http://journals.uokerbala.edu.iq/index.php/ijas/index
Iraqi Journal for Administrative Sciences
المجلة العراقية للعلوم الإدارية

The Responsiveness of Corporate Sustainability Indicators in Explaining the Risk–Return Trade-off in Financial Markets: An Empirical Study of Iraqi Banks Listed on the Iraq Stock Exchange (2021–2024)

Hezha Abdulkareem Hussein[1] Zheen Jameel Khaleel[2] Bassam Ahmed Abdullah[3]

مدى استجابة مؤشر استدامة الشركات لتفسير ثنائية العلاقة بين العائد والخطر في السوق المالي دراسة تطبيقية على عينة من المصارف العراقية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية للمدة (2021–2024)

هيژا عبدالكريم حسين[1] ژين جميل خليل* [2] بسام احمد عبدالله[3]

1. College of Administration and Economics - University of Duhok - Duhok, Iraq-. hezha.hussein@uod.ac
2. College of Administration and Economics - University of Duhok - Duhok, Iraq. zheen.khaleel@uod.ac ***Corresponding Author**
3. College of Administration and Economics - University of Duhok - Duhok, Iraq. bassam.abdullah@uod.ac

1. كلية الإدارة والاقتصاد، قسم العلوم المالية والمصرفية، جامعة دهوك، العراق- دهوك.
2. كلية الإدارة والاقتصاد، قسم العلوم المالية والمصرفية، جامعة دهوك، العراق- دهوك. ***المؤلف المراسل**
3. كلية الإدارة والاقتصاد، قسم العلوم المالية والمصرفية، جامعة دهوك، العراق-دهوك.

CC BY NC ND

Article information

Article history: DD/MM/YY
Received:28/04/2026
Accepted: 25/05/2026
Available online: 15/06/2026

Keywords:
Financial Sustainability, Sustainable Growth Rate (SGR), Risk-Return Relationship, CAPM, Abnormal Returns

تاريخ الاستلام: 2026/04/28
تاريخ قبول النشر: 2026/05/25
تاريخ النشر: 2026/06/15

الكلمات المفتاحية
الاستدامة المالية، معدل النمو المستدام، العلاقة بين العائد والخطر، نموذجCAPM، العوائد غير الاعتيادية

Abstract **DOI: https://doi.org/10.71207/ijas.v22i88.6279**

This study examines the impact of financial sustainability, proxied by the Sustainable Growth Rate (SGR), on the risk–return relationship in a sample of banks listed on the Iraq Stock Exchange over the period 2021–2024. While the Capital Asset Pricing Model (CAPM) posits systematic risk (beta) as the primary determinant of expected returns, its explanatory power in emerging markets is often constrained by market inefficiencies, low liquidity, and high information asymmetry.

The study employs a quantitative explanatory design using panel data and Ordinary Least Squares (OLS) regression models. The empirical results indicate a significant negative effect of financial sustainability on required returns, and a significant positive effect on abnormal returns, whereas no statistically significant relationship is found with systematic risk (beta). These findings suggest that investors in the Iraqi market rely more heavily on internal sustainability indicators than on traditional market-based risk measures, reflecting limited market efficiency.

The study contributes to the financial literature by integrating financial sustainability into asset pricing frameworks and providing empirical evidence from an emerging market context. It further highlights the need for more comprehensive models that incorporate firm-level internal factors in explaining the risk–return relationship.

Citation: Abdulkareem Hussein, Hezha, Jameel Khaleel, Zheen, Ahmed Abdullah, Bassam. (2026). The Responsiveness of Corporate Sustainability Indicators in Explaining the Risk–Return Trade-off in Financial Markets: An Empirical Study of Iraqi Banks Listed on the Iraq Stock Exchange (2021–2024), *Iraqi Journal for Administrative Sciences*, 22(88), 390- 407.

الاقتباس: عبدالكريم حسين، هيژا، جميل خليل، ژين، احمد عبدالله، بسام. (2026). مدى استجابة مؤشر استدامة الشركات لتفسير ثنائية العلاقة بين العائد والخطر في السوق المالي :دراسة تطبيقية على عينة من المصارف العراقية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية للمدة (2021–2024)، *المجلة العراقية للعلوم الإدارية*، 22(88)، 390 -407.

المستخلص

يهدف هذا البحث إلى دراسة أثر الاستدامة المالية، ممثلة بمعدل النمو المستدام (SGR)، في تفسير العلاقة بين العائد والمخاطر في عينة من المصارف المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية اثناء المدة (2021–2024). وبالاستناد إلى أنموذج تسعير الموجودات الرأسمالية (CAPM)، يفترض أن المخاطر النظامية (بيتا) هي المحدد الرئيس للعائد، إلا أن خصوصية الأسواق الناشئة، ولا سيما ضعف الكفاءة وارتفاع عدم تماثل المعلومات، قد تحد من قدرة الأنموذج التفسيرية.

اعتمد البحث منهجًا كميًا تفسيريًا باستعمال بيانات مقطعية-زمنية، وتم توظيف نماذج الانحدار الخطي (OLS). وأظهرت النتائج وجود أثر سلبي معنوي للاستدامة المالية على العائد المطلوب، وأثر إيجابي على العوائد غير الاعتيادية، في حين لم تُسجل علاقة معنوية مع المخاطر النظامية. وتشير النتائج إلى أن قرارات المستثمرين في السوق العراقية تعتمد بدرجة أكبر على المؤشرات الداخلية للاستدامة المالية مقارنة بمقاييس المخاطر السوقية التقليدية، مع ما يعكسه ذلك من ضعف كفاءة السوق.

ويُسهم البحث في توسيع الأدبيات عن طريق دمج الاستدامة المالية في نماذج تسعير الموجودات، وتقديم أدلة تطبيقية من سوق ناشئة، مع التأكيد على ضرورة تطوير نماذج أكثر شمولاً تأخذ بعين الاعتبار العوامل الداخلية في تفسير العلاقة بين العائد والمخاطر.

1. المقدمة Introduction

تمثل العلاقة بين العائد والخطر إحدى الركائز الأساسية في الأدبيات المالية، إذ يُفترض أن العائد المتوقع يتحدد في ضوء مستوى المخاطر النظامية. وعلى الرغم من التوسع الكبير في الدراسات التي تناولت تفسير هذه العلاقة، لا يزال نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية (CAPM) يُعد الإطار الأكثر استخداماً في هذا المجال، إذ يفترض أن المخاطر النظامية، المقاسة بمعامل بيتا، هي المحدد الرئيس للعائد المتوقع. إلا أن الأدلة التطبيقية المتزايدة، خصوصاً في الأسواق الناشئة، تشير إلى محدودية القدرة التفسيرية لهذا الأنموذج، في ظل اعتماده على افتراضات مثالية تتعلق بكفاءة السوق، وتكامل المعلومات، وارتفاع مستويات السيولة.

وفي المقابل، اتجهت الأدبيات المالية الحديثة نحو إدماج العوامل الداخلية، مثل الاستدامة المالية، ضمن نماذج تفسير العائد والخطر، باعتبارها مؤشرات تعكس جودة الأداء، والاستقرار المالي، والقدرة على تحقيق النمو الذاتي. ومع ذلك، لا تزال هذه المقاربة غير مستكشفة بشكل كافٍ في السياق العراقي، ولا سيما في ما يتعلق بدورها في تفسير العلاقة بين العائد والخطر في القطاع المصرفي.

وبناءً على ذلك، يتكون هذا البحث من عدة محاور مترابطة لتحقيق أهدافه والإجابة عن تساؤلاته. يتناول المحور الأول الإطار المفاهيمي ومراجعة الأدبيات ذات الصلة بالعلاقة بين العائد والخطر ودور الاستدامة المالية في تفسيرها. بينما يعرض المحور الثاني منهجية البحث، بما في ذلك تصميم الدراسة، ومجتمع وعينة البحث، ومصادر البيانات، وتعريف متغيرات البحث. أما المحور الثالث فيتضمن عرض النماذج القياسية المستخدمة، وتحليل نتائجها ومناقشتها في ضوء الأدبيات ذات الصلة. ويختتم البحث بعرض أهم الاستنتاجات والمقترحات، بما يسهم في تقديم رؤية أكثر تكاملاً لدور الاستدامة المالية في تفسير العلاقة بين العائد والخطر في السوق المالية العراقية.

2. الجانب النظري Theoretical side

1.2 استدامة الشركات مع التركيز على السياق العراقي

1.1.2 مفهوم استدامة الشركات

يشكّل موضوع استدامة الشركات أحد المحاور الرئيسة في الأدبيات المالية الحديثة، نظرًا لارتباطه بقدرة الشركات على الاستمرار في تحقيق أهدافها المالية على المدى القصير والطويل، وتقليل تعرضها للأزمات المالية والضائقة الاقتصادية (Friede et al., 2015). وتُعرّف الاستدامة من منظور أعمالي على أنها قدرة الشركة على الاستمرار والنمو في بيئة تنافسية متغيرة، مع تلبية احتياجات الحاضر دون الإضرار بقدرة الأجيال القادمة على تلبية احتياجاتها، وذلك ضمن ثلاثة أبعاد مترابطة: المالية، والبيئية، والاجتماعية.

ويرتبط مفهوم الاستدامة ارتباطًا وثيقًا بمسؤولية الشركات الاجتماعية (CSR)، والتي تُفهم بوصفها مجموعة الممارسات التي تتبناها الشركات لتعزيز الحوكمة الرشيدة وتحسين شفافية المعلومات والمساءلة، استجابةً لتوقعات أصحاب المصلحة والضغوط الاجتماعية، إلى جانب البعد المالي للأداء (Sciarelli et al., 2024). وفي هذا الإطار، تُعد الاستدامة المالية مؤشرًا جوهريًا لأداء الشركات ذات التوجه الربحي، إذ تعكس قدرتها على تغطية التكاليف التشغيلية، والوفاء بالالتزامات، وتحقيق عوائد مناسبة للمساهمين، مع الاحتفاظ بموارد كافية لدعم النمو المستقبلي (Friede et al., 2015).

وتؤكد الأدبيات أن أحد الافتراضات الأساسية للاستثمار المستدام يقوم على فكرة أن "الشركات تحقق أداءً أفضل عندما تمارس سلوكًا مسؤولًا"، أي أن المسؤولية الاجتماعية تُسهم في تعظيم القيمة على المدى الطويل ضمن منظور استراتيجي ممتد. ومن الناحية الاقتصادية، قد تلجأ بعض الشركات إلى خفض التكاليف في مجالات مثل السلامة أو حماية البيئة بهدف تحسين الأرباح قصيرة الأجل، إلا أن هذا السلوك قد يخلق مخاطر مستقبلية أكبر، مثل ارتفاع تكاليف الامتثال التنظيمي أو الالتزامات البيئية، وهو ما يُشار إليه بمفهوم قصر النظر الإداري (Managerial Myopia).

وتشير الأدلة التجريبية إلى أن الشركات التي تتبنى سياسات فعالة في مجال المسؤولية الاجتماعية والاستدامة المالية غالبًا ما تحقق أداءً أفضل وتواجه مستويات مخاطر أقل، خصوصًا خلال فترات الصدمات الاقتصادية التي تؤثر سلبًا على القيمة السوقية للشركات الأخرى (Albuquerque et al., 2019). وبناءً على ذلك، تتعزز الرؤية التي تعتبر الاستدامة ليست مجرد التزام بيئي أو اجتماعي، بل أداة استراتيجية لإدارة المخاطر وتعظيم القيمة على المدى الطويل.

2.1.2 استدامة الشركات في السياق العراقي

في السوق العراقية، تواجه الشركات بيئة تشغيلية تتسم بعدم الاستقرار الاقتصادي، وتقلب أسعار النفط، وضعف البنية التحتية، إلى جانب التغيرات السياسية والاجتماعية، وهو ما يجعل قضايا الاستدامة المالية والاجتماعية أكثر إلحاحًا لتعزيز القدرة التنافسية (Athanasoglou et al., 2008). وتعمل غالبية الشركات ضمن سياق اقتصادي غير مستقر

نسبيًا، ما ينعكس في ارتفاع مستويات المخاطر التشغيلية والمالية، ويجعل من تبنّي الممارسات المستدامة والتخطيط طويل الأجل ضرورة أكثر من كونه خيارًا استراتيجيًا.

كما أن اعتماد جزء كبير من النشاط الاقتصادي على الموارد الحكومية أو الإيرادات النفطية يزيد من أهمية وجود حوكمة فعّالة وممارسات مالية مستدامة لضمان استمرارية الأعمال والحد من التأثر بالصدمات الخارجية. وتشير الأدبيات إلى أن الشركات التي تتبنى سياسات المسؤولية الاجتماعية والاستدامة تكون عادةً أكثر قدرة على التكيف مع الصدمات الاقتصادية والسياسية، مع الحفاظ على استقرار الأداء المالي وتقليل تقلبات القيمة السوقية (Albuquerque et al., 2019) (Athanasoglou et al., 2008).

وبناءً على ذلك، يمكن النظر إلى الاستدامة في السياق العراقي بوصفها إطارًا متعدد الأبعاد يشمل الجوانب المالية والاجتماعية والبيئية، وأداة استراتيجية لإدارة المخاطر وتعزيز الأداء في بيئة تتسم بعدم اليقين. ومن ثم، تكتسب دراسة استدامة الشركات أهمية متزايدة ضمن الأدبيات الاقتصادية والمالية في العراق، بوصفها مدخلًا لفهم سلوك الشركات وقدرتها على الصمود والتكيف في بيئة غير مستقرة.

2.2 مراجعة الأدبيات المالية حول ثنائية العلاقة بين العائد والخطر

تنطلق الأدبيات المالية من فرضية أساسية مفادها أن العلاقة بين العائد والمخاطرة تمثل الأساس النظري لقرارات الاستثمار وبناء المحافظ وتسعير الأدوات المالية، ولا سيما في الأسواق الناشئة التي تتسم بارتفاع مستويات عدم اليقين، مثل السوق المالية العراقية. وتقوم هذه العلاقة على مبدأ مفاده أن تحقيق عوائد أعلى يستلزم تحمل مستويات أكبر من المخاطر النظامية، مع إمكانية إدارة المخاطر الكلية عبر أدوات التنويع وكفاءة تخصيص الأصول، كما أُسّس لذلك في إطار نظرية المحفظة الحديثة لـ ماركويتز (Markowitz, 1952)، وتبلور لاحقًا ضمن نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية (CAPM) لـ شارب (Sharpe, 1964). غير أن خصوصية الاقتصاد العراقي، بما يتسم به من تقلبات كلية، واعتماد مرتفع على الإيرادات النفطية، وتغيرات مؤسسية مستمرة، تجعل هذه العلاقة أكثر تعقيدًا وأقل استقرارًا مقارنة بما تفترضه النماذج التقليدية.

وتشير الأدبيات التطبيقية إلى أن نموذج CAPM يواجه محدودية تفسيرية ملحوظة في الأسواق الناشئة، نتيجة لعدم انعكاس الأسعار لكافة المعلومات المتاحة بالشكل الكفء، الأمر الذي فتح المجال أمام نماذج متعددة العوامل لإدخال متغيرات إضافية أكثر تفسيرًا لسلوك العوائد. ومع ذلك، لا تزال هناك فجوة بحثية تتمثل في محدودية الدراسات التي تربط بين الاستدامة المالية (SGR) والعائد والخطر في السياق العراقي، إلى جانب الإفراط في الاعتماد على معامل بيتا بوصفه المقياس الرئيس للمخاطر، وتجاهل دور الاستدامة المالية كمؤشر داخلي يعكس جودة الأداء واستقرار النمو. وبناءً على ذلك، يسعى هذا البحث إلى المساهمة في سد هذه الفجوة.

وانطلاقًا مما سبق، يتناول هذا الجزء من البحث تطور نماذج تفسير العلاقة بين العائد والمخاطرة، بدءًا من النماذج التقليدية، مرورًا بنماذج العوامل المتعددة، وصولًا إلى المقاربات الديناميكية التي تفترض أن هذه العلاقة ليست ثابتة، بل متغيرة عبر الزمن وتتأثر بظروف السوق والبيئة الاقتصادية.

1.2.2 الأسس النظرية للعلاقة بين العائد والخطر

يعود التحليل الحديث للعلاقة بين المخاطرة والعائد إلى ماركويتز (Markowitz, 1952) عن طريق نظرية المحفظة الحديثة، التي عرّفت المخاطرة بأنها تباين أو انحراف عوائد الاستثمار، وأثبتت أن التنويع الفعّال يمكن أن يقلل من المخاطرة الكلية للمحفظة دون التأثير في العائد المتوقع. وقد أسهم هذا الإطار في ترسيخ فكرة أن العلاقة بين المخاطرة والعائد ليست مطلقة، وأن جزءًا مهمًا من المخاطر يمكن تخفيضه عبر التنويع دون الحاجة إلى التضحية بالعائد.

ويُعد نموذج ماركويتز في اختيار المحافظ الاستثمارية الأساس النظري لنظرية المحفظة الحديثة، حيث قدّم الإطار التحليلي الأول لفهم المفاضلة بين العائد والمخاطرة في الأسواق المالية. وانطلق النموذج من افتراض أن المستثمرين يتصفون بتجنب المخاطر ويسعون إلى تعظيم العائد المتوقع عند مستوى مخاطرة معين، أو تقليل المخاطر عند مستوى عائد محدد. ووفقًا لهذا الإطار، تُعد المحافظ الكفؤة تلك التي تقع على الحد الكفؤ، إذ لا يمكن رفع العائد دون زيادة المخاطرة. كما يوضح الأنموذج أن المخاطر يمكن تخفيضها جزئيًا عن طريق التنويع بين أصول ذات ارتباط منخفض (Markowitz, 1952).

وفي امتداد هذا التطور، يُعد أنموذج شارب (Sharpe, 1964) لتسعير الموجودات الرأسمالية (CAPM) أحد أهم الإسهامات اللاحقة، إذ نقل التحليل من مستوى المحفظة الفردية إلى مستوى توازن السوق ككل. ويفترض الأنموذج أن الأسواق تتجه نحو التوازن، وأن المستثمرين يحتفظون بمحافظ كفؤة، مما يؤدي إلى التمييز بين نوعين من المخاطر: المخاطر النظامية المرتبطة بحركة السوق ككل، والمخاطر غير النظامية التي يمكن التخلص منها عبر التنويع. وبناءً

على ذلك، يحدد CAPM العائد المتوقع لأي أصل مالي بوصفه دالة خطية في معامل بيتا (β)، الذي يقيس حساسية عوائد الأصل لتقلبات السوق. ويؤكد النموذج أن التعويض بالعائد الإضافي يقتصر على المخاطر النظامية فقط، في حين لا يتم مكافأة المخاطر القابلة للتنويع، مما يجعل العلاقة بين العائد والمخاطرة علاقة سوقية شاملة وليست خاصة بكل أصل على حدة (Sharpe, 1964).

2.2.2 الأدلة التجريبية والتوسعات النظرية

على الرغم من الأهمية النظرية لنموذج تسعير الموجودات الرأسمالية (CAPM)، إلا أن العديد من الدراسات التجريبية أثارت شكوكًا حول قدرته على تفسير العوائد الفعلية في الأسواق المالية. فقد أظهر فاما وفرينش (FAMA & FRENCH, 1992) أن معامل بيتا وحده غير كافٍ لتفسير التباين في العوائد، واقترحا نموذج العوامل الثلاثة بإضافة عاملي الحجم والقيمة إلى المخاطر السوقية. ولاحقًا، طوّر فاما وفرينش (Fama & French, 2015) هذا الإطار من خلال نموذج العوامل الخمسة، الذي أضاف عاملي الربحية (Profitability) والاستثمار (Investment) إلى العوامل السابقة، بهدف تقديم تفسير أكثر شمولًا لتباين العوائد بين الأسهم. ويعكس هذا التطور أن العوائد المتوقعة لا تتحدد وفق عامل واحد، بل تعكس مجموعة من المخاطر الاقتصادية المتداخلة، بما يؤكد الطابع متعدد الأبعاد للعلاقة بين المخاطرة والعائد (Fama & French, 2015).

وفي السياق ذاته، تشير الأدبيات التطبيقية في الأسواق الناشئة إلى أن هذه العلاقة قد تكون غير مستقرة أو ضعيفة إحصائيًا، خاصة في البيئات التي تتسم بارتفاع التقلبات أو بضعف البنية المؤسسية. فقد أشار كل من (Malik, 2015) و (Al-Hajieh et al., 2011) إلى أن العلاقة بين المخاطرة والعائد تختلف باختلاف طبيعة السوق والظروف الاقتصادية السائدة.

وفي دراسة أكثر تفصيلاً، قدّم (Malik, 2015) تحليلًا تجريبيًا أعاد عن طريقه تفسير التباين في نتائج الدراسات السابقة، والتي أظهرت علاقات موجبة أو سالبة أو غير معنوية بين المخاطرة والعائد. ويبين أن طبيعة هذه العلاقة ليست ثابتة، بل تتأثر بعدة عوامل، من بينها حالة السوق، والنموذج القياسي المستخدم في التقدير، إضافة إلى ديناميكيات تقلب العوائد التي تُنمذج غالبًا باستخدام نماذج GARCH. ويؤكد أن تجاهل السلوك الزمني للتقلبات قد يؤدي إلى نتائج مضللة تُفسَّر على أنها تناقضات نظرية، في حين أنها تعكس اختلافًا في المنهجية أو ظروف السوق (Malik, 2015). وتكمن أهمية هذه النتائج في ربطها بين الإطارين النظري والتطبيقي، وإبراز أن اختبار العلاقة بين المخاطرة والعائد يتطلب نماذج قادرة على التقاط عدم التجانس الزمني في التقلبات وظروف السوق.

ويعكس هذا التطور في الأدبيات تحولًا مهمًا في فهم العلاقة بين المخاطرة والعائد، إذ لم تعد المخاطرة تُعامل كمفهوم أحادي البعد، بل بوصفها مجموعة من المخاطر الاقتصادية والهيكلية المتداخلة التي تؤثر بصورة جماعية في العائد المتوقع.

3.2.2 الطبيعة الديناميكية للعلاقة بين العائد والخطر

تحدّت نماذج تسعير الموجودات عبر الزمن فرضية ثبات العلاقة بين المخاطرة والعائد، إذ قدّم ميرتون (Merton, 1973) امتدادًا ديناميكيًا لنموذج تسعير الموجودات الرأسمالية عن طريق الأنموذج الزمني لتسعير الموجودات (ICAPM)، والذي وسّع إطار التحليل ليشمل البعد الزمني في اتخاذ القرار الاستثماري. ووفقًا لهذا النموذج، لا يقتصر اهتمام المستثمرين على العائد المتوقع ومستوى المخاطرة في الفترة الحالية، بل يمتد ليشمل التغيرات المستقبلية في فرص الاستثمار، مثل تقلبات أسعار الفائدة، والتضخم، وظروف النمو الاقتصادي. وبناءً على ذلك، تصبح العلاقة بين العائد والمخاطرة علاقة متغيرة عبر الزمن، إذ يعكس العائد المطلوب تعويضًا عن المخاطر السوقية الحالية، إضافة إلى المخاطر المرتبطة بعدم اليقين في البيئة الاستثمارية المستقبلية (Merton, 1973). ويؤكد هذا الإطار أن المفاضلة بين العائد والمخاطرة ليست ثابتة كما تفترض النماذج التقليدية، بل ديناميكية تتأثر بتغيرات العوامل الاقتصادية الكلية عبر الزمن.

وقد عززت الأدلة التجريبية هذا الاتجاه، إذ قدّم كامبل وشيلر (Campbell & Shiller, 1988) إسهامًا مهمًا من خلال تحليل العلاقة بين نسبة التوزيعات إلى الأسعار (Dividend–Price Ratio) والعوائد المتوقعة للأسهم. وأظهرت نتائج دراستهما أن علاوات المخاطر (Risk Premia) ليست ثابتة، بل تتغير تبعًا للظروف الاقتصادية والمالية السائدة، بما يشير إلى أن العوائد المتوقعة تعكس حالات اقتصادية متباينة (State-Dependent). وبذلك، يؤكد هذا الإطار أن العلاقة بين المخاطرة والعائد علاقة ديناميكية تتأثر بالتقلبات الاقتصادية الكلية، وليست مجرد تعويض ثابت عن المخاطر كما تفترض النماذج الساكنة (Campbell & Shiller, 1988).

4.2.2 المنظور القطاعي والمؤسسي

لم تقتصر دراسات العلاقة بين المخاطرة والعائد على أسواق الأسهم، بل امتدت لتشمل القطاع المصرفي والمؤسسات المالية. فقد بيّن (Athanasoglou et al., 2008) أن أنماط المخاطر المختلفة، ولا سيما مخاطر الائتمان والسيولة، تؤثر بشكل متباين في مؤشرات الربحية مثل العائد على الموجودات (ROA) والعائد على حقوق الملكية (ROE). ويعكس هذا التباين أن العلاقة بين المخاطرة والعائد في القطاع المصرفي ليست أحادية الاتجاه، وأنه لا يتم بالضرورة تعويض جميع أنواع المخاطر بعوائد أعلى، بل يتوقف ذلك على طبيعة الخطر ومدى قدرته على التأثير في الأداء المالي للمصارف.

5.2.2 العلاقة بين العائد والخطر في سياق الأسواق المالية العراقية

تتسم العلاقة بين العائد والخطر في الأسواق المالية العراقية بخصوصية واضحة مقارنة بالأسواق المتقدمة، وذلك نتيجة تفاعل مجموعة من العوامل الهيكلية والمؤسسية والاقتصادية. فقد شهدت سوق العراق للأوراق المالية (ISX) مستويات مرتفعة من التقلب، وضعفًا في السيولة، ومحدودية في عمق السوق، وهو ما ينعكس على كفاءة تسعير الموجودات المالية ويضعف من كفاءة انتقال المخاطر إلى العوائد المتوقعة (Al-Hajieh et al., 2011).

وتشير الأدبيات التطبيقية التي اختبرت نماذج تسعير الموجودات في السياق العراقي إلى أن أنموذج تسعير الموجودات الرأسمالية (CAPM) غالبًا ما يواجه صعوبة في تفسير العلاقة بين العائد والخطر بدقة، نتيجة اعتماده على افتراضات الكفاءة السوقية وتجانس التوقعات، وهي افتراضات لا تنسجم بشكل كامل مع خصائص الأسواق الناشئة، ومنها السوق العراقية (Fama & French, 2004). وفي هذا الإطار، توصلت دراسات لاحقة إلى أن نماذج العوامل المتعددة، مثل نموذج فاما–فرنش، توفر قدرة تفسيرية أفضل لعوائد الأسهم في السوق العراقية مقارنة بالنموذج أحادي العامل، خصوصًا عند إدخال عوامل تعكس مخاطر الحجم والقيمة والمخاطر الهبوطية (Downside Risk) (Fama & French, 2015؛ (فارس، علي أحمد & أيوب، سجى محمد, 2024).

كما تتأثر المخاطر في السوق العراقية بعوامل غير مالية لا تقل أهمية، مثل عدم الاستقرار السياسي، والمخاطر الأمنية، وتقلبات أسعار النفط، ومخاطر سعر الصرف، وهو ما يؤدي إلى تضخيم علاوة المخاطرة المطلوبة من المستثمرين، ويجعل العلاقة بين العائد والخطر أكثر تعقيدًا وأقل استقرارًا عبر الزمن (Malik, 2015). وبناءً عليه، فإن تحليل هذه العلاقة في السياق العراقي يتطلب نماذج أكثر مرونة وقدرة على استيعاب الخصائص المؤسسية والاقتصادية الخاصة بالسوق.

وتشير مجمل الأدبيات إلى أن العلاقة بين العائد والخطر ليست علاقة خطية بسيطة، بل علاقة ثنائية الطابع؛ إذ يفترض من جهة أن ارتفاع المخاطر يستلزم عوائد متوقعة أعلى، لا سيما في ما يتعلق بالمخاطر النظامية، بينما يمكن من جهة أخرى تخفيض جزء من المخاطر عبر التنويع والإدارة الفعالة للمحافظ دون التأثير في العائد المتوقع. كما تؤكد الدراسات الحديثة أن هذه العلاقة متعددة الأبعاد وديناميكية، وتتأثر بعوامل هيكلية وسلوكية واقتصادية متداخلة، وهو ما يعزز أهمية مواصلة البحث في البيئات الناشئة والانتقالية مثل العراق، حيث تتفاقم هذه التعقيدات بفعل المخاطر المؤسسية والاقتصادية، بما يستدعي استخدام نماذج تسعير موسعة وأساليب قياسية متقدمة لفهم العلاقة بين العائد والخطر بصورة أكثر دقة وواقعية.

3.2 التكامل بين العائد والخطر واستدامة الشركات

1.3.2 التكامل بين العائد والخطر والاستدامة في الأسواق المالية

تلعب استدامة الشركات (Sustainability) دورًا محوريًا في تقليل المخاطر المالية وتعزيز استقرار العوائد على المدى الطويل، إذ لا تُعد مجرد التزام بيئي أو اجتماعي، بل إطارًا استراتيجيًا يسهم في رفع كفاءة إدارة المخاطر وتعزيز القدرة على التكيف مع تقلبات الأسواق. وفي هذا السياق، تشير الأدبيات إلى أن الشركات التي تتبنى مؤشرات الاستدامة، بما في ذلك أبعاد البيئة والمجتمع والحوكمة (ESG)، تميل إلى التعرض بدرجة أقل لكل من المخاطر النظامية وغير النظامية، مع تحقيق مستويات أكثر استقرارًا من العوائد في البيئات السوقية المتقلبة (Albuquerque et al., 2019).

وبناءً على ذلك، يمكن النظر إلى مؤشر استدامة الشركات بوصفه أداة تفسيرية محتملة لثنائية العلاقة بين العائد والخطر، من خلال دمج الأبعاد المالية مع الأداء البيئي والاجتماعي والحوكمي، بما يتيح فهمًا أكثر شمولًا لديناميكية المخاطر والعوائد في الأسواق المالية.

ويمكن تصور العلاقة بين المخاطرة والعائد والاستدامة على أنها شبكة مترابطة:

- المخاطرة المالية :تحدد مستوى العائد المطلوب للمستثمرين، وتشمل المخاطر النظامية وغير النظامية (Markowitz, 1952) (Sharpe, 1964).

- استدامة الشركات :تعمل كآلية تخفيف للمخاطر، من خلال تحسين حوكمة الشركات، الشفافية، والمسؤولية الاجتماعية (Sciarelli et al., 2024).
- العائد المتوقع :يتأثر بالمخاطر والاستدامة معًا؛ الشركات المستدامة تحقق عوائد مستقرة وطويلة الأجل مقارنة بالشركات التي تتجاهل الأبعاد الاجتماعية والبيئية (Albuquerque et al., 2019).

وفي هذا الإطار، يمكن لمؤشر الاستدامة أن يساعد في تفسير لماذا بعض الشركات تحقق عوائد أعلى رغم تعرضها لمستويات عالية من المخاطر، وأيضًا لماذا الشركات التي تتسم بقيم استدامة منخفضة قد تواجه مخاطر أكبر وانخفاض العوائد.

2.3.2 السياق العراقي واهمية التكامل

في السوق المالية العراقية، تواجه الشركات تحديات اقتصادية وسياسية متعددة، مثل تقلب أسعار النفط، ضعف البنية التحتية، وعدم الاستقرار السياسي، ما يجعل إدارة المخاطر والاستدامة ضرورة استراتيجية (Athanasoglou et al., 2008).

اعتماد الشركات العراقية على مؤشرات الاستدامة، بما في ذلك حوكمة الشركات والممارسات الاجتماعية والبيئية، يعزز مرونتها المالية ويقلل المخاطر المرتبطة بتقلبات السوق .كما أن دمج هذه المؤشرات في تحليل العلاقة بين المخاطرة والعائد يساعد على تفسير ثنائية العلاقة في السوق المالي العراقي، ويوفر أداة عملية للباحثين والمستثمرين لتقييم الأداء المستدام للشركات ضمن بيئة غير مستقرة.

وفي الخلاصة يمكن القول إن مؤشر استدامة الشركات يشكل حلقة وصل بين المخاطرة والعائد، إذ :

- يقلل المخاطر النظامية وغير النظامية للشركة.
- يعزز العوائد المستقرة على المدى الطويل.
- يساهم في تحسين المرونة المالية والقدرة التنافسية، خصوصًا في بيئة اقتصادية غير مستقرة مثل العراق.

وبالتالي، فإن دمج المخاطرة، العائد، والاستدامة يشكل إطارًا متكاملاً لتفسير سلوك الشركات في الأسواق المالية الحديثة، ويعطي الباحثين أداة لفهم العلاقة الثنائية بين المخاطرة والعائد في ظل مؤشرات الاستدامة.

3. المنهجية Methodology

يقدّم هذا البحث إطاراً تحليلياً متقدماً يدمج بين النماذج التقليدية والعوامل الداخلية، بما يعكس التحول في الأدبيات المالية نحو فهم أكثر شمولاً للعلاقة بين العائد والخطر، خاصة في البيئات السوقية غير الكفوءة.

1.3 مشكلة الدراسة Study problem

تمثل السوق المالية العراقية حالة نموذجية لبيئة سوقية تعاني من اختلالات هيكلية، تتمثل في ضعف كفاءة السوق، وانخفاض مستويات التداول، وارتفاع درجة عدم تماثل المعلومات، وهو ما يحدّ من فاعلية النماذج التقليدية في تفسير سلوك العوائد. وفي هذا السياق، قد لا يعكس الاعتماد الحصري على معامل بيتا بوصفه مؤشرًا للمخاطر طبيعة المخاطر الفعلية التي تواجه المؤسسات المالية، ولا سيما المصارف.

وانطلاقاً من ذلك، يسعى هذا البحث إلى معالجة الإشكالية التالية: إلى أي مدى يمكن لمعدل النمو المستدام (SGR) أن يفسر العلاقة بين العائد والخطر في المصارف العراقية، مقارنةً بالنماذج التقليدية القائمة على المخاطر النظامية؟

2.3 أهمية الدراسة والفجوة البحثية Importance of study and research gap

على الرغم من الاهتمام الواسع في الأدبيات المالية بالعلاقة بين العائد والخطر في الأسواق المتقدمة، فإن الدراسات المتعلقة بالأسواق الناشئة، ولا سيما السوق العراقية، ما تزال تعاني من فجوات بحثية جوهرية تتمثل في استمرار الاعتماد شبه الحصري على نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية (CAPM) ومعامل بيتا دون التحقق الكافي من صلاحيته في بيئات تتسم بضعف كفاءة السوق وارتفاع عدم تماثل المعلومات، فضلاً عن محدودية إدماج العوامل الداخلية في نماذج التفسير، مثل الاستدامة المالية (SGR)، رغم ما تشير إليه الأدبيات الحديثة من دور متزايد لهذه المؤشرات في عكس جودة الأداء والاستقرار المالي والقدرة على النمو الذاتي، إضافة إلى النقص الواضح في الأدلة التطبيقية ضمن السياق العراقي، خصوصاً في القطاع المصرفي، وضعف تناول الاستدامة المالية كإشارة معلوماتية قادرة على تفسير العوائد غير الاعتيادية في الأسواق غير الكفوءة. وبناءً على ذلك، يسعى هذا البحث إلى سد هذه الفجوة عن طريق تقديم إطار تحليلي يدمج بين المحددات السوقية والداخلية في تفسير ثنائية العلاقة بين العائد والخطر في البيئة المصرفية العراقية.

3.3 اهداف الدراسة Study objectives

يمثل الهدف الرئيس لهذا البحث في تحليل الدور التفسيري لمعدل النمو المستدام (SGR) في العلاقة بين العائد والخطر في المصارف العراقية، إلى جانب تقييم مدى كفاية النماذج التقليدية، ولا سيما نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية (CAPM)، في تفسير هذه العلاقة ضمن بيئة تتسم بخصائص الأسواق الناشئة. وفي هذا الإطار، تتفرع أهداف البحث لتشمل اختبار أثر الاستدامة المالية (SGR) على معدل العائد المطلوب، وتحليل علاقتها بالمخاطر النظامية (Beta)، ودراسة تأثيرها في العوائد غير الاعتيادية بوصفها انعكاساً لدرجة كفاءة السوق، فضلاً عن تقييم مدى استجابة السوق المالية العراقية للمعلومات المرتبطة بالاستدامة المالية، وصولاً إلى تطوير إطار تفسيري تكاملي يجمع بين المحددات السوقية والعوامل الداخلية في تفسير العلاقة بين العائد والخطر في القطاع المصرفي العراقي.

4.3 مجتمع وعينة البحث Research population and sample

يمثل مجتمع البحث المصارف المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية. وقد اقتصرت عينة الدراسة على ثمانية مصارف مدرجة، هي: مصرف الاستثمار العراقي، مصرف آشور الدولي للاستثمار، المصرف الأهلي العراقي، مصرف بغداد، المصرف التجاري العراقي، مصرف الخليج التجاري، مصرف الموصل للتنمية والاستثمار، ومصرف العراق الأول. وقد تم اختيار هذه العينة بأسلوب المعاينة القصدية (Purposive Sampling)، لكونها من أكثر المصارف نشاطًا وتداولًا ضمن مؤشر القطاع المصرفي، إضافة إلى توفر بياناتها المالية والسوقية بشكل منتظم خلال مدة الدراسة (2021–2024)، واستمرارية إدراج أسهمها دون انقطاع.

ويعكس هذا الاختيار حرص البحث على ضمان اتساق السلاسل الزمنية ودقة التقديرات القياسية، خصوصًا في ظل محدودية البيانات المتاحة في سوق العراق للأوراق المالية. كما يبرر التركيز على القطاع المصرفي كونه قطاعًا محوريًا في النظام المالي ومرتبطًا بشكل مباشر بالاستقرار الاقتصادي، فضلًا عن تمتعه بمستوى أعلى نسبيًا من الإفصاح والشفافية مقارنة بالقطاعات الأخرى، مما يعزز موثوقية البيانات المستخدمة. وبناءً عليه، يحقق اختيار هذه العينة توازنًا بين التمثيل الواقعي للسوق وإمكانية تطبيق الأساليب القياسية بكفاءة، بما يدعم قوة النتائج وقابليتها للتفسير في سياق خصوصية السوق المالية العراقية.

5.3 المقاييس المستخدمة وأساليب جمع البيانات في الدراسة

Measures used and data collection methods in the study

اعتمد البحث على بيانات ثانوية جُمعت من مصادر رسمية وموثوقة، بما يضمن دقة التحليل وموثوقية النتائج. فقد تم الحصول على البيانات السوقية، ولا سيما أسعار الأسهم ومؤشرات التداول، من (سوق العراق للأوراق المالية)، في حين استُخدمت بيانات البنك المركزي العراقي لتوفير المؤشرات النقدية والمالية ذات الصلة (البنك المركزي العراقي, 2024) (البنك المركزي العراقي, 2023) (البنك المركزي العراقي, 2022) (البنك المركزي العراقي, 2021) . كما تم الاعتماد على التقارير المالية السنوية الصادرة عن المصارف عينة الدراسة لاستخراج البيانات المحاسبية اللازمة لقياس المتغيرات. ويسهم هذا التكامل بين المصادر المختلفة في تعزيز اتساق البيانات ورفع جودة القياس، بما يدعم تحقيق أهداف البحث ومتطلبات التحليل القياسي.

يستند هذا البحث إلى مجموعة من المتغيرات التي تم تحديدها بما ينسجم مع أهدافه وإطاره النظري. حيث تم اعتماد معدل النمو المستدام (SGR) بوصفه المتغير المستقل، لكونه يعكس قدرة المصرف على تحقيق النمو بالاعتماد على موارده الذاتية، ويجسد مستوى الاستدامة المالية. في حين تمثلت المتغيرات التابعة في معدل العائد المطلوب (Ri)، الذي يعبر عن العائد المتوقع من قبل المستثمرين، والمخاطر النظامية (Beta)، التي تقيس درجة حساسية عوائد السهم لتقلبات السوق، إضافة إلى العوائد غير الاعتيادية (AR)، التي تمثل الفرق بين العائد الفعلي والعائد المتوقع، وتُستخدم كمؤشر على كفاءة السوق وسرعة استجابته للمعلومات.

نظراً لعدم وجود سياسة توزيع أرباح منتظمة في المصارف العراقية عينة الدراسة، فإن نسبة التوزيعات (Payout Ratio) في معظم السنوات تساوي صفراً، وبالتالي فإن SGR ≈ ROE. وعليه، يمثل SGR في هذا البحث مؤشراً للربحية والقدرة على النمو الذاتي، حيث تُعد المصارف ذات ROE المرتفع أكثر قدرة على تمويل نموها داخلياً دون الاعتماد المفرط على مصادر خارجية.

6.3 بناء الفرضيات Building Hypotheses

الفرضية الرئيسية الأولى H1: توجد استجابة معنوية لمؤشر استدامة الشركات (SGR) في تفسير ثنائية العلاقة بين العائد والخطر في المصارف العراقية للمدة (2021–2024)

الفرضية الفرعية الأولى H1-1: توجد تأثير معنوي لمعدل النمو المستدام (SGR) على العائد المطلوب في المصارف العراقية.

الفرضية الفرعية الثانية H1-2: يوجد تأثير معنوي لمعدل النمو المستدام (SGR) على العوائد غير الاعتيادية في المصارف العراقية.

الفرضية الفرعية الثالثة H1-3: لا يوجد تأثير معنوي لمعدل النمو المستدام (SGR) على المخاطر النظامية (بيتا) في المصارف العراقية.

4. الجانب العملي Practical Side

1.4 تهيئة البيانات لتحليل النتائج

تم الاعتماد على البيانات المتوفرة في تقارير المصارف العراقية المساهمة وتقارير البنك المركزي العراقي في النشرات الإحصائية السنوية للحصول على اسعار الفائدة وخلال المدة من 2021 إلى 2024، وكما يأتي:

1.1.4 مؤشر الاستدامة المالية

تم قياس استدامة المصارف بالاعتماد على نموذج Higgens 's Model خلال المدة 2021 إلى 2024، حيث تقوم فكرة النموذج للإجابة على التساؤل حول (ما هو معدل النمو الذي تستطيع الشركة تحقيقه دون الحاجة إلى تمويل خارجي إضافي من ديون او اصدار اسهم جديدة) ويستخدم هذا النموذج لأغراض متعددة مثل تقييم الجدارة الائتمانية للمصارف، فإذا كان معدل النمو الفعلي للمصرف او الشركة اكبر من نموذج SGR ، فإن المؤسسات المالية مستعدة لتقديم قروض للمصرف او الشركة او تقديم المساعدة المالية عند حاجتها الى اصدار اسهم جديدة، أما اذا كان معدل النمو الفعلي اقل من SGR فسيتعين على المصرف استثمار فوائضها النقدية المتراكة (Amouzesh et al., 2011) وكما يأتي:

$$SGR = \frac{P \times (1-R) \times (1+L)}{A - [P \times (1-R) \times (1+L)]} \dots\dots\dots (1)$$

إذ أن:

SGR: يمثل مؤشر استدامة الشركة (المصرف).

P: هامش الربح بعد الضريبة

R: نسبة الربح الموزعة الى حقوق الملكية

L: نسبة اجمالي الديون الى حقوق الملكية.

A: نسبة اجمالي الموجودات الى اجمالي المبيعات

يتم الحكم على مستوى الاستدامة المالية للمصارف من خلال مقارنة قيم معدل النمو المستدام(SGR) ، مع النمو الفعلي حيث تشير القيم السالبة إلى ضعف الاستدامة، بينما تعكس القيم الموجبة قدرة جيدة على تحقيق النمو الذاتي، في حين تعد القيم الموجبة المرتفعة جداً مؤشراً مزدوجاً يجمع بين فرص النمو وارتفاع مستوى المخاطر.

وقد تم تطبيق معدل النمو المستدام (SGR) على المصارف (عينة البحث) وفق المعادلة اعلاه وبواقع (32) مرات، بواقع مرة واحدة لكل مصرف من المصارف عينة الدراسة سنوياً، وذلك بالاعتماد على البيانات اليومية التي تم الحصول عليها من سوق العراق للأوراق المالية.

ولقياس النمو الفعلي لكل مصرف، اعتمد الباحثون على معدل النمو لاجمالي الموجودات بهدف بيان موقع المصارف عينة البحث وفقا لمؤشر SGR، وفق المعادلة ادناه:

$$At = \left(\frac{at - at-1}{at-1}\right) \dots\dots\dots (2)$$

إذ إن:

At: معدل النمو لاجمالي الموجودات

at: اجمالي الموجودات للسنة الحالية

$at\text{-}1$: اجمالي الموجودات للسنة السابقة

2.1.4 مؤشر الخطر النظامي

تعد المخاطر النظامية نوع من أنواع المفاجآت، والتي تؤثر على العديد من الموجودات وبشكل متفاوت، ولهذا النوع من المخاطر آثار كبيرة على مستوى السوق المالي، ولهذا تسمى أحياناً بمخاطر السوق، والتي تختلف عن المخاطر غير النظامية التي قد تصيب موجود واحد بشكل فردي أو شركة واحدة فقط. ويعد عدم اليقين بشأن الظروف الاقتصادية مثل الناتج المحلي الإجمالي أو أسعار الفائدة أو التضخم، أمثلة على المخاطر النظامية التي قد تؤثر على عمل الشركات ككل، فضلاً عن الظروف السياسية والتي قد تؤثر بدورها على جميع الشركات تقريباً ولكن بدرجة متفاوتة من خلال تأثيرها على قيمة الموجودات التي تمتلكها الشركات (Ross et al., 2022). لذا سيتم اعتماد بيتا كمقياس للمخاطر

النظامية التي تواجه جميع المصارف العاملة في سوق العراق للأوراق المالية، عن طريق الاعتماد على مؤشر سعر الاغلاق للمصارف عينة البحث مع مؤشر السوق واثناء مدة البحث في سوق العراق للأوراق المالية، إذ تعد بيتا مقياساً لحساسية السهم تجاه السوق وهو معامل إحصائي مشتق من تحليل الانحدار الخطي بين عوائد السهم وعوائد السوق ككل. لذا فقد تم الاعتماد على مؤشر سعر الاغلاق كمؤشر يمثل المصارف المساهمة العاملة في العراق وعلى مؤشر سوق العراق والأوراق المالية لمعرفة تقييم درجة المخاطرة التي تواجه قطاع المصارف العراقية والذي يعد أساساً في اتخاذ القرارات الاستثمارية لهذه المصارف، عبر معرفة إلى أي مدى سيتحرك مؤشر أسهم هذه المصارف إذا تحرك السوق صعوداً ونزولاً. ويتم قياسه كما يأتي:

$$Beta = \frac{cov\ (Ri, Rm)}{Var\ (Rm)} \dots\dots\dots (3)$$

إذ أن:

Beta: معامل بيتا (مؤشر درجة حساسية مؤشر المصرف تجاه التقلب في عوائد محفظة السوق).

$cov\ (Ri, Rm)$: التباين المشترك بين عائد مؤشر المصرف وعائد محفظة السوق.

$Var\ (Rm)$: التباين لعائد محفظة السوق.

تم الاعتماد على البيانات اليومية لنشرات سوق العراق للأوراق المالية لكل من مؤشر المصرف ومؤشر السوق ككل للحصول على البيانات الخاصة لاحتساب المخاطر النظامية (بيتا) اي بواقع 200 مشاهدة في السنة على مدى كل عام وخلال مدة البحث 2021-2024، ليتناسب مع المشاهدات السنوية لمؤشرات استدامة الشركة الذي تم احتسابه بشكل سنوي. وقد تم تطبيق معادلة (بيتا) على المصارف (عينة البحث) وفق المعادلة اعلاه وبواقع (32) مرات، بواقع مرة واحدة لكل مصرف من المصارف عينة الدراسة سنوياً.

3.1.4 مؤشر العوائد غير الاعتيادية

تمثل العوائد غير الاعتيادية الفرق بين العائد الفعلي والعائد المتوقع للسهم، حيث تعكس مدى قدرة السوق على تسعير المعلومات المتاحة بشكل كفوء. وتشير القيم الموجبة إلى تحقيق عوائد تفوق المتوقع، في حين تدل القيم السالبة على أداء دون المستوى المتوقع. قد يمثل العائد المعدل لشركة معينة العائد الناتج حصريًا عن عمليات الشركة ومخاطرها الخاصة ويحتسب كما يأتي(Pimentel, 2015) :

$$Rt = ln\left(\frac{Pt}{Pt-1}\right) \dots\dots\dots (4)$$

إذ أن:

Rt: العوائد غير الاعتيادية للمصرف

$ln\left(\frac{Pt}{Pt-1}\right)$: اللوغاريتم الطبيعي لسعر اغلاق السهم في نهاية الشهر الى سعر الاغلاق في بداية الشهر.

وقد تم تطبيق مؤشر العوائد غير الاعتيادية (Rt) على المصارف (عينة البحث) وفق المعادلة اعلاه وبواقع (32) مرات، بواقع مرة واحدة لكل مصرف من المصارف عينة الدراسة سنوياً، وذلك بالاعتماد على البيانات اليومية التي تم الحصول عليها من سوق العراق للأوراق المالية.

4.1.4 مؤشر معدل العائد المطلوب

إن قياس الخطر الذي يرافق القرار الاستثماري يشكل أهمية كبيرة في عملية اتخاذ القرار المالي، وهذا يمكن قياسه من خلال أنموذج تسعير الموجود الرأسمالي Capital Assets Pricing Model والذي يطلق عليه اختصاراً CAPM من أجل استخدام معلمة بيتا (βeta) المحتسبة من الأنموذج لقياس الخطر النظامي المحتسب، والذي يمكن احتسابه من المعادلة الآتية (الجميل، سرمد كوكب., 2018):

$$Ri,t - Rf,t = \alpha i + \beta\ (Rm,t - Rf,t) + \varepsilon i,t \dots\dots\dots\dots\dots (5)$$

إذ إن:

Ri,t: العائد المتوقع لسهم الشركة (i) في السنة (t).

Rf,t : عائد السهم الخالي من المخاطرة.

β : معامل بيتا ويمثل الخطر المنتظم للورقة المالية.

Rm,t: عائد السوق.

وقد تم تطبيق أنموذج تسعير الموجود الرأسمالي على المصارف (عينة البحث) وفق المعادلة اعلاه وبواقع (32) مرات، بواقع مرة واحدة لكل مصرف من المصارف عينة الدراسة سنوياً، وذلك بالاعتماد على البيانات اليومية التي تم الحصول عليها من سوق العراق للأوراق المالية، وذلك باتباع الخطوات الآتية:

- تم الاعتماد على أسعار الاغلاق اليومية لأسهم المصارف عينة البحث من تاريخ 2021/1/3 لغاية نهاية السنة المالية، وذلك من أجل التوصل الى احتساب العائد المتوقع للسهم لكل مصرف، وفق الصيغة الآتية:

$$Rt = \left(\frac{Pt - Pt-1}{Pt-1}\right) \dots\dots (5)$$

إذ إن:

Rt: معدل العائد اليومي للسهم.

Pt : سعر الاغلاق اليومي الحالي.

$Pt\text{-}1$: سعر الاغلاق اليومي السابق.

- تم الاعتماد على العوائد اليومية لمؤشر السوق بوصفه مؤشراً يدل على عائد المحفظة لسوق العراق للأوراق المالية، من خلال احتساب المعادلة الآتية:

$$Rt = \left(\frac{It - It-1}{It-1}\right) \dots\dots (6)$$

إذ إن:

Rt : عائد مؤشر السوق.

It : قيمة مؤشر السوق اليومي الحالي.

$It\text{-}1$: قيمة مؤشر السوق اليومي السابق.

- تم الاعتماد على متوسط أسعار الفائدة على الايداع بالدينار العراقي المعتمدة في النشرات السنوية للبنك المركزي العراقي.

الجدول (1) حساب متوسط المؤشرات لمتغيرات البحث لمصارف العينة للمدة 2021-2024[1]

المصرف	معدل العائد المطلوب	الخطر النظامي (Beta)	العوائد غير الاعتيادية	الاستدامة المالية SGR	معدل نمو الموجودات
الاستثمار	4.797	-0.040	0.002	0.014	0.086
اشور	4.610	-0.003	0.002	0.021	0.098
الاهلي	4.062	0.121	0.009	0.032	0.576
بغداد	3.059	0.337	0.023	0.052	0.272
التجاري	4.681	-0.025	0.004	0.040	-0.030
الخليج	5.258	**-0.139**	0.009	-0.001	0.060
الموصل	5.561	-0.225	-0.006	0.007	0.244
العراق	4.826	-0.042	0.010	0.024	0.346

المصدر: من اعداد الباحثين بالاعتماد على المعادلات الواردة داخل متن البحث.

يبين الجدول (1) متوسطات مؤشر المتغير المستقل المتمثل بـ الاستدامة المالية والمتغيرات المعتمدة (معدل العائد المطلوب والخطر النظامي والعوائد غير الاعتيادية)، كما تم احتساب متوسط معدل كل من نمو الموجودات ونمو الارباح للحكم على مستوى الاستدامة المالية لكل مصرف. نلاحظ من الجدول:

1. أن متوسط الخطر النظامي اثناء سنوات البحث لمصارف العينة ظهرت بقيمة سالبة باستثناء مصرفي الاهلي وبغداد وهي قيمة نادرة الحدوث، وتعني أن مؤشر أسهم هذه المصارف تتحرك بعكس اتجاه حركة السوق، أي عند ارتفاع السوق سينخفض مؤشر هذه المصارف بنفس النسبة وبالعكس، وهو ما يعني نظرياً أن هذه المصارف قد تمثل أداة تحوط تقلل من المخاطر الكلية للمحفظة الاستثمارية. إلا أن هذه النتيجة يمكن تفسيرها في سياق السوق المالية العراقية بضعف كفاءة السوق وانخفاض مستويات التداول، الأمر الذي قد يؤدي إلى تقدير غير دقيق لمعامل بيتا، فضلاً عن أن طبيعة النشاط المصرفي قد تجعل عوائده أقل ارتباطاً بحركة السوق بشكل مباشر، كما وان قيمة بيتا لجميع مصارف العينة أقل من الواحد الصحيح، وهذا يعني أن هذه المصارف أقل تقلباً من مؤشر سوق العراق للأوراق المالية ككل، أي أن المخاطر النظامية التي تواجه

[1] انظر الى الملحق (1) للاطلاع على تفاصيل احتساب متغيرات البحث لكل مصرف على حدة.

مصارف العينة أقل من المخاطر الكلية التي تواجه السوق، وهذا مؤشر جيد يدل على استقرار المخاطر النظامية.

2. تُظهر نتائج معدل العائد المطلوب المحسوب وفق نموذج CAPM تبايناً صغيراً بين المصارف عينة البحث، حيث سجل مصرفي الخليج والموصل مستويات مرتفعة من العائد المطلوب مقارنة ببقية مصارف العينة، مما يعكس إدراك المستثمرين لارتفاع مستوى المخاطر المرتبطة بها، في حين سجلت مصارف أخرى مستويات منخفضة نسبياً، بما يشير إلى انخفاض المخاطر المدركة. إلا أن هذه النتائج لا تنسجم بشكل كامل مع قيم معامل بيتا، مما يدل على محدودية قدرة النموذج في تفسير العائد في السوق العراقية، ويعزز من أهمية العوامل الداخلية مثل الاستدامة المالية في تحديد العائد المطلوب، وبالفعل نلاحظ انخفاض مؤشر الاستدامة المالية لمصرفي الخليج والموصل بنسبة أكبر من بقية المصارف ما يعني وجود مخاطر اعلى وعليه المطالبة بمعدل عائد اعلى.
3. تظهر نتائج العوائد غير الاعتيادية وجود قيم موجبة لمعظم المصارف عينة البحث، مما يشير إلى تحقيق عوائد فعلية تفوق المستويات المتوقعة، في حين سجلت بعض المصارف قيماً سالبة تعكس ضعف الأداء السوقي. كما يتضح وجود اتجاه طردي بين معدل الاستدامة المالية للشركات (SGR) وهذه العوائد، الأمر الذي يدل على أن المصارف التي تتمتع بدرجة أعلى من الاستدامة المالية تحقق أداءً سوقياً أفضل مثل مصرف بغداد وبالعكس كما في مصرف الموصل. ويمكن تفسير ذلك بكون الاستدامة المالية تمثل إشارة إيجابية للمستثمرين، إلا أن هذه المعلومات لا يتم تسعيرها بشكل فوري في السوق، مما يؤدي إلى ظهور عوائد غير اعتيادية.
4. تم تقييم مستوى الاستدامة المالية للمصارف عينة الدراسة عن طريق مقارنة معدل النمو المستدام مع معدل نمو الموجودات بوصفه ممثلاً للنمو الفعلي. وأظهرت النتائج أن غالبية المصارف تحقق معدلات نمو في الموجودات تفوق معدل النمو المستدام، مما يشير إلى اعتمادها على مصادر تمويل خارجية لتمويل هذا التوسع وفي حالة المصارف هذه فإن الاعتماد يكون على الودائع، وهو ما قد يؤدي إلى زيادة مستوى المخاطر المالية. في المقابل، أظهر المصرف التجاري مستويات نمو أقل من قدرتها المستدامة، مما يعكس وجود طاقات تمويلية غير مستغلة. وعليه، تعكس هذه المقارنة مدى التوازن أو الاختلال بين النمو الفعلي والقدرة التمويلية الذاتية للمصارف.

5.1.4 اختبار التوزيع الطبيعي

يهدف اختبار التوزيع الطبيعي الى معرفة شكل التوزيع لبيانات البحث والمتكونة من المتغير المستقل (معدل النمو المستدام) والمتغيرات المعتمدة (معدل العائد المطلوب، المخاطر النظامية، العوئد غير الاعتيادية) كونه احد شروط تحليل الانحدار بموجب الانموذج القياسي يتطلب ان تكون البيانات تتبع التوزيع الطبيعي اذ هناك اختبارات متعددة منها معامل الالتوء ومعامل التفلطح واختبار معامل جاكيبيرا الذي يجمع بين الاختبارين السابقين وقد جرى تنفيذ هذا الاختبار على بيانات ومتغيرات البحث وبينت نتائج تحليل التوزيع الطبيي لبيانات متغيرات المصارف عينة البحث ومؤشراتها المذكورة ان قيم مستوى المعنوية لاختبار جاكيبيرا ولكافة المؤشرات كانت اكبر من مستوى المعنوية (0.05) ولجميع المصارف عينة البحث مما يدل على ان تلك البيانات تتبع التوزيع الطبيعي، مما يعني انها مستوفية لهذا الشرط الخاص بالتحليل القياسي كما مثبت في الجدول (2).

الجدول (2) اختبار التوزيع الطبيعي لمتغيرات البحث

المؤشر	قيمة معامل الالتواء	معامل التفلطح	معامل جاكيبيرا	الاحتمالية
معدل النمو المستدام (DSGR)	0.346	2.562	0.671	0.7148
معدل العائد المطلوب (Ri)	0.505	4.561	4.612	0.0996
المخاطر النظامية (Beta)	-1.057	6.314	20.604	0.0634
العوائد غير الاعتيادية (logR)	0.665	3.731	3.074	0.2150

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews

6.1.4 اختبار استقرارية السلسلة الزمنية لمتغيرات البحث

الجدول (3) ملخص نتائج Levin- Lin Chu لاستقرارية السلاسل الزمنية لمتغيرات البحث

المتغيرات	جذر الوحدة	الاحتمالية (0.05)	القرار
معدل النمو المستدام	-2.80096	0.0025	مستقر عند الفرق الاول
معدل العائد المطلوب	-22.6149	0.0000	مستقر عند المستوى
المخاطر النظامية	-29.2475	0.0000	مستقر عند المستوى
العوائد غير الاعتيادية	-1.96504	0.0247	مستقر عند المستوى

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews

يتضح من خلال الجدول (3) أنه حسب اختبار (LLC) للمتغيرات المعتمدة (معدل العائد المطلوب والمخاطر النظامية والعوائد غير الاعتيادية) تعطي درجة سكون متطابقة في المستوى (Level)، الامر الذي يشير الى انها متكاملة من الدرجة نفسها، فيما كان المتغير المستقل معدل النمو المستدام مستقر بعد اخذ الفرق الاول.

5. اختبار الفرضيات ومناقشة النتائج Hypothesis Testing and Discussion

1.5 تقدير انموذج البحث في المتغير المعتمد

يبين الجدول (4) نتائج معادلات الانحدار الخطي البسيط لقياس الأثر في معدل العائد المطلوب (Ri) والمخاطر النظامية (Beta) والعوائد غير الاعتيادية (loqR) خلال مدة البحث 2021-2024، بوصفها متغيراً معتمدة مع المتغير التفسيري الاستدامة المالية للشركة (معدل النمو المستدام) SGR التي قد تؤخذ بنظر الاعتبار من قبل المستثمرين والمحللين الماليين عند تحليل ربحية الشركة أو التنبؤ بالوضع المالي للشركة.

تم رفض الانموذج الثابت في معادلة الانحدار الخطي البسيط بين المتغير المستقل (معدل النمو المستدام) والمتغير المعتمد (معدل العائد المطلوب) استناداً الى الاحتمالية المقدرة لها والتي بلغت اكبر من (0.05)، بينما يتم قبول النموذجين الاخرين التي كانت قيمة الاحتمالية للبحث اقل من (0.05). كما مثبت في الجدول (4).

اما بخصوص معادلة الانحدار الخطي البسيط بين المتغير المستقل (معدل النمو المستدام) والمتغير المعتمد (المخاطر النظامية) تم رفض النماذج الثلاثة (الثابت والعشوائي والتجميعي) استناداً الى الاحتمالية المقدرة لها والتي بلغت اكبر من (0.05). وكما موضح في الجدول (4).

وبالنسبة لمعادلة الانحدار الخطي البسيط بين المتغير المستقل (معدل النمو المستدام) والمتغير المعتمد (العوائد غير الاعتيادية) تم رفض الانموذج الثابت استناداً الى الاحتمالية المقدرة لها والتي بلغت اكبر من (0.05)، بينما يتم قبول النموذجين الاخرين التي كانت قيمة الاحتمالية للبحث اقل من (0.05). كما مثبت في الجدول (4).

بما ان تم رفض الانموذج الثابت في المعادلات الثلاثة في علاقة معدل النمو المستدام مع المتغير المعتمد (معدل العائد المطلوب، المخاطر النظامية، العوائد غير الاعتيادية) فلا حاجة لاختبار هوسمان وذلك لعدم الحاجة للمفاضلة بين النموذج الثابت والتجميعي اذ تبين افضلية النموذج العشوائي والتجميعي على النموذج الثابت، كما انه لانحتاج الى اختبار CHOW من اجل المفاضلة بين النموذج العشوائي والثابت كونه تم رفض النموذج الثابت. اما فيما يتعلق بالاختيار بين النموذجين العشوائي والتجميعي فلا حاجة لاختبار (LM) وذلك لتقارب النتائج بين النموذج العشوائي والتجميعي. كما موضح في الجدول (4).

الجدول (4) تقدير انموذج البحث في المتغير المعتمد

المؤشر	المعلمات الاحصائية	نموذج الانحدار لمعدل العائد المطلوب (Ri)		
		الثابت	العشوائي	التجميعي
معدل النمو المستدام	Coef-est	-20.52	-33.325	-33.325
	t-stat	-1.287	-2.344	-2.332
	prob	0.218	0.028	0.029
	R-sq	0.459	0.198	0.198
	F-tst	1.589	5.44*	5.44*
	النتيجة	رفض النموذج	قبول النموذج	قبول النموذج
المؤشر	المعلمات الاحصائية	نموذج الانحدار للمخاطر النظامية (Beta)		
		الثابت	العشوائي	التجميعي
معدل النمو المستدام	Coef-est	2.547	5.718	5.718

	t-stat	-0.549	1.752	1.724
	prob	0.591	0.094	0.098
	R-sq	0.418	0.119	0.119
	F-tst	1.347	2.975	2.975
	النتيجة	رفض النموذج	رفض النموذج	رفض النموذج
المؤشر	المعلمات الاحصائية	**نموذج الانحدار للعوائد غير الاعتيادية (logR)**		
		الثابت	العشوائي	التجميعي
معدل النمو المستدام	Coef-est	0.366	0.434	0.437
	t-stat	0.932	3.018	3.034
	prob	0.366	0.006	0.006
	R-sq	0.526	0.293	0.295
	F-tst	2.079	9.138**	9.209**
	النتيجة	رفض النموذج	قبول النموذج	قبول النموذج

*P<0.05 **P<0.01

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews

يؤشر الجدول (4) الأنموذج الأساس لقياس الأثر في معدل العائد المطلوب والمخاطر النظامية والعوائد غير الاعتيادية بادخال المتغير التفسيري مؤشر الاستدامة المالية للشركة للمصارف عينة الدراسة اثناء المدة 2021-2024، وكما يأتي:

1. توضح علاقة الانحدار الخطي البسيط في المعادلة الاولى بأن ميل معامل التقدير لمعدل النمو المستدام (المتغير المستقل) ذات أثر احصائي مهم في معدل العائد المطلوب (المتغير المعتمد)، كما أشَر ميل معامل التقدير له (33.32456-) عند مستوى معنوية أقل من 5% وبإشارة سالبة متوقعة، إذ إنها تدل على أن المصارف التي تتمتع بدرجة أعلى من الاستدامة المالية يُنظر إليها على أنها أقل مخاطرة، وعليه ينخفض العائد الذي يطلبه المستثمرون. ويمكن تفسير ذلك في ضوء أن SGR يعكس قدرة المصرف على تمويل نموه ذاتياً وتحقيق الاستقرار المالي، الأمر الذي يقلل من احتمالية التعثر المالي. كما قد تعكس هذه النتيجة محدودية قدرة معامل بيتا على قياس المخاطر في السوق المالية العراقية، مما يدفع المستثمرين للاعتماد على مؤشرات داخلية مثل الاستدامة المالية، وقد ظهرت معنوية الأنموذج المقدَر عبر معنوية قيمة F المحسوبة والبالغ قيمتها 5.439563 وهذه قيمة جوهرية من خلال ما فسرته قيمة P الاحتمالية البالغة قيمتها أقل من 5%، مما يدل على معنوية الأنموذج المقدر من الناحية الاحصائية، كما بينت قيمة Adj. R2 أن التغير في معدل العائد المطلوب تفسر التغييرات في معدل النمو المستدام بنسبة 16.17%.
2. توضح علاقة الانحدار الخطي البسيط في المعادلة الثانية عدم معنوية معامل التقدير لمعدل النمو المستدام (المتغير المستقل) في المخاطر النظامية beta (المتغير المعتمد)، من خلال احتساب احصاءة t، يمكن تفسير ذلك في ضوء محدودية كفاءة السوق المالية العراقية، حيث لا تعكس أسعار الأسهم المعلومات المتاحة بشكل كامل، فضلاً عن أن معامل بيتا يقيس المخاطر السوقية فقط، في حين أن الاستدامة المالية تعكس عوامل داخلية تتعلق بالربحية والكفاءة التشغيلية. كما أن خصوصية القطاع المصرفي وخضوعه للرقابة التنظيمية تقلل من ارتباطه بتقلبات السوق، مما يضعف العلاقة بين المتغيرين.
3. توضح علاقة الانحدار الخطي البسيط في المعادلة الثالثة بأن ميل معامل التقدير لمعدل النمو المستدام (المتغير المستقل) ذات أثر احصائي مهم في العوائد غير الاعتيادية (المتغير المعتمد)، كما أشَر ميل معامل التقدير له (0.437479) عند مستوى معنوية أقل من 1% وبإشارة موجبة متوقعة، إذ إنها تدل على وجود علاقة طردية معنوية بين معدل النمو المستدام (SGR) والعوائد غير الاعتيادية، مما يشير إلى أن المصارف التي تتمتع بدرجة عالية من الاستدامة المالية تحقق عوائد تفوق العوائد المتوقعة. ويمكن تفسير ذلك في ضوء أن الاستدامة المالية تمثل إشارة إيجابية تعكس جودة الأداء والاستقرار المالي، إلا أن هذه المعلومات لا يتم استيعابها بشكل فوري في السوق، نتيجة لضعف كفاءته، مما يؤدي إلى استجابة تدريجية في أسعار الأسهم وظهور عوائد غير اعتيادية موجبة. وقد ظهرت معنوية الأنموذج المقدَر عبر معنوية قيمة F المحسوبة والبالغ قيمتها 9.209139 وهذه قيمة جوهرية من خلال ما فسرته قيمة P الاحتمالية البالغة قيمتها أقل من

1%، مما يدل على معنوية الأنموذج المقدر من الناحية الاحصائية، كما بينت قيمة Adj. R2 أن التغير في معدل العائد المطلوب تفسر التغييرات في معدل النمو المستدام بنسبة 26.3%.

2.5 اختبارعدم تجانس التباين (Heteroskedasticity)

تشير نتائج اختبار عدم تجانس التباين (Heteroskedasticity) باستخدام اختبار (Panel Cross-Section Heteroskedasticity LR Test) إلى وجود مشكلة اختلاف التباين في نماذج كل من معدل العائد المطلوب (Ri) والمخاطر النظامية (Beta)، وذلك استنادًا إلى القيم الاحتمالية البالغة (0.0132) و(0.003) على التوالي، وهي أقل من مستوى المعنوية (0.05)، مما يؤدي إلى رفض الفرضية الصفرية وقبول الفرضية البديلة التي تفترض وجود مشكلة عدم تجانس التباين. أما بالنسبة لمتغير العوائد غير الاعتيادية (logR)، فقد بلغت القيمة الاحتمالية (0.053)، وهي وإن كانت أعلى قليلًا من مستوى المعنوية (0.05)، إلا أنها تظل قريبة من الحدود الإحصائية المقبولة، مما يشير إلى احتمال وجود تباين غير متجانس بدرجة محدودة. ونظرًا لوجود هذه المشكلة، تم اعتماد طريقة المربعات الصغرى المعممة الممكنة (Panel FGLS باستخدام Cross-Section Weights) لمعالجة اختلاف التباين وتحسين كفاءة التقديرات القياسية، بما يسهم في الحصول على نتائج أكثر دقة وموثوقية. وكما موضح في الجدول (5).

الجدول (5) نتائج اختبار عدم تجانس التباين بين المتغير المستقل والمتغيرات المعتمدة للبحث

Likelihood ratio(نسبة الاحتمال) / المتغيرات المعتمدة	القيمة	درجات الحرية	الاحتمالية	Coef-est	t-stat	R-sq	F-stat
Ri	19.325	8	0.0132	-27.230	-9.753**	0.812	95.129**
Beta	23.186	8	0.003	-2.360	-7.971**	0.743	63.533**
logR	15.344	8	0.053	0.498	9.053**	0.788	81.95**

***p<0.05 **p<0.01**

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews

والجدول (6) يعرض نماذج معادلة الانحدار بحد احتساب Panel FGLS باستخدام Cross-Section Weights وكما يأتي:

الجدول (6) نتائج معادلة الانحدار Panel FGLS باستخدام Cross-Section Weights

المتغيّر المعتمد / المتغيّرالمستقل	المعادلة الأولى		المعادلة الثانية		المعادلة الثالثة	
	معدل العائد المطلوب Ri		المخاطر النظامية Beta		العوائد غير الاعتيادية logR	
	Coef.est	*t-stat*	Coef.est	*t-stat*	Coef.est	*t-stat*
معدل النمو المستدام d(SGR)	-27.23095	-9.75341**	-2.36023	-7.97076**	0.49789	9.05266**
R^2	0.812173		0.742789		0.788361	
Adj. R^2	0.803635		0.731098		0.77874	
F	95.1290		63.5330		81.95066	
F (prob.)	0.0000		0.0000		0.0000	
D.W	1.763219		2.1083		2.13862	

***p<0.05 **p<0.01**

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews

أظهرت نتائج التقدير وجود تأثير معنوي لمعدل النمو المستدام (SGR) على المتغيرات المعتمدة كافة، إذ سجّل تأثيرًا سلبيًا معنويًا على معدل العائد المطلوب (Ri) وعلى المخاطر النظامية (Beta)، في حين ظهر تأثير إيجابي معنوي على العوائد غير الاعتيادية (logR)، وهو ما تؤكده قيم (t-stat) المرتفعة عند مستوى معنوية (0.01). قد تعكس قيم بيتا السالبة ضعف الكفاءة الشديد في السوق العراقية وانخفاض مستويات التداول، مما يؤدي إلى عدم وجود ارتباط منطقي بين عوائد المصارف وحركة السوق ككل .كما أن طبيعة النشاط المصرفي والخضوع للرقابة التنظيمية المشددة قد يفسران ضعف الارتباط بتقلبات السوق. كذلك، تعكس قيم معامل التحديد (R^2) المرتفعة، والتي تراوحت بين (0.742–0.812)، قدرة تفسيرية جيدة للنماذج المستعملة، في حين تؤكد معنوية اختبار (F) صلاحية النماذج القياسية المستخدمة في تفسير العلاقة بين المتغيرات محل الدراسة.

وتشير نتائج البحث إلى أن معدل النمو المستدام (SGR) يلعب دوراً مهماً في تفسير العلاقة بين العائد والخطر في المصارف العراقية عينة البحث، إذ تبين أن المصارف التي تتمتع بدرجة أعلى من الاستدامة المالية تحقق مستويات أعلى من العوائد غير الاعتيادية، وفي الوقت نفسه تنخفض لديها معدلات العائد المطلوب، مما يعكس إدراك المستثمرين لانخفاض مستوى المخاطر المرتبطة بها. ويمكن تفسير ذلك في ضوء أن SGR يمثل مؤشراً شاملاً لقدرة المصرف على تحقيق النمو اعتماداً على موارده الداخلية، الأمر الذي يعزز من استقراره المالي ويقلل من احتمالية التعثر. وعلى الرغم من أن نموذج Capital Asset Pricing Model يفترض أن الخطر النظامي هو المحدد الرئيس للعائد، إلا أن نتائج البحث تشير إلى محدودية هذا الافتراض في السوق العراقية، حيث يبدو أن المستثمرين يعتمدون على مؤشرات داخلية مثل الاستدامة المالية في تقييم المخاطر، مما يؤدي إلى تسعير تدريجي للأسهم وظهور عوائد غير اعتيادية. وعليه، يمكن القول إن SGR يشكل أداة تفسيرية مهمة تكمل النماذج التقليدية في تحليل العلاقة بين العائد والخطر في الأسواق الناشئة. وفي هذا السياق، تشير النتائج إلى أن الاستدامة المالية لا تعمل فقط كمتغير تشغيلي داخلي، بل تتحول إلى إشارة معلوماتية (Information Signal) في السوق المالي، تؤثر في قرارات المستثمرين وتنعكس على تسعير الأسهم. وعليه، يمكن الاستنتاج أن SGR يمثل متغيراً تفسيرياً مكملًا للنماذج التقليدية في تفسير العلاقة بين العائد والخطر، ويعكس بُعداً جوهرياً في تقييم الأداء المالي لا تلتقطه مقاييس الخطر السوقي التقليدية بشكل كامل.

6. الخلاصة Conclusion

1.6 الاستنتاجات

في ضوء الإطار النظري والنتائج القياسية، يمكن استخلاص مجموعة من الاستنتاجات الرئيسة التي تعكس طبيعة العلاقة بين الاستدامة المالية والعائد والخطر في المصارف العراقية:

1. أثبتت النتائج أن معدل النمو المستدام (SGR) يمثل متغيراً تفسيرياً مهماً في تحليل العلاقة بين العائد والخطر، حيث يرتبط سلبياً بمعدل العائد المطلوب وإيجابياً بالعوائد غير الاعتيادية، مما يعكس إدراك المستثمرين لانخفاض المخاطر في المصارف ذات الاستدامة العالية.
2. أظهر البحث ضعف القدرة التفسيرية لنموذج تسعير الموجودات الرأسمالية (CAPM) في السوق العراقية، لاسيما فيما يتعلق بدور معامل بيتا، الذي لم يعكس بشكل دقيق المخاطر الفعلية، مما يؤكد عدم ملاءمة الاعتماد عليه كمؤشر وحيد في بيئة سوقية غير كفوءة.
3. تشير النتائج إلى وجود عوائد غير اعتيادية معنوية، وهو ما يعكس بطء استجابة السوق للمعلومات، خاصة تلك المرتبطة بالاستدامة المالية، مما يدعم فرضية عدم كفاءة السوق في صورتها الضعيفة.
4. بينت النتائج أن المستثمرين في السوق العراقية يعتمدون بشكل متزايد على المؤشرات الداخلية، مثل الاستدامة المالية، في تقييم المخاطر واتخاذ القرارات الاستثمارية، وهو ما يتماشى مع أدبيات الأسواق الناشئة.
5. أظهرت المقارنة بين النمو الفعلي والمستدام وجود اعتماد متزايد على التمويل الخارجي في بعض المصارف، مما قد يؤدي إلى ارتفاع المخاطر المالية، في حين تعكس بعض الحالات وجود طاقات تمويلية غير مستغلة.
6. تؤكد النتائج أن SGR لا يعمل فقط كمؤشر تشغيلي، بل يمثل إشارة معلوماتية تؤثر في سلوك المستثمرين وتسعير الأسهم، إلا أن هذه الإشارة لا يتم استيعابها فورياً بسبب خصائص السوق.

2.6 المقترحات

استناداً إلى الاستنتاجات السابقة، يمكن تقديم مجموعة من المقترحات التطبيقية والعلمية كما يأتي:

1. تطوير البنية المؤسسية والتنظيمية للسوق بما يسهم في تسريع استيعاب المعلومات وتقليل فجوة عدم تماثل المعلومات.
2. تبني استراتيجيات تركز على تحقيق النمو المستدام وتقليل الاعتماد المفرط على التمويل الخارجي.
3. تبني نماذج تحليلية تأخذ في الاعتبار المؤشرات الداخلية مثل الاستدامة المالية عند تقييم المخاطر والعوائد.
4. توسيع نطاق الدراسات المستقبلية لتشمل نماذج متعددة العوامل تجمع بين المؤشرات السوقية والداخلية.
5. دمج الاستدامة المالية كمكون أساسي في نماذج تسعير الموجودات، بما يعكس التحول الحديث في الأدبيات المالية.

شكر وتقدير: يعرب المؤلفون عن خالص امتنانهم للمجلة العراقية للعلوم الإدارية لتخصيص وقتهم ومراجعة هذا البحث لغرض النشر والشكر مقدما لأي ملاحظة ان وجدت.
التمويل: لم يُقدم أي تمويل لدعم هذا البحث.
مساهمة المؤلف: ساهم الباحث د. هيڤا عبدالكريم حسين في استخراج البيانات وجمعها من التقارير الرسمية والموقع الرسمي لسوق الأوراق المالية العراقية كما ساهم في تطبيق النموذج وتحليل البيانات. وساهمت د. ژين جميل خليل في انجاز الجانب النظري وبحث واختيار نموذج البحث وتحرير منهجية البحث مع الاستنتاجات والمقترحات وترتيب المصادر والمراجع والإخراج النهائي للبحث بشكله النهائي. وساهم د. بسام احمد عبدالله في تهيئة البيانات والاختبارات الإحصائية وتطبيق نماذج الدراسة مع مناقشة النتائج.
الذكاء الاصطناعي التوليدي والتقنيات المدعومة بالذكاء الاصطناعي في عملية الكتابة: أثناء إعداد هذا العمل، استخدم المؤلفون ChatGPT-4 لتنقيح القواعد النحوية ومعالجة أخطاء الكتابة. بعد استخدام هذه الأداة/الخدمة، راجع المؤلفون المحتوى وحرروه حسب الحاجة.
تضارب المصالح: يُقرّ المؤلفون بعدم وجود تضارب مصالح يتعلق بالبحث أو التأليف أو نشر هذه المخطوطة.
نبذة قصيرة عن كل مؤلف:
المؤلف الأول: حاصل على شهادة في الدكتوراه العلوم المالية والمصرفية الاختصاص الدقيق: الإدارة المالية
المؤلف الثاني: حاصلة على شهادة الدكتوراه في العلوم المالية والمصرفية الاختصاص الدقيق: الإدارة المالية
المؤلف الثالث: حاصل على شهادة الدكتوراه في العلوم المالية والمصرفية الاختصاص الدقيق: الإدارة المالية

References

1. Albuquerque, R., Koskinen, Y., & Zhang, C. (2019). Corporate Social Responsibility and Firm Risk: Theory and Empirical Evidence. *Management Science*, *65*(10), 4451–4469. https://doi.org/10.1287/mnsc.2018.3043
2. Al-Hajieh, H., Redhead, K., & Rodgers, T. (2011). Investor sentiment and calendar anomaly effects: A case study of the impact of Ramadan on Islamic Middle Eastern markets. *Research in International Business and Finance*, *25*(3), 345–356. https://doi.org/10.1016/j.ribaf.2011.03.004
3. Amouzesh, N., Moeinfar, Z., & Mousavi, Z. (2011). Sustainable growth rate and firm performance: Evidence from Iran stock market. *International Journal of Business and Social Science*, *2*(23), 249–255.
4. Athanasoglou, P. P., Brissimis, S. N., & Delis, M. D. (2008). Bank-specific, industry-specific and macroeconomic determinants of bank profitability. *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, *18*(2), 121–136. https://doi.org/10.1016/j.intfin.2006.07.001
5. Campbell, J. Y., & Shiller, R. J. (1988). The Dividend-Price Ratio and Expectations of Future Dividends and Discount Factors. *Review of Financial Studies*, *1*(3), 195–228. https://doi.org/10.1093/rfs/1.3.195
6. FAMA, E. F., & FRENCH, K. R. (1992). The Cross-Section of Expected Stock Returns. *The Journal of Finance*, *47*(2), 427–465. https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1992.tb04398.x
7. Fama, E. F., & French, K. R. (2004). The Capital Asset Pricing Model: Theory and Evidence. *Journal of Economic Perspectives*, *18*(3), 25–46. https://doi.org/10.1257/0895330042162430
8. Fama, E. F., & French, K. R. (2015). A five-factor asset pricing model. *Journal of Financial Economics*, *116*(1), 1–22. https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2014.10.010
9. Friede, G., Busch, T., & Bassen, A. (2015). ESG and financial performance: aggregated evidence from more than 2000 empirical studies. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, *5*(4), 210–233. https://doi.org/10.1080/20430795.2015.1118917

10. Malik, F. (2015). Revisiting the relationship between risk and return. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, *44*(1), 25–40. https://doi.org/10.1007/s11156-013-0397-1
11. Markowitz, H. (1952). PORTFOLIO SELECTION*. *The Journal of Finance*, *7*(1), 77–91. https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1952.tb01525.x
12. Merton, R. C. (1973). An Intertemporal Capital Asset Pricing Model. *Econometrica*, *41*(5), 867. https://doi.org/10.2307/1913811
13. Pimentel, R. C. (2015). Lucros Inesperados, Retorno das Ações e Risco no Mercado de Capitais Brasileiro. *Revista Contabilidade & Finanças*, *26*(69), 290–303. https://doi.org/10.1590/1808-057x201501270
14. Ross, S. A. ., Westerfield, Randolph., & Jordan, B. D. . (2022). *Fundamentals of corporate finance*. McGraw Hill.
15. Sciarelli, M., Landi, G., Turriziani, L., & Prisco, A. (2024). Does corporate sustainability mitigate firm risk? An empirical analysis on S&P 500 controversial companies. *Social Responsibility Journal*, *20*(1), 38–58. https://doi.org/10.1108/SRJ-09-2021-0388
16. Sharpe, W. F. (1964). CAPITAL ASSET PRICES: A THEORY OF MARKET EQUILIBRIUM UNDER CONDITIONS OF RISK*. *The Journal of Finance*, *19*(3), 425–442. https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1964.tb02865.x
17. البنك المركزي العراقي. (2021). *النشرة الإحصائية السنوية*. https://cbi.iq/static/uploads/up/file-166736775515698.pdf
18. البنك المركزي العراقي. (2022). *النشرة الإحصائية السنوية*. https://cbi.iq/static/uploads/up/file-170367704385390.pdf
19. البنك المركزي العراقي. (2023). *النشرة الإحصائية السنوية*. https://cbi.iq/static/uploads/up/file-176121620967824.pdf
20. البنك المركزي العراقي. (2024). *النشرة الإحصائية السنوية*. https://cbi.iq/static/uploads/up/file-176595635437154.pdf
21. الجميل ، سرمد كوكب. (2018). *المدخل إلى الأسواق المالية*. الأكاديميون للنشر والتوزيع.
22. سوق العراق للأوراق المالية. (n.d.). *سوق العراق للأوراق المالية*. Retrieved May 19, 2026, from https://www.isx-iq.net/
23. فارس، علي أحمد & ,أيوب، سجى محمد. (2024). اختبار نموذج تسعير الأصول متعدد العوامل في سوق العراق للأوراق المالية. *المجلة العراقية للعلوم الإدارية*, *18*(74), 193–216. https://journals.uokerbala.edu.iq/index.php/ijas/article/view/1858/878

الملحق (1) المؤشرات المعتمدة لمتغيرات البحث لمصارف العينة للمدة 2021-2024

السنة	المؤشر	اسم المصرف							
		الاستثمار	اشور	الاهلي	بغداد	التجاري	الخليج	الموصل	العراق
2021	الخطر النظامي (بيتا)	0.009	-0.085	-0.173	0.612	-0.299	0.117	0.042	0.036
2022		-0.145	0.030	0.210	0.461	0.215	-0.499	-0.996	-0.313
2023		0.005	-0.015	0.313	-0.019	-0.187	0.000	-0.003	0.206
2024		-0.030	0.060	0.136	0.295	0.169	-0.172	0.058	-0.097
2021	معدل العائد المطلوب	4.379	4.797	5.186	1.714	5.743	3.904	4.236	4.262
2022		4.913	4.160	3.388	2.311	3.369	6.431	8.564	5.633
2023		4.231	4.313	2.920	4.332	5.042	4.250	4.264	3.377
2024		5.667	5.172	4.754	3.880	4.569	6.448	5.179	6.033
2021	العوائد غير الاعتيادية	0.0041	0.0131	0.0146	0.0317	0.0002	-0.0018	0.0020	0.0073
2022		0.0015	0.0057	-0.0020	0.0084	-0.0066	0.0003	0.0045	-0.0031
2023		0.0155	0.0023	0.0147	0.0439	0.0117	0.0066	-0.0179	0.0255
2024		-0.0130	-0.0135	0.0090	0.0086	0.0093	0.0322	-0.0117	0.0115
2021	SGR الاستدامة المالية	0.001	0.013	0.015	0.020	0.026	(0.009)	0.005	0.017
2022		0.010	0.017	0.012	0.032	0.023	(0.006)	0.007	0.005
2023		0.035	0.034	0.050	0.060	0.032	0.010	0.007	0.037
2024		0.009	0.021	0.052	0.095	0.078	0.003	0.009	0.035
2021	نمو الموجودات	0.139	0.290	1.039	0.085	(0.170)	0.054	0.945	0.137
2022		0.156	0.270	0.327	0.120	0.033	0.477	0.027	0.459
2023		0.274	(0.028)	0.649	0.594	(0.081)	(0.280)	(0.007)	0.597
2024		(0.226)	(0.142)	0.292	0.290	0.098	(0.009)	0.013	0.190