

تحليل الأسهم العادية وأثرها في القيمة السوقية دراسة تطبيقية على شركات القطاع المصرفي المدرج في سوق العراق للأوراق المالية

م.م. مروان عبدالرسول حمودي م.م. بسام أمين صبري أ.د. أحمد حسين بتال
كلية الإدارة والاقتصاد رئاسة الجامعة كلية الإدارة والاقتصاد
جامعة الانبار جامعة الانبار جامعة الانبار

Ahmed.battall@uoanbar.edu.iq Bassamsabri80@gmail.com Marwanhmodi11@gmail.com

المستخلص:

هدفت الدراسة إلى بيان أثر العائد والمخاطرة اللاموقية على القيمة السوقية لأسهم الشركات القطاع المصرفي المدرج في سوق العراق للأوراق المالية، ولكي يتم قياس أثر العائد والمخاطرة اللاموقية على القيمة السوقية للسهم، فقد استخدم أسلوب البائل وبالتحديد نموذج الانحدار التجميعي (PM) للمصارف العراقية الخاصة للمدة ٢٠١٠-٢٠١٨، وتوصلت الدراسة بان هناك تأثير عكسي بين العائد والقيمة السوقية، وكذلك تأثير طردي بين المخاطرة اللاموقية والقيمة السوقية.

الكلمات المفتاحية: الاسهم العادية، العائد، المخاطرة، القيمة السوقية، نموذج PM.

Analysis of Common Stocks and their impact on market value An applied study on the banking sector companies listed on Iraq Stock Exchange

Assist. Lecturer: Marwan Abdul Rasul H.
College of Administration and Economics
University of Anbar

Assist. Lecturer: Bassam Ameen Sabri
University Headquarter
University of Anbar

Prof. Dr. Ahmed Hussien Battall
College of Administration and Economics
University of Anbar

Abstract:

The study aimed to indicate the impact of the return and non-market risk on the market value of the shares of the banking sector listed on the Iraq Stock Exchange. In order to measure the impact of return and non-market risk on the market value of the stock. The Pannel method used the aggregate regression model (PM) for the Iraqi private banks for the period 2010-2018. The study found that there is an adverse impact between return and market value, as well as a positive impact between the non-market risk and market value.

Keyword: Common Stocks, Return, Risk, Market Value, PM Model.

المقدمة

تمثل الاستثمارات في الموجودات المالية مجال استثماري مهم لدى الشركات والأفراد المستثمرين، وذلك لأنها تحقق عوائد في ظل مستويات مختلفة من المخاطرة. حيث ان الاستثمار هو توظيف للأموال في الوقت الحاضر من اجل الحصول على تدفقات نقدية مستقبلية، وتعتبر

تعويضاً عن تأجيل الاستهلاك مع تحمل التقلبات والمخاطر التي قد يصاحبها في المستقبل. وعليه فإن على متخذ القرار المالي القيام بتحديد العوائد وفي نفس الوقت تقدير (التخمين) للمخاطرة التي قد تواجه استثماراته، لأن تحديد العائد والمخاطرة من المؤشرات المهمة التي تساعد في مجال الاستثمار في الأوراق المالية. وإن عملية تقييم الأسهم أهمية بالغة كونها الأساس في اتخاذ القرارات الاستثمارية المتعلقة بالأسهم من قبل المستثمرين، لذا فإن معرفة القيمة السوقية للأسهم من قبل المستثمرين يدفعهم إلى شراء أو بيع الأسهم بهدف تحقيق الأرباح وتجنب الخسائر المحتملة

١. المنهجية

١-١. مشكلة البحث: تكمن مشكلة البحث في أن بعض المستثمرين تنقصهم المعرفة والخبرة الكافية في معرفة العلاقة وكيفية الموازنة بين العائد والمخاطرة اللاسوقية وأثرهما في القيمة السوقية للأسهم، فعندما يفتقر المستثمر في الأوراق المالية إلى التحليل السليم للعائد والمخاطرة في الأوراق المالية فإنه يدخل في دوامة المفاضلة بين الاستثمارات المالية والتوظيف المناسب للموارد المالية فيها مما ينعكس سلباً على المستثمر والاقتصاد القومي، فمن خلال ذلك يمكن صياغة مشكلة البحث عن طريق التساؤلات الآتية:

١-١-١. هل هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين العائد والقيمة السوقية لأسهم القطاع المصرفي المدرج في سوق العراق الأوراق المالية.

١-١-٢. هل هناك علاقة ذات دلالة إحصائية بين العائد والمخاطرة اللاسوقية لأسهم القطاع المصرفي المدرج في سوق العراق الأوراق المالية.

٢-١. أهمية البحث: تكمن أهمية البحث بأنه يتناول العائد والمخاطرة اللاسوقية وأثرهما في القيمة السوقية للأسهم العادية، ولكون الأسهم العادية من أكثر الموجودات المالية التي يتم الاستثمار بها في السوق المالي فهذا يتطلب معرفة حجم العوائد المتحققة والمخاطرة التي تتعرض لها، وهذا ما سعى إليه البحث. حيث لا يمكن التوقع المستقبلي للأسهم العادية ما لم يتم مسبقاً تحليل العائد والمخاطرة التي قد تواجهها هذه الأسهم، وعليه فإن عملية تحليل العائد والمخاطرة في الأسهم العادية يبقى ضرورياً ودائماً، فمن خلاله تجرى المفاضلة بين الأسهم التي سوف يتم توظيف الأموال فيها، ولكون القطاع المصرفي من القطاعات المهمة في السوق المالي لأن أغلب الاستثمارات المالية تتوجه إليه كما أعلن عنها البنك المركزي العراقي في تقريره السنوي لعام ٢٠١٨، فسوف تقتصر دراستنا على هذا القطاع المهم والذي يسهم بجذب الأموال وتنشيط الاقتصاد الوطني.

٣-١. أهداف البحث:

١-٣-١. تحليل العائد والمخاطرة اللاسوقية للأسهم العادية لشركات القطاع المصرفي المدرج في سوق العراق للأوراق المالية لكونها من المؤشرات المهمة في الاستثمار بالأوراق المالية ومدى أثرهما على القيمة السوقية للأسهم.

١-٣-٢. الوقوف على أفضل العوائد المتحققة لأسهم المصارف بأقل مخاطرة مما يساعد المستثمر على توظيف أمواله بالشكل الصحيح والمفاضلة بين الاستثمارات المالية.

١-٣-٣. السعي إلى معرفة أثر العائد والمخاطرة اللاسوقية (المتغيرات المستقلة) على القيمة السوقية (المتغير التابع) من أجل الوصول إلى نتائج التحليل المالي للاستثمارات مما يساعد على التحديد السليم للتوظيف الأموال مستقبلاً في الأوراق المالية.

٤-١. الفرضيات: يستند البحث على الفرضيات الآتية:

الفرضية الأولى: هناك تأثير معنوي ذو دلالة إحصائية بين العائد والقيمة السوقية للأسهم الشركات القطاع المصرفي المدرج في سوق العراق للأوراق المالية.

الفرضية الثانية: هناك تأثير معنوي ذو دلالة إحصائية بين المتغير المستقل (المخاطرة اللاموقية) والمتغير التابع (القيمة السوقية) للأسهم الشركات القطاع المصرفي المدرج في سوق العراق للأوراق المالية.

٥-١. وسائل جمع البيانات والمعلومات: تم الاعتماد في بناء الجانب النظري للبحث على الكتب العربية والأجنبية والرسائل الجامعية والدراسات المنشورة عبر شبكة الانترنت، بينما الجانب التطبيقي فقد استخدم المنهج التحليلي من أجل معرفة العلاقة السببية واختبار الفرضيات لمعرفة الاثر المعنوي للعائد والمخاطرة اللاموقية على القيمة السوقية للأسهم، واعتمد الباحثون في هذا الجزء على البيانات والتقارير السنوية للمصارف عينة البحث والمنشورة على موقع سوق العراق للأوراق المالية، حيث بلغ حجم مجتمع البحث (٤٠) مصرف خاص وتم اختيار (١٧) مصرف خاص أي ما نسبته (٤٣%) من مجتمع البحث، وذلك بسبب توفر بياناتها خلال مدة البحث، أما المصارف الأخرى استبعدت لان بياناتها غير متوفرة او تم تأسيسها حديثا وامتدت مدة البحث من عام (٢٠١٠-٢٠١٨)، وتم اختيار القطاع المصرفي كونه من القطاعات المهمة في السوق، وتوجه اغلب المستثمرين استثماراتهم المالية نحو هذا القطاع، وكذلك استخدم برنامج (SPSS) وبرنامج (Excel 2007) من أجل التوصل إلى الأهداف المحددة.

٦-١. الأدوات المالية والإحصائية المستخدمة في التحليل:

٦-١-١. تم استخدام الوسط الحسابي في التحليل المالي للوصول الى العائد المتوقع لكل مصرف كمتغير مستقل، وتم احتسابه من خلال المعادلة الآتية:

معدل العائد المتوقع = (سعر السهم في نهاية الفترة/سعر السهم في بداية الفترة)-1

٦-١-٢. تم استخدام في التحليل المالي لاستخراج المخاطرة اللاموقية كمتغير مستقل لكل مصرف مقياس الانحراف المعياري.

$$\sigma = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^n (CF - CF_i)^2}{n}}$$

٦-١-٣. لاستخراج القيمة السوقية للسهم كمتغير تابع تم استخدام المعادلة الآتية:

القيمة السوقية للسهم = عدد الأسهم المتداولة × سعر السهم السنوي

٦-١-٤. استخدام أسلوب بيانات البانل (Panel data) وبالتحديد نموذج الانحدار التجميعي (PM) لقياس أثر العائد والمخاطرة اللاموقية على القيمة السوقية للسهم لان هذا الأسلوب اكتسب أهمية كبيرة في الدراسات المالية لأنه يأخذ بنظر الاعتبار أثر تغير الزمن والاختلاف بين الوحدات المقطعية على حد سواء ووفق المعادلة الآتية:

$$y_{it} = \alpha + X_{it} \beta + \varepsilon_{it}$$

٧-١. الدراسات السابقة:

٧-١-١. دراسة (سلمان، ٢٠١٦) التي هدفت إلى تحليل ومناقشة القرار من ناحية العائد والمخاطرة وبالشكل الذي ينعكس على ترشيد هذه القرارات، واقتصرت الدراسة على الشركة العامة

للصناعات الجلدية لسنة ٢٠١٤، وتوصلت الدراسة الى ارتباط عملية تحقيق العوائد المتوقعة بقدرة الوحدة على إدارة العملية الإنتاجية بالشكل الذي يحقق معه الأهداف المرسومة.

١-٧-٢. دراسة (برحايلي وعياش، ٢٠١٧) سعت الى إثبات وجود أثر العائد والمخاطرة على الاستثمار في الأوراق المالية للشركات المدرجة في سوق الأسهم السعودي، وضمت الدراسة ثلاثة شركات وذلك خلال الفترة (٢٠١٢-٢٠١٦)، وتوصلت الدراسة الى اهتمام المستثمرون بعملية المبادلة بين العائد والمخاطرة وذلك من خلال تحقيق أعلى عائد ممكن بأقل مخاطرة ممكنة.

١-٧-٣. دراسة (Aliu et al., 2017) هدفت الى تقييم مستوى المخاطر والعوائد بالنسبة للشركات العاملة في صناعة السيارات التشيكية، وتم استخدام صيغة التنويع وحساب العوائد باستخدام العائد على حقوق الملكية على أساس سنوي للفترة (٢٠٠٥-٢٠١٤) واستنتجت الدراسة بأنه يمكن تحقيق أعلى عائد بأقل مخاطرة عندما تكون المحفظة الاستثمارية متنوعة الأسهم.

١-٧-٤. دراسة (Chiang and Zhang, 2018) سعت الى معرفة العلاقة بين العائد والمخاطرة في أسهم السوق الصيني، واستخدمت الدراسة نموذج TARCH-M، واستنتجت الدراسة ان عوائد الاسهم ترتبط ارتباطا ايجابيا مع التنبؤ بالتقلبات ووجود علاقة بين العائد والمخاطرة في كل من الاسواق الكلية والقطاعية.

١-٧-٥. دراسة (Kandel, 2018) اختبرت درجة المخاطرة والعائد على الاستثمار في الأسهم العادية لسوق الأسهم النيبيالية، وركزت الدراسة على الأسهم المشتركة للبنوك التجارية المدرجة في بورصة نيبيال، وقد تم استخدام في تحليل البيانات أدوات مثل سعر السوق للسهم (P)، ربحية السهم (EPS)، توزيعات الأرباح (D)، (نسبة الربح/العائد)، العائد على الاستثمار في الأسهم العادية (R)، العائد المتوقع للسهم (Rj)، الانحراف المعياري (σ)، معامل التباين (C.V)، معامل الارتباط، التغيرات، معامل بيتا (β)، معدل العائد المطلوب (Kj)، عائد المحفظة (Rp)، مخاطر المحفظة (σ_P) وامتدت الدراسة لفترة (٢٠١٢-٢٠١٦)، وأوجدت الدراسة أن هناك علاقة إيجابية بين المخاطرة والعائد وان معظم المستثمرين يقترحون إنشاء محفظة مناسبة بدلاً من الاستثمار في سهم معين وذلك من اجل تقليل من المخاطر غير المنتظمة أو المتنوعة. وتتميز دراستنا عن باقي الدراسات بأنها استخدمت أسلوب البائل وبالتحديد نموذج الانحدار التجميعي (PM) لقياس أثر العائد والمخاطرة اللاسوقية على القيمة السوقية للسهم.

٢. الإطار النظري (Theoretical Framework):

١-٢. الأسهم العادية Common Stocks: وتمثل مصالح المالكين في المنظمات ومن خلالها تعظم هذه المنظمات قيمتها في سوق الأوراق المالية، ويعرف السهم العادي بأنه ذلك الجزء من رأس المال المنظمة المساهمة وتحدد قيمته عند الإصدار (حسين وحافظ، ٢٠١١: ١٩٥)، كما ويعرف عرف السهم العادي بأنه الورقة المالية التي تثبت حصة مالكيها في موجودات الشركة (Kumar, 2017: 113) وتمثل الأسهم العادية حصصا في حقوق الملكية في الشركة، ولكنها بالنسبة للمستثمرين قطعة من الورق تحمل سمتين رئيسيتين: (برغام، ٢٠١٠: ٤٥٠)

١-٢-١. نقدية بدلا من الاحتفاظ بالسيولة لإعادة استثمارها.

١-٢-٢. يمكن بيع السهم يوما ما يكون فيه سعر السهم في السوق أعلى من سعر شرائه، وفي هذه الحالة يحقق المستثمر مكسبا رأسماليا.

ان بعض المنظمات تلجا الى إصدار نوعين من الأسهم، مصنفة بحسب الحقوق يتمتع بها كل صنف من تلك الأصناف، سواء ما يتعلق بحق التصويت او في الحصول على مقسوم الأرباح وهي كما يلي: (طالب والغزالي، ٢٠٠٩: ٩٢-٩٣)

١-٢-١. السهم العادي (class A): وهي التي تمثل مراكز ممتازة لحاملها من حيث مقسوم الأرباح، مقابل تنازله عن الحق في التصويت. وتباع هذه الأسهم الى الجمهور، ولحاملها الحق في استلام الأرباح دورياً، وليس له الحق في التصويت لمدة خمس سنوات مثلاً.

١-٢-٢. السهم العادي (class B): تسمى هذه الأسهم أيضاً باسمه المؤسسين او أسهم التأسيس حيث يحصل حامله على مقسوم الأرباح بشكل اقل، مقابل حصة كاملة في التصويت.

٢-٢. العائد Return: ان المؤشر الاساسي الذي يعتمد عليه عند تحليل الاستثمار بالأسهم العادية هو العائد والذي يعد المقياس المناسب الذي يتم من خلاله ترتيب الاسهم العادية والمفاضلة فيما بينها، فمن خلال الاستثمار بالأوراق المالية يتم معرفة وبشكل عام الاختلافات بين اسعار الاسهم وعوائدها الفعلية عن تلك المتوقعة، ويتوقع المستثمر العوائد المحتملة في المستقبل بالاعتماد على البيانات التاريخية من جانب وعلى التنبؤات بالأحداث المستقبلية من جانب آخر (Haim & Marshall, 1990: 189)، ويرى (Rappaport) ان على الشركات اتخاذ قرارات استراتيجية تزيد من القيمة المستقبلية المتوقعة للأسهم حتى على حساب الارباح القليلة على المدى القصير (wet, 2013: 266). ويعرف العائد بأنه التخلي عن مبالغ نقدية الان على امل الحصول على مبالغ نقدية أكبر في المستقبل (برغام، ٢٠١٠: ٢٣٢)، وكذلك عرف بأنه النسبة المئوية لما يدره راس المال المستثمر من ايراد وانه بالإجمالي القيمة الاضافية التي تحققها المحفظة الاستثمارية (بتال وآخرون، ٢٠١٦: ٥٠)، ويعتبر العائد على السهم ومكرر الربحية (السعر للعائد) من المؤشرات المهمة للمستثمرين المحليين والاجانب على السواء فالمستثمر يسعى بصفة عامة على تعظيم القيمة الصافية لحقوقه، ضمن حدود مقبولة من المخاطرة. وفي كثير من الاحيان، يقبل المستثمر معدلات مرتفعة من المخاطرة، إذا تم تعويض ذلك بمعدلات عوائد مجزية (عمار، ٢٠١٥: ١٣٦). وتتكون ايرادات الاستثمار في الاصول المالية من مكونين رئيسيين هما: (الانصاري وآخرون، ٢٠١٧: ١٣٧)

١-٢-٢. التوزيعات النقدية: هي التدفقات النقدية التي حققها المستثمر من الاستثمار في السهم او السند خلال فترة الاستثمار او الاحتفاظ وذلك في شكل توزيعات نقدية للسهم Dividends او كوبون Coupon كعائد سنوي او نصف سنوي دوري للسند.

٢-٢-٢. الارباح او الخسائر الرأسمالية: هي تغير سعر الاصل المالي خلال فترة زمنية معينة (مثلاً: الفرق بين سعر الشراء وسعر البيع)، ولكي يتم تقييم الاسهم تستخدم اساليب التدفقات النقدية المخصومة لتقدير القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية، وتسعى الشركات عملياً الى تعظيم القيمة من خلال الاستثمار في المشاريع ذات عوائد أعلى من تكلفة رأس المال. وان الصلة بين الأرباح الحالية والتدفقات النقدية المستقبلية ليست واضحة ويمكن للأرباح ان تعمل فقط كمؤشر او إشارة للحجم والتوقيت وعدم التأكد من التدفقات النقدية المستقبلية (wet, 2013: 266)، وتصنف العوامل التي تؤثر في عوائد أسهم الشركة في السوق الى: (kumar, 2017: 113)

❖ عوامل خارجية (الظروف الاقتصادية، البيئة السياسية، معدل الفائدة، معدل التضخم، تدفق المؤسسات الاستثمارية، الاحداث الدولية).

❖ عوامل داخلية (حجم حصة الشركة في السوق، العائد على ارباح استثمارات الشركة، معدل النمو). وعند تحليل عائد الاستثمار بالأوراق المالية ضرورة تمييز بين انواع عدة من المؤشرات التي تقيس العوائد والتي تستند الى تحليل البيانات التاريخية ومن هذه المؤشرات:

أ. مؤشر العائد المحاسبي على السهم: وهو مقياس دقيق لقياس ربحية الشركة وان ربحية السهم هي المحرك الرئيس لأسعار الأسهم، وهو ذلك الجزء من أرباح الشركة وصافي الضرائب وأرباح الأسهم الممتازة لكل سهم من الأسهم العادية، ويمثل دخل السهم في السنة الماضية، وهو يعبر عن الأداء الكلي للشركة المساهمة ويعكس مدى كفاءة الشركة في استخدام الأصول والموارد المتاحة وتحتسب كالآتي: (Islam et al., 2014: 97)

$$\text{ربح السهم (العادي) الواحد} = \frac{\text{الدخل الصافي}}{\text{عدد الأسهم (العادية)}}$$

وربحية السهم الواحد تمثل حصة السهم العادي الواحد من الأرباح المتحققة خلال مدة أعداد الأرباح، وتعد مقياس للأداء الكلي للشركة، كما هو الحال بالنسبة لنسب الربحية، وهي دليل للمقسوم النقدي المتوقع، وتعد أيضا أحد النماذج الرياضية لتقييم السهم (الحسناوي، ٢٠٠٨: ٢٨٦).

ب. مؤشر أجمالي العائد: هو النسبة المئوية التي تقيس نسبة التدفقات النقدية للورقة المالية خلال فترة معينة (فترة الاحتفاظ) الى سعر شراء الورقة المالية في بداية الفترة، ويتم استخدام إجمالي العائد عند تحليل الأداء السابق للشركة. وإن حساب العائد المستقبلي المتوقع يضع توقعات معقولة لاستثمارات المستثمرين ويساعد على التخطيط واتخاذ القرار الاستثماري وتحتسب كالآتي: (الأنصاري وآخرون، ٢٠١٧: ١٤٠-١٤٢)

$$\text{معدل أجمالي العائد} = \frac{\text{التغير في سعر الورقة المالية} + \text{التدفقات النقدية المحصلة خلال الفترة}}{\text{سعر شراء الورقة المالية}}$$

ج. مؤشر العائد المتحقق: يقيس هذا المؤشر العائد على الاستثمار في السهم معدل الدخل الذي يحققه المستثمر من توظيف أمواله في سهم عادي لمدة سنة (الحسناوي، ٢٠٠٨: ٢٨٧).

ويعرف بأنه العائد الفعلي الذي حققه المستثمر من الاستثمار في سهم او سند معين (الأنصاري وآخرون، ٢٠١٧: ١٣٧)، وان مؤشر العائد المتحقق يتكون من جزئين هما مقسوم الأرباح الدوري، والعائد الرأسمالي وبالرغم من ان مقدار المقسوم النقدي السنوي غير موكد الا انه يمكن توقعه الى حد ما.

وهذا يعني ان التقلبات في مقسوم الأرباح ليست عالية نسبيا بينما يتميز العائد الرأسمالي بتقلبات كبيرة لان مبلغ شراء او بيع السهم يتباين او يختلف من وقت لآخر الأمر الذي لا يمكن معه توقع العائد السنوي بشكل دقيق ويحتسب كالآتي: (William & Gordon, 1990: 421)

$$R_j = \frac{P_1 - P_0 + D_0}{P_0}$$

حيث أن:

R_j : معدل العائد المتحقق للسهم العادي.

D_0 : مقسوم الأرباح الدوري للسهم الواحد.

P_0 : سعر بيع السهم العادي في بداية المدة.

P_1 : سعر بيع السهم العادي في نهاية المدة.

وكذلك هناك طريقة أخرى في قياس العائد المتحقق تسمى بطريقة عوائد فترة الاحتفاظ وكالاتي: (Frank and Keith, 2002, 7)

معدل العائد المتحقق = (سعر السهم في نهاية الفترة / سعر السهم في بداية الفترة) - ١
ويستدل من ذلك ان العوائد التي تحققت في الفترات السابقة قد لا تتحقق في المستقبل، فعند شراء أسهم عادية قد يتوقع ارتفاع أسعارها، ولكن في نفس الوقت قد تتعرض للانخفاض.
د. مؤشر العائد المتوقع للسهم: العوائد المتوقعة تقيس اتجاه او ميل العوائد على الاستثمار، وهذا لا يعني بان تلك العوائد هي العوائد الممكنة فقط، وإنما هي أفضل خلاصة لقياس ما نتوقعه.
ويعرف العائد المتوقع على انه قيمة الوسط للتوزيعات الاحتمالية للعوائد من الاستثمار (النعيمي وآخرون، ٢٠١١: ١٥١)، وتعتبر طريقة الوسط الحسابي إحدى طرق قياس معدل العائد المتوقع للسهم وكالاتي: (العامري، ٢٠١٣: ٢٧٧)

$$\bar{R}_j = \sum_{i=1}^n R/n$$

حيث ان:

$\bar{R}_j$: معدل العائد المتوقع.

R: معدل العائد السنوي المتحقق:

N: عدد السنوات.

هـ. مؤشر العائد المطلوب: أطلق عليه عدة تسميات منها معدل الخصم وكلفة رأس المال وكلفة الفرصة البديلة ويمثل مؤشر العائد المطلوب الذي تخصم عنده عوائد التدفق النقدي المتوقعة وهو معدل العائد الذي يطلبه المستثمر للتعويض عن مستوى المخاطر لاستثمار معين والمخاطرة المقصودة هنا هي المخاطرة النظامية التي لا يمكن تجنبها بالتنوع (حسين وحافظ، ٢٠١١: ١٩٦)، وكلما ازدادت المخاطرة النظامية يزداد معها العائد المطلوب على الأموال المستثمرة في الموجودات الكلية للشركة ويحتسب كالاتي: (العامري، ٢٠١٣: ٢٧٩)

$$\beta \quad RR = R_f + (ER_m - R_f)$$

حيث أن:

RR: معدل العائد المطلوب.

R_f : معدل العائد الخالي من المخاطرة.

$(ER_m - R_f)$: علاوة مخاطرة السوق النظامية او سعر المخاطرة.

β : معدل المخاطرة النظامية.

ان تقدير هذا المؤشر يتطلب تحديد معدل العائد الخالي من المخاطرة ومعدل علاوة مخاطرة السوق المالية ومعامل المخاطرة النظامية للسهم العادي، ويقاس معدل العائد الخالي من المخاطرة بمعدل العائد على الاستثمارات الحكومية (جوانات الخزينة). (William & Gordon, 1990: 166)
اما معدل علاوة المخاطرة هو مقدار ما يدفعه المقترض تعويضاً عن المخاطرة التي يمكن ان تتحقق على رأس المال وتساوي العائد المطروح منه العائد الخالي من المخاطرة.

٢-٣. المخاطرة Risk: حدوث التغير والانحراف عن المتوقع (العنزي والدليمي، ٢٠١٥: ٥٦٩)، وتشير المخاطرة أيضاً الى حالة عدم التأكد من ان الاستثمار يحقق المعدل المتوقع من العائد عن تلك الاستثمارات، ولذلك فانه كلما اتسع مدى تذبذب العوائد المتوقعة أصبح الاستثمار أكثر مخاطرة (محمد واحمد، ٢٠١٣: ١٠٧).

وتعرف المخاطرة بانها امكانية حدوث خسارة مالية (Mehrrara et al., 2014: 29)، وتصنف الى ثلاث مستويات: (سلمان، ٢٠١٦: ٣٤٦)

٢-٣-١. حالة التأكد: هي الحالة التي تكون فيها نتائج القرار متطابقة مع توقعات صاحب القرار الاستثماري.

٢-٣-٢. حالة عدم التأكد: وفي هذه الحالة تكون النتائج المتوقعة من القرار متعددة بسبب تعدد الاحتمالات المصاحبة للقرار وهذا يرجع الى عدم توفر المعلومات الملائمة مما يستلزم وضع عدة احتمالات لذلك القرار.

٢-٣-٣. حالة المخاطرة: وهنا تكون نتائج القرار متعددة وفي نفس الوقت ممكنة الحدوث وبالتالي فان درجة تحقق واحدة من تلك النتائج تكون معقولة ولا سيما وأنها تعتمد على حجم معلومات أكبر من حالة عدم التأكد واقل منها في حالة التأكد.

ومن أسباب ظهور المخاطرة ما يأتي: (العلي، ٢٠١٠: ٢٠٧)، (Uddin and Alam, 2010: 3)

٢-٣-٣-١. نوع السلع والمنتجات: حيث يقبل المستثمرون على الاستثمار في المشروعات المجزية او شراء الاسهم الشركات ذات عوائد جيدة، وإذا ما تعرضت منتجات هذه الشركات الى المنافسة الحادة وبدأت تفقد تميزها فان حجم مبيعاتها وربحياتها ستراجع ويتبعه هبوط في قيمة هذه الشركات وأسعارها السوقية.

٢-٣-٣-٢. تقلبات سوقية عامة: يتعرض سوق اي سلعة او مشروع معين او سعر الورقة المالية الى مجموعة من التقلبات السريعة والمفاجئة تتسبب في حالة من الهبوط العام والسبب في ذلك قد يكون التقلبات الاقتصادية والسياسية.

٢-٣-٣-٣. تغير أسعار الفائدة: ان سعر الفائدة لديه علاقة سلبية مع سعر السهم ونمو سعر الفائدة له أيضا علاقة سلبية مع نمو سعر السهم، وان سعر الفائدة هو واحد من المتغيرات الاقتصادية الكلية المهمة، وتعتبر كلفة الأموال المقترضة. فاذا ارتفع سعر الفائدة المدفوعة من قبل المصارف للمودعين، فهذا يؤدي الى توجه المستثمر بتحويل رأس ماله من سوق الأسهم الى المصرف مما يؤدي الى زيادة مخاطر انخفاض سعر الأسهم.

٢-٣-٣-٤. التضخم: ويقصد به انخفاض القيمة الشرائية للنقد المتداول، وينعكس ذلك بارتفاع التكاليف وانخفاض هوامش الأرباح.

٢-٣-٣-٥. التغير في القوانين والتشريعات: ان استقرار الاقتصاد واستقرار القوانين يؤدي عموما الى استقرار الأسعار وعدم تعرضها الى مخاطر الانخفاض في حين يعتبر صدور عدد من القوانين لدعم الاستثمار عاملا محفزا مثل الإعفاءات الضريبية والكمركية وتشجيع الصادرات وبالتالي انخفاض مخاطر الاستثمار في حين ان صدور عدد من القوانين التي تحمل الشركة مزيد من التكاليف يزيد من تقلب ومخاطر الإيرادات مثل رفع الدعم عن قطاع اقتصادي معين وتثبيت أسعار بعض السلع وغيرها.

ان التقلبات في العوائد المستقبلية للورقة المالية يتكون من جزئين، الأول يعود الى عوامل خاصة بالشركة المصدرة للورقة وتسمى بالمخاطرة اللانظامية (المخاطرة الفريدة)، والجزء الثاني ينتج عن الظروف الاقتصادية العامة وتسمى بالمخاطرة النظامية (مخاطرة السوق).

وأصبحت المخاطرة النظامية هي الأكثر اهتماما في اتخاذ القرارات الاستثمارية للأوراق المالية في السوق كون ان هذه المخاطرة تؤثر على جميع الاستثمارات المالية المتداولة في السوق (Fred and Copeland, 1986: 433)، وهناك مقاييس عديدة تقيس المخاطرة وهي:

أ. معامل بيتا β : وهو مقياس يقيس الدرجة التي تستجيب بها عوائد ورقة مالية معينة للتغير في عوائد السوق (العلي، ٢٠١٠: ٣٢٢)، حيث تقاس المخاطرة النظامية للسهم العادي بمعامل بيتا (β) ويجب تحديد العلاقة بين العائد على الأصول والعائد في السوق، ويحسب معامل بيتا وفق الصيغة الآتية: (Mehrra et al., 2014: 30)

$$\beta = \frac{\text{Cov} (R_m, R_j)}{\text{VAR} (R_m)}$$

حيث أن:

β : معامل بيتا.

$\text{Cov} (R_m, R_j)$: التباين المشترك لعائد السهم مع عائد محفظة السوق المالية.

$\text{VAR} (R_m)$: تباين عوائد محفظة السوق المالية

وتعتمد قيمة معامل بيتا على: (الحساوي، ٢٠٠٨: ٢٩٠)

❖ التقلب في عائد السهم الفردي.

❖ التقلب في عائد السوق (وكلاهما يقاسان بالانحراف المعياري الخاص بهما).

❖ الارتباط بين العائد على السهم والعائد السوقي.

ب. الانحراف المعياري σ : يقيس الانحراف المعياري التشتت في القيم والاحتمالات لكل نتيجة ممكنة (النعيمي وآخرون، ٢٠١١: ١٥٥)، وكلما كان أقل كلما كان التوزيع الاحتمالي أضيق وكانت المخاطرة أقل، ويمكن القول أن الانحراف المعياري ما هو إلا الوسط الحسابي المرجح لانحرافات القيم الممكنة عن القيمة المتوقعة (برغام، ٢٠١٠: ٢٤٠-٢٤٢). فإذا كان لعائد السهم توزيع طبيعي فهذا يعني أن العائد الفعلي سيكون ضمن مجال انحراف معياري واحد على جانبي القيمة المتوقعة باحتمال 68.26%، وبالمثل حوالي 95.44% في حدود 2σ من المتوسط و 99.76% في حدود 3σ من المتوسط وتقاس على وفق المعادلة الآتية: (Senthilnathan, 2016: 70)

$$\sigma = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^n (CF_i - \bar{CF})^2}{n}}$$

حيث أن:

$\bar{CF}$: معدل العائد المتوقع للتدفقات النقدية.

CF_i : معدل العائد المتحقق.

N : عدد السنوات.

ج. معامل الاختلاف $C.V.$: وهو مقياس مالي يقيس حجم المخاطرة التي تتحملها كل وحدة واحدة من العائد المتوقع، ويقاس بقسمة الانحراف المعياري لأي استثمار أو مشروع على القيمة (العائد) المتوقع للمشروع، وأصبح هذا المقياس ضروري لكونه يأخذ بنظر الاعتبار مقياسي العائد والمخاطرة في أن واحد عند المفاضلة بين القرارات الاستثمارية، وتقاس على وفق المعادلة الآتية: (العلي، ٢٠١٠: ٢٠١٦)

$$C.V.(t) = \frac{\sigma_t}{CF_t}$$

حيث أن:

$C.V.(t)$: معامل الاختلاف.

σ_t : الانحراف المعياري لأي استثمار (المشروع).

CF_t : العائد المتوقع للمشروع.

ان معامل الاختلاف يستخدم عادة في تقييم المخاطرة في الاستثمارات الفردية في حين يستخدم الانحراف المعياري في مقارنة المخاطرة بين (مجموعات استثمار) تمثل كل مجموعة منها عدد من الاستثمارات المتنوعة وينظر لها كوحدة واحدة (الحسناوي، ٢٠٠٨: ٢٩٠). وان العائد على الاستثمار، والمخاطرة الاستثمار مفهومان مرتبطان لا يمكن تفسير أحدهما بمعزل عن الآخر، فالعائد على الاستثمار هو بمثابة المقابل الذي يتوقع المستثمر الحصول عليه في المستقبل مقابل الاموال التي يدفعها من اجل حيازة اداة الاستثمار (عادل، ٢٠١٤: ٢٠٠).

٢-٤. القيمة السوقية Market Value: وضع الفقهاء التقليديون أول تعريف للثمن في البورصة بأنه السعر الناتج للورقة المالية والمعلن أثناء انعقاد جلسة البورصة، وتم تسجيله في الجدول بعد الجلسة (سميرة، ٢٠١٠: ١٧٩)، وتعد القيمة السوقية من المؤشرات المهمة في قياس قيمة الشركة وكفاءة السوق، وتعرف بأنها مجموع الأسهم المدرجة للشركات في السوق بمتوسط أسعارها في نهاية المدة الزمنية (8: 1995, Ross)، وكذلك هي قيمة السهم في السوق. الذي يباع ويشترى به الأصل المالي في السوق او السعر الجاري للورقة، وتتغير هذه القيمة من فترة الى أخرى حسب عوامل العرض والطلب وتتأثر القيمة السوقية بعدد منى العوامل (خضير، ٢٠١٥: ٤٤)، وتتأثر القيمة السوقية للأسهم بعدة العوامل وهي: (حسن، ٢٠٠٥: ٩٤)

- التنبؤات الخاصة بربحية السهم.

- توقيت تدفق الأرباح للسهم.

- درجة الخطر واحتمال تحقق الأرباح المتوقعة.

- هيكل التمويل.

- سياسة مقسوم الأرباح.

وتحتسب القيمة السوقية للسهم وفق الصيغة الآتية: (الغصين، ٢٠٠٤: ٥٢)

القيمة السوقية = عدد الأسهم المتداولة × سعر الاقفال

٢-٥. نموذج الانحدار التجميعي (Pooled Regression Model: PM)

ان التطور السريع في احتساب انحدار البيانات ساعد على ظهور نماذج عديدة تعرف بالسلاسل الزمنية المقطعية (البانل) Panel Model، التي تجمع بين البيانات المقطعية والسلاسل الزمنية (4: 2013, Czekaj, Henningsen) ويقصد بنموذج البانل بانه المشاهدات المقطعية المرصودة عبر فترة زمنية معينة، أي دمج البيانات المقطعية مع الزمنية في آن واحد. واستطاعت نماذج البانل كنموذج الانحدار التجميعي (PM) اهتمام كبير خاصة في الدراسات التي تأخذ الطابع الاقتصادي والمالي لأنها تأخذ بنظر الاعتبار أثر تغير الزمن وأثر تغير الاختلاف بين الوحدات المقطعية على حد سواء (الصبيحي وآخرون، ٢٠١٨: ١٢). ويفترض في هذا النموذج تحقيق ما يلي: (عبد الله، فرحان، ٢٠١٨: ٤٣٥)

٢-٥-١. ثبات تجانس تباين حدود الخطأ العشوائي بين المقاطع العرضية.

٢-٥-٢. القيمة المتوقعة لحد الخطأ العشوائي يجب ان تساوي الصفر.

٢-٥-٣. عدم الارتباط الذاتي بين حدود الخطأ العشوائي بمعنى ان التغيرات يجب ان يساوي الصفر.

٢-٥-٤. ثبات معاملات الحد الثابت ومعاملات ميل خط الانحدار لكل المقاطع العرضية عبر الزمن وتصاغ معادلة الانحدار للنموذج التجميعي على الشكل الآتي:

$$y_{it} = \alpha + X_{it}\beta + \varepsilon_{it}$$

حيث ان:

i: تمثل المقاطع العرضية.

t: تمثل الزمن وتأخذ القيم من ١ الى عدد الفترات الزمنية.

α : قيمة الحد الثابت.

β : قيمة معاملات الانحدار.

x_{it} : قيمة المتغير المستقل للمقطع i للفترة الزمنية t.

ε_{it} : تمثل الخطأ العشوائي.

٣. مناقشة نتائج التحليل التطبيقي (Discussion of Empirical Results):

يتناول هذا الجانب من البحث نتائج الاختبار التحليلي ومناقشتها حول العائد الذي تحققه أسهم العادية لشركات القطاع المصرفي المدرج في سوق العراق للأوراق المالية للفترة ٢٠١٠-٢٠١٨ ومدى المخاطرة اللاموقية التي تواجهها وأثرهما على القيمة السوقية للأسهم. ولتحقيق ذلك تم استخدام برنامج (SPSS) ونموذج الانحدار التجميعي (PM) لإيجاد أثر بين المتغيرات المستقلة (العائد والمخاطرة اللاموقية) والمتغير التابع (القيمة السوقية)، وسوف نعرض البيانات الخاصة بالعوائد المتحققة لشركات القطاع المصرفي والمخاطرة اللاموقية التي تواجهها في الجدول (١) وكما يلي:

الجدول (١): نتائج تحليل العائد المتحقق والمخاطرة اللاموقية لأسهم المصارف المبحوثة

السنة	٢٠١٠	٢٠١١	٢٠١٢	٢٠١٣	٢٠١٤	٢٠١٥	٢٠١٦	٢٠١٧	٢٠١٨	مجموع العوائد المتحققة	مجموع الانحراف المعياري
الشمال للتمويل	0.250	0.204	0.271	0.150	0.062	0.752	0.538	0.667	0.450	3.34	0.651
الموصل	0.204	0.140	0.080	0.192	0.009	0.658	0.016	0.014	0.50	1.81	0.535
المتحد	0.220	0.220	0.210	0.100	0.072	0.066	0.004	0.258	0.609	1.76	0.382
الاتحاد	0.146	0.064	0.179	0.283	0.057	0.258	0.420	0.257	0.010	1.69	0.342
الخليج التجاري	0.108	0.110	0.300	0.190	0.120	0.033	0.020	0.133	0.513	1.53	0.350
الشرق الأوسط	0.131	0.186	0.162	0.139	0.014	0.022	0.047	0.186	0.629	1.52	0.344
بغداد	0.137	0.190	0.140	0.130	0.111	0.023	0.081	0.024	0.525	1.36	0.291
الانتمان	0.082	0.157	0.229	0.077	0.054	0.050	0.020	0.093	0.412	1.17	0.287
كوردستان	0.091	0.160	0.113	0.121	0.095	0.106	0.118	0.104	0.141	1.05	0.052
الاستثمار العراقي	0.119	0.099	0.014	0.173	0.116	0.070	0.041	0.016	0.333	0.98	0.216
أشور الدولي	0.109	0.119	0.111	0.080	0.039	0.043	0.059	0.054	0.233	0.85	0.138
التجاري العراقي	0.221	0.072	0.132	0.159	0.037	0.033	0.030	0.040	0.041	0.77	0.182
المنصور	0.049	0.079	0.049	0.100	0.068	0.079	0.058	0.059	0.203	0.74	0.098
العراقي الإسلامي	0.002	0.115	0.148	0.137	0.027	0.032	0.028	0.028	0.20	0.72	0.199
الأهلي العراقي	0.023	0.020	0.150	0.090	0.030	0.010	0.094	0.012	0.277	0.71	0.210
بابل	0.089	0.048	0.050	0.024	0.027	0.015	0.029	0.009	0.367	0.66	0.219
سومر التجاري	0.003	0.008	0.007	0.008	0.014	0.150	0.053	0.002	0.010	0.26	0.103
المجموع	1.984	1.991	2.345	2.153	0.952	2.4	1.656	1.974	5.453	20.92	4.599
المتوسط	0.116706	0.117118	0.137941	0.126647	0.056	0.141176	0.097412	0.116118	0.320765	1.230588	0.270529

المصدر: اعداد الباحثين بالاعتماد على التقارير المالية للمصارف عينة البحث.

٣-١. نتائج تحليل العائد والمخاطرة اللاموقية:

يوضح الجدول (١) والذي تم ترتيبه حسب أفضل عائد متحقق الى أدنى عائد، نتائج معدل العائد المتحقق السنوي لأسهم شركات القطاع المصرفي المدرج في السوق العراق الأوراق المالية خلال الفترة ٢٠١٠-٢٠١٨ والذي يمثل المعدل الفعلي للنتائج عن الاستثمار بالأسهم العادية، وقد جرى الاعتماد في حساب معدل العائد المتحقق على المعادلة الآتية:

معدل العائد المتحقق = (سعر السهم في نهاية الفترة / سعر السهم في بداية السهم) - ١

حيث يبين ان أعلى معدل عائد متحقق تحقق للمصارف (الشمال للتمويل، الموصل، المتحد، الاتحاد، الخليج التجاري، الشرق الأوسط، بغداد، الائتمان، كردستان، الاستثمار العراقي، آشور الدولي، التجاري العراقي، المنصور، العراقي الإسلامي، الأهلي العراقي، بابل، سومر التجاري) وعلى التوالي (٣,٣٤، ١,٨١، ١,٧٦، ١,٦٩، ١,٥٣، ١,٥٢، ١,٣٦، ١,١٧، ١,٠٥، ٠,٩٨، ٠,٨٥، ٠,٧٧، ٠,٧٤، ٠,٧٢، ٠,٧١، ٠,٦٦، ٠,٢٦)، وهذا التحليل يساعد المستثمر على اختيار الأسهم التي تحقق أفضل العوائد، ولكن عند المفاضلة بين الاسهم سوف تتغير عندما يصار الى إدخال المخاطرة الى جانب العائد، لان التقلبات في العائد الذي يحصل عليه المستثمر في المستقبل، يمثل درجة المخاطرة والتي تحدد قيمة الورقة المالية، فكلما زاد التشتت في العائد عن القيمة المتوقعة يزيد من المخاطر الناتجة عند اتخاذ القرار الاستثماري. وتم استخراج المخاطرة اللاسوقية باستخدام الانحراف المعياري.

$$\sigma = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^n (\overline{CF} - CF_i)^2}{n}}$$

وعند الرجوع الى الجدول أعلاه فان نتائج المخاطرة اللاسوفية (الانحراف المعياري) للأسهم كانت كالآتي (الشمال للتمويل، الموصل، المتحد، الخليج التجاري، الشرق الأوسط، الاتحاد، بغداد، الائتمان، بابل، الاستثمار العراقي، الاهلي العراقي، العراقي الإسلامي، التجاري العراقي، اشور الدولي، سومر التجاري، المنصور، كردستان) وعلى التوالي (٠,٣٨٢، ٠,٥٣٥، ٠,٦٥١)، (٠,١٨٢، ٠,١٩٩، ٠,٢١٠، ٠,٢١٦، ٠,٢١٩، ٠,٢٨٧، ٠,٢٩١، ٠,٣٤٢، ٠,٣٤٤، ٠,٣٥٠، ٠,١٣٨، ٠,١٠٣، ٠,٠٩٨، ٠,٠٥٢)، نستنتج من ذلك ان أفضل استثمار يكون في أسهم مصرف كردستان وذلك لأنه يحقق عائد بنسبة (١,٠٥) بأقل مخاطرة والبالغة (٠,٠٥٢) ثم مصرف المنصور بنسبة عائد متحقق (٠,٧٤) ومخاطرة منخفضة والبالغة (٠,٠٩٨). وينطبق نفس التحليل على باقي الأسهم، وهذا يساعد على اختيار الأسهم التي سوف يتم استثمار الأموال فيها من قبل المستثمر في القطاع المصرفي.

٢-٣. نتائج تحليل المتغيرات المستقلة والمتغير التابع:

اعتمد الباحثون في استخراج النتائج على أرقام العائد على السهم والمخاطرة اللاموقية لشركات القطاع المصرفي كمتغيرات مستقلة والقيمة السوقية كمتغير تابع كما يوضحه الجدول (٢).

الجدول (٢): متوسطات القيمة السوقية وعائد السهم العادي والانحراف المعياري السنوية لمتغيرات البحث

الانحراف المعياري لعائد السهم	عائد السهم	القيمة السوقية بالآلاف/دينار	السنة
0.01555518	0.116705882	661737	2010
0.015705	0.117117647	2436662	2011
0.018158	0.137941176	617290	2012
0.017784	0.126647059	1233073	2013
0.028787	0.056	653383	2014
0.041181	0.141176471	862451	2015
0.032155	0.097411765	877690	2016
0.026131	0.116117647	1074957	2017
0.075096882	0.320764706	999647	2018

المصدر: إعداد الباحثين باعتماد كشوف المصارف المنشورة في سوق العراق للأوراق المالية. يوضح الجدول (٢) متوسطات القيمة السوقية وعائد السهم العادي لشركات القطاع المصرفي المدرج في سوق العراق للأوراق المالية ومتوسط المخاطرة اللاموقية التي تواجهها، ان أعلى متوسط حسابي للقيمة السوقية كانت في سنة ٢٠١١ حيث بلغ (٢٤٣٦٦٦٢)، وأدنى متوسط حسابي كان في سنة ٢٠١٢ وبلغ (٦١٧٢٩٠). اما عائد السهم فكان أكبر متوسط حسابي في سنة ٢٠١٨ بلغ (٠,٣٢٠٧٦٤٧٠٦) بينما أدنى متوسط حسابي كان في سنة ٢٠١٤ وبلغ (٠,٠٥٦)، كذلك نلاحظ ان سنة ٢٠١٨ كانت المخاطرة اللاموقية (الانحراف المعياري) هي الأعلى بنسبة (٠,٠٧٥٠٩٦٨٨٢) بينما أدنى انحراف معياري كان في سنة ٢٠١٠ وبلغ (٠,٠١٥٥٥٥١٨).

٣-٣. نتائج أثر العائد والمخاطرة اللاموقية على القيمة السوقية للأسهم. لإيجاد بيان أثر المتغيرات المستقلة على التابع استخدم نموذج الانحدار التجميعي (PM) والذي يقدر معاملات المتغيرات لكل الشركات خلال الفترة الزمنية المطلوبة وكما يظهر في الجدول (٣). الجدول (٣): تحليل الأثر بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع

Dependent Variable: Y Method: Panel EGLS (Period SUR) Date: 10/24/19 Time: 19:03 Sample: 2010 2018 Periods included: 9 Cross-sections included: 18 Total panel (unbalanced) observations: 153 Linear estimation after one-step weighting matrix Period weights (PCSE) standard errors & covariance (d.f. corrected)				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.109410	0.002535	43.15284	0.0000
X1	-0.017235	0.008015	-2.150334	0.0331
X2	0.017530	0.007960	2.202337	0.0292
Weighted Statistics				
R-squared	0.040364	Mean dependent var	4.901692	
Adjusted R-squared	0.027569	S.D. dependent var	8.776155	
S.E. of regression	0.975654	Sum squared resid	142.7850	
F-statistic	3.154655	Durbin-Watson stat	2.092229	
Prob(F-statistic)	0.045497			
Unweighted Statistics				
R-squared	0.004429	Mean dependent var	0.111111	
Sum squared resid	2.047929	Durbin-Watson stat	2.124976	

المصدر: مخرجات ونتائج برنامج (Eviews) الإصدار التاسع.

تظهر نتائج الجدول (٣) الآتي:

٣-٣-١. ان متغير العائد على السهم له تأثير عكسي على القيمة السوقية لأسهم الشركات القطاع المصرفي المدرج في سوق العراق للأوراق المالية خلال الفترة ٢٠١٠-٢٠١٨، اذ ان زيادة العائد بمقدار (١) يؤدي الى انخفاض في القيمة السوقية بمقدار (٠,٠١٧)، علما ان معلمة العائد معنوية عند مستوى اقل من (٠,٠٥). وقد يرجع هذا الشيء الى التغير في القيمة السوقية بين فترة وأخرى نتيجة العرض والطلب على الأسهم والتي تؤثر في قيمة السهم السوقي وكذلك التنبؤات التي يتنبأ بها المستثمر في ربحية السهم مما ينعكس على حجم العوائد المتحققة.

٣-٣-٢. كما تظهر النتائج ان معلمة المخاطرة اللاسوقية لها تأثير طردي على القيمة السوقية للأسهم الشركات القطاع المصرفي المدرج في سوق العراق للأوراق المالية خلال الفترة ٢٠١٠-٢٠١٨، اذ ان زيادة المخاطرة بمقدار (١) يؤدي الى زيادة القيمة السوقية بمقدار (٠,١٧)، وأيضا ان المعلمة معنوية (إحصائية) عند مستوى معنوية اقل من (٠,٠٥).

٣-٣-٣. اختبار (t) يظهر معنوية كل معلمة للعائد والمخاطرة اللاسوقية، فالعائد يؤثر بشكل معنوي في القيمة السوقية عند مستوى اقل من (٠,٠٥)، بينما المخاطرة اللاسوقية تؤثر بشكل معنوي في القيمة السوقية عند مستوى اقل من (٠,٠٥)، والمعادلة أيضا معنوية عند مستوى اختبار Prob(F-statistic) والبالغة (٠,٠٤٥) وهي اقل من مستوى (٠,٠٥).

٤. الاستنتاجات والتوصيات:

٤-١. الاستنتاجات:

١. يبين التحليل بان مقياس العائد او المخاطرة كل على حدة غير كافي من اجل المفاضلة بين الأسهم العادية بل عن طريقهما معا.
٢. ارتفاع عوائد أسهم بعض المصارف وهذا قد يدل على مدى اهتمام الإدارة في هذه المصارف على تحسين أدائها وجودة عملياتها وارتفاع معدلات توزيع الأرباح التي يقدمها المصرف للمساهمين والمستثمرين مما ينعكس بشكل ايجابي على قيمة أسهمها في السوق.
٣. ارتفاع المخاطرة اللاسوقية لبعض أسهم المصارف وفي هذه الحالة يستطيع المستثمر تخفيض هذه المخاطرة بالتنوع في الموجودات المالية، وقد يعزى هذا الارتفاع الى التغير في موجودات المصرف وارتفاع المنافسة بين المصارف.
٤. وجود تأثير عكسي بين العائد والقيمة السوقية لأسهم الشركات القطاع المصرفي في سوق العراق للأوراق المالية خلال الفترة ٢٠١٠-٢٠١٨، مما يعني رفض الفرضية الأولى التي تنص (هناك تأثير معنوي ذو دلالة إحصائية بين المتغير المستقل "العائد" والمتغير التابع "القيمة السوقية" للأسهم الشركات القطاع المصرفي المدرج في سوق العراق للأوراق المالية) وقبول بفرضية العدم.
٥. أظهرت نتائج النموذج وجود تأثير طردي للمخاطرة اللاسوقية كمتغير مستقل على القيمة السوقية كمتغير تابع، مما يعني قبول الفرضية الثانية التي تنص (هناك تأثير معنوي ذو دلالة إحصائية بين المتغير المستقل "المخاطرة اللاسوقية" والمتغير التابع "القيمة السوقية" للأسهم الشركات القطاع المصرفي المدرج في سوق العراق للأوراق المالية).

٤-٢. التوصيات:

١. قيام السوق المالي بإقامة دورات تدريبية في مجال الاستثمار وذلك من اجل تحسين كفاءة المستثمرين في توظيف أموالهم وتعزيز وعيهم الاستثماري.

٢. اهتمام إدارة السوق بشكل عام وإدارة المصارف بشكل خاص بأهمية إدارة المخاطر وذلك من أجل الاحتراز من المخاطر التي قد تظهر في المستقبل مما ينعكس سلباً على عمل السوق وأدائه وكذلك المصارف.
٣. نشر التقارير المالية الخاصة بالشركات المدرجة في السوق المالي والتي تتعلق بتوقعات الأرباح المستقبلية من أجل مساعدة المستثمرين في اتخاذ القرارات الاستثمارية الصحيحة.
٤. اعتماد إدارة الشركات في القطاع المصرفي وخاصة المصارف ذات العوائد المنخفضة على استراتيجيات تحسن من قدراتها الإنتاجية وذلك لتعظيم قيمة أسهمها في السوق وتجنب المخاطر.
٥. يجب على المستثمر قبل اتخاذ قراره الاستثماري تحديد الهدف من استثماره ودرجة تحمله للمخاطرة التي قد ترافق استثماره.

المصادر

المصادر العربية:

أولاً. الكتب:

١. الأنصاري، أسامة عبد الخالق، الصادي، حسن منير، محمد، احمد البدر، إبراهيم، عفاف عويس، عبد الرحمن، ابتهاج مصطفى، علام، بهاء الدين سمير، محمد، سارة صبحي، (٢٠١٧)، التمويل والإدارة المالية، سلسلة مراجع التمويل والاستثمار، كلية التجارة، القاهرة.
٢. العلي، اسعد حميد، (٢٠١٠)، الإدارة المالية الأسس العلمية والتطبيقية، ط ١، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان.
٣. الغصين، هلا بسام عبد الله، (٢٠٠٤)، استخدام النسب المالية للتنبؤ بتعثرات الشركات، رسالة ماجستير كلية التجارة، جامعة غزة، فلسطين.
٤. برغام، اجين، (٢٠١٠)، الإدارة المالية مفاهيم أساسية تقييم الأدوات المالية، ترجمة محمود فتوح، محمد عبد الكريم، عمر عبد الكريم، ط ١، الناشر شعاع للنشر والعلوم.
٥. العامري، محمد علي إبراهيم، (٢٠١٣)، الإدارة المالية الحديثة، ط ١، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان.
٦. النعيمي، عدنان تايه، الساقى، سعدون مهدي، سلام، أسامة عزمي، موسى، شقيري نوري، (٢٠١١)، الإدارة المالية النظرية والتطبيق، ط ٤، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان.
٧. طالب، علاء فرحان، الغزالي، فاضل راضي، (٢٠٠٩)، ادارة التحديات الاستراتيجية في البنوك، ط ١، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان.

ثانياً. البحوث والرسائل:

١. الحسنوي، سالم صلال راهي، (٢٠٠٨)، أثر بعض مفاهيم الدخل في متوسط العائد على السهم ومدى تقلبه: دراسة تطبيقية في عينة من المصارف الأردنية المدرجة في بورصة عمان للأوراق المالية، مجلة القادسية للعلوم الادارية والاقتصادية، المجلد ١، العدد ١، جامعة القادسية.
٢. الصبيحي، فائز هليل، المولى، إبراهيم فضل، بتال، احمد حسين، (٢٠١٨)، قياس وتحليل أثر المؤشرات المالية على الكفاءة المصرفية لعينة من المصارف العراقية الخاصة بالمدة ٢٠١١-٢٠١٥، مجلة جامعة الانبار للعلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد ١٠، العدد ٢٢.
٣. العنزي، سعد علي حمود، الدليمي، عراك عبود عمير، (٢٠١٥)، تأثير إدارة المخاطر وفوائدها في المنظمات: مدخل نظري تحليلي، مجلة جامعة الانبار للعلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد ٧، العدد ١٣، جامعة الانبار.

٤. بتال، احمد حسين، علي، وسام حسين، سريح، فائز هليل، (٢٠١٦)، تحديد المحفظة الاستثمارية المثلى لسوق دبي المالي في ظل سياسة التنويع، مجلة الجامعة الإسلامية للدراسات الاقتصادية والإدارية، المجلد ٢٤، العدد ٣، مصر.
٥. برحايلى، أحلام، عياش، زوبيير، (٢٠١٧)، أثر العائد والمخاطرة على الاستثمار في الأوراق المالية دراسة حالة: سوق الأسهم السعودي خلال الفترة ٢٠١٢-٢٠١٦، بحث منشور في مديرية النشر الجامعي، العدد ٢٠، الجزائر.
٦. حسن، عبدالله كاظم، (٢٠٠٥)، استخدام نموذج (Benzion & Yagil) في تقييم الاسهم دراسة تطبيقية في سوق بغداد الاوراق المالية، مجلة القادسية للعلوم الادارية والاقتصادية، المجلد ٧، العدد ١.
٧. حسين، حسين وليد، حافظ، عبد الناصر علك، (٢٠١١)، استخدام أسعار الأسهم العادية في قياس كفاءة الإدارة المالية في عينة من الشركات العراقية، مجلة دراسات محاسبية ومالية، مجلد ٦، العدد ١٧، المعهد العالي للدراسات المحاسبية والمالية، جامعة بغداد.
٨. خضير، عقبة، (٢٠١٥)، أثر الاستثمار الأجنبي غير المباشر على أداء سوق الاوراق المالية/ دراسة حالة سوق الدوحة-قطر-للأوراق المالية (٢٠٠٨-٢٠١٣)، اطروحة منشورة، جامعة محمد خيضر بسكرة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير.
٩. سلمان، مهند عبد الرحمن، (٢٠١٦)، تحليل ومناقشة العائد والمخاطرة في ظل قرار التوليفة المثلى للمنتجات، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، العدد ٤٨.
١٠. سميرة، لطرش، (٢٠١٠)، كفاءة سوق راس المال وأثرها على القيمة السوقية للسهم/دراسة حالة مجموعة من أسواق رأس المال العربية أطروحة منشورة، جامعة منتوري، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير.
١١. عبد الله، مرتضى منصور، فرحان، عقيل حميد، (٢٠١٨)، تقييم وتحليل دالة الإنتاج المقطعية عبر الزمن لبعض الأنشطة الصناعية الكبيرة في العراق، المجلة العلمية لجامعة جيهان-السليمانية، المجلد ١، العدد ٣.
١٢. عادل، سلماني، (٢٠١٤)، دراسة العلاقة بين العائد والمخاطرة على ادوات الاستثمار في سوق راس المال الإسلامي-دراسة حالة ماليزيا، رسالة ماجستير، جامعة محمد خيضر-بسكرة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير.
١٣. عمار، صايفي، (٢٠١٥)، محددات الاستثمار المحفطي في السوق المالية السعودية، بحوث اقتصادية عربية، العدد ٧١، الجزائر.
١٤. محمد، أياد طاهر، احمد، صلاح حسن (٢٠١٣)، الاستثمار الأجنبي غير المباشر وانعكاسه على تداول الأسهم العادية-دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة، العدد خاص بمؤتمر الكلية.

المصادر الاجنبية:

1. Haim, Levy & Marshall, Sarnat, (1990), Capital Investment & Financial Decisions, 4th, ed, N.Y., Prentice hall.
2. Uddin, Md. Gazi Salah & Alam, Md. Mahmudul, (2010), the Impacts of Interest Rate on Stock Market: Empirical Evidence from Dhaka Stock Exchange, South Asian Journal of Management Scienees, Vol. 4. Pakistan.

3. Kumar, Dr. Pankaj, (2017), Impact of Earning per Share & Price Earnings Ratio on Market Price of Share: A Study on Auto Sector in India, International Journal of Research- Granthaalayah, Vol. 5, February, India.
4. Wet, Jhuh De, (2013), Earnings Per Share As A Measure of Financial Performance: Does It Obscure More Than It Reveals? Corporate Ownership & Control/Volume 10, Issue 4, Continued-2, South Africa.
5. Islam, Md Rashidul, Choudhury, Tonmoy Toufic, Khan, Tahsan Rahman, & Adnan, Ashique Mahmood, (2014), How Earning Per Share (EPS) Effects on Share Price & Firm Value, European Journal of Business & Management ,Vo 16, No 17.
6. Mehrara, Mohsen, Falahati, Zabihallah, & Zahiri, Nazi Heydari (2014) The Relationship Between Systematic Risk & Stock Returns in Tehran Stock Exchange Using The Capital Asset Pricing Model (CAPM), International Letters of Social and Humanistic Sciences Vol. 21.
7. William, Sharpe F, & Alexander, Gordon J., (1990), Investments, 4th, ed, U.S.A, Prentice, Hall, INC.
8. Fred, J Weston, & Copeland, E Thomas, (1986), Managerial Finance, 8th, ed, Chicago, The Dryden Press.
9. Frank, R. & Keith, C., (2002), Investment analysis and Portfolio Management, 7th, ed, New York: South Western Inc.
10. Senthilnathan, Samithamby, (2016), Risk, Return & Portfolio Theory-A Contextual Note, International Journal of Science and Research, Volume 5 Issue 10, October.
11. Aliu, Florin, Pavelkova, Drahomira and Dehning, Bruce, (2017), Portfolio risk-return analysis: The case of the automotive industry in the Czech Republic, Journal of International Studies, 10 (4), 72-83.
12. Chiang, Thomas C. & Zhang, Yuanqing, (2018), An Empirical Investigation of Risk-Return Relations in Chinese Equity Markets: Evidence from Aggregate and Sectoral Data, Int. J. Financial Stud. 6, 35.
13. Kandel, Laxman Raj, (2018), Risk and Return Analysis of Commercial Banks of Nepal (with reference to NABIL and NIBL), A Journal of Management.
14. Ross, Joel E, (1995), Total Quality Management Text cases and Readings, stilucie Press, U.S.A.
15. Czekaj, Tomasz, Henningsen, Arne, (2013), Panel Data Specifications in non-parametric Kernel Regression: An Application to Production Functions, Department of Food and Resource Economics University of Copenhagen.