

جاذبية السهم للاستثمار على وفق منظور خط سوق الاستثمار المحلي والدولي

((دراسة تحليلية لعينة من الأسهم العادية لأسواق الأسهم الدولية))

أ.م د ميثم ربيع هادي الحسنوي

م. أرشد عبد الأمير جاسم الشمري

جامعة كربلاء/ كلية الادارة والاقتصاد

المعهد التقني الكوفة

ملخص

تعد أسعار المخاطر التي تواجه الأسهم من العوامل الأساسية التي تُسهم في جاذبيتها للمستثمر من خلال العائدات المتحققة له جزاء نشاطه الاستثماري المتأثر بالظروف البيئية المحيطة به (المحلية والدولية)، وتتباين تلك العائدات في ارتفاعها وانخفاضها بسبب الفرص الاستثمارية المتاحة في ضوء تلك الظروف للمستثمرين المحلي والدولي ما تجعل من القرار الاستثماري قراراً صائباً.

وتأتي جاذبية السهم بمقدار ما تحققه من أرباح تضاف لمحفظة الاستثمارية، اذ لا بد من العمل على استغلال الفرص من بيع وشراء للأسهم بشكل يتناسب مع ما يطمح الوصول اليه جزاء التقلبات في المخاطر.

لقد جاء البحث ليلقي الضوء على أثر تلك التقلبات على النشاط الاستثماري ومن ثم في جاذبية السهم، وقد جرى تحليلاً للعوامل المؤثرة في تلك التقلبات على ضوء البيانات التي تم الحصول عليها لعينة البحث المتمثلة بأسواق الاسهم لسبعة دول مختارة وبواقع (10) شركات لكل سوق على وفق شروط معاينة محددة، وللمدة من (شهر مارس 2011) لغاية (شهر ابريل 2015). وباستخدام العديد من الاساليب المالية والاحصائية، فقد خلص البحث الى عدد من الاستنتاجات، لعل من أهمها، وجود اختلاف بخطوط الاستثمار (SML) المحلية والدولية بسبب التباين في أسعار مخاطر الأسهم الناجم عن الظروف البيئية المحيطة بها . وهذا ما يؤكد بأن جاذبية الأسهم محلياً تختلف عن جاذبيتها دولياً لكون خط الاستثمار المحلي يختلف عن خط الاستثمار الدولي .

وقد خرج البحث بعدد من التوصيات، لعل من أهمها ضرورة أن يعمل المستثمر العراقي وبشكل جاد في استغلال الفرص الاستثمارية على المستويين المحلي والدولي من خلال جاذبية الأسهم، فاذا كان السوق قد بالغ في تسعير الأسهم فينبغي ان يعمل على بيعها لكونها تمثل خسارة له عندما يحتفظ بها، واما اذا كان السوق قد أبخس في تسعيرها فلا بد له من القيام بشرائها ليحقق له المزيد من الارباح، وأما اذا كان السوق قد أحسن في تسعيرها، فهو بذلك يحقق حالة التوازن وتبقى مسألة بيعها وشرائها متروكة لاختيار المستثمر الفردي وتفضيله.

Abstract

Risks prices which face stocks are fundamental factors that attract investor due to achieved returns through his investment activities that affected by environment conditions surrounding (Locally and Internationally).

These returns differed in its highest and lowest returns due the available investment opportunities at these conditions for local and internal investor which lead to a right investment decision.

Stock attraction comes with the level of return achievement that added to his investment portfolio. Hence, it is better to the investor to consume any opportunity of selling

or buying stocks in suitable ways with what he want to reach through risks fluctuation. This study aimed to put light on the effect of these fluctuations on investment activities followed by share attraction.

Analysis was conducted to the factors that affected on these fluctuations on the available data for study sample of market stocks for seven chosen countries with (10) companies of each market on sampling looking conditions from the period of (March, 2011 to April, 2015) , by the use of numerous style of finance and statistics.

The study revealed the number of conclusions, the most important of them is the presence of different in investment lines (Securities Market Line) (SML) locally and internationally, due to the difference in risk shares resulted from the it's environment conditions surrounding. This confirms that locally stocks attraction differs from internationally stock attraction due to the difference between locally investment line and internationally investment line.

This study reached a number of recommendations, the most important of all is necessitate of Iraqi investor with a right way to consume any investment opportunities on locally and internationally levels through stocks, If the market exaggerates in price stocks, then the investor should sell, due to loss through keeping them, If the market make the prices too low then he should by them to achieve additional returns, and if the market gave good price, the investor should achieve a balanced state, and selling or buying depend on the investor himself to choose and prefer.

1- المقدمة :

لم تعد المخاطر العامة المرتبطة بالسوق او بالدولة ذاتها التي تواجه المستثمر تحظى بالدرجة نفسها من الاهتمام على مستوى الاستثمارات المحلية اذ يرى فيها محللو المخاطرة أمراً محتوماً لا يمكن تفاديه بالتنويع (فالأوراق المالية تتجه لتقديم أداء جيد عندما يكون الاقتصاد الوطني قوياً، وأداءً هزلياً عندما يكون الاقتصاد الوطني ضعيفاً) ، لكن الحالة ليست كذلك على مستوى الاستثمار المالي الدولي في ظل عولمة أسواق المال، ذلك ما لا ريب فيه ان استبعاد امكانية تجنب المخاطرة النظامية بالتنويع مرده في الاساس ان المتغيرات الاساسية والاقتصادية في دولة ما تترك تأثيرات متوازنة على عائدات الاوراق المالية ضمن اطار الدولة او السوق الواحد وهو تأويل صحيح إلى حد كبير ضمن هذا الاطار، غير ان من الصعب قبوله بصيغته المطلقة، فليس من الحكمة في شيء الافتراض بأن التغيرات السياسية والاقتصادية والمالية ستكون هي ذاتها شاملة لمختلف الاسواق ضمن افق الاستثمار نفسه.

لكن ثبت ان حساسية الاستثمار لمختلف الاحداث المحلية في دولة معينة يمكن ان تحوط بمحفظة متنوعة من دول اخرى ذلك بأن الاحداث السلبية في دولة ما يمكن ان تعوض بأخبار جيدة في اخرى .لكن ولغرض بناء محافظ دولية مثلى فلا بد من النقاط الأهم الأفضل لتحقيق هذه الغاية . وغني عن البيان ان نموذج تسعير المخاطرة السليم والدقيق للأسهم هو المفتاح الأساس للنقاط النشط والكفوء للأسهم الواجب ادخالها في المحفظة النشطة المثلى. لكن التساؤل الرئيس المطروح، هل أن خط سوق الاستثمار المحلي [National SML] يختلف عن خط سوق الاستثمار

الدولي [International SML] ؟، ومن ثم هل ان جاذبية السهم للاستثمار محليا تختلف عن جاذبيته للاستثمار دولياً ؟

وقد تطلب الاجابة على هذا التساؤل تقسيم الدراسة على (أربعة أجزاء)، خصص الجزء الأول لمنهجية الدراسة، اما الثاني فكان للتغطية النظرية المعرفية لموضوع الدراسة الأساس والمتمثل بخط سوقي الاستثمار المحلي والدولي :تغطية معرفية، فيما خصص الثالث ليتناول خط سوقي الاستثمار SML المحلي والدولي : تغطية تحليلية لتشتمل على تحليل جاذبية الأسهم محلياً ودولياً، واختتم البحث بجزئه الرابع ليلقي الضوء على أهم الاستنتاجات والتوصيات .

2 . منهجية البحث

1.2: مشكلة البحث

يسعى هذا البحث للإجابة على التساؤل الجدلي والاشكالية الرئيسة الآتية :-
هل أن خط سوق الاستثمار المحلي [National SML] يختلف عن خط سوق الاستثمار الدولي [International SML]؟ ومن ثم هل ان جاذبية السهم للاستثمار محليا تختلف عن جاذبيته للاستثمار دولياً؟

2.2: "فرضية البحث :

ان خط سوق الاستثمار المحلي لا يختلف عن خط سوق الاستثمار الدولي، ومن ثم فإن جاذبية السهم للاستثمار محلياً لا تختلف عن جاذبيته للاستثمار دولياً.

3.2 أهمية البحث :

تنبثق أهمية هذا البحث من أهمية موضوعها وكالاتي:

1. بسبب التصرف الرشيد والعقلاني للمستثمر في تجنب المخاطرة للحصول على عائدات تحقق له جانباً من الاطمئنان، فإنه يسعى لأن تكون محفظته الاستثمارية (محلية ودولية) متنوعة تنوعاً جيداً، وهذا يستلزم الاختيار الأمثل والنشط لمكوناتها من الأسهم، وهذا يعتمد بدوره على جاذبية الأسهم وموقعها من خط الاستثمار محلياً ودولياً.
2. وتبرز أهمية البحث بالنسبة للمستثمر العراقي، لتبين هل أن الاستثمار الدولي يفتح فرصاً جديدة أمام المستثمر ؟، وما تحديات ومخاطر ذلك ؟ .
3. قَدِّم البحث الحالي اطاراً معرفياً جديداً من خلال ارشاد المستثمر العراقي المحلي الراغب بالاستثمار دولياً أن ما يراه استثماراً محلياً ربما لا يكون كذلك دولياً والعكس صحيح .
4. تزداد أهمية البحث نظراً لتطرقه لموضوع مهم وحساس، وهو ما يتعلق بأساس بناء المحفظة المثلى عبر تشخيص والنقاط الأسهم التي أساء السوق تسعيرها وتبيان جاذبيتها عبر تحديده موقعها نسبة لخط سوق الاستثمار (SML)، وذلك من خلال التحليل المقارن العميق بين خط سوق الاستثمار في سياق البيئتين المحلية والدولية والسعي لإيجاد حل للجدلية القائمة على بيان ما اذا كانت جاذبية السهم في الاستثمار المحلي تختلف عنه في الاستثمار الدولي أو لا؟.

4.2: اهداف البحث :

يرمي البحث الوصول إلى الابعاد الآتية:-

1. الاستعراض والنقاش المعرفي لموضوع تسعير المخاطرة عبر مختلف النماذج المحلية والدولية أحادية العوامل والمقارنة فيما بينها.
2. بيان هل ان خط سوق الاستثمار المحلي [National (SML)] يختلف عما هو عليه في سوق الاستثمار الدولي [international (SML)]؟، وهل ان جاذبية السهم للاستثمار المحلي تختلف عما هو عليه دولياً؟.

5.2: مجتمع وعينة البحث

مجتمع البحث يتمثل بأسواق الاسهم الدولية على مستوى العالم ككل، لكن لاستحالة اتمام البحث على كامل المجتمع المذكور ومجازاة للبحوث العلمية المماثلة، فقد تم اختيار عينة البحث من هذا المجتمع على وفق خطوتين:-

1: اختيار الاسواق المحلية للدول التي ينبغي ادخالها بالعينة:

وهنا فقد تم الاستعانة بعينة قصدية استهدفت اسواق الاسهم لسبعة دول مختارة، وهي: (العراق، والسعودية، والاردن، واليابان، والمانيا، وبريطانيا، وامريكا)، وقد وقع الاختيار على اسواق هذه الدول لأن اسواق السعودية والاردن تمثل عينة لأسواق الاقليم، أحدها كدولة نفطية مماثلة للعراق والآخرى ليست نفطية، واما اليابان فإنه يمثل الابرز والاهم آسيويا، والكلام ذاته ينطبق على السوقين: الالمانى والبريطاني اورياً، وذاته على سوق الولايات المتحدة على مستوى الامريكيتين بل على مستوى العالم.

2: اختيار عينة من الشركات المتداولة اسهمها بكل سوق من اسواق الدول، التي تم اختيارها من الخطوة الاولى.
نظراً لكون عدد الشركات المدرجة والمتداول اسهمها في عدد من اسواق العينة كبيراً جداً، فقد تم اختيار (10) شركات من كل سوق من اسواق الدول السبعة، على وفق اشتراطات المعاينة الآتية:-

1. ان تكون الشركة مدرجة ومستمرة اسهمها في السوق المعني طوال مدة المعاينة.
2. ان تكون هذه الشركات هي الأكبر في السوق من ناحية حجم القيمة السوقية لأسهمها المتداولة في بداية مدة المعاينة، واستنادا الى ما تقدم فقد اصبحت عينة البحث مكونة من (70) شركة، وبواقع (10) شركات من كل سوق من اسواق الدول السبعة، هي الاكبر حجماً، وكما هو ظاهر في الجداول (1،2،3،4،5،6،7) والتي توضح اسم الشركة مع الرمز الذي سيخصص لها في الجانب التطبيقي فضلا عن مؤشرها الاساس.

الجدول (2) عينة الاسهم السعودية**الجدول (1) عينة الاسهم العراقية**

سوق الاوراق المالية السعودية (مؤشر TADWWL)		
الرمز	اسم الشركة	ت
Stock 11	شركة موبايل للاتصالات السعودية	1.
Stock 12	شركة اتصالات اتحاد طيبة	2.
Stock 13	شركة بتروكيمياويات كيان السعودية	3.
Stock 14	مصرف النماء	4.
Stock 15	شركة الصناعات المتقدمة السعودية	5.
Stock 16	شركة سولدارتي السعودية للتكافل	6.
Stock 17	شركة الصناعات الاساسية السعودية	7.
Stock 18	الشركة الالكترونية السعودية	8.
Stock 19	شركة الحساء المتطورة	9.
Stock 20	مجموعة فتحي القابضة	10.

سوق العراق للأوراق المالية (مؤشر ISX)		
الرمز	اسم الشركة	ت
Stock 1	المصرف المتحد	1.
Stock 2	مصرف الشرق الاوسط	2.
Stock 3	مصرف بغداد	3.
Stock 4	بغداد غازية	4.
Stock 5	مصرف الخليج	5.
Stock 6	مصرف الشمال	6.
Stock 7	مصرف الاستثمار	7.
Stock 8	المعمورة العقارية	8.
Stock 9	اسماك الشرق الاوسط	9.
Stock 10	فندق عشتار	10.

الجدول (4) عينة الاسهم اليابانية

بورصة اسهم طوكيو (مؤشر Nikkei - 225)		
الرمز	اسم الشركة	ت
Stock 31	Yaha japan corp.	.1
Stock 32	The Tokyo electric power co. inc.	.2
Stock 33	Mizuho financial group. Inc.	.3
Stock 34	Mitsubishi UFJ financial group inc.	.4
Stock 35	Taiheiyo cement corp.	.5
Stock 36	Isuzu Motors Ltd.	.6
Stock 37	Mitsubishi. Heavy industries Ltd.	.7
Stock 38	Hitachi, Ltd.	.8
Stock 39	Kawasaki Heavy industries, Ltd.	.9
Stock 40	Daiwa House industry co., Ltd.	.10

الجدول (3) عينة الاسهم الاردنية

سوق عمان للأوراق المالية (مؤشر ASE)		
الرمز	اسم الشركة	ت
Stock 21	التجمعات للمشاريع السياحية	.1
Stock 22	ميثاق	.2
Stock 23	البنك العربي	.3
Stock 24	ابعاد للاستثمارات	.4
Stock 25	ر. م. للنقل والاستثمار	.5
Stock 26	الملكية الاردنية	.6
Stock 27	الاتحاد للاستثمارات	.7
Stock 28	التجمعات لخدمات التغذية الاسكان	.8
Stock 29	الكهربائية الاردنية	.9
Stock 30	البنك الاستثماري	10

الجدول (6) عينة الاسهم البريطانية

بورصة اسهم لندن (مؤشر FTSE -100)		
الرمز	اسم الشركة	ت
Stock 51	Lloyds Banking Group PLC.	.1
Stock 52	Barclay PLC.	.2
Stock 53	Vodafone Group PLC.	.3
Stock 54	Bp PLC.	.4
Stock 55	Tesco PLC.	.5
Stock 56	Marks & Spencer Group PLC.	.6
Stock 57	HSBC Holding PLC.	.7
Stock 58	ITV PLC.	.8
Stock 59	Legal & General Group PLC.	.9
Stock 60	I Sainsbury PLC.	.10

الجدول (5) عينة الاسهم الالمانية

بورصة الاسهم الالمانية (مؤشر DAX - 30)		
الرمز	اسم الشركة	ت
Stock 41	Deutsche Telekom.	.1
Stock 42	Infineon Technologies AG.	.2
Stock 43	e.on Se.	.3
Stock 44	Daimler.	.4
Stock 45	DentscheBorse AG.	.5
Stock 46	Deutsche post AG.	.6
Stock 47	Deutsche Lufthansa AG	.7
Stock 48	Bayer AG.	.8
Stock 49	BASF SE.	.9
Stock 50	SAP SE	10

الجدول (7) عينة الاسهم الامريكية

بورصة اسهم نيويورك (مؤشر S & P - 500)		
الرمز	اسم الشركة	ت
Stock 61	AT& T Inc.	.1
Stock 62	Ford Motor.	.2
Stock 63	Apple Inc.	.3
Stock 64	Bank of America Corp.	.4
Stock 65	Intel corp.	.5
Stock 66	Microsoft corp.	.6
Stock 67	General electric.	.7
Stock 68	Oracle corp.	.8
Stock 69	Micron technology Inc.	.9
Stock 70	Citigroup inc.	.10

6.2 : بيانات البحث ومدتها :

لغرض تحقيق اهداف البحث فقد تم الاستعانة بالبيانات وعلى وفق المدد الزمنية الآتية:-

1. اسعار الاغلاق الشهرية لجميع الاسهم عينة البحث لمدة خمسين شهرا ابتداءً من شهر ابريل 2011، ولغاية شهر مايو 2015.
2. قيمة الاغلاق الشهرية لمؤشرات الاسواق المالية عينة البحث لمدة خمسين شهرا ابتداءً من شهر ابريل 2011، ولغاية شهر مايو 2015.
3. اسعار الفائدة الشهرية على حوالات الخزنة (استحقاق ثلاثة اشهر) لجميع الدول عينة البحث طوال مدة المعاينة .
4. اسعار الصرف الشهرية للدينار العراقي مقابل عملات الدول الداخلة في عينة البحث طوال مدة المعاينة

7.2: اجراءات واساليب البحث

تتبلور اجراءات واساليب البحث بالخطوات الآتية:

- 1- حساب العائدات الشهرية المحلية المركبة باستمرار لجميع الاسهم ومؤشرات الاسهم عينة البحث وذلك باستعمال المعادلة الآتية (Fama , 1965: 69) :-

$$R_{jt}LN(P_t) - LN (P_{t-1})$$

أذ ان:- (1)

Rjt : عائد السهم او المؤشر (j) في الشهر (t) .

Pt: سعر السهم او المؤشر في الشهر (t).

Pt-1 : سعر السهم او المؤشر في الشهر السابق

LN: اللوغاريتم الطبيعي

- 2- تعديل اسعار اسهم ومؤشرات اسهم الدول الاجنبية (بالنسبة للمستثمر العراقي) لمخاطرة الصرف الاجنبي، وذلك بتحويلها من عملة بلدها الام إلى الدينار العراقي، وذلك باستعمال المعادلة الآتية :

$$E_{pt} = P_t * XR/ID$$

(2).....

اذ ان:-

E_{pt} : قيمة السهم او مؤشر الاسهم الاجنبي المعدل لمخاطرة الصرف الاجنبي.

XR/ID : عدد وحدات الدينار العراقي مقابل الوحدة الواحدة من العملة الاجنبية للسهم او مؤشر الاسهم الاجنبي .

3- حساب معدلات العائدات الشهرية الخالية من المخاطرة المركبة باستمرار (RF) لجميع الدول عينة البحث، وذلك باستعمال المعادلة الآتية:

$$RF = LN(1+rf)$$

(3).....

اذ أن :-

rf : معدل الفائدة البسيط الشهري الخالي من المخاطرة على حوالات الخزنة استحقاق ثلاثة اشهر .

4- حساب معدلات العائدات الشهرية المركبة باستمرار للمؤشر الدولي المكون من مؤشرات الاسهم السبعة المكونة لعينة البحث وبأوزان حددت لكل مؤشر من هذه المؤشرات استندت في حسابها الى الناتج المحلي الاجمالي لكل بلد من بلدان عينة البحث، والذي يظهر بالضرورة حجم التباينات بين الدول لناحية اهمية ما تواجهه من مخاطر قطرية، وذلك باستعمال المعادلة الآتية:-

$$W_{jtk} = (GDP_k) / \sum_{k=1}^n GDP_k$$

(4).....

اذ أن:-

W_{jtk} : وزن المؤشر (j) للشهر (t) للبلد (k).

GDP_k : الناتج المحلي الاجمالي للبلد (k).

n: عدد الدول عينة البحث.

5- حساب معدلات العائدات الشهرية المركبة باستمرار الخالية من المخاطرة الدولية بالاستناد الى معدلات العائدات الخالية من المخاطرة المحلية، لكل دولة من الدول السبع عينة البحث، وبأسلوب توزيع مماثل لا سلوب توزيع المؤشر الدولي سالف الذكر .

6- حساب متوسطات معدلات العائدات المحلية والدولية وانحرافاتهما وتبايناتها، فضلاً عن استخدام مختلف الادوات والاساليب الاحصائية اللازمة لاختبار فرضيات البحث.

3. خط سوق الاستثمار (SML) المحلي والدولي : تغطية معرفية

3. 1: طبيعة المخاطرة ومفهومها:

قبل مناقشة الاطر الفلسفية للرسم البياني لنماذج تسعير المخاطرة المحلية والدولية (SML) سنناقش ابتداءاً فيما يأتي بعض التقديرات النظرية للمخاطرة .

يعد الاستثمار المالي عملية قائمة بذاتها، لها اهدافها ووسائلها وتتطلب استخدام استراتيجيات ومقدرة كبيرة على قراءة التوجهات المستقبلية التي لا يمكن الوصول إليها إلا من خلال التعرف على القدرات التي يتمتع بها المستثمر سواء أكان فرداً أم مؤسسات مالية، ونظراً للتطورات التي يمر بها العالم اليوم للعديد من جوانب الحياة، فقد ظهرت بعض الدراسات المهمة بكيفية التعامل مع المخاطر عند اختيار الاستثمارات المناسبة .

ومن الجدير بالذكر ان الهدف الاساس وراء كل عملية استثمارية هو تحقيق عائد ملائم، وعلى ضوء ذلك الهدف فإنه يتم تصميم الخطط المالية المستقبلية المتضمنة تحديد المعايير التي تعد ركنا اساسيا في اختيار الموجودات المناسبة، ومقابل ذلك فإن الاستثمار يخضع لعنصر المخاطرة.

وقد ارتبطت المخاطرة بمهمة المستثمر بتوفير الاموال من اسواق رأس المال او في استثمار الاموال في فرص استثمارية ضمن نشاطات الاعمال (18-17: 1993, pike&Neals).

ونتيجة لذلك النشاط الاستثماري فإن المخاطرة تتسم بطبيعتها بكثرة التقلب ما تظهر عدم الاستقرار في البيئة الاقتصادية العامة (433: 1986, Weston & Copeland).

ويعد هاري ماركويتز (Hary Markowitz, 1952)، اول من ناقش فكرة المخاطرة، وعلاقتها بتغيرات العائد اذ اعتمد على مقاييس احصائية في اختيار الموجودات المالية، ولعل ابطط طريقة للتخلص من بعض هذه المخاطرة يكون عبر بناء محفظة متنوعة بشكل جيد فالاستثمار ينبغي ان يكون موزعا بين مجموعة موجودات، ولا يركز على موجود واحد، ويعد موضوع المحافظ المالية من الموضوعات الحديثة والمتجددة التي برزت نتيجة لتزايد حاجات المستثمرين بازدياد حجم الاموال، التي تبحث بين مجالات مختلفة لتوظيفها . وتهدف المحفظة (من زاوية المخاطرة) إلى تحقيق اقل مستوى من المخاطرة عند مستوى مقبول من العائدات.

لقد ازدادت اهمية المحافظ المالية لاسيما في ظل المخاطرة التي نشأت نتيجة شمولها لموجودات مالية من اسواق مالية اجنبية، وهذا ما يعرف بالمحفظة المالية الدولية، والتي تعد من ادوات الاستثمار الحديثة التي نالت اهتماما متزايدا من لدن المستثمرين، ولعل اهم المزايا التي يقدمها هذا النوع من المحافظ للمستثمرين، هي ميزة تقليل المخاطرة بما يحقق لهم سمة الامان النسبي جزاء تنوعهم للموجودات كون المحفظة الدولية تكون في العادة متنوعة تنوعا جيدا لأن رأسمالها يكون موزعا عادة على عدة أدوات استثمارية في دول مختلفة، لا تكون بالضرورة مترابطة مع بعضها ترابطا قويا، لذلك لا بد من دراسة عامل المخاطرة، والتركيز بشكل دقيق على المخاطرة النظامية، التي تسمى غالبا بمخاطرة السوق (Market Risk)، التي تشمل (عوامل مثل الحروب والتقلبات بمعدلات التضخم، ومعدلات الفائدة، وغيرها)، التي تؤثر سلبا في معظم الاسهم، ولا يمكن التخلص منها بالتنوع كما هو الحال في المخاطر غير النظامية، والسبب في التركيز على المخاطرة النظامية ينبع من الجدل عن الثمن (السعر)، الذي ينبغي ان تحظى به هذه المخاطرة على المستويين المحلي والدولي، وبعبارة اخرى هل ان سعر هذه المخاطرة بإطار البيئة المحلية يختلف عنه بإطار البيئة الدولية للاستثمار؟

لقد عرفت المخاطرة في قاموس ويبستر (Webster) بأنها " مجازفة او خطر، او تعرض لخسارة او ضرر"، لذلك تشير المخاطرة إلى فرصة احتمال وقوع حدث غير محبب (Brigham & Ehrhardt, Weston, 1996:182; 2005:129) والمخاطرة في حقل الادارة المالية تشير إلى فرصة حدوث تدفق نقدي اقل ما هو متوقع، وهذا من الممكن حدوثه باتجاهين : الاول يتعلق بالموجودات المالية وهو امر يتطلب توزيعا احتماليا لما سيحدث مستقبلا ويربط الموضوع بالخسارة المتوقعة في اسهم الشركة التي تنعكس بانخفاض سعر السهم، ومن ثم انخفاض قيمة الشركة، والآخر ينعكس في العائدات المحاسبية التي تحققها الشركة، فخطر العائدات يتمثل بالخسائر المحتملة للشركة، وفي كلا الاتجاهين تأخذ المبادلة بين العائد والمخاطرة حيزا مهما، يهدف قياس كلاً من العائد و المخاطرة (217- 216: 1990, Ress).

وبالإمكان تحليل مخاطرة الموجودات بطريقتين: 1- على اساس الموجودات الفردية القائمة بحد ذاتها كونها منفصلة عن بعضها البعض، 2- على اساس المحفظة، وفيها يعامل الموجود بوصفه احد الموجودات الداخلة في المحفظة فضلاً عن لمخاطرته، لذلك فإن المخاطرة الفردية القائمة بذاتها (Stand- alone risk)، هي المخاطرة التي

بواجهها المستثمر جراء احتفاظه بهذا الموجود بمفرده لوحده. والواقع ان معظم الموجودات الفردية تدخل كمكونات للمحافظ، والواقع لا مناص من فهم المخاطرة التي تواجه الاستثمار الفردي كشرط اساس لفهم مخاطرة المحفظة.

3.2: نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية المحلي ذات المؤشر الواحد (CAPM)

لقد قدم (Sharpe, 1964 : 425 - 442) نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية (CAPM)، الذي استخدمه لتقدير كلفة التمويل الممتلك للمؤسسات التي تتداول اسهمها في البورصات، إذ يربط هذا النموذج بين مخاطرة السوق مقاسه ب (β) والعائدات المطلوبة من لدن المساهمين، وذلك من خلال جمع سعر الفائدة الخالي من المخاطرة مع علاوة المخاطرة للاسهم، التي تظهر مخاطرة السوق غير القابلة للتنويع.

ان من أهم النقاط التي توقف عندها الباحثون في الادارة المالية، وفي مناقشاتهم لنموذج (CAPM) اعتماده على البيانات التاريخية لتقدير العائد المطلوب ومعامل (بيتا) والعائد المتوقع، وامكانية اعتماد النموذج كآلية لتحديد الآثار المترتبة منه على المحافظ الاستثمارية على الرغم من ابتعاد بعضها عن الواقع العملي، ألا انه يبقى النموذج يعد اطاراً عاماً لتكميم العلاقة بين العائد والمخاطرة، وتعميمها فهو مفيد، ولكنه ليس الافضل (David , 1982 : 108 - 113). ويعد نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية المحلي ذات المؤشر الواحد (CAPM) فاعلاً كونه يتأثر بعامل واحد من عوامل المخاطرة المتمثل باطار الاقتصاد الكلي كمؤشر (S & p500)، عندما يتم التعرف على العائدات التي يحصل عليها المستثمر جزاء نشاطه الاستثماري (Bodie , et al , 2001 : 277).

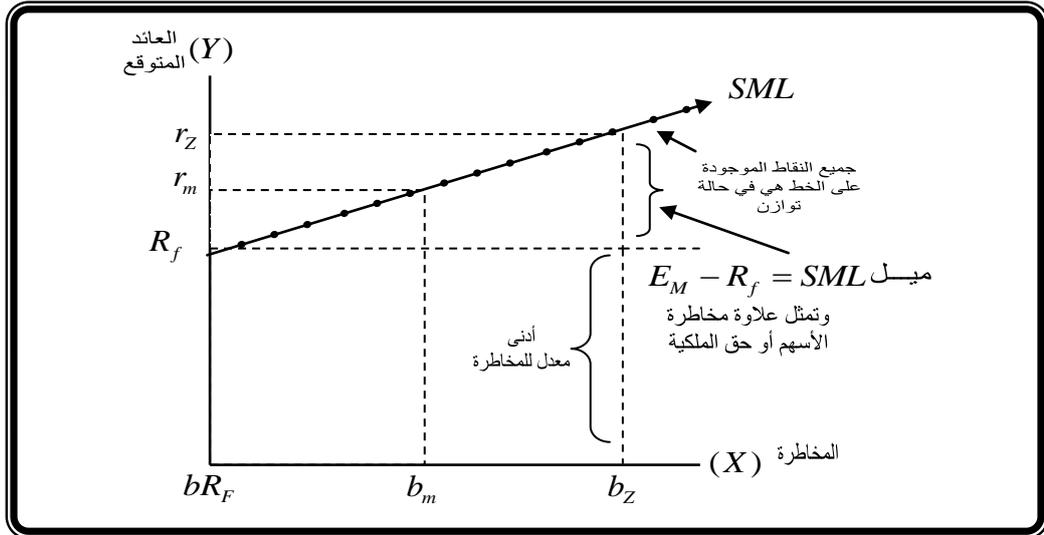
لقد طرح النموذج ليفسر سلوك اسعار الاوراق المالية ويقدم الآلية التي يستطيع من خلالها المستثمرون بتقويم تأثير الاستثمارات المقترحة في الاوراق المالية على العائد والمخاطرة الكلية لمحافظهم (Gitman , 2009 : 25)، وتجدر الاشارة بأن النموذج يصف العلاقة بين المخاطرة المتمثلة بدرجة عدم التأكد ومستوى العائدات التي يحصل عليها المستثمر جزاء نشاطه الاستثماري والعمل على تقويم الاوراق المالية مستقبلاً.

لقد وضع النموذج أساساً لنوعين من المخاطرة الا وهما : المخاطر النظامية والمخاطر غير النظامية، وقد وسع النموذج من نظرية سوق رأس المال بطريقة تسمح للمستثمرين بتقويم المخاطر والعائدات لكل من المحافظ المنوعة والاوراق المالية الفردية، ويعد بذلك مقياساً نسبياً للمخاطرة النظامية (غير القابلة للتنويع) المقاسة بمعامل (Reilly & Brown , 2012 : 204).

ألا ان النموذج قد حظي بقبول عام على المستوى الفكري فهو منطقي وعقلاني وحالما يعتمد، ويفهم نظرياً من لدن المستثمر، فهو عادة ما يقبل دون نقاش لكن الشكوك قد بدأت بالظهور حينما بدأ التفكير والنظر بالافتراضات، التي استند اليها النموذج وأن هذه الشكوك تعززت اكثر ما أفضى إلى تقليصها عبر الاختبارات التجريبية (Brigham & Ehrhardt, 2005: 197).

3.3: الرسم البياني لنموذج تسعير الموجودات الرأسمالية المحلي ذات المؤشر الواحد (CAPM)

حينما يصور نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية المحلي (CAPM) بيانياً فهذا التصوير البياني يسمى خط سوق الاوراق المالية (SML)، وفي الواقع فإن خط (SML) خط مستقيم يظهر العائد المطلوب في السوق لكل مستوى من المخاطرة غير القابلة للتنويع (β)، وفي هذا الشكل فإن المخاطرة المقاسة ب (β) تثبت على المحور الافقي (X) والعائد المطلوب على المحور العمودي (Y)، وإن المبادلة بين المخاطرة والعائد تتمثل بشكل واضح بخط (SML) (Gitman , 2009: 256) وكما مبين في الشكل (1).



شكل (1) خط (SML) للأوراق المالية

Source: Lawrence J. Gitman; "Principles of managerial Finance, 12 Edition, Canada, 2009, P.256.

وبالاعتماد على خط (SML) يتضح بأن العائد المتوقع لأي موجود مالي يعتمد على ثلاثة عوامل وهي (Jordan & Miller, 2008 : 406) :-

1. القيمة الزمنية، التي تقاس بدورها من خلال المعدل الخالي من المخاطرة (RF)، وتعد تعويضاً للمستثمر، مقابل انتظاره للحصول على العائد النقدي بدون ان يتحمل اية مخاطرة.
2. قيمة التعويض عن المخاطرة النظامية، وتقاس من خلال علاوة مخاطرة السوق (Rm - RF) .
3. قيمة المخاطرة النظامية، وتقاس من خلال (β)، وهذه القيمة المخاطرة النظامية المتخصصة بالموجود المعني بالمقارنة بالمخاطرة النظامية لمتوسط الموجودات.

ويتضح من الشكل (1) العلاقة الخطية لنموذج تسعير الموجودات الرأسمالية ممثلة بنموذج (CAPM) وميلها او انحدارها لتجسد ما يطمح له المستثمر بجنبه للمخاطرة (Bodie et al, 2008 : 502) ان نموذج (CAPM) لـ (Sharpe) يمكن المستثمر من تحديد فيما إذا كانت الاوراق المالية الفردية (المحافظ) مسعرة بأقل او بأكثر من قيمتها الحقيقية، لأن العلاقة الخطية بين عائداتها المتوقعة ومعاملات (β) خاصتها (المخاطرة النظامية)، بالإمكان مقارنتها مع الـ (SML) (مؤشر السوق) (Hill , 2010 : 22) .

الجدير بالذكر بأن خط سوق الاوراق المالية لا يبقى ثابتاً عبر الزمن، ولذلك فإن العائد المطلوب سيتغير تبعاً للتحركات في خط (SML)، وإذا ما انحدر (SML) عن موقعه فيعني ذلك وجود ثلاث قوى رئيسية، قد أثرت فيه متمثلة بـ: التغيرات في التوقعات التضخمية، والتغيرات في تجنب المخاطرة، والتغيرات في معامل (β) وكما موضح في ادناه:

1- التغيرات في التوقعات التضخمية

تتعرض هذه التغيرات بمعدل العائد الخالي من المخاطرة (RF) المتمثل بالمعادلة الآتية (Gitman , 2007 : 255) :-

$$(5) \dots\dots\dots$$

$$RF = r^* + IP$$

اذ ان : r^* : معدل الفائدة الحقيقي

IP : علاوة التضخم

RF : معدل العائد الخالي من المخاطرة

وتتمثل التغيرات في التوقعات التضخمية بعلاوة التضخم (IP)، ما تتعكس بالنتيجة على التغير في العائد الخالي من المخاطرة، وتعد التقاطعات في انشطة التجارة الدولية رافدا هاما في التغير بالتوقعات التضخمية .

2- التغيرات في تجنب المخاطرة:-

يعد انحدار خط سوق الاوراق المالية انعكاسا للأداء العام للمستثمرين المصاحب لعنصر المخاطرة في السوق، كون معظم المستثمرين يعملون على تجنب المخاطرة، وهم في الوقت ذاته يطلبون الزيادة لعائداتهم، فانحدار ال(SML) يظهر سلوك المستثمر المتجنب للمخاطرة بسبب العائدات المالية العالية الواقعة عند مستوى من مستويات المخاطرة المقاسة بمعامل (β)، واذا ما حصلت زيادة في علاوة المخاطرة فأنها ستصاحبها زيادة في تجنب المخاطرة، فالتغيرات والتقلبات في تجنب المخاطرة في خط ال(SML) تأتي بسبب التغيرات المستمرة في تفضيلات المستثمرين نتيجة العوامل الاقتصادية والسياسية والنشاطات الاجتماعية المحيطة ببيئة العمل (Gitman , 2007: 259).

3- التغيرات في معامل (β) :-

الشركة من الممكن ان تؤثر في مخاطرتها السوقية (ومن ثم قيمة β خاصة) عبر التغيرات في تركيبة موجوداتها وايضا عبر استخدامها للديونية، وان (β) الشركة من الممكن ان تتغير نتيجة عوامل خارجية مثل ازدياد المنافسة في صناعتها، لانتهاج صلاحية براءات اختراعاتها الاساسية وماشابه ذلك، وحينما تحدث مثل هذه التغيرات، فإن العائد المطلوب للشركة يتغير هو الآخر (Brigham & Ehrhardt , 2005 : 159 - 160).

3.4 : نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية الدولي ذات المؤشر الواحد (ICAPM).

هنالك العديد من نماذج التسعير الاحتمالي تنسجم مع نموذج تسعير الموجودات الدولي المطروح آنفاً، عبر عنها بدلالة العائدات المتوقعة لأية ورقة او محفظة (i) والعائدات المتوقعة لمحفظة السوق الدولية. ومادامت هذه التوقعات لا يمكن مشاهدتها والحصول عليها، ومن ثم بالإمكان إعادة كتابتها بدلالة العائدات المتحققة الفعلية الموضوعية القابلة للقياس، لأي سهم او محفظة (i) والسوق (M). وكذلك الحالة فالمشكلة موجودة عند اختبار نموذج السوق لتسعير الموجودات ذي المؤشر الواحد والهيكل الخاص للعائدات الموجود الذي ينبغي التسليم به، فبالنسبة للدول الفردية يفترض بشكل عام وجود علاقة محددة بين عائدات الأوراق المالية سميت ب (نموذج السوق).

والتوسعة المباشرة لهذا النموذج تمكّن من استيعاب دراسة السلوك السعري الدولي، وكان ذلك النموذج العالمي ذات المؤشر الواحد، وهذا يشتمل على هيكل السوق الدولية اذ من خلاله يعد عائد أي ورقة مالية بمثابة دالة خطية لعائد محفظة السوق العالمية. البيتا التقليدية استبدلت بالمخاطرة النظامية الدولية (Y) وان المعدلات الخالية من المخاطرة ستكون مختلفة للدول المختلفة عامة ($RM \neq Ri$).

لكن الفرق المهم جداً هو وجود عوامل مخاطرة للبعد الدولي تعد بحد ذاتها قوية، وعند دراسة نسب المخاطرة للورقة المالية التي تفسرها العوامل المحلية او الدولية (عائدات لمدد معينة من الزمن)، فهو بذلك سيكون احد المداخل المهمة في بناء محافظ متنوعة تنوعاً جيداً فيما بين الدول.

ان النموذج الاحتمالي لتسعير الأوراق المالية، الذي يأخذ بنظر الاعتبار خصائص هيكل السوق المالية الدولية سيكون مناسباً اكثر. والنموذج الأكثر محلية، الذي ينسجم مع (IAPM) يسلم بان لأسعار الورقة المالية في أي سوق عامل محلي مشترك، الذي يعتمد بدوره على عامل دولي واحد مشترك⁽¹⁾.

وبعبارة أخرى ان جميع الأوراق المالية تتأثر بالعامل الدولي عبر مؤشرها المحلي، فاذا كانت للورقة (ki) من البلد (k) فبالإمكان كتابتها عاندها كالآتي:

$$R_{ki} = R_{ki}^- + \beta_{ki}(I_k - R_{ki}^-) + n_{ki}$$

لكل: k و i

(1) مثل هذا النموذج ينسجم مع النموذج الشهير "اوربا الأوطان" للجنرال ديغول (Solnik,1974: 371)

(6).....

اذ ان :

 R_{ki} : العائد المتوقع للورقة المالية (i) من البلد (k). R_{ki}^- : العائد المتوقع لذلك المؤشر. β_{ki} : المخاطرة النظامية المحلية للورقة (ki). I_{ki} : العائد المتوقع للمؤشر المحلي للبلد (k).

اما بالنسبة للمؤشرات المحلية فان المعادلة تصبح:

لكل k(7).....

$$I_k = R_{ki}^- + Y_k(Rm - R^-m) + \varepsilon_k$$

اذ ان :

 Y_k : هي المخاطرة النظامية الدولية للبلد (k)

β_{ki} و β_k : هي بالافتراض متغيرات عشوائية طبيعية بشروط اعتمادية خطية قياسية بين نفسها، أي بين (R_m و I_k). وبالإمكان اشتقاق بعض النتائج المهمة من هذا الهيكل التسعيري. فاذا صح هذا النموذج فمن السهولة يمكن تبين⁽²⁾ ان المخاطرة النظامية الدولية Y_{kk} للورقة Y_i يساوي حاصل ضرب المخاطرة النظامية المحلية لتلك الورقة β_{ki} بالمخاطرة الدولية لبلدها Y_k وكالاتي:

(8).....

$$\beta_{ki} Y_k = Y_{ki}$$

مادام النموذج الدولي لتسعير الموجودات ينص على :

1. ان جميع المستثمرين سيكونون في حالة سواء عند المفاضلة بين المحافظ المكونة من الموجودات الاصلية.
2. بالإمكان اشتقاق علاقة تسعير المخاطرة لتظهر بان علاوة مخاطرة أية ورقة مالية تفوق معدل عائدها الخالي من المخاطرة المحلي يتناسب، ومخاطرتها النظامية الدولية.
3. وجود مجموعة أخرى من العلاقات تنص بان الفرق في معدلات الفائدة بين أي بلدين يساوي التغير المتوقع بالتعادل فيما بين هذين البلدين مضافاً له، حد يعتمد على التباينات المشتركة بين مخاطر الصرف.

وهي بذلك تعد علاقة نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية لكل سوق محلي، لذلك فان نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية بالإمكان اشتقاقه من نموذج (IAPM).

بظل هذا التوصيف، وهذه نتيجة غاية بالأهمية، لأنها تجعل النموذج الدولي قابل للمقارنة مع النتائج التي سنجدها لكل سوق محلي على حدة (على وفق عينة البحث هذه فان سوق العراق للأوراق المالية يعد سوقاً محلياً قياساً بالأسواق الأخرى عينة البحث). واختبار نموذج (IAPM) سيكون ببساطة اختبار لنموذج (CAPM) المحلي للسوق المحلية متزامناً مع اختبار علاقة تسعير المخاطرة الدولية للمؤشرات المحلية. وهذه العلاقة الأخيرة ماهي إلا مجرد الفرق بين هيكل السوق الدولية كما طرح وسلّم بصحته بحسب هيكل السوق المجزأ بغياب العلاقات الدولية بين الأسواق المالية المحلية التامة (Solnik, 1974: 372).

5.3: جاذبية السهم محلياً ودولياً

(2) للمزيد من التفاصيل انظر الاشتقاق لأثبات ذلك:

-B. H. solnik, "the international pricing of risk: AN Empirical investigation of the word capital market structure", journal of finance. Vol. 29. No. 2, papers and proceedings of the thirty-second annual meeting of the American finance association. New York, December-28-30, 1974.Pp: 371.

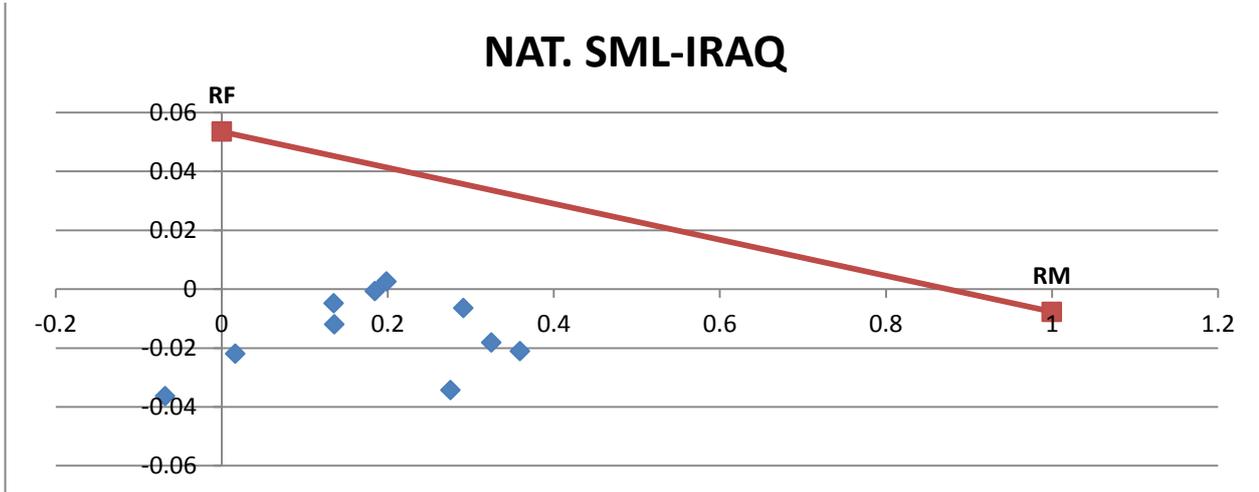
جاذبية السهم تعني موقعه بالنسبة لخط سوق الاستثمار (SML)، فهل ان عائده الفعلي يقع فوق أو تحت أم على الخط الذي يمثل المعدل المطلوب، والذي ينبغي ان تقع عليه عائدات جميع الأوراق المالية وكذا المحافظ . فاذا كان واقعاً أعلى الخط فهذا معناه ان للموجود المالي معدل عائد فعلي أكبر من المطلوب، وهذا يعني: ان الاستثمار به يولد صافي قيمة حالية موجب وأنه مقيم من لدن السوق بأقل من قيمته الحقيقية، ومن ثم ينبغي اتخاذ القرار بشرائه لأن سعره السوق الحالي دون قيمته العادلة، وان السوق سرعان ما سيدرك هذا الخطأ التسعيري، ويرفع سعر هذا السهم، الى ان يتحقق التوازن ليعود عائده على خط (SML)، وحينئذ سيحقق المتعامل عائداً موجباً من جراء التقاط هذا الموجود الجذاب .

وبالمقابل اذا كان عائد الموجود واقعاً أسفل الخط فالعكس صحيح، اذ ان معنى ذلك ان هذا الموجود مبالغ في تسعيره وأن قراراً ببيعه ينبغي ان يتخذ لتحقيق عائد موجب من هذا الموجود الجذاب .وما يروم هذا المبحث الاجابة عنه هو هل ان السهم المسعرة مخاطرته محلياً له الجاذبية نفسها عند تسعير مخاطرته دولياً ؟ بمعنى هل ان السهم الذي تبين انه مقيم بأقل (بأعلى) من قيمته الحقيقية بظل النموذج المحلي سيظل مقيماً بأقل (بأعلى) من قيمته الحقيقية بظل النموذج الدولي ؟ بعبارة أخرى هل ان خط سوق الاستثمار المحلي (National SML) يختلف عن خط سوق الاستثمار الدولي (International SML) ؟

4. خط سوق الاستثمار (SML) المحلي والدولي : تغطية تحليلية

1.4: تحليل جاذبية الأسهم العراقية بظل النموذج المحلي (CAPM) والنموذج الدولي (ICAPM) :

بالاستناد الى بيانات (RF) المحلي و (RM) المحلي و بينا السوق البالغة الواحد الصحيح ، فقد تم رسم خط (SML) المحلي للعراق، وبالاستعانة ببيانات العائدات الفعلية، وقيم بيتا المحلية للأسهم العراقية العشرة فقد تم تثبيت نقاط هذه الأسهم على فضاء العائد - المخاطرة (البيتا) للشكل البياني نفسه لخط (SML) المحلي للعراق والنتائج ظاهرة في الشكل(2)



الشكل (2) خط سوق الاستثمار المحلي للأسهم العراقية

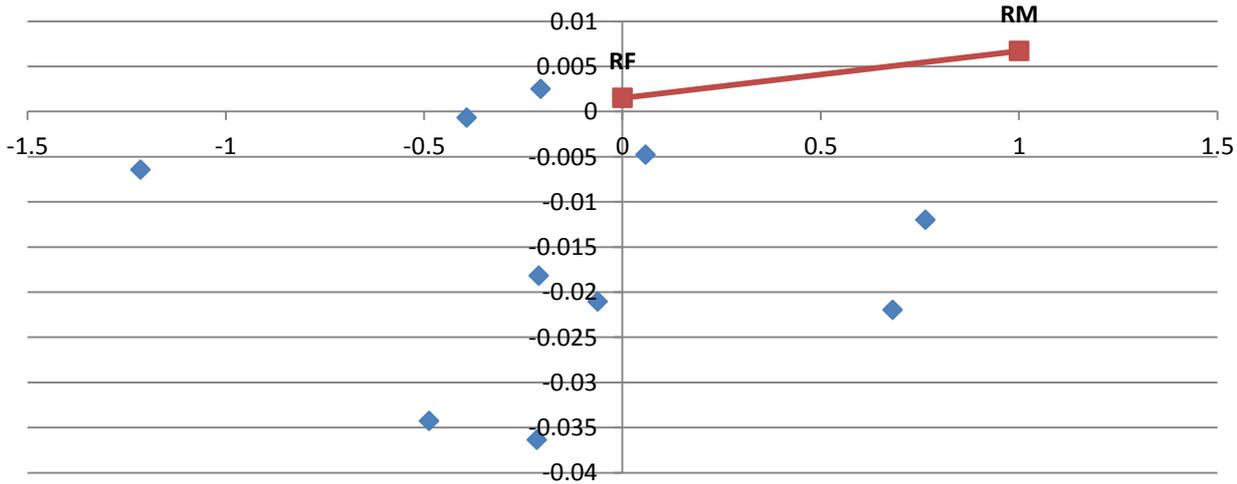
وكما هو واضح من الشكل فإن جميع الأسهم مبالغ في تسعيرها وينبغي بيعها، اذ ان جميعها يقع دون خط SML المحلي وبدرجات متباينة . ويعرض الجدول (8) مواقع الأسهم العراقية بالنسبة لخط (SML) المحلي

الجدول (8) مواقع الأسهم العراقية بالنسبة لخط (SML) المحلي

ت	اسم السهم (الشركة)	تسلسل السهم في العينة	مكان السهم في الشكل البياني (موقع)	جاذبية السهم
1.	المصرف المتحد	Stock 1	اسفل المؤشر	مبالغ في تسعيره وينبغي بيعه
2.	مصرف الشرق الاوسط	Stock 2	اسفل المؤشر	=
3.	مصرف بغداد	Stock 3	اسفل المؤشر	=
4.	بغداد غازية	Stock 4	اسفل المؤشر	=
5.	مصرف الخليج	Stock 5	اسفل المؤشر	=
6.	مصرف الشمال	Stock 6	اسفل المؤشر	=
7.	مصرف الاستثمار	Stock 7	اسفل المؤشر	=
8.	المعمورة العقارية	Stock 8	اسفل المؤشر	=
9.	اسماك الشرق الاوسط	Stock 9	اسفل المؤشر	=
10.	فندق عشتار	Stock 10	اسفل المؤشر	=

ومنه يتضح ان جميع الأسهم قد أساء وبالمقاييس السوق في تسعيرها وينبغي بيعها، والملاحظة الأخرى على الشكل (2) ان ميل خط (SML) سالب، وهذا خلاف المنطق المالي السليم، اذ انه يشير بأن عائد الاستثمار بالموجودات المالية ينخفض مع ازدياد مخاطرتها النظامية ممثلة بالبيتا ! ولعل ذلك يعزى لضعف الوعي لدى المتعاملين في السوق، وعدم اعتمادهم الأسس العلمية السليمة لتحليل خصائص الأوراق المالية الفردية ولبناء المحافظ الاستثمارية. بالمقابل وبالاستناد الى بيانات (RF) الدولي و (RM) الدولي وبيتا السوق الدولية البالغة الواحد الصحيح، فقد تم رسم خط (SML) الدولي للعراق، وبالاستعانة ببيانات العائدات الفعلية وقيم البيتا الدولية للأسهم العراقية العشرة فقد تم تثبيت نقاط هذه الأسهم على فضاء العائد - المخاطرة (البيتا) للشكل البياني نفسه لخط (SML) الدولي للعراق، والنتائج ظاهرة في الشكل (3).

INT. SML-IRAQ



الشكل (3) خط سوق الاستثمار الدولي للأسهم العراقية

ومنه يتضح تصحيح العلاقة المنطقية بين العائد والمخاطرة النظامية للأسهم، اذ ظهر (SML) بميل موجب . ويتضح من جانب آخر ان مواقع الأسهم العراقية العشرة تغير بشكل جذري بالمقارنة مع موقعها بظل النموذج المحلي، لكن مع ذلك ظلت جميع هذه الأسهم مبالغ في تسعيرها وينبغي بيعها على الرغم من تغير جاذبيتها النسبية بالمقارنة مع

النظرة المحلية، ويعرض الجدول (9) مواقع الأسهم العراقية بالنسبة لخط (SML) الدولي، والذي تتوضح فيه هذه الحقائق، ومدى التبدل في جاذبية الأسهم وحجمها دولياً مقارنة " بجاذبيتها محلياً.

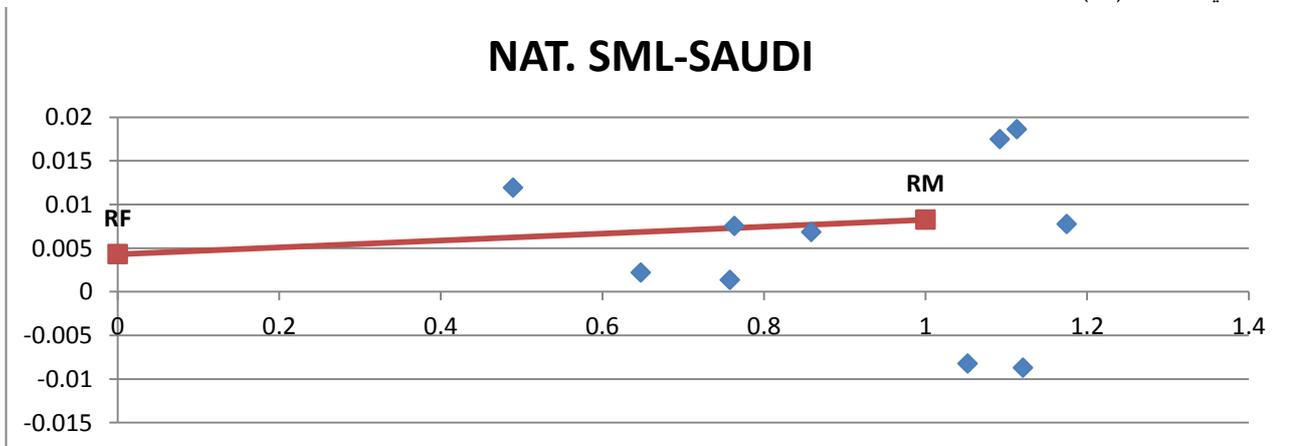
الجدول (9) مواقع الأسهم العراقية بالنسبة لخط (SML) الدولي .

ت	اسم السهم (الشركة)	تسلسل السهم في العينة	مكان (موقع) السهم بالشكل البياني	جاذبية السهم
1.	المصرف المتحد	Stock 1	اسفل المؤشر	مبالغ في تسعيره وينبغي بيعه
2.	مصرف الخليج	Stock 5	اسفل المؤشر	=
3.	اسماك الشرق الاوسط	Stock 9	اسفل المؤشر	=
4.	مصرف الشرق الاوسط	Stock 2	اسفل المؤشر	مبالغ في تسعيره أكثر
5.	مصرف بغداد	Stock 3	اسفل المؤشر	=
6.	بغداد غازية	Stock 4	اسفل المؤشر	=
7.	مصرف الشمال	Stock 6	اسفل المؤشر	=
8.	مصرف الاستثمار	Stock 7	اسفل المؤشر	=
9.	المعمورة العقارية	Stock 8	اسفل المؤشر	=
10.	فندق عشتار	Stock 10	اسفل المؤشر	=

وهذا يعني ان جاذبية السهم دولياً " تختلف عن جاذبيته محلياً، وأن خط (SML) المحلي يختلف عن خط (SML) الدولي .

4.2: تحليل جاذبية الأسهم السعودية بظل النموذجين المحلي (CAPM) والدولي (ICAPM)

بالاستناد الى بيانات (RF) المحلي و (RM) المحلي وبيتا السوق البالغة الواحد الصحيح، فقد تم رسم خط (SML) المحلي للسعودية، وبالاستعانة ببيانات العائدات الفعلية، وقيم بيتا المحلية للأسهم السعودية العشرة، فقد تم تثبيت نقاط هذه الأسهم على فضاء العائد - المخاطرة (البيتا) للشكل البياني نفسه لخط (SML) المحلي للسعودية، والنتائج ظاهرة في الشكل (4).



الشكل (4) خط سوق الاستثمار المحلي للأسهم السعودية

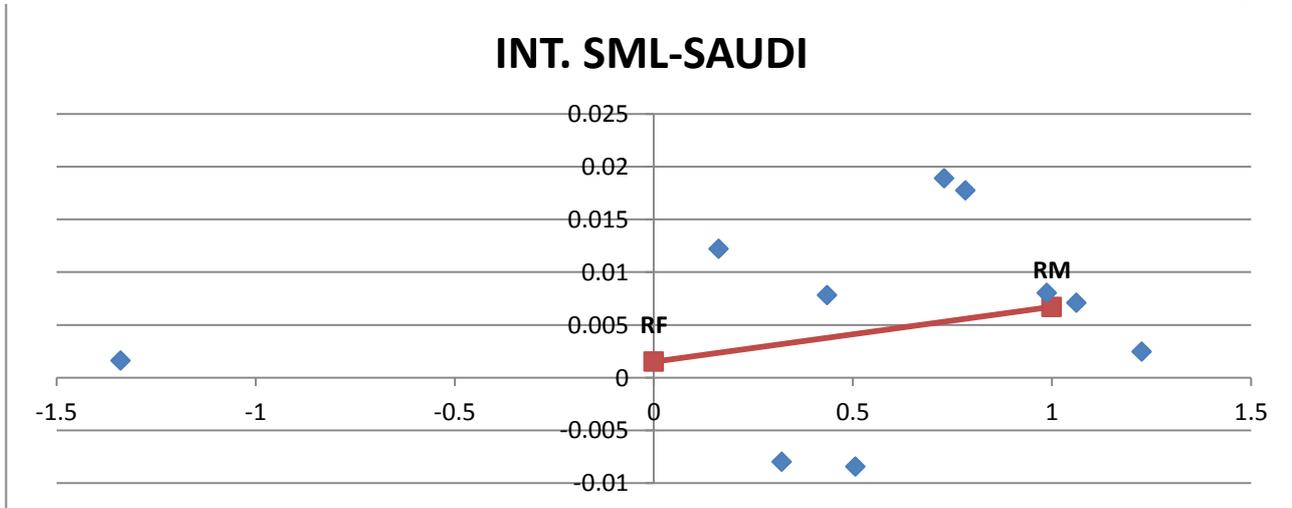
وكما هو واضح من الشكل فإن هناك ثلاثة أسهم مقيّمة بأقل من قيمتها الحقيقية وهي (11 و 14 و 20) ينبغي شراؤها، وان هناك ستة أسهم مبالغ في تسعيرها من لدن السوق السعودية، وهي: (12 و 15 و 16 و 19 و 13 و 17)، وهناك سهماً واحداً قد احسن تسعيره وهو (18)، وقد كان واقعاً على خط (SML)، وهو بذلك في حالة توازن ومسألة بيعه أو شراؤه متروكة لاختيار وتفضيل المستثمر الفردي، ويعرض الجدول (10) مواقع الأسهم السعودية بالنسبة لخط (SML) المحلي .

الجدول (10) مواقع الأسهم السعودية بالنسبة لخط (SML) المحلي

ت	اسم السهم (الشركة)	تسلسل السهم في العينة	مكان (موقع) السهم بالشكل البياني	جاذبية السهم
1	شركة موبايل للاتصالات السعودية	Stock 11	اعلى المؤشر	إبخاس في تسعيره وينبغي شراؤه
2	مصرف النماء	Stock 14	اعلى مؤشر	=
3	مجموعة فتحى القابضة	Stock 20	اعلى المؤشر	=
4	الشركة الالكترونية السعودية	Stock 18	بمستوى المؤشر	مسعر تسعيراً صحيحاً
5	شركة اتصالات اتحاد طبية	Stock 12	اسفل المؤشر	مبالغ في تسعيره وينبغي بيعه
6	شركة الصناعات المتقدمة السعودية	Stock 15	اسفل المؤشر	=
7	شركة سولدارتي السعودية للتكافل	Stock 16	اسفل المؤشر	=
8	شركة الحساء المتطورة	Stock 19	اسفل المؤشر	=
9	شركة بتروكيمياويات كيان السعودية	Stock 13	اسفل المؤشر	مبالغ في تسعيره أكثر
10	شركة الصناعات الاساسية السعودية	Stock 17	اسفل المؤشر	=

ومنه يتضح بأن الأسهم تتأرجح بين الحصول على عائدات موجبة بسبب اساءة السوق في تقويم الأسعار بأقل من قيمتها الحقيقية، وبين مبالغة السوق في تسعيرها ، وبين حالة التوازن كون السوق قد أحسن التسعير .

وبالمقابل وبالاستناد الى لياتان (RF) و (RM) الدولي وبيتا السوق الدولية البالغة الواحد الصحيح فقد تم رسم خط (SML) الدولي للسعودية، وبالاستعانة ببيانات العائدات الفعلية وقيم البيتا الدولية للأسهم السعودية العشرة فقد تم تثبيت نقاط هذه الأسهم على فضاء العائد - المخاطرة (البيتا) للشكل البياني نفسه لخط (SML) الدولي للسعودية، والنتائج ظاهرة في الشكل (5).



الشكل (5) خط سوق الاستثمار الدولي للأسهم السعودية

ومنه يتضح بأن جاذبية الأسهم تبدلت جذرياً من حيث عدد وهوية الأسهم المبالغ أو المبخس تقديرها وكذلك تباينت في قوة إساءة السوق لتسعيرها . إذ ان عدد الأسهم المقيمة بأقل من قيمتها الحقيقية أصبح أربعة أسهم وهي (14 و 18 و 19 و 20)، ينبغي شراؤها، وليست الحالة ذاتها على المستوى المحلي، وان عدد الاسهم التي بالغ السوق في تقييمها فقد أصبح ستة أسهم، وهي (11 و 15 و 16 و 13 و 12 و 17) لا بد من بيعها إذ اختلف تسعيرها عما كانت عليه في الحالة المحلية. ، ويعرض الجدول (11) مواقع الأسهم السعودية بالنسبة لخط (SML) الدولي، الذي تتوضح فيه الحقائق ومدى التبدل في جاذبية الأسهم وحجمها دولياً مقارنة " بجاذبيتها محلياً..

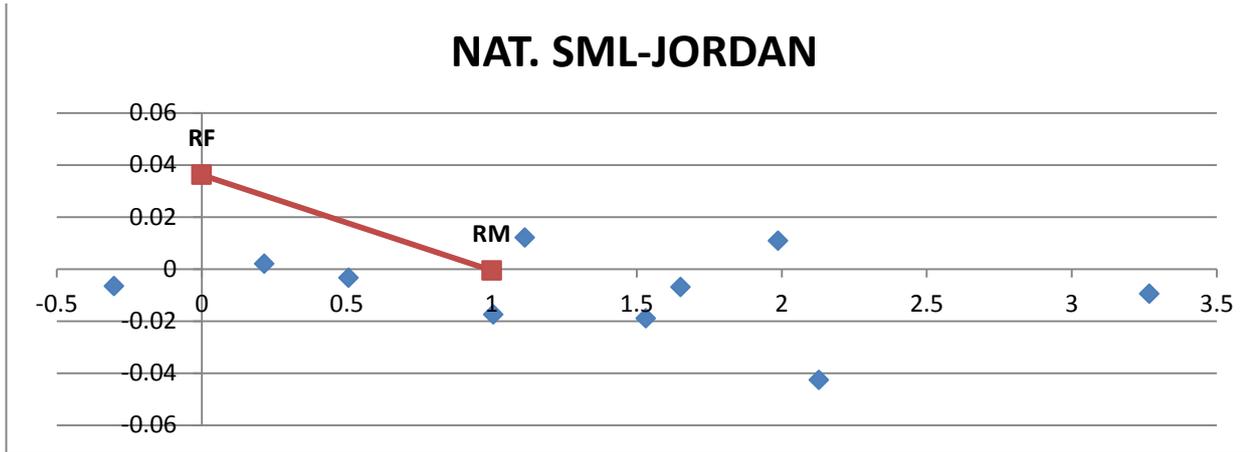
الجدول (11) مواقع الأسهم السعودية بالنسبة لخط (SML) الدولي .

ت	اسم السهم (الشركة)	تسلسل السهم في العينة	مكان (موقع) السهم بالشكل البياني	جاذبية السهم
1	مصرف النماء	Stock 14	اعلى المؤشر	ابخاس في تسعيره وينبغي شراؤه
2	الشركة الالكترونية السعودية	Stock 18	اعلى المؤشر	=
3	شركة الحساء	Stock 19	اعلى المؤشر	=
4	شركة مجموعة فتحى القابضة	Stock 20	اعلى المؤشر	=
5	شركة موبايل للاتصالات السعودية	Stock 11	اسفل المؤشر	مبالغ في تسعيره وينبغي بيعه
6	المتقدمة السعودية	Stock 15	اسفل المؤشر	=
7	شركة سولدارتي السعودية للتكافل	Stock 16	اسفل المؤشر	=
8	شركة بتروكيمياويات كيان السعودية	Stock 13	اسفل المؤشر	مبالغ في تسعيره أكثر
9	شركة الصناعات الاساسية السعودية	Stock 17	اسفل المؤشر	=
10	شركة اتصالات اتحاد طيبة	Stock 12	اسفل المؤشر	=

ومنه يتضح في تقويم اسعار الأسهم انها تتأرجح بين الحصول عائدات موجبة بسبب إساءة السوق في تقويمها بأقل من قيمتها الحقيقية، وبين المبالغة في تسعيرها . والملاحظ ان قيم الأسهم عند خط (SML) المحلية قد اختلفت عما هي عليه عند خط (SML) دولياً، وهذا ما يؤكد ان جاذبية السهم دولياً تختلف عن جاذبيته محلياً، وأن خط (SML) المحلي يختلف عن خط (SML) الدولي .

3.4: تحليل جاذبية الأسهم الأردنية بظل النموذجين (CAPM) والدولي (ICAPM)

بالاستناد الى بيانات (RF) المحلي و (RM) المحلي وبيتا السوق البالغة الواحد صحيح . فقد تم رسم خط (SML) المحلي للأردن، وبالاستعانة ببيانات العائدات الفعلية وقيم بيتا المحلية للأسهم الأردنية العشرة فقد تم تثبيت نقاط هذه الأسهم على فضاء العائد - المخاطرة (البيتا) للشكل البياني نفسه لخط (SML) المحلي للأردن، والنتائج ظاهرة في الشكل (6).



الشكل (6) خط سوق الاستثمار المحلي للأسهم الأردنية

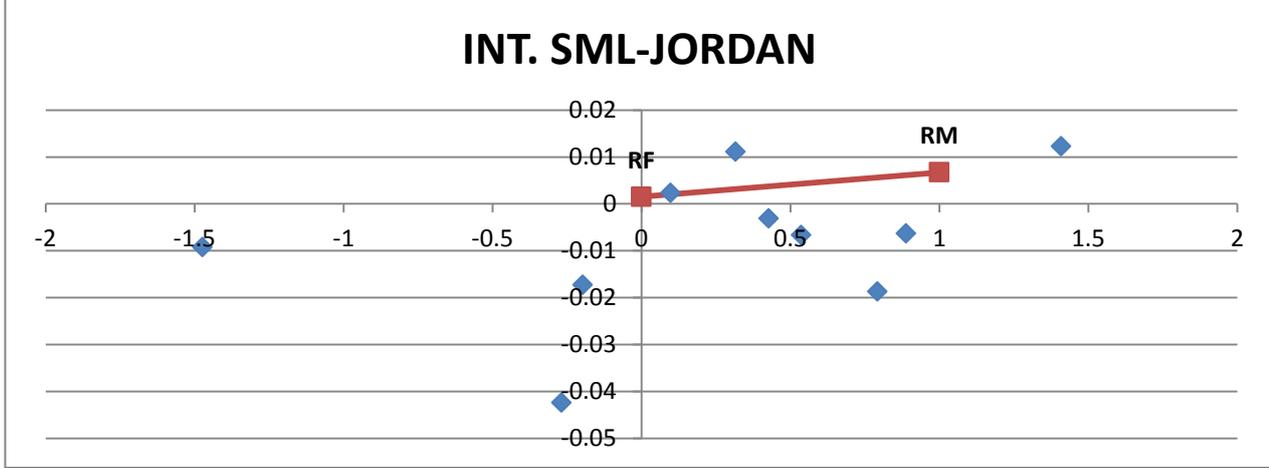
وكما هو واضح في الشكل فإن هناك سهمين مقيّمان بأقل من قيمتهما الحقيقية وهي (27 و 29) يقعان أعلى خط (SML) ينبغي شرائهما، وأن هناك ثمانية أسهم تقع أسفل خط (SML) وبدرجات متباينة قد بلغت السوق الأردنية في تسعيرها وهي (22 و 25 و 21 و 23 و 24 و 26 و 30 و 28) لا بد من التخلص منها وبيعها، ويعرض الجدول (12) مواقع الأسهم الأردنية بالنسبة لخط (SML) المحلي .

الجدول (12) مواقع الأسهم الأردنية بالنسبة لخط (SML) المحلي

ت	اسم السهم (الشركة)	تسلسل السهم في العينة	مكان (موقع) السهم بالشكل البياني	جاذبية السهم
1	شركة الاتحاد للاستثمارات	Stock 27	اعلى المؤشر	ابخاس في تسعيره وينبغي شراؤه
2	شركة الكهرباء الاردنية	Stock 29	اعلى المؤشر	=
3	شركة ميثاق	Stock 22	اسفل المؤشر	مبالغ في تسعيره وينبغي بيعه
4	ر.م. للنقل والاستثمار	Stock 25	اسفل المؤشر	=
5	شركة التجمعات للمشاريع السياحية	Stock 21	اسفل المؤشر	مبالغ في تسعيره أكثر
6	البنك العربي	Stock 23	اسفل المؤشر	=
7	ابعاد للاستثمارات	Stock 24	اسفل المؤشر	=
8	الملكية الاردنية	Stock 26	اسفل المؤشر	=
9	البنك الاستثماري	Stock 30	اسفل المؤشر	=
10	شركة التجمعات لخدمات التغذية والاسكان	Stock 28	اسفل المؤشر	=

ومنه يتضح التباين في تقويم أسعار الأسهم اذ يتأرجح بين الحصول على عائدات موجبة بسبب إساءة السوق في تقويم الأسعار بأقل من قيمتها الحقيقية، وبين مبالغة السوق في تقويم أسعارها، والملاحظة الأخرى هي أغلب الأسهم قد بالغت السوق في تسعيرها بشكل أكثر ما يؤثر على ميل خط (SML) ليحوله سالباً، وهذا خلاف المنطق المالي السليم، اذ انه يشير بأن عائد الاستثمار بالموجودات المالية ينخفض مع ازدياد مخاطرتها النظامية الممثلة بالبيتا ! ولعل ذلك يعزى لضعف الوعي الاستثماري لدى المتعاملين في السوق وعدم اعتمادهم الأسس العلمية السليمة لتحليل خصائص الأوراق المالية الفردية وبناء المحافظ الاستثمارية.

وبالمقابل وبالاستناد الى بيانات (RF) الدولي و (RM) الدولي وبيتا السوق الدولية البالغة الواحد الصحيح ، فقد تم رسم خط (SML) الدولي للأردن، وبالاستعانة ببيانات العائدات الفعلية، وقيم البيتا الدولية للأسهم الأردنية العشرة فقد تم تثبيت نقاط هذه الأسهم على فضاء العائد - المخاطرة (البيتا) للشكل البياني نفسه لخط (SML) الدولي للأردن، والنتائج ظاهرة في الشكل (7).



الشكل (7) خط سوق الاستثمار الدولي للأسهم الأردنية

وكما هو واضح في الشكل فإن جاذبية الأسهم قد تبدلت جذرياً من حيث عدد وهوية الأسهم المبالغ أو المبخس تقديرها وكذلك تباينت في قوة إساءة السوق لتسعيرها، إذ هناك سهران مقيمان بأقل من قيمتهما الحقيقية وهي (27 و 28) يقعان أعلى خط (SML) الدولي ينبغي شراؤها، وقد اختلفت عما هو عليه على المستوى المحلي، وأن هناك سهماً واحداً قد أحسن السوق تسعيره وكان واقعاً على خط (SML) وهو (30)، فهو بذلك في حالة توازن ومسألة بيعه أو شراؤه متروكة لاختيار وتفضيل المستثمر الفردي، وهو على خلاف حالته على المستوى المحلي، وهناك سبعة أسهم مبالغ في تسعيرها من لدن السوق الأردنية وهي (25 و 29 و 21 و 22 و 26 و 23 و 24) واقعة أسفل خط (SML) لا بد من التخلص منها وبيعها وهي مختلفة عن حالتها المحلية، ويعرض الجدول (13) مواقع الأسهم الأردنية بالنسبة لخط (SML) الدولي، الذي تتوضح فيه الحقائق، ومدى التبدل في جاذبية الأسهم وحجمها دولياً مقارنةً بجاذبيتها المحلية .

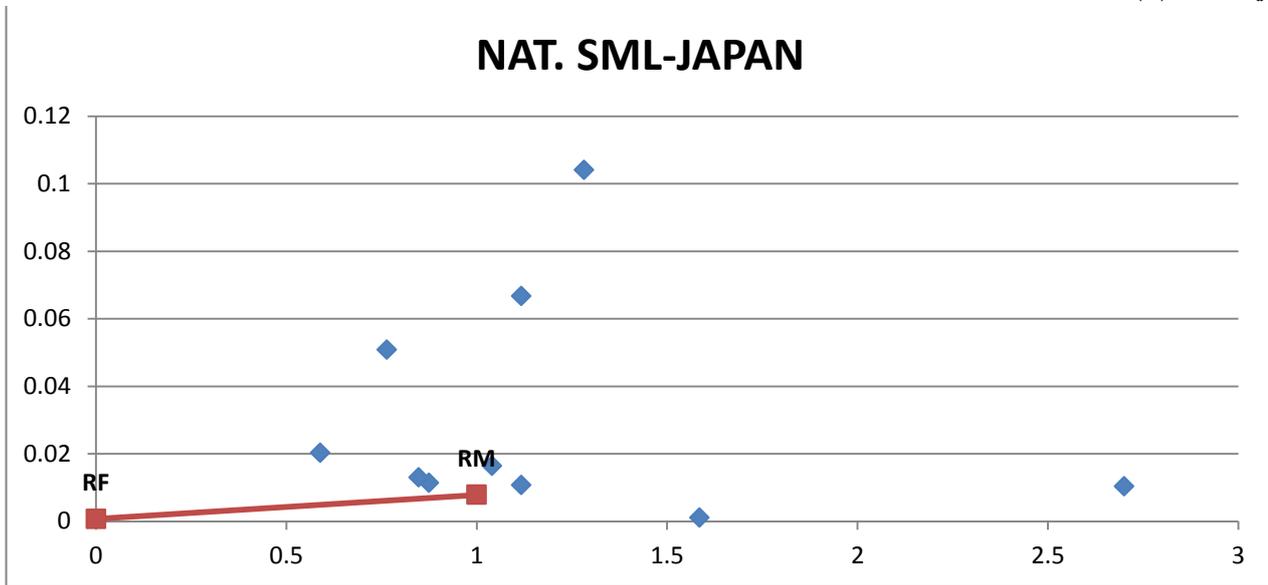
الجدول (13) مواقع الأسهم الأردنية بالنسبة لخط (SML) الدولي

ت	اسهم السهم (الشركة)	تسلسل السهم في العينة	مكان (موقع) السهم بالشكل البياني	جاذبية السهم
1	شركة الاتحاد للاستثمارات	Stock 27	اعلى المؤشر	ابخاس في تسعيره وينبغي شراؤه
2	شركة التجمعات لخدمات التغذية والاسكان	Stock 28	اعلى المؤشر	=
3	شركة البنك الاستثماري	Stock 30	بمستوى المؤشر	مسعر تسعيراً صحيحاً
4	ر.م. للنقل والاستثمار	Stock 25	اسفل المؤشر	مبالغ في تسعيره وينبغي بيعه
5	شركة الكهرباء الاردنية	Stock 29	اسفل المؤشر	=
6	شركة التجمعات للمشاريع السياحية	Stock 21	اسفل المؤشر	مبالغ في تسعيره أكثر
7	شركة ميثاق	Stock 22	اسفل المؤشر	=
8	الملكية الاردنية	Stock 26	اسفل المؤشر	=
9	البنك العربي	Stock 23	اسفل المؤشر	=
10	ابعاد للاستثمارات	Stock 24	اسفل المؤشر	=

ومنه يتضح التباين في تقويم أسعار الأسهم يتأرجح بين الحصول على عائدات موجبة بسبب إساءة السوق في تقويمها بأقل من قيمتها الحقيقية، وبين حالة التوازن بسبب كون السوق قد أحسن تسعيرها، وبين المبالغة في تسعيرها بنسب متفاوتة ترجع اسبابه كما ذكر في الحالة المحلية، والملاحظ ان قيم الأسهم عند خط (SML) المحلي قد اختلفت عما هي عليه عند خط (SML) دولياً، وهذا ما يؤكد ان جاذبية السهم دولياً تختلف عن جاذبيته محلياً، وان خط (SML) المحلي يختلف عن خط (SML) الدولي .

4.4: تحليل جاذبية الأسهم اليابانية بظل النموذجين المحلي (CAPM) والدولي (ICAPM)

وبالاستناد الى بيانات (RF) المحلي و (RM) المحلي وبيتا السوق البالغة الواحد صحيح . فقد تم رسم خط (SML) المحلي لليابان، وبالاستعانة ببيانات العائدات الفعلية وقيم بيتا المحلية للأسهم اليابانية العشرة، فقد تم تثبيت نقاط هذه الأسهم على فضاء العائد - المخاطرة (البيتا) للشكل البياني نفسه لخط (SML) المحلي لليابان، والنتائج ظاهرة في الشكل (8) .



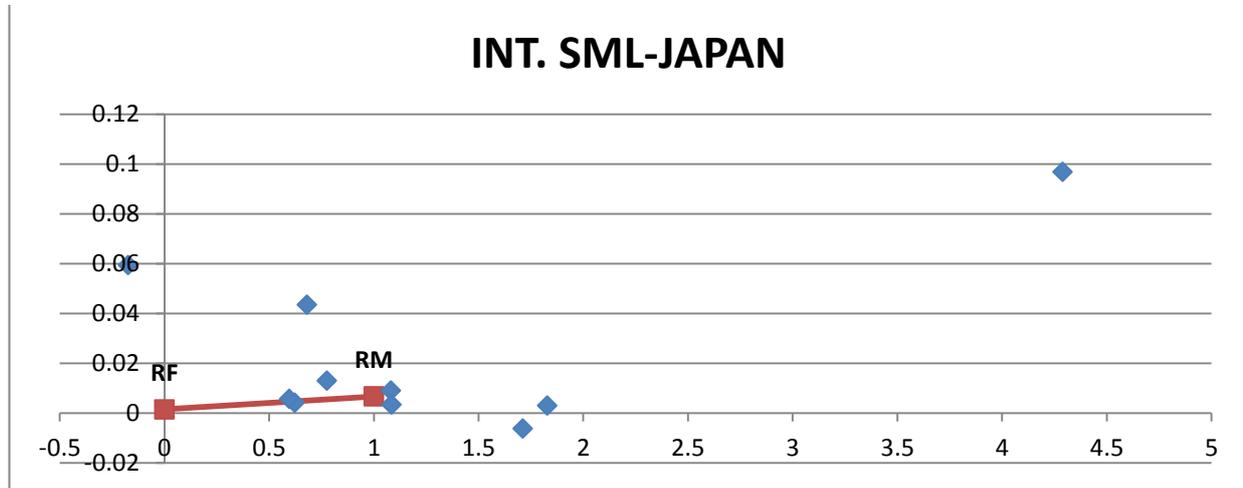
الشكل (8) خط سوق الاستثمار المحلي للأسهم اليابانية

وكما هو واضح في الشكل فإن هناك سبعة أسهم مقيمة بأقل من قيمتها الحقيقية وهي (31 و 35 و 36 و 37 و 38 و 39 و 40) تقع أعلى خط (SML) المحلي وينبغي شراؤها، وهناك سهم واحد قد أحسن السوق تسعيره وكان واقعاً على خط (SML) وهو (34) فهو في حالة توازن ومسألة بيعه أو شراؤه متروكة لاختيار، وتفضيل المستثمر الفردي، وهناك سهمان قد بالغت السوق اليابانية في تسعيرها وهي (32 و 33)، وينبغي بيعها، ويعرض الجدول (14) مواقع الأسهم اليابانية بالنسبة لخط (SML) المحلي

الجدول (14) مواقع الأسهم اليابانية بالنسبة لخط (SML) المحلي

ت	اسم السهم (الشركة)	تسلسل السهم في العينة	مكان (موقع) السهم بالشكل البياني	جاذبية السهم
1	Yaha Japan Corp.	Stock 31	اعلى المؤشر	ابخاس في تسعيره ولايد من شراؤه
2	Taiheiyo cement corp.	Stock 35	اعلى المؤشر	=
3	Isuzu Motors Ltd.	Stock 36	اعلى المؤشر	=
4	Mitsubishi Heavy industries Ltd.	Stock 37	اعلى المؤشر	=
5	Hidahi . Ltd.	Stock 38	اعلى المؤشر	=
6	Kawasaki Heavy Industries Ltd.	Stock 39	اعلى المؤشر	=
7	Daiws House Industry Co., Ltd.	Stock 40	اعلى المؤشر	=
8	Mitsubishi Ufj Financial Group Inc.	Stock 34	بمستوى المؤشر	مسعر تسعيراً صحيحاً
9	The Tokyo Electric power Co., Inc.	Stock 32	اسفل المؤشر	مبالغ في تسعيرها ولايد من بيعه
10	Mizuho Financial Group, Inc.	Stock 33	اسفل المؤشر	=

ومنه يتضح التباين في تقويم أسعار الأسهم اذ تتأرجح بين الحصول على عائدات موجبة بسبب إساءة السوق في تقويم الأسعار بأقل من قيمتها الحقيقية، وبين كون السوق قد أحسن تسعيرها، وبين المبالغ في تسعيرها . وبالمقابل وبلاستناد الى بيانات (RF) الدولي و(RM) الدولي وبيننا السوق الدولية البالغة الواحد صحيح، فقد تم رسم خط (SML) الدولي لليابان وبلاستعانة ببيانات العائدات الفعلية وقيم البيتا الدولية للأسهم اليابانية العشرة فقد تم تثبيت نقاط هذه الأسهم على فضاء العائد - المخاطرة (البيتا) للشكل البياني نفسه لخط (SML) الدولي لليابان، والنتائج ظاهرة في الشكل (9) .



الشكل (9) خط سوق الاستثمار الدولي للأسهم اليابانية

وكما هو واضح في الشكل، فإن جاذبية الأسهم قد تبدلت جذرياً من حيث عدد وهوية الأسهم المبالغ أو المبخس تقديرها وكذلك تباينت في قوة إساءة السوق لتسعيرها، اذ هناك ثلاثة أسهم مقيمة بأقل من قيمتها الحقيقية، وهي (31 و 35 و 36) واقعة أعلى خط (SML) الدولي ينبغي شراؤها إذ اختلفت أسعارها عما كانت عليه في المستوى المحلي، وهناك سهم واحد قد أحسن السوق تسعيره، وكان واقعاً على خط (SML)، وهو (37) فهو في حالة توازن ومسألة بيعه أو شرائه متروكة لاختيار المستثمر الفردي وتفضيله، وهو على خلاف حالته على المستوى المحلي، وهناك ستة أسهم مبالغ في تسعيرها من لدن السوق اليابانية وهي (33 و 34 و 38 و 39 و 32 و 40)، واقعة أسفل خط (SML) لايد

من بيعها على خلاف حالتها على المستوى المحلي، ويعرض الجدول (15)، مواقع الأسهم اليابانية بالنسبة لخط (SML) الدولي، الذي تتوضح فيه الحقائق، ومدى التبدل في جاذبية الأسهم وحجمه دولياً مقارنةً بجاذبيتها المحلية .

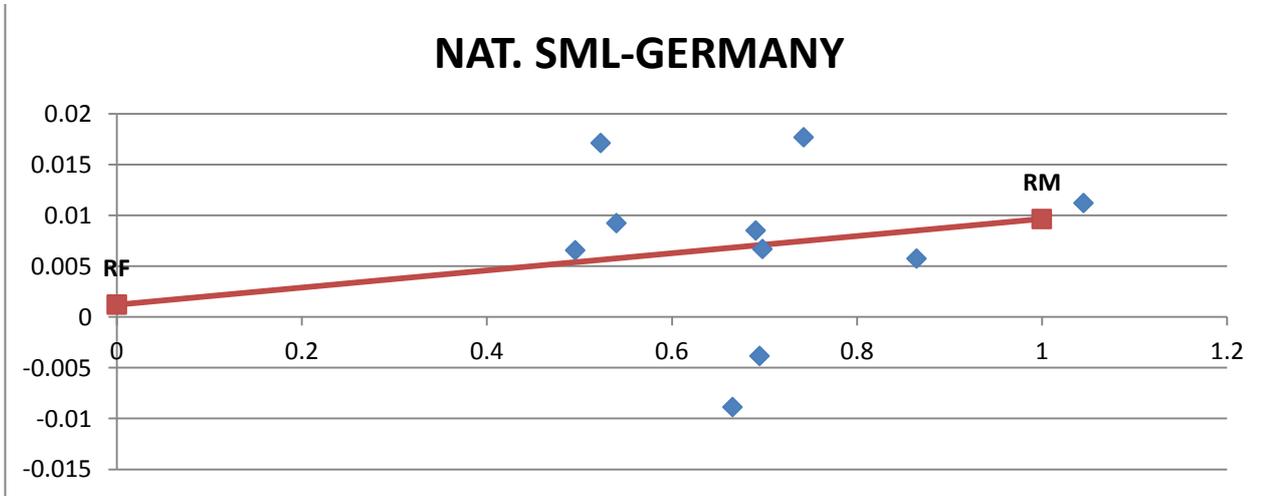
الجدول (15) مواقع الأسهم اليابانية بالنسبة لخط (SML) الدولي

ت	اسم السهم (الشركة)	تسلسل السهم في العينة	مكان السهم البياني (موقع) بالشكل	جاذبية السهم
1	Yaha Japan Corp.	Stock 31	اعلى المؤشر	ابخاس في تسعيره وينبغي شراؤه
2	Taiheiyo cement corp.	Stock 35	اعلى المؤشر	=
3	Isuzu Motors Ltd.	Stock 36	اعلى المؤشر	=
4	Mitsubishi Heavy industries Ltd.	Stock 37	بمستوى المؤشر	مسعر تسعير " صحیحاً
5	Mizuho Financial Group, Inc.	Stock 33	اسفل المؤشر	مبالغ في تسعيره وينبغي بيعه
6	Mitsubishi Ufj Financial Group Inc.	Stock 34	اسفل المؤشر	=
7	Hitahi, Ltd.	Stock 38	اسفل المؤشر	=
8	Kawasaki Heavy industries, Ltd.	Stock 39	اسفل المؤشر	=
9	The Tokyo Electric Power Co. , Inc.	Stock 32	اسفل المؤشر	مبالغ بتسعيره أكثر
10	Daiwa House Industry Co., Ltd.	Stock 40	اسفل المؤشر	=

ومنه يتضح التباين في تقويم أسعار الأسهم اذ تتأرجح بين الحصول على عائدات موجبة بسبب إساءة السوق في تقويمها بأقل من قيمتها الحقيقية، وبين حالة التوازن بسبب كون السوق قد أحسن التسعير، وبين التفاوت الحاصل في المبالغة في التسعير . والملاحظ ان قيم الأسهم عند خط (SML) المحلية قد اختلفت عما هي عليه عند خط (SML) دولياً، وهذا ما يؤكد ان جاذبية السهم دولياً تختلف عن جاذبيته محلياً، وأن خط (SML) المحلي عن خط (SML) الدولي.

5.4: تحليل جاذبية الأسهم الألمانية بظل النموذجين المحلي (CAPM) والدولي (ICAPM)

بالاستناد الى بيانات (RF) المحلي و (RM) المحلي وبيتا السوق البالغة الواحد صحيح، فقد تم رسم خط (SML) المحلي لألمانيا، بالاستعانة ببيانات العائدات الفعلية، وقيم البيتا المحلية للأسهم الألمانية العشرة، فقد تم تثبيت نقاط هذه الأسهم على فضاء العائد - المخاطرة (البيتا) للشكل البياني نفسه لخط (SML) المحلي لألمانيا، والنتائج ظاهرة في الشكل (10) .



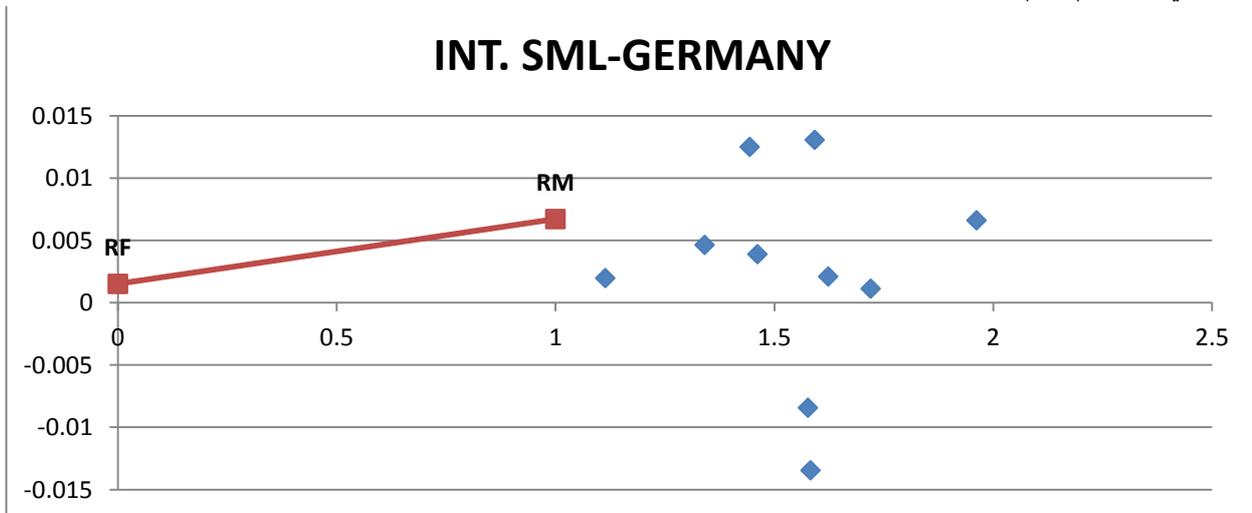
الشكل (10) خط سوق الاستثمار المحلي للأسهم الألمانية

وكما هو واضح في الشكل فإن هناك ستة أسهم مقيّمة بأقل من قيمتها وهي (41 و 42 و 44 و 46 و 48 و 50) تقع أعلى خط (SML) المحلي وينبغي شراؤها، وان هناك سهماً واحداً قد أحسن السوق تسعيره، كان واقعاً على خط (SML) وهو (45)، فهو في حالة توازن ومسألة بيعه أو شرائه متروكة لاختيار المستثمر الفردي وتفضيله، وهناك ثلاثة أسهم مبالغ في تسعيرها من لدن السوق الألمانية، وهي (49 و 43 و 47) واقعة أسفل خط (SML)، لا بد من بيعها، ويعرض الجدول (16) مواقع الأسهم الألمانية بالنسبة لخط (SML) المحلي

الجدول (16) مواقع الأسهم الألمانية بالنسبة لخط (SML) المحلي

ت	اسم السهم (الشركة)	تسلسل السهم في العينة	مكان (موقع) السهم في الشكل البياني	جاذبية السهم
1	Deutsche Telekom.	Stock 41	اعلى المؤشر	ابخاس في تسعير وينبغي شراؤه
2	Infineon Technologies AG.	Stock 42	اعلى المؤشر	=
3	Daimler.	Stock 44	اعلى المؤشر	=
4	Deutsche post AG.	Stock 46	اعلى المؤشر	=
5	BAYER Ag.	Stock 48	اعلى المؤشر	=
6	SAP SE.	Stock 50	اعلى المؤشر	=
7	Deutsche Borse AG.	Stock 45	بمستوى المؤشر	مسعر تسعير "صحيحاً"
8	BASF SE.	Stock 49	اسفل المؤشر	مبالغ في تسعيره وينبغي بيعه
9	E-ON SE.	Stock 43	اسفل المؤشر	مبالغ في تسعيره أكثر
10	Deutsche Lufthansa AG	Stock 47	اسفل المؤشر	=

ويتضح التباين في تقويم أسعار الأسهم اذ تتأرجح بين الحصول على عائدات موجبة بسبب إساءة السوق في تقويم الأسعار بأقل من قيمتها الحقيقية، وبين كون السوق قد أحسن تسعيرها، وبين التفاوت في المبالغة بتسعيرها. وبالمقابل وبالاستناد الى بيانات (RF) الدولي و(RM) الدولي وبيتا السوق الدولية البالغة الواحد صحيح، فقد تم رسم خط (SML) الدولي لألمانيا وبالاستعانة ببيانات العائدات الفعلية، وقيم البيتا الدولية للأسهم الألمانية العشرة، فقد تم تثبيت نقاط هذه الأسهم على فضاء العائد - المخاطرة (البيتا) للشكل البياني نفسه لخط (SML) الدولي لألمانيا، والنتائج ظاهرة في الشكل (11).



الشكل (11) خط سوق الاستثمار الدولي للأسهم الألمانية

وكما هو واضح في الشكل فإن جاذبية الأسهم قد تبدلت جذرياً من حيث عدد الأسهم المبالغ وهويتها أو المبخس تقديرها وكذلك تباينت في قوة إساءة السوق لتسعيرها، إذ هناك سهران مقيمان بأقل من قيمتهما الحقيقية، وهي (46 و 48) واقعان أعلى خط (SML) الدولي ينبغي شراؤهما، ونجدهما بذلك يختلفان من حيث مقدار العائد التي يحصل عليها المستثمر، مقارنة " بما هو عليها في المستوى المحلي، وهناك ثمانية أسهم مبالغ في تسعيرها من لدن السوق الألمانية وهي (41 و 42 و 44 و 45 و 49 و 50 و 43 و 47)، واقعة أسفل خط (SML) لآبد من بيعها وقد ظهرت على خلاف حالتها على المستوى المحلي، ويعرض الجدول (17) مواقع الأسهم الألمانية بالنسبة لخط (SML) الدولي، والذي تتوضح فيه الحقائق ومدى التبدل في جاذبية الأسهم وحجمها دولياً مقارنةً بجاذبيتها المحلية.

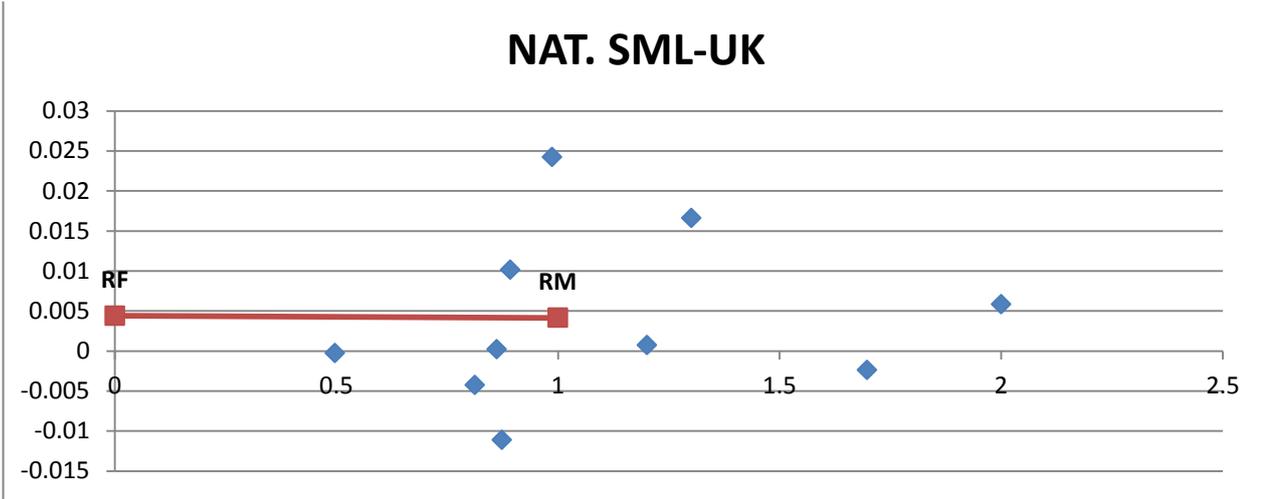
الجدول (17) مواقع الأسهم الألمانية بالنسبة لخط (SML) الدولي

ت	اسم السهم (الشركة)	تسلسل السهم في العينة	مكان السهم في الشكل البياني	جاذبية السهم (موقع)
1	Deutsche Post AG.	Stock 46	اعلى المؤشر	ابخاس في تسعيره وينبغي شراؤه
2	BAYER AG.	Stock 48	اعلى المؤشر	=
3	Deutsche telekom	Stock 41	اسفل المؤشر	مبالغ في تسعيره ولآبد من بيعه
4	Infineon Technologies AG.	Stock 42	اسفل المؤشر	=
5	Diamler	Stock 44	اسفل المؤشر	=
6	Deutsche Borse AG.	Stock 45	اسفل المؤشر	=
7	BASF SE.	Stock 49	اسفل المؤشر	=
8	SAP SE.	Stock 50	اسفل المؤشر	=
9	E.ON SE.	Stock 43	اسفل المؤشر	مبالغ في تسعير أكثر
10	Deutsche Lufthansa AG.	Stock 47	اسفل المؤشر	=

ومنه يتضح التباين في تقويم أسعار الأسهم إذ تتأرجح بين الحصول على عائدات موجبة بسبب إساءة السوق في تقويمها بأقل من قيمتها الحقيقية، وبين التفاوت الحاصل في المبالغة في التسعير . والملاحظ ان قيم الأسهم عند خط (SML) المحلية قد اختلفت عما هي عليه عند خط (SML) دولياً، وهذا ما يؤكد ان جاذبية السهم دولياً تختلف عن جاذبيته محلياً. وأن خط (SML) المحلي يختلف عن خط (SML) الدولي .

6.4: تحليل جاذبية الأسهم البريطانية بظل النموذجين المحلي (CAPM) والدولي (ICAPM)

بالاستناد الى بيانات (RF) المحلي و (RM) المحلي وبيتا السوق البالغة الواحد صحيح، فقد تم رسم (SML) المحلي البريطاني، وبالإستعانة ببيانات العائدات الفعلية وقيم البيتا المحلية للأسهم البريطانية العشرة، فقد تم تثبيت نقاط هذه الأسهم على فضاء العائد - المخاطرة (البيتا) للشكل البياني نفسه لخط (SML) المحلي البريطاني، والنتائج ظاهرة في الشكل (12) .



الشكل (12) خط سوق الاستثمار المحلي للأسهم البريطانية

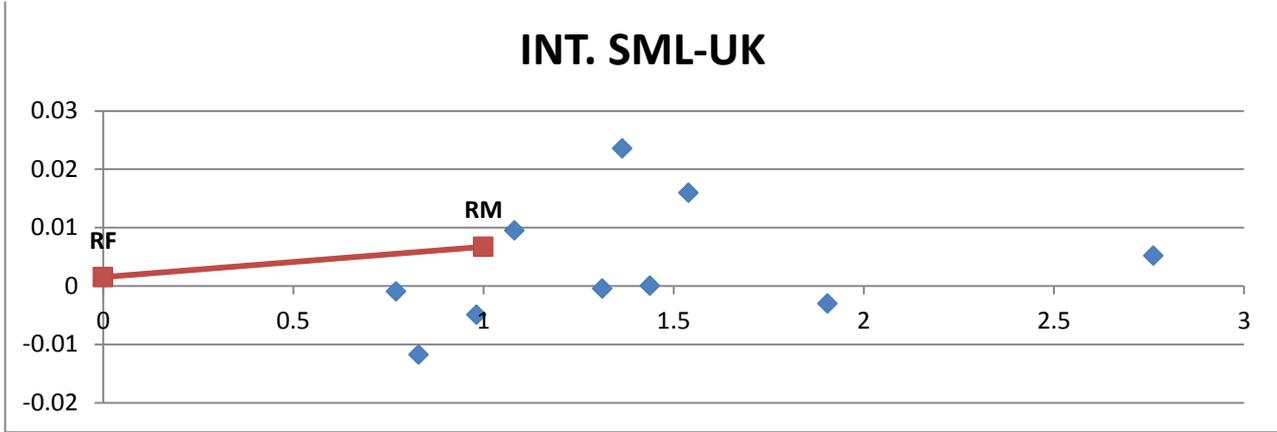
وكما هو واضح في الشكل فإن هناك أربعة أسهم مقيمة بأقل من قيمتها الحقيقية وهي (51 و 56 و 58 و 59) تقع أعلى خط (SML) المحلي وينبغي شراؤها، وان هناك ستة أسهم مبالغ في تسعيرها من لدن السوق البريطانية، وهي (53 و 54 و 57 و 52 و 55 و 60) واقعة أسفل خط (SML) لابد من بيعها، ويعرض الجدول (18) مواقع الأسهم البريطانية بالنسبة لخط (SML) المحلي .

الجدول (18) مواقع الأسهم البريطانية بالنسبة لخط (SML) المحلي

ت	اسم السهم (الشركة)	تسلسل السهم في العينة	مكان (موقع) السهم في الشكل البياني	جاذبية السهم
1	Lloyds Banking Group PLC.	Stock 51	اعلى المؤشر	ابخاس في تسعيره وينبغي شراؤه
2	Marks Spencer Group PLC.	Stock 56	اعلى المؤشر	=
3	I TV PLC.	Stock 58	اعلى المؤشر	=
4	Legal & General Group PLC.	Stock 59	اعلى المؤشر	=
5	Vodafone Group PLC.	Stock 53	اسفل المؤشر	مبالغ في تسعيره وينبغي بيعه
6	BP PLC.	Stock 54	اسفل المؤشر	=
7	HSBC Holding PLC.	Stock 57	اسفل المؤشر	=
8	Barclay PLC.	Stock 52	اسفل المؤشر	مبالغ في تسعيره أكثر
9	Tesco PLC.	Tock 55	اسفل المؤشر	=
10	J Sainsbury PLC.	Stock 60	اسفل المؤشر	=

ويتضح التباين في تقويم أسعار الأسهم اذ تتأرجح بين الحصول على عائدات موجبة بسبب إساءة السوق في تقويم الأسعار بأقل من قيمتها الحقيقية، وبين التفاوت الحاصل في المبالغة في تسعيرها .

وبالمقابل وبلاستناد الى بيانات (RF) الدولي و (RM) الدولي وبيتا السوق الدولية البالغة الواحد صحيح، فقد تم رسم خط (SML) الدولي لبريطانيا، وبلاستعانة ببيانات العائدات الفعلية وقيم البيتا الدولية للأسهم البريطانية العشرة، فقد تم تثبيت نقاط هذه الأسهم على فضاء العائد - المخاطرة (البيتا) للشكل البياني نفسه لخط (SML) الدولي لبريطانيا، والنتائج ظاهرة في الشكل (13) .



الشكل (13) خط سوق الاستثمار الدولي للأسهم البريطانية

وكما هو واضح في الشكل فإن جاذبية الأسهم قد تبدلت جذرياً من حيث عدد وهوية الأسهم المبالغ أو المبخس تقديرها وكذلك تباينت في قوة إساءة السوق لتسعيرها، وحسن تقديرها، إذ هناك ثلاثة أسهم مقيّمة بأقل من قيمتها الحقيقية وهي (58 و 59 و 60)، واقعة أعلى خط (SML) وينبغي شراؤها، على خلاف ما كانت عليه بالمستوى المحلي، وهناك ثلاثة أسهم قد أحسن السوق تسعيرها إذ كانت واقعة على خط (SML) وهي (53 و 54 و 56) فهي في حالة توازن ومسألة بيعها أو شراؤها متروكة لاختيار المستثمر الفردي وتفضيله على خلاف ما ظهرت عليه هذه الأسهم على المستوى المحلي، وهناك أربعة أسهم قد بالغ السوق في تقييمها وهي: (51 و 57 و 52 و 55)، واقعة أسفل خط (SML) لا بد من بيعها على خلاف ما ظهرت عليه على المستوى المحلي من حيث القيمة والهوية والعدد للسهم، ويعرض الجدول (19) مواقع الأسهم البريطانية بالنسبة لخط (SML) الدولي، والذي تتوضح فيه الحقائق ومدى التبدل في جاذبية الأسهم وحجمها دولياً مقارنةً بجاذبيتها المحلية.

الجدول (19) مواقع الأسهم البريطانية بالنسبة لخط (SML) الدولي

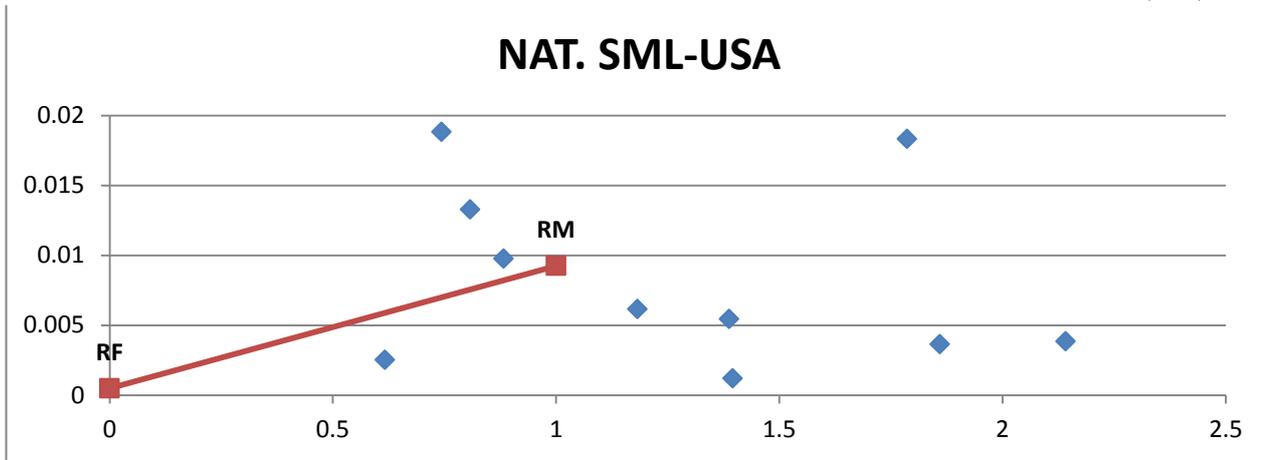
ت	اسم السهم (الشركة)	تسلسل السهم في العينة	مكان (موقع) السهم في الشكل البياني	جاذبية السهم
1	I TV PLC.	Stock 58	اعلى المؤشر	ابخاس في تسعيره وينبغي شراؤه
2	Legal & General Group PLC.	Stock 59	اعلى المؤشر	=
3	J Sainsbury PLC.	Stock 60	اعلى المؤشر	=
4	Vodafance Group Plc.	Stock 53	بمستوى المؤشر	مسعر تسعيراً صحيحاً
5	BP PLC.	Stock 54	بمستوى المؤشر	=
6	Marks & Spencer Group PLC.	Stock 56	بمستوى المؤشر	=
7	Lloyd Banking Group PLC.	Stock 51	اسفل المؤشر	مبالغ في تسعيره وينبغي بيعه
8	HSBC Holding PLC.	Stock 57	اسفل المؤشر	=
9	Barclay PLC.	Stock 52	اسفل المؤشر	مبالغ في تسعيره أكثر
10	Tesco PLC.	Tock 55	اسفل المؤشر	=

ومنه يتضح التباين في تقويم أسعار الأسهم إذ تتأرجح بين الحصول على عائدات موجبة بسبب إساءة السوق في تقويمها بأقل من قيمتها الحقيقية، وبين التسعير الدقيق للأسهم من لدن السوق، وبين التفاوت الحاصل في المبالغة في

التسعير . والملاحظ ان قيم الأسهم عند خط (SML) المحلية قد اختلفت عما هي عليه عند خط (SML) دولياً، وهذا ما يؤكد أن جاذبية السهم دولياً تختلف عن جاذبيته محلياً، وأن خط (SML) المحلي يختلف عن خط (SML) الدولي .

7.4: تحليل جاذبية الأسهم الأمريكية بظل النموذجين المحلي (CAPM) والدولي (ICAPM)

بالاستناد الى بيانات (RF) المحلي و (RM) المحلي وبيتا السوق البالغة الواحد صحيح، فقد تم رسم خط (SML) المحلي الأمريكية، وبالاستعانة ببيانات العائدات الفعلية وقيم البيتا المحلية للأسهم الأمريكية العشرة، فقد تم تثبيت نقاط هذه الأسهم على فضاء العائد- المخاطرة (البيتا) للشكل البياني نفسه لخط (SML) المحلي لأمريكا، والنتائج ظاهرة في الشكل (14)



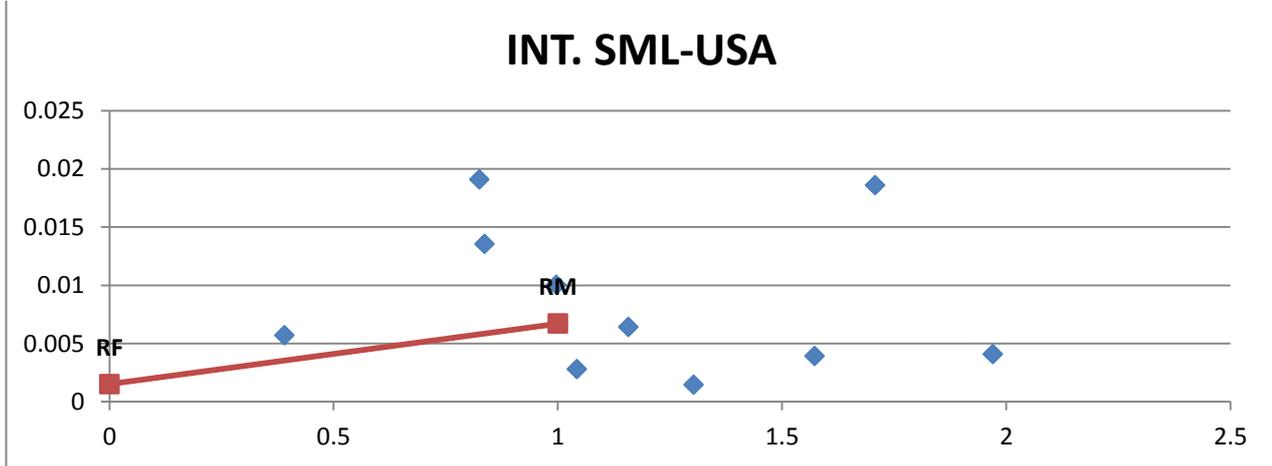
الشكل (14) خط سوق الاستثمار المحلي للأسهم الأمريكية

وكما هو واضح في الشكل فأن هناك أربعة أسهم مقيمة بأقل من قيمتها الحقيقية وهي (63 و 65 و 66 و 69)، تقع أعلى خط (SML) المحلي وينبغي شراؤها، وان هناك ستة أسهم مبالغ في تسعيرها من لدن السوق الامريكية وهي (61 و 62 و 64 و 67 و 68 و 70)، واقعة أسفل خط (SML) لابد من بيعها، ويعرض الجدول (20) مواقع الأسهم الأمريكية بالنسبة لخط (SML) المحلي .

الجدول (20) مواقع الأسهم الأمريكية بالنسبة لخط (SML) المحلي

ت	اسم السهم (الشركة)	تسلسل السهم في العينة	مكان (موقع) السهم بالشكل البياني	جاذبية السهم
1	APPLe Inc.	Stock 63	اعلى المؤشر	ابخاس في تسعيره وينبغي شراؤه
2	Intel Corp.	Stock 65	اعلى المؤشر	=
3	Microsoft Corp	Stock 66	اعلى المؤشر	=
4	Micron Technology Inc.	Stock 69	اعلى المؤشر	=
5	AT & Inc.	Stock 61	اسفل المؤشر	مبالغ في تسعيره وينبغي بيعه
6	Ford Motor.	Stock 62	اسفل المؤشر	=
7	Bank of America Corp.	Stock 64	اسفل المؤشر	=
8	General Electric	Stock 67	اسفل المؤشر	=
9	Oracle Corp	Stock 68	اسفل المؤشر	=
10	Citigroup Inc.	Stock 70	اسفل المؤشر	=

ويتضح التباين في تقويم أسعار الأسهم اذ تتأرجح بين الحصول على عائدات موجبة بسبب اساءة السوق في تقويم الأسعار بأقل من قيمتها الحقيقية، وبين المبالغة في تسعيرها .
وبالمقابل وبالاستناد الى بيانات (RF) الدولي و(RM) الدولي وبينما السوق الدولية البالغة الواحد صحيح، فقد تم رسم خط (SML) الدولي لأمريكا، وبالاستعانة ببيانات العائدات الفعلية وقيم البيتا الدولية للأسهم الأمريكية العشرة، فقد تم تثبيت نقاط هذه الأسهم على فضاء العائد - المخاطرة (البيتا) للشكل البياني نفسه لخط (SML) الدولي لأمريكا، والنتائج ظاهرة في الشكل (15).



الشكل (15) خط سوق الاستثمار الدولي للأسهم الأمريكية

وكما هو واضح في الشكل فإن جاذبية الأسهم قد تبدلت جذرياً من حيث عدد وهوية الأسهم المبالغ أو المبخس تقديرها والتباين في اساءة السوق لتسعيرها، اذ هناك خمسة أسهم مقيمة بأقل من قيمتها الحقيقية، وهي: (63 و 65 و 66 و 68 و 69)، واقعة أعلى خط (SML) وينبغي شراؤها على العكس ما كانت عليه بالمستوى المحلي، وهناك خمسة أسهم قد بالغ السوق في تقويمها وهي: (61 و 62 و 64 و 67 و 70)، واقعة أسفل خط (SML) لابد من التخلص منها وبيعها على خلاف ما ظهرت عليه بالمستوى المحلي من حيث القيمة والهوية وعدد الأسهم، ويعرض الجدول (21) مواقع الأسهم الأمريكية بالنسبة لخط (SML) الدولي والذي تتوضح فيه الحقائق ومدى التبدل في جاذبية الأسهم وحجمها دولياً مقارنةً بجاذبيتها المحلية .

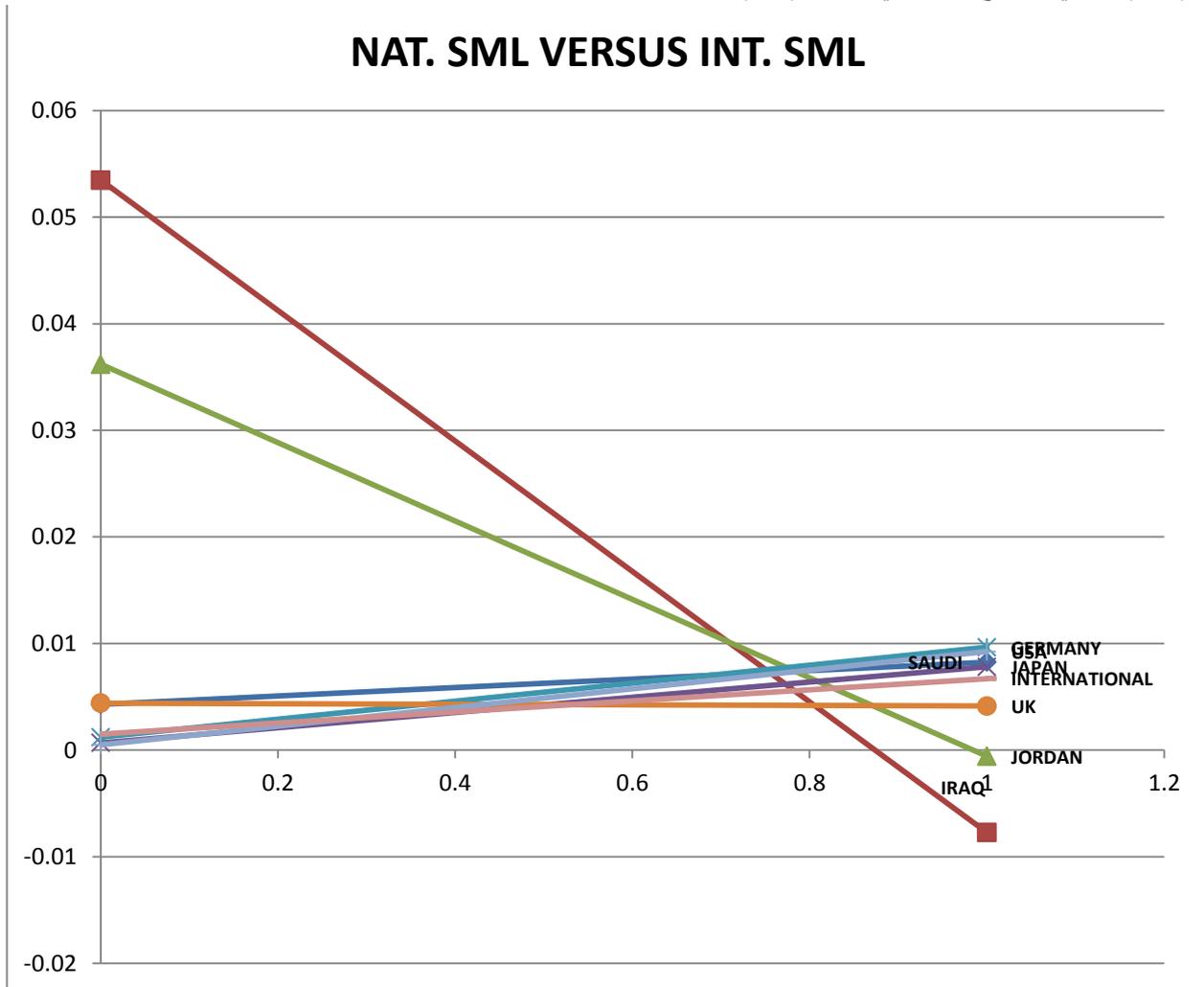
الجدول (21) مواقع الأسهم الأمريكية بالنسبة لخط (SML) الدولي

ت	اسم السهم (الشركة)	تسلسل السهم في العينة	مكان (موقع) السهم بالشكل البياني	جاذبية السهم
1	APPLe Inc.	Stock 63	اعلى المؤشر	ابخاس في تسعيره وينبغي شراؤه
2	Intel Corp.	Stock 65	اعلى المؤشر	=
3	Microsoft Corp	Stock 66	اعلى المؤشر	=
4	Oracle Corp	Stock 68	اعلى المؤشر	=
5	Micron Technology Inc.	Stock 69	اعلى المؤشر	=
6	AT & Inc.	Stock 61	اسفل المؤشر	مبالغ في تسعيره وينبغي بيعه
7	Ford Motor.	Stock 62	اسفل المؤشر	=
8	Bank of America Corp.	Stock 64	اسفل المؤشر	=
9	General Electric	Stock 67	اسفل المؤشر	=
10	Citigroup Inc.	Stock 70	اسفل المؤشر	=

ومنه يتضح التباين في تقويم أسعار الأسهم اذ تتأرجح بين الحصول على عائدات موجبة بسبب إساءة السوق في تقويمها بأقل من قيمتها الحقيقية، وبين التفاوت الحاصل في المبالغة بالتسعير، والملاحظ أن قيم الأسهم عند خط (SML) المحلية قد اختلفت عما هي عليه عند خط (SML) دولياً وهذا ما يؤكد جاذبية السهم دولياً عن جاذبيته محلياً، وأن خط (SML) المحلي يختلف عن خط (SML) الدولي .

8.4: مقارنة بين خط (SML) الدولي وخطوط (SML) المحلية للدول عينة البحث :

في الجزء السابق جرى تحليل جاذبية الأسهم محلياً ودولياً على المستوى الفردي، وفي هذا الجزء فأن الهدف رسم وتحليل خط (SML) المحلي على مستوى مؤشر ذلك البلد وليس أسهمه الفردية ولجميع الدول عينة البحث ومقارنتها مع خط (SML) الدولي المستند للمؤشر الدولي. استند في رسم خطوط (SML) المحلية الى (RM) المحلية و (RF) المحلية للدول عينة للدول عينة البحث، في حين استند رسم خط (SML) الدولي (INTERNATIONAL) الى (RM) الدولي و (RF) الدولي والناتج ظاهرة في الشكل (16)



الشكل (16) خط (SML) الدولي بالمقارنة مع خطوط (SML) المحلية للدول عينة البحث

ويتضح جلياً من الشكل العلاقة غير المنطقية بين العائد والمخاطرة للأسهم العراقية والأردنية بخلاف الدول الخمس الباقية، فضلاً عن الاختلاف الجذري خطياً بين (SML)

المحلي وبين (SML) الدولي . ويتضح من جانب آخر التباين النسبي بين خطوط (SML) المحلية للدول الخمس الباقية عينة البحث وبين (SML) الدولي، اذ ان الخط الياباني هو الأقرب للدولي بالمقارنة مع الخطوط الأخرى.

وبناءً على جميع ما تقدم من تحليلات في هذا المبحث يتبين بأن جاذبية الأسهم محلياً تختلف عن جاذبيتها دولياً، وذلك لأن خط الاستثمار المحلي يختلف عن خط الاستثمار الدولي، وهذا يتعارض مع فرضية البحث الرئيسية.

5. الاستنتاجات والتوصيات

5.1 : الاستنتاجات :

1. ان جاذبية السهم للمستثمر المحلي تختلف عن جاذبيته بالاستثمار الدولي اذ ظهر ذلك بشكل جلي من خلال مواقع الأسهم أو الشركات الواقعة أعلى أو أسفل أو بمستوى خط الاستثمار (SML)، فاذا كان موقع السهم يقع أسفل خط (SML) فإن ذلك يمثل خسارة، واذا وقع السهم أعلى خط (SML) فإن ذلك يمثل له ربحاً، واذا ما وقع السهم على خط (SML) فإنه بذلك يمثل حالة التوازن .
2. أظهرت النتائج التحليلية وجود علاقة غير منطقية بين العائد والمخاطرة بالنسبة للأسهم العراقية والأردنية بخلاف بقية الدول الخمس من عينة البحث فضلاً عن الاختلاف الجذري بين خطيها وخط (SML) الدولي .
3. ان هناك تبايناً نسبياً بين خطوط (SML) المحلية للدول الخمسة الباقية عينة البحث وبين (SML) الدولي، اذ ان الخط الياباني هو الأقرب للدولي بالمقارنة مع الخطوط الأخرى . ويأتي هذا الاختلاف بخطوط الاستثمار (SML) المحلية والدولية بسبب التباين في أسعار الأسهم الناجم عن الظروف البيئية المحيطة بها . وهذا ما يؤكد بأن جاذبية الأسهم محلياً تختلف عن جاذبيتها دولياً لكون خط الاستثمار المحلي يختلف عن خط الاستثمار الدولي.
4. لم يعد عامل التسعير مقتصرًا على المخاطرة المحلية، بل تعدى ذلك ليصبح على المستوى الدولي، كونه يعمل في اطار نظرية المحفظة لماركوفيتز للوصول الى حالة التوازن بين العائد والمخاطرة للنشاط الاستثماري التي أطرتها الظروف التحليلية وفروضها المتشعبة عن عقلانية المستثمر ليحقق أعلى عائدات وأقل ما يمكن من المخاطر، في ظل ظروف وعوامل مخاطرة دولية تختلف عما تكون عليه الظروف بمستواها المحلي، أي بمعنى آخر يتأثر عامل تسعير المخاطرة بالنموذج المحلي (CAPM)، بعامل الاقتصاد الكلي للبيئة الاستثمارية والمتمثل بمؤشر السوق في اطار المخاطرة النظامية، في حين يتأثر عامل تسعير المخاطرة بالنموذج الدولي بالأحداث الدولية المحيطة بالبيئة الاستثمارية للبلد .
5. في سوق الأوراق المالية سواء أكانت على المستوى المحلي متمثلة " بسوق العراق للأوراق المالية، أم على المستوى الدولي كما هو الحال في الدول عينة البحث، فإن المستثمرين متعرضون لمخاطر متنوعة ولاسيما المخاطر النظامية التي تكون خارجة عن سيطرة وتحكم المستثمر كالمخاطر السياسية والاقتصادية، واختلاف أسعار الصرف والفائدة والتضخم وغيرها من المخاطر المالية التي تملي على المستثمر ان يتخذ قراره الاستثماري من بيع أو شراء الأوراق المالية تبعاً لما تمليه تلك المخاطر من تأثير على العائدات التي يطمح أن يحصل عليها
6. رغم انتشار عوامل المخاطرة نتيجة لزيادة حدة المنافسة بين الدول، وقيام الدول بتنويع استثماراتها على المستوى الدولي للتقليل من حدة تلك المخاطر، فإنه لازال وجود البعض من المستثمرين سواء أكانوا أفراداً أم مؤسسات مالية يتعرضون الى خسائر كبيرة، قد تصل في بعض الأحيان الى حد الافلاس بسبب عدم دراسة تلك المخاطر بشكل دقيق ما قد يؤدي بهم الخروج من سوق المنافسة .

5.2 : التوصيات :

- في ضوء الاستنتاجات المشار إليها في الفقرة الاولى من هذا المبحث يوصي البحث بما يأتي:
1. يتعين على المستثمرين العراقيين الراغبين بالاستثمار الدولي ادراك حقيقة أن معدلات الفوائد الحقيقية وعلاوات التضخم المتوقعة تختلف من بلد لآخر ما يتوجب عليهم عند قيامهم بتنويع محافظهم الاستثمارية دولياً أن يأخذوا بنظر الاعتبار معرفة الظروف الاقتصادية لتلك الدول، وبعبارة أخرى التعرف على معدلات العائدات الخالية من المخاطرة والعمل على ايجاد الفوارق بين تلك المعدلات مقارنة بالعائدات الخالية من المخاطرة على المستوى المحلي، كونها تؤثر على عملية تسعير المخاطرة ويعملون جاهدين على استخدام النماذج الدولية للتسعير التي تتلاءم مع توجهاتهم

- الاستثمارية، واستخدام النماذج المحلية للتسعير عندما تكون محافظهم الاستثمارية محلية نظراً للاختلاف الحاصل بين معدلات العائدات خالية المخاطرة محلياً مقارنة" بما هو عليه دولياً، وما ينبغي على المستثمر قبل الشروع باتخاذ قراره الاستثماري بالسهم الأجنبي لابد من قراءة المتغيرات النقدية لبلد ذلك السهم ليتسنى له اتخاذ قراره الاستثماري بشكل صائب .
2. ينبغي على المستثمر الراغب ببناء محفظته الدولية من الاستثمار بموجودات الدول ذات الاقتصادات القوية لما تشكله من وزن كبير في المحفظة، ومن ثم تزيد من معدلات العائدات التي يجنيها، على العكس من الدول ذات الاقتصادات الضعيفة التي ينبغي ابتعادها .
3. ضرورة أن يعمل المستثمر العراقي وبشكل جاد في استغلال الفرص الاستثمارية على المستويين المحلي والدولي من خلال جاذبية الأسهم، فإذا كان السوق قد بالغ في تسعير الأسهم فينبغي ان يعمل على بيعها لكونها تمثل خسارة له عندما يحتفظ بها، واما اذا كان السوق قد أبخس في تسعيرها فلا بد له من القيام بشرائها ليحقق له المزيد من الارباح، وأما اذا كان السوق قد أحسن في تسعيرها، فهو بذلك يحقق حالة التوازن وتبقى مسألة بيعها وشراؤها متروكة لاختيار المستثمر الفردي وتفضيله
4. عندما يحاول المستثمر الاستمرار بالمحافظة على توازن محفظته الاستثمارية من خلال العائد والمخاطرة باستخدام نماذج تسعير موجوداته الرأسمالية، فلا بد له وان يختار الاستثمار في الاسواق الكفوة نظراً لما تقدمه تلك الأسواق من معلومات تعد اساساً للمفاضلة والاختيار له.
5. لطالما عوامل البيئة الاستثمارية تتقلب باستمرار، فأنها تؤثر بشكل مباشر على النشاط الاستثماري محلياً كان أم دولياً، لذا فلا بد للمستثمر ان يبقى على تواصل مستمر بالاطلاع على نشرات الاسواق العربية او البورصات العالمية، ليكون على بينة بتحركات الاسهم اول بأول ويعمل على اجراء المقارنات مع كل دولة من الدول المراد الاستثمار بموجوداتها الرأسمالية لتؤدي بذلك التخفيف من المخاطر، التي يتعرض لها النشاط الاستثماري ومن ثم على عملية التسعير .
6. ضرورة قيام الجهات الرسمية بأشراك المتعاملين والمهتمين بالسوق العراقية بندوات وورش عمل علمية تدار من لدن ملاكات متخصصة تعمل على زيادة مهاراتهم في التعامل بسوق رأس المال فضلاً عن ادارة السوق لاطلاعهم على أهمية نماذج التسعير، ودورها في تحقيق عامل اطمئنان للمستثمر في تجنب المخاطرة، ولما لذلك من ارتباط مباشر بكفاءة السوق.

المصادر

أولاً: المصادر العربية :

أ. الوثائق الرسمية:

1. البنك المركزي العراقي، التقارير السنوية لأسعار الفائدة لسوق العراق للأوراق المالية للمدة (2011-2015).
2. البنك المركزي الأردني، التقارير السنوية لأسعار الفائدة لسوق عمان للأوراق المالية للمدة من (2011-2015)
3. سوق السعودية للأوراق المالية، التقارير السنوية لأسعار الفائدة لسوق السعودية للأوراق المالية للمدة (2011-2015).
4. سوق السعودية للأوراق المالية، التقارير الشهرية لأسعار اغلاق أسهم ومؤشر سوق السعودية للأوراق المالية للمدة (2011-2015).
5. سوق العراق للأوراق المالية "التقارير الشهرية لأسعار اغلاق اسهم ومؤشر سوق العراق للأوراق المالية للمدة (2011-2015)".

6. سوق عمان للأوراق المالية، "التقارير الشهرية لأسعار اغلاق اسهم ومؤشر سوق عمان للأوراق المالية للمدة (2011-2015)".

ثانياً : المصادر الأجنبية :-

A . الكتب :

8. Bodie, Zvi, Alex Kane. Alan J, Marcus, "Finance Investment"- Investment", 5th, ed., McGraw Hill/Irwin, 2001.

9....., "Essentials Of investment " , USA, McGraw – Hill , 2007.

10....., "Investment " , 7th ed., , America, New York, McGraw– Hill/ Irwin, 2008.

11. Bradford D. Jordan, and Thomas W. Miller. Jr. " Investments – valuation and Management" , 4th ed., china, McGraw–Hill Irwin, 2008.

12. Brigham & Ehrhardt, "Financial Management – Theory And Practice" 11th , ed., China, Thomson, South–Western , 2005.

13 .Brealy A. Richard & Stewart E. Myers, " principles of corporate finance" 3ed , McGraw–Hill International Edition , 1988.

14. Gitman, Lawrences, "Principios de Administracion Financiera " , 11v, ed. , Jorge Ceballos Sebastian Merico, Person Education, 2007.

15., "Principles Of Managerial Tinance, 9th , ed., USA, RR Donnelly and Sons Co., 2009.

16. Pik Richard, Neale Bill, "corporate Finance and Investment Decisions and Strategies " , 2ed Ltd , U.K , Prentice Hall International, 1993.

17. Reilly Frank K. & Brown, Keith. C., "Analysis of Investment & Management of Portfolios " , 10th ed., Canada, International Edition, South–western, 2012.

18. Ress Bill, "Financial Analysis", 5th , ed., U.K. , prentice Hall, 1990.

19. Robert, Alan, Hill, "The Capital Assets Pricing Model " , 1st , ed., ISBN, 2010.

20. Weston J. Freed and Copeland Thomas, " Managerial Finance", 8th , ed., The Dryden press, 1986.

21. Weston, Fred Besley , Scott and Brigham , E, " Essentials of Managerial Finance " , 11th , ed, NY. Dryden press, 4th , ed. USA, 1996.

B . البحوث المنشورة :

22. Andre, F. Perold, "The Capital Asset Pricing Model" , Journal of Economic Perspectives– volume 18, Number 3–Summer– 2004.

23. David w. Mullins, Jr. " Doe the Capital Asset Pricing Model work?" Harvard Business Review Jan –Feb. 1982.

24. Fama, Eugene F. Kenneth R. French,, "Random Walk in stock Market prices", Financial Analysts Journal , Vol .(21), No.(5), (September – October, 1965).
25. Solink, B.H., "The International Pricing of risk: An Empirical Investigation of the world Capital Market Structure " , The Journal of Finance , Vol. 29. No. 2, papers and proceedings of the Thirty– second Annual Meeting of the American Finance Association, New York, December 28–30, 1973 (May 1974).
26. Sharpe, W.F. , "Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk" Journal of Finance, September , 1964.

C. الوثائق والاصدارات الرسمية:

27. Germany Stock Exchange, Monthly Reports to the closing share prices and the Market Index For period (2011– 2015).
28. Germany Stock Exchange, The Annual Reports of the interest rates forthe period (2011–2015).
29. Japan Stock Exchange, The Annual Reports of the interest rates For the period (2011– 2015).
30. Japan Stock Exchange, Monthly Reports to the closing share prices and the market Index for Period (2011– 2015).
31. London Stock Exchange, The Annual Reports of the interest rates for the period (2011– 2015).
32. London Stock Exchange, Monthly Reports to the closing share prices and the Market Index For period (2011– 2015).
33. New York Stock Exchange, The Annual Reports of the interest rates for the period (2011– 2015).
34. New York Stock Exchange, Monthly Reports to the closing share prices and the Market Index For period (2011– 2015).
35. The International MonetaryFund, annual report on annual GDP of the Countries of the Study Sample for the Period (2011–2015).