

اختبار نظرية التسعير المرجح في التنبؤ بعوائد الاسهم

أ.م.د. علي احمد فارس

الباحث: حاتم كريم محمد

جامعة كربلاء / كلية الادارة والاقتصاد

كربلاء/56002

العراق/ كربلاء/56002

hatem.k@s.uokerbala.edu.iq

ali.ahmed@uokerbala.edu.i

برامج (Microsoft Excel) و (SPSS)
24)، وقد توصلت الدراسة الى صلاحية
نظرية التسعير المرجح (APT) لاستخراج
معدل العائد المطلوب وكذلك تقييم الأسهم
ومن ثم التنبؤ بعوائد الأسهم في سوق العراق
للأوراق المالية. واوصى البحث 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.

المستخلص

يهدف البحث الى التحقق وفحص نظرية
التسعير المرجح (متغير مستقل) قابلة
للتطبيق لتقدير معدل عوائد الاسهم (متغير
تابع) في سوق العراق للأوراق المالية.
ولتحقيق هدف البحث تم اختيار العينة من
(٦) مصارف ضمن القطاع المصرفي
المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية
للمدة ما بين عامي (٢٠٠٤-٢٠١٩). تم
اخضاع البيانات التي تم جمعها من التقارير
السنوية للبنك المركزي العراق وكذلك التقارير
السنوية لسوق العراق للأوراق المالية اضافة
الى ذلك تقارير هيئة الاوراق المالية العراقية
وتحليل هذه البيانات باستخدام الوسائل
الاحصائية والمالية المناسبة ومن خلال

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 mission, the sample was chosen from (6) banks within the banking sector listed on the Iraq Stock Exchange for the period between (2004-2019). 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 the reports of the Iraqi Securities Commission, were subjected to analyzing these data using appropriate statistical and financial means and through

(Microsoft Excel) and (SPSS 24) programs. The study examined the validity of the weighted pricing theory (APT) to extract the required rate of return, as well as evaluating stocks and then predicting stock returns 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: weighted pricing theory, stock returns.

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 الميزانية الرأسمالية وتقييم الأداء والدمج والاستحواذ وإدارة المحافظ وتقييم الأوراق المالية. إذن، السؤال هو كيف يمكن التنبؤ

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 ادونات الخزينة، على الرغم من عاندها القليل، البعض الاخر لا يرضى

الذي طرح من قبل (Ross,1976)، اذ يمكن لهذه الدراسة من تقديم رؤيا بخصوص العوامل الاقتصادية الكلية المؤثرة في عوائد الاسهم، مما يساعد المهتمين بهذا الموضوع على تقييم الوضع الاقتصادي الحالي للسوق المدروس، 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.

٣- اهداف البحث:

يهدف البحث الى جملة من النقاط اهمها:

١- استخدام نموذج التسعير المرجح للتنبؤ بعوائد الأسهم.

٢- بيان قدرة النموذج في التنبؤ بعوائد السهم.

٤- فرضيات البحث:

يستند البحث الى الفرضيات التالية:-

١. لا يوجد تأثير متعدد ذو دلالة معنوية لعوامل نظرية التسعير المرجح في عوائد الاسهم.

٢. يمكن الاعتماد على نموذج التسعير

المرجح للتنبؤ بعوائد الاسهم.

٥- حدود البحث:

أو تقدير معدلات عائد الأوراق المالية (الأسهم والسندات)؟

المبحث الاول:منهجية البحث والدراسات السابقة

اولاً- منهجية البحث:

١- مشكلة البحث:-

تعاني القطاعات المختلفة في سوق العراق للأوراق المالية من انخفاض مستمر في اسعار الاسهم ومن ثم في عوائدها مما سبب الكثير من الخسائر للمستثمرين بالسوق ومن هنا يحتاج المستثمرون الى آلية لتحليل والتنبؤ بعوائد الاسهم تساعد في تحقيق الارباح او تقليل الخسائر وقد ظهرت العديد من النماذج الهادفة الى التنبؤ بعوائد الاسهم اختلفت في قدرتها ودقتها من نموذج لآخر، ومن هنا تبرز مشكلة الدراسة في مدى امكانية نموذج التسعير المرجح في التنبؤ بعوائد الاسهم وما هي اهم العوامل المؤثرة والداخلة في هذا النموذج. ويمكن تلخيص المشكلة بعده تساؤلات :

١- الى اي مدى يمكن الحد من انخفاض عوائد الأسهم.

٢- هل يمكن استخدام نموذج التسعير المرجح للتنبؤ بعوائد الأسهم.

٢- اهمية البحث:

تتبع اهمية هذا البحث من قيامه بتناول احد النماذج الحديثة في التسعير وهي (APT)

الجهات ذات العلاقة كديوان الرقابة المالية، فضلاً عن ذلك توفر البيانات التي تغطي الفترة المختارة للبحث.

٧- اساليب جمع البيانات:

١. الجانب النظري:- تم الاعتماد على المصادر المتوفرة والمتمثلة بالكتب والرسائل والاطاريج 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 لهيأه الاوراق المالية العراقية.

١. الحدود المكانية:- سوق العراق للأوراق المالية.

٢. الحدود الزمانية:- تضمنت ستة عشر سنة للمدة ٢٠٠٤-٢٠١٩.

٦- مجتمع وعينة البحث:

يتكون مجتمع البحث من المصارف المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية خلال الفترة (٢٠٠٤-٢٠١٩) وقد اختار الباحث عينة البحث المكونة من (٦ مصارف) 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

ثانياً- الدراسات السابقة:-

١- الدراسات العربية

١- دراسة: (النواجة، ٢٠١٤).	
عنوان الدراسة	فُدرَة نماذج تسعير الاصول الرأسمالية في تحديد اسعار اسهم الشركات المدرجة في بورصة فلسطين.
عينة الدراسة	(٥) قطاعات شملت (٢٤) شركة للفترة ٢٠١١-٢٠١٣ .
هدف الدراسة	التعرف على فُدرَة نماذج التسعير الاصول 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 الفُدرَة التفسيرية لتلك النماذج.
الوسائل المالية والاحصائية المستخدمة	اعتمدت الدراسة على برنامج التحليل الاحصائي spss لإجراء الاختبارات الاحصائية التحليلية والتي : ١- تحليل الانحدار

<p>٢- اختبار التوزيع الطبيعي ٣- اختبار Wilcoxon للعينات المرتبطة.</p>	
<p>٢- دراسة: (الشهاب ٢٠١٥).</p>	
<p>اختبار قدرة نظرية تسعير المراجعة على تقييم الاسهم في الاسواق الناشئة (بالتطبيق على سوق عمان للأوراق المالية وامكانية الاستفادة منها في سوريا).</p>	<p>عنوان الدراسة</p>
<p>تتكون عينه الدراسة من (١٠٠) شركة مدرجة في سوق عمان المالي خلال الفترة المدروسة (٢٠١٣-٢٠٠٩) توزعت وفق القطاعات الآتية: ١- القطاع المالي (٤٢) شركة. ٢- قطاع الخدمات (٢٥) شركة. ٣- قطاع الصناعة (٣٣) شركة.</p>	<p>عينة الدراسة</p>
<p>تهدف الدراسة الى:- ١- التحقق من امكانية وجود اكثر من عامل (مصدر للخطر) يؤثر على تقلبات عوائد المحافظ المالية. ٢- تبيان فيما اذا كانت المتغيرات الاقتصادية الكلية تصلح كعوامل مفسرة لتقلبات عوائد المحافظ المالية وتحديد طبيعة هذه المتغيرات ومدى تأثيرها على تقلبات العوائد في السوق المدروس. ٣- تسليط الضوء على كيفية بناء نموذج نظرية تسعير المراجعة من خلال اسلوبي التحليل العاملي، وتحليل الانحدار المتعدد للمتغيرات الاقتصادية الكلية، واستنتاج نماذج رياضية خطية متعددة المتغيرات تقضي الى حساب معدل العائد المطلوب على الاستثمار في الاسهم او المحافظ المالية في السوق المدروس. ٤- توضيح اليه استخدام النماذج السابقة في تحديد معدل العائد المطلوب وبالتالي تقييم الاسهم.</p>	<p>هدف الدراسة</p>
<p>عدم صلاحية نظرية التسعير المرجح للتطبيق في سوق عمان المالي.</p>	<p>اهم الاستنتاجات</p>
<p>تمت جميع الاختبارات الاحصائية باستخدام برنامج (SPSS 20).</p>	<p>الوسائل المالية والاحصائية المستخدمة</p>

٢- الدراسات الاجنبية:-

1- Hammour, K. H. A. ,(2009).	
<p>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).</p> <p>دراسة إمكانية نموذج تسعير الأصول الرأسمالية ونموذج نظرية التسعير المرجح في توقع العوائد المتوقعة لتداول الأسهم في بورصة عمان.</p>	<p>عنوان الدراسة</p>
<p>جميع الشركات المساهمة العامة المدرجة والمتداولة في بورصة عمان والبالغ عددها (٣٧) للمدة ٢٠٠٠-٢٠٠٧.</p>	<p>عينة الدراسة</p>
<p>هو التحقق وفحص ما اذا كانت نماذج CAPM و APT قابلة للتطبيق لتقدير معدل عائد تداول الاسهم في سوق عمان للأوراق المالية (ASE).</p>	<p>هدف الدراسة</p>
<p>١- لا صلة لاستخدام العوائد الاولية او العوائد الزائدة لتقدير بيتا. ٢- لا علاقة لاستخدام مؤشر السعر المرجح لتقدير البيتا.</p>	<p>اهم الاستنتاجات</p>
<p>التحليل الاحصائي النوعي.</p>	<p>الوسائل المالية والاحصائية المستخدمة</p>

2- Johansson, R., & Petersson, P. ,(2019).	
<p>Arbitrage Pricing Theory: A study on the Stockholm Stock.</p> <p>نظرية تسعير المرجح: دراسة عن أسهم ستوكهولم.</p>	<p>عنوان الدراسة</p>
<p>(٧٧) سهماً في بورصة ستوكهولم (٣٢ سهماً من الشركات الكبيرة و ٢٥ من الشركات المتوسطة و ٢٠ من الشركات الصغيرة) للفترة ٢٠٠٢-٢٠١٧.</p>	<p>عينة الدراسة</p>
<p>هو تحليل عينه عشوائية من الاسهم وعوامل الاقتصاد الكلي المختارة لمعرفة اي من عوامل الاقتصاد الكلي التي تؤثر على بورصة ستوكهولم والقوائم المختلفة في بورصة ستوكهولم.</p>	<p>هدف الدراسة</p>
<p>ليس من الضروري ان جميع عوامل الاقتصاد الكلي له اثر على بورصة ستوكهولم للأوراق المالية</p>	<p>اهم الاستنتاجات</p>
<p>تم استخدام جميع البيانات وحسابها في برنامج Microsoft Excel.</p>	<p>الوسائل المالية والاحصائية المستخدمة</p>

مخاطر الشركة والعائد المتوقع وقدمه
الخبير الاقتصادي المشهور (Ross) ١٩٧٦
(Oyetayo & Olufemi: 2017,141)،
يبني هذا النموذج على فكرة ان الاسواق
المالية الكفوة 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
الاصول 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 الاسهم 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 المتوقع، وكما
يستخدم ايضاً في قرارات الانفاق الاستثماري
الذي يتوقف على صافي القيمة الحالية لحجم
التدفقات النقدية المتولدة (العامري، ٢٠١٠: ٥٧).

المبحث الثاني: اختبار نظرية

التسعير المرجح في التنبؤ بعوائد

الاسهم

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 ماركوفتزر 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 ب (CAPM)، والذي
يعتمد على معادلة رياضية سهلة الاستخدام
والنظيقي، 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 1965, Mossin)
1966) قد مهد الطريق لنموذج التسعير
المرجح (APT) الذي طور خلال
السبعينات وهذا النموذج يفسر العلاقة بين

ثانياً- مفهوم نظرية التسعير المرجح:

ان فشل 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 والتي طورت من قبل (Stephen Ross) في عام (١٩٧٦) 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). (APT) هي أداة لتقييم الأسهم طورها الخبير الاقتصادي (Ross Steven) عام ١٩٧٦، 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, & al, 2013:718). تقوم ل (APT)، بشراء ورقة مالية او اوراق مالية بسعر منخفض واعاده بيعها بسعر اعلى (Safitri & Sari,2019:62 ، فبينما لاقى نموذج تسعير الاصول الرأسمالية اعترافا واسعا، 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 توضح بشكل افضل بعدد من العوامل التي هي في أساس مفهوم عائد السوق، المستخدم في نموذج تسعير الاصول الرأسمالية، وبالنتيجة يمكن اعتبار نموذج التسعير كما لو أنه قد اشتق من نظرية المراجعة (مفلح ، ٢٠١٩ :٨٨).

وينظر إلى نموذج ل (APT) عادةً على أنها تطوير لنموذج ل (CAPM) الذي هو من واحد إلى أداة متعددة العوامل ، تُفضل ل (APT) نظراً لبساطتها في افتراضاتها وقدرتها على الاحتفاظ بخصائص قابلة

المحفظة التي ليس لها راس مال وتعتمد في البيع على المكشوف ولا توجد فيها مخاطرة، وتوصل (Ross) الى ان العلاقة الرياضية الاساسية 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 (-346: Ross, 1976). (347).

٢- افتراضات نظرية التسعير المرجح:

نظرية التسعير المرجح (APT) ، التي تم تطويرها في الأصل من قبل (Ross 1976) هي نموذج تسعير الأصول الذي يفسر الاختلاف المقطعي في العوائد، على غرار (CAPM) ، تبدأ لـ (APT) بافتراض حول عملية تحقيق العائد، فكل عائد من الأصول يرتبط ارتباطاً خطياً بعدة عوامل مشتركة بالإضافة إلى اضطراب الخاص به، اذ 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، والآخر له ميزة السماح للمستخدم بتكييف النموذج مع الأصل

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 اجل توضيح كيفية اشتقاق الصيغة الرياضية للنظرية لابد من استعراض بعض المفاهيم الاساسية :-

١- مفهوم المراجعة :-

يقصد بها اكتشاف الاوراق المالية غير المُسعرة بشكل صحيح، اي التي تكون قيمتها السوقية اقل من قيمتها الحقيقية، وتلك التي تكون قيمتها السوقية اعلى من قيمتها الحقيقية ، والعمل على شراء الاوراق الاولى وبيع الاوراق الثانية بنفس الوقت ، لتحقيق ارباح 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 ويبيعون في سوق أخرى لكسب ربح من المراجعة دون أي مخاطرة عليهم (Van Horne, & Wachowicz, 2005:258). تعتمد لـ (APT) على منطق المراجعة اذ توصل (Ross) مؤسس نظرية التسعير بالمراجعة الى ان لـ (APT) تستخدم محفظة المراجعة وليس محفظة السوق، وتعني محفظة المراجعة (Arbitrage Portfolio) تلك

التنافسي العام والذي يعرض عوائد الاصول 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 تخنفي 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

المعين الذي يتم تحليله ومن هذه الافتراضات هي :

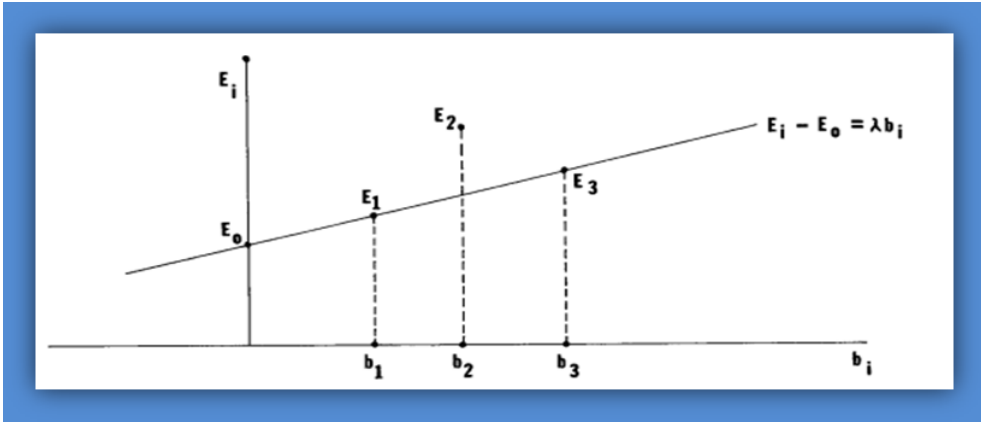
أ- تقوم النظرية على افتراض كفاءة سوق رأس المال، ومن ثم تفترض أن جميع المستثمرين يتداولون بقصد تعظيم الربح.

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 (Solanki , 2017:17).

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



الشكل (١) يوضح فرصة المراجعة

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

للأوراق الثلاثة على نفس الخط المستقيم عند التوازن في اسواق راس المال لأنه عند التوازن ستكون جميع الأوراق المالية تواجه نفس الخطر وتصبح العلاقة (الشهاب ٢٠١٥: ١١٧).

ثالثاً- الصيغة الرياضية لنظرية التسعير المرجح:

إن المنطق الأساسي للنظرية يتشابه مع نموذج تسعير الأصول الرأسمالية من حيث تقسيم المخاطر إلى مخاطر منتظمة تؤثر على جميع الأوراق المالية في السوق المالي، ولا يمكن تجنبها بالتنوع، ومخاطر خاصة بالشركة المصدرة وظروفها يمكن تجنبها من خلال التنوع، كما اشار الباحث سابقاً ان النظرية تقوم على أكثر من عامل يؤثر على عائد الورقة المالية المعنية، تعتبر كل هذه العوامل من المخاطر النظامية، من هذا

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 المتوقع 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

المنطق يمكن التعبير عن العائد المتوقع
وفقا لهذه النظرية بالصيغة الرياضية التالية

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

حيث ان :-

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

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

$\bar{R}i$: ويمثل معدل العائد المتوقع 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 (Brigham &)

(Ehrhardt,2013:955).

رابعاً- تطبيقات نظرية التسعير المرجح:

ان نظرية التسعير المرجح تفسح المجال للعديد من التطبيقات العملية نظراً لبساطتها ومرونتها، يتم تحفيز تطبيق (APT) في تخصيص الأصول 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 الحافطة 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 (Ajao & Igbekoui,2015:3). ويمكن النظر إلى نظرية تسعير المرجح على أنها امتداد لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية، ففي نموذج تسعير الأصول 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

على انها العامل الرئيسي الذي يؤثر على عوائد الاوراق المالية.

المبحث الثالث: الجانب العملي

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 ودراسة الفرضية لابد من وضع الانموذج الملائم للبيانات والذي يمثل مشكلة

العائد المتوقع من الاستثمار يعتمد بشكل خطي على العوامل (Hull,2018:13).

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 الاصول 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 الاسهم اذ أن نظرية التسعير بالمراجعة ترى أن العوامل الاقتصادية هي التي تؤثر على عوائد الاسهم (النواحة، ٢٠١٤: ٧٨-٧٩). وقد اضافة (مفلح، ٢٠١٩: ٨٨)، بان مشكلة نظرية التسعير المرجح هو عدم تحديدها للعوامل الاقتصادية التي تؤثر على الاوراق المالية على عكس نموذج تسعير الاصول الرأسمالية فأنها تحدد محفظة السوق

فهي اقل تأثيرا تنازليا لحين الوصول الى الانموذج (7) الاقل تأثيرا فقد بلغت قيمة معامل التحديد (٠.٣١٥) اما بالنسبة لاختبار تحليل التباين بين المتغيرات والذي يدرس مدى ملائمة خط انحدار البيانات وفرضية العدم الخاصة بأنموذج الانحدار اذ بلغ مستوى المعنوية (٠.٦٠٠) 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).

الدراسة تمثيلا دقيقا، فمن خلال الجدول (١) 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

جدول (١) يوضح 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

المصدر من اعداد الباحث بالاعتماد على برنامج (SPSS)

بين معدل العائد ومؤشر السوق اما بالنسبة للميل الحدي للتضخم فقد بلغ (-٠.٠١٠) اي ان العلاقة عكسية بين المتغيرين اما بالنسبة للنواتج المحلي فقد بلغ الميل الحدي)

يلاحظ من الجدول (٢) 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

التجاري، سعر الفائدة) اما بالنسبة للأنموذج (٤) فقد تم حذف المتغيرات (عرض النقد، الميزان التجاري، سعر الفائدة) اما بالنسبة للأنموذج (٥) فقد تم حذف المتغيرات (التضخم، عرض النقد، الميزان التجاري، سعر الفائدة) اما بالنسبة للأنموذج (٦) فقد تم حذف المتغيرات (التضخم، عرض النقد، سعر الصرف، الميزان التجاري، سعر الفائدة) اما بالنسبة للأنموذج (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.

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) للأنموذج (٢)، اما بالنسبة للأنموذج (٣) فقد تم حذف (الميزان

جدول (2) يوضح 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
	الناتج 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	-0.009	.012	-.357	-.798	.035
	الناتج 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	.041
3	(Constant)	1.921	17.747		.108	.916
	مؤشر السوق	1.094	.538	.728	2.036	.010
	التضخم	-.008	.010	-.304	-.802	.034
	الناتج 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	.035
4	(Constant)	1.034	16.565		.062	.951
	مؤشر السوق	1.018	.507	.677	2.008	.008
	التضخم	-.004	.007	-.146	-.537	.033
	الناتج المحلي	-.993	.800	-.425	-1.241	.020
	سعر الصرف	-2.395	3.442	-.218	-.696	.031
5	(Constant)	2.971	14.301		.208	.839
	مؤشر السوق	.971	.483	.646	2.011	.007
	الناتج المحلي	-.798	.689	-.341	-1.158	.022
	سعر الصرف	-2.090	3.283	-.190	-.637	.030
6	(Constant)	1.215	13.680		.089	.931
	مؤشر السوق	1.108	.422	.736	2.624	.0٠٦
	الناتج المحلي	-.704	.656	-.301	-1.073	.02٥
7	(Constant)	11.646	9.679		1.203	.250
	مؤشر السوق	.844	.345	.561	2.445	.005

المصدر من اعداد الباحث بالاعتماد على برنامج (SPSS)

٢- المصرف التجاري العراقي

الملائم لها ولدراسة الفرضية لابد من وضع الانموذج الملائم للبيانات والذي يمثل مشكلة الدراسة تمثيلا دقيقا ، فمن خلال الجدول (٣) 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

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

لاختبار تحليل التباين بين المتغيرات والذي يدرس مدى ملائمة خط انحدار البيانات وفرضية العدم الخاصة بأنموذج الانحدار اذ بلغ مستوى المعنوية (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)

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 تنازلياً لحين الوصول الى الانموذج (٥) الاقل تأثيرا فقد بلغت قيمة معامل التحديد (٠.٤٠٠). اما بالنسبة

جدول رقم (٣) يوضح معامل تحديد افضل نموذج للمصرف التجاري العراقي

المصدر من اعداد الباحث بالاعتماد على برنامج (SPSS)

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

يلاحظ من الجدول (٤) 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 للنواتج المحلي فقد بلغ الميل الحدي (٥.٣٠٧) اما بالنسبة لسعر الصرف فقد بلغ

المتغيرات (عرض النقد، الميزان التجاري، سعر الصرف) اما بالنسبة للأنموذج (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.

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) للأنموذج (٢) اما بالنسبة للأنموذج (٣) فقد تم حذف (الميزان التجاري، سعر الصرف) اما بالنسبة للأنموذج (٤) فقد تم حذف

جدول (4) يوضح قيم تأثير المتغيرات المستقلة على معدل العائد للمصرف التجاري العراقي

المصدر من اعداد الباحث بالاعتماد على برنامج (SPSS)

قياس التأثير واختيار الانموذج الافضل للبيانات تبين ان قيمة ($R^2 = ٠.٥٩٨$) والذي يعني (معامل تحديد افضل نموذج) اي ان المتغيرات المستقلة تفسر (٥٩%) 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 (٤١%) 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

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) 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 (٥) وبعد

بلغ مستوى المعنوية (٠.٣٠٦) 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)

الى الانموذج (٦) الاقل تأثيرا فقد بلغت قيمة معامل التحديد (٠.٤٨٧). اما بالنسبة لاختبار تحليل التباين بين المتغيرات والذي يدرس مدى ملائمة خط انحدار البيانات وفرضية العدم الخاصة بأنموذج الانحدار اذ

جدول رقم (5) يوضح 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

المصدر من اعداد الباحث بالاعتماد على برنامج (SPSS)

من (٠.٠٥) بعد اجتيازه اختبار (t). اما بالنسبة للحد الثابت فقد بلغت قيمته (٢٣.٩٠٩) وهذا يدل على 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

يلاحظ من الجدول (٦) 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

على ان (الناتج المحلي و سعر الفائدة) في كافة النماذج ذو تأثير مهم وفعال في التنبؤ بعوائد الاسهم وهما الاقوى تأثيرا في معدل عائد الأسهم.

حذف المتغيرات (سعر الصرف، عرض النقد، التضخم، مؤشر السوق)، اما بالنسبة للأنموذج (٦) فقد تم حذف المتغيرات (الميزان التجاري، سعر الصرف، عرض النقد، التضخم، مؤشر السوق) مما يدل

جدول (6) يوضح قيم تأثير المتغيرات المستقلة على معدل العائد لمصرف الخليج التجاري

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	.0٢٥
	الناتج المحلي	.572	.426	.406	1.343	.0٣٠
	سعر الصرف	-1.276	1.624	-.193	-.785	.0٤٤

	عرض النقد	-.245	.516	-.137	-.475	.04٥
	الميزان التجاري	.030	.026	.269	1.151	.0٤١
	سعر الفائدة	-.443	.159	-.663	-2.789	.02٢
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	.0٠٣
	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) لا بد من وضع الفرض الملائم لها ولدراسة الفرضية لا بد من وضع الانموذج

الملائم للبيانات والذي يمثل مشكلة الدراسة تمثيلا دقيقا ، فمن خلال الجدول (٧) 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 الازخطاء العشوائية في اختيار الاجابة المحددة او يعزى الى اخطاء غير معروفة اذ بلغت قيمتها (٣٤%) اما

يدرس مدى ملائمة خط انحدار البيانات وفرضية العدم الخاصة بأنموذج الانحدار اذ بلغ مستوى المعنوية (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)

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

جدول رقم (٧) يوضح 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

المصدر من اعداد الباحث بالاعتماد على برنامج (SPSS)

النقد فقد بلغ الميل (٠.٧٦٨) اما بالنسبة لمتغير الميزان التجار (٠.٠٣٥) اما بالنسبة لمتغير سعر الفائدة فقد بلغ الميل الحدي (-٠.٤٧٣) بمستوى معنوية اقل من (٠.٠٥) بعد اجتيازه اختبار (t). اما بالنسبة للحد الثابت فقد بلغت قيمته (21.782) وهذا يدل على قبول الفرضية الاساسية (العدم) مما يدل على وجود تأثير للمتغيرات المستقلة على عوائد الاسهم بمستوى معنوية اقل من (٠.٠٥) .

يلاحظ من الجدول (8) ان معامل (β) والذي يمثل تأثير كل متغير من المتغيرات المستقلة اذ بلغ الميل الحدي لمؤشر السوق (٠.٠٦٩) مما يدل على ان العلاقة طردية بين معدل العائد ومؤشر السوق اما بالنسبة للميل الحدي للتضخم فقد بلغ (-٠.٠٠٢) اي ان العلاقة عكسية بين المتغيرين اما بالنسبة للنتائج المحلي فقد بلغ الميل الحدي (-٠.٩١٨) اما بالنسبة لسعر الصرف فقد بلغ الميل (-٢.٤٩١) اما بالنسبة لعرض

لأنموذج (٦) فقد تم حذف المتغيرات (الناجح المحلي، الميزان التجاري، عرض النقد ، التضخم، مؤشر السوق) اما بالنسبة لأنموذج (٧) 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.

فبالنسبة للنماذج (2,3,4,5,6,7) وبعد اجراء اسلوب الحذف التراجعي اذ تم حذف المتغير الاقتصادي (مؤشر السوق) للنموذج (٢) اما بالنسبة لأنموذج (٣) فقد تم حذف (التضخم ، مؤشر السوق) اما بالنسبة لأنموذج (٤) فقد تم حذف المتغيرات (عرض النقد، التضخم، مؤشر السوق) اما بالنسبة لأنموذج (٥) فقد تم حذف المتغيرات (الميزان التجاري، عرض النقد، التضخم، مؤشر السوق) اما بالنسبة

جدول (8) يوضح قيم تأثير المتغيرات المستقلة على معدل العائد لمصرف الاستثمار العراقي

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	.04٩
	التضخم	-.002	.006	-.154	-.409	.0٤٧
	الناتج المحلي	-.918	.643	-.693	-1.429	.0٤٠
	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	.0٣٥
	سعر الفائدة	-.412	.130	-.655	-3.161	.0١٢
7	(Constant)	16.398	5.061		3.240	.006
	سعر الفائدة	-.403	.134	-.641	-3.013	.010

المصدر من اعداد الباحث بالاعتماد على برنامج (SPSS)

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 (٩) 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 (49%) 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 تنازليا لحين الوصول الى الانموذج (7) الاقل تأثيرا فقد بلغت قيمة معامل التحديد (0.٣٢٢). اما بالنسبة لاختبار تحليل التباين بين المتغيرات والذي يدرس مدى ملائمة خط انحدار البيانات

وفرضية العدم الخاصة بأنموذج الانحدار اذ بلغ مستوى المعنوية (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 رقم (9) يوضح 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

المصدر من اعداد الباحث بالاعتماد على برنامج (SPSS)

وهذا يدل على قبول الفرضية الاساسية (العدم) مما يدل على وجود تأثير للمتغيرات المستقلة على عوائد الاسهم بمستوى معنوية اقل من (٠.٠٠٥) .
 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

يلاحظ من الجدول (١٠) 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 (-٠.٠٠٠١) 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 (٠.٠٠٠٦) 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)

يدل على ان مؤشر السوق في كافة النماذج ذو تأثير مهم وفعال في التنبؤ بعوائد الاسهم وهو الاقوى تأثير في معدل عائد الأسهم.

(الميزان التجاري، سعر الصرف ، سعر الفائدة ، التضخم ، عرض النقد) اما بالنسبة للأنموذج (٧) فقد تم حذف المتغيرات (النتاج المحلي، الميزان التجاري، سعر الصرف ، سعر الفائدة ، التضخم ، عرض النقد) مما

جدول (10) يوضح قيم تأثير المتغيرات المستقلة على معدل العائد لمصرف الشرق الاوسط

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	.0١٣
	التضخم	-.001	.011	-.032	-.065	.0٣٩
	النتاج المحلي	-.544	1.303	-.267	-.417	.0١٤
	سعر الصرف	-2.253	3.779	-.236	-.596	.0٢٥
	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
	النتاج 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
	النتاج المحلي	-.512	.788	-.252	-.649	.018
	سعر الصرف	-2.186	3.221	-.229	-.679	.030
	الميزان التجاري	.035	.043	.216	.795	.025

	سعر الفائدة	-0.087	.331	-.091	-.264	.035
4	(Constant)	11.878	13.061		.909	.385
	مؤشر السوق	.806	.440	.617	1.830	.008
	النتائج 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
	النتائج المحلي	-.523	.619	-.257	-.844	.022
	الميزان التجاري	.032	.040	.197	.796	.030
6	(Constant)	8.807	12.169		.724	.٤٨٣
	مؤشر السوق	.884	.375	.676	2.355	.006
	النتائج المحلي	-.380	.584	-.187	-.651	.025
7	(Constant)	14.439	8.369		1.725	.108
	مؤشر السوق	.742	.298	.568	2.485	.005

المصدر من اعداد الباحث بالاعتماد على برنامج (SPSS)

٦- مصرف سومر
 فرضية العدم : عدم وجود تأثير ذو دلالة
 معنوية لعوامل نظرية التسعير المرجح على
 عوائد الاسهم
 لدراسة اثر المتغيرات المستقلة والمتمثلة بـ (مؤشر السوق والتضخم والنتائج المحلي وسعر الصرف وعرض 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 تمثيلا دقيقا ، فمن خلال الجدول (١١) وبعد قياس التأثير واختيار الانموذج الافضل للبيانات تبين ان قيمة (٠.٦٣٦ = R^2) 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 تأثيرا تنازليا لحين الوصول الى الانموذج (٤) الاقل تأثيرا فقد بلغت قيمة معامل التحديد (٠.٥٤٧). اما بالنسبة لاختبار تحليل التباين بين المتغيرات والذي يدرس مدى ملائمة خط انحدار البيانات

٦- مصرف سومر
 فرضية العدم : عدم وجود تأثير ذو دلالة
 معنوية لعوامل نظرية التسعير المرجح على
 عوائد الاسهم
 لدراسة اثر المتغيرات المستقلة والمتمثلة بـ (مؤشر السوق والتضخم والنتائج المحلي وسعر الصرف وعرض 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 تمثيلا دقيقا ، فمن خلال الجدول (١١) وبعد قياس التأثير واختيار الانموذج الافضل للبيانات تبين ان قيمة (٠.٦٣٦ = R^2) 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 تأثيرا تنازليا لحين الوصول الى الانموذج (٤) الاقل تأثيرا 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 مستوى المعنوية (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 رقم (١١) يوضح 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

المصدر من اعداد الباحث بالاعتماد على برنامج (SPSS)

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 للأتمودج (٣) فقد تم حذف
 (مؤشر السوق، الميزان التجاري) اما
 بالنسبة للأتمودج (٤) فقد تم حذف
 المتغيرات (سعر الفائدة، مؤشر السوق،
 الميزان التجاري) مما يدل على ان (التضخم
 والنتاج المحلي و سعر الصرف و عرض
 النقد) في كافة النماذج ذو تأثير مهم
 وفعال في التنبؤ بعوائد الاسهم والاقوى تأثيرا
 في معدل عائد الأسهم.

يلاحظ من الجدول (١٢) 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 للنتاج 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 قبول الفرضية
 الاساسية (العدم) مما يدل على وجود
 تأثير للمتغيرات المستقلة على عوائد الاسهم

ما تبقى يعتبر من الاخطاء العشوائية في اختيار الاجابة المحددة او يعزى الى اخطاء غير معروفة اذ بلغت قيمتها (٣٧%) اما بالنسبة لقياس دور العلاقة بين المتغيرات فقد بلغت قيمة (R=0.796) 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 مستوى المعنوية (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)

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 والناجح المحلي وسعر الصرف وعرض النقد والميزان 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 (١٣) 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 (٦٣%) تؤثر في المتغير التابع (y) اي ان

جدول رقم (١٣) يوضح 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

المصدر من اعداد الباحث بالاعتماد على برنامج (SPSS)

المستقلة اذ بلغ الميل الحدي لمؤشر السوق (0.018) مما يدل على ان العلاقة طردية

يلاحظ من الجدول (١٤) ان معامل (β) والذي يمثل تأثير كل متغير من المتغيرات

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.

بين معدل العائد ومؤشر السوق اما بالنسبة للميل الحدي للتضخم فقد بلغ (١.٨٨٥) اي ان العلاقة عكسية بين المتغيرين اما بالنسبة للناتج 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 قبول الفرضية الاساسية (العدم) مما يدل على وجود تأثير للمتغيرات

جدول (١٤) يوضح قيم تأثير المتغيرات المستقلة على معدل العائد جميع المصارف

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	-0.042	.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	.0٢٠
	عرض النقد	-1.928	.762	-.898	-2.530	.0٢٢
	الميزان التجاري	-.037	.030	-.280	-1.243	.٠٣٠
5	(Constant)	1357.516	1009.654		1.345	.206
	مؤشر السوق	.017	.006	.884	2.860	.0٠٨
	التضخم	1.790	.629	1.064	2.843	.0١8
	عرض النقد	-1.837	.777	-.856	-2.364	.0٢٠

المصدر من اعداد الباحث بالاعتماد على برنامج (SPSS)

المبحث الرابع : الاستنتاجات

يشمل هذا المبحث اهم الاستنتاجات التي توصل اليه البحث والتي تم الاستناد اليها عن طريق نتائج التحليل الاحصائي وكذلك اختبار قدرة النموذج على التنبؤ وهي كالاتي:

١. اظهرت نتائج التحليل الاحصائي عند استخدام طريقة (Backward) ان مؤشر السوق ذات دور واهمية في التأثير على عوائد الاسهم على الرغم من تأثير باقي المؤشرات الاقتصادية .

٢. اظهرت نتائج التحليل الاحصائي ومن خلال اختبار تحليل التباين رفض فرضية

العدم والتي تنص على (عدم وجود تأثير ذات دلالة معنوية لعوامل نظرية التسعير المرجح على عوائد الاسهم) لكون جميع مستويات المعنوية اقل من (٠.٠٥) لجميع المصارف .

٣. اظهرت نتائج التحليل الاحصائي ان جميع المؤشرات الاقتصادية ذات دلالة معنوية اقل من (٠.٠٥) لعائد المصارف عينة الدراسة اذ ان (مؤشر السوق ،التضخم ، عرض النقد) الاقوى تأثير في معدل عائد الاسهم .

٤. اظهرت نتائج اختبار قدرة النموذج على التنبؤ في امكانية استخدام النموذج للتنبؤ بعوائد الأسهم.

٥. اظهرت نتائج اختبار قدرة النموذج على التنبؤ الى صلاحية (APT) في التنبؤ بعوائد الأسهم في سوق العراق للأوراق المالية.

٦. اظهرت نتائج اختبار قدرة النموذج على التنبؤ الى صلاحية (APT) في التنبؤ بعوائد الأسهم في سوق العراق للأوراق المالية.

٤. اظهرت نتائج اختبار قدرة النموذج على التنبؤ في امكانية استخدام النموذج للتنبؤ بعوائد الأسهم.

٥. اظهرت نتائج اختبار قدرة النموذج على التنبؤ الى صلاحية نظرية التسعير المرجح

المصادر

أولاً: المصادر العربية

- ١- الراوي، خالد وهيب،(٢٠٠٩)، " ادارة المخاطر المالية"، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان.
- ٢-الشهاب، ايمن،(٢٠١٥)، "اختبار قدرة نظرية تسعير المراجعة على تقييم الأسهم في الاسواق الناشئة"، كلية الاقتصاد، جامعة حلب، اطروحة دكتوراه.
- ٣- العامري، محمد علي ابراهيم،(٢٠١٠)، "الادارة المالية المتقدمة"، ط١، اثناء للنشر والتوزيع، مكتبة الجامعة ، الشارقة، الاردن.
- ٤- العامري، محمد علي ابراهيم،(٢٠١٣)، " الادارة المالية الحديثة"، ط١، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الاردن.
- ٥- مشرقي، حسن و الشهاب، ايمن،(٢٠١٤)،" اختبار نموذج تسعير الاصول الرأسمالية في سوق دمشق للأوراق المالية"، مجلة جامعة البعث، المجلد ٣٦، العدد١، ٢٥٥-٢٨٦.
- ٦- مفلح ، هزاع ،(٢٠١٩)، "ادارة الاستثمار والمحافظ الاستثمارية".
- ٧-النواجحة، فؤاد عبد الحميد حسن،(٢٠١٤)، " قدرة نماذج تسعير الاصول الرأسمالية في تحديد اسعار اسهم الشركات المدرجة في بورصة فلسطين- دراسة تحليلية مقارنة"، رسالة ماجستير، الجامعة الاسلامية، غزة.

ثانياً: المصادر الانكليزية

- 1-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.
- 2-Hull, J., (2012)," Risk management and financial institutions,+ Web Site" (Vol. 733), John Wiley & Sons.
- 3-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.
- 4-Berry, M. A., Burmeister, E., & McElroy, M. B., (1988), "Sorting out risks using known APT factors", Financial Analysts Journal, 44(2), 29-42.
- 5-Van Horne, J. C., & Wachowicz, J. M. (2005)," Fundamentals of

financial management", 12th ,
Pearson Education.
6-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.
7-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.
8-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).

9-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.

10-Solanki, K. N. (2017),
Investor sentiment as a factor in
an APT model: an international
perspective using the FEARS
index (Doctoral dissertation).

11-Ehrhardt, Michael, C., &
Brigham, Eugene, F., (2013), "
Financial Management", Theory
and Practice, 13th Ed.