

أثر مضامين الخطر السياسي في معدل العائد على حق الملكية لبعض الشركات العقارية المدرجة في سوق الأوراق المالية العراقية والسعودية

(The impact of the implications of political risk on the rate of return on equity for some real estate companies listed in the Iraqi and Saudi stock markets)

<https://doi.org/10.29124/kjeas.1650.14>

نمير امير الصائغ⁽²⁾

سارة صباح مالو حسين⁽¹⁾

Namir Ameer Al-Sayegh

Sarah Sabah Malo Hussein

Nameer-alsaigh@uom.edu.iq

Sarabsabahmm94@gmail.com

College of Administration and Economics/ University of Mosul

Abstract

The research was conducted to give an idea of the mechanism of transmission of the effect between political risk variables and the performance of the real estate sector, by presenting the most prominent real estate concepts and detailing the types of real estate, as well as building a quantitative standard model to test the impact of political risk implications (voting and accountability (AV), political stability (PV), government effectiveness (GE), Regulatory Quality (RQ), Rules of Law (RL), Control of Corruption (CC)) on the performance index of real estate sector companies (return on equity (ROE)) for real estate sector companies registered in the Iraqi and Saudi financial markets, for the purpose of answering the question (Can the implications of political risks influence the performance indicators of the real estate sector?), which represents the problem on which the study was based, for the time period 2011-2020.

The study relied on the Pooled Mean Group method (PMG), which is part of the environment of the autoregressive model for distributed time lags for Panel ARDL Model data in building the model and estimating the results, with the tests this method contains,

and the quarterly data were approved for all variables of the study. The study reached several conclusions, perhaps the most prominent of which is that the impact of political risks was positive with the rate of return on equity in Iraq and this is because of the relationship between return and profit.

Keywords: political risks, real estate sector, Pooled Mean Group.

المستخلص :

جاء البحث لإعطاء تصوّر عن آلية انتقال الأثر بين متغيّرات الأخطار السياسية وأداء القطاع العقاري، عن طريق تقديم أبرز مفاهيم العقارات والتفصيل لأنواع العقارات ، فضلاً عن بناء أنموذج قياسي كمّي لاختبار أثر مضامين الخطر السياسي: (التصويت والمساءلة AV، الاستقرار السياسي PV، فعالية الحكومة GE، الجودة التنظيمية RQ، قواعد القانون RL، السيطرة على الفساد CC) على مؤشر أداء شركات القطاع العقاري (العائد على حقّ الملكية ROE) لشركات القطاع العقاري المسجّلة في السوق المالية العراقية والسعودية، بغرض الإجابة عن السؤال (هل يمكن لمضامين الأخطار السياسية التأثير في مؤشرات أداء القطاع العقاري ؟) الذي يمثل المشكلة التي قامت عليها الدراسة وللمُدّة الزمنية 2011-2020.

اعتمدت الدراسة على منهجية طريقة وسط المجموعة المدمج (PMG) Pooled Mean Group، وتُعَدُّ من ضمن بيئة أنموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزّعة والخاصّ بالبيانات المقطعية البائل ((Panel ARDL Model في بناء الأنموذج وتقدير النتائج، وبما تحتويه هذه الطريقة من اختبارات، واعتمدت البيانات الفصلية (الربع سنوية) متغيّرات الدراسة جميعها، وتوصّلت الرسالة إلى استنتاجات لعلّ أبرزها أنّ تأثير المخاطر السياسية جاء بشكل إيجابي مع معدّل العائد على حقّ الملكية في العراق، وهذا بسبب العلاقة بين العائد والربح.

الكلمات المفتاحية : المخاطر السياسية ، القطاع العقاري ، وسط المجموعة المدمج .

المقدمة:

هناك مجموعة من الأخطار تحيط بعمل الأسواق، وتمثّل بمجموعها عقبة في الفوائض وتخصيصاتها وتوجيهها، التي تحرّف السوق عن أدائه المتوقّع ووظائفه في القياس والتقييم، و من أبرزها المخاطر النظامية التي تؤثر في الشركات و القطاعات جميعها وقد يشمل دول بأكملها او قد يشمل العالم كأكفّة، ومنها المخاطر غير النظامية التي تكون داخلية تؤثر في شركة محدّدة أو على قطاع محدّد، ويكون تأثيرها أقلّ وفي نطاق ضيق. وتُعَدُّ المخاطر السياسية من بين المخاطر ذات الأثر الواضح في أداء الشركات والقطاعات المختلفة. وشهد العالم في السنوات السابقة أحداث سياسية مختلفة ومتنوّعة، مثل تغيير نظام الحكم في بعض البلدان والثورات التي شهدتها بعض الدول، فضلاً عن الكثير من الأحداث والنزاعات العرقية فضلاً عن مؤشّرات الفساد التي أخذت بالارتفاع في السنوات السابقة على مستوى دول متعدّدة كلّ تلك العوامل تُعَدُّ من عوامل الخطر السياسي التي تؤثر في عمل الأسواق والشركات. ومن بين الشركات أو القطاعات التي أظهرت تأثرها بالتغيّرات والعوامل السياسية هي شركات القطاع العقاري، إذ يُعَدُّ هذا القطاع من القطاعات المميّزة المؤثّرة في الاقتصاد. وينقسم الاستثمار العقاري على نوعين وهما: الاستثمار العقاري السكني، الذي مثل 70% تقريباً

من حجم الاستثمار العقاري في العالم، والنوع الآخر هو الاستثمار العقاري التجاري، وتبعاً لذلك تتنوع أشكال العوائد لهذا النوع من الاستثمار. ومن هنا يكتسب القطاع العقاري أهميته وحساسيته للتغيرات السياسية التي تشكل العوامل الأساس للخطر السياسي التي تُعدّ من ضمن مجمل المخاطر التي تؤثر في الاستثمارات العامة ومن ضمنها الاستثمارات العقارية فضلاً عن المخاطر الأخرى مثل المخاطر المالية والاقتصادية الجزئية والكُلية وغيرها.

المبحث الأول : منهجية البحث

مشكلة البحث:

تكمن مشكلة البحث في احتمالية انتقال تأثير الخطر السياسي من المستوى الكلي للدول والتعاملات المالية الدولية والشركات متعددة الجنسية، إذ كان يُعدّ من المخاطر النظامية الكلية ذات التأثير العام وانتقاله للتأثير الجزئي، إذ بدا تأثيره داخلياً وكأحد المخاطر النظامية الداخلية الخاصة بالشركة، وصار تأثيره أكثر وضوحاً في أداء الشركات، بالتحديد الشركات موضوع البحث ألا وهي الشركات العقارية، فذلك صار من الضروري دراسة مضامين الخطر السياسي وتفصيلها بشكل موضوعي ودراسة اثرها في أداء الشركات والقطاعات العقارية واختباره وتحليله، وبالنتيجة يمكن صياغة المشكلة بالسؤال الآتي: (هل يمكن لمضامين الأخطار السياسية التأثير في مؤشرات أداء القطاع العقاري؟)

أهمية البحث :

يكتسب هذا البحث أهميته من نقاط متعدّدة أبرزها:

1. تعاضل أثر مضامين ومتغيرات المخاطر السياسية في أداء القطاعات والشركات الاستثمارية المتنوعة ومنها الشركات العقارية على وجه التحديد.
2. أهمية القطاع العقاري للنظام المالي وللاقتصاد كآفة؛ إذ يُعدّ هذا القطاع من أبرز القطاعات الفاعلة فيه.
3. تكرار وجود بعض مؤشرات الخطر السياسي للدول مثل: الفساد، والتصويت، والمساءلة وتدخل الجيش في السياسة، وتأثيرها في أداء الأنظمة والأسواق المالية.

أهداف البحث :

يهدف البحث إلى تسليط الضوء على:

1. أبرز المفاهيم الحديثة للأخطار السياسية وتطوّرها عبر السنوات العشر الأخيرة.
2. استيعاب دور ومضامين القطاع العقاري في الأسواق والأنظمة المالية بشكل عام.
3. إعطاء تصوّر عن آلية انتقال الأثر بين متغيرات الأخطار السياسية وأداء القطاع العقاري.

فرضية البحث :

وجود أثر معنوي ومهم ذي دلالة إحصائية لمضامين الخطر السياسي في أداء الشركات العقارية

عينة البحث المكانية والزمانية :

يُتمُّ اختبار المتغيرات مجموعة من الشركات العقارية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، فضلاً عن مجموعة من الشركات العاملة في القطاع العقاري السعودي والمسجلة في سوق السعودية للأوراق المالية، لقد تمَّ اختيار العينة بشكل عام لدراسة وتحليله الأثر، لكون القطاعيين شهدا خلال السنوات العشر الأخيرة تطورات في نسب أدائهم، المالي والسوقي، كما إنَّ السوق السعودي على وجه التحديد بدأ يشهد حركة نشيطة وتطور سريع، يمتلك عدد كبير من صناديق الاستثمار العقارية، والمدة من عام 2011 إلى عام 2020.

المبحث الثاني: الدراسات السابقة ذات العلاقة :

الدراسة الأولى : (تقييم مشروعات الاستثمارات العقارية بإطار نظرية الخيارات الحقيقية دراسة حالة في مشروع مركز تجاري (بغداد مول)، أ. د. صبيحة قاسم هاشم و م. م. هنادي صكر مكطوف، 2016:

يستمد البحث أهميته من أهمية تقويم سياسات مشروعات الاستثمارات العقارية في الفكر المالي، والكيفية التي يُتمُّ بها تقويم تلك السياسات، إذ إنَّ تقويم الاستثمار بالقطاع العقاري السليم المعتمد على التقنيات المتعددة بات من المواضيع المميّزة لاعتمادها كمنهج عمل للوصول إلى القرارات السليمة في منح الانتماء، وتجنّب ضياع بعض الفرص الانتمائية للنظام المالي والمصرفي، وضمان حماية حقوق المتعاملين والمستثمرين في هذا القطاع. تنبع أهمية البحث من أهمية مراجعة القياس والتقييم (التسعير) والتقويم العقاري الذي يمكن متخذ القرار المالي من تحقيق أعلى قيمة اقتصادية من خلال تخفيض حجم حالات اللاتأكد الكلية المحيطة بإيرادات المشروع الاستثماري العقاري والمتمثلة في التقلبات السعرية لمعدلات بدلات الإيجار للمتر المربع الواحد، فضلاً عن الأخطار بأنواعها المصاحبة لقرار الاستثمار العقاري عن طريق تطبيق مدخل تحليل الخيارات الحقيقية. تمثل مجتمع البحث بمجموعة من المشروعات الاستثمارية العقارية تحت إشراف هيئة استثمار بغداد في محافظة بغداد وضمن جانبيها الكرخ والرصافة، واختير مشروع الاستثمار العقاري (بغداد مول) في بغداد لمنطقة الحارثية كعينة من مجتمع البحث وموقعا لإجراء الجانب التطبيقي والتحليلي. وأسفرت نتائج تحليل المشروع الاستثماري العقاري عن إمكانية تقويم قرار الاستثمار في تلك المشروعات على وفق معيار صافي القيمة الحالية لاتخاذ القرار الاستثماري، التي أظهرت نتائج موجبة لصافي القيمة الحالية للمشروع، ممَّا يدلُّ ذلك على أنَّ معيار صافي القيمة الحالية من أفضل التقنيات في مجال تقويم الموجودات الحقيقية، كونها تأخذ القيمة الزمنية للنقود بالحسبان، أشارت نتائج التحليل إلى أهمية تطبيق نظرية الخيارات الحقيقية في تقويم مشروعات الاستثمارات العقارية؛ لإمكانية خلق القيمة المضافة من خلال تنفيذ كلِّ من خيارات الشراء، والتأجيل والتوسع في الاستثمارات العقارية، وذلك لتحقيق العوائد المتوقعة دائما، وأمَّا ما يتعلَّق بقيم خيارات البيع التي ظهرت (صفرًا) في المشروع، فإنَّها تؤكد على أنَّ قيمة الخيار تتأثر بكلفة الاستثمار العالية. تطبيق نظرية الخيارات الحقيقية ذو أداء أفضل مقارنة بمدخل صافي القيمة الحالية على مستوى المشروع الاستثماري العقاري، إذ ساعد إدراك المرونة على التحقق من مستوى القيمة المضافة، كما وتوصي الدراسة بضرورة اعتماد نظرية الخيارات الحقيقية في عملية تقييم وتحليل قرارات الاستثمارات العقارية من المهتمين، والمستثمرين، والمتعاملين بأسواق العقارات، والعمل على تكريس الجهود لفهم وتطبيق أسسها ومضامينها، بعدما تبين أنَّها تمثل نظرياً وعملياً المعطيات المالية والمعطيات الخاصة بالسوق المرتبطة بالاستثمارات العقارية، ويربطها مع بعضها البعض، ليوَفِّر أساساً علمياً سليماً لتقويم الاستثمار بالعقارات والوصول إلى قرارات استثمار أكثر عقلانية.

الدراسة الثانية : (تحليل وتقييم الأداء المالي لشركات الاستثمار العقاري في إقليم كردستان العراق حالة دراسية عن شركة كاره مشروع بارز ستي السكني في دهوك) م. م. فرهاد ميكائيل طاهر، 2019:

يُعد القطاع العقاري في إقليم كردستان من القطاعات الاستثمارية المميّزة التي نشطت بشكل كبير بعد سنة 2005، لما له من أهمية كبيرة في الحسابات الكلية للإقليم ومنها الناتج المحلي الإجمالي وتراكم رأس المال ونسب التشغيل والعمالة، تحليل وتقييم أداء الشركات العقارية (شركة كاره-مشروع بارز ستي السكني) (في محافظة دهوك للفترة 3003-3002) من خلال تحليل البيانات المالية للشركة (الموجودات، المطلوبات، حقوق الملكية وصافي التدفقات النقدية) وباستعمال عدد من المؤشرات (النسب) المالية (مؤشرات السيولة، مؤشرات الرافعة المالية ومؤشرات الربحية) والتحقق من مدى توزيع البيانات الخاصة بالظاهرة المدروسة مع منحى التوزيع الطبيعي وباستعمال (الوسط الحسابي والانحراف المعياري وأعلى قيمة وأقلها فضلاً عن معاملي الالتواء والتفلطح)، وذلك لإعطاء صورة تشخيصية عن بيانات متغيرات البحث. أظهرت النتائج الخاصة بطبيعة توزيع المتغيرات المبحوثة: قيم متغير الموجودات، متغير المطلوبات، متغير حق الملكية ومتغير قيم صافي التدفق النقدي إلى إجمالي الموجودات لشركة كاره للمدة بأنها تتوزع بشكل غير طبيعي، أظهرت نتائج التحليل بأن نسب السيولة كانت متذبذبة بين الارتفاع والانخفاض خلال مدة الدراسة، وهي أعلى من المعيار المتعارف عليه في أغلب سنوات الدراسة، وتبين أن بند المدينين والمخزون هما المؤثران وبشكل كبير في مقدار هذه النسب، أظهرت نتائج تحليل نسب الرافعة المالية بأنها متذبذبة بين الارتفاع والانخفاض خلال مدة الدراسة، واتضح أن الشركة اعتمدت وبشكل كبير على الدائنين في تنفيذ المشروع لا سيما في المرحلة الأولى من تنفيذ المشروع، بالرجوع إلى النتائج يتبين أن قرار البدء بالمرحلة الثانية من المشروع في العام 2014 لم يكن في صالح الشركة؛ إذ تظهر النتائج وبالتحديد إن نسب السيولة كانت مرتفعة، وكان بإمكانها بدء المرحلة الثانية في العام 2013، وتمتلك فيه سيولة فائضة. وعبر استعراض نتائج نسب السيولة التي أظهرت أن الشركة لم تتبع السياسات الناجحة فيما يتعلق ببيع الوحدات السكنية (المخزون) من جهة وتحصيل مستحقاتها بزمة زبائنها المدينين من جهة أخرى. توصي الدراسة إدارة الشركة العناية بمعطيات نسب المؤشرات المالية بهدف اتخاذ قرارات مناسبة عند تنفيذ المرحلة الأخيرة من المشروع فيما يتعلق بسعر الشقة وآلية البيع.

الدراسة الثالثة: (The Risks of Investing in the Real Estate Markets of the Asian Region)(مخاطر الاستثمار في العقار أسواق المنطقة الآسيوية)

Stephen L. Lee، (2001)

صارت منطقة آسيا محط اهتمام المستثمرين في السنوات الأخيرة، نظراً للأداء الاقتصادي الكفوء للمنطقة، فالعوائد المرتفعة والمتوقعة في المنطقة مقارنة بأوروبا والولايات المتحدة الأمريكية والاستثمارات الإضافية في فوائد التنوع التي ستوفرها المنطقة ومع ذلك، فإن العديد من المستثمرين لديهم شكوك حول فاعلية الاستثمار في مثل هذه المجالات، على وجه التحديد قد يشعر المستثمر أن العوائد المتوقعة في دول المنطقة الآسيوية ليست كافية لتعويض المستثمرين عن المخاطر المتزايدة للاستثمار في مثل هذه الأسواق منطقة آسيا والمحيط الهادئ مقارنة بالأسواق في الولايات المتحدة وأوروبا، خلال المدة 1985-1997 تمت مقارنة وتحليل المخاطر في هذه البلدان مع المخاطر في البلدان ذات الاقتصاد المتقدم مثل الولايات المتحدة، وكذلك مقارنة وتحليل مستوى شفافية السوق ونسج السوق والعائد على الاستثمار، وحصلنا على النتائج بتحليل هذه المؤشرات ومقارنتها. إن المستثمرين في المملكة المتحدة والولايات المتحدة الأمريكية

سيحققون عوائد أعلى بكثير من الاستثمار في الأسواق الناشئة في أوروبا وآسيا والمحيط الهادئ، وتظهر الدراسات المسحية بالفعل أن زيادة العوائد المتوقعة هي الدافع الرئيس للاستثمار في جنوب شرق آسيا، ومن الطبيعي أن تكون هذه الزيادة في العائد مصحوبة أيضاً بمخاطر متزايدة مقاسة (انحراف معياري) على أساس كل بلد على حدة، أيضاً أن العلاقة بين المملكة المتحدة والولايات المتحدة مع الأسواق الناشئة في آسيا كانت في المتوسط أقل بكثير من العلاقة مع أوروبا، فضلاً عن هذا كان متوسط الارتباط داخل المنطقة داخل أوروبا 0.236، وداخل آسيا 0.169، في السوق الآسيوية يبدو أن التأثير الفعلي لمخاطر العملة متراجع وغير مهم (معنوي) عندما يُنظر في تأثير مخاطر العملة في سياق استراتيجية التنويع، فضلاً عن أن فوائد التنويع المحتملة من الاستثمار الدولي تفوق احتمالات خطر العملة وغيرها.

تُعد الدراسات السابقة بمثابة نقطة البدء، كما تُعد جانباً مرجعياً يعمل على ترصين الناحية النظرية أو التطبيقية، وقد تميّزت الدراسة الحالية عن سابقتها بأنها تعمل على أبرز مفاهيم للعقارات، عينة الدراسة المكانية شملت شركات عقارية في العراق والسعودية للوقوف على ماهية أداء هذه الشركات وتحليل تأثير المخاطر السياسية فيه، الحدود الزمانية كانت مختارة بعناية لما شهدته المدة بين 2011-2020 من تغيرات سياسية مهمة، بيانات العينة كانت بيانات فصلية (ربع سنوية) لتدرس التأثير بشكل مفصلي ومركز، المتغير التابع متمثلاً بمعدل العائد على حق الملكية، بيانات المتغيرات المستقلة شملت مضامين الخطر السياسي الست، وهي: (التصويت والمسألة، والاستقرار السياسي، وفعالية الحكومة، والجودة التنظيمية، وقواعد القانون، والسيطرة على الفساد). بيانات الدراسة هي بيانات البانل دايتا (Panel Data)، والأنموذج القياسي طريقة وسط المجموعة المدمج (PMG) Pooled Mean Group، وتُعد من ضمن بيئة أنموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزعة والخاص بالبيانات المقطعية البانل (Panel ARDL Model)

المبحث الثالث : مفهوم العقارات :

يقصد بالعقار كل ما موجود فوق سطح الأرض وتحتّه، بما في ذلك كل ما يتعلّق بها، طبيعياً كان أم صناعياً، لذلك فإنّ مصطلح "عقار" أوسع من مصطلح "الأرض"، إذ إنّهُ لا يشمل فقط المكونات الطبيعية للأرض، بل يشمل الأرض والمعالِم الثابتة وجميعها ماعدا المنقول من صنع الإنسان، وبالمثل فإنّ كلّ شيء ثابت ومستقر ولا يمكن نقله من مكانه إلى آخر إلا إذا تمّ تدميره. أمّا العقار فهو مكان ثابت بخصائص ثابتة ولا يمكن نقله دون أن يُنمّ تدميره، في حين تمثّل الأرض أفضل وأنسب أشكال الممتلكات غير المنقولة، لأنّه لا يمكن نقلها من دون تجزئة أو تدمير، كما تشير العقارات إلى الأنشطة العقارية التي تتضمّن بيع الأراضي والمباني السكنية وغير السكنية وتطويرها، والمشاركون الرئيسيون في سوق العقارات هم الملاك والمطورون والبناء وكلاء العقارات والمستأجرون والمشتريين، فضلاً عن ذلك تشمل الأنشطة في صناعة العقارات صناعات الإسكان والبناء. (نجاتي، 2020، 27)

وكذلك يمكن أن يدخل مصطلح العقار الحضري، وهو ذلك العقار الواقع ضمن الرقعة الجغرافية المعمّرة أي واقع ضمن حدود المدن والبلدان والمقاطعات المعمّرة؛ فأيّ عقار مبنّي أو مهيب للبناء والتعمير داخل ضمن حدود العمران المدني يسمى عقار حضري وكذلك فإنّ الحدائق والطرائق والمساحات التي تفصل البنايات عن بعضها بعضاً أيضاً تُعدّ من العقارات الحضرية إذا كانت مهينة ومعدّة للبناء، وإذا كانت غير مهينة أيضاً، فهي تُعدّ من العقارات الحضرية؛ لأنّها دخلت ضمن الرقعة العمرانية، كما يدخل في هذا المفهوم أيضاً العقارات التي أعدتها الدولة لغرض مزاوله أعمالها

وتقديم الخدمة للمواطنين مثل المدارس والجسور إلى غير ذلك، كل هذه الأصناف يطلق عليها عقارات حضرية.
(صنصر، 2020، 3)

المبحث الرابع : خصائص العقارات ومميزاتها:

مثلاً مثل غيرها من الموجودات هناك صفات خاصة تميز العقارات وتعطيها خصائص فريدة تجعلها تتباين عن غيرها من الموجودات:

1- الندرة: تتميز أنواع العقارات جميعها بالندرة، أي أنّ المعروض من المنتجات أقل من الطلب، لذلك قد لا يتم تلبية احتياجات العملاء في بعض الأحيان بشكل جيد، بسبب ندرتها، أي أكثر من الطلب وحاجة السوق، وهناك أسباب عديدة لعدم تمكن العقارات من تلبية احتياجات العملاء ، بما في ذلك: الزيادة في عدد السكان ، والانقسامات الأسرية ، والتغيرات الديموغرافية ، وهجرة السكان من المناطق الريفية ، وغيرها.

2- عدم التجانس: تتنوع العقارات في العديد من الخصائص التي تجعلها غير متجانسة؛ إذ تتنوع في الموقع والمساحة والواجهة والتصميم وعدد الطوابق والغرض من الاستعمال ومواد البناء ، مما يجعلها تتفاوت في الأسعار.

3- الدافع للشراء سيكولوجي بطبيعته: العملاء الذين يفكرون في شراء عقار معين سوف يقومون بإجراء مقارنات عديدة بين العقارات المتاحة للبيع ، واستشارة أفراد الأسرة والآباء والأقارب والأصدقاء وأسعارهم ، وبعد الشراء، يتم التفكير في الآفاق المستقبلية للممتلكات؛ إذ سيتم الاحتفاظ بها لمدة طويلة.

4- الأمد: السمة العامة للعقار هي أنه مستقر نسبياً ، أو يتمتع بعمر طويل ، ولن ينخفض سعره ويتلاشى وينتهي بسرعة مثل العديد من المنتجات.

5- محلية العرض والطلب: لما كان العقار ثابتاً ولا يمكن نقله من مكان إلى آخر، فإن سوقه يُعد سوقاً محلياً؛ لذلك يتأثر الطلب على العقار بموقعه من حيث توافر الخدمات العامة، ويجب أن تكون متوفرة للعقار ذاته مثل الماء والكهرباء وبعدها عن الأسواق والمستشفيات والجامعات والمدارس وغيرها.

6- ارتفاع تكلفة الترويج العقاري: الترويج للعقار مكلف للغاية ، ويجب التعريف بخصائصه وسعره ونوعه وموقعه ، وبسبب عدم تجانسه ، يجب القيام بأنشطة ترويجية لكل نوع من أنواعه.

7- المخاطر: ينطوي الاستثمار في العقارات على مخاطر عالية نسبياً، مما يعكس عدم التأكد الذي لا يمكن التنبؤ به في سوق العقارات، فضلاً عن ارتفاع تكاليف الاستثمار.

8- تجزئة السوق: يمكن تقسيم سوق العقارات إلى شرائح، ويمكن لشركة أن تخدم شريحة معينة من هذا السوق تحتوي على أنواع متعددة من العقارات، إذ يمكن أن تكون الشركة في العقارات السكنية أو التجارية أو الزراعية أو الصناعية أو ذلك، يمكن أن يخدم في قطاعات عدة أو السوق بأكمله.(نجاتي، 2020، 33-34)

المبحث الخامس : مفهوم المخاطر السياسية :

قريب كان يُنظر إلى المخاطر السياسية على أنها علاقة بين الحكومة المضيفة والشركات متعدية الجنسيات و أثر هذا التصور على عوامل الخطر مثل: المصادرة، ونزع الملكية، والتأميم، والانقلابات، وأعمال الشغب، كان يُنظر إلى تدخل الحكومة بشكل متزايد على أنه عامل الخطر السياسي الرئيس الذي يؤثر سلباً في الاستثمار الأجنبي الذي أثر بدوره على تصور المخاطر السياسية على أنه تدخل حكومي غير مبرر في العمليات التجارية، و كانت هناك زيادة في عوامل الخطر مثل القيود التشغيلية، وفقدان حرية التحويل، وخرق بنود العقد والتميز في الضرائب. ومن الناحية التقليدية، يتم وضع تصور للمخاطر السياسية للمستثمرين الأجانب وليس للمستثمرين المحليين، ومع ذلك لا تُعفى الشركات المحلية من مواجهة عوامل الخطر مثل أعمال الشغب والتأميم والحرب والقيود المفروضة على الاستيراد (Dr Itai، 2021، 170)

إنَّ احتمال فشل دولة ذات سيادة في الوفاء بالتزاماتها الناشئة عن القروض الدولية لأسباب سياسية، قد تأخذ صور وأشكال عدة منها: الحروب، والاحتلال العسكري الأجنبي، والانقلابات العسكرية وما إلى ذلك، ولتقويم هذه الأخطار يتم النظر في: (استقرار الحكومة، الظروف الاجتماعية والاقتصادية، ملف الاستثمار، الصراعات الداخلية والصراعات الخارجية والفساد، السياسات العسكرية، الدين والسياسة، القانون والنظام، التوترات العرقية، المسؤولية الديمقراطية، جودة البيروقراطية، تسمح هذه المكونات كلها بالتقويم والتحليل الدقيق لمخاطر الدولة بناءً على منهجية مرنة، مع مراعاة خصوصية كل دولة أيضاً. Florentina، 2015، 53))

وترتبط هذه الأخطار، في كثير من الحالات بعملية الاستثمار في الخارج، مع مراعاة القرارات المتعلقة ب: اللوائح الجمركية، والقيود المفروضة على عمليات الاستيراد والتصدير، والتزامات الدفع من خلال التعويض، والقواعد المتعلقة بالمنتجات ذات الصلة بالمخاطر، وعدم إمكانية تحويل العملة، والمصادرة، والتأميم، فهذه الممارسات كلها فضلاً عن ممارسات على أساس التقاليد الوطنية في التجارة، والثغرات التشريعية، وعدم الاستقرار السياسي لغرض تقويم مخاطر الدولة يتم تحديدها وتفصيلها. ويمكن إضافة المتغيرات السياسية: (الديمقراطية، الأوتوقراطية، مدة الحكم، المنافسة السياسية، الانفتاح السياسي، الاستقلال السياسي، المشاركون في المنافسة، تنظيم المشاركين). (Danu، 2009، 283 Marcela)

كما ازدادت الأهمية المنسوبة إلى المخاطر السياسية من المديرين التنفيذيين للشركات في المدة الماضية؛ إذ إنَّ المخاطر السياسية تُعدُّ الآن أكثر أهمية من غيرها من المخاطر، إذ إنَّ ما يقرب من 50٪ من الشركات تتجنب (لا تقلل فقط) الاستثمار الأجنبي المباشر بسبب هذه الأخطار، كما أنَّ الشركات ذات المديرين التنفيذيين الذين يتجنبون المخاطرة من المرجح أن يعزفوا عن الاستثمار في البلدان ذات التقلبات السياسية، وهو أحد الآثار الرئيسة للنماذج السلوكية، إذ إنَّ المخاطر السياسية تؤثر في الاستثمار الأجنبي المباشر عبر زيادة حالة عدم التأكد التي تواجهها الشركات في بلد أجنبي، ووضعت بعض الدراسات الأكاديمية مقاييس المخاطر السياسية بأنها: (عدم التأكد الانتخابي، مخاطر الصراع، الاضطرابات الاجتماعية، الفساد، عدم الاستقرار السياسي، جودة المؤسسات في البلد المضيف، مخاطر التخلف عن سداد الديون السيادية، عيوب السوق). (Erasmus، 2017، 2-3)

المبحث السادس : تصنيفات الدليل الدولي للمخاطر القطرية ICRG: يجمع (الدليل الدولي للمخاطر القطرية ICRG) بيانات شهرية حول مجموعة متنوعة من عوامل المخاطر السياسية والمالية والاقتصادية لحساب مؤشرات المخاطر في

كُلّ فئة من هذه الفئات فضلاً عن مؤشر المخاطر المركبة؛ إذ يستعمل خمسة عوامل مالية و 12 سياسية وخمسة عوامل اقتصادية، ويُنمّ تعيين تصنيف رقمي لكُلّ عامل يعكس النطاق المسموح به المحدّد لكُلّ عامل الوزن المنسوب إلى هذا العامل، وتشير الدرجة الأعلى إلى مخاطر أقلّ، إذ تستند درجات تقويم المخاطر السياسية إلى تحليل شخصي للموظّفين للمعلومات المتاحة وتستند درجات تقييم المخاطر الاقتصادية إلى التحليل الموضوعي للبيانات الكميّة وتعتمد درجات تقويم المخاطر المالية على تحليل مزيج من المعلومات الكمية والنوعية وحساب المؤشرات الثلاثة الفردية هو ببساطة مسألة تلخيص درجات النقاط لكل عامل ضمن كُلّ فئة من فئات المخاطر. وأمّا التصنيف المركّب فهو مزيج خطي تجميعي من النقاط الثلاثة للمؤشرات الفردية ويلاحظ أن مقياس المخاطر السياسية (100 نقطة) يُعطى ضعف وزن المخاطر المالية والاقتصادية (50 نقطة لكُلّ منهما). إذ تعتقد ICRG فضلاً عن العديد من مقدّمي البيانات. إنّ مخاطر الدولة تتكوّن من مكوّنين أساس: القدرة على الدفع والاستعداد للدفع. ترتبط المخاطر السياسية بالاستعداد للدفع في حين ترتبط المخاطر المالية والاقتصادية بالقدرة على الدفع. (compbell، 2005، 11)

في ما يأتي جدول لحساب الأوزان النسبية لكُلّ مكوّن من مكوّنات المخاطر السياسية حسب مؤشر (الدليل الدولي للمخاطر القطرية ICRG):

الجدول رقم (1): الأوزان النسبية للمخاطر السياسية

العامل	النسبة من المخاطر السياسية	النسبة من المخاطر المركبة
استقرار الحكومة	12	6
الظروف الاجتماعية والاقتصادية	12	6
ملف الاستثمار	12	6
صراع داخلي	12	6
صراع خارجي	12	6
الفساد	6	3
العسكرية في السياسة	6	3
الدين في السياسة	6	3
القانون والنظام	6	3
التوترات العرقية	6	3
الانتخابات الديمقراطية	6	3
جودة البيروقراطية	4	2

50	100	مجموع النقاط السياسية
----	-----	-----------------------

المصدر: Campbell R. Harvey، 2005، 'Country Risk Components'، 'the Cost of Capital'، and 'Returns in Emerging Markets'، Duke University

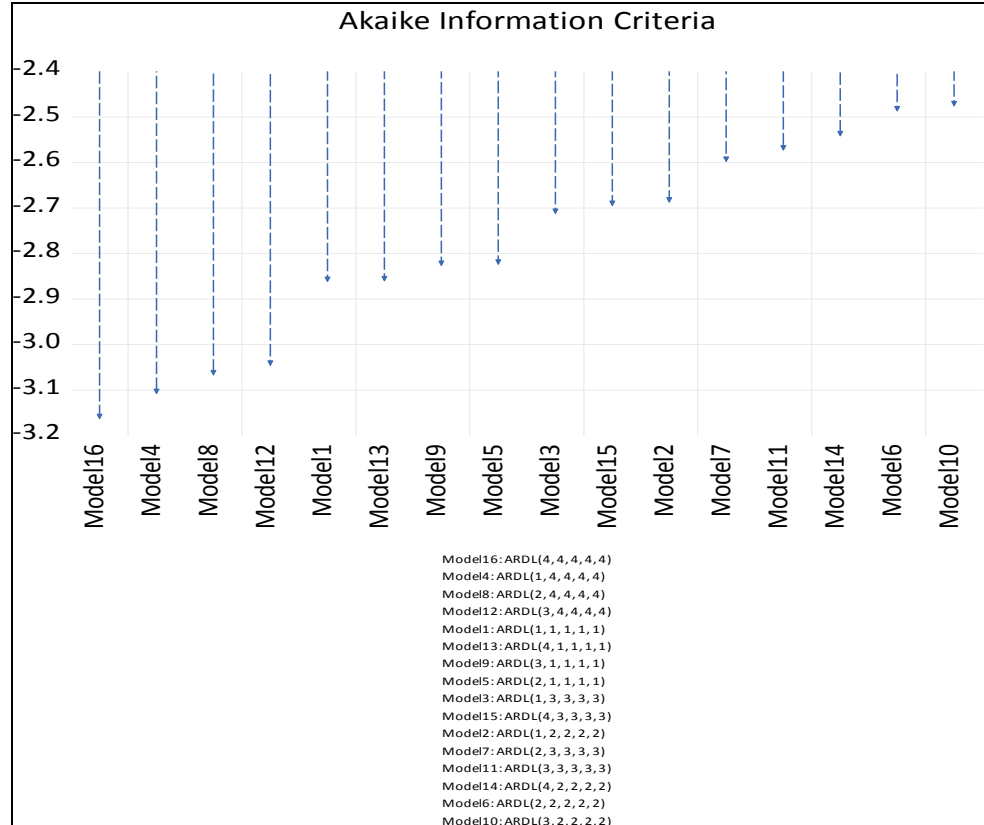
المبحث السابع : الجانب العملي (التجريبي):

بغية الوصول إلى نتائج تتصف بالدقة وبأنها أفضل مقدّرات ممكنة التي تساعد في التحليل السليم والواقعي لاختبار أثر مضامين الخطر السياسي في أداء شركات القطاع العقاري، ولما كانت بيانات الدراسة هي بيانات طولية (Panel Data) سوف يتم تقدير الأنموذج القياسي عبر طريقة وسط المجموعة المدمج (PMG) Pooled Mean Group، الذي اقترحه بيساران وآخرون عام 1999 إذ تجمع بين طريقة التقدير المدمجة التقليدية (P00led Estimator)، التي تسمح بتفاوت المتغيرات في المدى القصير، وتفرض قيد التجانس على المتغيرات في المدى الطويل مع طريقة مقدّر وسط المجموعة (MGE)، الذي يسمح بتفاوت المتغيرات في المدى الطويل والقصير على حدّ سواء، ونُعدّ من ضمن بيئة أنموذج الانحدار الذاتي للفجوات الزمنية الموزّعة والخاص بالبيانات المقطعية البانل (Panel ARDL Model).

أنموذج العراق أثر مضامين الخطر السياسي في العائد على حق الملكية:

1. اختبار مُد الإبطاء المثلى للأنموذج

الشكل رقم (1) مُد الإبطاء المثلى للأنموذج العائد على الملكية



المصدر: من إعداد الباحثين اعتماداً على مخرجات برنامج Eviews-12.

2. اختبار علاقة التكامل المشترك Johansen test Co -Integration Analysis بين متغيرات الأنموذج الثالث للعراق:

الجدول رقم (2) اختبار علاقة التكامل المشترك لأنموذج العائد على الملكية

المتغيرات	قيمة Fisher Stat.* (Trace Statistic)	Prob**	قيمة Fisher Stat.* (Max- Eigen)	Prob**
None	119.0	0.0000	104.5	0.0000
At most 1	127.1	0.0000	123.2	0.0000
At most 2	25.51	0.0013	14.44	0.0711
At most 3	18.07	0.0207	10.83	0.2114
At most 4	23.23	0.0031	23.23	0.0031

المصدر: من إعداد الباحثين اعتماداً على البرمجية الجاهزة Eviews-10

أظهرت نتائج اختبار علاقة التكامل المشترك لـ (Johansen Fisher Panel) المعروضة في الجدول (2)، وعند مقارنة القيمة الإحصائية الحرجة (Trace Statistic) والقيمة العظمى (Fisher Stat Max-Eigen) للأنموذج، توجد علاقة تكاملية طويلة الأجل بين متغيرات الدراسة، وفقاً لما يشير له انخفاض قيمة إحصائية Max-Eigen عن القيمة الحرجة Trace Statistic عند مستوى المعنوية (0.000%)، ولأكثر من متغير مستقل، وهذا ما يؤكد وجود علاقة تكاملية في الأجل الطويل بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع.

3. تقدير نتائج الأنموذج العائد على الملكية:

الجدول رقم (3) نتائج أنموذج العائد على الملكية

Dependent Variable: D(CR)
Method: ARDL
Date: 06/18/23 Time: 19:48
Sample: 2011Q4 2020Q4

Included observations: 148

Maximum dependent lags: 3 (Automatic selection)

Model selection method: Akaike info criterion (AIC)

Dynamic regressors (3 lags, automatic): VA PV RQ CC

Fixed regressors: C

Number of models evaluated: 9

Selected Model: ARDL(3, 1, 1, 1, 1)

Note: final equation sample is larger than selection sample

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.*
Long Run Equation				
VA	-1.750969	0.295786	-5.919716	0.0000
PV	0.678691	0.135355	5.014160	0.0000
RQ	0.194213	0.052464	3.701860	0.0003
CC	1.616990	0.278670	5.802536	0.0000
Short Run Equation				
COINTEQ01	-0.687979	0.168280	-4.088296	0.0001
D(CR(-1))	-0.191980	0.166675	-1.151819	0.2517
D(CR(-2))	-0.053493	0.077012	-0.694602	0.4886
D(VA)	-1.204525	1.037334	-1.161174	0.2479
D(PV)	-1.219374	0.886740	-1.375120	0.1717
D(RQ)	0.454137	0.478093	0.949891	0.3441
D(CC)	0.589028	1.005156	0.586006	0.5590

C	0.044271	0.118497	0.373601	0.7094
@TREND	-0.002922	0.002196	-1.330502	0.1859
Mean dependent var	0.001720	S.D. dependent var		0.290119
S.E. of regression	0.244721	Akaike info criterion		-2.348723
Sum squared resid	7.186622	Schwarz criterion		-1.579930
Log likelihood	227.8979	Hannan-Quinn criter.		-2.036543

المصدر: من إعداد الباحثين اعتماداً على البرمجية الجاهزة Eviews-12

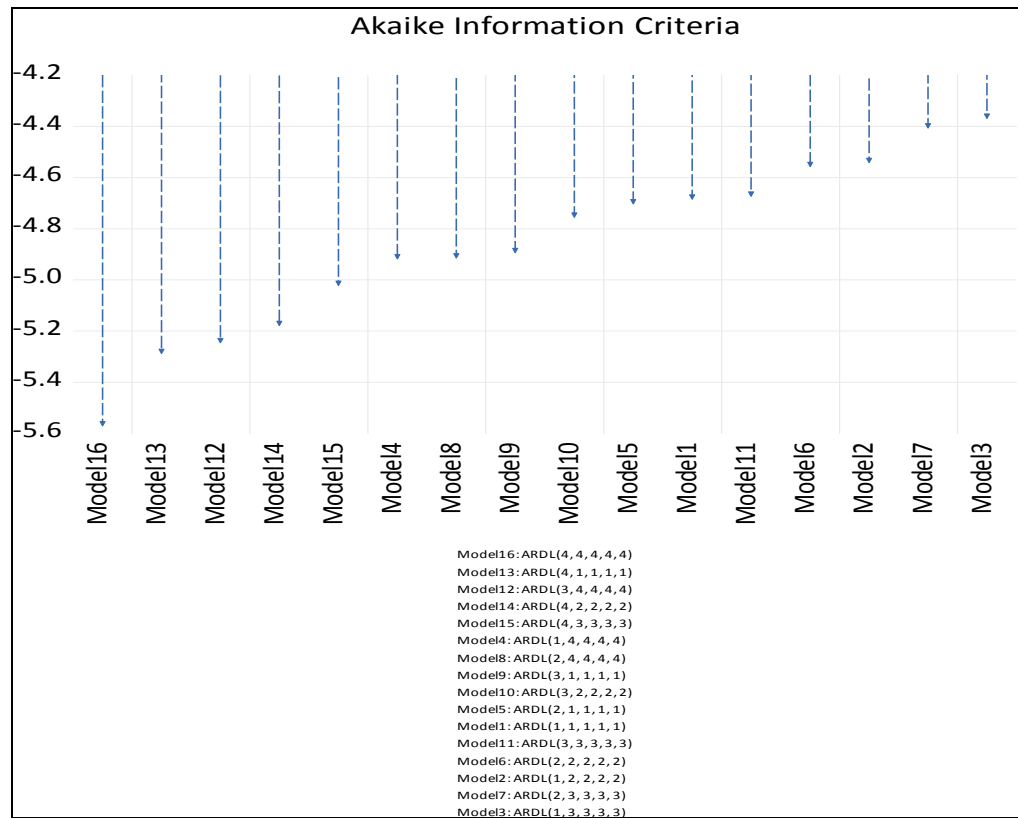
جاء أنموذج العائد على حق الملكية بالإشارة السالبة والعكسية، التي تؤثر معدلات هذا العائد بتحقيق معدلات خطر سياسي أعلى، وإنَّ الإسهامات من المالكين الحاليين والمرتبين (المحتملين)، تتأثر بدرجات متفاوتة ولكنها تخضع لمبدأ العائد والخطر، سوى مؤشرات الفساد التي تضم الرشى، والاختلاس، والتلاعب، وإدارة العوائد، والتزوير، والتزييف، والدعوى القضائية المسجلة في المحاكم ضد هذه المؤشرات جاءت بنتيجة سالبة الذي يؤدي إلى تراجع كبير في الإقبال على التعامل مع الوساطة المالية استثماراً وتمويلًا، ووقعت أعلى قوة واتجاه للتأثير مع مؤشر السيطرة على الفساد، إذ تجاوزت قيمة $t(5)$ ، تلاه في ذلك قيمة الاستقرار السياسي وغياب العنف، وثمَّ الجودة التنظيمية. وهكذا يؤثر بشكل مجموعي، إنه في الأجل الطويل يتوقع المستثمر أن يتم تعويضه عن قيمة الخطر المحتمل، ويتطلب عائداً متوقعاً أعلى من استثماراته المناظرة في استثمارات أخرى. أما التصويت والمساءلة فقد جاءت بإشارة سالبة.

أما عن الأجل القصير فيتضح أن الأثر ضعيفاً، وهو ما يؤدي إلى حد كبير أن نظرة المستثمر والإدارات إلى العلاقة في أجلها الطويل، أي الاستثمار والاحتفاظ على أمل تحقيق عوائد تشغيلية أكبر من المستقبل القريب، ولفوائد رأسمالية أعلى في الأجل الطويل، وهو ما يتكرر مع طبيعة عمل الشركات العقارية، التي تمتد إلى 5 سنوات فأكثر.

أنموذج السعودية أثر مضامين الخطر السياسي في العائد على حق الملكية:

1. اختبار مُد الإبطاء المثلى للأنموذج:

الشكل رقم (11) مُدد الإبطاء المُثلى لأنموذج العائد على الملكية في السعودية



المصدر: من إعداد الباحثين اعتماداً على مخرجات برنامج Eviews-12.

2. اختبار علاقة التكامل المشترك Johansen test Co -Integration Analysis بين متغيرات الأنموذج الثالث للسعودية:

الجدول رقم (24) اختبار علاقة التكامل المشترك لأنموذج العائد على الملكية في السعودية

المتغيرات	قيمة Fisher Stat.* (Trace Statistic)	Prob**	قيمة Fisher Stat.* (Max- Eigen)	Prob**
None	76.50	0.0000	95.50	0.0000
At most 1	6.098	0.8070	18.17	0.0521
At most 2	0.913	0.9999	1.329	0.9994
At most 3	1.279	0.9995	1.657	0.9984

0.9975	1.831	0.9975	1.831	At most 4
--------	-------	--------	-------	-----------

المصدر: من إعداد الباحثين اعتماداً على مخرجات برنامج Eviews-12.

أظهرت نتائج اختبار علاقة التكامل المشترك لـ (Johansen Fisher Panel) المعروضة في الجدول (23) وعند مقارنة القيمة الإحصائية الحرجة (Trace Statistic) والقيمة العظمى (Fisher Stat Max-Eigen) للنموذج، نلاحظ عدم وجود علاقة تكاملية طويلة الأجل بين متغيرات الدراسة، وفقاً لما يشير له ارتفاع قيمة إحصائية Max-Eigen Fisher عن القيمة الحرجة Trace Statistic، وهذا يدل على عدم وجود علاقة تكامل مشترك في المدى الطويل.

3- نتائج تقدير النموذج الثالث في السعودية:

الجدول رقم (25) نتائج نموذج العائد على الملكية في السعودية

Dependent Variable: D(ROE)				
Method: ARDL				
Date: 07/05/23 Time: 21:30				
Sample: 2012Q1 2020Q4				
Included observations: 180				
Dependent lags: 3 (Fixed)				
Dynamic regressors (4 lags, fixed): CC PV RQ VA				
Fixed regressors: C				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.*
Long Run Equation				
CC	-0.177106	0.086573	-2.045741	0.0437
PV	-0.337432	0.090521	-3.727689	0.0003
RQ	0.004865	0.006674	0.729033	0.4679
VA	0.101375	0.024670	4.109241	0.0001

	Short Run Equation			
COINTEQ01	-1.559300	0.706703	-2.206443	0.0299
D(ROE(-1))	0.481766	0.430523	1.119023	0.2661
D(ROE(-2))	0.176386	0.290204	0.607801	0.5448
D(CC)	0.116541	0.056583	2.059640	0.0423
D(CC(-1))	0.110828	0.108875	1.017939	0.3114
D(CC(-2))	0.129241	0.125800	1.027355	0.3070
D(CC(-3))	-0.241853	0.276354	-0.875154	0.3838
D(PV)	0.333419	0.168161	1.982738	0.0504
D(PV(-1))	0.363774	0.197345	1.843334	0.0685
D(PV(-2))	0.368630	0.206196	1.787765	0.0771
D(PV(-3))	0.147137	0.333657	0.440983	0.6603
D(RQ)	0.211554	0.079884	2.648256	0.0095
D(RQ(-1))	0.102469	0.104540	0.980187	0.3296
D(RQ(-2))	0.177305	0.089736	1.975852	0.0512
D(RQ(-3))	-0.158983	0.210305	-0.755965	0.4516
D(VA)	-0.555128	0.214410	-2.589096	0.0112
D(VA(-1))	-0.309919	0.278548	-1.112625	0.2688
D(VA(-2))	-0.441006	0.239240	-1.843363	0.0685
D(VA(-3))	-0.097810	0.307384	-0.318203	0.7511
C	0.496300	0.233118	2.128965	0.0360
@TREND	-0.000971	0.000400	-2.429980	0.0171

Mean dependent var	-0.002512	S.D. dependent var	0.040928
S.E. of regression	0.018361	Akaike info criterion	-5.054994
Sum squared resid	0.030680	Schwarz criterion	-3.257411
Log likelihood	614.4994	Hannan-Quinn criter.	-4.327539

المصدر: من إعداد الباحثين اعتمادًا على البرمجية الجاهزة Eviews-12

بشكل عام أظهرت النتائج في المملكة العربية السعودية تباينًا عن النتائج في العراق، وقد يكون ذلك مقبولا ومنطقيًا بسبب اختلاف البيانات السياسية والمناخ الاستثماري وهيكلية القطاع العقاري. وقد جاء هذا الانموذج ليؤشّر أنّ الفساد والاستقرار السياسي وغياب العنف ذات أثر سلبي في معدلات العائد على حق الملكية في الشركات العقارية عينة البحث، ومرد هذا أنّ من المتوقع أنّ تتراجع التدفقات الاستثمارية في هذا القطاع، وبالتحديد الدولية والخليجية إذا ما استمرّ المستثمر بأي مؤشرات للخطر السياسي. وبالنتيجة انخفاض فرص التوظيف وتراجع معدلات العائد على حق الملكية. أمّا النتائج في أجلاها القصير، فقد توافقت بين مؤشري الفساد والجودة التنظيمية، ولكن بنسب متفاوتة عن شركات العينة الأولى (العراق).

الاستنتاجات :

- 1- في الأجل القصير يتأثر معدل العائد على حق الملكية بشكل سلبي إذا ارتفعت معدلات الخطر السياسي، على العكس منه في الأجل الطويل فإنّ للاستثمار في المخاطر السياسية أثر فعال في معدل العائد على حق الملكية، وهذا ما يعوّض المستثمرين عن مغامرتهم في الاستثمار في المخاطر السياسية.
- 2- التصويت والمساءلة VA جاء بشكل معاكس في التأثير لما جاءت به بقية مضامين الخطر السياسي، وهذا لما تخلقه فترات الانتخابات من اضطرابات، وترقب على القطاعات جميعها ومن ضمنها القطاع العقاري.

الاقتراحات :

1. يمكن للشركات العقارية التي تتّبع أسلوب المجازفة أن تزيد من استثماراتها في المخاطر السياسية، والذي من المرجح أن يزيد من معدلات العائد المتوقعة في المدى الطويل تعويضا لهذه الشركات عن مجازفتها .
2. في فترات الانتخابات ينبغي على الشركات التقليل من المجازفة، والاحتفاظ بالنقد بغية التحصّن من انخفاض معدلات العائد المتوقعة في تلك الفترات .

المصادر :

1. صبيحة قاسم هاشم ، هنادي صكر مكطوف ، 2016، تقنيه مشروعات الاستثمارات العقارية بإطار نظرية الخيارات الحقيقية دراسة حالة في مشروع مركز تجاري (بغداد مول) ، اطروحة دكتوراه ، كلية الإدارة والاقتصاد- جامعة بغداد- قسه إدارة الأعمال.

2. صنصر ، إيمان ، 2020 ، دور العقار الحضري في ترقية الاستثمار المحلي (دراسة حالة مدينة سدراته)، رسالة ماجستير ،جامعة العربي بن مهيدي –أم البواقي –معهد تسيير التقنيات الحضرية.
3. نجاتي ، رشا قيس أحمد ، 2020 ، تشخيص استراتيجيات التسويق العقاري باعتماد مصفوفة Ansoff دراسة استطلاعية لآراء عيّنة من العاملين في الشركات العقارية في محافظتي (اربيل ، دهوك)، رسالة ماجستير، كُلية الإدارة والاقتصاد –جامعة الموصل.
4. ظاهر ، فرهاد ميكائيل ، 2019، تحليل وتقييم الأداء المالي لشركات الاستثمار العقاري في إقليم كردستان العراق حالة دراسية عن شركة كارة مشروع بارز سني السكني في دهوك ، رسالة ماجستير ، جامعة دهوك ، كُلية الإدارة والاقتصاد .

المصادر الاجنبية :

- The Risks of Investing in the Real Estate Markets of the Asian ،2001،1-Stephen L. Lee
The University of Reading Whiteknights.، Department of Land Management،Region
- Assessing Political Risk Analysis in a Hybrid Regime The ،2021،others ،2- Dr Itai Makone
Strategic Review for Southern Africa.،case of Zimbabwe
- ANALYSIS OF THE POLITICAL COMPONENT ،2015،3-Florentina Cristina BÂLDAN1
University of Pitesti.،OF THE COUNTRYRISK FOR ROMANIA
- THE WORLD ECONOMIC CRISIS REFLECTED IN ،2009،4-Danu Marcela-Cornelia
University of Bacău.،THE COUNTRY RISK
- Article in ، T h e Management of Political Risk،2017،others،5- Erasmo Giambona
Journal of International Business Studies.
- and Returns ، the Cost of Capital، Country Risk Components،2005،6-Campbell R. Harvey
Duke University.،in Emerging Markets