Journal of
TANMIYAT AL-RAFIDAIN
(TANRA)
A scientific, quarterly, international, open access, and peer-reviewed journal

Vol. 44 , No. 145
March 2025

© University of Mosul | College of Administration and Economics, *Mosul, Iraq.*

TANRA retain the copyright of published articles, which is released under a "Creative Commons Attribution License for CC-BY-4.0" enabling the unrestricted use, distribution, and reproduction of an article in any medium, provided that the original work is properly cited.

Citation: Mohammed, M. M., & Mohammed, M. F. (2025). "Determinants of the risk premium of the Iraq Stock Exchange portfolio for the period 2005-2023". ***TANMIYAT AL-RAFIDAIN***, 44 (145), 184 -203, https://doi.org/10.33899/tanra.2024.154012.1416

P-ISSN: 1609-591X
e-ISSN: 2664-276X
tanmiyat.uomosul.edu.iq

Research Paper

Determinants of the risk premium of the Iraq Stock Exchange portfolio for the period 2005-2023

Media M. Mohammed [1]; Mohammed F. Mohammed[2]
(1&2) Department of Financial and Banking Sciences, College of Administration and Economics, University of Mosul, Mosul, Iraq.

Corresponding author: Mohammed F. Mohammed, Department of Financial and Banking Sciences, College of Administration and Economics, University of Mosul, Mosul, Iraq.
mohamed_fawzi@uomosul.edu.iq

DOI: 10.33899/tanra.2024.154012.1416

Article History: *Received*: 25/9/2024; *Revised*:25/10/2024; *Accepted*: 11/11/2024 ; *Published*:1/3/2025 .

Abstract
The research focuses on estimating and analyzing the determinants of equity risk premium in the Iraq Stock Exchange for the period (2005-2023) using the Autoregressive Distributed Lag (ARDL) model to analyze quarterly observations used to build an investment portfolio for the market index in general (market portfolio). Thus, the research focuses on estimating and analyzing economic, financial, and accounting determinants and demonstrating the impact of these determinants on the market portfolio risk premium. The results of the study indicated that the economic variables (risk aversion, inflation, interest rate, and exchange rate) have a significant and consistent effect on the expected signal in determining the equity risk premium. That is, these variables act as major determinants of the additional returns required on investments, which indicates the ability of these variables to explain changes in asset pricing in the long term. Despite the clear impact of these variables, liquidity and information quality did not show a significant effect. Therefore, the results of the study confirm the importance of macroeconomic variables in shaping the equity risk premium. Therefore, the authorities responsible for economic policies in Iraq must work to stabilize these variables in a way that enhances investor confidence in the market.

Keywords:
Equity Risk Premium Determinants, risk aversion, pricing models, investment portfolio.

ورقة بحثية:

محددات علاوة مخاطر محفظة سوق العراق للأوراق المالية للمدة 2005-2023

ميديا مهدي محمد[1]، محمد فوزي محمد[2]

[2&1] قسم العلوم المالية والمصرفية، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة الموصل، الموصل، العراق.

المؤلف المراسل: قسم العلوم المالية والمصرفية، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة الموصل، الموصل، العراق. mohamed_fawzi@uomosul.edu.iq

DOI: 10.33899/tanra.2024.154012.1416

تاريخ المقالة: *الاستلام*:2024/9/25 ؛ *التعديل والتنقيح*: 2024/10/25 ؛ *القبول*: 2024/11/11 ؛ *النشر*: 2025/3/1 .

المستخلص

يركز البحث على تقدير وتحليل محددات علاوة مخاطر الأسهم في سوق العراق للأوراق المالية للمدة (2005-2023) باستخدام أنموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة لتحليل مشاهدات ربع سنوية استخدمت لبناء محفظة استثمارية لمؤشر السوق بشكل عام (محفظة سوق)، بذلك يركز البحث على تقدير وتحليل محددات اقتصادية ومالية ومحاسبية وبيان أثر تلك المحددات في علاوة مخاطر محفظة السوق. حيث اشرت نتائج الدراسة أن المتغيرات الاقتصادية (تجنب المخاطرة، التضخم، سعر الفائدة، سعر الصرف) ذات تأثير معنوي ومتوافق مع الاشارة المتوقعة في تحديد علاوة مخاطر الأسهم. أي إن هذه المتغيرات تعمل كمحددات رئيسة للعوائد الاضافية المطلوبة على الاستثمارات، الأمر الذي يؤشر قوة تلك المتغيرات في تفسير تغيرات تسعير الموجودات في الأجل الطويل. وعلى الرغم من التأثير الواضح لتلك المتغيرات، إلا أن السيولة وجودة المعلومات لم تظهر تأثيرًا معنويًا. لذلك تؤكد نتائج الدراسة على أهمية المتغيرات الاقتصادية الكلية في تشكيل علاوة مخاطر الأسهم. لذلك يجب على الجهات المسؤولة عن السياسات الاقتصادية في العراق العمل على استقرار هذه المتغيرات بما يعزز ثقة المستثمرين في السوق.

الكلمات الرئيسة: محددات علاوة مخاطر الأسهم ، تجنب المخاطرة، نماذج التسعير، محفظة استثمارية.

مجلة

تنمية الرافدين

(TANRA): **مجلة علمية، فصلية، دولية، مفتوحة الوصول، محكمة.**

المجلد (44)، العدد (145)، آذار 2025

© جامعة الموصل | كلية الإدارة والاقتصاد، *الموصل، العراق.*

تحتفظ (**TANRA**) بحقوق الطبع والنشر للمقالات المنشورة، والتي يتم إصدارها بموجب ترخيص (Creative Commons Attribution) لـ (CC-BY-4.0) الذي يتيح الاستخدام، والتوزيع، والاستنساخ غير المقيد وتوزيع للمقالة في أي وسيط نقل، بشرط اقتباس العمل الأصلي بشكل صحيح.

الاقتباس: محمد، ميديا مهدي؛ محمد، محمد فوزي (2025). " محددات علاوة مخاطر محفظة سوق العراق للأوراق المالية للمدة 2005-2023"
تنمية الرافدين، 44 (145)، 185-203،
https://doi.org/10.33899/tanra.2024.154012.1416

P-ISSN: 1609-591X
e-ISSN: 2664-276X
tanmiyat.uomosul.edu.iq

المقدمة

تعد سوق العراق للأوراق المالية مؤسسة مالية ذات اهمية في مجريات الاقتصاد العراقي، نتيجة اهميتها في تشخيص القوى المتغيرة والتفاعلية التي تشكل مجتمعة الحركات والاتجاهات والأداء العام لمؤشر السوق الذي يعكس الحالة الاقتصادية للبلد، وإن مناقشة محددات علاوة مخاطر الأسهم ضمن هذا المجال يحمل أهمية بالنسبة للمستثمرين وصناع السياسات والباحثين على حد سواء. فعندما يتحرك، ويتأثر مؤشر سوق العراق للأوراق المالية وعائد المحافظ الاستثمارية نتيجة التقلبات في مجموعة من المتغيرات الاقتصادية والمالية والمحاسبية، عندها تصبح عملية دراسة وتحليل علاوة مخاطر الأسهم أمراً لا غنى عنه. لذلك تهدف هذه الدراسة إلى مناقشة وتفسير تلك العلاوة، والسعي لاختبار المحددات التي تسهم في تقلبها.

مشكلة البحث

تمثل سوق العراق للأوراق المالية مؤسسة مالية حيوية في الإطار الاقتصادي للبلاد ، ولكن لا تزال هناك أبحاث غير كافية حول العوامل التي تؤثر في علاوة مخاطر الأسهم في السوق. وتفرض هذه الفجوة البحثية تحديات كبيرة على المستثمرين وصناع السياسات والأكاديميين الذين يسعون إلى فهم شامل لتلك المحددات. ولمعالجة هذه الفجوة، لابد من تحديد هذه العوامل، وتقييم تأثيرها في علاوة محفظة السوق ومعرفة مدى الاستفادة من الأدلة التجريبية لتعزيز استراتيجيات الاستثمار وإدارة المخاطر.

اهمية البحث

تساعد الدراسة واضعي السياسات والهيئات التنظيمية الاستفادة من مناقشة الأفكار حول محددات علاوة مخاطر الأسهم لصياغة سياسات كفوءة تساعد على تطوير اللوائح التي تعزز استقرار السوق، وحماية المستثمرين، والصحة العامة للنظام البيئي المالي. كما تسهم الدراسة في تطوير الأطر النظرية والنماذج التجريبية التي يمكن تطبيقها ليس فقط على سوق العراق للأوراق المالية ولكن أيضاً على الأسواق المالية الأخرى التي تواجه محددات مماثلة، الأمر الذي من شأنه أن يسهم في رفد المكتبة العربية ولو بجزئية بسيطة في هذا المجال.

فرضية البحث

يفترض تأثير فيشر أن أسعار الفائدة الاسمية تتكيف مع التضخم المتوقع، الأمر الذي يؤثر في العوائد المطلوبة على الأسهم. لذلك يمكن أن تؤدي توقعات التضخم المرتفعة إلى زيادة علاوة مخاطر الأسهم. كما أن ارتفاع أسعار الفائدة يؤدي الى زيادة تكلفة الاقتراض ومن ثم انخفاض أرباح الشركات، الأمر الذي يدفع المستثمرين إلى المطالبة بعلاوة مخاطر أعلى. ويرتبط ارتفاع معدلات النمو الاقتصادي بارتفاع أرباح الشركات المتوقعة لتتسبب تلك العلاقة بخفض علاوة مخاطر الأسهم مع انخفاض المخاطر المتوقعة. كما أنه من المفترض أن تؤثر التقلبات في أسعار الصرف على ربحية الشركات، مسببة بذلك ارتفاع علاوة مخاطر المحافظ الاستثمارية. كما أن المعلومات المالية عالية الجودة تقلل من عدم تماثل المعلومات ومخاطر الاستثمار، مؤدية

بذلك الى خفض علاوة الأسهم. ووفقا لنظرية تفضيل السيولة، يطالب المستثمرون بعلاوة مخاطر مرتفعة على الموجودات منخفضة السيولة للتعويض عن صعوبة تداولها. عليه يمكن وضع الفرضية الاتية:

(يوجد تأثير معنوي ذو دلالة إحصائية للمحددات (معدل التضخم، سعر الفائدة، معدل النمو الاقتصادي، سعر الصرف، جودة المعلومات، سيولة السوق، تجنب المخاطرة) في علاوة مخاطر محفظة السوق).

هدف البحث

1. إثراء الأدبيات المالية المتعلقة بعلاوة مخاطر الأسهم في الأسواق المالية، لتوفير مرجعاً مفيدًا للباحثين عبر مناقشة النظريات وتفسير مضاميتها وتقديم نتائج تحليلية تطبيقية مفصلة حول تأثير العديد من المحددات في علاوة مخاطر الأسهم.
2. استخلاص توصيات عملية من نتائج الدراسة لإرشاد استراتيجيات الاستثمار للمشاركين في السوق من مستثمرين وصانعي السياسات والمنظمين، بهدف المساهمة في التنمية والاستقرار المالي في سوق العراق للأوراق المالية.

حدود البحث ومبرراته

تُركز الدراسة على تحليل محددات علاوة مخاطر الأسهم في سوق العراق للأوراق المالية خلال المدة (2005–2023) باستخدام بيانات ربع سنوية لتشكيل 76 مشاهدة. إذ تم اختيار الحدود المكانية للدراسة بسبب أهمية سوق العراق للأوراق المالية بوصفها مؤشراً اقتصادياً رئيساً يعكس الأداء المالي والاقتصادي في العراق. كما أنه يمثل بيئة مناسبة لتحليل متضمنات علاوة مخاطر الأسهم. كما أن المدة الزمنية المختارة جاءت نتيجة اكتمال البيانات المطلوبة، فضلا عن أن هذه المدة تعبر عن مراحل اقتصادية هامة في العراق توفر فرصة لتحليل تأثير العديد من المتغيرات في علاوة مخاطر الأسهم عبر استخدام بيانات ربع سنوية تتيح القدرة على تحليل التقلبات والاتجاهات في علاوة المخاطر.

منهج البحث

إذ تم الاعتماد على المنهج الوصفي لتوضيح المفاهيم الاساسية لعلاوة المخاطر من خلال مراجعة شاملة للادبيات المالية في مجال الاسواق المالية ذات العلاقة بعلاوة المخاطر من أجل توصيف للعوامل المؤثرة. بعد ذلك، يستخدم البحث المنهج الكمي لاختبار العلاقات بين المتغيرات المحددة وعلاوة مخاطر الأسهم.

اولاً: مراجعة الدراسات السابقة

توفر الدراسات السابقة إطاراً نظرياً وتجريبياً يوجه منهجية البحث الحالية للوصول الى الفجوة البحثية في الادبيات المالية عبر توليف الدراسات السابقة ذات العلاقة بشكل منهجي ومن ثم البناء على النتائج السابقة والتحقق من صحتها، وذلك من أجل تعزيز دقة ومصداقية الدراسة والابتعاد عن التكرار وتجنب الازدواجية. لذلك تتضمن مراجعة الدراسات السابقة عرضاً مختصراً لمجموعة من الدراسات العلمية ومحتوياتها النظرية والتطبيقية والتي سترد وفق تسلسلها الزمني.

هدفت دراسة (Mehra & Prescott, 1985) إلى البحث عن سبب ارتفاع علاوة مخاطر الأسهم مقارنة بالعوائد الخالية من المخاطر، وتقديم تفسير لهذا اللغز المعروف في المالية. إذ غطت الدراسة مدة زمنية تمتد لعدة عقود 1889- 1978 اعتمدت بيانات تاريخية للأسواق المالية في الولايات المتحدة، منها بيانات العوائد على الأسهم والسندات الحكومية لتحديد حجم علاوة المخاطر. ومن ثم بناء أنموذج يتضمن تفضيلات المستهلك وتوقعات النمو لتفسير العوائد. فضلاً عن تحليل العوامل المؤثرة في عوائد الأسهم والسندات، منها مخاطر السوق وتقلباته. فيما سعت دراسة (Fama & French, 2002) إلى تقدير علاوة المخاطر الأسهم من خلال استخدام معدلات نمو الأرباح وتوزيعات الأرباح لقياس معدل الزيادة المتوقع في الارباح الرأسمالية باستخدام بيانات السنوية لمؤشر (S&P500) فضلاً عن بيانات الأسهم المدرجة في بورصة نيويورك.

ومن جانب آخر سعت دراسة (Chandorkar, 2013) الى مراجعة منهجية لمحددات وسلوك علاوة مخاطر الأسهم وذلك عبر مراجعة 543 مقالة علمية تختص بعلاوة مخاطر الأسهم. اذ تم تحديد عدة قيود وثغرات رئيسة في الدراسات منها عدم وجود إجماع على طريقة موحدة لتقدير علاوة مخاطر الأسهم. فيما قامت دراسة (Arant, 2014) بتحديد العوامل التي تؤثر في اختلافات علاوة مخاطر الأسهم بين البلدان. إذ ركزت الدراسة على تحليل العوامل الاقتصادية والسياسية والثقافية التي تسهم في تحديد حجم علاوة مخاطر الأسهم على المدى الطويل، وتشير الدراسة إلى أن زيادة تقلب الناتج المحلي الإجمالي يؤدي إلى زيادة في علاوة مخاطر الأسهم. فيما هدفت دراسة (Duarte & Rosa, 2015) إلى تحليل (20) أنموذجا لعلاوة مخاطر الأسهم واستخراج المكونات الرئيسية من هذه النماذج. ومن ثم دراسة التباين في منهجيات التقدير والتقديرات النهائية لعلاوة مخاطر الأسهم. واخيرا ربط مستوى علاوة مخاطر الأسهم مع العوامل الاقتصادية، مثل عوائد السندات .

كما قامت دراسة (Sanvicentey & Carvalhoz, 2020) بقياس علاوة المخاطر الضمنية كمتوسط لعينات كبيرة من أسعار الأسهم الفردية لكل شهر. فضلا عن تحليل السلاسل الزمنية لاختبار تأثير التغيرات في معدل سيولة السوق الأمريكية، ومخاطر ديون الدولة، وأسعار الفائدة في علاوة المخاطر. كما سعت دراسة (Kapp & Kristiansen, 2021)إلى تحليل تأثيرات السياسة النقدية في منطقة اليورو على علاوة مخاطر الأسهم. إذ تركز الدراسة على كيفية تأثير تغييرات السياسة النقدية على أسعار الأسهم، وكيف تؤثر في العائد المطلوب من المستثمرين. كماى هدفت دراسة (Londono & Nancy, 2021) إلى اختبار العلاقة بين علاوة مخاطر الأسهم الدولية من خلال ربط الأدلة التجريبية حول قدرة التنبؤ تباين علاوة مخاطر في السوق الأمريكية على عوائد الأسهم الدولية. تستند الدراسة إلى إطار تسعير الموجودات الدولية الذي يأخذ في الاعتبار الصدمات الاقتصادية العالمية، وصدمات الأسواق المالية، وصدمات تجنب المخاطر. كما أن دراسة (Damodaran, 2024)سعت إلى تحليل مجموعة من العوامل بوصفها محددات تؤثر في علاوة مخاطر الأسهم، وكيفية تقديرها، مع التركيز على أهمية علاوة المخاطر في تقييم الشركات والأسواق. واشرت الدراسة أن الأساليب المختلفة لتقدير علاوة مخاطر الأسهم تؤدي إلى قيم مختلفة، مما يتطلب اختيار الرقم المناسب للتحليل. كما

أشارت الدراسة إلى أن المدخل التاريخي لتقدير علاوة مخاطر الأسهم هو المدخل الاكثر استخداما وبشكل خاص في الأسواق التي تكون فيها البيانات متوفرة .

ومن خلال تحليل الدراسات السابقة التي تناولت علاوة مخاطر الأسهم يرى الباحثان أن هناك تبايناً كبيراً في الأساليب المستخدمة لتقدير علاوة مخاطر الأسهم. هذه الفجوة تشير إلى عدم وجود منهجية موحدة أو معتمدة عالمياً لتقدير علاوة المخاطر. وبالتالي، هناك حاجة لإجراء بحث يهدف إلى تطوير أنموذج شامل يمكن تطبيقه عالميا أو على الأقل توجيه الأدبيات نحو توافق أكبر بين المحددات والأساليب المستخدمة.

ثانياً: مفهوم علاوة مخاطر الأسهم

وفقًا للنظرية المالية، يتوقع أن تكون العلاقة بين المخاطر الاستثمارية (Investment risks) والعوائد الاستثمارية (Investment returns) لأي موجود استثماري علاقة إيجابية. واتساقاً مع الطريقة التقليدية يُنظَر إلى الأسهم على أنها تحمل مستوى أعلى من المخاطر مقارنة بالسندات الحكومية، بوصف الاخيرة استثمارا خالياً من المخاطر. وبناءً على ذلك، يتوقع أن تُولِّد الأسهم عوائداً أعلى من السندات الحكومية، مكونة بذلك علاوة يحصل عليها المستثمرون بوصفها تعويضاً عن تحمل المخاطر الإضافية المرتبطة بالاستثمار في الأسهم بدلاً من السندات. لذلك يُشار إلى هذه العوائد الفائضة التي تتجاوز معدل العائد الخالي من المخاطر بمصطلح علاوة مخاطر الأسهم (Chandorkar,2013,1).

وتوصف علاوة مخاطر الأسهم (Equity Risk Premium) والتي تكتب اختصاراً (ERP) بأنها التباين بين العائد المستقبلي المتوقع للأسهم والمعدل المتوقع الخالي من المخاطر عبر إطار زمني محدد سلفا كما في المعادلة الآتية (Duarte & Rosa, 2015, 3):

$$E_t[ERP_t] = E_t[R_t] - E_t[RF_t]$$

حيث إن $E_t[R_t]$ هو معدل العائد المتوقع للأسهم خلال المدة (t). في حين إن $E_t[RF_t]$ هو معدل العائد على اذونات الخزينة الخالي من الخطر خلال الافق الزمني ذاته. من هنا لهذا العائد الفائض (علاوة الخطر) دور في المجال المالي بوصفه مؤشراً رئيساً في تسعير الأسهم (Chen & Li, 2024, 1). فضلًا عن استخدامه مدخلاً في التنبؤ بأسعار الأسهم من خلال تحليل التدفق النقدي المخصوم (Discounted Cash Flow) للوصول الى القيمة الحقيقية للأسهم (Fama and French, 2002, 637). ناهيك عن دوره المحوري في قرارات تخصيص الموارد داخل الشركات واختلاف معاملات بيتا المحافظ الاستثمارية (Campbell, 1996, 341-342). لذلك خضعت عملية تحديد وتقدير علاوة مخاطر الأسهم لدراسات ونقاشات مكثفة في المجال الاقتصادي والمالي، وقدمت تعاريف ومنهجيات مختلفة.

ويرى (Siegel) أن أحد أهم التعاريف لعلاوة مخاطر الأسهم بانها العائد الاضافي المتوقع للأسهم نسبة إلى معدل خالٍ من المخاطر، والذي يمثله العائد على السندات الحكومية (Siegel, 2014, 87). كما يمكن النظر الى علاوة مخاطر الأسهم من منظور تجنب المخاطرة وتفضيلات المستثمرين. ووفقاً لوجهة النظر هذه، يطالب المستثمرون بعلاوة على الاحتفاظ بالأسهم للتعويض عن حالة عدم التأكد والخسارة المحتملة للثروة الناتجة عن التقلبات في أسعار الأسهم(Barberis & Thaler, 2002, 15). كما يمكن النظر الى علاوة

مخاطر الأسـهم بأنها تعبير كمي عن العلاوة التي يطلبها المسـتثمرون لتحمل المخاطر النظامية في محافظهم الاستثمارية. لذلك يحتاج المستثمرون إلى عائد متوقع أعلى للاستثمار في الأسهم بسبب التقلبات وعدم التأكد المرتبطة بأسواق الأسهم (Fama & French, 2015, 2-3).

ثالثاً: قياس علاوة المخاطر

وفقا لدراسـة (Praudins, 2012, 10) ودراسـة (Damodaran, 2024, 27) يتم تقدير علاوة مخاطر الأسهم وفق مدخلين :

- المدخل الأول، ويشـمل طريقة المسـح (Survey Method) : ووفقا لهذه الفئة او المدخل لابد من إجراء دراسات استقصـائية تتضـمن كلا من المستثمرين والأكاديميين والمديرين الماليين لاستقصـاء آرائهم حول علاوة مخاطر الأسهم المقدرة لفترات زمنية مختلفة.
- المدخل الثاني، ويشـــمل علاوة المخاطر التاريخية (Historical Premiums) : وهو المدخل الاكثر اســـتخداماً في الأدبيات المالية الذي يعتمد على البيانات التاريخية أو تقدير علاوة الأســـهم الضـــمنية (Implied equity premium) أو كما تسـمى علاوة الأسـهم السـابقة (Ex-Ante ERP)[1]. او لتقدير علاوة مخاطر الأسهم اللاحقة (Ex-post ERP)[2].

1. طريقة المسوحات

تتضمن طريقة المسوحات لتقدير علاوة مخاطر الأسهم جمع الآراء من المستثمرين والاكاديميين والمديرين، فيما يتعلق بتقديراتهم لعلاوة مخاطر الأسـهم على مدى فترات زمنية مختلفة. وتعتمد هذه الطريقة على التقييمات الذاتية لهؤلاء الأفراد لاستخلاص التوقعات حول العوائد المتوقعة من الاستثمارات في الأسهم (Damodaran, 2024, 28-34).

2. مدخل العلاوة التاريخية

وفقا لهذا المدخل يتم تقدير علاوة مخاطر الأسهم السابقة واللاحقة من خلال مجموعة من الأساليب وعلى النحو الآتي:

أ- علاوة مخاطر الأسهم السابقة:

يتم تقدير علاوة مخاطر الأسـهم السـابقة (Ex-Ante ERP) بواسطة النماذج المالية القياسية مثل أنموذج تسعير الموجودات الرأسمالية الاستهلاكية (CCAPM) (Chandorkar, 2013, 35)، وأساليب محاسبية مثل (استخدام البيانات المحاسبية الخاصة بالشركة)(O'Hanlon and Steele, 2000, 1064)، ونماذج السلاسل

[1] تشير إلى تقدير علاوة المخاطر التي يتم حسابها بناءً على توقعات المستثمرين حول المستقبل، مثل التوقعات الاقتصادية أو أداء السوق. تستخدم في صنع القرار الاستثماري قبل تحقق العوائد الفعلية، حيث تعتمد على معلومات متاحة مسبقا وتحليلات مستقبلية.

[2] تشير إلى علاوة المخاطر التي يتم قياسها بعد تحقق العوائد الفعلية، أي بعد حدوث الأحداث الاقتصادية والسوقية، وتعتمد على البيانات التاريخية وتقييم الأداء الفعلي للاستثمارات.

الزمنية ، والتحليل الأساسي (Fundamentals) الذي يختص باستخدام البيانات المالية مثل مقسوم الارباح (Duarte & Rosa, 2015, 6-9).

ب- علاوة مخاطر الأسهم اللاحقة:

في الواقع، يعد مدخل العلاوة التاريخية اللاحقة (Ex-post ERP) الأكثر استخدامًا لتقدير علاوة مخاطر الأسهم. وينطوي هذا المدخل على احتساب العوائد الفعلية لمؤشر السوق (R_{market}) التي تولدها الأسهم المدرجة في السوق على مدى مدة زمنية محددة ومقارنتها بالعوائد على الموجودات الخالية من المخاطر (R_f) لذات المدة الزمنية، والتي عادة ما تكون أوراق مالية حكومية. ثم يتم حساب الفرق بين هذين العائدين، ومن ثم ضرب النتيجة في درجة تغير عائد السهم للتغيرات في عائد مؤشر السوق، وهو ما يمثل علاوة المخاطر التاريخية (ERP) كما في المعادلة الآتية (Damodaran, 2024, 34):

$$ERP = \left(R_{market} - R_f\right).\beta$$

وعلى الرغم من ذلك لابد من القول بأن هذه التقديرات يمكن أن تختلف من باحث الى آخر. ويحددان (Derrig & Orr, 2003, 45) ثلاثة عوامل رئيسة تؤدي الى اختلاف التقدير، وهي الفترات الزمنية التي تعتمد للتقدير، والمعدلات الخالية من المخاطر ومؤشرات السوق، والاختلاف في المنهجيات المستخدمة لتحديد متوسط العائد، أي هل يتم استخدام المتوسط الهندسي ام المتوسط الحسابي. إذ تجدر الإشارة إلى أن المتوسط الهندسي غالبا ما يؤدي إلى تقديرات أقل لعلاوة مخاطر الأسهم، لا سيما في الحالات التي يواجه فيها سوق الأوراق المالية عوائد سلبية كبيرة في سنوات معينة ضمن مجموعة البيانات.

رابعاً: محددات علاوة مخاطر

في البداية قد يكون من الأهمية أن يتم التذكير بالمبدأ الذي لابد من أن يكون واضحاً، وهو أن لكل مستوى من العائد المتوقع، مستوى محدد من الخطر الذي يرافقه ويقترن به بعلاقة خطية وفق ما جاء في النظرية المالية. فإذا ما حدث وتغير هذا المستوى من العائد المتوقع فالنتيجة المتوقعة هو تغير في الخطر، لهذا السبب، اذا ما أُريدَ تتبع اسباب التغير يصبح من الواجب التعرف على الأسباب التي أدت بدالة العائد المتوقع الى الانتقال من مكانها. وانطلاقاً من هذا المبدأ سيتم مناقشة محددات علاوة مخاطر الأسهم وعلى النحو الاتي:

1. تجنب المخاطرة

إن النفور من المخاطرة (Risk Aversion) هو الميل إلى تفضيل نتائج معينة على نتائج غير مؤكدة، حتى لو كانت الأخيرة تقدم عوائد محتملة أعلى(Loang, 2023, 34-35). وهو جزء من نظرية المنفعة المتوقعة، حيث يقبل الأفراد الذين يكرهون المخاطرة عوائد أقل لتجنب عدم اليقين(Schechter, 2007, 66-67). حيث يؤدي النفور من المخاطرة الأعلى إلى عوائد أعلى مطلوبة (Guiso et al., 2008, 2557). وتؤثر عوامل مثل العمر وتفضيلات الاستهلاك على النفور من المخاطرة، حيث تؤدي التركيبة السكانية الأكبر سنًا والاستهلاك الحالي الأعلى والادخار الاقل إلى رفع علاوة مخاطر الأسهم. فضلاً عن ذلك، يؤثر عدم اليقين بشأن الاستهلاك في المستقبل بسبب الصدمات الاقتصادية أو السياسية على علاوة المخاطر (Damodaran, 2024, 11).

2. الخطر الاقتصادي

يشير الخطر الاقتصادي إلى الخسائر المالية المحتملة بسبب التغيرات في العوامل الاقتصادية الرئيسة مثل التضخم وأسعار الفائدة وأسعار الصرف والنمو الاقتصادي(Bodie et al., 2014, 149). ويؤثر على علاوة مخاطر الأسهم، حيث تشهد الاقتصاديات المستقرة عادة علاوة أقل(Damodaran, 2024, 12). وتُظهر الدراسات أن انخفاض التقلبات الاقتصادية، كما حدث في الولايات المتحدة في التسعينيات، يخفض من علاوة مخاطر الأسهم(Lettau et al., 2008, 1653). كما يؤكد (Segal & Shaliastovich, 2023, 1) هذه الفكرة من خلال ربط علاوة مخاطر الأسهم بعدم اليقين في الاقتصاد الكلي. ويؤكدون أن ارتفاع عدم اليقين يدفع المستثمرين والشركات إلى اعتماد استراتيجيات أكثر تحفظا لتخصيص رأس المال، مما يؤدي إلى انخفاض الاستثمارات في الموجودات الخطرة. كما يمكن لسياسات البنك المركزي، وخاصة تخفيضات أسعار الفائدة، أن تؤثر على علاوة مخاطر الأسهم من خلال الإشارة إلى المخاطر الاقتصادية المستقبلية (Laarits, 2022, 1).

3. جودة المعلومات

تسهل المعلومات المالية عالية الجودة إجراء تقييم مالي دقيق للأرباح والتدفقات النقدية المستقبلية، وبالتالي تقليل عدم اليقين، ومن ثم انخفاض المخاطر في الاسواق المالية (Biehl et al., 2023, 1). فيمكن أن تنتقل المخاطر الاقتصادية الى الاسواق المالية من خلال التقلبات في الأرباح والتدفقات النقدية التي أفصحت عنها الشركات المدرجة في السوق. إذ حدثت تغييرات كبيرة في كمية وجودة المعلومات المتاحة للمستثمرين على مدى العقدين الماضيين. ففي أواخر تسعينيات القرن الماضي يرى البعض من الباحثين بأن انخفاض علاوة مخاطر الأسهم التي لوحظت خلال تلك الفترة في الاسواق المالية الأمريكية كان بسبب حصول المستثمرين على معلومات ذات جودة عالية، ومابعد تلك الفترة لوحظ ارتفاع في علاوة المخاطر نتيجة انتشار الفضائح المحاسبية التي ادت الى انخفاض جودة المعلومات. وفي حقيقة الأمر أن سهولة الوصول إلى كميات كبيرة من المعلومات، والتي يتباين بعضها من حيث الموثوقية، يجعل المستثمرين أقل ثقة بشأن التنبؤات المستقبلية (Damodaran, 2024, 15).

4. سيولة السوق

تؤشر السيولة درجة السهولة التي يمكن بها شراء أو بيع سهم معين في السوق دون التأثير بشكل كبير على سعره. وتظهر الأسهم السائلة أحجام تداول عالية، وفروق هوامش منخفضة بين سعري العرض والطلب، لذلك تعتبر السيولة ذات أهمية للمستثمرين؛ لأنها تسمح لهم بالدخول والخروج من مراكز البيع والشراء بسرعة وبسعر عادل (Tetlock, 2007, 4). ووفقا لذلك تشكل السيولة مخاطر إضافية في اسواق المال فضلاً عن تلك الناتجة عن متغيرات الاقتصاد الكلي وعدم اليقين الناتج عن انخفاض جودة المعلومات المقدمة من الشركات. فعندما تنخفض سيولة الأسهم ، يواجه المستثمرون مخاطر انخفاض قيمة الأسهم الحقيقة المقدرة أو قد يواجهون ارتفاع تكاليف المعاملات عند محاولة بيع ممتلكاتهم من الأسهم. ونتيجة لذلك، قد يكون

المستثمرون على استعداد لدفع مبالغ أقل مقابل الأسهم في الوقت الحاضر، وبالتالي المطالبة بعلاوة مخاطر أعلى (Damodaran, 2024, 17).

خامساً: توصيف المنهجية التجريبية

أ- مصادر جمع البيانات

لإكمال الجانب التجريبي من البحث، تم الاعتماد على البيانات المالية الربع سنوية الواردة في التقارير الصادرة عن البنك المركزي العراقي وقاعدة بيانات البنك الدولي ومنظمة التعاون الاقتصادي والتنمية للفترة 2005-2023. إذ تم اختيار سبعة متغيرات مستقلة لهذه الدراسة بالاستناد الى الادبيات المالية السابقة بوصفها محددات لعلاوة مخاطر الأسهم.

ب- المتغيرات المستقلة

1. تجنب المخاطرة هو تفضيل المستثمرين للاستثمارات والقرارات التي تنطوي على مستوى أقل من عدم اليقين (Damodaran, 2024, 11-12). وقد تم التعبير عنها بمعدلات الادخار السنوية التي تم الحصول عليها من قاعدة بيانات البنك الدولي ومنظمة التعاون الاقتصادي والتنمية. إن معدلات الادخار بيانات سنوية للمدة من 2005 إلى 2023، وقد تم تحويلها إلى بيانات ربع سنوية باستخدام طريقة (Quadratic).
2. التضخم هو الزيادة المستمرة في المستوى العام لأسعار السلع والخدمات في الاقتصاد خلال مدة زمنية محددة (Kyriacou et al., 2006, 345). وقد تم الحصول على معدلات التضخم الربع سنوية من قاعدة بيانات البنك المركزي العراقي.
3. سعر الفائدة هو تكلفة اقتراض المال أو العائد على الأموال المودعة في حسابات الادخار (Damodaran, 2024, 14). وقد تم الحصول على معدلات سعر الفائدة على الودائع الثابتة وبمشاهدات ربع سنوية من قاعدة بيانات البنك المركزي العراقي.
4. معدل النمو الاقتصادي هو الزيادة في القيمة الإجمالية للإنتاج والخدمات في اقتصاد معين خلال مدة زمنية محددة، وعادة ما يُقاس بنسبة مئوية (Lettau et al, 2008, 1683). وقد تم الحصول على بيانات الناتج المحلي الاجمالي (GDP) السنوي من قاعدة بيانات البنك المركزي العراقي. إن بيانات الناتج المحلي الاجمالي سنوية للمدة من 2005 إلى 2023، وقد تم تحويلها إلى بيانات ربع سنوية باستخدام طريقة (Quadratic). وتم استخدام المعادلة الآتية لاستخراج معدل النمو الاقتصادي:

$$Economic\ Growth\ Rate = \frac{GDP_t - GDP_{t-1}}{GDP_{t-1}} \times 100$$

اذ ان :

GDP_t = الناتج المحلي الإجمالي للفترة الحالية.

GDP_{t-1} = الناتج المحلي الإجمالي للفترة السابقة.

5. سعر الصرف هو القيمة التي يتم بها تبادل عملة وطنية بعملة أخرى. وقد تم الحصول على سعر الصرف الموازي للدينار العراقي وبمشاهدات ربع سنوية من تقارير البنك المركزي العراقي.

6. جودة المعلومات تشـير إلى مدى دقة وموثوقية المعلومات المالية التي تقدمها الشـركات للمسـتثمرين في السـوق المالي. ويعبر عادة عن جودة المعلومات بجودة الأرباح التي تعكس مدى ثبات وموثوقية الأرباح التي تعلن عنها الشـركات، وقد تم قياس جودة الأرباح من خلال مدى ثبات أرباح الشـركات أو نعومتها واستقرارها (Smoothness of Earnings)، وعادةً ما يتم حساب استقرار الارباح باستخدام معامل التباين للربحية، وهو يقيس مدى تقلب الأرباح على مدى فترة زمنية. يمكن التعبير عن هذه المعادلة على النحو الآتي: (Francis et al., 2004, 980)

$$Smoothness = \frac{Variance}{Mean\ Earnings}$$

حيث إن التباين (Variance) هو مقياس لمدى تباين الأرباح حول متوسـطها. في حين إن متوسـط الأرباح (Mean Earnings) هو الربح المتوسـط خلال الفترة الزمنية المحددة. ويمكن قياس تباين الأرباح وفق المعادلة الاتية :

$$Variance = \frac{(E_i - \bar{E})}{n-1}$$

إذ إن :

E_i = الأرباح (صافي الدخل قبل البنود غير الاعتيادية) في الفترة i .

$\bar{E}$ = متوسط الأرباح.

n = عدد المشاهدات .

كلما كان Smoothness أقل، كلما كانت الأرباح أكثر اسـتقرارا، مما يشـير إلى جودة أعلى للأرباح او جودة اعلى للمعلومات. وقد تم الحصـول على بيانات صـافي الدخل قبل البنود غير الاعتيادية وبمشـاهدات ربع سنوية من الحسابات الختامية (كشف الدخل) للشركات عينة الدراسة التي يمكن الحصول عليها من موقع هيئة سوق العراق للأوراق المالية.

7. سيولة السوق هي قدرة السوق على تنفيذ عمليات شراء وبيع الأسهم بسرعة وبأسعار قريبة من السعر السائد دون التأثير الكبير على سعر السهم. ويمكن تقسيم حجم التداول على القيمة السوقية للسوق للحصول على مؤشـر عام لنشـاط التداول في السـوق. هذا المؤشـر يعكس مدى سـيولة السـوق ونشـاطه بالنسـبة لحجمه الإجمالي(Sarr & Lybek, 2002, 11)، وقد تم الحصول على حجم التداول والقيمة السوقية وبمشاهدات ربع سنوية من قاعدة بيانات البنك المركزي العراقي والتقارير السنوية لسوق العراق للأوراق المالية.

ج- **المتغير المعتمد:** علاوة مخاطر محفظة السوق (Market Risk Premium) وتكتب اختصـاراً (MRP) تمثل العائد الإضـافي الذي يطلبه المسـتثمرون لمواجهة المخاطر المرتبطة بالسـوق بشـكل عام مقارنة بالموجودات الخالية من المخاطر. فهي تعكس تأثير المخاطر العامة التي تؤثر على جميع الأسـهم، مما يجعلها مؤشـراً أساسـياً لعلاوة المخاطر في تحليل الأسـواق المالية. ولقياس علاوة مخاطر محفظة السـوق، يتم مقارنة العائد المتوقع من السـوق بالعائد الذي يُعتبر خالياً من المخاطر. ويمكن قياسـها باسـتخدام

البيانات التاريخية للعوائد الربع سنوية لمؤشر سوق العراق للأوراق المالية. ولاحتساب عائد مؤشر السوق (R_m) يتم استخدام المعادلة الآتية :

$$R_m = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}} \times 100$$

اذ ان :

R_m = عائد مؤشر السوق.

P_t = سعر إغلاق مؤشر السوق في الفترة t.

P_{t-1} = سعر إغلاق مؤشر السوق في الفترة $t-1$.

الجدول (1) متغيرات الدراسة

المتغير المعتمد				
المتغيرات			الرمز	
علاوة مخاطر محفظة السوق			MRP	
المتغيرات المستقلة				
ت	المتغيرات	المؤشر	الرمز	التأثير المتوقع
1	تجنب المخاطرة	معدلات الادخار	RA	+
2	التضخم	معدلات التضخم	INF	+
3	سعر الفائد	سعر الفائد للودائع الثابتة	IR	+
4	النمو الاقتصادي	معدل النمو الاقتصادي	EG	−
5	سعر الصرف	سعر الصرف الموازي	ER	+
6	جودة المعلومات	تباين الارباح	QI	+
7	سيولة السوق	حجم التداول/القيمة السوقية	ML	−

المصدر: من إعداد الباحثين.

وقد تم الحصول على أسعار اغلاق مؤشر السوق من الموقع الرسمي لسوق العراق للأوراق المالية. وللحصول على علاوة مخاطر محفظة السوق (MRP) لابد من جمع البيانات الخاصة بالعائد الخالي من المخاطرة (R_f) الذي يعبر عنه بسعر الفائدة على اذونات الخزينة التي تم الحصول عليها من تقارير البنك المركزي العراقي وبمشاهدات ربع سنوية. ولقياس علاوة مخاطر السوق تم استخدام الصيغة الآتية:

$$MRP = R_m - R_f$$

عليه يمكن صياغة معادلة الانحدار لعلاوة مخاطر محفظة السوق (MRP) كما يأتي:

$$MRP = \beta_0 + \beta_1 . RA + \beta_2 . INF + \beta_3 . IR + \beta_4 . EG + \beta_5 . ER + \beta_6 . QI + \beta_7 . ML + \epsilon$$

سادساً: منهجية تقدير الأنموذج

إن المعني بمنهجية تقدير الأنموذج هو تقديم تفاصيل حول كيفية تحديد النموذج الذي سيتم استخدامه لتقدير الاثر في علاوة مخاطر الأسهم بناء على سلوك البيانات، ويتضمن ذلك اختبار التوزيع الطبيعي واختبار استقرارية السلاسل الزمنية لمتغيرات الدراسة وكما يأتي:

1. اختبار التوزيع الطبيعي

تم استخدام اختبار جارك_ بيرا (Jarque-Bera) الذي تقدمه البرمجية الإحصائية الجاهزة EViews، لمعرفة إذا كانت المتغيرات المعتمدة تتبع التوزيع الطبيعي، وكانت النتائج كما يأتي:

جدول (2) نتائج اختبار التوزيع الطبيعي

Dependent	Jarque-Bera	Probability
MRP	3.28399	0.19359
SRP	0.70562	0.70271
VRP	0.37362	0.82960

المصدر: إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برمجية EViews.10

حيث تشير نتائج اختبار جارك–بيرا (JB) إلى أن المتغيرات المعتمدة تتبع التوزيع الطبيعي، وذلك واضح من قيمة (Probability) التي تزيد عن مستوى المعنوية المحدد (0.05).

2. اختبار الاستقرارية

تم استخدام اختباري ديكي فولر الموسع (ADF) وفيليبس بيرون (PP) لجذر الوحدة وذلك لمعرفة فيما إذا كانت السلسلة مستقرة عند المستوى أم تصبح مستقرة عند الفرق الأول، ومن ثم معرفة درجة تكامل السلسلة، ويؤشر الجدول (3) نتائج تمثل القيمة الاحتمالية لكلا الاختبارين وعند الافتراضات الآتية:

- ADF: طول مدة الإبطاء المناسبة وفق معيار شوارتز للمعلومات (Schwartz Information Criterion).
- PP: استخدام طريقة (Bartlett kernel) كطريقة للتحليل الطيفي واستخدام طريقة تحديد عرض الحزمة (Newey-West automatic) لتحديد عرض الحزمة (Bandwidth).

والملاحظ في الجدول (3) أن كل من النفور من المخاطر (RA) ومعدل الفائدة (IR) وسعر الصرف (ER) هي سلاسل زمنية غير مستقرة عند المستوى (Level) ولكنها تصبح مستقرة عند أخذ الفرق الأول لها (First Difference)؛ وذلك لأن قيم الاحتمالية عند المستوى لها كان أكبر من مستوى المعنوية المسموح به هنا (0.05) وبذلك فتعتبر هذه السلاسل متكاملة من الدرجة الأولى، في حين كانت القيم الاحتمالية لبقية المتغيرات أقل من مستوى المعنوية (0.05) حتى عند المستوى، مما يدل على أنها مستقرة عند المستوى وبذلك فهي متكاملة من الدرجة صفر. وبناءً على ذلك فأن عدم استقرارية بعض السلاسل، واستقرارية سلاسل أخرى يعني الاختلاف في درجة تكامل متغيرات البحث، مما يعني ضرورة اعتماد منهجية أنموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة(Autoregressive Distributed Lag).

جدول (3) نتائج اختبار الاستقرارية لمتغيرات الدراسة

Variables	ADF Test		PP Test		Integration Degree
	Level	First Diff.	Level	First Diff.	
RA	0.0571	0.0034	0.0675	0.0000	I(1)
INF	0.0258	-	0.0269	-	I(0)
IR	0.6478	0.0000	0.3180	0.0000	I(1)
EG	0.0048	-	0.0133	-	I(0)
ER	0.7730	0.0002	0.7617	0.0000	I(1)
QI	0.0000	-	0.0000	-	I(0)
ML	0.0000	-	0.0000	-	I(0)
MRP	0.0000	-	0.0000	-	I(0)
SRP	0.0000	-	0.0000	-	I(0)
VRP	0.0000	-	0.0000	-	I(0)

المصدر: إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برمجية EViews.10

سابعاً: تقدير الأنموذج ومناقشة النتائج

بعد تقدير الأنموذج باستخدام منهجية ARDL، كان الأنموذج الذي تم اختياره حسب معيار شوارتز للمعلومات (Schwarz Information Criterion)(SIC) هو الأنموذج الذي يحمل فترات الإبطاء الآتية في المتغيرات المستقلة والتابعة (3, 0, 1, 0, 0, 4, 0, 0). اذ يوضح الجدول (4) تقديرات معلمات الأنموذج، وهي خطوة أولية لفهم التأثيرات المتأخرة والمتعددة للمتغيرات المستقلة في علاوة مخاطر محفظة السوق. هذه التقديرات تمهد الطريق لتوضيح العلاقات القصيرة والطويلة الأجل بين المتغيرات من خلال نماذج تصحيح الخطأ المرتبطة بها. إذ نلحظ من الجدول (4) أن قيمة إحصاءة F تشير إلى معنوية الأنموذج، وهذا واضح من كون القيمة الاحتمالية المرافقة لها أصغر من مستوى المعنوية المسموح به (0.05)، كما يتضح أن معامل التحديد المصحح يساوي (72.9%)، وهذا يعني أن الأنموذج يفسر ما نسبته أكثر من (73%) من التغيرات الحاصلة في المتغير المعتمد. اذ تميل معظم النتائج إلى دعم النظريات الاقتصادية والمالية الأساسية، حيث يظهر أن متغيرات الدراسة مثل علاوة المخاطر السابقة، وتجنب المخاطرة، والتضخم، ومعدل الفائدة، وسعر الصرف تؤثر في علاوة مخاطر محفظة السوق، سواء على المدى القصير أو عبر فترات الإبطاء الزمنية.

فيما بعد سيتم اختبار وجود علاقة تكامل مشترك بمعنى وجود علاقة توازنية طويلة الأجل عن طريق اختبار الحدود (Bound Test)، وكما موضوح في الجدول (5) الذي يوضح أن نتائج اختبار الحدود التي تشير إلى وجود تكامل مشترك، وبالتالي علاقة توازنية طويلة الأجل؛ وذلك لكون قيمة إحصاءة F أكبر من الحد العلوي لجميع مستويات المعنوية. وللتأكد من توفر فروض التحليل يتم استخدام اختبار (Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test) لاختبار مشكلة الارتباط التسلسلي، واختبار (Breusch-Pagan-Godfrey) لاختبار عدم تجانس التباين، واختبار (Q-statistic) لاختبار الارتباط الذاتي، واختبار جارك بيرا لاختبار طبيعية البواقي. اذ نلاحظ في الجدول (6) أن نتائج اختبار (Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test) تشير إلى عدم وجود مشكلة الارتباط التسلسلي؛ لأن القيم الاحتمالية المرافقة هي تزيد عن مستوى المعنوية (0.05) مما يؤدي إلى قبول فرضية العدم القائلة بعدم وجود مشكلة الارتباط

التسلسلي، كما تشير نتائج اختبار (Breusch-Pagan-Godfrey) إلى عدم وجود مشكلة عدم تجانس التباين؛ بسـبب كون القيم الاحتمالية أكبر من 0.05 الذي يشـير بدوره إلى قبول فرضـية العدم القائلة بتجانس التباين، وتشير قيمة اختبار جارك–بيرا إلى أن للأخطاء توزيعاً طبيعياً.

جدول (4) نتائج تقدير معلمات ARDL للنموذج الأول

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.*
MRP(-1)	0.32066	0.11456	2.79909	0.00700
MRP(-2)	-0.03184	0.12291	-0.25901	0.79660
MRP(-3)	0.34579	0.11438	3.02315	0.00380
RA	2.53122	1.16828	2.16663	0.03377
INF	2.86381	1.20792	2.37087	0.02120
INF(-1)	4.06700	1.30992	3.10476	0.00300
IR	0.14509	0.04538	3.19698	0.00230
EG	-0.39464	0.36499	-1.08123	0.28420
ER	2.91866	2.04476	1.42739	0.15900
ER(-1)	-3.89596	3.02029	-1.28993	0.20240
ER(-2)	-1.22133	2.96118	-0.41245	0.68160
ER(-3)	-1.10872	3.01177	-0.36813	0.71420
ER(-4)	6.30638	2.19629	2.87139	0.00580
QI	0.00446	0.10056	0.04440	0.96470
ML	10.07391	7.84071	1.28482	0.20410
C	-3.28196	1.28453	-2.55498	0.01340
R-squared	78.6%	Adjusted R-squared		72.9%
F-statistic	13.74391	Prob(F-statistic)		0.00000

المصدر: إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برمجية EViews.10

جدول (5) نتائج التكامل المشترك للنموذج الأول

	Values		Decision
F-Stat.	4.4962		Reject H0 at 0.01
1%	I0	2.7300	
	I1	3.9000	
5%	I0	2.1700	
	I1	3.2100	
10%	I0	1.9200	
	I1	2.8900	

المصدر: إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برمجية EViews.10

جدول (6) نتائج اختبارات تشخيص الأخطاء للنموذج الأول

Breusch-Godfrey Serial Correlation LM Test			
F- Statistic	0.5457	Prob(F)	0.5826
Obs*R-squared	1.4263	Prob(Chi-Square)	0.4901
Breusch-Pagan-Godfrey for Heteroskedasticity			
F-Statistic	1.2058	Prob(F)	0.2950
Obs*R-squared	17.5776	Prob(Chi-Square)	0.2855
Scaled explained SS	21.9339	Prob(Chi-Square)	0.1095
Jarque-Bera Test for Normality			
JB-Statistic	2.0769	Prob(JB)	0.3540

المصدر: إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برمجية EViews.10

مما سبق يتبين سلامة الأنموذج من المشاكل القياسية، حيث تبين توفر فروض التحليل الخاصة بالأخطاء، وكذلك ثبوت الأنموذج، ووجود تكامل مشترك، لذلك سيتم تقدير معلمات أنموذج تصحيح الخطأ في الأجل القصير والأجل الطويل، وكما في الجدول (7) الذي يشير إلى أن أغلب معلمات الأنموذج هي معلمات معنوية، كما أننا نلاحظ أن معامل تصحيح الخطأ (CointEq) هو معنوي؛ لأن القيمة الاحتمالية له أقل من 0.05 بكثير، وتشير قيمته (−0.36539) إلى وجود تصحيح من الأجل القصير إلى الأجل القصير بمقدار سرعة تصل (0.36539). وهذا يعني أن 36.539% من الانحرافات عن التوازن طويل الأجل يتم تصحيحها في كل مدة زمنية (ربع سنوية). بعبارة أخرى، إذا كان النظام بعيداً عن التوازن، فإنه سيصحح 36.539% من هذا الانحراف في كل ربع سنة للوصول إلى التوازن. اي إذا حدثت تقلبات أو صدمات في السوق أدت إلى انحراف المتغيرات المدروسة عن مستواها الطبيعي أو المتوقع وفقاً للأنموذج، فإن النظام (السوق أو الاقتصاد) يمتلك آلية تصحيح ذاتية تعيد المتغيرات تدريجياً إلى حالة التوازن بمرور الوقت. وان قيمة معامل تصحيح

الخطأ (CointEq) تشير إلى سرعة هذا التصحيح في كل مدة زمنية (في هذه الحالة، ربع سنة). فكلما كانت قيمة معامل التصحيح أكبر، كان النظام أسرع في العودة إلى التوازن.

جدول (7) نتائج تصحيح الخطأ الأجل القصير للنموذج الأول

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
D(MRP (-1))	-0.31395	0.09525	-3.29596	0.00170
D(MRP (-2))	-0.34579	0.09496	-3.64129	0.00060
D(INF)	2.86381	1.03106	2.77755	0.00740
D(ER)	2.91866	1.70763	1.70918	0.09300
D(ER(-1))	-3.97633	1.74333	-2.28089	0.02640
D(ER(-2))	-5.19766	1.76311	-2.94802	0.00470
D(ER(-3))	-6.30638	1.83042	-3.44532	0.00110
CointEq(-1)	-0.36539	0.06641	-5.50174	0.00000
R-squared	64.6%	Adjusted R-squared		60.8%

المصدر: إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برمجية EViews.10

جدول (8) نتائج تصحيح الخطأ الأجل الطويل للنموذج الأول

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
RA	6.92748	3.64459	1.90076	0.06250
INF	3.29289	1.91940	1.71559	0.09180
IR	0.39708	0.12270	3.23629	0.00200
EG	-1.08006	1.02198	-1.05683	0.29510
ER	8.20781	2.77313	2.95977	0.00450
QI	0.01222	0.27494	0.04444	0.96470
ML	27.57043	24.03656	1.14702	0.25630
C	-8.98212	4.09826	-2.19169	0.03260

المصدر: إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برمجية EViews.10

كما تشير نتائج القيمة الاحتمالية في الجدول (8) إلى أن التأثير معنوي لبعض المتغيرات المستقلة على المتغير المعتمد على الأجل الطويل؛ بعضها عند 0.01 وبعضها عند 0.05 والآخر عند 0.10، في حين ظهر كل من متغير (EG) و(QI) و(ML) على أنه غير معنوي. ويظهر الجدول ان المتغيرات (تجنب المخاطرة RA ، والتضخم INF ، وسعر الفائدة IR ، وسعر الصرف ER) مؤثرة ومعنوية في الأجل الطويل وبإشارات متوافقة مع التوقعات النظرية، الأمر الذي يشير إلى أن علاوة مخاطر محفظة السوق تتأثر بشكل كبير بعوامل الاقتصاد الكلي وسلوك المستثمرين. هذه النتيجة تؤكد أهمية دراسة هذه المتغيرات عند تحليل وتقييم علاوة المخاطر في الأسواق المالية.

ثامناً: الاستنتاجات والمقترحات

أ. الاستنتاجات

1. تشير نتائج البحث إلى توافق محددات علاوة المخاطر مع نظرية المنفعة المتوقعة، إذ إن المستثمرين الذين يسعون لتعظيم منفعتهم يطالبون بعوائد مرتفعة لتعويضهم عن تحمل المخاطر. الأمر الذي يعكس سلوك المستثمرين الذين يفضلون الموجودات الخالية من الخطر إلا إذا كانت العوائد المتوقعة أعلى بشكل يعوض عن المخاطر.
2. تتماشى نتائج الدراسة مع نظرية التوقعات ونماذج تسعير الموجودات، حيث إن علاوة المخاطر تتأثر بالتوقعات المستقبلية للعوامل الاقتصادية مثل التضخم وسعر الفائدة وسعر الصرف. إذ يطالب المستثمرون بعوائد أعلى على الاستثمارات في ظروف اقتصادية ترتفع فيها حالة عدم اليقين أو التأكد، الأمر الذي يبرر التغيرات في علاوة المخاطر مع تغير التوقعات.
3. قدمت نتائج الدراسة دعماً فكريا لنظرية السلوك المالي، حيث إن سلوكيات المستثمرين مثل النفور (تجنب) من المخاطرة تؤثر بشكل مباشر في علاوة مخاطر محفظة السوق. هذه النتيجة تشير الى أهمية العوامل النفسية في تحديد سلوك المستثمرين.
4. أثبتت الدراسة فعالية أنموذج الفجوات الزمنية الموزعة ARDL في تقدير وتحليل علاوة المخاطر. إذ يعتمد هذا الأنموذج على قياس تأثير المتغيرات الاقتصادية المختلفة في علاوة المخاطر، الأمر الذي ساعد على توفير يوفر اطاراً تطبيقياً لكيفية تأثير العوامل الاقتصادية في العوائد الاضافية المطلوبة من قبل المستثمرين.
5. أظهرت النتائج أن سيولة السوق وجودة المعلومات لم يكن لهما أي تأثير معنوي ويمكن تفسير النتائج بالآتي: إن سيولة سوق العراق للأوراق المالية ليست كافية لتؤثر بشكل معنوي في علاوة مخاطر الأسهم، ذلك أن السيولة المنخفضة قد تحد من قدرة السوق على التفاعل مع المعلومات الجديدة. ثانياً: إن عدم توافر معلومات ذات جودة عالية وكافية قد يقلل من تأثير هذا المتغير على قرارات الاستثمار، وبالتالي في علاوة المخاطر. هذه النتائج تبرر الحاجة إلى تحسين بنية السوق المالية وتعزيز الشفافية وجودة المعلومات المتاحة للمستثمرين لتحسين كفاءة السوق.

ثانياً: المقترحات

1. ضرورة تطوير أدوات مالية ومنهجيات دقيقة لقياس علاوة المخاطر بما يتماشى مع التطورات الحديثة في نظرية السلوك المالي ونماذج تسعير الموجودات، لتسهم في تحسين التوقعات المتعلقة بعلاوة المخاطر وتوجيه استراتيجيات الاستثمار بشكل أفضل.
2. يجب تعزيز الوعي بأهمية إدارة المخاطر بين المستثمرين وصناع القرار في سوق العراق للأوراق المالية. ويشمل ذلك توفير برامج تدريبية وورش عمل تركز على تطبيق المفاهيم المتعلقة بعلاوة مخاطر الأسهم وإدارة المحافظ الاستثمارية.

3. نظراً لأهمية المتغيرات الاقتصادية مثل التضخم وسعر الفائدة وسعر الصرف في تحديد علاوة المخاطر، يجب على الجهات المسؤولة عن السياسات الاقتصادية في العراق العمل على استقرار هذه المتغيرات بما يعزز ثقة المستثمرين في السوق.
4. يجب على السياسات الحكومية والجهات التنظيمية العمل على تحسين البيئة الاستثمارية للسوق من خلال تبني سياسات تدعم الاستقرار الاقتصادي وتشجع الاستثمار، مما يسهم في تقليل علاوة المخاطر المطلوبة من قبل المستثمرين.

References

Arant, W. J.(2014). Determinants of Cross-Country Differences in the Equity Risk Premium: A Cross-Sectional Analysis. (Master's thesis). University of South Carolina – Columbia.

Barberis, N., & Thaler, R. (2003). A survey of behavioral finance. Working Paper, Graduate School of Business, University of Chicago.

Biehl, H., Bleibtreu, C., & Stefani, U. (2024). The real effects of financial reporting: Evidence and suggestions for future research. SSRN Working Paper, University of Konstanz.

Bodie, Z., Kane, A., & Marcus, A. J. (2014). Essentials of investments (9th ed.). McGraw-Hill/Irwin.

Campbell, J. Y. (1996). Understanding Risk and Return. Journal of Political Economy, 104(2), 298–345.

Chandorkar, Pankaj (2013), A Systematic Review of The Determinants and the Behavior of Equity Risk Premium, (Master Thesis), Cranfield University.

Damodaran, Aswath, (2024) Equity Risk Premiums (ERP): Determinants, Estimation and Implications – Working Paper, The 2024 Edition, Stern School of Business.

Derrig, R., & Orr, E. (2003). Equity Risk Premium: Expectations Great and Small. North American Actuarial Journal, 8(1), 45-69.

Duarte, F., & Rosa, C. (2015). The Equity Risk Premium: A Review of Models. Federal Reserve Bank of New York, Working Paper, USA.

Fama, E. F., & French, K. R. (2002). The Equity Premium. The Journal of Finance, 57(2), 637–659.

Fama, E. F., & French, K. R. (2015). A five-factor asset pricing model. Journal of Financial Economics, 116(1), 1-22.

Francis, J., LaFond, R., Olsson, P., & Schipper, K. (2004). Costs of equity and earnings attributes. The Accounting Review, 79(4), 967–1010.

Guiso, L., Sapienza, P., & Zingales, L. (2008). Trusting the stock market. Journal of Finance, 63(6), 2557-2600.

Kapp, D., & Kristiansen, K. (2021). Euro area equity risk premia and monetary policy: A longer-term perspective , ECB Working Paper Series No. 2535, pp. 1-26. European Central Bank.

Kyriacou, K., Madsen, J.B., & Mase, B. (2006). Does inflation exaggerate the equity premium? *Journal of Economic Studies*, 33(5), 344-356.

Laarits, T. (2022). Pre-Announcement Risk. SSRN Working Paper, New York University Stern School of Business.

Lettau, M., Ludvigson, S. C., & Wachter, J. A. (2008). The Declining Equity Risk Premium: What role does macroeconomic risk play? *Review of Financial Studies*, 21(4), 1653-1687.

Loang, O. K. (2023). Risk-averse behavior in emerging markets: The role of economic indicators, bank characteristics, and developed markets. Journal Economy Malaysia, 57(1), 33-47.

Londono, Juan M. and Nancy R. Xu (2021). The Global Determinants of International Equity Risk Premiums, International Finance Discussion Papers 1318. Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System.

Mehra, R., & Prescott, E. C. (1985). The Equity Premium: A Puzzle. Journal of Monetary Economics, 15(2), 145–161.

O'Hanlon, J. and Steele, A.,(2000). Estimating the Equity Risk Premium Using Accounting Fundamentals. Journal of Business Finance and Accounting, 27(9 &10). 1051-1083.

Praudins, A. (2012). The Dynamics of Equity Risk Premium: The case of France, Germany, Sweden, United Kingdom and USA (Master's thesis). Jönköping University.

Sanvicente, A. Z., & Carvalho, M. R. A. (2020). Determinants of the implied equity risk premium in Brazil. Brazilian Review of Finance, 18(1), 69-90.

Sarr, A., & Lybek, T. (2002). Measuring liquidity in financial markets (IMF Working Paper). International Monetary Fund.

Segal, G. and I. Shaliastovich, (2023), Uncertainty, Risk and Capital Growth. SSRN Working Paper, Business School, University of North Carolina.

Siegel, J. J. (2014). Stocks for the long run: The definitive guide to financial market returns and long-term investment strategies. (5th ed.). McGraw Hill Professional.

Tetlock, P. C. (2007). Does liquidity affect securities market efficiency? Working paper. University of Texas at Austin.