، ٢٠٠٨ : ٥٠). ويفاضل المستثمر عادةً بين عدة استثمارات متاحة ولأغراض المفاضلة لابد من الموازنة بين عائد ومخاطرة هذه الاستثمارات وبالنسبة للمقارنة بين العائد فقط يستخدم المستثمر مفهوم العائد المتوقع لأنه لا يعلم كم هو العائد المستقبلي لكل استثمار ولن يستطيع تحديده بدقة فاذا تحدثنا عن احتمال تحقق معدل العائد فالمقصود هو فرصة تحقق هذا المعدل (مطر، ٢٠٠٥ : ٣٢). وعرف العائد المتوقع بانه العائد المستقبلي المتوقع الحصول عليه او هو المتوسط المرجح لجميع العوائد المحتملة اذ تمثل الاوزان احتمالات حدوث ذلك العائد وبحسب بالصيغة الآتية :

$$E(R) \sum_{i=1}^n p_i(R_i) \dots \dots \dots (10)$$

(Mishkin& Eakins,2016:107)

إذ إن :

$$E(R) = \text{العائد المتوقع} ،$$

$$P_i = \text{احتمالية حدوث الحالة للسهم (i)} ،$$

$$R_i = \text{العائد المتوقع للسهم (i)} .$$

ت- معدل العائد المطلوب:

وهو ادنى عائد يمكن ان يقبل به المستثمر مقابل تحمله للمخاطر(النظامية) وهذا العائد يعتمد على درجة المخاطر التي تصاحب ذلك العائد(العامري، ٢٠١٠: ٤٩). او هو العائد الذي يطلبه المستثمر عند استثمار امواله في اداة مالية معينة او اصل معين تعويضاً عن التأخير الحالي لاستهلاك هذه الاموال والمخاطر المصاحبة له وهو مؤشر مهم لعموم المستثمرين وان معدل العائد الذي يطلبه المستثمر يعتمد على المخاطر المرتبطة بهذا الاستثمار (Parrino et.al,2012: 201)، ويرتبط معدل العائد المطلوب بعلاقة طردية مع المخاطر اذ انه كلما ارتفعت المخاطر زاد معدل العائد المطلوب الذي يطلبه المستثمر على مختلف استثماراته (Del Fabbro et.al,2016:73).

٢- مكونات العائد:

ينجم عن كل استثمار عائد قد يكون ايجابياً او سلبياً والقياس الدقيق لهذا العائد يجب ان يشمل مكوني العائد وهما:

أ- العائد الايرادي (المقسوم):

ويأخذ هذا العائد قيمة صفرية او موجبة، يكون العائد الايرادي على شكل توزيعات ارباح يحصل عليها حملة الأسهم (Gitman et.al,2011:119)، يعرف ايضاً بأنه العائد المتوقع للمستثمر من جراء امتلاكه للموجود ويتمثل هذا العائد بمقسوم الارباح الدوري الذي توزعه ادارة المنشأة على المساهمين على انه نسبة من الارباح المتحققة وهذه النسبة من الارباح المتحققة يمكن ان تكون نقد منظم او على شكل اسهم منحة (سعيد، ٢٠٠٧: ٣٤).

ب- العائد الرأسمالي :

ويأتي هذا العائد من التقدير في القيمة الرأسمالية للأصل وان كثيراً من المستثمرين يستثمرون باسهم المنشآت ليس فقط الحصول على ارباح موزعة على الأسهم سنوياً، ولكن لانهم يتوقعون قيمة الأسهم سوف ترتفع مع مرور الوقت (بو زيد، ٢٠٠٧: ١٧)، هو المبلغ الذي يتجاوز به سعر بيع الاصل سعر شراء الاصل (Gitman & Zutter,2012:48).

ثالثاً – الأسهم

تعد الأسهم بأشكالها المتنوعة أداة الاستثمار الرئيسية في سوق راس المال، التي تمكن المستثمرين من تنفيذ نشاط الاستثمار بالامتلاك، يُعد النشاط السهمي في اي اقتصاد احد اهم الانشطة التي تستقطب اهتماماً واسعاً لدى قطاع واسع من الافراد والمؤسسات، وتحظى بمتابعة متميزة من مختلف المتعاملين وكذلك الاجهزة الرقابية، وذلك بالنظر الى الاثار المترتبة لهذا النشاط ايجاباً وسلباً على عملية الاستثمار وامكانيات النمو ومستويات العلاقة مع العالم الخارجي، الأسهم عبارة عن اوراق مالية طويلة الاجل تتداول في سوق الاوراق المالية الى جانب الاوراق الاخرى كالسندات والمشتقات المالية (اسعد، ٢٠٠٣: ٥)، ويعرف السهم عبارة عن صك ملكية قابل للتداول يصدر عن شركة مساهمة ويعطى لحامله ليمثل حصته في راس مال الشركة المصدرة، وتُعد الأسهم أداة التمويل الاساسية لتكوين راس المال في الشركات المساهمة، اذ تطرح للاكتتاب العام ضمن مهلة محددة يعلن عنها مع الاصدار (مطر وتيم، ٢٠٠٥: ٧٧). كما عرف السهم عبارة عن شهادة ملكية لجزء من راس المال الاجتماعي للشركة ما ويطلق على مالكي هذه الأسهم حاملي اسهم ويتحدد راس مال الشركة ذات المساهمة من عدد من الأسهم (النجار، ٢٠٠٩: ٦٣). وتنقسم الأسهم من حيث الحقوق المترتبة عنها الى اسهم عادية واسهم ممتازة.

١ - الأسهم العادية:

تمثل الأسهم العادية مستند ملكية له قيمة اسمية، قيمة دفترية وقيمة سوقية (هندي، ١٩٩٥: ٧) وقيمة تصفوية (الهيبي، ١٩٩٨: ٦٠)، تُعد الأسهم العادية مصدراً دائماً دائماً للتمويل، فلا يمكن الرجوع الى الشركة لاسترداد قيمتها، وهي التي لا تمنح لحاملها اية ميزة خاصة عن سواه من المساهمين سواء وفي ارباح الشركة (خلال حياتها)، او في اصولها عند تصفيتها، ويحصل حملة الأسهم العادية على حصصهم من التوزيعات وذلك على شكل نسبة مئوية من قيمة راس المال التي تعلن سنوياً من قبل مجلس الادارة بما يتماشى مع قانون الشركات المعمول بها في البلد، ويتقاضون الارباح الموزعة اما نقداً او على شكل اسهم وذلك بعد استيفاء حملة الأسهم الممتازة لكافة حقوقهم (مطر، ٢٠٠٦: ٢١٢)، ومن ثم ان التمويل من خلال اصدار الأسهم العادية لن يحمل الشركة اي اعباء او التزامات قانونية، بعكس اشكال التمويل الاخرى مثل الأسهم الممتازة والسندات، كما يحق لحملة الأسهم العادية ان يبيعوا الأسهم لمستثمرين الاخرين من خلال السوق الثانوية (Madura, 1995: 249)، وتمثل القيمة الاسمية المدونة على وثيقة السهم، القيمة النظرية لتوثيق حساب راس المال المدفوع في المستندات المحاسبية للشركة، وعادةً ما يكون منصوص عليها في عقد تأسيس الشركة (تحدد وفقاً للقوانين العامة او الخاصة بكل شركة)، غير انه يمكن تغييرها عملياً بموجب قرار اشتقاق الأسهم، وتحدد أكثر الدول حداً أدنى للقيمة الاسمية، اذ لا يمكن للشركة اصدار الأسهم بقيمة تقل عن ذلك. اما القيمة الدفترية للسهم هي تلك القيمة المقيدة في السجلات لمحاسبية للشركة، معبراً عنها بحقوق الملكية بعد استبعاد الأسهم الممتازة منها باعتبارها التزاماً على الشركة ويمكن استخراج القيمة الدفترية بقسمة حقوق المساهمين على عدد الأسهم العادية المصدرة (أل شبيب، ٢٠٠٩: ٢٥٠).

اما القيمة السوقية للسهم فتمثل القيمة التي يتم تداول به السهم في السوق، ولا يشترط تطابقها مع اي من القيمتين الاسمية والدفترية (لطي، ٢٠٠٥: ٢٥).

في حين تمثل القيمة التصفوية للسهم نصيب السهم من قيمة موجودات الشركة المصفاة بعد تسديد كل الالتزامات وحقوق الدائنين وحملة الأسهم الممتازة بمعنى (القيمة السوقية للأصول – الالتزامات والمستحقات) (الهيبي، ١٩٩٨: ٦٠).

أ- حقوق خاصة لكل مساهم (Spieser, 2000: 27)

- (١) له الحق في المشاركة لتسيير المؤسسة
- (٢) له الحق الاطلاع على المعلومات الخاصة بالشركة
- (٣) له الحق الحصول على جزء من رأس مال الشركة (عند تصفيتها نهائياً)

(٤) له الحق في نقل ملكية الأسهم التي يحملها الى اشخاص اخرين.

ب- خصائص الأسهم (بن دهان، ٢٠١٣ : ٢١):

(١) يعتبر حامل السهم العادي مالكا وله حقوق الملاك.

(٢) حصة السهم من الربح او الخسارة متوقف على ما تحققه الشركة من ربح او خسارة.

(٣) تكون مسؤولية المساهم محدودة بقدر حصته في راس المال.

(٤) يعتبر المساهم عضواً في الجمعية العمومية للشركة وكذلك له الحق بالتصويت، فضلاً عن ذلك له الحق في رقابة اعمال الشركة.

(٥) السهم العادي ليس له تاريخ استحقاق كالسندات، لكن للمساهم الحق في بيع السهم في السوق دون الرجوع للشركة المصدرة.

(٦) المساهم لا يحصل على الحقوق الا بعد وفاء التزامات الشركة، لهذا يمكن ان نطلق عليهم (اصحاب البواقي).

(٧) يعطى للمساهم الحق الاولي في شراء الاصدارات الجديدة من الشركة قبل عرضها على الجمهور مما يدل المحافظة على مركزهم القانوني في التصويت (Brigham, & Lous,1994:845).

٢- الأسهم الممتازة:

يمثل السهم الممتاز مستند ملكية، وان كانت ملكيته تختلف عن الملكية الناشئة عن السهم العادي، ولهذا المستند قيمة اسمية، قيمة دفترية، قيمة سوقية وقيمة تصفوية شأنه في ذلك شأن السهم العادي، اذ يرتبط أجله بوجود واستمرار الشركة، غير ان القيمة الدفترية للسهم الممتاز تحسب بنسبة اجمالي القيمة الاسمية للاسهم الممتازة (حنفي و قرياقص، ٢٠٠٤ : ٢٥٨)، "تشبه الأسهم الممتازة الأسهم العادية من ناحية المعاملة الضريبية حيث لا تعد التوزيعات المقررة لحملة الأسهم العادية والأسهم الممتازة ضمن التكاليف الواجبة الخصم وصولاً الى الدخل الخاضع للضريبة، كما ان عدم سداد التوزيعات المقررة لكل من حملة الأسهم العادية والأسهم الممتازة لا يترتب عليه افلاس الشركة، على العكس في حالة وتوقف الشركة عن سداد حقوق حملة السندات" (ابو راضي، ٢٠٠٩ : ٥٦)، وتحقق الأسهم الممتازة للشركة المصدرة جملة من المزايا، اهمها عدم الزام الشركة قانوناً بإجراء توزيعات كل سنة تحقق فيها الشركة ارباح، كما لا يحق لحملة التصويت الا في الحالات النادرة التي تستدعي التدخل، اما ما يعيبها ارتفاع تكاليفها مقارنة بتكاليف التمويل بالاقتراض وذلك لان التوزيعات لا تخصم قبل فرض الضريبة، مما يدل على حرمان الشركة من الوفرة الضريبية، اما العيب الاخر ارتفاع تكاليفها يرجع الى مطالبة حملتها لعائد مرتفع كتعويض عن المخاطر العالية الي يتعرض لها المساهمون مقارنة بحملة السندات (هندي، ١٩٩٥ : ٢٧).

الفصل الثالث

عرض نتائج متغيرات الدراسة وتحليلها وتفسيرها

تمهيد

تناول هذا الفصل الجانب التطبيقي للدراسة بعد ان تم توضيح مفهوم نظرية التسعير المرجح واهميتها، فضلاً عن ذلك توضيح المؤشرات الاقتصادية في الفصل السابق. سيتم في هذا الفصل توضيح التحليل المالي لجميع المؤشرات الاقتصادية والتي تضمنت (مؤشر السوق، التضخم، الناتج المحلي الاجمالي، سعر الصرف، عرض النقد، الميزان التجاري وسعر الفائدة) للمصارف عينة الدراسة، وايضاً تحليل بيانات الدراسة واختبار فرضياتها.

ولتحقيق اهداف هذا الفصل فقد قسم على اربعة مباحث وعلى وفق ما يأتي:

المبحث الاول: لمحة تاريخية عن المصارف عينة الدراسة.

المبحث الثاني: التحليل المالي لجميع المؤشرات الاقتصادية.

المبحث الثالث: اختبار فرضيات الدراسة.

المبحث الرابع: اختبار قدرة النموذج على التنبؤ.

المبحث الاول

لمحة تاريخية عن المصارف عينة الدراسة

توطئة:

يهدف هذا المبحث الى توضيح لسوق العراق للأوراق المالية لأنها احدى اهم آليات تجميع وتوجيه الموارد وتوظيفها في المشروعات الاستثمارية ، وكذلك توضيح المصارف عينة الدراسة . وسيتم عرض هذا المبحث في فقرتين وهي لمحة تاريخية عن سوق العراق للأوراق المالية، وكذلك نبذه مختصره عن المصارف عينة الدراسة.

اولاً: لمحة تاريخية عن سوق العراق للأوراق المالية وعينه الدراسة:

سوق العراق للأوراق المالية (ISX) هو سوق للأوراق مالية في مركز العاصمة بغداد، العراق، وتأسس السوق بموجب القانون رقم (٧٤) لعام ٢٠٠٤ وباشر نشاطه في ٢٤/٦/٢٠٠٤ ويعمل تحت اشراف هيئة الاوراق المالية العراقية، وهي هيئة مستقلة تم تأسيسها على غرار الهيئة الامريكية للأوراق المالية والبورصات، وفي الفترة التي كانت قبل الغزو الامريكي للعراق عام ٢٠٠٣ كان يطلق على السوق الحالية اسم بورصة بغداد والتي كانت تديرها وزارة كالمالية العراقية اما الان فهي هيئة ذاتية التنظيم مثل بورصة نيويورك، واعتباراً من عام ٢٠٠٥ اصبحت سوق العراق للأوراق المالية هي البورصة الوحيدة في العراق وعندما افتتحت في عام ٢٠٠٤ كانت هناك ١٥ شركة فقط مدرجة في السوق اما الان فتم ادراج اكثر من ١٠٠ شركة وفي عام ٢٠٠٥ كان تداول الاسهم في الجلسة الواحدة ما يقارب \$٥٠٠٠٠٠٠.

اسس هذا السوق لتلبية جميع متطلبات تطوير الاقتصاد العراقي وذلك نظراً لما له من اهمية في تحفيز النشاطات الاستثمارية التي تساهم في رفع مستوى الاقتصاد العراقي والمساهمة في جذب الاستثمارات الاجنبية، ما يخلق نوعاً من التنافس مع الشركات المحلية ويعطيها الخبرة الكافية للسير بخطى ثابتة من اجل تطوير هذا المجال.

الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية تم تقسيمها الى تسع قطاعات ومنها قطاع الصناعة والخدمات والمصارف والاستثمار والتأمين والفنادق السياحية والزراعة والاتصالات واخيراً قطاع التحويل المالي، وقد قام الباحث باختيار مجموعة من المصارف ضمن القطاع المصرفي لتمثل عينة الدراسة .

ثانياً: المصارف عينة الدراسة:

القطاع المصرفي هو احدى الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، والذي يحتوي على (٤٤) مصرف مسجل ضمن السوق، وقد اختار الباحث (٦ مصارف) وللمدة الواقعة بين عامي (٢٠٠٤-٢٠١٩) ويمكن ايجازها بالاتي:

١- مصرف بغداد:

استجابة لمتطلبات الاقتصاد الوطني ومساهمته في رفع نسب النمو الاقتصادي في العراق وتنشيط مجالات التجارة والاستثمار والادخار أسس مصرف بغداد بتاريخ ١٨/٢/١٩٩٢، اذ كان اول مصرف يؤسس القطاع الخاص اذ بدأ برأسمال قدره (١٠٠) مليون دينار، وباشر نشاطه المتمثل بأعمال الصيرفة التجارية بتاريخ ١٢/٩/١٩٩٢ وفي اواخر عام ٢٠٠٣ اتسع نشاطه ليشمل الصيرفة الدولية، وقد شهد المصرف زيادات عديدة ومتتالية في السنوات اللاحقة لتأسيسه بما ينسجم مع تطورات الوضع الاقتصادي لكل مرحلة من جانب وزيادة عدد فروع المصرف من جانب اخر وكما مبين في ادناه:

عام ١٩٩٧ تم زيادة رأس المال الى (١٦٠) مليون، وعام ١٩٩٨ تم زيادة رأس المال الى (٣٢٠) مليون، وعام ١٩٩٩ تم زيادة رأس المال الى (٦٤٠) مليون، وعام ٢٠٠٠ تم زيادة رأس المال الى (١٢٨٠) مليون، وعام ٢٠٠١ تم زيادة رأس المال الى (١٧٥٠) مليون، وعام ٢٠٠٣ الى (٢٦٤٠) مليون، وفي عام ٢٠٠٤ تم زيادة رأس المال الى (٥٢٨٠) مليون (التقرير السنوي لمصرف بغداد).

٢- المصرف التجاري العراقي:

تأسس المصرف التجاري العراقي في ١١/٢/١٩٩٢ في بغداد/ حي السعدون / محلة ١٠٢ شارع ٣٩، وبرأس مال قدره (١٥٠) مليون دينار عراقي كشركة مساهمة خاصة عراقية يقوم بتقديم خدمات مالية ومصرفية للأفراد والشركات المتعلقة بنشاطه من خلال فروع العشر الموزعة في بغداد والبصرة والنجف واستمر المصرف على زيادة رأسماله حتى بلغ (٦٠) مليار دينار عام ٢٠٠٥ وذلك بمشاركة البنك الاهلي المتحد/البحرين بمبلغ (٥٠) مليار دينار مقابل ٤٩% من رأسماله الحالي الذي زاد من (١٠) مليار الى (٦٠) مليار دينار، وحقق المصرف عام ٢٠٠٦ نتائج قياسية تأتي تنويجاً لمسيرته الناجحة في تحقيق نمو قوي ومتوازن في أدائه المالي منذ دخول الشريك الاستراتيجي البنك الاهلي المتحد، اذ اعلن البنك عن تحقيق ارباح صافية بلغت ٩,١ مليار دينار عراقي لعام ٢٠٠٦، من اهداف المصرف منذ ان تم تأسيسه عمل على استقطاب ودائع زبائنه سواء في الحسابات الجارية او

التوفير او الودائع الثابتة وغيرها وتوظيفها في مختلف الانشطة المصرفية لخدمة زبائنه (التقرير السنوي لمصرف التجاري العراقي).

٣- مصرف الخليج التجاري :

اسس مصرف الخليج التجاري كشركة مساهمة خاصة ومركزه الرئيسي في بغداد في ٢٠/١٠/١٩٩٩ وبرأسمال قدرة (٦٠٠) مليون دينار وباشتر نشاطه الفعلي بتاريخ ١/٤/٢٠٠٠ وقد تم تعديل عقد تأسيسه بزياده رأسماله عدة مرات الى ان وصل (٥٠) مليار دينار عراقي وعلى مرحلتين، المرحلة الاولى بلغ (٧٣.٥) مليار دينار عراقي والمرحلة الثانية الى ان وصل الى (٥٠) مليار دينار عراقي لعام ٢٠٠٩، فضلاً عن ذلك تم تأسيس شعبة مكافحة غسيل الاموال، يقوم المصرف بتقديم جميع الاعمال المصرفية والمالية المتعلقة بنشاطه من خلال مركزه الرئيسي في بغداد وفروعه العشرون المنتشرة داخل العراق بالإضافة الى تقديم خدمات الصيرفة وخدمات الوساطة المالية (التقرير السنوي لمصرف الخليج التجاري).

٤- مصرف الاستثمار العراقي:

اسس المصرف بتاريخ ١٣/٧/١٩٩٣ برأسمال قدره (١٠٠) مليون دينار، وقد حصل على اجازة ممارسة الصيرفة من البنك المركزي العراقي في ٢٨/٩/١٩٩٣ وباشتر العمل المصرفي في ٢٩/٩/١٩٩٣ من خلال فرعه الرئيسي، يهدف المصرف الى خدمة الاقتصاد العراقي والمواطنين عن طريق اجتذاب الودائع والمدخرات ومن ثم اعاده تشغيلها في مختلف القطاعات الاقتصادية حسب نموها وتطورها ومساهمتها في الاداء الاقتصادي وتقديم افضل الخدمات المصرفية الداخلية والخارجية، وقد قررت الهيئة العامة للمصرف عام ١٩٩٥ بزيادة راس المال الى (٢٠٠) مليون وفي عام ١٩٩٨ قررت الهيئة زيادة راس المال الى (٤٠٠) مليون ومن ثم الى (٦٠٠) مليون عام ١٩٩٩ الى ان اصبح (١١٥٢٠) مليار دينار عام ٢٠٠٤، ساعدت التطورات الاخيرة على اتساع مجال المصرف ليتمدد الى مجالات مصرفية ومالية متنوعة من ناحية وتطوير الخدمات والادوات المستخدمة في هذه المجالات من ناحية اخرى ليشمل الاسهام في الفرص الاستثمارية الجديدة وتوفير التمويل اللازم للمشروعات الاعمارية والانمائية الى جانب تقديم الائتمان اللازم لكافة الاغراض الاقتصادية (التقرير السنوي لمصرف الاستثمار العراقي).

٥- مصرف الشرق الاوسط العراقي للاستثمار:

اسس مصرف الشرق الاوسط العراقي للاستثمار كشركة مساهمة في بغداد / عرصات الهندية / محلة ٩٢٩/ شارع ٣٠/عمارة ٦٥، برأسمال قدره (٤٠٠) مليون دينار في ١٩٩٣/٧/٧، وبعد الحصول على اجازة الصيرفة من البنك المركزي العراقي باشر المصرف عملة وفتح فرعه الرئيس ابوابه امام الجمهور في ١٩٩٤/٥/٨، وفي عام ١٩٩٩ بدأت زيادة رأسمال المصرف حتى بلغت (١٥) مليار، وفي عام ٢٠٠٦ جرت اضافة ارباح عام ٢٠٠٤ الى رأسماله ليصبح (١٩) مليار دينار يقوم المصرف بمختلف انواع الانشطة المصرفية التجارية والاستثمارية المحلية والدولية، للمصرف (١٩) فرع داخل القطر (التقرير السنوي لمصرف الشرق الاوسط العراقي للاستثمار).

٦- مصرف سومر التجاري :

اسس المصرف في ١٩٩٩/٧/٨ برأسمال قدره(٤٠٠) مليون دينار بموجب احكام قانون البنك المركزي العراقي واعتبرت شركة مصرف سومر التجاري (مساهمة خاصة) مصرفاً عراقياً مجازاً لممارسة الصيرفة في جمهورية العراق وباشر المصرف نشاطه المصرفي بتاريخ ٢٠٠٠/١/٣، يهدف المصرف الى المساهمة في التنمية الاقتصادية في العراق وتنشيط فعاليتها في اطار السياسة العامة للدولة في مختلف الانشطة الاقتصادية وبالأخص تشغيل المشاريع الزراعية والصناعية والسياحية المتوقفة منها عن طريق ممارسة الصيرفة وتقديم الخدمات المصرفية في ضوء القوانين والانظمة النافذة ويمارس المصرف نشاطاته المصرفية والاستثمارية والتمويلية بأشراف البنك المركزي العراقي ورقابته (التقرير السنوي لمصرف سومر التجاري).

المبحث الثاني التحليل المالي للمؤشرات الاقتصادية

تمهيد:

اعتمد الباحث على بيانات المؤشرات الاقتصادية الوارد ذكرها بالملحق (١)، والتي هي (مؤشر السوق، التضخم، الناتج المحلي الاجمالي، سعر الصرف، عرض النقد، الميزان التجاري وسعر الفائدة)، فضلاً عن ذلك تحليل العائد الخاص بالمصارف عينة الدراسة استناداً الى ما تيسر من بيانات عنها، وقد تم الاعتماد على سلسلة زمنية متضمنة (١٦) عام تمتد من (٢٠٠٤-٢٠١٩) وكان السبب من وراء اختيار الباحث لهذه السلسلة هو توفر البيانات التي تغطي مدة الدراسة.

جدول (٢) معدل النمو السنوي للمصارف و للمتغيرات الاقتصادية

معدل نمو المؤشرات الاقتصادية%							معدل عائد المصارف	السنوات
(٧) سعر الفائدة	(٦) الميزان التجاري	(٥) عرض النقد	(٤) سعر الصرف	(٣) النتاج المحلي	(٢) التضخم	(١) مؤشر السوق		
---	---	---	---	---	---	---	---	٢٠٠٤
16.66	-28.62	19.83	1.1	28.59	37.03	-28.59	24.19	٢٠٠٥
128.57	319.69	43.55	-0.13	25.44	43.51	-33.81	-72.59	٢٠٠٦
25	143.83	27.87	-14.45	39.37	-41.80	33.53	11.82	٢٠٠٧
-25	34.85	29.54	-4.94	44.33	-58.89	71.54	-13.4	٢٠٠٨
-41.13	-104.36	30.12	-1.92	-10.47	133.3	-3.2	1.878	٢٠٠٩
-29.21	-100.61	32.89	0	23.41	-69.87	0.12	-15.66	٢٠١٠
-4	306.17	19.52	0	22.88	124	34.71	25.07	٢٠١١
0	761.92	4.55	-0.34	16.03	8.92	-8.09	-5.6	٢٠١٢
0	14.76	16.18	0	9.05	-68.85	-9.49	-0.658	٢٠١٣
0	-44.8	3.47	1.88	-2.53	15.78	-18.69	-22.36	٢٠١٤
0	-94.96	-8.96	0.16	-26.43	-36.36	-26.81	-26.29	٢١٠٥
-27.83	348.52	9.52	0	2.51	-71.42	-23.21	-8.268	٢٠١٦

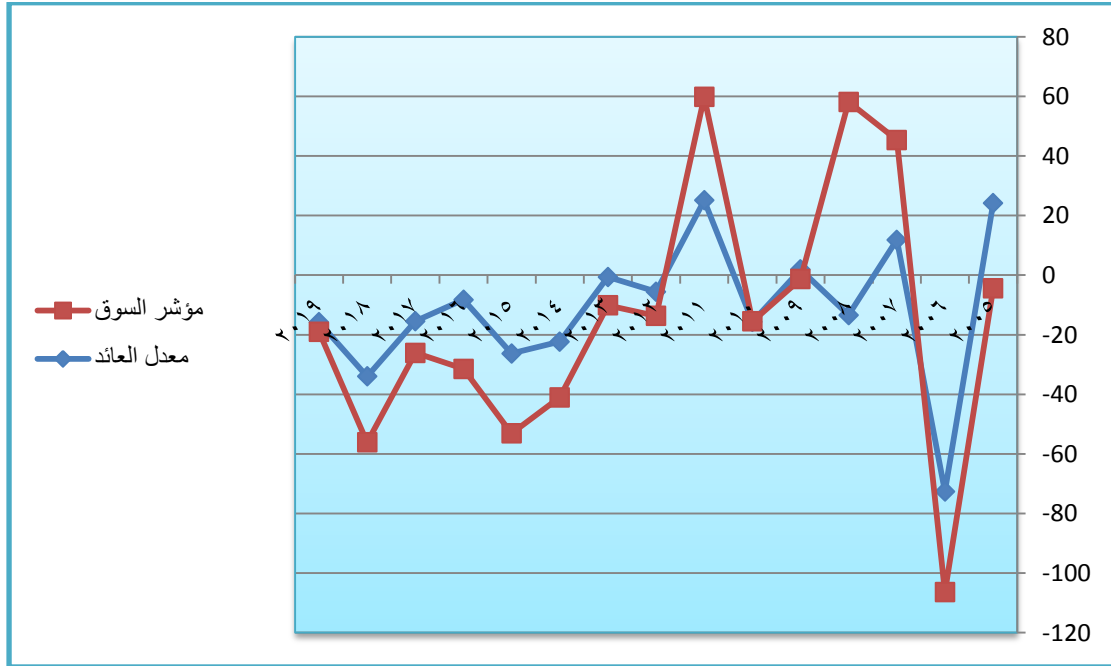
-7.621	81.6	2.64	0	14.98	-50	-10.6	-15.47	٢٠١٧
0	5.76	2.72	0	11.09	100	-22.13	-34	٢٠١٨
0	7.15	8.43	0	6.02	-150	-3.21	-15.83	٢٠١٩
-0.340508927	-0.000571664	-0.082914535	-1.482721317	0.230755877	٠.٠٠٢١٧٢٧١٥	0.331734461		معامل β

المصدر: الجدول من اعداد الباحث بالاعتماد على ملحق (١,٢)

١- مؤشر السوق

اظهرت البيانات في الجدول (٢) ان اعلى عائد لمؤشر السوق هو (٧١.٥٤%) لعام ٢٠٠٨ كما في الشكل (٥)، ويرجع سبب ذلك الى التطور الايجابي النسبي الذي شهده الاقتصاد العراقي لعام ٢٠٠٨ وبالتالي حقق هذا الاقتصاد معدلات نمو متفاوتة في كافة القطاعات الاقتصادية باستثناء القطاع الزراعي، بالمقابل لوحظ ان معدل العائد للمصارف المدروسة لنفس السنة هو (13.4%).

بينما كان اقل عائد لمؤشر السوق هو (٣٣.٨١ - %) لعام ٢٠٠٦، يرجع سبب ذلك الى الوضع الامني للبلاد، اذ استشرى موضوع الطائفية او الاقتتال الطائفي مما اثر سلباً على النشاط الاقتصادي ومن ثم على النشاط المصرفي حيث بلغ معدل العائد للمصارف لعام ٢٠٠٦ هو (72.59-%).

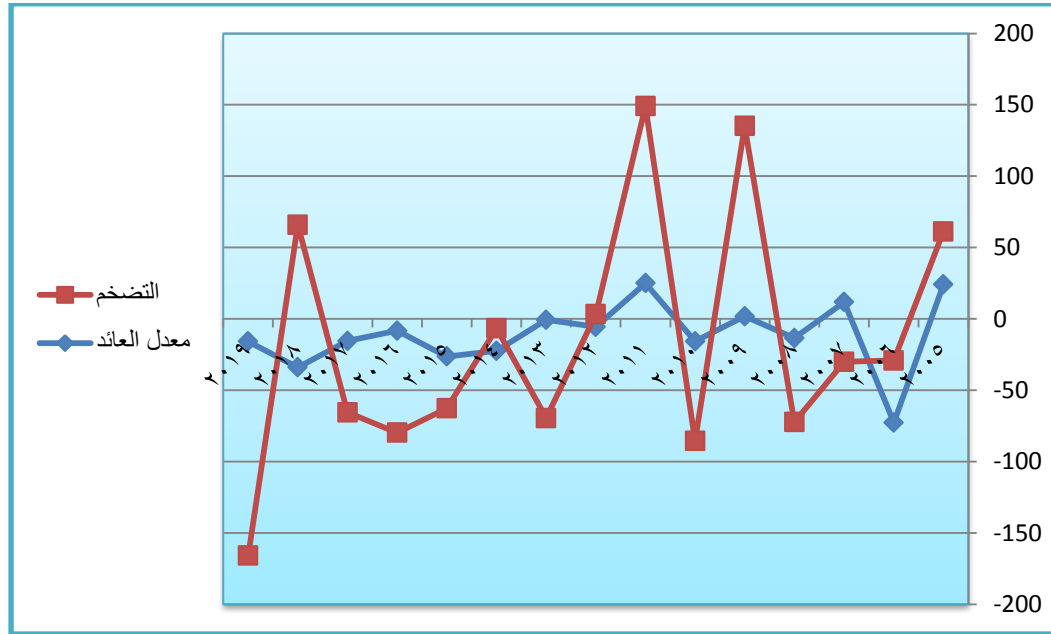


الشكل (٥) العلاقة بين معدل عائد المصارف مع مؤشر السوق
المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على برنامج (Excel)

٢- التضخم

تبين البيانات التي اظهرت من خلال الجدول (٢) ان أعلى معدل تغير للتضخم هو (133.3%) لعام ٢٠٠٩ كما في الشكل (٦)، وذلك بسبب الازمة المالية العالمية التي ادت هذه الازمة الى تراجع اسعار النفط ومن ثم انخفاض نسبه نمو الناتج المحلي الاجمالي، بالمقابل لوحظ ان معدل العائد للمصارف المدروسة لنفس السنة هو (١.٨٧٨%).

بينما كان اقل معدل تغير هو (١٥٠-%) لعام ٢٠١٩، ويرجع سبب ذلك الى تراجع الطلب المحلي وكذلك التغيرات التي شهدتها الاسعار العالمية للنفط والمواد الخام، بالمقابل لوحظ ان معدل العائد للمصارف المدروسة لنفس السنة هو (15.83-%).



الشكل (٦) العلاقة بين معدل عائد المصارف مع التضخم

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على برنامج (Excel)

٣- الناتج المحلي الاجمالي

من خلال ما اظهرت البيانات في الجدول (٢) ان اعلى معدل تغير هو (٤٤.٣٣%) لعام ٢٠٠٨ كما في الشكل (٧)، ويرجع سبب ذلك الى ارتفاع اسعار النفط اذ ارتفعت القيمة المضافة للقطاع النفطي بنسبه (٥٠.٤%)، بالمقابل لوحظ ان معدل العائد للمصارف المدروسة لنفس السنة هو (13.4%).

بينما كان اقل معدل تغير هو (٢٦.٤٣-%) لعام ٢٠١٥ بسبب الكساد والركود الواضح في معظم أنشطة القطاعات الاقتصادية وذلك نتيجة للانخفاض الحاد الذي تشهده الاسواق العالمية في اسعار النفط، بالمقابل لوحظ ان معدل العائد للمصارف المدروسة لنفس السنة هو (26.29-%).



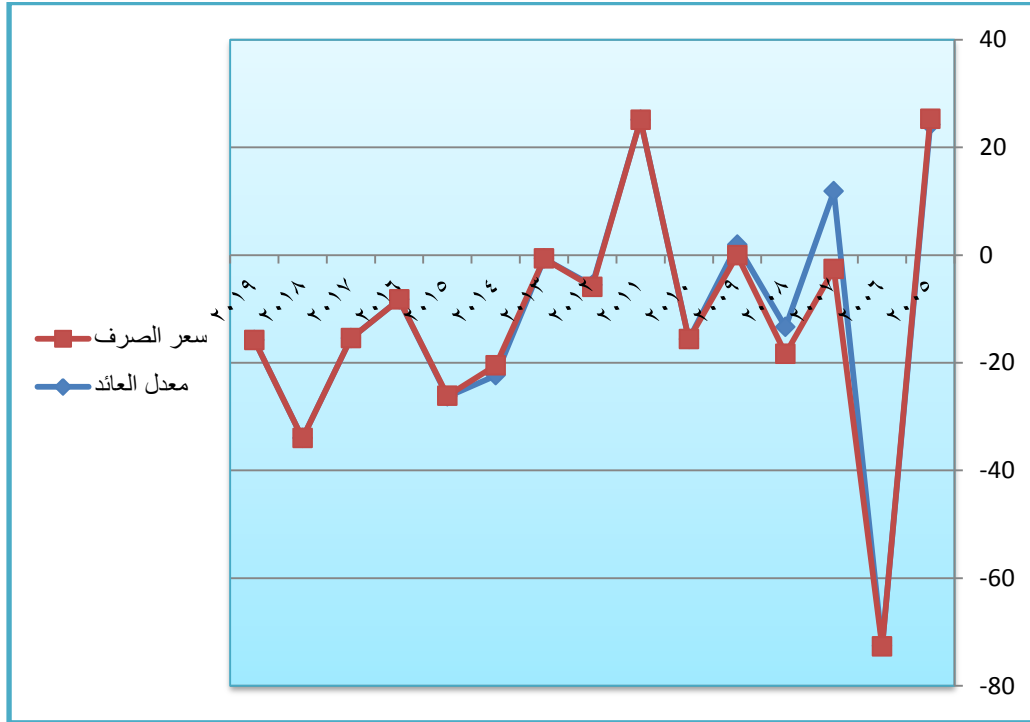
الشكل (٧) العلاقة بين معدل عائد المصارف مع الناتج المحلي الاجمالي
المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على برنامج (Excel)

٤- سعر الصرف

تبين البيانات التي اظهرت من خلال الجدول (٢) ان أعلى معدل تغير هو (١.٨٨%) لعام ٢٠١٤ كما في الشكل (٨)، يرجع سبب ذلك الى محافظة معدل استقرار سعر الصرف الدينار العراقي تجاه الدولار الأمريكي اذ استقر بسعر (١١٦٦) دينار عراقي لكل دولار امريكي منذ عام ٢٠١٢ وذلك من خلال نافذة بيع وشراء العملة الاجنبية، اما معدل سعر الدينار العراقي تجاه الدولار الامريكي في السوق فقد شهد ارتفاعاً في قيمته لهذا العام، اذ بلغ (١٢١٤) دينار لكل دولار بعد ان كان (١٢٣٢) دينار لكل دولار لعام ٢٠١٣ كما تمكن البنك المركزي من بناء احتياطات قوية بالعملة

الاجنبية بلغت (٦٦.٣) مليار دولار في نهاية عام ٢٠١٤، بالمقابل لوحظ ان معدل العائد للمصارف المدروسة لنفس السنة هو (-22.36%).

بينما كان اقل معدل تغير هو (-١٤.٤٥ %) لعام ٢٠٠٧ وذلك بسبب انخفاض في معدلات اسعار صرف الدولار تجاه الدينار في الاسواق المحلية، بالمقابل لوحظ ان معدل عائد المصارف المدروسة لنفس السنة هو (١١.٨٢%).



الشكل (٨) العلاقة بين معدل عائد المصارف مع سعر الصرف

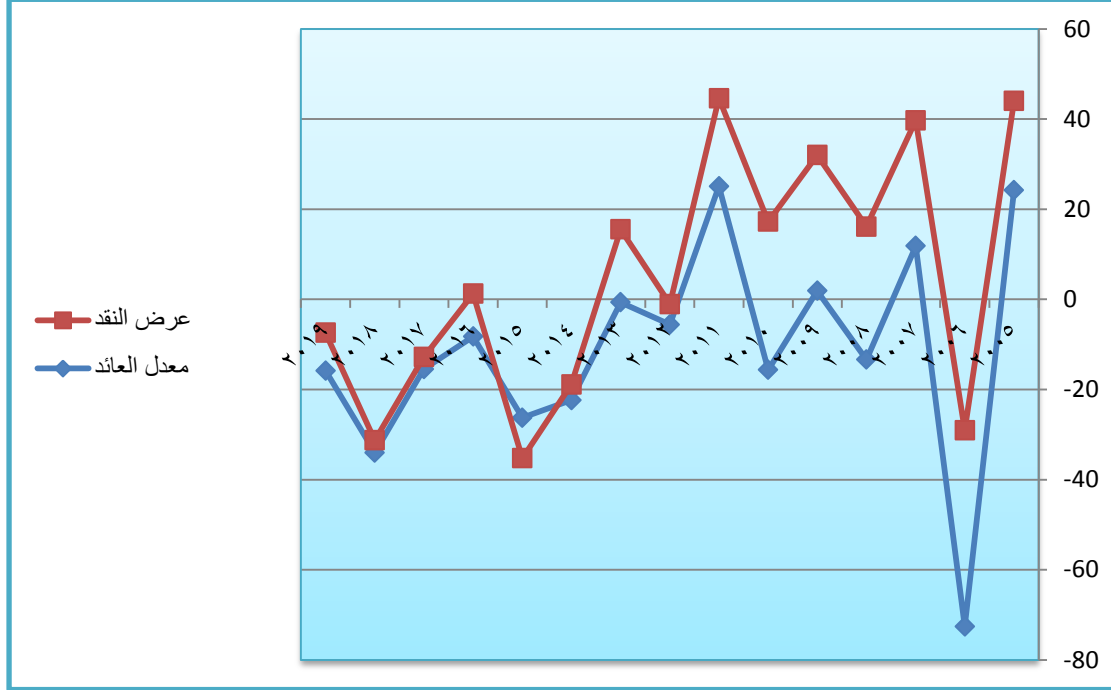
المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على برنامج (Excel)

٥- عرض النقد

اظهرت البيانات في الجدول (٢) ان اعلى معدل تغير لعرض النقد هو (٤٣.٥٥%) لعام ٢٠٠٦ كما في الشكل (٩)، بالمقابل لوحظ ان معدل عائد المصارف المدروسة لنفس السنة هو (-72.59%).

بينما كان اقل معدل تغير هو (-٨.٩٦ %) لعام ٢٠١٥ بسبب السياسة النقدية خلال عام ٢٠١٥ شهدت انكماشاً واضحاً تمثل بالانخفاض الحاصل في عرض النقد ويعود ذلك بالدرجة الاساس الى انخفاض

رصيد الموجودات الاجنبية على اثر التراجع الحاصل في العوائد النفطية، بالمقابل لوحظ ان معدل العائد للمصارف المدروسة لنفس السنة هو (26.29%-).

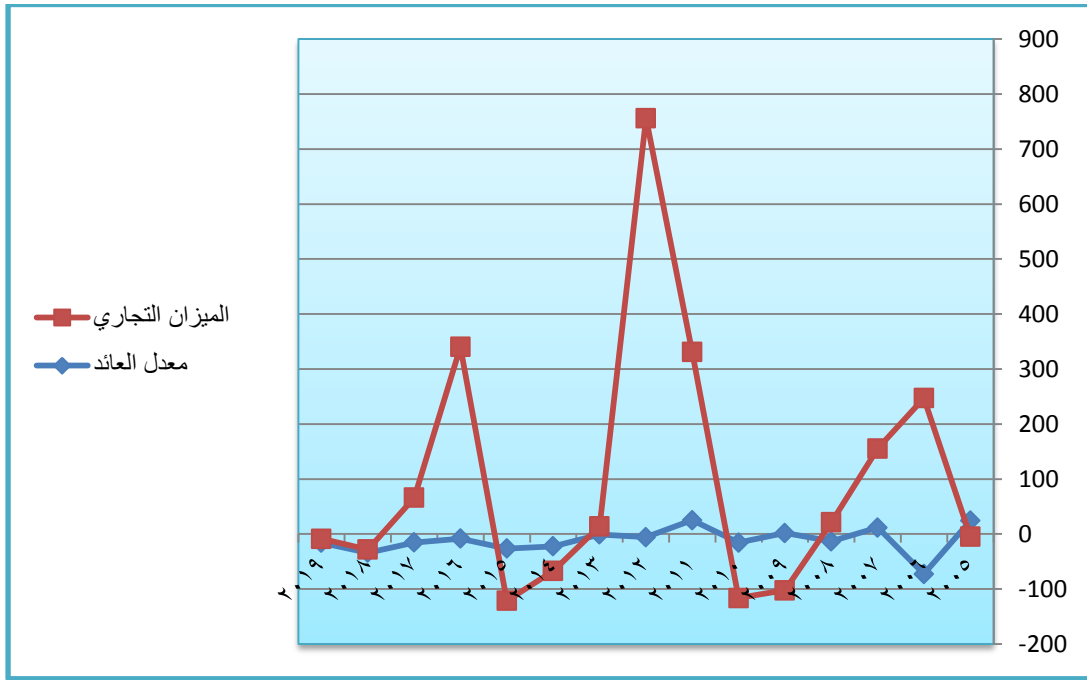


الشكل (٩) العلاقة بين معدل عائد المصارف مع عرض النقد
المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على برنامج (Excel)

٦- الميزان التجاري

تبين البيانات التي اظهرت من خلال الجدول (٢) ان اعلى معدل تغير للميزان التجاري هو (٧٦١.٩٢%) لعام ٢٠١٢ كما في الشكل (١٠)، ويرجع سبب ذلك الى ارتفاع نسبه فائض الميزان التجاري الى الناتج المحلي الاجمالي، اذ حقق نمواً بنسبه (١٨.٢%) خلال عام ٢٠١٢ نتيجة لزيادة عوائد تصدير النفط الخام، بالمقابل لوحظ ان معدل العائد للمصارف المدروسة لنفس السنة هو (5.6%-).

بينما اظهرت البيانات ان اقل معدل تغير هو (١٠٤.٣٦%-) لعام ٢٠٠٩ ويرجع سبب ذلك الى العجز، اذ جاء هذا العجز نتيجة للانخفاض الحاصل في الموجودات الاحتياطية وتسجيل عجز في الحساب الجاري نتيجة العجز الحاصل في حساب الخدمات وحساب التحويلات، بالمقابل لوحظ ان معدل العائد للمصارف المدروسة لنفس السنة هو (١.٨٧٨%).



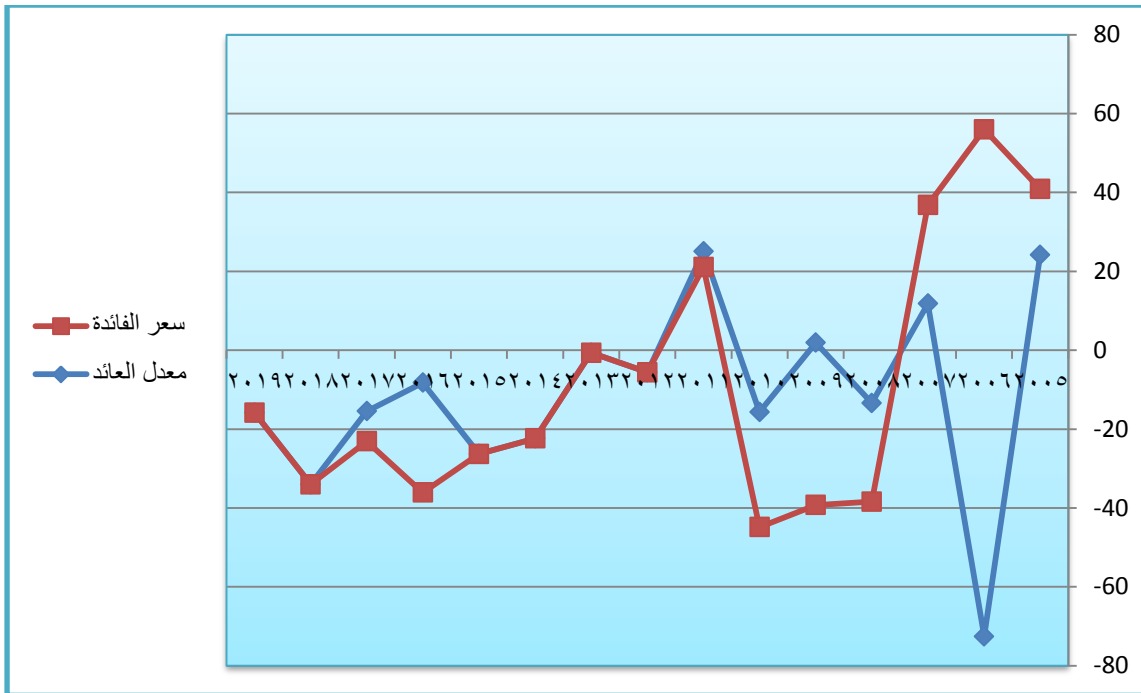
الشكل (١٠) العلاقة بين معدل عائد المصارف مع الميزان التجاري

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على برنامج (Excel)

٧- سعر الفائدة

نلاحظ من خلال البيانات التي اظهرت في الجدول (٢) ان اعلى معدل تغير لسعر الفائدة هو (١٢٨.٥٧%) لعام ٢٠٠٦ كما في الشكل (١١)، بالمقابل ان معدل العائد للمصارف المدروسة لنفس السنة هو (٧٢.٥٩%)

بينما اظهرت البيانات ان اقل معدل تغير هو (٤١.١٣ - %) لعام ٢٠٠٩ ويعود سبب ذلك الى الاتجاه التنازلي الذي اشهره الرقم القياسي لأسعار المستهلك والذي سجل فيه التضخم السنوي الاساسي انخفاضاً، اذ قام البنك بخفض سعر الفائدة اربع مرات خلال عام ٢٠٠٩، بالمقابل لوحظ ان معدل العائد للمصارف المدروسة لنفس السنة هو (١.٨٧٨%).



الشكل (١١) العلاقة بين معدل عائد المصارف مع سعر الفائدة

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على برنامج (Excel)

جدول (٣) حساب معامل (β) للمؤشرات الاقتصادية

مؤشرات الاقتصادية	مصرف بغداد	المصرف التجاري العراقي	مصرف الخليج التجاري	مصرف الاستثمار العراقي	مصرف الشرق الاوسط	مصرف سومر
مؤشر السوق	0.373212629	-0.046943606	0.571217446	0.370254683	0.434210425	-0.066363815
التضخم	0.389136307	2.860035971	-0.603785168	25.1103704	2.083106071	5.601496596
الناتج المحلي الاجمالي	0.054530589	0.043091227	0.222185353	-0.176101093	0.101624978	-0.054274586
سعر الصرف	-0.037432007	0.003593933	-0.047935823	-0.03836849	-0.045621629	0.055935889
عرض النقد	0.035447098	-0.004422723	-0.031148852	-0.059333779	0.026202392	-0.213425744
الميزان التجاري	-0.099139315	-0.554232975	1.773118122	0.040728587	0.912395351	0.421009083
سعر الفائدة	0.800084605	-0.132316433	-0.781339598	-1.019605931	-0.264903308	-0.819380509

المصدر: الجدول من اعداد الباحث بالاعتماد على :

- التقرير السنوي لسوق العراق للأوراق المالية، للسنوات (٢٠٠٤-٢٠١٩).
- هيأة الاوراق المالية العراقية، للسنوات (٢٠٠٤-٢٠١٩).
- تم الاعتماد على جدول (٢) باستخراج معامل (β).
- تم الاعتماد على ملحق (٢).

يظهر من البيانات في الجدول (٣) ان اعلى نسبة لمعامل (β) لمؤشر السوق هي (٠.٥٧١٢١٧٤٤٦) والتي كانت لمصرف الخليج التجاري، بينما كانت اقل نسبة لمعامل (β) للمؤشر نفسة هي (-1.019605931) لمصرف الاستثمار العراقي. اما المؤشر الاقتصادي التضخم اذ كانت اعلى نسبة لمعامل (β) هي (25.1103704) لمصرف الاستثمار العراقي، بينما كانت اقل نسبة لمعامل (β) لنفس المؤشر الاقتصادي هي (-0.603785168) لمصرف الخليج التجاري. اما بالنسبة للمؤشر الاقتصادي الناتج المحلي الاجمالي اذ بلغت اعلى نسبة لمعامل (β) هي (0.222185353) لمصرف الخليج التجاري، بينما كانت اقل نسبة لمعامل (β) ولنفس المؤشر هي (-0.176101093) لمصرف الاستثمار العراقي. اما بالنسبة للمؤشر الاقتصادي سعر الصرف اذ بلغت اعلى نسبة لمعامل (β) هي (0.055935889) لمصرف سومر، بينما كانت اقل نسبة لمعامل (β) ولنفس المؤشر هي (-0.03836849) لمصرف الشرق الاوسط. اما بالنسبة للمؤشر الاقتصادي عرض النقد اذ بلغت اعلى نسبة لمعامل (β) هي (0.035447098) لمصرف بغداد، بينما كانت اقل نسبة لمعامل (β) ولنفس المؤشر هي (-0.213425744) لمصرف سومر. اما بالنسبة للمؤشر الاقتصادي الميزان التجاري اذ بلغت اعلى نسبة لمعامل (β) هي (1.773118122) لمصرف الخليج التجاري، بينما كانت اقل نسبة لمعامل (β) ولنفس المؤشر هي (-0.099139315) لمصرف بغداد. اما بالنسبة للمؤشر الاقتصادي سعر الفائدة اذ بلغت اعلى نسبة لمعامل (β) هي (0.800084605) لمصرف بغداد، بينما كانت اقل نسبة لمعامل (β) ولنفس المؤشر هي (-1.019605931) لمصرف الاستثمار العراقي.

المبحث الثالث اختبار الفرضيات

اختبار فرضية التأثير بين المتغيرات

تمهيد

يهدف هذا المبحث الى اختبار فرضيات التأثير بين المتغيرات للمصارف عينة الدراسة والتي سيتم اختبارها وفق اسلوب الانحدار المتعدد هو اسلوب تشخيص وتحليل لمعرفة مدى تأثير المتغيرات، اذ ان مبدأ القياس يتكون من متغيرات مستقلة (independent variables) ومتغيرات تابعة (dependent variables)، واستعمل اسلوب الانحدار المتعدد بطريقة الحذف التراجعي (Backward)، اذ ان مبدأ الطريقة تكمن في اختيار الانموذج الافضل للبيانات وحذف المتغيرات التي تكون ذات تأثير غير معنوي او التي ليس لها تأثير نهائياً ولكل مصرف حسب الاتي:

١- مصرف بغداد

فرضية العدم : عدم وجود تأثير ذو دلالة معنوية لعوامل نظرية التسعير المرجح على عوائد الاسهم

لدراسة اثر المتغيرات المستقلة والمتمثلة بـ (مؤشر السوق، التضخم، الناتج المحلي، سعر الصرف، عرض النقد، الميزان التجاري وسعر الفائدة) في المتغير التابع (معدل العائد للسهم) لابد من وضع الفرض الملائم لها ولدراسة الفرضية لابد من وضع الانموذج الملائم للبيانات والذي يمثل مشكلة الدراسة تمثيلاً دقيقاً، فمن خلال الجدول (٤) وبعد قياس التأثير واختيار الانموذج الافضل للبيانات تبين ان قيمة ($R^2 = 0.450$) والذي يعني (معامل تحديد افضل نموذج) اي ان المتغيرات المستقلة تفسر (45%) من التغيرات الحاصلة في المتغير التابع (y) اي ان ما تبقى يعتبر من الاخطاء العشوائية او يعزى الى اخطاء غير معروفة اذ بلغت قيمتها (55%) اما بالنسبة لقياس دور العلاقة بين المتغيرات فقد بلغت قيمة ($R=0.671$) وهذا يدل على ان العلاقة قوية، اما بالنسبة للنماذج المتبقية الاخرى فهي اقل تأثيراً تنازلياً لحين الوصول الى الانموذج (7) الاقل تأثيراً فقد بلغت قيمة

معامل التحديد (0.315) اما بالنسبة لاختبار تحليل التباين بين المتغيرات والذي يدرس مدى ملائمة خط انحدار البيانات وفرضية العدم الخاصة بأنموذج الانحدار اذ بلغ اختبار (F) المحتسبة (0.819) و بمستوى معنوية (0.600) وهو اكبر من (0.05) مما يدل وجود فروق معنوية اي بمعنى رفض فرضية العدم والتي تنص (عدم وجود تأثير ذو دلالة معنوية لعوامل نظرية التسعير المرجح على عوائد الاسهم).

جدول (٤) معامل تحديد افضل نموذج لمصرف بغداد

Model Summary			
Model	R	R Square	Std. Error of the Estimate
1	.671 ^a	.450	45.46520
2	.666 ^b	.443	42.80913
3	.662 ^c	.438	40.53827
4	.643 ^d	.414	39.27422
5	.630 ^e	.397	37.98185
6	.612 ^f	.375	37.02888
7	.561 ^g	.315	37.24300
F = 0.819		Sig. = 0.600	

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على برنامج (SPSS)

يلاحظ من الجدول (٥) ان معامل (β) والذي يمثل تأثير كل متغير من المتغيرات المستقلة اذ بلغ الميل الحدي لمؤشر السوق (0.973) مما يدل على ان العلاقة طردية بين معدل العائد ومؤشر السوق اما بالنسبة للميل الحدي للتضخم فقد بلغ (-٠.٠١٠) اي ان العلاقة عكسية بين المتغيرين اما بالنسبة للنتائج المحلي فقد بلغ الميل الحدي (1.705) اما بالنسبة لسعر الصرف فقد بلغ الميل (-٢.٨٦٩) اما بالنسبة لعرض النقد فقد بلغ الميل (١.١٤٩) اما بالنسبة لمتغير الميزان التجاري (٠.٠١٨) اما بالنسبة لمتغير سعر الفائدة فقد بلغ الميل الحدي (-٠.١٦٤) بمستوى معنوية اقل من (٠.٠٥) بعد اجتيازه اختبار (t). اما بالنسبة للحد الثابت فقد بلغت قيمته (٧.٥٦٣) وهذا يدل على عدم قبول الفرضية الاساسية (العدم) مما يثبت وجود تأثير للمتغيرات المستقلة على عوائد الاسهم بمستوى معنوية اقل من (٠.٠٥) .

فبالنسبة للنماذج (2,3,4,5,6,7) وبعد اجراء اسلوب الحذف التراجعي اذ تم حذف المتغير الاقتصادي (الميزان التجاري) للنموذج (٢)، اما بالنسبة للنموذج (٣) فقد تم حذف (الميزان التجاري، سعر الفائدة) اما بالنسبة للنموذج (٤) فقد تم حذف المتغيرات (عرض النقد، الميزان التجاري، سعر الفائدة) اما بالنسبة للنموذج (٥) فقد تم حذف المتغيرات (التضخم، عرض النقد، الميزان التجاري، سعر الفائدة) اما بالنسبة للنموذج (٦) فقد تم حذف المتغيرات (التضخم، عرض النقد، سعر الصرف، الميزان التجاري، سعر الفائدة) اما بالنسبة للنموذج (٧) فقد تم حذف المتغيرات (التضخم، الناتج المحلي، عرض النقد، سعر الصرف، الميزان التجاري، سعر الفائدة) مما يدل على ان مؤشر السوق في كافة النماذج ذو تأثير مهم وفعال في التنبؤ بعوائد الاسهم وهو الاقوى تأثير في معدل عائد الأسهم.

جدول (٥) قيم تأثير المتغيرات المستقلة على معدل العائد لمصرف بغداد

Coefficients ^a						
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	7.563	24.854		.304	.٧٧٠
	مؤشر السوق	.973	.744	.647	1.308	.013
	التضخم	-.010	.013	-.380	-.788	.037
	النتاج المحلي	1.705	1.450	-.729	1.176	.015
	سعر الصرف	-2.869	4.205	-.261	-.682	.035
	عرض النقد	1.149	1.722	.385	.667	.039
	الميزان التجاري	.018	.058	.095	.304	.043
	سعر الفائدة	-.164	.502	-.148	-.328	.040
2	(Constant)	4.975	21.990		.226	.827
	مؤشر السوق	.986	.700	.655	1.409	.011
	التضخم	-.009	.012	-.357	-.798	.035
	النتاج المحلي	-1.580	1.310	-.676	-1.206	.016
	سعر الصرف	-2.733	3.937	-.249	-.694	.034
	عرض النقد	.995	1.550	.334	.642	.035
		سعر الفائدة	-.120	.452	-.108	-.266
3	(Constant)	1.921	17.747		.108	.916
	مؤشر السوق	1.094	.538	.728	2.036	.010
	التضخم	-.008	.010	-.304	-.802	.034
	النتاج المحلي	-1.567	1.239	-.670	-1.265	.018
	سعر الصرف	-2.416	3.553	-.220	-.680	.033
		عرض النقد	.787	1.267	.264	.621
4	(Constant)	1.034	16.565		.062	.951
	مؤشر السوق	1.018	.507	.677	2.008	.008
	التضخم	-.004	.007	-.146	-.537	.033
	النتاج المحلي	-.993	.800	-.425	-1.241	.020
		سعر الصرف	-2.395	3.442	-.218	-.696
5	(Constant)	2.971	14.301		.208	.839
	مؤشر السوق	.971	.483	.646	2.011	.007
	النتاج المحلي	-.798	.689	-.341	-1.158	.022
		سعر الصرف	-2.090	3.283	-.190	-.637
6	(Constant)	1.215	13.680		.089	.931
	مؤشر السوق	1.108	.422	.736	2.624	.0٠٦
		النتاج المحلي	-.704	.656	-.301	-1.073
7	(Constant)	11.646	9.679		1.203	.250
		مؤشر السوق	.844	.345	.561	2.445

٢- المصرف التجاري العراقي

فرضية العدم : عدم وجود تأثير ذو دلالة معنوية لعوامل نظرية التسعير المرجح على عوائد الاسهم

لدراسة اثر المتغيرات المستقلة والمتمثلة بـ (مؤشر السوق، التضخم، الناتج المحلي، سعر الصرف، عرض النقد، الميزان التجاري وسعر الفائدة) في المتغير التابع (معدل العائد) لابد من وضع الفرض الملائم لها ولدراسة الفرضية لابد من وضع الانموذج الملائم للبيانات والذي يمثل مشكلة الدراسة تمثيلا دقيقا ، فمن خلال الجدول (٦) وبعد قياس التأثير واختيار الانموذج الافضل للبيانات تبين ان قيمة ($R^2 = 0.551$) والذي يعني (معامل تحديد افضل نموذج) اي ان المتغيرات المستقلة تفسر (٥٥%) تؤثر في المتغير التابع (y) اي ان ما تبقى يعتبر من الاخطاء العشوائية في اختيار الاجابة المحددة او يعزى الى اخطاء غير معروفة اذ بلغت قيمتها (٤٥%) اما بالنسبة لقياس دور العلاقة بين المتغيرات فقد بلغت قيمة ($R=0.742$) وهذا يدل على ان العلاقة قوية. اما بالنسبة للنماذج المتبقية الاخرى فهي اقل تأثيرا تنازليا لحين الوصول الى الانموذج (٥) الاقل تأثيرا فقد بلغت قيمة معامل التحديد (٠.٤٠٠). اما بالنسبة لاختبار تحليل التباين بين المتغيرات والذي يدرس مدى ملائمة خط انحدار البيانات وفرضية العدم الخاصة بانموذج الانحدار اذ بلغ اختبار (F) المحتسبة (1.226) وبمستوى معنوية (٠.٣٩٧) وهو اكبر من (0.05) مما يدل وجود فروق معنوية اي بمعنى رفض فرضية العدم والتي تنص (عدم وجود تأثير ذو دلالة معنوية لعوامل نظرية التسعير المرجح على عوائد الاسهم)

جدول (٦) معامل تحديد افضل نموذج للمصرف التجاري العراقي

Model Summary			
Model	R	R Square	Std. Error of the Estimate
1	.742 ^a	.551	67.24658
2	.742 ^b	.550	62.94236
3	.709 ^c	.502	62.41540
4	.671 ^d	.450	62.27703
5	.632 ^e	.400	62.01025
F= 1.226		Sig= 0.397	

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على برنامج (SPSS)

يلاحظ من الجدول (٧) ان معامل (β) والذي يمثل تأثير كل متغير من المتغيرات المستقلة اذ بلغ الميل الحدي لمؤشر السوق (2.037) مما يدل على ان العلاقة طردية بين معدل العائد ومؤشر السوق اما بالنسبة للميل الحدي للتضخم فقد بلغ (٠.٠٢٥) اي ان العلاقة طردية بين المتغيرين اما بالنسبة للنتائج المحلي فقد بلغ الميل الحدي (٥.٣٠٧) اما بالنسبة لسعر الصرف فقد بلغ الميل (-0.579) اما بالنسبة لعرض النقد فقد بلغ الميل (-2.832) اما بالنسبة لمتغير الميزان التجاري (-٠.٠٧٤) اما بالنسبة لمتغير سعر الفائدة فقد بلغ الميل الحدي (-٠.٧٥٤) بمستوى معنوية اقل من (٠.٠٥) بعد اجتيازه اختبار (t). اما بالنسبة للحد الثابت فقد بلغت قيمته (28.139) وهذا يدل على عدم قبول الفرضية الاساسية (العدم) مما يدل على وجود تأثير للمتغيرات المستقلة على عوائد الاسهم بمستوى معنوية اقل من (٠.٠٥) .

فبالنسبة للنماذج (2,3,4,5) وبعد اجراء اسلوب الحذف التراجعي اذ تم حذف المتغير الاقتصاد(سعر الصرف) للنموذج (٢) اما بالنسبة للنموذج (٣) فقد تم حذف (الميزان التجاري، سعر الصرف) اما بالنسبة للنموذج (٤) فقد تم حذف المتغيرات (عرض النقد، الميزان التجاري، سعر الصرف) اما بالنسبة للنموذج (٥) فقد تم حذف المتغيرات (التضخم، عرض النقد، الميزان التجاري ، سعر الصرف)، مما يدل على ان مؤشر السوق والنتائج المحلي وسعر الفائدة في كافة النماذج ذو تأثير مهم وفعال في التنبؤ بعوائد الاسهم وهو الاقوى تأثير في معدل عائد الأسهم.

جدول (7) قيم تأثير المتغيرات المستقلة على معدل العائد للمصرف التجاري العراقي

Coefficients ^a						
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	28.139	36.761		.765	.469
	مؤشر السوق	2.037	1.101	.828	1.850	.030
	التضخم	.025	.019	.584	1.342	.046
	الناتج المحلي	5.307	2.145	1.387	2.474	.034
	سعر الصرف	-.579	6.220	.032	-.093	.048
	عرض النقد	-2.832	2.547	-.580	-1.112	.035
	الميزان التجاري	-.074	.085	-.246	-.868	.047
	سعر الفائدة	-.754	.742	-.415	-1.016	.028
2	(Constant)	29.016	33.260		.872	.408
	مؤشر السوق	-2.086	.903	-.848	-2.309	.025
	التضخم	.024	.017	.574	1.458	.045
	الناتج المحلي	5.266	1.965	1.376	2.681	.031
	عرض النقد	-2.788	2.344	-.571	-1.190	.044
	الميزان التجاري	-.073	.079	-.243	-.922	.046
	سعر الفائدة	-.776	.658	-.427	-1.179	.030
3	(Constant)	39.063	31.161		1.254	.242
	مؤشر السوق	-2.090	.896	-.849	-2.333	.022
	التضخم	.022	.016	.527	1.362	.043
	الناتج المحلي	4.780	1.877	1.249	2.547	.030
	عرض النقد	-2.180	2.230	-.447	-.978	.044
	سعر الفائدة	-.941	.628	-.518	-1.498	.028
4	(Constant)	52.512	27.898		1.882	.089
	مؤشر السوق	-2.150	.892	-.874	-2.411	.020
	التضخم	.011	.011	.249	.952	.042
	الناتج المحلي	3.585	1.421	.937	2.523	.028
	سعر الفائدة	-1.239	.548	-.682	-2.260	.020
5	(Constant)	41.555	25.303		1.642	.129
	مؤشر السوق	-2.007	.875	-.816	-2.293	.018
	الناتج المحلي	3.144	1.337	.822	2.351	.020
	سعر الفائدة	-1.285	.544	-.708	-2.364	.022

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على برنامج (SPSS)

٣- مصرف الخليج التجاري

فرضية العدم : عدم وجود تأثير ذو دلالة معنوية لعوامل نظرية التسعير المرجح على عوائد الاسهم

لدراسة اثر المتغيرات المستقلة والمتمثلة بـ (مؤشر السوق، التضخم، الناتج المحلي، سعر الصرف، عرض النقد، الميزان التجاري وسعر الفائدة) في المتغير التابع (معدل العائد) لابد من وضع الفرض الملائم لها ولدراسة الفرضية لابد من وضع الانموذج الملائم للبيانات والذي يمثل مشكلة الدراسة تمثيلا دقيقا ، فمن خلال الجدول (8) وبعد قياس التأثير واختيار الانموذج الافضل للبيانات تبين ان قيمة ($R^2 = 0.598$) والذي يعني (معامل تحديد افضل نموذج) اي ان المتغيرات المستقلة تفسر (59%) تؤثر في المتغير التابع (y) اي ان ما تبقى يعتبر من الاخطاء العشوائية في اختيار الاجابة المحددة او يعزى الى اخطاء غير معروفة اذ بلغت قيمتها (41%) اما بالنسبة لقياس دور العلاقة بين المتغيرات فقد بلغت قيمة ($R=0.774$) وهذا يدل على ان العلاقة قوية. اما بالنسبة للنماذج المتبقية الاخرى فهي اقل تأثيرا تنازلياً لحين الوصول الى الانموذج (6) الاقل تأثيرا فقد بلغت قيمة معامل التحديد (0.487). اما بالنسبة لاختبار تحليل التباين بين المتغيرات والذي يدرس مدى ملائمة خط انحدار البيانات وفرضية العدم الخاصة بأنموذج الانحدار اذ بلغ اختبار (F) المحتسبة (1.490) وبمستوى معنوية (0.306) وهو اكبر من (0.05) مما يدل وجود فروق معنوية اي بمعنى رفض فرضية العدم والتي تنص (عدم وجود تأثير ذو دلالة معنوية لعوامل نظرية التسعير المرجح على عوائد الاسهم)

جدول (8) معامل تحديد افضل نموذج لمصرف الخليج التجاري

Model Summary			
Model	R	R Square	Std. Error of the Estimate
1	.774 ^a	.598	23.40467
2	.774 ^b	.598	21.89351
3	.771 ^c	.595	20.72230
4	.765 ^d	.585	19.90391
5	.748 ^e	.560	19.53906
6	.698 ^f	.487	20.19847
F= 1.490		Sig= 0.306	

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على برنامج (SPSS)

يلاحظ من الجدول (٩) ان معامل (β) والذي يمثل تأثير كل متغير من المتغيرات المستقلة اذ بلغ الميل الحدي لمؤشر السوق (٠.٠٠٦) مما يدل على ان العلاقة طردية بين معدل العائد ومؤشر السوق اما بالنسبة للميل الحدي للتضخم فقد بلغ (-٠.٠٠٢) اي ان العلاقة طردية بين المتغيرين اما بالنسبة للنتائج المحلي فقد بلغ الميل الحدي (٠.٦٩٠) اما بالنسبة لسعر الصرف فقد بلغ الميل (-١.١٤٤) اما بالنسبة لعرض النقد فقد بلغ الميل (٠.٤٠١) اما بالنسبة لمتغير الميزان التجاري (٠.٠٢٩) اما بالنسبة لمتغير سعر الفائدة فقد بلغ الميل الحدي (-٠.٤١٥) بمستوى معنوية اقل من (٠.٠٥) بعد اجتيازه اختبار (t). اما بالنسبة للحد الثابت فقد بلغت قيمته (٢٣.٩٠٩) وهذا يدل على عدم قبول الفرضية الاساسية (العدم) مما يدل على وجود تأثير للمتغيرات المستقلة على عوائد الاسهم بمستوى معنوية اقل من (٠.٠٥) .

فبالنسبة للنماذج (2,3,4,5,6) وبعد اجراء اسلوب الحذف التراجعي اذ تم حذف المتغير الاقتصادي (مؤشر السوق) هذا للنموذج (٢) اما بالنسبة للنموذج (٣) فقد تم حذف (التضخم ، مؤشر السوق) اما بالنسبة للنموذج (٤) فقد تم حذف المتغيرات (عرض النقد، التضخم، مؤشر السوق) اما بالنسبة للنموذج (٥) فقد تم حذف المتغيرات (سعر الصرف، عرض النقد، التضخم، مؤشر السوق)، اما بالنسبة للنموذج (٦) فقد تم حذف المتغيرات (الميزان التجاري، سعر الصرف، عرض النقد، التضخم، مؤشر السوق) مما يدل على ان (النتائج المحلي و سعر الفائدة) في كافة النماذج ذو تأثير مهم وفعال في التنبؤ بعوائد الاسهم وهما الاقوى تأثيرا في معدل عائد الأسهم.

Coefficients ^a						
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	23.909	12.794		1.869	.104
	مؤشر السوق	.006	.383	.007	.017	.049
	التضخم	-.002	.006	.097	.235	.048
	الناتج المحلي	.690	.746	.490	.924	.034
	سعر الصرف	-1.144	2.165	-.173	-.529	.046
	عرض النقد	.401	.887	-.223	-.452	.047
	الميزان التجاري	.029	.030	.260	.971	.045
	سعر الفائدة	-.415	.258	-.620	-1.605	.030
2	(Constant)	24.036	9.708		2.476	.038
	التضخم	.002	.006	.096	.251	.047
	الناتج المحلي	.694	.662	.493	1.048	.031
	سعر الصرف	-1.162	1.775	-.176	-.654	.045
	عرض النقد	-.399	.820	-.222	-.486	.046
	الميزان التجاري	.029	.028	.260	1.040	.043
	سعر الفائدة	-.417	.198	-.624	-2.109	.025
3	(Constant)	24.424	9.071		2.692	.020
	الناتج المحلي	.572	.426	.406	1.343	.030
	سعر الصرف	-1.276	1.624	-.193	-.785	.044
	عرض النقد	-.245	.516	-.137	-.475	.040
	الميزان التجاري	.030	.026	.269	1.151	.041
	سعر الفائدة	-.443	.159	-.663	-2.789	.022
4	(Constant)	27.157	6.736		4.031	.002
	الناتج المحلي	.466	.348	.331	1.337	.028
	سعر الصرف	-1.204	1.553	-.182	-.775	.043
	الميزان التجاري	.033	.024	.300	1.387	.040
	سعر الفائدة	-.467	.145	-.699	-3.223	.020
5	(Constant)	27.295	6.611		4.129	.002
	الناتج المحلي	.600	.297	.426	2.021	.029
	الميزان التجاري	.032	.023	.286	1.350	.040
	سعر الفائدة	-.474	.142	-.710	-3.343	.018
6	(Constant)	24.936	6.591		3.784	.003
	الناتج المحلي	.675	.301	.479	2.240	.025
	سعر الفائدة	-.432	.143	-.646	-3.018	.016

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على برنامج (SPSS)

٤- مصرف الاستثمار العراقي

فرضية العدم : عدم وجود تأثير ذو دلالة معنوية لعوامل نظرية التسعير المرجح على عوائد الاسهم

لدراسة اثر المتغيرات المستقلة والمتمثلة بـ (مؤشر السوق، التضخم، الناتج المحلي، سعر الصرف، عرض النقد، الميزان التجاري وسعر الفائدة) في المتغير التابع (معدل العائد) لابد من وضع الفرض الملائم لها ولدراسة الفرضية لابد من وضع الانموذج الملائم للبيانات والذي يمثل مشكلة الدراسة تمثيلا دقيقا ، فمن خلال الجدول (١٠) وبعد قياس التأثير واختيار الانموذج الافضل للبيانات تبين ان قيمة ($R^2 = 0.664$) والذي يعني (معامل تحديد افضل نموذج) اي ان المتغيرات المستقلة تفسر (٦٦%) تؤثر في المتغير التابع (y) اي ان ما تبقى يعتبر من الاخطاء العشوائية في اختيار الاجابة المحددة او يعزى الى اخطاء غير معروفة اذ بلغت قيمتها (٣٤%) اما بالنسبة لقياس دور العلاقة بين المتغيرات فقد بلغت قيمة ($R=0.815$) وهذا يدل على ان العلاقة قوية . اما بالنسبة للنماذج المتبقية الاخرى فهي اقل تأثيرا تنازلياً لحين الوصول الى الانموذج (٧) الاقل تأثيرا فقد بلغت قيمة معامل التحديد (٠.٤١١). اما بالنسبة لاختبار تحليل التباين بين المتغيرات والذي يدرس مدى ملائمة خط انحدار البيانات وفرضية العدم الخاصة بأنموذج الانحدار اذ بلغ اختبار(F) المحتسبة (1.975) بمستوى معنوية (٠.١٩٥) وهو اكبر من (0.05) مما يدل وجود فروق معنوية اي بمعنى رفض فرضية العدم والتي تنص (عدم وجود تأثير ذو دلالة معنوية لعوامل نظرية التسعير المرجح على عوائد الاسهم)

جدول (10) معامل تحديد افضل نموذج لمصرف الاستثمار العراقي

Model Summary			
Model	R	R Square	Std. Error of the Estimate
1	.815 ^a	.664	20.14461
2	.813 ^b	.662	18.90247
3	.808 ^c	.653	18.04836
4	.771 ^d	.595	18.49807
5	.735 ^e	.540	18.78824
6	.697 ^f	.485	19.03668
7	.641 ^g	.411	19.56457
F= 1.975		Sig= 0.195	

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على برنامج(SPSS)

يلاحظ من الجدول (11) ان معامل (β) والذي يمثل تأثير كل متغير من المتغيرات المستقلة اذ بلغ الميل الحدي لمؤشر السوق (0.069) مما يدل على ان العلاقة طردية بين معدل العائد ومؤشر السوق اما بالنسبة للميل الحدي للتضخم فقد بلغ (-0.002) اي ان العلاقة عكسية بين المتغيرين اما بالنسبة للنتائج المحلي فقد بلغ الميل الحدي (-0.918) اما بالنسبة لسعر الصرف فقد بلغ الميل (-2.491) اما بالنسبة لعرض النقد فقد بلغ الميل (0.768) اما بالنسبة لمتغير الميزان التجاري (0.035) اما بالنسبة لمتغير سعر الفائدة فقد بلغ الميل الحدي (-0.473) بمستوى معنوية اقل من (0.05) بعد اجتيازه اختبار (t). اما بالنسبة للحد الثابت فقد بلغت قيمته (21.782) وهذا يدل على عدم قبول الفرضية الاساسية (العدم) مما يدل على وجود تأثير للمتغيرات المستقلة على عوائد الاسهم بمستوى معنوية اقل من (0.05) .

فبالنسبة للنماذج (2,3,4,5,6,7) وبعد اجراء اسلوب الحذف التراجعي اذ تم حذف المتغير الاقتصادي (مؤشر السوق) للنموذج (2) اما بالنسبة للنموذج (3) فقد تم حذف (التضخم ، مؤشر السوق) اما بالنسبة للنموذج (4) فقد تم حذف المتغيرات (عرض النقد، التضخم، مؤشر السوق) اما بالنسبة للنموذج (5) فقد تم حذف المتغيرات (الميزان التجاري، عرض النقد، التضخم، مؤشر السوق) اما بالنسبة للنموذج (6) فقد تم حذف المتغيرات (النتائج المحلي، الميزان التجاري، عرض النقد ، التضخم، مؤشر السوق) اما بالنسبة للنموذج (7) فقد تم حذف المتغيرات (سعر الصرف، الناتج المحلي، الميزان التجاري، عرض النقد ، التضخم، مؤشر السوق) مما يدل على ان (سعر الفائدة) في كافة النماذج ذو تأثير مهم وفعال في التنبؤ بعوائد الاسهم وهو الاقوى تأثير في معدل عائد الأسهم.

Coefficients ^a						
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	21.872	11.012		1.986	.087
	مؤشر السوق	.069	.330	.081	.209	.04 ^٩
	التضخم	-.002	.006	-.154	-.409	.0٤ ^٧
	الناتج المحلي	-.918	.643	-.693	-1.429	.0٤ ^٠
	سعر الصرف	-2.491	1.863	-.401	-1.337	.038
	عرض النقد	.768	.763	.454	1.006	.046
	الميزان التجاري	.035	.026	.333	1.361	.045
	سعر الفائدة	-.473	.222	-.752	-2.127	.022
2	(Constant)	23.221	8.382		2.770	.024
	التضخم	-.002	.005	-.160	-.453	.048
	الناتج المحلي	-.875	.571	-.661	-1.532	.038
	سعر الصرف	-2.679	1.533	-.431	-1.748	.035
	عرض النقد	.791	.708	.468	1.117	.045
	الميزان التجاري	.035	.024	.336	1.465	.044
	سعر الفائدة	-.500	.171	-.794	-2.926	.021
3	(Constant)	22.615	7.901		2.862	.019
	الناتج المحلي	-.686	.371	-.517	-1.847	.035
	سعر الصرف	-2.501	1.415	-.402	-1.768	.030
	عرض النقد	.552	.450	.326	1.227	.044
	الميزان التجاري	.033	.023	.321	1.480	.041
	سعر الفائدة	-.459	.138	-.730	-3.314	.020
4	(Constant)	16.469	6.261		2.631	.025
	الناتج المحلي	-.446	.324	-.337	-1.379	.037
	سعر الصرف	-2.663	1.444	-.428	-1.845	.031
	الميزان التجاري	.026	.022	.248	1.161	.040
	سعر الفائدة	-.405	.135	-.644	-3.009	.015
5	(Constant)	14.572	6.138		2.374	.037
	الناتج المحلي	-.370	.322	-.279	-1.149	.039
	سعر الصرف	-2.521	1.461	-.405	-1.725	.033
	سعر الفائدة	-.371	.134	-.591	-2.781	.013
6	(Constant)	18.485	5.174		3.573	.004
	سعر الصرف	-1.696	1.289	-.273	-1.316	.0٣ ^٥
	سعر الفائدة	-.412	.130	-.655	-3.161	.0١ ^٢
7	(Constant)	16.398	5.061		3.240	.006
	سعر الفائدة	-.403	.134	-.641	-3.013	.010

٥- مصرف الشرق الاوسط

فرضية العدم : عدم وجود تأثير ذو دلالة معنوية لعوامل نظرية التسعير المرجح على عوائد الاسهم

لدراسة اثر المتغيرات المستقلة والمتمثلة بـ (مؤشر السوق، التضخم، الناتج المحلي، سعر الصرف، عرض النقد، الميزان التجاري وسعر الفائدة)، في المتغير التابع (معدل العائد) لابد من وضع الفرض الملائم لها ولدراسة الفرضية لابد من وضع الانموذج الملائم للبيانات والذي يمثل مشكلة الدراسة تمثيلا دقيقا، فمن خلال الجدول (١٢) وبعد قياس التأثير واختيار الانموذج الافضل للبيانات تبين ان قيمة ($R^2 = 0.412$) والذي يعني (معامل تحديد افضل نموذج) اي ان المتغيرات المستقلة تفسر (٤١%) تؤثر في المتغير التابع (y) اي ان ما تبقى يعتبر من الاخطاء العشوائية في اختيار الاجابة المحددة او يعزى الى اخطاء غير معروفة اذ بلغت قيمتها (٥٩%) اما بالنسبة لقياس دور العلاقة بين المتغيرات فقد بلغت قيمة ($R=0.642$) وهذا يدل على ان العلاقة قوية . اما بالنسبة للنماذج المتبقية الاخرى فهي اقل تأثيرا تنازلياً لحين الوصول الى الانموذج (7) الاقل تأثيرا فقد بلغت قيمة معامل التحديد (٠.٣٢٢). اما بالنسبة لاختبار تحليل التباين بين المتغيرات والذي يدرس مدى ملائمة خط انحدار البيانات وفرضية العدم الخاصة بأنموذج الانحدار اذ بلغ اختبار (F) المحتسبة (٠.٧٠٢) بمستوى معنوية (٠.٦٧٤) وهو اكبر من (0.05) مما يدل وجود فروق معنوية اي بمعنى رفض فرضية العدم والتي تنص (عدم وجود تأثير ذو دلالة معنوية لعوامل نظرية التسعير المرجح على عوائد الاسهم)

جدول (١٢) معامل تحديد افضل نموذج لمصرف الشرق الاوسط

Model Summary			
Model	R	R Square	Std. Error of the Estimate
1	.642 ^a	.412	40.85607
2	.642 ^b	.412	38.21740
3	.642 ^c	.412	36.05385
4	.638 ^d	.407	34.33630
5	.617 ^e	.381	33.45293
6	.588 ^f	.345	32.93829
7	.568 ^g	.322	32.20044
F= 0.702		Sig= 0.674	

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على برنامج (SPSS)

يلاحظ من الجدول (١٣) ان معامل (β) والذي يمثل تأثير كل متغير من المتغيرات المستقلة اذ بلغ الميل الحدي لمؤشر السوق (0.715) اما بالنسبة للميل الحدي للتضخم فقد بلغ (-٠.٠٠١) اي ان العلاقة عكسية بين المتغيرين اما بالنسبة للنتائج المحلي فقد بلغ الميل الحدي (-٠.٥٤٤)، اما بالنسبة لسعر الصرف فقد بلغ الميل (-2.253) اما بالنسبة لعرض النقد فقد بلغ الميل (٠.٠٠٦) اما بالنسبة لمتغير الميزان التجاري (٠.٠٣٤) اما بالنسبة لمتغير سعر الفائدة فقد بلغ الميل الحدي (-٠.٠٩٢) بمستوى معنوية اقل من (٠.٠٥) بعد اجتيازه اختبار (t)، اما بالنسبة للحد الثابت فقد بلغت قيمته (١٣.٢٥٤) وهذا يدل على عدم قبول الفرضية الاساسية (العدم) مما يدل على وجود تأثير للمتغيرات المستقلة على عوائد الاسهم بمستوى معنوية اقل من (٠.٠٥) .

فبالنسبة للنماذج (2,3,4,5,6,7) وبعد اجراء اسلوب الحذف التراجعي اذ تم حذف المتغير الاقتصادي (عرض النقد) للنموذج (٢) اما بالنسبة للنموذج (٣) فقد تم حذف (التضخم، عرض النقد) اما بالنسبة للنموذج (٤) فقد تم حذف المتغيرات (سعر الفائدة ، التضخم ، عرض النقد) اما بالنسبة للنموذج (٥) فقد تم حذف المتغيرات (سعر الصرف ، سعر الفائدة ، التضخم ، عرض النقد) اما بالنسبة للنموذج (٦) فقد تم حذف المتغيرات (الميزان التجاري، سعر الصرف، سعر الفائدة، التضخم ، عرض النقد) اما بالنسبة للنموذج (٧) فقد تم حذف المتغيرات (النتائج المحلي، الميزان التجاري، سعر الصرف، سعر الفائدة، التضخم، عرض النقد) مما يدل على ان مؤشر السوق في كافة النماذج ذو تأثير مهم وفعال في التنبؤ بعوائد الاسهم وهو الاقوى تأثير في معدل عائد الأسهم.

Coefficients ^a						
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	13.254	22.335		.593	.572
	مؤشر السوق	.715	.669	.547	1.070	.013
	التضخم	-.001	.011	-.032	-.065	.039
	الناتج المحلي	-.544	1.303	-.267	-.417	.014
	سعر الصرف	-2.253	3.779	-.236	-.596	.020
	عرض النقد	.006	1.548	.002	.004	.040
	الميزان التجاري	.034	.052	.213	.658	.020
	سعر الفائدة	-.092	.451	-.096	-.205	.037
2	(Constant)	13.206	17.907		.737	.482
	مؤشر السوق	.716	.619	.548	1.156	.011
	التضخم	-.001	.007	-.031	-.099	.038
	الناتج المحلي	-.540	.883	-.266	-.612	.016
	سعر الصرف	-2.250	3.474	-.236	-.648	.029
	الميزان التجاري	.034	.046	.213	.734	.022
	سعر الفائدة	-.091	.353	-.095	-.259	.036
3	(Constant)	13.874	15.654		.886	.399
	مؤشر السوق	.712	.583	.545	1.222	.010
	الناتج المحلي	-.512	.788	-.252	-.649	.018
	سعر الصرف	-2.186	3.221	-.229	-.679	.030
	الميزان التجاري	.035	.043	.216	.795	.025
	سعر الفائدة	-.087	.331	-.091	-.264	.035
4	(Constant)	11.878	13.061		.909	.385
	مؤشر السوق	.806	.440	.617	1.830	.008
	الناتج المحلي	-.616	.651	-.303	-.946	.020
	سعر الصرف	-1.973	2.970	-.207	-.664	.033
	الميزان التجاري	.032	.041	.203	.798	.028
5	(Constant)	10.180	12.479		.816	.432
	مؤشر السوق	.933	.386	.714	2.416	.007
	الناتج المحلي	-.523	.619	-.257	-.844	.022
	الميزان التجاري	.032	.040	.197	.796	.030
6	(Constant)	8.807	12.169		.724	.483
	مؤشر السوق	.884	.375	.676	2.355	.006
	الناتج المحلي	-.380	.584	-.187	-.651	.025
7	(Constant)	14.439	8.369		1.725	.108
	مؤشر السوق	.742	.298	.568	2.485	.005

فرضية العدم : عدم وجود تأثير ذو دلالة معنوية لعوامل نظرية التسعير المرجح على عوائد الاسهم

لدراسة اثر المتغيرات المستقلة والمتمثلة بـ (مؤشر السوق والتضخم والنتاج المحلي وسعر الصرف و عرض النقد والميزان التجاري وسعر الفائدة)، في المتغير التابع (معدل العائد) لا بد من وضع الفرض الملائم لها ولدراسة الفرضية لا بد من وضع الانموذج الملائم للبيانات والذي يمثل مشكلة الدراسة تمثيلاً دقيقاً ، فمن خلال الجدول (14) وبعد قياس التأثير واختيار الانموذج الافضل للبيانات تبين ان قيمة ($R^2 = 0.636$) والذي يعني (معامل تحديد افضل نموذج) اي ان المتغيرات المستقلة تفسر (63%) تؤثر في المتغير التابع (y) اي ان ما تبقى يعتبر من الاخطاء العشوائية في اختيار الاجابة المحددة او يعزى الى اخطاء غير معروفة اذ بلغت قيمتها (37%) اما بالنسبة لقياس دور العلاقة بين المتغيرات فقد بلغت قيمة ($R=0.798$) وهذا يدل على ان العلاقة قوية . اما بالنسبة للنماذج المتبقية الاخرى فهي اقل تأثيراً تنازلياً لحين الوصول الى الانموذج (٤) الاقل تأثيراً فقد بلغت قيمة معامل التحديد (٠.٥٤٧). اما بالنسبة لاختبار تحليل التباين بين المتغيرات والذي يدرس مدى ملائمة خط انحدار البيانات وفرضية العدم الخاصة بأنموذج الانحدار اذ بلغ اختبار (F) المحسوبة (١.٧٤٩) وبمستوى معنوية (٠.٢٣٩) وهو اكبر من (0.05) مما يدل وجود فروق معنوية اي بمعنى رفض فرضية العدم والتي تنص (عدم وجود تأثير ذو دلالة معنوية لعوامل نظرية التسعير المرجح على عوائد الاسهم)

جدول (١٤) معامل تحديد افضل نموذج لمصرف سومر

Model Summary			
Model	R	R Square	Std. Error of the Estimate
1	.798 ^a	.636	21.02848
2	.796 ^b	.634	19.73824
3	.775 ^c	.601	19.41692
4	.739 ^d	.547	19.63934
F= 1.749		Sig= 0.239	

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على برنامج (SPSS)

يلاحظ من الجدول (١٥) ان معامل (β) والذي يمثل تأثير كل متغير من المتغيرات المستقلة اذ بلغ الميل الحدي لمؤشر السوق (0.276) مما يدل على ان العلاقة طردية بين معدل العائد ومؤشر السوق اما بالنسبة للتضخم فقد بلغ الميل الحدي (-٠.٠٠٨) اما بالنسبة للنواتج المحلي فقد بلغ الميل (١.٣٨٣) اما بالنسبة لسعر الصرف فقد بلغ الميل (٢.٥٤٩) اما بالنسبة لمتغير عرض النقد فقد بلغ الميل (-1.203) اما بالنسبة لمتغير الميزان التجاري فقد بلغ الميل الحدي (٠.٠٠٦) اما بالنسبة لمتغير سعر الفائدة فقد بلغ الميل الحدي (-0.302) بمستوى معنوية اقل من (0.05) بعد اجتيازه اختبار (t). اما بالنسبة للحد الثابت فقد بلغت قيمته (٦.٥٦٢) وهذا يدل على عدم قبول الفرضية الاساسية (العدم) مما يدل على وجود تأثير للمتغيرات المستقلة على عوائد الاسهم بمستوى معنوية اقل من (٠.٠٥) .

فبالنسبة للنماذج (2,3,4) وبعد اجراء اسلوب الحذف التراجعي اذ تم حذف المتغير الاقتصادي (الميزان التجاري) للنموذج (٢) اما بالنسبة للنموذج (٣) فقد تم حذف (مؤشر السوق، الميزان التجاري) اما بالنسبة للنموذج (٤) فقد تم حذف المتغيرات (سعر الفائدة، مؤشر السوق، الميزان التجاري) مما يدل على ان (التضخم والنواتج المحلي و سعر الصرف و عرض النقد) في كافة النماذج ذو تأثير مهم وفعال في التنبؤ بعوائد الاسهم والاقوى تأثيرا في معدل عائد الأسهم.

جدول (١٥) قيم تأثير المتغيرات المستقلة على معدل العائد لمصرف سومر

Coefficients ^a						
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	6.562	11.496		-.571	.586
	مؤشر السوق	.276	.344	.323	.801	.028
	التضخم	-.008	.006	.529	-1.349	.023
	الناتج المحلي	1.383	.671	1.040	2.062	.022
	سعر الصرف	2.549	1.945	.409	1.311	.020
	عرض النقد	-1.203	.797	-.709	-1.510	.018
	الميزان التجاري	.006	.027	.056	.220	.030
	سعر الفائدة	-.302	.232	-.479	-1.301	.025
2	(Constant)	5.697	10.139		.562	.590
	مؤشر السوق	.272	.323	.318	.842	.025
	التضخم	.008	.005	.542	1.490	.020
	الناتج المحلي	1.425	.604	1.072	2.360	.021
	سعر الصرف	2.594	1.815	.416	1.429	.018
	عرض النقد	-1.255	.715	-.740	-1.756	.016
		سعر الفائدة	-.287	.208	-.455	-1.378
3	(Constant)	.545	7.955		.069	.947
	التضخم	.008	.005	.561	1.573	.017
	الناتج المحلي	1.247	.557	.938	2.241	.019
	سعر الصرف	3.326	1.568	.533	2.121	.016
	عرض النقد	-1.336	.696	-.788	-1.919	.013
		سعر الفائدة	-.185	.166	-.292	-1.109
4	(Constant)	1.779	7.761		.229	.823
	التضخم	.011	.005	.764	2.468	.015
	الناتج المحلي	1.443	.534	1.085	2.701	.016
	سعر الصرف	3.383	1.585	.542	2.134	.013
	عرض النقد	-1.745	.598	-1.029-	-2.921	.010

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على برنامج (SPSS)

عائد جميع المصارف

فرضية العدم : عدم وجود تأثير ذو دلالة معنوية لعوامل نظرية التسعير المرجح على عوائد الاسهم

لدراسة اثر المتغيرات المستقلة والمتمثلة بـ (مؤشر السوق والتضخم والنتاج المحلي وسعر الصرف و عرض النقد والميزان التجاري وسعر الفائدة)، في المتغير التابع (معدل العائد) لايد من وضع الفرض الملائم لها ولدراسة الفرضية لايد من وضع الانموذج الملائم للبيانات والذي يمثل مشكلة الدراسة تمثيلا دقيقا ، فمن خلال الجدول (١٦) وبعد قياس التأثير واختيار الانموذج الافضل للبيانات تبين ان قيمة $(R^2 = 0.576)$ والذي يعني (معامل تحديد افضل نموذج) اي ان المتغيرات المستقلة تفسر (٥٧.٦%) تؤثر في المتغير التابع (y) اي ان ما تبقى يعتبر من الاخطاء العشوائية في اختيار الاجابة المحددة او يعزى الى اخطاء غير معروفة اذ بلغت قيمتها (٤٢.٤%) اما بالنسبة لقياس دور العلاقة بين المتغيرات فقد بلغت قيمة $(R=0.759)$ وهذا يدل على ان العلاقة قوية . اما بالنسبة للنماذج المتبقية الاخرى فهي اقل تأثيرا تنازليا لحين الوصول الى الانموذج (٥) الاقل تأثيرا فقد بلغت قيمة معامل التحديد (٠.٤٦٩). اما بالنسبة لاختبار تحليل التباين بين المتغيرات والذي يدرس مدى ملائمة خط انحدار البيانات وفرضية العدم الخاصة بأنموذج الانحدار اذ بلغ اختبار (F) المحسوبة (1.361) وبمستوى معنوية (٠.٣٤٧) وهو اكبر من (0.05) مما يدل وجود فروق معنوية اي بمعنى رفض فرضية العدم والتي تنص (عدم وجود تأثير ذو دلالة معنوية لعوامل نظرية التسعير المرجح على عوائد الاسهم)

جدول (١٦) معامل تحديد افضل نموذج لجميع المصارف

Model Summary			
Model	R	R Square	Std. Error of the Estimate
1	.759 ^a	.576	2.871,714
2	.757 ^b	.573	2.697,294
3	.743 ^c	.552	2.605,551
4	.735 ^d	.540	2.503,508
5	.685 ^e	.469	2.564,706
F= 1.361		Sig= 0.347	

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على برنامج (SPSS)

يلاحظ من الجدول (١٧) ان معامل (β) والذي يمثل تأثير كل متغير من المتغيرات المستقلة اذ بلغ الميل الحدي لمؤشر السوق (0.018) مما يدل على ان العلاقة طردية بين معدل العائد ومؤشر السوق اما بالنسبة للميل الحدي للتضخم فقد بلغ (١.٨٨٥) اي ان العلاقة طردية بين المتغيرين اما بالنسبة للنتائج المحلي فقد بلغ الميل الحدي (٠.٢٦٧) اما بالنسبة لسعر الصرف فقد بلغ الميل (٠.٦١٢) اما بالنسبة لعرض النقد فقد بلغ الميل (-٢.٢٧١) اما بالنسبة لمتغير الميزان التجاري (-٠.٠٤٢) اما بالنسبة لمتغير سعر الفائدة فقد بلغ الميل الحدي (٠.١٧٠) بمستوى معنوية اقل من (٠.٠٥) بعد اجتيازه اختبار (t). اما بالنسبة للحد الثابت فقد بلغت قيمته (193.858) وهذا يدل على عدم قبول الفرضية الاساسية (العدم) مما يدل على وجود تأثير للمتغيرات المستقلة على عوائد الاسهم بمستوى معنوية اقل من (٠.٠٥) .

فبالنسبة للنماذج (2,3,4,5,6,7) وبعد اجراء اسلوب الحذف التراجعي اذ تم حذف المتغير الاقتصادي (سعر الصرف) للنموذج (٢) اما بالنسبة للنموذج (٣) فقد تم حذف (سعر الفائدة) اما بالنسبة للنموذج (٤) فقد تم حذف (الناتج المحلي) اما بالنسبة للنموذج (٥) فقد تم حذف (الميزان التجاري) مما يدل على ان (مؤشر السوق، التضخم، عرض النقد) في كافة النماذج ذو تأثير مهم وفعال في التنبؤ بعوائد الاسهم والاقوى تأثير في معدل عائد الأسهم.

Coefficients ^a						
Model		Unstandardized Coefficients		Standardized Coefficients	T	Sig.
		B	Std. Error	Beta		
1	(Constant)	193.858	1570.437		.123	.905
	مؤشر السوق	.018	.008	.936	2.125	.022
	التضخم	1.885	.973	1.120	1.937	.028
	الناتج المحلي	.267	.408	.246	.654	.037
	سعر الصرف	.612	2.549	.077	.240	.040
	عرض النقد	-2.271	1.189	-1.058	-1.910	.030
	الميزان التجاري	-.042	.037	-.321	-1.152	.235
	سعر الفائدة	.170	.276	.234	.614	.038
2	(Constant)	239.112	1464.403		.163	.874
	مؤشر السوق	.017	.008	.918	2.252	.018
	التضخم	1.829	.888	1.087	2.060	.025
	الناتج المحلي	.232	.359	.214	.647	.035
	عرض النقد	-2.246	1.112	-1.047	-2.020	.028
	الميزان التجاري	-.042	.035	-.316	-1.212	.033
	سعر الفائدة	.163	.258	.224	.631	.036
3	(Constant)	777.851	1149.306		.677	.516
	مؤشر السوق	.015	.006	.791	2.310	.016
	التضخم	1.679	.826	.998	2.032	.023
	الناتج المحلي	.158	.327	.145	.482	.033
	عرض النقد	-1.804	.834	-.841	-2.163	.025
	الميزان التجاري	-.035	.031	-.261	-1.100	.031
4	(Constant)	973.841	1032.788		.943	.368
	مؤشر السوق	.016	.006	.856	2.829	.012
	التضخم	1.925	.624	1.144	3.085	.020
	عرض النقد	-1.928	.762	-.898	-2.530	.022
	الميزان التجاري	-.037	.030	-.280	-1.243	.030
5	(Constant)	1357.516	1009.654		1.345	.206
	مؤشر السوق	.017	.006	.884	2.860	.008
	التضخم	1.790	.629	1.064	2.843	.018
	عرض النقد	-1.837	.777	-.856	-2.364	.020

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على برنامج (SPSS)

المبحث الرابع اختبار قدرة النموذج على التنبؤ

تمهيد:

اعتمد الباحث على البيانات الوارد ذكرها ادناه، لغرض اختبار قدرة النموذج على التنبؤ وتحديد العلاقة بين العائد الفعلي والعائد المتوقع للمصارف عينة الدراسة استناداً الى ما تيسر من بيانات عنها ولقد تم الاعتماد على سلسلة زمنية متضمنة (١٦) عام تمتد من ٢٠٠٤ - ٢٠١٩، وكان السبب وراء اختيار الباحث لهذه السلسلة هو توفر البيانات التي تغطي مدة الدراسة.

جدول (١٨) معدل العائد لمصارف عينه الدراسة %

المصارف												السنوات
مصرف سومر		مصرف الشرق الاوسط		مصرف الاستثمار العراقي		مصرف الخليج التجاري		المصرف التجاري العراقي		مصرف بغداد		
العائد المتوقع	العائد الفعلي	العائد المتوقع	العائد الفعلي	العائد المتوقع	العائد الفعلي	العائد المتوقع	العائد الفعلي	العائد المتوقع	العائد الفعلي	العائد المتوقع	العائد الفعلي	
	---		---		---		---		---		---	٢٠٠٤
14.910	41.66	-54.151	-17.14	-46.556	-63.72	-21.233	5.38	116.786	238.98	-60.116	-60	٢٠٠٥
-51.330	-57.35	-51.715	-68.96	-63.500	-66.66	-67.871	-80.29	-67.177	-93.5	-68.75	-68.75	٢٠٠٦
-38.749	-37.93	24.657	38.88	-5.008	0	2.524	11.11	-5.335	3.84	٣٠.٣٢٢	55	٢٠٠٧
-5.839	0	28.632	-14	-9.475	-19.23	12.181	-3.33	-10.325	-14.81	٣٩.٨٩٣	-29.03	٢٠٠٨
1.991	0	-11.539	-10.69	18.364	17.14	-14.120	-17.24	36.024	34.78	-12.196	-12.72	٢٠٠٩

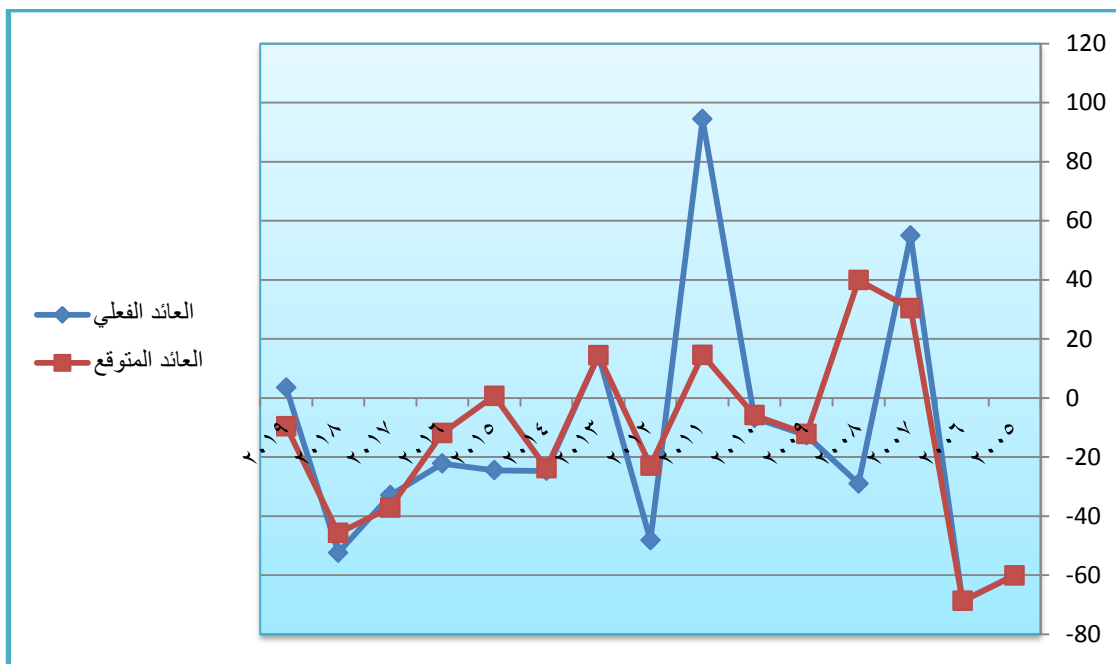
-6.126	-10	-26.369	-42.70	-7.659	0.81	-11.879	-25	30.431	-10.32	-5.891	-6.77	٢٠١٠
-3.944	1.23	9.887	74.54	-13.129	-23.38	-4.954	12.22	-49.240	-8.63	١٤.٥٥٤	94.41	٢٠١١
16.142	24.39	-1.068	-23.95	-6.155	6.31	7.781	7.92	4.17	0	-22.937	-48.27	٢٠١٢
-11.353	-1.96	-24.294	9.58	-17.754	-3.96	-23.919	5.50	-9.414	-27.55	١٤.٤٤	14.44	٢٠١٣
-4.427	0	-30.994	-62.5	-24.456	3.09	-30.576	-21.73	-8.523	-28.26	-23.805	-24.75	٢٠١٤
-25.389	-5	-21.651	-15	-9.989	-32	-41.723	-43.33	-82.205	-37.87	٠.٦٨٥	-24.51	٢٠١٥
1.787	-5.26	-16.676	-15.68	7.038	-11.76	-4.620	-11.76	-1.092	17.07	-11.935	-22.22	٢٠١٦
16.296	0	-25.440	-18.60	-27.766	-30	-9.265	-13.33	63.933	2.08	-37.165	-32.96	٢٠١٧
12.445	0	-34.997	-62.85	-31.489	-33.33	-17.113	-51.28	70.165	-4.08	-45.775	-52.45	٢٠١٨
-8.648	-43.33	-18.380	-23.07	-20.595	-3.57	-23.247	-26.31	-17.805	-2.12	-9.635	3.44	٢٠١٩

المصدر: الجدول والنسب من اعداد الباحث بالاعتماد على :-

- التقرير السنوي لسوق العراق للأوراق المالية، للسنوات (٢٠١٩-٢٠٠٤).
- هيأة الاوراق المالية العراقية، للسنوات (٢٠١٩-٢٠٠٤).
- البنك المركزي العراقي / المديرية العامة للإحصاء والابحاث، للسنوات (٢٠١٩-٢٠٠٤).

١- مصرف بغداد

يظهر من الشكل (١٢) العائد الفعلي باللون الازرق والعائد المتوقع باللون الاحمر، بعد تطبيق نموذج التسعير المرجح لاستخراج العائد المتوقع، ويبين من الشكل بان اتجاه العائدين يسير الى حد ما بتوافق خلال السنوات رغم ظهور بعض الاختلافات او التباعدات بين العائدين خصوصاً في السنوات (٢٠٠٨, ٢٠١١, ٢٠١٥) وهذا يظهر بانه هناك امكانية للنموذج بالتنبؤ بعوائد الاسهم بعد استخدام المؤشرات الاقتصادية التي تم اختيارها.

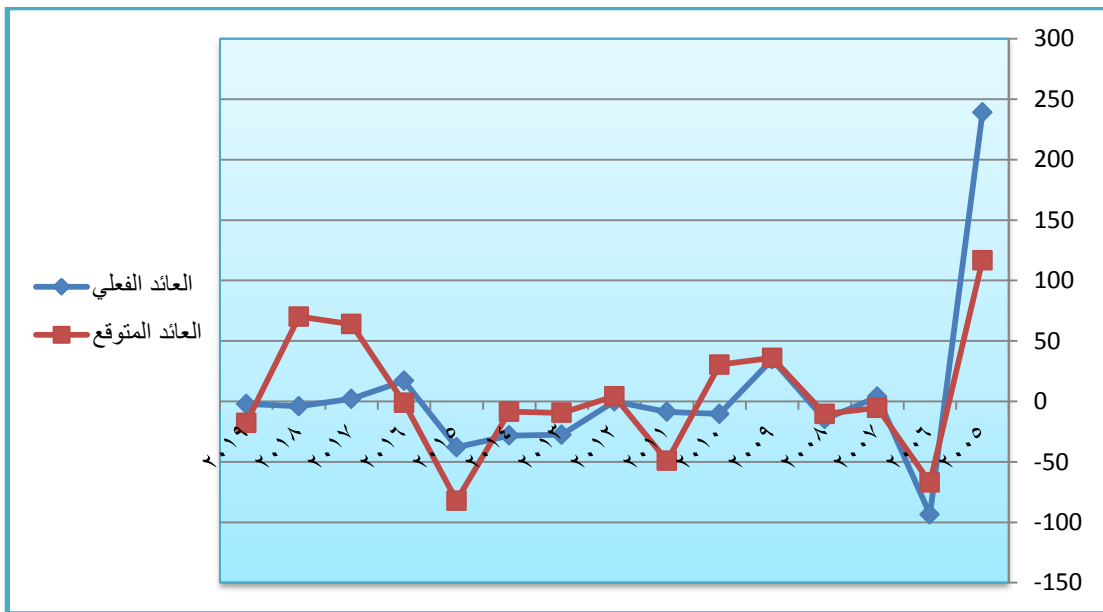


الشكل (١٢) معدل العائد الفعلي والمتوقع لمصرف بغداد

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على برنامج (Excel)

٢- المصرف التجاري العراقي

يظهر الشكل (١٣) العائد الفعلي باللون الازرق والعائد المتوقع باللون الاحمر، بعد تطبيق نموذج التسعير المرجح لاستخراج العائد المتوقع، ويبين من الشكل بان اتجاه العائدين يسير الى حد ما بتوافق خلال السنوات رغم ظهور بعض الاختلافات او التباعدات بين العائدين خصوصاً في السنوات (٢٠١٨, ٢٠١٧, ٢٠١٠, ٢٠٠٥) وهذا يظهر بانه هناك امكانية للنموذج بالتنبؤ بعوائد الاسهم بعد استخدام المؤشرات الاقتصادية التي تم اختيارها.

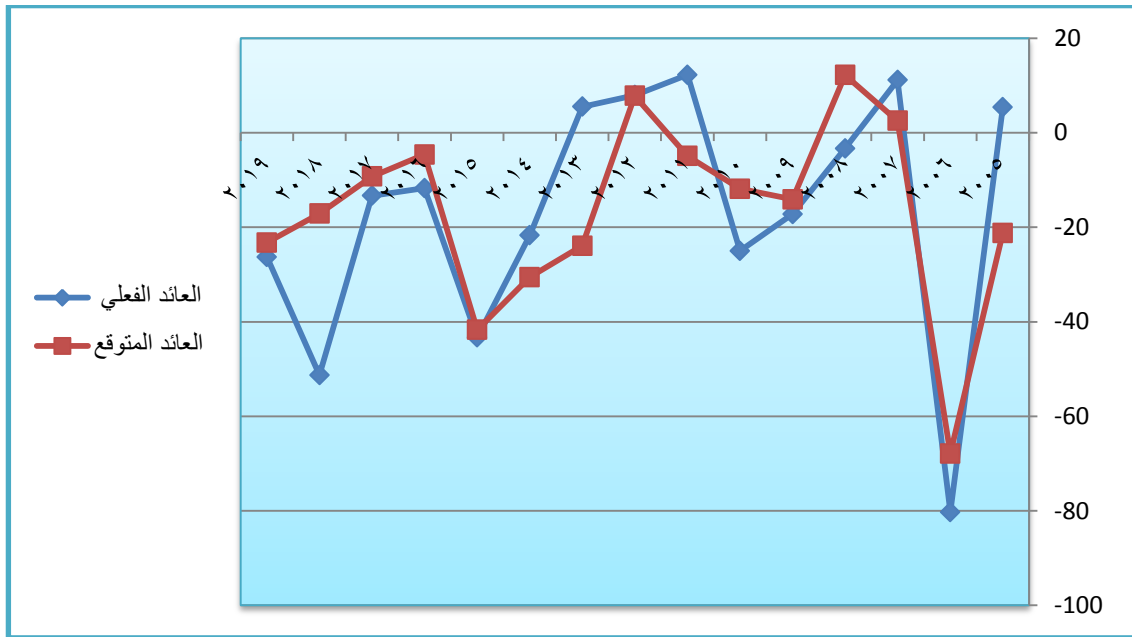


الشكل (١٣) معدل العائد الفعلي والمتوقع لمصرف التجاري العراقي

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على برنامج (Excel)

٣- مصرف الخليج التجاري

يظهر الشكل (١٤) العائد الفعلي باللون الازرق والعائد المتوقع باللون الاحمر، بعد تطبيق نموذج التسعير المرجح لاستخراج العائد المتوقع، ويبين من الشكل بان اتجاه العائدين يسير الى حد ما بتوافق خلال السنوات رغم ظهور بعض الاختلافات او التباعدات بين العائدين خصوصاً في السنوات (٢٠٠٥,٢٠٠٨,٢٠١١) وهذا يظهر بانه هناك امكانية للنموذج بالتنبؤ بعوائد الاسهم بعد استخدام المؤشرات الاقتصادية التي تم اختيارها.

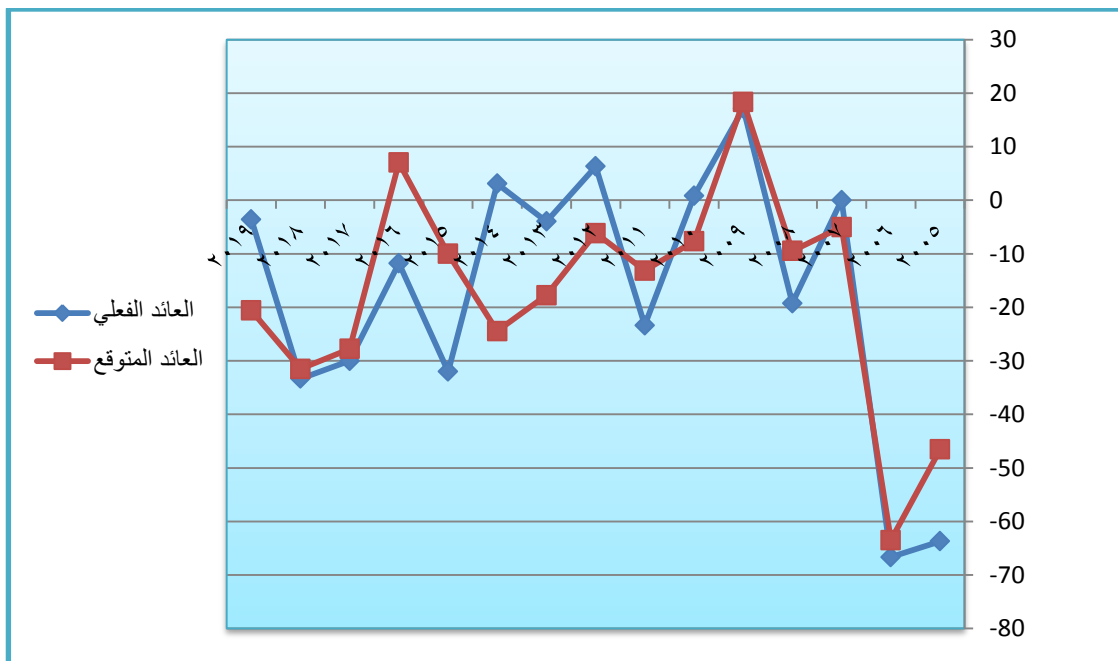


الشكل (١٤) معدل العائد الفعلي والمتوقع لمصرف الخليج التجاري

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على برنامج (Excel)

٤- مصرف الاستثمار

يظهر الشكل (١٥) العائد الفعلي باللون الازرق والعائد المتوقع باللون الاحمر، بعد تطبيق نموذج التسعير المرجح لاستخراج العائد المتوقع، ويبين من الشكل بان اتجاه العائدين يسير الى حد ما بتوافق خلال السنوات رغم ظهور بعض الاختلافات او التباعدات بين العائدين خصوصاً في السنوات (٢٠١٤, ٢٠١٦) وهذا يظهر بانه هناك امكانية للنموذج بالتنبؤ بعوائد الاسهم بعد استخدام المؤشرات الاقتصادية التي تم اختيارها.

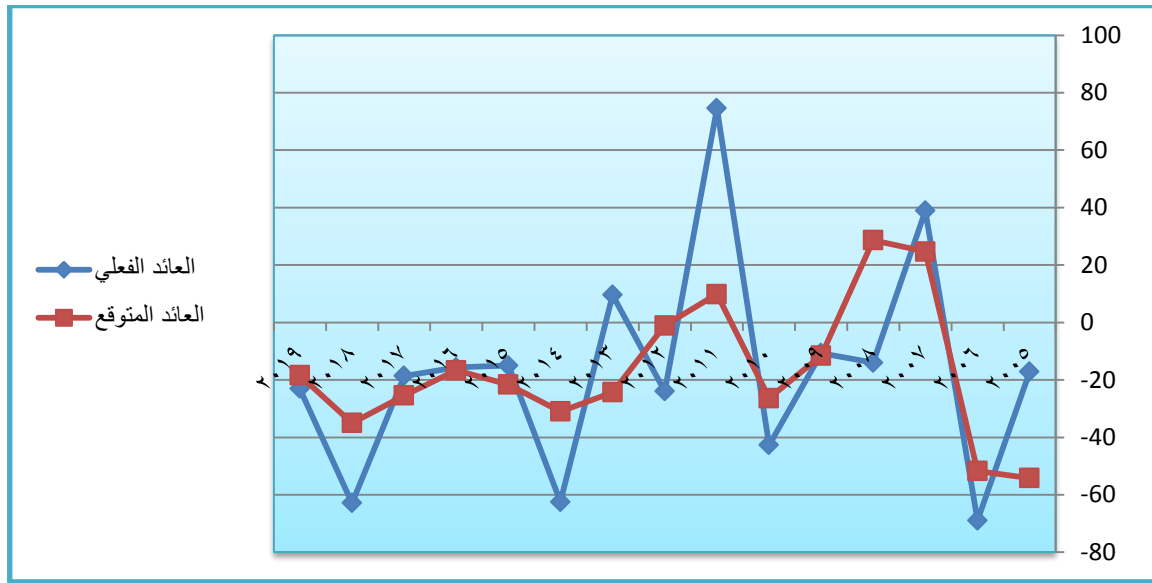


الشكل (١٥) معدل العائد الفعلي والمتوقع لمصرف الاستثمار

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على برنامج (Excel)

٥- مصرف الشرق الاوسط

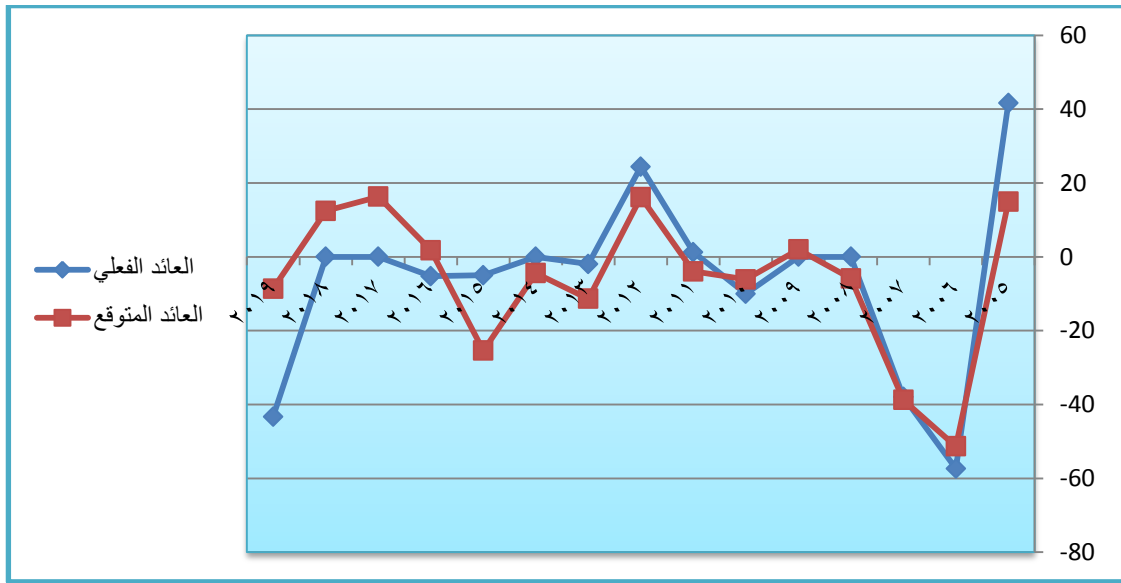
يظهر من الشكل (١٦) العائد الفعلي باللون الازرق والعائد المتوقع باللون الاحمر، بعد تطبيق نموذج التسعير المرجح لاستخراج العائد المتوقع، ويبين من الشكل بان اتجاه العائدين يسير الى حد ما بتوافق خلال السنوات رغم ظهور بعض الاختلافات او التباعدات بين العائدين خصوصاً في السنوات (٢٠٠٨,٢٠١٣) وهذا يظهر بانه هناك امكانية للنموذج بالتنبؤ بعوائد الاسهم بعد استخدام المؤشرات الاقتصادية التي تم اختيارها.



الشكل (١٦) معدل العائد الفعلي والمتوقع لمصرف الشرق الاوسط
المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على برنامج (Excel)

٦- مصرف سومر

يظهر من الشكل (١٧) العائد الفعلي باللون الازرق والعائد المتوقع باللون الاحمر، بعد تطبيق نموذج التسعير المرجح لاستخراج العائد المتوقع، ويبين من الشكل بان اتجاه العائدين يسير الى حد ما بتوافق خلال السنوات رغم ظهور بعض الاختلافات او التباعدات بين العائدين خصوصاً في السنوات (٢٠٠٨,٢٠١٣) وهذا يظهر بانه هناك امكانية للنموذج بالتنبؤ بعوائد الاسهم بعد استخدام المؤشرات الاقتصادية التي تم اختيارها.



الشكل (١٧) معدل العائد الفعلي والمتوقع لمصرف سومر

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على برنامج (Excel)

الفصل الرابع الاستنتاجات والتوصيات

تمهيد

يتضمن هذا الفصل خلاصة ما توصلت اليه الدراسة بعد توضيح الاطار النظري لمتغيرات الدراسة واختبار الفرضيات لذا سيتم توضيح الاستنتاجات التي توصل اليها الباحث على المستوى النظري والتطبيقي والتوصيات المقترحة في ضوء تلك الاستنتاجات. ولتحقيق اهداف هذا الفصل فقد قسم الى مبحثين هما:

المبحث الاول: الاستنتاجات

المبحث الثاني: التوصيات

المبحث الاول

الاستنتاجات

تناول هذا المبحث اهم الاستنتاجات التي توصلت اليها الدراسة والتي تم الاستناد اليها عن طريق

نتائج التحليل المالي والاحصائي وكذلك اختبار قدرة النموذج على التنبؤ وهي كالآتي:

اولاً: اظهرت نتائج التحليل المالي الآتي:

١. من خلال معدلات التغير السنوي لمؤشر السوق تبين ان اغلب سنوات الدراسة ذات معدل نمو سالب مما يشير الى ضعف السوق وتراجع اسهم المصارف عينة الدراسة مما دل على ضعف نشاطها الاقتصادي وعزوف المستثمرين الماليين عن القطاع المصرفي باستثناء سنوات محددة شهدت نوع من الاستقرار الامني وفوائض مالية اعطت توقعات بانتعاش هذا القطاع خلال السنوات (٢٠١١, ٢٠١٠, ٢٠٠٨, ٢٠٠٧).

٢. تظهر مدة الدراسة تذبذباً واضحاً في معدل نمو التضخم اذ بدأت بالارتفاع للسنوات (٢٠٠٦, ٢٠٠٥) نتيجةاً لتدفق ايرادات النفط وتزايد الرواتب والاجور وعمل المصارف ونشاطها الذي زاد من الائتمان المصرفي مما ادى الى زيادة في عرض النقد مقابل عرض اقل من السلع والخدمات بالإضافة الى ارتفاع حجم الاستيرادات لإشباع الطلب المحلي مما رفع مستويات التضخم .

٣. تأثر سعر الصرف بإجراءات البنك المركزي من خلال نافذة العملة التي ادت الى الاستقرار النسبي لسعر الصرف خلال مدة الدراسة بالإضافة الى سيطرة البنك المركزي على عرض النقد .

٤. تزايد عرض النقد بشكل مستمر بسبب تزايد الايرادات النفطية والانفاق التوسعي الحكومي مما زاد من عرض النقد وارتفاع معدلات نموه بشكل ايجابي باستثناء عام (٢٠٠٥) الذي شهد انخفاض في الانفاق الحكومي بسبب تراجع اسعار النفط والعمليات الارهابية لتلك الفترة.

٥. اعتمدت معدلات نمو الميزان التجاري على الإيرادات النفطية وتحقيقها كون الصادرات النفطية تمثل العنصر الوحيد للصادرات العراقية مما اظهر السنوات (٢٠١٥, ٢٠١٤, ٢٠٠٩) بعجز بسبب تأثيرها في انخفاض الصادرات النفطية.

٦. اظهرت نتائج معدلات سعر الفائدة بان اسعار الفائدة المرتفعة الذي وضعها البنك المركزي للسنوات (٢٠٠٧, ٢٠٠٦, ٢٠٠٥) كانت مرتفعة ولم تعطي نتائج ايجابية لجذب الاستثمار مما دفع البنك المركزي لتخفيض سعر الفائدة التأسيري لديها من ٢٠% لعام ٢٠٠٧ الى ١٥% لعام ٢٠٠٨ والاستمرار بالانخفاض من اجل تشجيع الاستثمار اخذاً بالاستقرار والانخفاض للسنوات الاخرى لمدة الدراسة.

٧. بينت نتائج التحليل المالي للمؤشرات الاقتصادية والتي هي (مؤشر السوق، التضخم، الناتج المحلي، سعر الصرف، عرض النقد، الميزان التجاري وسعر الفائدة) تمتلك تأثيراً (ايجابياً او سلبياً) ويرجع سبب ذلك الى الوضع الاقتصادي للبلد.

٨. اظهرت نتائج التحليل المالي للمؤشرات الاقتصادية ان مؤشر السوق هو العامل الاكثر اهمية على المدى القصير والمدى الطويل في التأثير على عوائد الأسهم لجميع مصارف عينة الدراسة.

ثانياً: اظهرت نتائج التحليل الاحصائي الاتي:

١- وجود تأثير معنوي لجميع المتغيرات الاقتصادية (مؤشر السوق، التضخم، الناتج المحلي الاجمالي، سعر الصرف، عرض النقد، الميزان التجاري، سعر الفائدة) وهذا ما اظهرته استخدام طريقة (Backward) ويرجع سبب ذلك الى الوضع الاقتصادي للبلد.

٢- اظهرت نتائج التحليل الاحصائي ان المتغيرات الاكثر تأثيراً والتي لها دور الاكبر في تغيرات عوائد الاسهم هي (مؤشر السوق، التضخم، عرض النقد) هذا ما تم عرضه من خلال تحليل عائد جميع المصارف .

ثالثاً: اظهرت نتائج اختبار قدرة النموذج على التنبؤ الاتي:

١- اظهرت نتائج اختبار قدرة النموذج على التنبؤ في امكانية استخدام النموذج للتنبؤ بعوائد الأسهم في سوق العراق للأوراق المالية.

٢- اظهرت نتائج اختبار قدرة النموذج على التنبؤ الى صلاحية نظرية التسعير المرجح لاستخراج معدل العائد المتوقع وكذلك تقييم الأسهم في سوق العراق للأوراق المالية.

المبحث الثاني

التوصيات

وفي ضوء ما تقدم من استنتاجات يوصي الباحث بما يأتي:

١. تشجيع المستثمرين للاستثمار في سوق العراق للأوراق المالية من خلال الترويج لأهمية الاستثمار وتنشيط الاسواق من اجل تحقيق العوائد المطلوبة.
٢. دراسة وتحليل اداء السوق واسباب الانخفاض والاعتماد على تحليل البيانات التاريخية والمؤشرات الكلية لمعرفة اسباب الانخفاض من اجل اتخاذ قرارات استثمارية رشيدة.
٣. دراسة وتحليل المؤشرات الاقتصادية المؤثرة في الاقتصاد بشكل عام وفي القطاع المصرفي بشكل خاص مثل (الناتج المحلي الاجمالي، الميزان التجاري، عرض النقد).
٤. متابعة المستثمرين والمحللون للتغيرات الحاصلة في (التضخم، سعر الفائدة، سعر الصرف) وتحليلها نظراً لتأثيرها المباشر والواضح على عوائد الاسهم.
٥. الحرص على شفافية المعلومات من خلال تسريع عملية الافصاح للمصارف المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، مما تبقى المعلومات متاحة لجميع المستثمرين وكذلك تساهم في رفع كفاءة السوق.
٦. اكدت نتائج الدراسة من خلال الادلة ان نظرية التسعير المرجح يمكن تطبيقها في سوق العراق للأوراق المالية، وبناءً عليه توصي الدراسة باعتبار هذا النموذج من اهم الادوات في تقييم عوائد الموجودات وتسعير الاسهم.
٧. العمل على توعية المستثمرين بضرورة استغلال كل المعلومات المتوفرة برشادة والابتعاد عن المضاربات غير العقلانية من اجل خدمة الاستثمار طويل الاجل، الذي يعود بالإيجاب على عملية التنمية.
٨. ضرورة استكمال دراسات اخرى تحاول اضافة عوامل جديدة واختبارها في سوق العراق للأوراق المالية وذلك لبيان مدى اثر اضافة مثل هذه العوامل.

القرآن الكريم

أولاً- العربية:

أ- الوثائق الرسمية

١. التقارير السنوية / البنك المركزي العراقي / المديرية العامة للإحصاء والابحاث للمدة من ٢٠١٩-٢٠٠٤.
٢. التقارير السنوية لسوق العراق للأوراق المالية للمدة من ٢٠١٩-٢٠٠٤.
٣. التقارير السنوية لمصرف الاستثمار العراقي للمدة من ٢٠١٩-٢٠٠٤.
٤. التقارير السنوية لمصرف التجاري العراقي للمدة من ٢٠١٩-٢٠٠٤.
٥. التقارير السنوية لمصرف الخليج التجاري للمدة من ٢٠١٩-٢٠٠٤.
٦. التقارير السنوية لمصرف الشرق الاوسط العراقي للاستثمار للمدة من ٢٠١٩-٢٠٠٤.
٧. التقارير السنوية لمصرف بغداد للمدة من ٢٠١٩-٢٠٠٤.
٨. التقارير السنوية لمصرف سومر التجاري للمدة من ٢٠١٩-٢٠٠٤.

ب- الكتب

١. ال شبيب، دريد كامل، ٢٠٠٦، "مبادئ الادارة المالية واتخاذ القرار"، ط٤، فلسطين، مكتبة افاق غزه.
٢. ال شبيب، دريد كامل، (٢٠١٠)، "إدارة المحافظ الاستثمارية"، دار المسيرة لمنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الاردن.
٣. ابو ناصر، محمد، ٢٠٠٨، "معايير المحاسبية والابداع المالي الدولية الجوانب النظرية والعلمية"، دار وائل للنشر، عمان.
٤. أوجين بريجهام، مشيل ايرهاردت، (٢٠٠٩)، "الإدارة المالية النظرية والتطبيق العملي"، تعريب سرور إبراهيم سرور، دار المريخ، الرياض.
٥. التميمي، ارشد، وسلام، اسامة، ٢٠٠٤، الاستثمار بالأوراق المالية / تحليل وادارة، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الاردن.
٦. جبار، محفوظ، (٢٠١١)، " اسواق رؤوس الاموال الهياكل الادوات والاستراتيجيات " ، الجزء الاول، مخبر تقييم رؤوس الاموال الجزائرية وفاق تطويرها في ظل العولمة، جامعة سطيف.

٧. حسين، عصام، (٢٠٠٧)، " اسواق الاوراق المالية"، دار اسامة للنشر والتوزيع، عمان، الاردن.
٨. خطاب، سامي ، (٢٠٠٧)، "المحافظ الاستثمارية ومؤشرات أسعار الأسهم وصناديق الاستثمار"، هيئة الأوراق المالية والسلع أبو ظبي.
٩. الحناوي، محمد صالح، العبد، جلال ابراهيم، (٢٠٠٢)، "بورصة الاوراق المالية بين النظرية والتطبيق"، الدار الجامعية، مصر.
١٠. حنفي، عبد القادر، وقرياقص، رسمية زكية، ٢٠٠٤، " الاسواق والمؤسسات المالية"، الاسكندرية، الدار الجامعية.
١١. حيدر، فاخر عبد الستار، (٢٠٠٢)، " التحليل الاقتصادي لتغيرات اسعار الاسهم منهج الاقتصاد الكلي، دار المريخ للنشر، الرياض.
١٢. الخطيب، محمد محمود، (٢٠١٠)، " الاداء المالي واثره على عوائد اسهم الشركات المساهمة"، دار الحامد للنشر والتوزيع، الاردن.
١٣. دسوقي، ايهاب، (٢٠٠٠)، اقتصاديات كفاءة البورصة المفاهيم الاساسية للاستثمار في البورصة - البورصة المصرية الامريكية، دار النهضة العربية، القاهرة.
١٤. الراوي، خالد وهيب، (٢٠٠٩)، " ادارة المخاطر المالية"، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان.
١٥. شوايش، وليد مصطفى، (٢٠١١)، " السياسة النقدية بين الفقه الاسلامي والاقتصاد الوضعي"، المعهد العالمي للفكر الاسلامي، الولايات المتحدة الامريكية.
١٦. شقيري، موسى، الزرقان، صالح، الحداد، وسيم، الدويكات، مهند، (٢٠١٢)، " ادارة الاستثمار"، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان، الاردن.
١٧. شموط، مروان، وكنجو، بود كنجو، اسس الاستثمار الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، مصر، ٢٠٠٨.
١٨. الطاهر، لطرش، (٢٠١٠)، " تقنيات البنوك"، ديوان المطبوعات الجامعية، ط٧، الجزائر.
١٩. العارضي، جليل كاظم مدلول " الادارة المالية المتقدمة ، مفاهيم نظرية وتطبيقية عملية " ، دار صفاء للنشر والتوزيع ، عمان ٢٠١٣.
٢٠. العامري، محمد على ابراهيم، (٢٠١٣)، " الادارة المالية الحديثة"، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الاردن.

٢١. العامري، محمد علي ابراهيم، (٢٠١٠)، "الادارة المالية المتقدمة"، اثرء للنشر والتوزيع، مكتبة الجامعة، الشارقة، الاردن.
٢٢. عريقات، حربي محمد موسى، (٢٠٠٦)، "مبادئ الاقتصاد - التحليل الكلي، دار وائل للنشر والتوزيع، الاردن.
٢٣. عناية، حسين غازي، (٢٠٠٦)، " التضخم المالي"، الاسكندرية، مؤسسه شباب الجامعة.
٢٤. كنعان، على، (٢٠٠٩)، " الاقتصاد المالي"، دمشق، منشورات جامعة دمشق.
٢٥. لطفي، امين السيد احمد، ٢٠٠٥، "التحليل المالي لأغراض تقييم ومراجعة الاداء والاستثمار في البورصة"، الاسكندرية، الدار الجامعية.
٢٦. مطر، محمد، ادارة المحافظ الاستثمارية، عمان، دار وائل للنشر والتوزيع، ٢٠٠٥.
٢٧. مطر، محمد، وتيم، فايز، ٢٠٠٥، "ادارة المحافظ الاستثمارية"، عمان، دار وائل للنشر.
٢٨. مطر، محمد، (٢٠٠٦)، "إدارة الاستثمارات الإطار النظري والتطبيقات العلمية"، ط٤، دار وائل للنشر، عمان .
٢٩. مفلح، هزاع، (٢٠١٩)، "ادارة الاستثمار والمحافظ الاستثمارية".
٣٠. النجار، فريد راغب، ٢٠٠٩، "ادارة شركات تداول الاوراق المالية"، مصر، الاسكندرية، الدار الجامعية للنشر.
٣١. النعيمي، عدنان تاية، أرشد فؤاد التميمي، (٢٠٠٩)، "الادارة المالية المتقدمة"، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، عمان.
٣٢. هندي، منير ابراهيم، (١٩٩٩)، "الفكر الحديث في مجال الاستثمار"، منشأه المعارف، الإسكندرية.
٣٣. هندي، منير ابراهيم، ١٩٩٥، "الاوراق المالية واسواق المال"، الاسكندرية، منشأه المعارف.
٣٤. الهيتي، نوزاد، ١٩٩٨، "مقدمة في الاسواق المالية"، ليبيا، طرابلس، اكاديمية الدراسات العليا والبحوث التطبيقية.

١. ابو راضي، سمير سمير خليل، ٢٠٠٩، "تحليل حجم تداول اسهم البنوك المدرجة في بورصة عمان باستخدام نموذج السلاسل الزمنية- دراسة حالة-"، جامعة الشرق الاوسط للدراسات العليا، كلية الاعمال، رسالة ماجستير.
٢. بن دهان، جلال، ٢٠١٣، " دور الأسواق المالية في تفعيل التنمية الاقتصادية"، جامعة العربي بن مهدي- ام البواقي، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، قسم علوم التسيير، رسالة ماجستير.
٣. بوزيد، سارة، (٢٠٠٧)، ادارة محفظة الاوراق المالية على مستوى البنك التجاري، قسم علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادي وعلوم التسيير، جامعة منتوري- قسنطينة.
٤. الثلجة، عبد الفتاح، (٢٠٠٩)، " إدارة المحفظة الاستثمارية"، جامعة دمشق، كلية الاقتصاد، دراسة ماجستير.
٥. حشايشي، سليمة، (٢٠١٨)، " نحو نموذج مقترح لتقييم الموجودات المالية في الاسواق المالية العربية"، دراسة قياسية، جامعة فرحات عباس /سطيف ١، اطروحة دكتوراه.
٦. زيد، حياة، ٢٠١٥، "دور التحليل الفني في اتخاذ قرار الاستثمار بالأسهم دراسة تطبيقية في عينة من اسواق المال العربية (الاردن، السعودية وفلسطين)"، جامعة محمد خيضر- بسكرة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، قسم العلوم الاقتصادية، رسالة ماجستير.
٧. سعيد، زيد غسان محمد، ٢٠٠٧، " أثر المخاطرة والعائد في كفاية رأس المال المصرفي باستخدام انموذج تسعير الموجودات الرأسمالية دراسة تطبيقية في عينة من المصارف العراقية الخاصة"، رسالة ماجستير، غير منشورة، المعهد العالي للدراسات المحاسبية والمالية، جامعة بغداد
٨. الشهاب، ايمن، (٢٠١٥)، " اختبار قدرة نظرية تسعير المراجعة على تقييم الأسهم في الاسواق الناشئة"، كلية الاقتصاد، جامعة حلب، اطروحة دكتوراه.
٩. عبد الفراح، أمال عبد الفتاح، (٢٠٠٩)، العلاقة بين النمو في معدل الناتج المحلي الاجمالي والتنمية الاجتماعية، جامعة الخرطوم، رسالة ماجستير.
١٠. عبد القادر، مراد، (٢٠١١)، " دراسة اثر المتغيرات النقدية على سعر صرف الدينار الجزائري مقابل الدولار الامريكي للفترة (١٩٧٤-٢٠٠٣)"، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، رسالة ماجستير.

١١. عرنوق، بهاء غازي، (٢٠١٥)، "أثر عوامل فاما و فرنش في التنبؤ بعوائد الاسهم في الاسواق المالية الناشئة (دراسة تطبيقية)"، جامعة دمشق، كلية الادارة والاقتصاد، قسم المحاسبة، اطروحة دكتوراه.
١٢. العويسي، سعيد عبد الدايم حسن، ٢٠١٠، "تحليل اتجاهات المستثمرين الافراد في سوق فلسطين للأوراق المالية (دراسة استطلاعية على المستثمرين الافراد في قطاع غزة)"، الجامعة الاسلامية- غزة، كلية التجارة، قسم المحاسبة والتمويل.
١٣. القيسي، دنيا طارق "تحليل العلاقة بين العائد والمخاطرة في تشكيل المحفظة الاستثمارية " دراسة تطبيقية في سوق بغداد للأوراق المالية ، رسالة ماجستير في قسم السياحة الجامعة المستنصرية ٢٠٠٤.
١٤. المخلافي، عبد العزيز محمد احمد، "تحليل كفاية راس المال المصرفي واثرة في المخاطرة والعائد على وفق المعايير الدولية"، اطروحة مقدمة الى مجلس كلية الادارة والاقتصاد ، جامعة بغداد، ٢٠٠٤.
١٥. النواجحة، فؤاد عبد الحميد حسن، (٢٠١٤)، " قدرة نماذج تسعير الموجودات الرأسمالية في تحديد اسعار اسهم الشركات المدرجة في بورصة فلسطين- دراسة تحليلية مقارنة"، رسالة ماجستير، الجامعة الاسلامية، غزة.
١٦. يوسف، دانه بسام محمد، " تحديد العوامل المؤثرة على عائد الأسهم في سوق عمان المالي"، رسالة ماجستير، جامعة الشرق الاوسط للدراسات العليا، كلية العلوم الادارية والمالية، ٢٠٠٨.

ث- المجالات والدوريات

١. اسعد، رياض، ٢٠٠٣، "البورصات واسواق راس المال"، برنامج الدبلوم المهني المتخصص في ادارة المحافظ الاستثمارية، عمان، معهد الدراسات المصرفية.
٢. بن موسى، كمال، (٢٠٠٤)، " المحفظة الاستثمارية تكوينها ومخاطرها" ، مجلة الباحث، العدد ٣، جامعة الجزائر.
٣. الجنابي، هيل عجمي جميل، (٢٠٠٧)، " عرض النقد في عمان والعوامل المؤثرة فيه للفترة (١٩٧٤-٢٠٠٣)، مجلة العلوم الاقتصادية والادارية، المجلد ٢٣، العدد ٢، كلية ادارة المال والاعمال، جامعة ال البيت، عمان.

٤. الحسيني، دعاء نعمان، (٢٠٠٥)، "تأثير المتغيرات الاقتصادية على مؤشرات اسواق الاوراق المالية العربية، مجلة بحوث مستقبلية، كلية الحدياء الجامعة، المجلد ٣، العدد ٢، الموصل.
٥. الحلفي، عبد الجبار عبود، (٢٠٠٧)، "الاختلافات الهيكلية في الاقتصاد العراقي، مجلة دراسات اقتصادية، بيت الحكمة، العدد ١٩.
٦. العبيدي، نهاد عبد الكريم، (٢٠٠٢)، "العلاقة الدالية بين عرض النقد والانفاق الحكومي للاقتصاد الاردني للفترة (١٩٧٥-١٩٩٥)، مجلة العلوم الاقتصادية والادارية، المجلد ٩، العدد ٣٠، جامعة الكوفة، كلية الادارة والاقتصاد.
٧. عوض، عزمي وصفي، (٢٠١٢)، "تقديرات عرض النقد في فلسطين"، مجلة الجامعة الاسلامية للدراسات الاقتصادية والادارية، المجلد ٢٠، العدد ١، طولكرم، فلسطين.
٨. مشرقي، حسن و الشهاب، ايمن، (٢٠١٤)، "اختبار نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية في سوق دمشق للأوراق المالية"، مجلة جامعة البعث، المجلد ٣٦، العدد ١.
٩. يوسف، علي و عباس، غادة و الموصللي، منال، (٢٠١٥)، "التنبؤ بعوائد الأسهم للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية باستخدام معلومات اساس الاستحقاق، مجلة جامعة تشرين للبحوث والدراسات العلمية، المجلد ٣٧، العدد ٢.

ثانياً. الانكليزية:

A- Books

1. Bade, R., & Parkin, M., (2009), "Essential foundations of economics", Pearson Education.
2. Baumohl, Bernard, (2013), "The Secrets of Economics Indicators", 3th edition, Pearson Education, Inc. Upper Saddle River, New Jersey.
3. Bertrand Jacquillat, & Bruno Solnik, (1976), "Marché financiers et gestion de portefeuille et des risques", Dunod, Paris.
4. Bertrand Jacquillat, & Bruno Solnik, (1998), "Marché financiers et gestion de portefeuille et des risques", Dunod, Paris.
5. Bhalla, V. K., (2006), "Fundamentals of Investment management", S. Chand Publishing.

6. Bodie, Z., & Kane, A., & Marcus, A. J., (2018), "Investments", Description: Eleventh edition, McGraw-Hill Education.
7. Brigham Eugene F . & Ehrhardt, Michael C . " Financial Management Theory and Practice" . 13th ed. South-Western. 2011.
8. Brigham, E. F., & Houston, J. F. "Fundamentals of Financial Management", Twelfth Edition, South-Western, USA, 2009.
9. Brigham, E. F., & Lous, C. (1994), Garenski: " Financial management", Theory and Practice, 7th Edition, Dryden Press, Fort Worth.
10. Chance, D. M., & Brooks, R. (2015), "Introduction to derivatives and risk management", Cengage Learning.
11. Chance, Don, M., Ropert, Brooks, (2010), "An Introduction to Derivatives and Risk Management " ,8th, ed ,South – Western, U.S.A.
12. Ehrhardt, Michael, C., & Brigham, Eugene, F.,(2013), " Financial Management", Theory and Practice, 13th Ed.
13. Fabozzi, F. J., Modigliani, F., & Jones, F. J., (2002), " *Capital markets: institutions and instruments*", Prentice Hall.
14. Faerber,(2000), All about Stocks 2ed , New york, McGraw. Hill.
15. Frank Reilly & Keith Brown, (2011), " Investment Analysis and Portfolio Management" (Text Only), Cengage Learning,7th,p282.
16. Frank, J. F., & Drake, P. P. (2009). Finance-Capital Markets, Financial Management, and Investment Management.
17. Frank, Robert H. Bernanke, Ben S.(2007), " Principles of Economics", 3th edition, McGraw-Hill/ Irwin, New York.
18. Galbraith, J. K. (2004), " Factors Influencing Stock Returns", Dynamic Portfolio Theory and Management, 31.
19. Gitman, J. (2002), " Principles of Managerial Finance Solution".
20. Gitman, L. J., & Chad, J. Zutter.(2012), " Principles of managerial Finance",13th Edition.

21. Gitman, Lawrence J., Joehnk, Michael D. & Smart, Scott B.,2011, "Fundamentals of Investing",11th . ed, Pearson Education, United States.
22. Gup, Benton E.,(1983), "principle of financial management", N.Y. John Wiley and sons, Inc.
23. Hull, J., (2012)," Risk management and financial institutions,+ Web Site" (Vol. 733), John Wiley & Sons.
24. Jones, P. Charles,(2000), "Investment: Analysis and Management ", 7th ed, USA: John Wiley & sons, Inc.
25. Jordan, d.bradford & miller, w Thomas,(2009),"Fundamentals of investments", kentacky and saint louis university, 5th ed.
26. Madura, Jeff,(1995)," Financial Markets and Institutions", 3 th Edition, West Publishing, Minneaplis, S.P.
27. McConnell, Campbell R. Brue,(2008)," Stanley L. Economics", 7th edition, McGraw-Hill/ Irwin, New York.
28. Michailidis, G. (2008, October)," Multivariate methods in examining Greek stock market returns", In 8th Annual Conference on Business and Economics, Florence, Italy.
29. Mishkin, F. S., & Eakins, S. G.,(2016), " Financial Markets and Institutions ", Eighth Edition, Global Edition, Pearson Education Limited.
30. Parrino, Robert & Kidwell, David S. & Bates, Thomas W.,(2012), "Fundamentals of Corporate Finance", 2nd ed, John Wiley & Sons, USA.
31. Pike, Richard, Neale, Bill, Linsley Philip,(2012), "Corporate Finance and Investment", 7th edition, Pearson Education Limited, England.
32. Reilly, F. K., & Brown, K. C., (2011)," Investment Analysis and Portfolio Management" (Text Only), Cengage Learning .
33. Reilly, Frank K., & Brown, Keith C.,(2012)," Investment Analysis & Portfolio Management",10th .ed, South-Western Cengage Learning.

34. Reilly, Frank, F., Brown Keith, C.,(2006)" Investment Analysis and Portfolio Management", 8th Edition, Thomson South-Western, USA.
35. Roll, R., & Ross, S. A., (1980), An empirical investigation of the arbitrage pricing theory. The journal of finance.
36. Rugman, John,& Hadjiloucas Tony,(2007), "Valuing Ip and determining the cost of Capital".
37. Spieser, P. (2000). Information economique et marches financiers.
38. Van Horne, J. C., & Wachowicz, J. M. (2005)," Fundamentals of financial management",12th , Pearson Education.

B- Thesis& Dissertation

1. Balduzzi, P. (1995)," Stock returns, inflation, and the ,proxy hypothesis,: A new look at the data", Economics Letters, 48(1), 47-53.
2. Chigongolo Mpeketula, O., (2019)," Macroeconomic factors and the malawian equity market's relationship: an analysis using arbitrage pricing theory", (Master's thesis, Basket Universities Sosial Bilimler Enstitusu).
3. Geambasu, C., Jianu, I., Herteliu, C., & Geambasu, L. (2014), Macroeconomic influence on shares return study case: Arbitrage Pricing Theory (APT) Applied on Bucharest Stock Exchange. Economic Computation & Economic Cybernetics Studies & Research, 48(2).
4. Hammour, K. H. A. (2009). Examining the Ability of Capital Asset Pricing Model and Arbitrage Pricing Theory Model in Predicting Expected Returns for Stocks Trading in Amman Stock Exchange (ASE) (Doctoral dissertation, University of Jordan).
5. Lefilef, A.,(2016), Examination of the Arbitrage Theory (APT): Empirical Study in Amman Stock Exchange (ASE), (Doctoral dissertation, Yarmouk University).

6. Masithoh, L. Pengujian Validitas,(2017), Capital Asset Pricing Model (Capm), Islamic Capital Asset Pricing Model (Icapm) Dan Arbitrage Pricing Theory (Apt) Dalam Memprediksi Return Saham Syariah Di Jakarta Islamic Index (Bachelor's thesis, Jakarta: Fakultas Ekonomi dan Bisnis UIN Syarif Hidayatullah Jakarta).
7. Nguyen, T., Stalin, O., Diagne, A., Aukea, L., Rootzen, P. H., & Herbertsson, A., (2017), "The Capital asset pricing model and the Arbitrage pricing theory", Gothenburg University, Financial Risk, MSA400.
8. Pieleanu, F. D. (2012). The APT model and its applicability in Romania's case. Romanian Statistical Review Supplement, 60(3), 103-112.
9. Solanki, K. N. (2017), Investor sentiment as a factor in an APT model: an international perspective using the FEARS index (Doctoral dissertation).

C- Journal & periodicals

1. Gul, A., & Khan, N. (2013). An application of arbitrage pricing theory on KSE-100 index; A study from Pakistan (2000-2005). IOSR Journal of Business and Management (IOSR-JBM), 7(6), 78-84.
2. Ajao, M. G., & Igbekoyi, O. E. (2015), " An Application of Arbitrage Pricing Theory (APT) in Nigeria Capital Market", Akungba Journal of Economic Thought, 7, 1-15.
3. Amtiran, P. Y., Indiastuti, R., Nidar, S. R., & Masyita, D. (2017), "Macroeconomic Factors And Stock Returns In APT Framework", International Journal of Economics & Management, 11.
4. AqabaBranch, J. (2018)," The Capital Assets Pricing Model & Arbitrage Pricing Theory: Properties and Applications in Jordan", Modern Applied Science, 12(11).
5. Ataullah, A. (2001), "Macroeconomic variables as common pervasive risk factors and empirical content of the Arbitrage Pricing Theory in Pakistan".

6. Benakovic, D., & Posedel, P., (2010)," Do macroeconomic factors matter for stock returns? Evidence from estimating a multifactor model on the Croatian market", *Business Systems Research: International journal of the Society for Advancing Innovation and Research in Economy*, 1(1-2), 39-46.
7. Berry, M. A., Burmeister, E., & McElroy, M. B., (1988), "Sorting out risks using known APT factors", *Financial Analysts Journal*, 44(2), 29-42.
8. Birz, G., & Lott Jr, J. R. (2011)," The effect of macroeconomic news on stock returns: New evidence from newspaper coverage", *Journal of Banking & Finance*, 35(11), 2791-2800.
9. Burmeister, E., & McElroy, M. B. (1988)," Joint estimation of factor sensitivities and risk premia for the arbitrage pricing theory",*The Journal of Finance*, 43(3), 721-733.
10. Connor, G., & Korajczyk, R. A. (1986)," Performance measurement with the arbitrage pricing theory: A new framework for analysis", *Journal of financial economics*, 15(3), 373-394.
11. De Medeiros, O. R., & Lima, M. E. (2006)," Brazilian dual-listed stocks, arbitrage and barriers", *Arbitrage and Barriers* (April 11, 2006).
12. Del Fabbro, B., Valentincic, A., & Gubina, A. F., (2016)," An adequate required rate of return for grid-connected PV systems", *Solar Energy*, 132, 73-83.
13. Ding, M., Pan, Y., & Ding, Y. (2018, February), Empirical Test of Arbitrage Pricing Model for the SSE 50 Index Stocks, In 2018 International Conference on Computer Science, Electronics and Communication Engineering (CSECE 2018) (pp. 364-371),Atlantis Press.
14. Igoni, S., Onyejiaku, C. C., Egbo, P. O., Ifediora, C., Njoku, O. B., & Onwumere, J. U. J. (2020)," Critical evaluation of stock market capitalization response to money supply management in the Nigeria

- economy", International Journal of Advanced Science and Technology, 26(12s), 2433-2454.
15. Iqbal, N., Khattak, S. R., Khattak, M. A., & Ullah, I. (2012)," Testing the arbitrage pricing theory on Karachi stock exchange", Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business, 4(8), 839-853.
16. Issahaku, H., Ustarz, Y., & Domanban, P. B. (2013)," Macroeconomic variables and stock market returns in Ghana: Any causal link?", Asian Economic and Financial Review, 3(8):1044-1062.
17. Jaradat, M. A., & Al-Hhosban, S. A. (2014)," Relationship and causality between interest rate and inflation rate case of Jordan", Interdisciplinary Journal of Contemporary Research in Business, 6(4), 54-65.
18. Johansson, R., & Petersson, P. (2019),"Arbitrage Pricing Theory: A study on the Stockholm Stock".
19. Kaul, G. (1987)," Stock returns and inflation: The role of the monetary sector", Journal of financial economics, 18(2), 253-276.
20. Laia, K., & Saerang, I. (2015). The Comparison Between Accuracy of Capital Assets Pricing Model (Capm) and Arbitrage Pricing Theory (Apt) in Stocks Investment on Exchange National Private Banking Listed on Indonesian Stock Exchange. Jurnal EMBA: Jurnal Riset Ekonomi, Manajemen, Bisnis dan Akuntansi, 3(2).
21. Mark-Egart, D. B. (2020)," Arbitrage Pricing and Investment Performance in the Nigerian Capital Market" .
22. Nkechukwu, G., Onyeagba, J., & Okoh, J. (2013). Macroeconomic variables and stock market prices in Nigeria: A cointegration and vector error correction model tests. International Journal of Science and Research (IJSR), 4(6), 717-724.

23. Olufemi, A. P.& Oyetayo,O., (2017), "A Robust Application of the Arbitrage Pricing Theory: Evidence from Nigeria. Journal of Economics and Behavioral Studies", 9(1 (J)), 141-151.
24. Osamwonyi, I. O., & Evbayiro-Osagie, E. I., (2012)," The relationship between macroeconomic variables and stock market index in Nigeria", Journal of Economics, 3(1), 55-63.
25. Ross, Stephen A., "The Arbitrage Pricing Theory of Capital Assets Pricing Theory", Journal of Economic Theory, vol. 13, Issue. 3, (December 1976), PP 341-360.
26. Rusiadi, A., & Ade Novalina, S. E. (2017)," Keakuratan Metode Capital Asset Pricing Model (Camp) Dan Arbitrage Pricing Theory (Apt) Dalam Memprediksi Return Saham Pada Bank Persero (Bumn)", Di Indonesia, Jurnal, 10.
27. Safitri, E., Utami, D., & Sari, P. I. (2019)," Perbandingan Keakuratan Capital Assets Pricing Model (Capm) Dan Arbitrage Pricing Theory (Apt) Dalam Menentukan Pilihan Berinvestasi Pada Saham Jakarta Islamic Index (JII)", Jurnal Ilmu Manajemen, 8(1), 59-72.
28. Uwubanmwen, A. E., & Obayagbona, J., (2012)," Tests of the arbitrage pricing theory using macroeconomic variables in the Nigerian stock market", Ethiopian Journal of Economics, 21(1), 1-18.
29. Wahyuni, T., & Kaharti, E., (2020), "Analisis Perbandingan Capital Asset Pricing Model Dan Arbitrage Pricing Theory dalam Memprediksi Return Saham pada Perusahaan Telekomunikasi Periode 2016-2018", Jurnal Ilmiah Mahasiswa Manajemen, Bisnis dan Akuntansi, (JIMMBA), 2(5), 689-698.
30. Wei, K. J. (1988)," An asset-pricing theory unifying the capm and apt", The Journal of Finance, 43(4), 881-892.

ملحق (١) بيانات المؤشرات الاقتصادية

المؤشرات الاقتصادية							السنة
سعر الفائدة	سعر الصرف	التضخم العام السنوي	الميزان التجاري (مليون دينار)	عرض النقد بالمفهوم الواسع (مليون دينار)	الناتج المحلي الاجمالي بالأسعار الجارية (مليون دينار)	مؤشر السوق	
6	1453	27.0	3493883.8	12254	47959000		٢٠٠٤
7	1469	37.0	2493715.2	14684	61673489.5	-28.591	٢٠٠٥
16	1467	53.2	10466010	21080	77367000	-33.817	٢٠٠٦
20	1255	30.8	25519440.9	26956	107828000	33.537	٢٠٠٧
15	1193	2.7	34413138.3	34920	155636000	71.546	٢٠٠٨
8.83	1170	-2.8	-1501967.4	45438	139330211	-3.2	٢٠٠٩
6.25	1170	2.5	9182.5	60386	171959975	0.12	٢٠١٠
6	1170	5.6	37296.8	72178	211309950.6	34.71	٢٠١١
6	1166	6.1	321471.6	75466	245186418.5	-8.09	٢٠١٢
6	1166	1.9	368927.4	87679	267395614	-9.49	٢٠١٣
6	1188	2.2	203617.7	90728	260610438.4	-18.69	٢٠١٤
6	1190	1.4	10253.3	82595	191715791.8	-26.81	٢٠١٥
4.33	1190	0.4	45988.8	90466	196536350.8	-23.21	٢٠١٦
4	1190	0.2	83518.9	92857	225995179.1	-10.6	٢٠١٧
4	1190	0.4	88336.7	95391	251064479.9	-22.13	٢٠١٨
4	1190	-0.2	94656.3	103441	266190571.3	-3.21	٢١٠٩

ملحق (٢) سعر اغلاق السهم للمصارف عينه الدراسة

اسعار اغلاق المصارف						السنة
مصرف سومر	مصرف الشرق الايوسط	مصرف الاستثمار العراقي	مصرف الخليج التجاري	المصرف التجاري العراقي	مصرف بغدد	
2.4	7	10.75	6.5	5.9	16	٢٠٠٤
3.4	5.8	3.9	6.85	20	6.4	٢٠٠٥
1.45	1.8	1.3	1.35	1.3	2	٢٠٠٦
0.9	2.5	1.3	1.5	1.35	3.1	٢٠٠٧
0.9	2.15	1.05	1.45	1.15	2.2	٢٠٠٨
0.9	1.92	1.23	1.2	1.55	1.92	٢٠٠٩
0.81	1.1	1.24	0.9	1.39	1.79	٢٠١٠
0.82	1.92	0.95	1.01	1.27	3.48	٢٠١١
1.02	1.46	1.01	1.09	1.27	1.8	٢٠١٢
1	1.6	0.97	1.15	0.92	2.06	٢٠١٣
1	0.6	1	0.9	0.66	1.55	٢٠١٤
0.95	0.51	0.68	0.51	0.41	1.17	٢٠١٥
0.9	0.43	0.6	0.45	0.48	0.91	٢٠١٦
0.9	0.35	0.42	0.39	0.49	0.61	٢٠١٧
0.9	0.13	0.28	0.19	0.47	0.29	٢٠١٨
0.51	0.1	0.27	0.14	0.46	0.3	٢٠١٩

ملحق (٣) العائد المتوقع للمصارف عينة الدراسة

السنوات	المصارف						
	بغداد	التجاري العراقي	الخليج التجاري	الاستثمار العراقي	الشرق الاوسط	سومر	جميع المصارف
٢٠٠٤							
٢٠٠٥	-60.116	116.7863	-21.2335	-46.5569	-54.151	14.91042	-187.259
٢٠٠٦	-68.75	-67.1779	-67.8716	-63.5001	-51.7158	-51.3309	-244.699
٢٠٠٧	٣٠.٣٢٢	-5.33583	2.52488	-5.00833	24.65776	-38.7497	-185.372
٢٠٠٨	٣٩.٨٩٣	-10.3254	12.18163	-9.47589	28.63243	-5.83935	-168.077
٢٠٠٩	-12.196	36.024	-14.1208	18.36457	-11.5396	1.99129	-170.797
٢٠١٠	-5.891	30.43168	-11.8796	-7.65986	-26.3695	-6.12696	-226.389
٢٠١١	١٤.٥٥٤	-49.2403	-4.95413	-13.1295	9.88783	-3.94446	-197.099
٢٠١٢	-22.937	4.17	7.78109	-6.15505	-1.06899	16.1429	-208.183
٢٠١٣	١٤.٤٤	-9.41477	-23.9193	-17.7542	-24.2948	-11.3534	-217.937
٢٠١٤	-23.805	-8.523	-30.5767	-24.4568	-30.9948	-4.4274	-208.181
٢٠١٥	٠.٦٨٥	-82.2056	-41.7232	-9.98987	-21.6518	-25.3891	-227.057
٢٠١٦	-11.935	-1.09246	-4.62019	7.03832	-16.676	1.78715	-237.598
٢٠١٧	-37.165	63.93341	-9.26593	-27.7668	-25.4407	16.29616	-180.069
٢٠١٨	-45.775	70.16516	-17.1134	-31.489	-34.9978	12.44575	-183.481
٢٠١٩	-9.635	-17.805	-23.2475	-20.5954	-18.3804	-8.64877	-205.512

Abstract

The current study aims to verify and examine the Arbitrage pricing theory (independent variable) applicable to estimating the rate of returns of shares (dependent variable) in the Iraqi Stock Exchange

To achieve the goal of the thesis, the sample was selected from (6) banks within the banking sector listed in the Iraq Stock Exchange for the period between (2004–2019). As well as the annual data for the following macroeconomic indicators (market index, inflation, GDP, exchange rate, money supply, trade balance and interest rate), the data collected from the annual reports of the Central Bank of Iraq as well as the annual reports of the Iraq Stock Exchange, in addition to In addition to the reports of the Iraqi Securities Commission and the analysis of this data using appropriate statistical and financial means and through (Microsoft Excel) and (SPSS 24) programs. in the Iraqi Stock Exchange The study recommended encouraging banks to participate in investment operations in the market in order to activate the markets, in addition to that, searching for new factors and testing them in the Iraqi stock market to show the extent of their impact or may have an additional explanatory ability in predicting stock returns.

Keywords: Arbitrage pricing theory, stock returns, financial forecasting.

**Republic of Iraq
Ministry of higher Education and
scientific Research
University of Karbala
College of Administration and
Economics
Department of Business Management**



**Testing Arbitrage pricing theory in forecasting stock
returns**

**An applied study of Sample of banks listed in the Iraq
Stock Exchange for the period (2004-2019)**

An introduction Thesis

To the Council of the College of Administration and Economics -
University of Karbala , which is part of the requirements for
obtaining a master's degree in business administration sciences

BY

Hatem Kareem Mohammed Al-Gharbawi

Supervised by

Assistant Professor Doctor

Ali Ahmed Fares

2021 A.D

1442 A.H