

العلاقة بين مؤشرات الأداء المالي والمخاطرة النظامية دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية

علاء عبدالحسين صالح الساعدي وعلي ماجد هادي*

الملخص

هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على العلاقة بين المؤشرات المالية والمخاطرة النظامية، للتعرف على مدى استفادة المستثمرين والمتعاملين والجهات ذات العلاقة في سوق العراق للأوراق المالية من المعلومات المالية التي تعكسها المؤشرات المالية وعلاقتها بالمخاطرة النظامية. لقد غطت مدة الدراسة المدة الزمنية لعامي 2010 و2011 حيث بلغت عينة الدراسة (73) شركة مدرجة في سوق العراق للأوراق المالية حيث تم قياس الأداء المالي باستخدام خمسة مؤشرات مالية وكذلك احتساب المخاطرة النظامية بموجب نموذج السوق. وقد توصلت الدراسة لعدد من النتائج المهمة أبرزها وجود علاقة سلبية بين معدل العائد على حقوق الملكية والمخاطرة النظامية لأسهم جميع الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، وكذلك توجد علاقة موجبة بين معدل دوران الموجودات والمخاطرة النظامية وتوجد علاقة سلبية بين نسبة المديونية والمخاطرة النظامية لأسهم شركات التأمين والاستثمار والخدمات والفنادق والزراعة.

الكلمات الدالة: المؤشرات المالية، المخاطرة النظامية، سوق العراق للأوراق المالية.

المقدمة

تعد المؤشرات المالية من أهم الأدوات في قياس أداء الشركات خلال فترة معينة من خلال مقارنة المؤشرات المالية للمنشأة مع المؤشرات المالية للشركات المنافسة التي تمثل البيئة القطاعية لها. كما تعتبر أداة يعتمد عليها الأطراف الأخرى من ملاك ومقرضون ومستثمرين في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية، وتعتبر المؤشرات المالية من أدوات الرقابة التي تمارسها الشركة لقياس جوانب أداء المنشأة وكشف مواطن القوة والضعف ومعالجة المشاكل التي تظهر في عملية التقييم، وإن المؤشرات المالية كثيرة ومتنوعة وقد صنفت ضمن مجموعات يركز جوهرها على الربحية والتي توضح قدرة الشركة على توليد الأرباح من المبيعات والموجودات وحقوق الملكية، ومؤشرات السيولة والتي توضح قدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها المالية، ومؤشرات الرافعة المالية والتي توضح مدى استخدام الشركة للمديونية في هيكلها المالي، ومؤشرات الكفاءة والتي تعكس كفاءة الشركة في استخدام موجوداتها لتوليد المبيعات، ومؤشرات السوق والتي تبين قيمة الشركة في أنظار

المستثمرين.

لذلك تعتبر المؤشرات المالية أداة يستدل بها في اتخاذ القرارات الرشيدة ومن بين تلك القرارات تلك التي تتعلق بالاستثمار في الأسهم من خلال ما توفره من بيانات ومعلومات تساعد على استقراء الاتجاهات المستقبلية للمنشأة ومدى قدرتها على الاستمرار في تحقيق الأرباح وقابليتها على تسديد التزاماتها المالية، ويمكن أن يتحسن قرار الاستثمار بشأن الاستثمار في أسهم شركة ما عندما يتم الركون إلى مجموعة مؤشرات تعطي نتائج أفضل للحكم على أداء الشركة. من جانب آخر فإن المخاطرة في الاستثمار أصبحت معياراً لا يمكن تجاهله ويتم الرجوع إليه عند توظيف الأموال بالأوراق المالية نظراً لما للمخاطرة من دور في تحديد سعر الورقة المالية ومعدل العائد المطلوب.

إن المخاطرة التي يتعرض لها أي استثمار يمكن تقسيمها إلى قسمين فهناك مخاطرة تصيب الأسهم كافة في السوق المالية وهي ما يطلق عليها بالمخاطرة النظامية Systematic Risk، وتستخدم بيتا (β) كمقياس لهذا النوع من المخاطرة، وهناك مخاطرة تصيب أسهم شركة معينة أو قطاع معين دون الآخر وهي ما يطلق عليها بالمخاطرة غير النظامية Unsystematic Risk (Brigham et al, 1999).

إن المخاطرة النظامية تتبع من مصادر مثل مخاطرة سعر

* قسم المحاسبة، كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة البصرة، العراق. تاريخ استلام البحث 2015/03/06، وتاريخ قبوله 2015/08/08.

حسن استغلال الموارد لتحقيق الأهداف المحددة بالكفاءة والفاعلية المطلوبة.

ويحتوي الأدب المالي والمحاسبي على خمس مجموعات رئيسية للمؤشرات المالية وهي (Maynard, 2013):-

1. **نسب الربحية:** وتتألف من عدد من النسب أهمها نسبة العائد على الموجودات ونسبة صافي الربح إلى المبيعات ونسبة العائد على حقوق الملكية.

2. **نسب السيولة:** وتتألف من عدد من النسب أهمها نسبة السيولة ونسبة السيولة السريعة ونسبة النقدية.

3. **نسب الرافعة (المديونية):** وتتألف من عدد من النسب أهمها نسبة المديونية ونسبة الديون إلى حقوق الملكية ونسبة الديون الطويلة الأجل إلى الموجودات الثابتة ونسبة حقوق الملكية إلى الموجودات الثابتة.

4. **نسب النشاط:** وتتألف من عدد من النسب أهمها معدل دوران المخزون ومعدل فترة التخزين ودوران الحسابات المدينة ومتوسط فترة التحصيل ومتوسط فترة التخزين ومعدل دوران الموجودات ومعدل دوران الموجودات المتداولة ومعدل دوران الموجودات الثابتة.

5. **نسب السوق:** وتتألف من عدد من النسب أهمها نسبة سعر السهم إلى عائدته ونسبة توزيعات الأرباح ونسبة ربحية السهم العادي ونسبة القيمة السوقية إلى القيمة الدفترية للسهم.

مفهوم المخاطرة وأنواعها:

مفهوم المخاطرة:

للمخاطرة تعريفات متعددة تعكس وجهات نظر الباحثين المختلفة حول هذا المفهوم، فهناك عدة مداخل لفهم ماهية المخاطرة إذ يختلف المفهوم حسب المدخل فمثلاً نجد أن المخاطرة تم تعريفها حسب علاقتها بالعائد أو علاقتها بالجانب القانوني أو بالجانب المالي أو بالتدفق النقدي.

فهناك تعريف للمخاطرة تركز على العائد ومن هذه التعريفات: هي احتمال تحقيق مردود أقل من المردود المتوقع، فكلما زاد احتمال تحقيق مردود واطئ أو سالب (خسارة) كلما ارتفعت المخاطرة (الشماع، 1992، ص 405). أما

(Gangadhar & Babu, 2003,P: 3) فقد عرّف المخاطرة بأنها احتمال عدم تحقق المكاسب المتوقعة أو الربح أو العائد أي أن العوائد الفعلية من الاستثمار تكون أقل من العوائد المتوقعة، وكلما ازداد التباين أو التشتت في العوائد المتوقعة فإن ذلك يؤدي إلى مخاطرة أكبر. أما (Damodaran, 2004, 151) فقد عرّف المخاطرة بأنها الفرق بين العوائد الفعلية والمتوقعة. أما (شرويدر، وآخرون، 2006، 157) فيعرفون المخاطرة بأنها

الفائدة ومخاطرة تغير القوة الشرائية ومخاطرة الدورات التجارية ومخاطرة تغير المناخ العام. أما المخاطرة غير النظامية تتبع من مصادر مثل مخاطرة الإدارة ومخاطرة الصناعة والمخاطرة الناتجة عن تغير أنواق المستهلكين والمخاطرة الناتجة عن وجود المنافسة. لذا جاءت أهمية هذا البحث من خلال التحقق من مستويات المخاطرة النظامية للشركات العراقية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، ومدى وجود علاقة بين المؤشرات المالية مع تلك المخاطرة النظامية باستخدام أسلوب الانحدار لسنة 2010 وسن 2011 ول 73 شركة عراقية.

لقد تم تقسيم هذه الدراسة إلى خمسة أجزاء، حيث تناول الجزء الثاني أدبيات الدراسة من خلال تناول الدراسات السابقة الخاصة بعلاقة المؤشرات المالية بالمخاطرة النظامية، في حين تناول الجزء الثالث منهجية الدراسة التي تم التطرق لها من خلال التعريف بأهمية الدراسة ومشكلتها ونموذجها وتعريف المتغيرات وفرضيات الدراسة ومجتمعها وعينتها، أما الجزء الرابع فقد خُصص لتحليل النتائج فيما كانت الاستنتاجات تحتل الجزء الأخير (الخامس).

ثانياً: الإطار النظري:

سوف يتم تناول الإطار النظري للدراسة من خلال ثلاثة أجزاء، الأول يتعلق بمؤشرات الأداء المالي والثاني يتعلق بمفهوم المخاطرة وأنواعها ومصادرها، فيما يتعلق الجزء الثالث بالدراسات السابقة التي تخص علاقة المؤشرات المالية بالمخاطرة النظامية وكما يلي:

1- مؤشرات الأداء المالي:

نظراً إلى اهتمام إدارة المؤسسات بزيادة ثروة المساهمين وتقييم الأداء الاقتصادي للوحدات الفرعية في المؤسسة فقد انتشر استخدام مقاييس الأداء المالية التي تعتمد على المعلومات المالية والمحاسبية وتعدّ مقاييس الأداء المالية ترجمة لنتائج القياس التشغيلي والتي تستخدم في تحديد مدى تحقيق الأهداف الإستراتيجية للمؤسسة. ومن أهم فوائد استخدام المقاييس المالية لتقييم أداء المؤسسات الآتي (محاد، 2011، ص 18):

- أنها تصور تأثير القرارات بوحدة قياس قابلة للمقارنة وهي القيود التي تسمح بتجميع النتائج عبر وحدات المؤسسة.

- أنها توضح تكاليف المبادلات بين الموارد، ومن ثم يبقى الأداء المالي مؤشراً ضرورياً لقياس الأداء.

- يمكن القياس الكمي للأداء بربط نظام الأجور والحوافز بالأداء والإنجازات الفعلية، مما يؤدي إلى تطوير أداء العاملين بما يتوافق مع الأهداف الاستراتيجية، وبذل الجهد الكافي في

المخاطرة النظامية هي ذلك الجزء من المخاطر التي يتعرض لها الموجود الاستثماري والتي تسببها عوامل تؤثر على السوق ككل ويطلق عليها أيضاً مصطلح مخاطرة السوق وهذه المخاطرة لا يمكن إزالتها أو التقليل منها عن طريق تنويع الاستثمارات لأنها تتعلق بنظام السوق ككل وليس بشركة معينة أو صناعة معينة فهي تؤثر على جميع الشركات في الوقت نفسه، وترتبط هذه العوامل بالظروف الاقتصادية والسياسية والاجتماعية كالاضطرابات العامة أو حالات الكساد أو ظروف التضخم أو معدلات أسعار الفائدة أو الحروب والانقلابات السياسية (علوان، 2009، ص 63) (مطر، 2009، ص 58) (عرفه، 2009، ص 253) (حداد، 2010، ص 150) (موسى وآخرون، 2012، ص 47) (الشماس، 2012، ص 53).

ويقصد بالمخاطرة النظامية أنها التقلب في عائد الورقة المالية والذي يرتبط مباشرة مع حركة السوق، وهذه المخاطرة تواجه أي استثمار حتى لو كانت المحفظة متنوعة بشكل جيد (Winters et. al, 2007, (Gangadhar & Babu, 2003, P:25)، P:172)، (Parrino, 2009, P:238). والمخاطرة النظامية هي المخاطرة التي تؤثر على عدد كبير من الموجودات لأن المخاطرة النظامية لها آثار واسعة في السوق (Jordan & Miller, 2009, P:383). والمخاطرة النظامية هي نسبة المخاطرة التي تعود إلى حركة السوق نسبة إلى المخاطرة الكلية، وتعد التغيرات التي تطرأ على البيئة الاقتصادية والسياسية والاجتماعية والتي تؤثر في أسواق الأوراق المالية مصدراً لهذه المخاطرة، وبالرغم من أن الأدوات الاستثمارية كافة تتأثر بالظروف البيئية والاقتصادية، إلا أنها قد يكون تأثيرها في أدوات معينة أكثر أو أقل من تأثيرها في أدوات أخرى، وبمعنى آخر إن هذه المخاطرة تؤثر في القطاعات كافة بالسوق ولكن بدرجات متفاوتة (موسى وسلام، 2011، ص 219) (كروش، 2012، ص 27).

وبالرغم من تأثير جميع الشركات بالمخاطرة النظامية إلا أن تأثيرها ليس متساوياً في كل الشركات، فهناك شركات تتسم بارتفاع المخاطرة النظامية لعوائد أسهمها، مثل الشركات التي تنتج سلعاً أساسية مثل شركات إنتاج المعدات وشركات المقاولات وشركات إنتاج السلع الكمالية والشركات التي يتميز هيكلها المالي بارتفاع نسبة الإقتراض، في الوقت الذي تتسم مبيعاتها بالموسمية مثل شركات الطيران، فضلاً عن الشركات التي تنتج سلعاً يحتمل أن تتعرض بسرعة للتقادم مثل شركات إنتاج الحاسب الآلي. ففي مثل هذه الشركات تكون المبيعات والأرباح وأسعار الأسهم مسايرة للمستوى العام للنشاط

إمكانية انحراف العوائد الفعلية عن العوائد المتوقعة، ويحدد مقدار التقلبات الممكنة درجة هذه المخاطرة.

ومن التعاريف التي تركز على الجانب القانوني حيث تعرف المخاطرة بأنها حدث غير متوقع، أو هي حادث احتمالي الوقوع، ويتعبير دقيق أنها حادث يؤدي وقوعه إلى حدوث الخسارة (الدباغ والحمداني، 2008، ص 89)، وهي احتمال حدوث شيء غير متوقع (الخصاونة، 2010، ص 155) كما تعرف بأنها إمكانية التعرض إلى الخسارة أو الضرر (Brigham et al, 1999, P:160).

ومن التعاريف التي تركز على الجانب المالي حيث تعرف المخاطرة بأنها احتمال حدوث خسارة مالية أو التقلب في العوائد المرتبطة بالموجودات (Gitman, 2006, P:196). وهي التقلبات في القيمة السوقية (زايدة، 2006، ص 34). أما (حداد، 2010، ص 132) فقد عرّف المخاطرة على أنها حالة عدم التأكد بالاستثمار أو التذبذب أو الخسارة المتعلقة بالاستثمار في أصل ما. وعرفها (الصعيدي، 2011، ص 25) بأنها فرصة لتحقيق خسارة مالية، أو هي احتمال اختلاف العائد المتحقق عن المتوقع.

وهناك تعاريف للمخاطرة تركز على التدفق النقدي حيث تعرف المخاطرة بأنها التقلب المحتمل في التدفقات النقدية المستقبلية (Scott et al, 2001, P:257). وعرفها (هندي، 2004، ص 42) بأنها عدم التأكد بشأن التدفقات النقدية. وكما يمكن أن ينظر إليها على أنها مقياس نسبي لمدى تقلب العائد (التدفقات النقدية) الذي سيتم الحصول عليه مستقبلاً.

ويمكن للباحث أن يستخلص مفهوماً للمخاطرة متعلق بالمداخل الأربعة يتناول جانب عدم التأكد في تحقيق العوائد والتدفقات النقدية المتوقعة واحتمالية حدوث أحداث (مالية وغير مالية) غير متوقعة فيما يتعلق بأنشطة المنشأة المختلفة.

أنواع المخاطرة الاستثمارية ومصادرها:

ترتبط المخاطرة عموماً بعدم التيقن المحيط بنتائج الأحداث المستقبلية ومع ذلك يقوم الكثير من المستثمرين والمقترضين بإجراء تقويمات غير موضوعية وذاتية للمخاطر بينما يقوم الأكاديميون بوضع مقاييس إحصائية للمخاطرة تنتمي للمفهوم الاجمالي العام المعروف بنظرية بيتا (Beta theory) ووفقاً لهذه النظرية فإن المخاطرة الكلية المرتبطة بالاستثمار تتكون من عنصرين هما المخاطر النظامية والمخاطر غير النظامية والتي سيتم تناولهما بشيء من التفصيل وكما يلي (موسى وآخرون، 2012، ص 39):

1- المخاطرة النظامية:

فترات هبوط أو صعود للأسعار قد تستمر لفترات قصيرة أو طويلة، وسعر السهم يتحدد عادة بقوة العرض والطلب على السهم في السوق إذ يتوقف هذا السعر على أعلى سعر يرغب المستثمر في دفعه قيمة للسهم وعلى أدنى سعر يكون البائعون على استعداد لقبوله ثمناً لهذا السهم (موسى وآخرون، 2012، ص 42).

2 - المخاطرة غير النظامية:

إن المخاطرة غير النظامية هي عبارة عن المخاطرة التي تؤثر على شركة معينة أو صناعة معينة أو تنفرد بها ورقة مالية معينة ولا تؤثر على نظام السوق ككل وتكون هذه المخاطرة مستقلة عن العوامل المؤثرة في النشاط الاقتصادي ككل، حيث لا يوجد ارتباط بين التغيرات في عائد سهم منشأة ما والتي تعزى إلى المخاطرة غير النظامية، وبين التغيرات التي تحدثها المخاطرة غير النظامية لعائد سهم منشأة أخرى لاختلاف ظروف كل منهما (علوان، 2009، 65) (Winters et (Gangadhar & Babu,2003,P:25)، (Parrino, 2009,P:238)،al,2007,P:172)، (هندي، 2004، ص52-53). فالمخاطرة غير النظامية هي المخاطرة التي تؤثر على الشركة بمفردها لأن هذه المخاطرة استثنائية خاصة بالشركة (Jordan & Miller, 2009, P:383).

فالمخاطرة الخاصة بالشركة تعبر عن خصوصياتها: ضعف إدارتها وعدم القدرة على التسويق، وقلة الفرص المتاحة أمامها، واحتمال فقدانها لبعض الصفقات (الشماع، 1992، ص429). ولهذا يطلق عليها أحياناً بالمخاطرة الاستثنائية Unique risk أو المخاطرة غير السوقية Unmarket risk أو المخاطرة التي يمكن تجنبها بالتنوع Diversification risks (موسى وآخرون، 2012، 43)، (Gangadhar & Babu, 2003, P:25).

وتتأثر درجة المخاطرة غير النظامية لشركة معينة عادة إما بطبيعة السلعة التي تنتجها أو بالتغير في طبيعة أو مكونات موجودات هذه الشركة، أو بدرجة استخدامها الإقتراض كمصدر للتمويل، كما تتأثر بزيادة المنافسة في مجال نشاطها، أو بحدوث تغيير أساسي في الإدارة (مطر، 2009، ص 59).

وتعدُّ المخاطرة غير النظامية مخاطرة عشوائية يصعب التنبؤ بها، ويمكن للمستثمر التخلص من المخاطرة غير النظامية عن طريق تنويع محفظة الأوراق المالية الخاصة به، فإذا كانت المنشأة التي يستثمر بها أمواله تتعرض لمخاطرة معينة، فالمستثمر يقوم ببيع جزء من الأسهم التي يمتلكها في تلك المنشأة واستخدام حصيلتها في شراء أسهم

الاقتصادي، وذلك على العكس من شركات أخرى مثل شركات المياه والكهرباء وربما شركات الأغذية والأدوية ففي مثل هذه المنشآت يكون الارتباط ضعيفاً بين مستوى النشاط الاقتصادي وبين حجم المبيعات والأرباح وأسعار أسهم تلك المنشآت (هندي، 2004، ص 52).

مصادر المخاطرة النظامية:

تتأثر المخاطرة النظامية بالعديد من العوامل نذكر منها بشيء من التفصيل وكالاتي:

أ- مخاطرة سعر الفائدة:

تعزى مخاطرة سعر الفائدة إلى التغير في مستوى أسعار الفائدة في السوق بصفة عامة، لذا تصنف من ضمن المخاطرة النظامية. أي أنها مخاطرة تصيب الاستثمارات كافة بصرف النظر عن طبيعة وظروف الاستثمار ذاته وكقاعدة عامة كلما ارتفعت أسعار الفائدة في السوق، انخفضت القيمة السوقية للأوراق المالية المتداولة أي أن التقلب في معدل الفائدة في السوق يؤثر على العائد المتوقع من الاستثمار، وبالتالي على القيمة السوقية للأوراق المالية (هندي، 2004، ص49).

ب- مخاطرة القوة الشرائية (التضخم):

يعرّف التضخم بأنه الارتفاع المتواصل في المستوى العام للأسعار فيحدث هبوطاً في القوة الشرائية لوحدة النقد مما ينتج عنه ما يسمى بمخاطرة القوة الشرائية (الحسنكو، 2004، 45). وبالتالي فإن التضخم هو التغير في القوة الشرائية للعملة، فإذا كان معدل التضخم مرتفعاً فإن هذا يدل على انخفاض القوة الشرائية للعملة، وينتج عن هذا تغير العوائد المتوقعة نتيجة لارتفاع معدلات التضخم، فالقوة الشرائية للنقود التي تم شراء استثمار بها اليوم تختلف عن القوة الشرائية للكمية نفسها من النقود بعد سنة أو سنتين لو ارتفعت معدلات التضخم. وعادة تكون الاستثمارات ذات الدخل الثابت كالسندات أكثر تأثراً بانخفاض القوة الشرائية للنقود من غيرها من الاستثمارات، فإذا ارتفعت معدلات التضخم فإن القيمة الحقيقية لعوائد الاستثمار في السند تنخفض مما يؤدي إلى انخفاض المعدل الحقيقي للعائد على الاستثمار عن المعدل الإسمي لهذا العائد (علوان، 2009، ص 64).

ج- مخاطرة السوق:

تنشأ مخاطرة السوق نتيجة لتغير أسعار الأوراق المالية في السوق المالي وذلك نتيجة لأسباب اقتصادية أو سياسية أو اجتماعية، وإن عدم الاستقرار أو التباين يحمل في طياته مخاطرة محددة مصدرها عدم التأكد بالنسبة للمستوى الذي سوف تؤول إليه الأسعار في المستقبل، فقد يتعرض السوق إلى

اختراعات أحدث. وكما تؤثر المنافسة الأجنبية على الصناعات المحلية ومن الأمثلة على ذلك منافسة صناعات السيارات والإلكترونيات اليابانية لمثيلاتها في الولايات المتحدة (مطر، 2009، ص 65-66).

ج- مخاطرة الدورات التجارية:

ويقصد بها الدورات التجارية التي يقتصر تأثيرها على منشأة معينة أو صناعة معينة، وتحدث في أوقات غير منتظمة ولأسباب خارجة عن ظروف السوق المالي، لذا يصعب التنبؤ بحدوثها (ابو رحمة، 2009، ص 46).

منشآت أخرى لا تتعرض لمثل هذه المخاطرة (هندي، 2004، ص 411)، (حداد، 2010، ص 149).

والشركات التي تتصف بدرجة كبيرة من المخاطرة غير المنتظمة هي التي تنتج سلعاً استهلاكية غير معمرة مثل شركات السجائر وشركات المشروبات الغازية، حيث لا تعتمد مبيعات هذه الشركات على مستوى النشاط الاقتصادي وعلى حالة سوق الأوراق المالية (مطر، 2009، ص 59)، (حداد، 2010، ص 149) (الزبيدي، 2002، ص 538).

مصادر المخاطرة غير النظامية:

للمخاطرة غير النظامية مصادر عديدة نذكر منها:

أ- مخاطرة الإدارة:

فمن الممكن أن تسبب الأخطاء الإدارية في شركة معينة اختلاف معدل العائد الفعلي عن معدل العائد المتوقع من الاستثمار بالرغم من قوة المركز المالي للشركة وجودة منتجاتها، لذلك تدخل المخاطرة الناجمة عن الأخطاء الإدارية ضمن المخاطرة غير النظامية لأنها قد تحدث انخفاضاً في معدل العائد لتلك الشركة حتى في حالات الازدهار للاقتصاد.

ومن الأخطاء الإدارية الشائعة سوء التصرف وعدم اتخاذ التدابير المناسبة في الحوادث الطارئة كأزمات الطاقة واضرابات العمال، وخسارة مصنع أو معدات بسبب عدم التأمين عليها، أو بسبب عدم تأمين الحراسة اللازمة، وخسارة المبيعات أو فقد ممولين أساسيين للشركة مع عدم وجود آخرين يحلون محلهم، ويرتبط هذا النوع من الأخطاء الإدارية في معظم الأحيان بتدني قدرة الإدارة على إدارة الأزمات. (موسى وآخرون، 2012، ص 52).

ب- مخاطرة الصناعة:

وهي مخاطرة ناتجة عن عوامل تؤثر في قطاع صناعي معين بشكل واضح وملحوس دون أن يكون لها تأثير هام خارج هذا القطاع وقد تتبع مخاطر الصناعة من عوامل عديدة منها: عدم توفر المواد الأولية ففي الحرب العالمية الثانية حدثت خسائر جسيمة للشركات المنتجة للإطارات بسبب عدم توفر المطاط الطبيعي إلى أن تم تصنيع المطاط الصناعي. ومن العوامل الأخرى ظهور قوانين تمس صناعات معينة مثل قوانين حماية البيئة من التلوث والتي كان لها تأثير على الشركات المنتجة للورق ومصافي البترول ومصانع الحديد وغيرها من الصناعات التي ينتج عنها كميات كبيرة من المخلفات أو النفايات الملوثة للبيئة.

وكذلك أيضاً تغير أذواق المستهلكين، أو التوقف عن استخدام منتج معين بسبب ظهور منتج معين نتيجة ظهور

3- الدراسات السابقة:

تعتبر دراسة (Beaver et al, 1970) الموسومة "العلاقة بين مقاييس السوق المحددة للمخاطرة والمقاييس المحاسبية المحددة للمخاطرة" من أوائل الدراسات التطبيقية حيث هدفت إلى قياس العلاقة بين مقاييس المخاطرة النظامية (بيتا) والمقاييس المحاسبية للمخاطرة. وكانت عينة الدراسة مكونة من 307 شركة من مجموع 458 شركة من الشركات المدرجة في سوق نيويورك للأوراق المالية للمدة من 1947 إلى 1965 أي بنسبة 67% من مجتمع الدراسة، حيث شملت متغيرات الدراسة كلاً من نسبة الأرباح الموزعة والنمو والرفع المالي والسيولة وحجم الموجودات وتباين الأرباح. واستخدمت نموذج السوق لقياس مخاطرة السوق (بيتا)، حيث استخدمت أسلوب تحليل الانحدار والارتباط لبيان مدى قدرة المتغيرات المحاسبية على تفسير التغيرات في مخاطرة السوق.

توصلت نتائج هذه الدراسة إلى أن الرفع المالي وتباين الأرباح لها علاقة إيجابية مع المخاطرة النظامية في حين نسبة الأرباح الموزعة لها علاقة سلبية مع المخاطرة النظامية. وأشارت الدراسة إلى وجود درجة عالية من الارتباط بين مقاييس المخاطرة المحاسبية ومقاييس مخاطرة السوق، أي أن أعلى درجات الارتباط كانت لمقياس تباين الأرباح ثم نسبة الأرباح الموزعة وجاءت نسبة السيولة الأقل في درجة الارتباط. وتواصلت الدراسات في هذا المجال (أنظر دراسة كل من:

(Vos, 1995), (Elgers, 1980), (McEnally & Todd, 1993)

لنجد أن دراسة (Rowe & Kim, 2010) المعنونة بـ "تحليل العلاقة بين المخاطرة النظامية والمتغيرات المالية في صناعة القمار" هدفت هذه الدراسة إلى تقييم أي من النسب المالية التي تعد أفضل للتنبؤ في المخاطرة النظامية (بيتا) قبل وخلال مدة الركود الاقتصادي. واستخدمت الدراسة أسلوب تحليل الانحدار المتعدد واستخدمت المعلومات المالية لـ 19 شركة متخصصة في صناعة القمار في الولايات المتحدة الأمريكية للمدة من

الموجودات وهذه المحددات تساعد المديرين على تقييم المخاطرة النظامية والسيطرة عليها، واستخدمت (Capital Assets Pricing Model) (CAPM) لقياس المخاطرة النظامية، واستخدمت أسلوب Panel Data لاختبار فرضيات الدراسة، حيث أشارت النتائج إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية مع كل متغيرات الدراسة باستثناء متغير حجم الشركة، أي وجود علاقة ذات دلالة إحصائية سلبية بين نسب السيولة والمخاطرة النظامية، ووجود علاقة ذات دلالة إحصائية موجبة بين نسب الرافعة والمخاطرة النظامية، ووجود علاقة ذات دلالة إحصائية سلبية بين الكفاءة التشغيلية والمخاطرة النظامية، ووجود علاقة ذات دلالة إحصائية موجبة بين نسب الربحية والمخاطرة النظامية.

أما دراسة (Ramezani et al, 2013) المعنونة بـ "العلاقة بين الإفصاح عن مخاطرة السوق والمقاييس المحاسبية للمخاطرة: أدلة من سوق طهران للأوراق المالية" فقد هدفت إلى التحقق من العلاقة بين مخاطرة السوق بيتا والمقاييس المحاسبية للمخاطرة. وكانت عينة الدراسة مكونة من 900 شركة مدرجة في سوق طهران للأوراق المالية للمدة من 2001 إلى 2010، وشملت الدراسة متغيرات الرفع المالي وحجم الشركة ونسبة التداول كمقاييس للمخاطرة المالية، ومتغيرات تباين الأرباح ونمو الأرباح والأرباح الموزعة للسهم كمقاييس لمخاطرة الأعمال، وتقلب الأرباح لتقييم المخاطرة النظامية. واستخدمت أسلوب التباين لقياس مخاطرة السوق بيتا واستخدمت أسلوب الانحدار المتعدد لاختبار فرضيات الدراسة، حيث أشارت نتائج الدراسة إلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية موجبة بين الرفع المالي وحجم الشركة وتقلب الأرباح مع مخاطرة السوق، وإلى وجود علاقة ذات دلالة إحصائية سالبة بين كل من نسبة التداول والأرباح الموزعة للسهم ونمو الأرباح مع مخاطرة السوق، فضلاً عن عدم وجود علاقة ذات دلالة إحصائية بين تباين الأرباح مع مخاطرة السوق.

وفي ضوء ما تقدم من الدراسات أعلاه فإن الباحثين في هذه الدراسة يحاولون استخدام ما تقدم من أساليب إحصائية ومتغيرات في تطبيقها على الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية بأكبر عدد ممكن من الشركات باعتبارها من الدراسات الأولى التي تسعى إلى قياس المخاطرة النظامية (بيتا) في العراق بموجب نموذج السوق بسبب عدم توفر المعلومات سابقاً من جهة، ومن جهة أخرى لما يمثلته السوق العراقي من فرص استثمارية واعدة في المستقبل لم يسبق بحثها. بالإضافة إلى ذلك، فإن هذه الدراسة تحاول اختبار أثر اختلاف القطاع الاقتصادي على العلاقة بين المخاطرة النظامية

2005 إلى 2008 واعتمدت الدراسة متغيرات العائد على الموجودات لتمثل نسب الربحية، والمطلوبات كنسبة من الموجودات لتمثل نسب الرافعة ومعدل دوران الموجودات لتمثل نسب الكفاءة ونسبة السيولة السريعة لتمثل نسب السيولة، والربح قبل الفوائد والضرائب تمثل نسب النمو، والقيمة السوقية لتمثل حجم الشركة. واستخدمت نموذج السوق لقياس المخاطرة النظامية (بيتا)، حيث أشارت نتائج هذه الدراسة بأن الحجم (القيمة السوقية للشركة) هو المتغير الوحيد الذي كان له تأثير إيجابي كبير على المخاطرة النظامية (بيتا) قبل وخلال مدة الركود. أما معدل دوران الموجودات فكان له تأثير على المخاطرة النظامية (بيتا) فقط قبل مدة الركود أما المطلوبات كنسبة من الموجودات فكان له تأثير كبير على المخاطرة النظامية (بيتا) فقط خلال مدة الركود.

وفي دراسة (Al-Qaisi, 2011) الموسومة "المحددات الاقتصادية للمخاطرة النظامية في سوق المال الأردني" فقد تناولت تحديد العوامل المالية والاقتصادية التي تؤثر في المخاطرة النظامية في سوق عمان للأوراق المالية. وكانت عينة الدراسة مكونة من 43 شركة صناعية مدرجة في سوق عمان للأوراق المالية. وشملت متغيرات الدراسة متغيرات مالية متمثلة: الحجم والرفع المالي والرفع التشغيلي وعائد التوزيعات ومتغيرات اقتصادية متمثلة برسمة السوق ومعدل التضخم والعجز الحكومي واستخدمت نموذج السوق لقياس المخاطرة النظامية (بيتا)، واستخدمت الدراسة أسلوب الانحدار والارتباط لدراسة تأثير هذه المتغيرات على المخاطرة النظامية (بيتا)، حيث أشارت نتائج هذه الدراسة إلى أن المتغيرات المالية المتمثلة بالحجم لها علاقة إيجابية مع المخاطرة النظامية بينما الرفع المالي له علاقة سلبية مع المخاطرة النظامية أما المتغيرات الاقتصادية المتمثلة بالعجز الحكومي والتضخم وأظهرت نتائج هذه الدراسة بأن لها علاقات إيجابية مع المخاطرة النظامية.

في حين نجد أن دراسة (Alaghi, 2013)، المعنونة بـ "محددات المخاطرة النظامية في الشركات المدرجة في سوق طهران للأوراق المالية" قد هدفت إلى اكتشاف المحددات المالية للمخاطرة النظامية وذلك لتعظيم القيمة السوقية للمساهمين. وكانت عينة الدراسة مكونة من 457 شركة مدرجة في سوق طهران للأوراق المالية للمدة من 2001 إلى 2011، وشملت الدراسة متغيرات السيولة معبراً عنها بنسبة السيولة السريعة والرافعة ومعبراً عنها بنسبة المديونية والكفاءة التشغيلية معبراً عنها بمعدل دوران الموجودات والربحية معبراً عنها بالعائد على الموجودات وحجم الشركة معبراً عنها بمجموع

والمؤشرات المالية، وهو ما لم يتم التطرق له في الدراسات السابقة. **ثالثاً: منهجية الدراسة:**

سوف نتناول في هذا الجزء من الدراسة مشكلة الدراسة وأهميتها ونموذجها، والتعريف بمتغيراتها وفرضياتها والبيانات والعينة المختارة وكما يلي:

مشكلة الدراسة:

إن عملية الاستثمار بالأسهم تتطلب قراراً استثمارياً رشيداً مبنياً على معرفة جميع العوامل المحيطة بهذه العملية من خلال تحليل الأداء (المؤشرات المالية) والمخاطر المرتبطة بذلك الأداء، ومن هنا تأتي مشكلة الدراسة بأن بعض المستثمرين يقومون باتخاذ قراراتهم الاستثمارية بناءً على تحليل الأداء المالي (المؤشرات المالية) دون ربطها بالمخاطر المرتبطة بهذا الأداء رؤياً (Al-Qaisi, 2011) (Alaghi, 2013)، لتأتي هذه الدراسة كمحاولة لربط هذا الأداء بالمخاطر المرتبطة به، وبالتالي فإن هذه الدراسة تعمل على مساعدة هؤلاء المستثمرين على ترشيد قراراتهم الاستثمارية.

أهداف الدراسة:

تهدف الدراسة إلى تقديم صورة واضحة للمستثمر في سوق العراق للأوراق المالية في الأمور التالية:

- العلاقة بين المؤشرات المالية والمخاطرة النظامية لأسهم الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية.
- بيان أثر النشاط الاقتصادي الذي تمارسه الشركة على العلاقة بين المؤشرات المالية والمخاطرة النظامية لأسهم الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية.

4- نموذج الدراسة:

يمكن لنا توضيح النموذج البياني للدراسة بالشكل التالي:

مشكلة الدراسة:

إن عملية الاستثمار بالأسهم تتطلب قراراً استثمارياً رشيداً مبنياً على معرفة جميع العوامل المحيطة بهذه العملية من خلال تحليل الأداء (المؤشرات المالية) والمخاطر المرتبطة بذلك الأداء، ومن هنا تأتي مشكلة الدراسة بأن بعض المستثمرين يقومون باتخاذ قراراتهم الاستثمارية بناءً على تحليل الأداء المالي (المؤشرات المالية) دون ربطها بالمخاطر المرتبطة بهذا الأداء رؤياً (Al-Qaisi, 2011) (Alaghi, 2013)، لتأتي هذه الدراسة كمحاولة لربط هذا الأداء بالمخاطر المرتبطة به، وبالتالي فإن هذه الدراسة تعمل على مساعدة هؤلاء المستثمرين على ترشيد قراراتهم الاستثمارية.

ويمكن صياغة مشكلة الدراسة في التساؤلين التاليين:

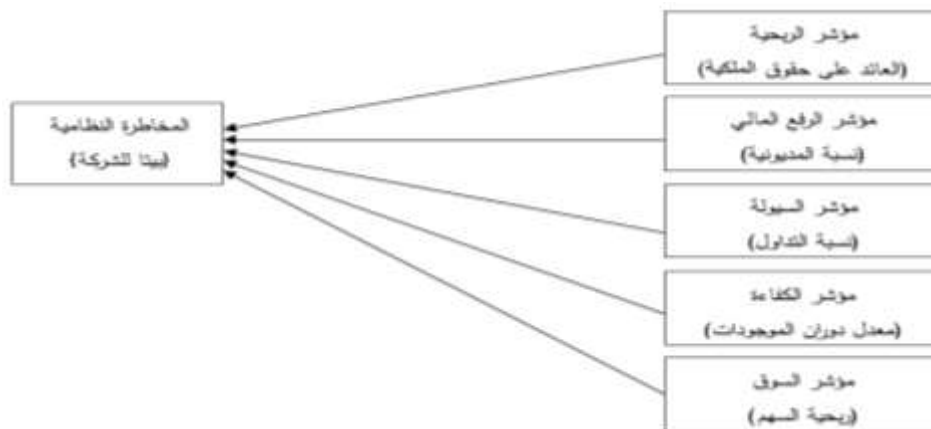
1 - ما هي العلاقة بين المؤشرات المالية والمخاطرة النظامية للشركات المساهمة العراقية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية؟

2 - ما هي العلاقة بين المؤشرات المالية حسب طبيعة النشاط الذي تمارسه الشركة والمخاطرة النظامية؟

أهمية الدراسة:

إن القرار الاستثماري في العادة يقوم على أساس الموازنة ما بين العائد والمخاطرة فدافع الربح هو الذي يشجع الأفراد

المتغير التابع



الدراسة باستخدام المعادلة التالية (صافي وموسى، 2009):

$$R_{it} = \frac{P_{it} - P_{it-1} + D_{it}}{P_{it-1}}$$

حيث أن:

R_{it} : معدل العائد الشهري على السهم في الفترة t .

P_{it} : سعر الإغلاق لسهم i في الفترة الحالية t

P_{it-1} : سعر الإغلاق للسهم في الفترة السابقة $t-1$.

D_{it} : نصيب السهم i من توزيعات الأرباح في نهاية الفترة t .

ويمكن احتساب معدل عائد السوق من خلال تطبيق المعادلة الخاصة باستخدام عائد السهم بعد استبعاد التوزيعات (Al Qaisi, 2011).

ب - المتغيرات المستقلة: المؤشرات المالية:

لقد قمنا باختيار نسبة واحدة من كل بعد من الأبعاد المالية وذلك للحيلولة دون حدوث ارتباط بين المتغيرات المستقلة في ضمن معادلة الانحدار. إذ تشير دراسة (Bildersee , 1975) إلى أنه يجب أن يتم اختيار نسبة واحدة من كل مؤشر من المؤشرات المالية وذلك للحيلولة دون حدوث ارتباط بين المتغيرات المستقلة. حيث قمنا باختيار نسبة العائد على الموجودات لتمثل نسب الربحية ونسبة مجموع الديون إلى مجموع الموجودات لتمثل نسب الرفع المالي فحدث ارتباط عالي بين المتغيرات المستقلة مما أدى إلى استبعادها إلى أن وصلنا إلى هذه المجموعة من المتغيرات المستقلة والتي لا يوجد بينها درجة عالية من الارتباط بين المتغيرات المستقلة وبهذا حققنا أهم شرط من شروط الانحدار المتعدد، لذا سيتم تحديد مجموعة المتغيرات المستقلة في هذه الدراسة اعتماداً على الدراسات السابقة وفيما يلي أهم هذه المؤشرات (الحسني، 1998):

• مؤشرات الربحية:

المتغير المستقل الأول الذي يقيس الربحية هو العائد على حقوق الملكية ROE (Vos, 1995) حيث يتم قياسه كما يلي:

$$\frac{\text{صافي الربح}}{\text{حقوق الملكية}} = \text{ROE (Return on Equity)}$$

• مؤشرات الرفع المالي:

المتغير المستقل الثاني الذي يقيس المديونية هو نسبة المديونية DR (صافي وموسى، 2009) حيث يتم قياسها كما يلي:

$$\frac{\text{الديون}}{\text{حقوق الملكية}} = \text{DR (Debt Ratio)}$$

أما النموذج الإحصائي للدراسة فيمكن تمثيله بالمعادلة التالية التي تحتوي على المتغيرات المستقلة (المؤشرات المالية المستخرجة من القوائم المالية) والمتغير التابع (المخاطرة النظامية) (McEnally & Todd,1993), (McAlister et al.,2007), (Al Qaisi, 2011), (Alaghi,2013)

$$\beta_{it} = \alpha_i + \beta_1 P + \beta_2 L + \beta_3 Leq + \beta_4 E + \beta_5 M + e_{it}$$

حيث إن:

β : المخاطر النظامية للشركة i في الفترة t .

P : مؤشر الربحية

L : مؤشر الرفع المالي.

Leq : مؤشر السيولة.

E : مؤشر الكفاءة.

M : مؤشر السوق.

e_{it} : الخطأ العشوائي ويمثل ذلك الجزء من المخاطرة النظامية (بيتا) الذي يتغير بشكل عشوائي نتيجة عوامل أخرى غير المؤشرات المالية.

ويمكن استخدام نفس النموذج أعلاه لقياس العلاقة بين المؤشرات المالية والمخاطرة النظامية في كل قطاع اقتصادي على حدة.

5- تعريف المتغيرات:

سيتم تحديد متغيرات هذه الدراسة (التابعة والمستقلة) بناءً على ما تم استخدامه في الدراسات السابقة التي تم تناولها في الجزء الخاص بالدراسات السابقة وكما هو مبين إزاء كل منها وكما يلي:

أ - المتغير التابع: المخاطر النظامية:

سيتم استخدام (Beta) كمقياس للمخاطرة النظامية حيث يتم استخراجها باستخدام الانحدار البسيط لنموذج السوق Market Model (McEnally & Todd,1993), (McAlister et al, 2007), (Al Qaisi, 2011)

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + e_{it}$$

حيث أن:

R_{it} : معدل العائد للسهم i خلال الفترة t .

R_{mt} : معدل العائد للسوق خلال الفترة t .

α_i : الجزء الثابت من العائد الخاص بالشركة الذي يحققه المستثمر على استثمار عديم المخاطرة.

β_i : معامل بيتا للشركة (المخاطرة النظامية).

e_{it} : الخطأ العشوائي ويمثل ذلك الجزء من العائد الذي يتغير بشكل عشوائي نتيجة عوامل أخرى غير عائد السوق، متوسط صفر وتباين ثابت.

حيث سيتم قياس معدل العائد الشهري للسهم للشركات محل

● مؤشرات السيولة:

المتغير المستقل الثالث الذي يقيس السيولة هو نسبة التداول CR (Ramezani et al, 2013) حيث يتم قياسها كما يلي:

$$\frac{\text{الموجودات المتداولة}}{\text{المطلوبات المتداولة}} = \text{CR (Current Ratio)}$$

● مؤشرات الكفاءة:

المتغير المستقل الرابع الذي يقيس الكفاءة هو معدل دوران الموجودات RAT (Alaghi, 2013) حيث يتم قياسه كما يلي:

$$\frac{\text{صافي المبيعات}}{\text{مجموع الموجودات}} = \text{RAT (Return of Assets Turnover)}$$

● مؤشرات السوق:

المتغير المستقل الخامس هو نسبة ربحية السهم EPS (Abdullah , 2003) حيث يتم قياسها كما يلي:

$$\frac{\text{صافي الربح}}{\text{عدد الاسهم}} = \text{EPS (Earning per share)}$$

وبناءً على المتغيرات أعلاه يصبح النموذج الاحصائي للدراسة كما يلي:

$$\beta_{it} = a_i + b_1 \text{ROE} + b_2 \text{DR} + b_3 \text{CR} + b_4 \text{RAT} + b_5 \text{EPS} + e_{it}$$

حيث أن:

β : المخاطر النظامية للشركة i في الفترة t.

ROE: معدل العائد على حقوق الملكية.

DR: نسبة المديونية.

CR: نسبة التداول.

RAT: معدل دوران الموجودات.

EPS: نسبة ربحية السهم.

e_{it} : الخطأ العشوائي ويمثل ذلك الجزء من المخاطرة النظامية (بيتا) الذي يتغير بشكل عشوائي نتيجة عوامل أخرى غير المؤشرات المالية.

فرضيات الدراسة:

بناءً على ما تقدم فسيتم اختبار الفرضيتين الرئيسيتين التاليتين (صيغة الفرضية العدمية)

● لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين المؤشرات المالية للأداء المالي للشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية والمخاطرة النظامية لأسعار أسهمها.

● لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين المؤشرات المالية حسب طبيعة النشاط الذي تمارسه الشركة والمخاطرة النظامية للشركات العراقية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية.

ومن الفرضية الرئيسة الثانية أعلاه يمكن لنا أن نشق الفرضيات الفرعية التالية:

○ لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين المؤشرات المالية والمخاطرة النظامية للشركات العراقية في قطاع المصارف المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية.

○ لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين المؤشرات المالية والمخاطرة النظامية للشركات العراقية في قطاع التأمين والاستثمار المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية.

○ لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين المؤشرات المالية والمخاطرة النظامية للشركات العراقية في قطاع الصناعة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية.

○ لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين المؤشرات المالية والمخاطرة النظامية للشركات العراقية في قطاع الخدمات والفنادق والزراعة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية.

مجتمع الدراسة وعينتها:

نظراً لوجوب توفر المعلومات المتعلقة باحتساب المخاطر النظامية (بيتا) وهي أسعار الأسهم ومعدلات التداول لمدة لا تقل عن 60 مشاهدة لغرض احتساب قيمة بيتا، لكونها سلسلة زمنية حيث يتطلب تحليل السلاسل الزمنية 60 مشاهدة على الأقل (صافي وموسى، 2009). فقد تم اختيار الشركات المتوفرة بيانات أسعار تداولها لـ 100 أسبوع وتتوفر بياناتها المالية للمدة نفسها (سنتين ماليين)، حيث تم اختيار 73 شركة من أصل 87 شركة مدرجة في سوق العراق للأوراق المالية كمجتمع لهذه الدراسة تمثل نسبة 83,90% من مجتمع الدراسة، وذلك لتوفر أسعار أسهمها لـ 100 أسبوع والممتدة لسنتين 2010 و 2011 وذلك لكون البيانات المتوفرة في هاتين السنتين تحققان أكبر عينة ممكنة. والجدول التالي يبين مجتمع الدراسة موزعة حسب القطاعات.

الجدول (1)

مجتمع الدراسة وعينتها

النسبة	عدد الشركات المدروسة	عدد الشركات	القطاع
%95,5	21	22	قطاع المصارف
%100	5	5	قطاع التأمين
%66,7	6	9	قطاع الاستثمار
%60	6	10	قطاع الخدمات
%80	20	25	قطاع الصناعة
%90	9	10	قطاع الفنادق
%100	6	6	قطاع الزراعة
%83,90	73	87	المجموع

الجدول (2)

معدل المخاطرة النظامية حسب القطاع الاقتصادي

ت	القطاع	معدل قيم بيتا Beta
1	المصارف	0.177983
2	التأمين	0.112444
3	الاستثمار	-0.042820
4	الخدمات	0.055747
5	الصناعة	0.092171
6	الفنادق	0.053077
7	الزراعة	0.008033

الجدول (3)

المؤشرات المالية

ت	المؤشر/القطاع	التأمين		الاستثمار		الخدمات		الصناعة		الفنادق		الزراعة		العينة لكل	
		2011	2010	2011	2010	2011	2010	2011	2010	2011	2010	2011	2010	2011	2010
1	العائد على حقوق الملكية	11.49	7.66	20.25	6.55	15.71	24.17	12.0	14.5	13.58	10.14	13.37	11.26	20.05	9.84
2	نسبة المديونية	12.99	18.08	27.53	7.44	29.70	31.77	10.60	13.62	45.01	87.06	19.68	13.91	67.15	97.94
3	نسبة التداول	10.33	9.76	11.15	12.99	39.85	23.47	5.49	5.96	5.49	5.06	2.24	2.33	14.04	11.19
4	معدل دوران الموجودات	0.74	0.32	0.06	0.04	0.46	0.68	0.58	0.66	0.41	0.30	0.28	0.24	0.33	0.35
5	ربحية السهم	21.32	11.23	2.76	17.31	50.20	20.57	4.31	3.55	30.10	8.84	53.45	22.86	12.51	7.20

رابعاً: تحليل النتائج:

الفرضية الرئيسية الأولى والثانية في المرحلة الأخيرة (الثالثة) وكما يلي:

1- احتساب المؤشرات المالية:

لقد تم احتساب المؤشرات المالية للشركات ضمن عينة الدراسة لكل شركة على حدة وتم تجميعها لكل قطاع على حدة من جهة وللعينة ككل من جهة أخرى وكما هو مبين في الجدول (3).

سيتم تناول موضوع تحليل النتائج واختبار الفرضيات الرئيسية من خلال ثلاث مراحل، تتمثل المرحلة الأولى باحتساب المؤشرات المالية للشركات الداخلة ضمن عينة الدراسة، فيما تكون المرحلة الثانية تتعلق باحتساب المخاطرة النظامية للشركات ضمن عينة الدراسة، فيما سيتم اختبار

2- احتساب المخاطرة النظامية:

لقياس مخاطرة الأسهم النظامية (بيتا السوق) تم الاعتماد على معادلة السوق التي تشمل على معدل عوائد الأسهم للشركات كمتغير تابع، ومعدل عائد السوق (أسهم جميع الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية) كمتغير مستقل حيث يتم تقديرها بناءً على سلسلة أسبوعية اعتباراً من كانون الثاني/2010 وحتى كانون الأول/2012. والمعادلة هي حسب نموذج السوق (Market Model) (Abdullah, 2003):

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + e_{it}$$

R_{it} : معدل عائد السهم i في الفترة t .

α_i : ثابت المعادلة، وهو جزء من العائد يتم تحقيقه بغض النظر عن العلاقة بين معدل عائد السوق ومعدل عائد السهم للشركة.

β_i : بيتا السوق للشركة، وهو الميل الذي يمثل العلاقة الخطية بين معدل عائد السهم R_{it} ومعدل عائد أسهم جميع الشركات في السوق.

R_{mt} : معدل عائد السوق، ويمثل عائد أسهم جميع الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية.

e_{it} : هو ذلك الجزء من عائد السهم الذي لا يرتبط بعلاقة خطية مع عائد السوق (أي أنه يتغير نتيجة متغيرات أخرى غير المتغيرات المستقلة التي يقتضيها النموذج).

وتتطلب هذه المعادلة بداية احتساب معدل عائد السهم للشركة (المتغير التابع في المعادلة)، ومعدل عائد السوق (أسهم جميع الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية) الذي يمثل المتغير المستقل في المعادلة، وذلك للتمكن من إيجاد الميل الذي يمثل مخاطر السوق (بيتا)، حيث قام الباحثان باحتساب المخاطرة النظامية لكافة الشركات ضمن عينة الدراسة حيث كان معدل قيم بيتا حسب القطاع الاقتصادي كما هو موضح في الجدول (2):

3- اختبار الفرضيات الرئيسية:

سيتم اختبار الفرضيات من خلال مقارنة قيمة t المحسوبة مع قيمتها الدفترية حيث أن قاعدة القرار تكون بقبول الفرضية العدمية (عدم وجود العلاقة) في حالة كون قيمة t المحسوبة تقع ضمن نطاق t الجدولية، والعكس بالعكس، حيث سيتم رفض الفرضية العدمية وقبول الفرضية البديلة (وجود العلاقة) في حالة كون قيمة t المحسوبة تقع خارج نطاق t الجدولية وكما يلي:

أ - الفرضية الرئيسية الأولى:

لقد قام الباحثان باختبار الفرضية الرئيسية الأولى عن طريق استخدام اختبار t حيث يبين الجدول (4) أن نتائج اختبار t للمتغيرات المستقلة (العائد على حقوق الملكية ونسبة المديونية ونسبة

التداول ومعدل دوران الموجودات وربحية السهم) لمجتمع الدراسة المكون من 73 شركة مدرجة في سوق العراق للأوراق المالية لسنة 2010 وسنة 2011.

من الجدول (4) يمكن تفسير النقاط الآتية:

1. فيما يتعلق بمعدل العائد على حقوق الملكية فإن فرضية العدم يتم رفضها بينما يتم قبول الفرضية البديلة وذلك لأن قيمة t المحسوبة أكبر من قيمة t الجدولية، وهذا يعني أنه توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين العائد على حقوق الملكية والمخاطرة النظامية عند مستوى معنوية 5%.

2. فيما يتعلق بنسبة المديونية فإن فرضية العدم يمكن قبولها بينما يتم رفض الفرضية البديلة وذلك لأن قيمة t المحسوبة أقل من قيمة t الجدولية، وهذا يعني أنه لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة المديونية والمخاطرة النظامية عند مستوى معنوية 5%.

3. فيما يتعلق بنسبة التداول فإن فرضية العدم يمكن قبولها بينما يتم رفض الفرضية البديلة وذلك لأن قيمة t المحسوبة أقل من قيمة t الجدولية، وهذا يعني أنه لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين نسبة التداول والمخاطرة النظامية عند مستوى معنوية 5%. ولكن عند مستوى معنوية 10% فإن فرضية العدم يتم رفضها بينما يتم قبول الفرضية البديلة وذلك لأن قيمة t المحسوبة أكبر من قيمة t الجدولية عند مستوى معنوية 10%.

4. فيما يتعلق بمعدل دوران الموجودات فإن فرضية العدم يتم رفضها بينما يتم قبول الفرضية البديلة وذلك لأن قيمة t المحسوبة أكبر من قيمة t الجدولية، وهذا يعني أنه توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين معدل دوران الموجودات والمخاطرة النظامية عند مستوى معنوية 5%.

5. فيما يتعلق بربحية السهم فإن فرضية العدم يمكن قبولها بينما يتم رفض الفرضية البديلة وذلك لأن قيمة t المحسوبة أقل من قيمة t الجدولية، وهذا يعني أنه لا توجد علاقة ذات دلالة إحصائية بين ربحية السهم والمخاطرة النظامية عند مستوى معنوية 5%.

وبناءً على هذه النتائج يمكن لنا استنتاج أنه توجد علاقة بين العائد على حقوق الملكية وربحية السهم والمخاطرة النظامية في حين لا توجد علاقة بين كل من نسب المديونية ونسب التداول ومعدل دوران الموجودات والمخاطرة النظامية.

ب - الفرضية الرئيسية الثانية:

تنص الفرضية الرئيسية الثانية بصيغة العدم على عدم وجود علاقة لطبيعة النشاط (القطاع) على العلاقة بين المؤشرات المالية للشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية

والمخاطرة النظامية، بينما توجد علاقة موجبة بين نسبة التداول والمخاطرة النظامية، ولا توجد علاقة بين كل من معدل دوران الموجودات وربحية السهم والمخاطرة النظامية.

اختبار الفرضية الفرعية الثالثة (قطاع الصناعة):

تبين لنا من الجدول (5) أنه لا توجد علاقة بين كل من معدل العائد على حقوق الملكية ونسبة المديونية ومعدل دوران الموجودات ونسبة التداول والمخاطرة النظامية، بينما توجد علاقة موجبة بين ربحية السهم والمخاطرة النظامية.

اختبار الفرضية الفرعية الرابعة (قطاعات الخدمات والفنادق والزراعة):

تبين لنا من الجدول (5) أنه توجد علاقة سلبية بين نسبة المديونية والمخاطرة النظامية، ولا توجد علاقة بين كل من العائد على حقوق الملكية ونسبة التداول وربحية السهم والمخاطرة النظامية، بينما توجد علاقة موجبة بين معدل دوران الموجودات والمخاطرة النظامية.

والمخاطرة النظامية حيث تم اختبارها عن طريق نموذج الانحدار باستخدام برنامج SPSS، حيث نتفرد منها فرضيات فرعية لكل قطاع اقتصادي (نظراً لقلّة عدد الشركات في بعض القطاعات فقد تم دمجها معاً لأغراض تحليل الفرضية الفرعية الثانية-التأمين مع الاستثمار، والخدمات والفنادق والزراعة) وكما هو موضح في الجدول (5):

اختبار الفرضية الفرعية الأولى (قطاع المصارف):

تبين لنا من الجدول (5) أنه لا توجد علاقة بين كل من نسبة التداول ومعدل دوران الموجودات وربحية السهم والمخاطرة النظامية، بينما توجد علاقة موجبة بين كل من العائد على حقوق الملكية ونسبة المديونية والمخاطرة النظامية.

اختبار الفرضية الفرعية الثانية (قطاع التأمين والاستثمار):

تبين لنا من الجدول (5) أنه لا توجد علاقة بين كل من معدل العائد على حقوق الملكية ونسبة المديونية

الجدول (4)

اختبار t

المتغيرات المستقلة	t المحسوبة	t الجدولية
العائد على حقوق الملكية	-2.15	(-1.997 and + 1.997)
نسبة المديونية	-0.10	(-1.997 and + 1.997)
نسبة التداول	1.88	(-1.997 and + 1.997)
معدل دوران الموجودات	2.96	(-1.997 and + 1.997)
ربحية السهم	0.14	(-1.997 and + 1.997)

الجدول (5)

اختبار الفرضية الثانية

المتغير المستقل/ القطاع	المصارف			التأمين والاستثمار			الصناعة			الخدمات والفنادق والزراعة		
	المعامل	t المحسوبة	t الجدولية	المعامل	t المحسوبة	t الجدولية	المعامل	t المحسوبة	t الجدولية	المعامل	t المحسوبة	t الجدولية
العائد على حقوق الملكية	0.00325 9	2.39	±2.145	-	-1.68	±2.776	-8.33774	-0.41	±2.16	9.63161	0.42	±2.306
نسبة المديونية	0.00014 8	2.26	±2.145	-	-0.55	±2.776	2586395	-2.13	±2.16	0.24329 2	-2.51	±2.306
نسبة التداول	-	-0.31	±2.145	0.13917 1	4.71	±2.776	0.00373 7	0.47	±2.16	0.00000 8	0.02	±2.306
معدل دوران الموجودات	-	-1.37	±2.145	0.00123 8	1.86	±2.776	-0.00327	-0.08	±2.16	0.25295 31	3.96	±2.306
ربحية السهم	-	-1.34	±2.145	0.00499 2	0.17	±2.776	0.05920 7	2.41	±2.16	0.00430 59	1.81	±2.306

مناقشة النتائج:

2- أن المديونية والسيولة لا تشكلان أية أهمية للمستثمر في سوق العراق للأوراق المالية في عملية اتخاذ قراره الاستثماري الذي يحدد مستويات المخاطرة النظامية.

3- ان الشركات العراقية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية متباينة في ادائها المالي، مما يتبعه تباين في مستويات المخاطرة النظامية للشركات العراقية حسب اختلاف قطاعاتها الاقتصادية.

في ضوء ما تقدم من نتائج يجد الباحثان أن تباين الأداء المالي للشركات العراقية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية باختلاف القطاعات الاقتصادية التي تعمل بها الشركة، وهذا ما انعكس على مستويات المخاطرة النظامية للشركات العراقية حسب اختلاف قطاعاتها الاقتصادية.

أما فيما يخص المقارنة مع الدراسات السابقة فقد جاءت في بعض جوانبها متوافقة مع نتائج الدراسات السابقة، وجاءت في بعضها الآخر غير متوافقة، إذ نجد أن النتائج انفتحت مع دراسة (Alaghi, 2013) ودراسة (Ramezani, 2013) فيما تعلق بوجود علاقة بين مؤشرات الربحية والمخاطرة النظامية، وذلك يرجع باعتقاد الباحثين إلى أهمية مؤشر الربحية للمستثمرين في سوق العراق للأوراق المالية كونه يمثل الرقم المهم الذي يلجأ له أغلب المستثمرين.

من ناحية أخرى نجد أن النتائج انفتحت مع دراسة (Rowe & Kim, 2010) ودراسة (Al Qaisi, 2011) فيما يتعلق بعدم وجود علاقة بين نسب المديونية والمخاطرة النظامية ومع دراسة (Beaver et al., 1970) فيما يتعلق بعدم وجود علاقة بين نسب السيولة والمخاطرة النظامية، إذ يعتقد الباحثان أن السبب بذلك يرجع إلى انخفاض مستويات المديونية بشكل عام في السوق العراقي بما يؤدي إلى تقليل أهميتها في التأثير على مستويات المخاطرة مما ينعكس أيضاً على نسب السيولة.

خامساً: الاستنتاجات والتوصيات:

الاستنتاجات:

يمكن تلخيص أهم الاستنتاجات التي توصل إليها الباحثان في دراسة العلاقة بين المؤشرات المالية والمخاطرة النظامية بالنقاط التالية:

1- توجد أهمية كبيرة لمؤشر الربحية على قرارات المستثمرين في سوق العراق للأوراق المالية مما ينعكس على قراراتهم الاستثمارية التي تؤثر تأثيراً مباشراً على مستويات المخاطرة النظامية.

المراجع

أبو رحمة، س. (2009)، السيولة المصرفية وأثرها في العائد والمخاطرة، رسالة ماجستير مقدمة الى كلية التجارة، الجامعة الإسلامية. حداد، ف. (2010)، الإدارة المالية، الطبعة الثالثة، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان - الأردن.

الحسنكو، ر. (2004)، تحليل النمو وأثره في المخاطرة المالية للأسهم، رسالة ماجستير مقدمة الى كلية الادارة والاقتصاد، جامعة الموصل.

الحسني، ص. (1998)، التحليل المالي والمحاسبي، الطبعة الأولى،

التوصيات:

بناءً على استنتاجات الدراسة فإن الباحثين يقدمان التوصيات أو المقترحات التالية:-

1. الاستفادة من نتائج هذه الدراسة عند التعامل في سوق العراق للأوراق المالية من قبل المستثمرين لأن هذه النتائج تعد مؤشرات مهمة ومفيدة للمستثمر العراقي.
2. زيادة اهتمام المستثمرين والمدراء الماليين بدراسة اتجاهات المؤشرات المالية في الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية باعتبارها أداة يستدل بها في اتخاذ القرار الاستثماري الرشيد من خلال ما توفره من بيانات ومعلومات مالية وعلاقتها بالمخاطرة النظامية.
3. ضرورة نشر معلومات إضافية كعامل بيتا لأسهم الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية على موقعه الالكتروني.
4. ضرورة إعداد دليل الشركات المساهمة العامة يتضمن قيمة معامل بيتا للشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية وتوزيعها على المستثمرين والمدراء الماليين والجهات ذات العلاقة باعتبارها معلومات تساعد في اتخاذ القرار الاستثماري.
5. ضرورة استمرار البحث بالموضوع في سوق العراق للأوراق المالية.
6. ضرورة إعادة إجراء هذا البحث في فترات لاحقة وذلك للتأكد من النتائج وإمكانية المقارنة.

دار مجدلاوي للنشر، عمان - الأردن.

الخصاونة، ع. مبادئ الادارة المالية، الطبعة الأولى، دار الحامد للنشر، عمان - الأردن.

الدباغ، ض. و الحمداني، ر. (2008)، أثر المتعاملين في مخاطرة وربحية منظمات الأعمال، مجلة تنمية الرافدين، المجلد 30، العدد 91، ص ص 83-109.

زايدة، د، 2006، التسهيلات الائتمانية المتعثرة في الجهاز المصرفي الفلسطيني، رسالة ماجستير مقدمة الى كلية التجارة، الجامعة الإسلامية - غزة.

- Beaver, W., Kettler, P. and Scholes, M. (1970). The association Between Market Determined and Accounting Determined Risk Measure, The Accounting Review: 654-682.
- Bildersee, J. S. (1975). The Association Between A market Determined Measure of Risk and Alternative Measures of Risk, The Accounting Review, 50, (1): 81-98.
- Brigham, E. F., and Gapenski, L. C., Ehrhardt (1999). Financial Management, Ninth Edition, The Dryden Press , U.S.A.
- Damodaran, A. (2004). Corporate Finance, Second Edition, John Wiley and Sons , Inc.U.S.A
- Elgers, P. T. (1980). Accounting – Based Risk Prediction: Are- examination, The accounting Review, 55, (3): 389-408.
- Gangadhar V., and Babu, R. (2003). Investment Management, First Edition, Anmol Publications Pvt .New Delhi.
- Gitman, L. J. (2006). Principles of Managerial Finance, Fourth Edition, Pearson Education , Inc. U.S.A.
- Jordan, B. D., and Miller J. W. (2009). Fundamentals of Investments, Fifth Edition, McGraw- Hill. Inc, New York.
- Maynard, J. (2013). Financial accounting reporting and analysis, Oxford university press, Oxford, UK.
- Mc Enally, R. W., and Todd, R. B. (1993). Systematic Risk Behavior of Financially Distressed Firms, Journal of Business and Economics, 32, 3:3-19.
- McAlister, L., Raji S. and Kim, MinChung. (2007). Advertising, Research and Development, and Systematic Risk of the Firm, Journal of Marketing. 71, (1). 35-48.
- Parrino, R. (2009). Corporate Finance, John Wiley and Sons, Inc ,U.S.A.
- Ramezani, A., Ebrahimpour, H. and Emamgholipour, A. (2013). The Relationship between Disclosure of Market Risk and Accounting Measures of Risk, World of Sciences Journal, (4): 118–128.
- Rowe, T. and Kim, J. (2010). Analyzing the Relationship Between Systematic Risk and Financial Variables in the Casino Industry, UNLV Gaming Research and Review Journal, 14, (2):. 47-58.
- Scott, JR., David f. Keown, A. J. Martin, John D. Petty, J. William. (2001). foundations of Finance, Third Edition, McGraw-Hill, New York.
- الزبيدي، ش. (2002)، استخدام بعض مؤشرات السوق في الاستثمار بالأسهم العادية، رسالة ماجستير مقدمة الى كلية الإدارة والاقتصاد، الجامعة المستنصرية.
- شرويدر، ر. وكلارك، م. وكاثيري، ج. (2006)، نظرية المحاسبة، دار المريخ للنشر، الرياض – السعودية.
- الشماع، خ. (1992)، الإدارة المالية، الطبعة الرابعة، جامعة بغداد.
- الشماس، م. (2012)، استخدام محاسبة الحماية (التحوط) في إدارة المخاطر المالية في منشآت الأعمال " مجلة تنمية الرافدين، المجلد 34 ، العدد 107، ص ص 49-62.
- الصعدي، أ. (2011)، العوامل المؤثرة على معدل عائد السهم السوقي، رسالة ماجستير مقدمة الى كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة الأزهر – بغزة.
- عرفة، س. (2009)، إدارة المخاطر الاستثمارية، الطبعة الأولى، دار الريبة للنشر، عمان – الأردن.
- علوان، ق. (2009)، إدارة الاستثمار، الطبعة الأولى، دار الثقافة للنشر، عمان – الاردن.
- كروش، ر. (2012)، التنوع الدولي كأداة لتدنية المخاطر النظامية في حافظة الأوراق المالية، رسالة ماجستير مقدمة الى كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح – ورقلة.
- محاد، ع. (2011)، دور بطاقة الأداء المتوازن في قياس وتقييم الأداء المستدام بالمؤسسات المتوسطة للصناعات الغذائية، رسالة ماجستير مقدمة إلى كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير ، جامعة فرحات عباس بسطيف.
- مطر، م. (2009)، إدارة الاستثمارات، الطبعة الخامسة، دار وائل للنشر، عمان – الأردن.
- موسى، ش. و سلام، أ. (2011)، دراسة الجدوى الاقتصادية وتقييم المشروعات الاستثمارية، الطبعة الثانية، دار المسيرة للنشر، عمان – الأردن.
- موسى، ش. وآخرون، م. (2012)، إدارة الاستثمار، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان – الأردن.
- هندي، م. (2004)، الإدارة المالية مدخل تحليلي معاصر، الطبعة السادسة، المكتب العربي الحديث، الاسكندرية – مصر.
- Abdullah, A. M. A. (2003). The Relationship Between Commercial Banks Performance and Risk Measures, Scientific Journal of King Faisal University, 4, (2): 169- 187
- Alaghi, K. (2013). Determinants of Systematic Risk of the Listed Companies in Tehran Stock Exchange, Journal of Basic and Applied Scientific Research, 3, (1): 596-600.
- Al-Qaisi, K. M. (2011). The Economic Determinants of Systematic Risk in the Jordanian Capital Market, International Journal of Business and Social Science, 2, (20): 85-95.

Winters, D. B. Blackwell, D. W. and Griffiths, M. D. (2007). Modern Financial Markets, John Wiley and Sons, Inc ,U.S.A.

Edition, Prentice- Hall, Inc., Upper Saddle River, New Jersey.

Vos, B. (1995). Risk, Return and Price: Small Unlisted Businesses Examined, The Journal of SEAANZ, (3). (1) and (2): 112-120.

The Relationship between Financial Indicators and Systematic Risk An Empirical study at Iraqi Stock Exchange

**Ala'a A. Al-Saedi & Ali M. Hadi*

ABSTRACT

The aim of this study is to identify the relationship between the financial indicators and systematic risk, to identify the extent that the investors and other relevant parties deal with Iraqi stock exchange used the financial information reflected by financial indicators and its relation to systemic risk.

The study used sample of 73 companies listed at Iraqi stock exchange for 2 years during period 2010 and 2011. The financial performance measured by using five financial indicators while the systematic risk measured by used the market model.

The study has concluded that there is negative relationship between return on equity and systematic risk for all companies listed at Iraqi stock exchange and there is a positive relationship between assets turnover and systematic risk. Besides that, there is negative relationship between debt ratio and systematic risk for the companies at insurance, investment, services, hotels and agriculture sectors.

Keywords: Financial Indicators, Systematic risk, Iraq Stock Exchange.

* Accountant Department, Faculty of Administration and Economic, Al-Basrah University, Iraq. Received on 06/03/2015 and Accepted for Publication on 08/08/2015.