



**Financial risks and their impact on company value
Banks listed on the Iraq Stock Exchange as a model for the period
(2011-2022)**

Assist. Lecturer: Awse Muhammad Ali Adham Al-Khattab

Presidency of Al-Hamdaniya University

awseali@uohamdaniya.edu.iq

Key words:

Financial Risks, Market Value Added (MVA), Liquidity Risk, Capital Risk, Credit Risk.

ARTICLE INFO

Article history:

Received | 13 Jan. 2025

Accepted | 21 Jan. 2025

Available online | 30 Jun. 2025

© 2025 THE AUTHOR(S). THIS IS AN OPEN ACCESS ARTICLE DISTRIBUTED UNDER THE TERMS OF THE CREATIVE COMMONS ATTRIBUTION LICENSE (CC BY 4.0).

<https://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>



*Corresponding author:

Awse Muhammad Ali Adham Al-Khattab
Al-Hamdaniya University

Abstract:

The research mainly aimed to analyze, estimate and explain the mechanism of influence that financial risks with their various indicators (liquidity risk CU, credit risk FL, capital risk CR) can exert on the company value (MVA) for a sample of banks listed in the Iraq Stock Exchange consisting of eight banks for the period (2011-2022). To achieve the goal, in addition to proving the hypothesis, the research relied on the balanced panel data methodology, and the experimental results showed that the negative impact of the liquidity risk and credit risk indicators on the company value, in addition to the insignificance of the impact of the capital risk indicator in the banks in the study sample. This shows that liquidity risks and credit risks play an important role in determining the market value of companies, as companies that manage these risks well show stability in their financial performance and market value.

المخاطر المالية وأثرها على قيمة الشركة المصارف المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية أنموذجاً للمدة (2022-2011)

م.م. أوس محمد علي إهام الخطاب

رئاسة جامعة الحمدانية

awseali@uohamdaniya.edu.iq

المستخلص

يهدف البحث بشكل أساسي إلى تحليل وتقدير وتفسير آلية التأثير الذي يمكن ان تمارسه المخاطر المالية بمؤشراتها المختلفة (مخاطر السيولة CU، مخاطر الائتمان FL، مخاطر راس المال CR) على قيمة الشركة (MVA) لعينة من المصارف المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية مؤلفة من ثمان مصارف للمدة (2022-2011). وللوصول الى الهدف، بالإضافة الى اثبات الفرضية، استند البحث الى منهجية البيانات المزدوجة المتوازنة (Balanced Panel Data)، وظهرت النتائج التجريبية لتؤكد على التأثير السلبي لمؤشر مخاطر السيولة ومخاطر الائتمان على قيمة الشركة، بالإضافة الى عدم معنوية تأثير مؤشر مخاطر راس المال في المصارف عينة الدراسة. وهو ما يوضح ان مخاطر السيولة ومخاطر الائتمان تلعب دوراً مهماً في تحديد القيمة السوقية للشركات، حيث أن الشركات التي تدير هذه المخاطر بشكل جيد تظهر استقراراً في أدائها المالي وقيمتها السوقية.

الكلمات المفتاحية: المخاطر المالية، القيمة السوقية المضافة، مخاطر السيولة، مخاطر راس المال، مخاطر الائتمان.

المقدمة:

نظراً لقيمة الشركة والتي تعد أحد أهم مؤشرات كفاءة ادارتها في تحقيق الأهداف واستغلال الموارد للوصول اليها، فهي تمثل هدفاً استراتيجياً أساسياً يسعى المستثمرون للحفاظ عليه، كما أنها تعتبر دليلاً قيمياً لجذب المستثمرين المحتملين. ومع خضوع هذه القيمة للتغيرات ضمن سياق ديناميكي يتماشى مع حالة الشركة والظروف الاقتصادية المحيطة، أصبح الاهتمام بقيمة الشركة والعوامل المؤثرة فيها موضوعاً محورياً في التحليل والتقييم والدراسة، سواء في الأطر النظرية أو الدراسات التجريبية.

وفي بيئة الأعمال الديناميكية اليوم، تشكل المخاطر المالية عاملاً حاسماً في تحديد القيمة الاجمالية للشركة واستدامتها على المدى الطويل. ويمكن ان تتجلى هذه المخاطر في اشكال مختلفة، بما في ذلك مخاطر السوق ومخاطر السيولة ومخاطر الائتمان ومخاطر راس المال، وكل منهما يؤثر على الصحة المالية للشركة وفعاليتها التشغيلية، وأن فهم التفاعل بين هذه المخاطر امر ضروري لأصحاب المصلحة الذين يهدفون الى تعزيز القيمة المؤسسية والتخفيف من التهديدات المحتملة.

إن إدارة المخاطر المالية لا تقتصر على حماية الشركات من الازمات المحتملة، بل تمتد لتعزيز استقرارها ومرونتها في مواجهة التغيرات الاقتصادية. ويتطلب ذلك اعتماد استراتيجيات شاملة تجمع بين التحليل المالي المتعمق والتخطيط الاستباقي، مما يساهم في تعزيز قيمة الشركة والحد من التهديدات المحتملة. وفي هذا الإطار، يسعى البحث الى دراسة تأثير المخاطر المالية على قيمة الشركة، مع التركيز على كيفية تعاملها مع هذه التحديات وتطوير سياسيات فعالة لإدارة المخاطر. كما يسعى الى تقديم رؤى علمية وعملية تسلط الضوء على العلاقة بين المخاطر المالية وقيمة الشركة. مبرزاً دور الإدارة في تحقيق التوازن بين الاستقرار والنمو ضمن بيئة اقتصادية متغيرة وملبئة بالتحديات.

مشكلة البحث:

تأسس على ما سبق وفي ظل التحديات التي تواجهها الشركات في سوق العراق للأوراق المالية لتعظيم قيمتها السوقية، نتيجة للتقلبات الحادة في الأسواق المالية وتراجع ثقة المستثمرين بسبب التشكيك في مصداقية المعلومات وانخفاض الأداء المالي، إلى جانب الظروف الاقتصادية والسياسية والأمنية المحيطة، برزت الحاجة لفهم أعمق حول طبيعة العلاقة بين المخاطر المالية وقيمة الشركة. ومع تصاعد هذه التحديات، تتزايد أهمية دراسة تأثير المخاطر المالية بمختلف أنواعها على قيمة الشركة. ومن هذا المنطلق، يمكن صياغة مشكلة الدراسة من خلال التساؤلات التالية:

- كيف تؤثر المخاطر المالية بمؤشراتها (مخاطر الائتمان، مخاطر السيولة، مخاطر راس المال) على قيمة عينة من المصارف المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية.
- ما طبيعة وحجم واتجاه التأثير الذي تمارسه المخاطر المالية بمكوناتها المختلفة على قيمة الشركة لعينة من المصارف المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية.

أهمية البحث:

تعد محاولة قياس أثر المخاطر المالية على قيمة الشركة لعينة من المصارف المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، الأساس الذي استند إليه البحث في تحديد أهميته، مستكشفاً الإجراءات والحلول التي يمكن اتخاذها لرفع قيمة الشركة. كما يسعى إلى فهم العلاقة الفعالة بين المخاطر المالية وقدرة الإدارة على اتخاذ قرارات مالي تدعم استقرار الشركة وقيمتها.

أهداف البحث:

- في إطار اختبار فرضية البحث، هدفت الدراسة إلى:
- تقديم تأصيل نظري وفكري لأليات التأثير الذي يمكن أن تحدثه المخاطر المالية على قيمة الشركة، بما يساهم في تعزيز فهم العلاقة بينهما.
- تقدير وتحليل أثر المخاطر المالية، من خلال مؤشراتنا على قيمة الشركة ضمن عينة الدراسة.

فرضية البحث:

في ضوء التساؤلات التي تجسد مشكلة البحث، تم صياغة الفرضية كما يلي:

تؤثر المخاطر المالية بمؤشراتها المختلفة تأثيراً سلبياً معنوياً على قيمة الشركة، وذلك في عينة من المصارف المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية.

حدود الدراسة:

تمثلت الحدود المكانية للبحث في عينة من الشركات والمتمثلة في المصارف المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، أما الحدود الزمانية تمثلت بالبيانات السنوية خلال المدة (2011-2022).

الدراسات السابقة:

تناولت دراسة Roy & Bandopadhyay (2021) المخاطر المالية وقيمة الشركة: هل هناك أي مقايضة في السياق الهندي للشركات غير المالية من BSE500 وبواقع (389) شركة والفترة (2001-2018) وباستعمال طريقة المربعات الصغرى، أظهرت النتائج وجود علاقة عكسية كبيرة بين المخاطر المالية وقيمة الشركة.

اتخذت دراسة (Bukit et al (2021) تأثير الربحية والسيولة على قيمة الشركة مع استخدام الرافعة المالية كمتغير مُعتدل في الشركات المدرجة في سوق الأوراق المالية الإندونيسية للفترة (2007-2019) وباستعمال تحليل الانحدار الخطي المتعدد واختبارات التعديل باستخدام أدوات R Studio ولعينة من (10) شركات مدرجة في سوق الأوراق المالية الإندونيسية، أظهرت النتائج أن الربحية والسيولة في نفس الوقت لهما تأثير كبير على قيمة الشركة، وأن الربحية الجزئية لها تأثير إيجابي كبير على قيمة الشركة، وأن السيولة لها تأثير سلبي ضئيل على قيمة الشركة. استكشفت دراسة (Iwedi et al (2020) ممارسات إدارة المخاطر المالية وقيمة المساهمين: أدلة من شركات مدرجة مختارة في نيجيريا وباستعمال نموذج البيانات المزدوجة المتوازنة ولعينة من (48) شركة غير مالية في الأسواق المالية النيجيرية وللفترة (2011-2018)، أظهرت النتائج وجود تأثير معنوي سلبي للمخاطر التجارية على القيمة.

بحثت دراسة (Dos Santos et al (2017) إدارة المخاطر وخلق القيمة: أدلة جديدة للشركات البرازيلية غير المالية، ولعينة مكونة من (1794) شركة مدرجة في بورصة ساو باولو وللعدة (2006-2014) وباستعمال طريقة العزوم المعممة (GMM) توصلت الدراسة الى أن الشركات التي استخدمت المشتقات المالية لم تضيف قيمة خلال الفترة الى تم تحليلها.

قدمت دراسة (Barakat (2014) أثر الهيكل المالي والرافعة المالية والربحية على قيمة أسهم الشركات الصناعية (دراسة تطبيقية على عينة من الشركات الصناعية السعودية) لعينة من (46) شركة مدرجة في سوق الأسهم السعودية وللعدة (2009-2012) وباستعمال طريقة الانحدار المتعدد، توصلت الدراسة الى وجود علاقة طردية بين هيكل رأس المال والعائد على حقوق الملكية، اذ تبين أن أقوى علاقة كانت بين هيكل رأس المال وقيمة الشركة، وهنالك تأثير واضح الهيكل المالي والعائد على حقوق الملكية على قيمة الشركة.

وثقت دراسة (Abid & Mseddi (2004) تأثير الروافع التشغيلية والمالية والمخاطر التجارية الجوهرية في قيمة الشركة، وباستعمال طريقة المربعات الصغرى، ولعينة من (403) شركة غير مالية في الولايات المتحدة الأمريكية، وللعدة (1995-1999) توصلت الدراسة الى أن الرافعة التشغيلية والمخاطر الجوهرية تفسر جزءاً كبيراً من التباين في العائد عندما ترتبط مبيعات الشركة بشكل سلباً بمحفظة السوق.

أولاً: الإطار النظري لأثر المخاطر المالية على قيمة الشركة:

جاءت معظم الأدبيات المالية وفي إطار سعيها لتشخيص وتفسير طبيعة وتأثير المخاطر المالية على قيمة الشركة، لتؤكد على احتمالية التأثير الكبير لهذه المخاطر بمؤشراتها المتعددة على قيمة الشركة، اذ تتباين هذه التأثيرات تبعاً لقدرة الشركة على إدارة المخاطر وتخفيف أثارها السلبية وذلك من خلال اليات الحوكمة الفعالة والإدارة المالية المتكاملة.

وفي ظل المشهد المالي المتقلب والمتربط بشكل متزايد، فان فهم تأثير المخاطر المالية على قيمة الشركة يشكل مسألة ذات أهمية بالغة بالنسبة لأصحاب المصلحة، اذ تشكل المخاطر المالية التي يتم تصنيفها على نطاق واسع الى مخاطر الائتمان والسوق والسيولة ومخاطر راس المال تحديات متنوعة للشركات، وتؤثر على ربحيتها وقراراتها الاستراتيجية وتقييم السوق وان الإدارة الفعالة لهذه المخاطر يمكن ان تحدد استدامة الشركة على المدى الطويل وميزتها التنافسية. وفيما يلي عرض لاهم قنوات التأثير:

1. مخاطر الائتمان وأثره على قيمة الشركة:

تنشأ مخاطر الائتمان كلما توقع المقترض استخدام التدفقات النقدية المستقبلية لغرض سداد دين. وتؤثر مخاطر الائتمان بصورة مباشرة على قيمة الشركة من خلال عدة قنوات، اذ تساهم زيادة تكاليف الاقتراض عند مواجهة الشركة لمخاطر ائتمانية مرتفعة الى طلب المقرضون أسعار فائدة عالية للتعويض عن زيادة احتمالية التخلف عن السداد، ويزيد ذلك من تكلفة راس المال، مما

يقل بدوره من صافي ربحية الشركة وقيمتها. (Noor & Abdalla, 2014, 97-101) وفي ذات السياق تؤثر مخاطر الائتمان عن طريق احتمالية التخلف عن السداد، على قيمة الشركة، من خلال زيادة تكاليف الضائقة المالية، فعندما تواجه الشركات مخاطر ائتمانية أعلى، تصبح أكثر عرضة للتخلف عن سداد التزاماتها، ويزيد ذلك من احتماليات الضائقة المالية، والتي تحمل تكاليف مباشرة وغير مباشرة، إذ تشمل التكاليف المباشرة في النفقات القانونية والإدارية التي تتكبدها الشركة أثناء إجراءات الإفلاس، في حين تتطوي التكاليف غير المباشرة إلى خسائر الأعمال بسبب العلاقات المتضررة مع العملاء أو الموظفين أو الموردين، وقد تؤدي هذه التكاليف إلى تآكل ثقة المستثمرين وأن توقع مثل هذه الضائقة قد يؤدي إلى خفض القيمة السوقية للشركة، إذ يقوم المستثمرون بتخفيض التدفقات النقدية المستقبلية، على افتراض احتمال أعلى لعدم الاستقرار المالي، وبالتالي فإن مخاطر الائتمان عند التخلف عن السداد، تؤثر بشكل مباشر على هيكل تكاليف الشركة وقيمتها في الأسواق المالية (Narayanan & Uzmanoglu, 2018, 1227-1259).

وفي اتجاه آخر تؤثر مخاطر الائتمان بشكل كبير على تصورات المستثمرين، وخاصة عندما تؤدي إلى خفض التصنيف الائتماني، وغالباً ما يشير هذا الانخفاض إلى عدم الاستقرار المالي الأساسي، مما يساهم في ردود أفعال سلبية في الأسواق المالية. وقد أظهرت الدراسات أن انخفاض التصنيف الائتماني يؤدي إلى انخفاض في أسعار الأسهم مع إعادة المستثمرين تقييم مخاطر الشركة. إذ تؤكد الدراسات التي أجراها Holthausen & Leftwich (1986) والتي دعمها Dichev & Piotroki (2001)، انخفاض كبير في أسعار الأسهم نتيجة لانخفاض التصنيف الائتماني، إذ يقوم المستثمرون بتعديل توقعاتهم بشأن أداء الشركة في المستقبل، مما ينعكس في انخفاض قيمة الشركة. (Chava & Ganduri, 2019, 471-511).

وأشارت دراسة Twum et al (2021) إلى تأثير العوامل الاقتصادية الكلية بصورة غير مباشرة، مثل أسعار الفائدة والتباطؤ الاقتصادي، في تضخيم الائتمان بشكل كبير. إذ تشكل أسعار الفائدة المرتفعة، والتي غالباً ما تكون نتيجة لسياسة نقدية صارمة، تحديات للشركات ذات القدرة الائتمانية المنخفضة، إذ تواجه تلك الشركات صعوبات كبيرة في إعادة تمويل الديون، مما يؤثر سلباً على استقرارها المالي وقيمتها السوقية. بالإضافة إلى ذلك، خلال فترات الركود الاقتصادي، يميل خطر الائتمان إلى الارتفاع مع تزايد عدم اليقين بشأن إيرادات الشركات وتدفقاتها النقدية، مما يزيد من أجهاد قدرتها على خدمة الديون. وتشير الدراسات حول أسواق الائتمان العالمية إلى أن الشركات ذات التصنيف الائتماني الأضعف أو تلك التي تدرج ضمن فئات درجة المضاربة غالباً ما تواجه ضغوطات مرتفعة لإعادة التمويل، وخاصة عندما تواجه التزامات ديون مستحقة كبيرة، وقد يتفاقم هذا الوضع في فترات ارتفاع أسعار الفائدة، إذ يؤدي انخفاض ثقة المستثمرين إلى ارتفاع تكاليف الائتمان، مما يزيد من تكلفة الاقتراض لهذه الشركات.

وتساهم إدارة مخاطر الائتمان في التأثير على قيمة الشركة، وذلك من خلال مساهمة الشركات في التخفيف من مخاطر الائتمان بشكل نشط من خلال التنويع، وأنظمة إدارة المخاطر القوية، واستخدام الأدوات المالية (مثل المشتقات الائتمانية) ستكون أفضل بشكل عام للحد من الآثار السلبية لمخاطر الائتمان، وتساهم هذه الإدارة في استقرار التدفقات النقدية، وتخفيف التخلف المحتمل عن السداد، والحفاظ على ثقة المستثمرين، وهو ما قد يكون حاسماً في الحفاظ على قيمة الشركة وارتفاعها، بالإضافة إلى ذلك أثبتت الدراسات أن التنويع يعمل على انخفاض تقلبات الأرباح، وتحسين المرونة المالية والحد من المخاطر التي قد تخفض من أسعار الأسهم أو القيمة السوقية للشركة. (Kholidorov, 2024, 18-20) (Sookye Mohamudally-Boolaky, 2019, 106-). (124).

2. مخاطر السيولة وأثرها على قيمة الشركة:

تشير مخاطر السيولة إلى التحديات التي قد تواجهها الشركة عند الوفاء بالتزاماتها المالية قصيرة الأجل عند استحقاقها دون تكبد خسائر كبيرة. إذ أظهرت الدراسات أن الارتفاع في مخاطر السيولة يؤدي إلى زيادة العوائد المطلوبة من قبل المستثمرين، إذ يطالب المستثمرون بالتعويض عن عدم اليقين، وتساهم هذه التكاليف المتزايدة لرأس المال إلى خفض قيمة الشركة بشكل مباشر. بالإضافة إلى ذلك يقلل عد اليقين المرتبط بمخاطر السيولة من موثوقية التدفقات النقدية المتوقعة، ونتيجة لذلك يجب على الشركات تطبيق معدل خصم أعلى لتجنب تلك المخاطر، مما يقلل بشكل كبير من القيمة الحالية المحسوبة للتدفقات النقدية المستقبلية، والذي بدوره يؤثر بصورة مباشرة في انخفاض قيمة الشركة. (Skogsvik et al,2023,1-18) (Nukala & Prasada,2021,1-23) وفي اتجاه آخر، يؤثر خطر السيولة بشكل كبير على قيمة الشركة من خلال زيادة تقلبات أسعار الأسهم والتأثير على التصنيفات الائتمانية، إذ غالباً ما تشهد الشركات التي تواجه تحديات مخاطر السيولة تقلبات في أسعار الأسهم بسبب عدم يقين المستثمرين بشأن استقرارها المالي. إذ تؤدي تلك المخاطر إلى خفض التصنيفات الائتمانية، وانخفاض ثقة المستثمرين، مما يتسبب في انخفاض أسعار الأسهم والسندات. وتشكل هذه الديناميكية إلى تضخيم تقلبات السوق، مما يدفع المستثمرين إلى إعادة تقييم المخاطر وتعديل محافظهم الاستثمارية، وزيادة معدلات الخصم، الأمر الذي يؤدي إلى خفض قيمة الشركة بشكل أكبر. (Odders-White & Ready,2006,119-157) وأشارت الدراسات المالية إلى تأثير خطر السيولة بشكل كبير على كل من تكاليف التمويل والكفاءة التشغيلية للشركات، إذ غالباً ما تواجه الشركات ذات مخاطر السيولة الأعلى تكاليف تمويل متزايدة، إذ تضطر إلى تأمين تمويلها بشروط أقل ملاءمة، مما يؤدي إلى تآكل الربحية. ويتفاقم هذا الوضع عندما تؤدي مشاكل السيولة إلى تأخير المشاريع الرئيسية أو تعطيل سلاسل التوريد، مما يزيد من أجهاد عملياتها وفقدان ثقة العملاء بها. (Bechtel & Wrampelmeyer,2023,399-422) وفي ذات السياق تشير الدراسات أن الضغوط المالية الإضافية الناجمة عن مخاطر السيولة يمكن أن تؤدي إلى انخفاض الكفاءة التشغيلية، إذ تكافح الشركات للوفاء بالتزاماتها المالية في الوقت المحدد، ويساهم ذلك في تأخير إطلاق المنتجات، وتعطيل الخدمات، والحاق الضرر بالعلاقات مع الموردين، وكل ذلك يقوض من ربحية الشركة على المدى الطويل وانخفاض قيمتها السوقية. (Brunnermeier & Pedersen,2009,2201-2238).

وفي دراسة التأثير من اتجاه آخر أشارت دراسة (Johnson (2003) أن مخاطر السيولة تحد من المرونة الاستراتيجية للشركة من خلال الحد من قدرتها على الاستثمار في مجالات رئيسية مثل فرص النمو، والبحث والتطوير، أو عمليات الاستحواذ، وعندما تواجه الشركة قيود السيولة، فقد تكافح لتأمين التمويل اللازم للمبادرات طويلة الأجل، وهو ما قد يقوض الابتعاد ويعوق قدرتها على متابعة فرص التوسع المربحة. وإن الشركات ذات السيولة المحددة غالباً ما تحتاج إلى خفض استثمارات البحث والتطوير أو تأخير عمليات الاستحواذ الاستراتيجية، مما يعرض في نهاية المطاف ميزتها التنافسية وخلق القيمة المستقبلية للخطر.

3. مخاطر رأس المال وأثره على قيمة الشركة:

إن المخاطر الرأسمالية، وخاصة تلك المتعلقة بهيكل رأس مال الشركة، يمكن أن تؤثر بشكل كبير على قيمة الشركة، وأن هيكل رأس مال الشركة – الذي يتألف من مزيج من الديون والأسهم التي تستخدمها الشركة لتمويل عملياتها- يؤثر على كل من المخاطر والعائد المتوقع للشركة، مما يؤثر على قيمتها السوقية. إذ عندما تواجه الشركات مستويات عالية من الديون نسبة إلى الأسهم – نسبة استئانة عالية- فأنها تزيد من خطر الإفلاس بسبب الالتزامات الثابتة الأعلى المرتبطة بسداد الديون. ويمكن أن تؤثر هذه المخاطر المرتفعة إلى انخفاض ثقة المستثمرين، مما قد يؤدي إلى انخفاض أسعار الأسهم وزيادة تكلفة رأس مال الشركة، وإن الشركات التي تعاني من

ديون مفرطة تواجه صعوبة في جمع رأس مال إضافي أو قد تواجه تكاليف اقتراف أعلى بسبب المخاطر المتصورة عن تخلف السداد. وعلى العكس من ذلك، يمكن لهيكل رأس المال الأكثر توازناً أو تحفظاً أن يقلل المخاطر، مما يحسن من ثقة المستثمرين ويعزز من قيمة الشركة. (Bui et al, 2023, 1-20) (Kruk, 2021, 1-13) (Nenu et al, 2018, 1-29).

4. مخاطر السوق وأثرها على قيمة الشركة:

إن مخاطر السوق، والمتمثلة في تقلبات أسعار الفائدة وأسعار الصرف وأسعار الأوراق المالية، لها تأثير كبير على قيمة الشركة، ويمكن أن يؤدي خطر سعر الفائدة إلى تغيير تكلفة رأس مال الشركة، وبالأخص الشركات التي لديها ديون متغيرة معدلات الفائدة، إذ يشكل ارتفاع أسعار الفائدة إلى تكاليف أعلى لخدمة الدين، مما يقلل من الربحية والتدفق النقدي، وبالتالي انخفاض أسعار الأسهم وقيمة الشركة. وأن الشركات ذات الرافعة المالية الأعلى معرضة بشكل خاص لهذه المخاطر، إذ تتضاءل قدرتها على توليد العائد عند ارتفاع تكاليف رأس المال. (English et al, 2018, 80-97) وتلعب مخاطر سعر الصرف دوراً حاسماً في التأثير على قيمة الشركة التي لديها تعاملات دولية، إذ تؤثر التغيرات في أسعار الصرف على قيمة الأرباح الأجنبية، إذ تعمل العملة المحلية الأقوى على تقليل هذه الأرباح عند تحويلها، في حين أن العملة الأضعف يمكن أن تزيد التكاليف وتؤثر على الربحية وقيمة الشركة. (Hiedndrawati et al, 2024, 2886-2898) بالإضافة إلى ذلك، يشير خطر أسعار الأوراق المالية إلى التقلبات في قيمة الأدوات المالية مثل الأسهم والسندات والسلع، والتي تؤثر بشكل مباشر على القيمة السوقية للشركة، إذ يمكن للشركات المرتبطة بالسلع أو الأوراق المالية، أن تشهد تغييرات كبيرة في قيمتها بناءً على تقلب الأسعار في هذه الأسواق. (Gormsen & Koijen, 2020, 574-597)

ثانياً: المنهجية التجريبية:

بناءً على الأطر النظرية والدراسات التجريبية التي تناولت الموضوع، ولتأكيد فرضية البحث الأساسية المتعلقة بتأثير المخاطر المالية على قيمة الشركة، تم تصميم نموذج تقديري يدمج المتغيرات الممثلة للمخاطر المالية بوصفها متغيرات تفسيرية والتي تضم مخاطر السيولة (CU)، مخاطر الائتمان (FL)، مخاطر رأس المال (CR)، بينما تم استخدام القيمة السوقية المضافة (MVA) كمؤشر معبر عن قيمة الشركة بوصفها المتغير المعتمد. واستند التحليل إلى استخدام منهجية البيانات المزدوجة المتوازنة (Balanced Panel Data) لعينة مكونة من ثمانية مصارف مدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، وبالاعتماد على بيانات سنوية تغطي المدة الزمنية (2011-2022) وبإجمالي (96) مشاهدة.

1. عينة الدراسة:

تتكون عينة الدراسة من ثمانية مصارف مدرجة في سوق العراق للأوراق المالية والمتمثلة في (المصرف الأهلي العراقي، المصرف التجاري العراقي، مصرف الاستثمار العراقي، مصرف الائتمان العراقي، مصرف الخليج التجاري، مصرف الشرق الأوسط، مصرف بغداد، مصرف سومر التجاري)

2. مصادر البيانات:

لتجنب التباين واختلاف البيانات، تم الاعتماد في جمع البيانات على المصادر الموثوقة، إذ استخدمت البيانات المنشورة على الموقع الرسمي لسوق العراق للأوراق المالية كمصدر أساسي.

3. متغيرات النموذج:

تم استخدام متغير معتمد يعبر عن القيمة السوقية للشركة، إلى جانب ثلاثة متغيرات مستقلة يمثلان المخاطر المالية، إذ تم التعبير عن القيمة السوقية بمؤشر القيمة السوقية المضافة (Market Value Added) والذي يعد من أكثر المقاييس شيوعاً في قياس قيمة الشركة، إذ يعتبر معياراً

جوهرياً يلخص الأداء الإداري للشركة، ويعكس مدى نجاحها في تخصيص مواردها وإدارة استثماراتها بطريقة تزيد من ثروة المساهمين، ويمتاز مؤشر القيمة السوقية المضافة بقدرته على تقييم شامل لصافي القيمة الحالية للشركة، مما يجعله يتفوق على المؤشرات الأخرى، التي تقتصر فقط على قياس ثروة حاملي الأسهم. وهذه الميزة جعلت منه موضوع اهتمام واسع من قبل الأطراف المعنية، بفضل دوره في تقييم الأداء المالي والإداري للشركة بشكل أكثر شمولية. وتقاس القيمة السوقية المضافة من خلال الفرق بين القيمة السوقية الحالية ورأس المال الذي ساهم به المستثمرون. (Al-Dabbagh, 2024, 113-127) بينما المتغيرات المستقلة فتمثلت في مخاطر السيولة والمعبر عنها بالموجودات السائلة/ اجمالي الموجودات، ومخاطر الائتمان والمعبر عنها اجمالي القروض/ اجمالي الموجودات، ومخاطر راس المال والمعبر عنها سعر السهم/ ربحية السهم الواحد والجدول (1) يعكس التأثير.

الجدول (1)
المتغيرات المستقلة المؤثرة في قيمة الشركة

ت	المتغير	المؤشر	الرموز	المصدر	التأثير المتوقع
1	مخاطر السيولة	الموجودات السائلة/ اجمالي الموجودات	CU	Bechte (2023)	- / +
2	مخاطر الائتمان	اجمالي القروض/ اجمالي الموجودات	FL	Zamira (2016)	-
3	مخاطر راس المال	سعر السهم/ ربحية السهم الواحد	CR	Kruk (2021)	- / +

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على الدراسات السابقة.

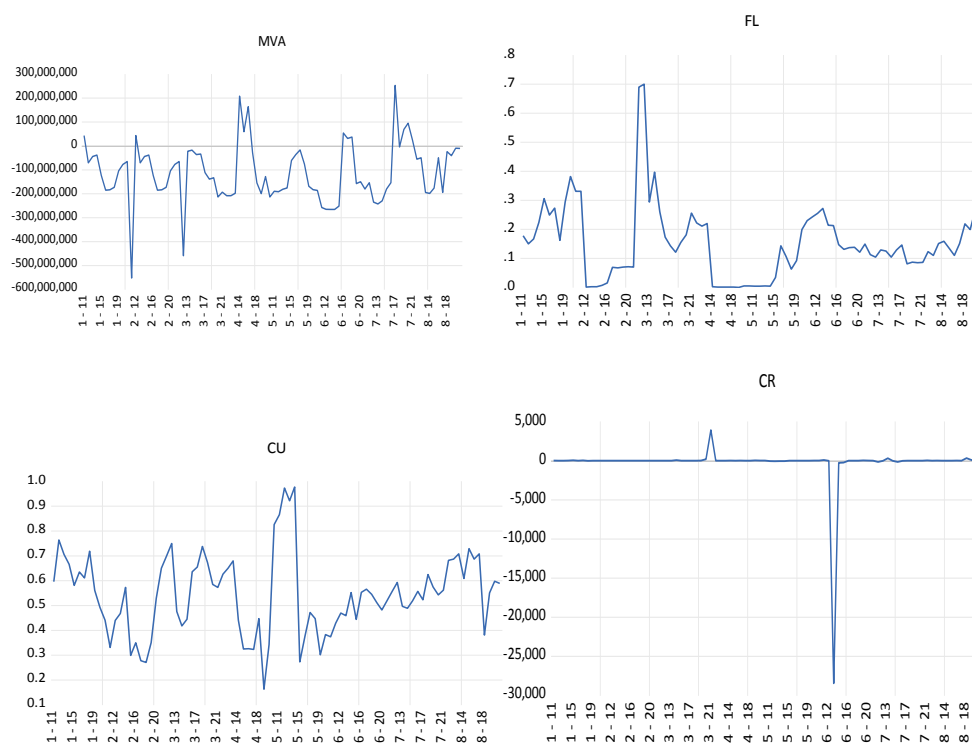
بناءً على ما تم عرضه، يمكن صياغة نموذج التقدير في صورة دالة رياضية تُستخدم كأساس لصياغة معادلة قياسية، تعكس إثر المخاطر المالية بمؤشرات (مخاطر السيولة CU، مخاطر الائتمان FL، مخاطر راس المال CR)، في قيمة الشركة والمعبر عنها بمؤشر القيمة السوقية المضافة (MVA) وكما يلي:

$$MVA = F \{CU, FL, CR\} \quad (1)$$

$$MVA = \beta_0 + \beta_1 CU + \beta_2 FL + \beta_3 CR + \varepsilon_i \quad (2)$$

4. تقدير واختبار وتحليل المخاطر المالية وأثرها على قيمة الشركة:

لتحديد نتائج وتقديرات المخاطر المالية وأثرها على قيمة الشركة لعينة من المصارف المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية خلال المدة (2011-2022) وباستخدام بيانات سنوية موثقة ودقيقة، تم التركيز على ضمان دقة البيانات وموثوقيتها من خلال فحص استقرار متغيرات الدراسة، مما يساهم في التأكد من عدم وجود تزوير أو تحريف في القيم. وقد تم توثيق استقرارية هذه المتغيرات من خلال الرسوم البيانية المعروضة في الشكل (1)، والتي تبين بوضوح الاستقرار في البيانات المعتمدة. كما تم دعمها من خلال تحليل استقرارية متغيرات الدراسة باستخدام اختبار (LLC) الذي قدمه (Levin-Lin-Chu (2002) إذ أظهرت النتائج ان متغير راس المال (CR) اظهر استقراره عند المستوى الأول، بينما المتغيرات (السيولة CU، الائتمان FL، القيمة السوقية المضافة MVA) غير مستقرة عند المستوى، الا انها أظهرت استقراريتها عند الفرق الأول وكما مبين في الجدول (2).



شكل (1): الرسوم البيانية لمتغيرات الدراسة

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على برنامج EViews 12.

الجدول (2)

نتائج اختبار استقرارية بيانات متغيرات الدراسة بالاستناد على اختبار Levin-Lin-Chu 2002

Variables	Level			First Difference		
	None	Intercept	Trend and Intercept	None	Intercept	Trend and Intercept
MVA Prob.	0.18379 0.5729	-5.34426 0.0000	-10.4958 0.0000	- 1.76693 0.0386	-1.70595 0.0440	-4.37080 0.0000
CR Prob.	3.21881 0.0006	-9.63878 0.0000	-12.1115 0.0000			
CU Prob.	0.41715 0.6617	-1.36831 0.0856	-1.76519 0.0388	- 6.99114 0.0000	-1.40773 0.0000	-0.52354 0.0000
FL Prob.	- 0.74481 0.2282	2.73630 0.0031	-3.94906 0.0000	- 6.94958 0.0000	-3.40340 0.0003	-1.44063 0.0000

المصدر: من اعداد الباحث بالاعتماد على برنامج EViews 12.

واستناداً الى المعطيات السابقة، تم اعتماد منهجية الأثر الثابت والعشوائي لتحديد النموذج الأنسب من نماذج الانحدار والمتمثلة في أنموذج الأثر التجميعي (PRM)، وأنموذج الأثر الثابت (FEM)، وأنموذج الأثر العشوائي (REM)، ولتحديد الانموذج الأنسب بين أنموذج الأثر التجميعي والاثار الثابت تم استخدام اختبار (Chow-Test (1960)، الذي يختبر الفرضية العدمية (H_0) والتي تقترض أفضلية أنموذج الأثر التجميعي مقابل الفرضية البديلة (H_1) التي تدعم أفضلية الانموذج الثابت. وأظهرت نتائج الاختبار في الجدول (3) أن الانموذج الثابت (FEM) كان أكثر اتساقاً وملاءمة من أنموذج الأثر التجميعي (PRM)، من خلال انخفاض قيمة prob. الى ما دون 0.05.

الجدول (3)

نتائج اختبار Chow-Test للنموذج MVA

Redundant Fixed Effects Test Test cross section Fixed Effects Equation: Untitled			
اختبار Chow-Test للنموذج MVA			
Effects Test	Statistic	d.f.	Prob.
Cross-section F	2.563142	(7.86)	0.0190
Cross-section Chi-square	18.190629	7	0.0111

المصدر: الجدول من اعداد الباحث بالاستناد الى برنامج Eviews12

ولغرض استكمال عملية المفاضلة بين نتائج التقدير المستندة الى أنموذجي الأثر الثابت (FEM) والاثار العشوائي (REM)، تم الاعتماد على اختبار Hausman، اذ يهدف هذا الاختبار الى التحقق من الفرضية العدمية (H_0)، والتي تقترض أن أنموذج الأثر العشوائي (REM) هو الأكثر كفاءة، مقابل الفرضية البديلة (H_1) التي تشير الى افضلية أنموذج الأثر الثابت (FEM)، وبناءً على نتائج الاختبار الموضحة في الجدول (4) تم قبول الفرضية العدمية، مما يشير الى اتساق ودقة النتائج المقدرة باستخدام منهجية (FEM)، مقارنة بما تم تقديمه باستخدام (REM)، الامر الذي استوجب اعتماد منهجية أنموذج الأثر الثابت (FEM) في التقدير.

الجدول (4)

اختبار Hausman للنموذج MVA

Correlated Random Effects - Hausman Test Test cross-section random effects Equation: Untitled			
اختبار Hausman للنموذج MVA			
Test Summary	Summary Chi-Sq. Statisti	Chi-Sq. d. f	Prob.
Cross-section random	13.984710	2	0.0009

المصدر: الجدول من اعداد الباحث بالاستناد الى برنامج Eviews12

بناءً على ما سبق من معطيات تم تقدير المخاطر المالية وأثرها على قيمة الشركة لعينة من المصارف المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، وفقاً لمنهجية أنموذج الأثر الثابت (FEM)، والمدرجة نتائجها في الجدول (5).

الجدول (5)
نتائج تقدير إثر المخاطر المالية على قيمة الشركة وفقاً لنموذج الاثر الثابت (FEM)

Method: Panel least squares				
Dependent Variable: MVA				
Sample: 2011-2022				
Periods included: 12				
Cross sections included: 8				
Total panel balanced observations: 96				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
FL	-14310888.219	39515825	-3.621559	0.0005
CU	-84880870.538	33260649	2.551991	0.0125
C	-37070021	22705161	-1.632669	0.0062
Cross- section fixed (dummy variables)				
R-squared	0.570400	F-statistic		12.68735
Adjusted R-squared	0.525442	Prob. (F-statistic)		0.000000
Durbin-Watson stat	1.703553			

المصدر: الجدول من اعداد الباحث بالاعتماد على مخرجات برنامج Eviews12

ويمكن من الجدول اعلاه تشخيص ما يلي:

1. أكد الانموذج الى وجود تأثير معنوي سلبي لمتغيري مخاطر الائتمان (FL)، و مخاطر السيولة (CU)، في مؤشر قيمة الشركة (MVA) وبمعاملات بلغت (-14310888.219) (-) (84880870.538) على التوالي، وهو ما كان متوافقاً مع الدراسات التجريبية والاطر النظرية التي أكدت على قدرة مخاطر الائتمان ومخاطر السيولة في التأثير على قيمة الشركة.
2. أكد الانموذج الى عدم معنوية متغير مخاطر رأس المال (CR) في التأثير على قيمة الشركة للمصارف العينة وخلال فترة الدراسة. ويعود ذلك إلى أن المصارف، لديها قدرة أكبر على التكيف مع متطلبات رأس المال لأنها تتسم بطبيعة طويلة الأجل وتنتج مرونة في التخطيط والاستجابة. على العكس، من مخاطر السيولة أو الائتمان تمثل تحديات قصيرة الأجل تحتاج إلى حلول سريعة وحاسمة، مما يجعلها أكثر تهديداً على العمليات اليومية واستقرار الشركة.
3. استطاعت المتغيرات الداخلة في أنموذج القياس تفسير ما مقداره (57.04%) من التغيرات الحاصلة في مؤشر قيمة الشركة، وهو ما يشير الى قدره تفسيرية جيدة للأنموذج.
4. بنت المتغيرين الداخلين في الانموذج، أنموذجاً قياسياً ذا جودة مرتفعة، وذلك عن طريق قيمة Prob. (F-statistic) والتي بلغت (0.000000)، مما يعكس الى التوفيق في بناء الأنموذج.

ثالثاً: الاستنتاجات والتوصيات.

الاستنتاجات:

1. أظهرت نتائج البحث أن مخاطر السيولة والائتمان تؤثر بشكل سلبي على قيمة المصارف المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، مما يؤكد ضرورة تحسين استراتيجيات إدارة هذه المخاطر.
2. عكست النتائج أن مخاطر رأس المال لم تظهر تأثيراً معنوياً على قيمة المصارف في العينة المدروسة، ما قد يشير إلى أن المصارف قادرة على التكيف مع متطلبات رأس المال التنظيمية دون تأثير ملحوظ على قيمتها السوقية.
3. تعتبر إدارة المخاطر الفعالة عاملاً رئيسياً في تعزيز الاستقرار المالي للمصارف، حيث أن المصارف التي تدير هذه المخاطر بشكل جيد تتمتع بقيمة سوقية مستقرة وأداء مالي قوي.

4. هناك تفاوت في تأثير المخاطر المالية بين المصارف بناءً على حجمها وأدائها المالية واختياراتها الاستراتيجية في التعامل مع المخاطر، مما يستدعي تخصيص استراتيجيات إدارة مختلفة حسب خصائص كل مصرف.
 5. تلعب الظروف الاقتصادية المحلية والإقليمية دوراً هاماً في تحديد مستوى المخاطر التي تواجهها المصارف، وبالتالي فإن التكيف مع هذه المتغيرات يعد أمراً بالغ الأهمية للحفاظ على الاستقرار المالي وتحقيق النمو في ظل بيئة اقتصادية متقلبة.
- التوصيات:**
1. تطوير استراتيجيات أكثر فعالية لإدارة السيولة داخل المصارف، من خلال تحسين آليات التخطيط النقدي وضمان توافر الموارد اللازمة لتلبية الالتزامات قصيرة الأجل، مما يساعد على تقليل تأثير مخاطر السيولة على أداء المصارف.
 2. تحسين إدارة مخاطر الائتمان: على المصارف تحسين استراتيجيات إدارة الائتمان عبر استخدام نماذج تقييم ائتماني أكثر دقة وتشديد معايير منح القروض، إضافة إلى تطوير سياسات لتقليل معدلات التخلف عن السداد، مما يساهم في تعزيز استقرارها المالي.
 3. يُوصى بأن تسعى المصارف إلى تحقيق توازن فعال بين رأس المال الدائم والديون قصيرة الأجل، حيث يساعد ذلك على تحسين مرونة المصارف في مواجهة المخاطر المالية وتعزيز قدرتها على التكيف مع المتغيرات الاقتصادية.
 4. من الضروري أن تلتزم المصارف بتقديم تقارير مالية شفافة ومفصلة حول مستويات المخاطر التي تواجهها، مما يعزز من ثقة المستثمرين ويقلل من التذبذب في قيمتها السوقية، خاصة في فترات الأزمات المالية.
 5. تطوير وتفعيل نظم متقدمة لمراقبة وإدارة المخاطر، مثل أنظمة التحليل التنبؤي التي يمكن أن تساعد في تقليل التأثيرات السلبية لمخاطر السيولة والائتمان ورأس المال على القيمة السوقية للمصارف.

References:

1. Abid, F., & Mseddi, S. (2004). The impact of operating and financial leverages and intrinsic business risk on firm value, *Available at SSRN*, 942029.
2. Al-Dabbagh, Harith G., (2024), Financial flexibility and its impact on company value: A study on a sample of companies listed on the Iraq Stock Exchange, *Entrepreneurship Journal for Finance and Business (EJFB)*, 5(1), (113-127).
3. Barakat, A. (2014). The impact of financial structure, financial leverage and profitability on industrial companies shares value (applied study on a sample of Saudi industrial companies), *Research Journal of Finance and Accounting*, 5(1), 55-66.
4. Bechtel, A., Rinaldo, A., & Wrampelmeyer, J. (2023), Liquidity risk and funding cost, *Review of Finance*, 27(2), 399-422.
5. Brunnermeier, M. K., & Pedersen, L. H. (2009). Market liquidity and funding liquidity, *The review of financial studies*, 22(6), 2201-2238.

6. Bui, T. N., Nguyen, X. H., & Pham, K. T. (2023). The effect of capital structure on firm value: A study of companies listed on the Vietnamese stock market, *International Journal of Financial Studies*, 11(3), 100.
7. Bukit, R. C. F. B., Muda, I., & Abubakar, E. (2021). The Effect of Profitability and Liquidity on Firm Value with Leverage as Moderating Variable in Companies That are Joined in LQ45 and Listed on the Indonesia Stock Exchange for the Period 2007-2019, *International Journal of Research and Review*, 8(7), 344-352.
8. Chava, S., Ganduri, R., & Ornthanalai, C. (2019). Do credit default swaps mitigate the impact of credit rating downgrades? *Review of Finance*, 23(3), 471-511.
9. Dichev, I. and Piotroski, J. (2001): The long-run stock returns following bond ratings changes, *Journal of Finance*, 56, 173–203.
10. dos Santos, R. B., Lima, F. G., Gatsios, R. C., & de Almeida, R. B. (2017). Risk management and value creation: new evidence for Brazilian non-financial companies, *Applied Economics*, 49(58), 5815-5827.
11. English, W. B., Van den Heuvel, S. J., & Zakrajšek, E. (2018). Interest rate risk and bank equity valuations, *Journal of Monetary Economics*, 98, 80-97.
12. Gormsen, N. J., & Koijen, R. S. (2020). Coronavirus: Impact on stock prices and growth expectations, *The Review of Asset Pricing Studies*, 10(4), 574-597.
13. Hiendrawati, H., Mas'ud, A., Kalsum, U., & Nur, M. (2024). The Effect of Inflation, Interest Rates and Exchange Rates on Company Value (Case Study on Registered Banking Institutions on the Indonesia Stock Exchange), *Syntax Idea*, 6(6), 2886-2898.
14. Holthausen, R. and Leftwich, R. (1986): The effect of bond rating changes on common stock prices, *Journal of Financial Economics*, 17, 57–89.
15. Iwedi, M., Anderson, O. E., Barisua, P. S., & Zaagha, S. A. (2020), Enterprise risk management practice and shareholders value: evidence from selected quoted firms in Nigeria, *Green Finance*, 2(2), 197-211.
16. John, Kose & Saadi, Samir & Zhu, Hui, (2015), 8 Liquidity Risk, *Investment Risk Management*, 141-154.
17. Johnson, S. A. (2003). Debt maturity and the effects of growth opportunities and liquidity risk on leverage, *the review of Financial studies*, 16(1), 209-236.
18. Kholdorov, S. (2024). Credit risks and management strategies of commercial banks in uzbekistan. *Страховой рынок Узбекистана*, 1(9), 18-20.

- 19.Kruk, S. (2021). Impact of capital structure on corporate value—review of literature, *Journal of Risk and Financial Management*, 14(4), 155.
- 20.Narayanan, R., & Uzmanoglu, C. (2018). Credit default swaps and firm value, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 53(3), 1227-1259.
- 21.Nenu, E. A., Vintilă, G., & Gherghina, Ș. C. (2018). The impact of capital structure on risk and firm performance: Empirical evidence for the Bucharest Stock Exchange listed companies, *International Journal of Financial Studies*, 6(2), 41.
- 22.Noor, J. A. M., & Abdalla, A. I. (2014). The Impact of financial risks on the firms' performance, *European Journal of Business and Management*, 6(5), 97-101.
- 23.Nukala, V. B., & Prasada Rao, S. S. (2021). Role of debt-to-equity ratio in project investment valuation, assessing risk and return in capital markets, *Future Business Journal*, 7(1), 13.
- 24.Odders-White, E. R., & Ready, M. J. (2006). Credit ratings and stock liquidity, *The Review of Financial Studies*, 19(1), 119-157.
- 25.Roy, K., & Bandopadhyay, K. (2021). Financial risk and firm value: is there any trade-off in the Indian context?, *Rajagiri Management Journal*, 16(3), 226-238.
- 26.Skogsvik, K., Skogsvik, S., & Andersson, H. (2023). Bankruptcy risk in discounted cash flow equity valuation, *Journal of Risk and Financial Management*, 16(11), 476.
- 27.Twum, A. K., ZhongMing, T., Agyemang, A. O., Ayamba, E. C., & Chibsah, R. (2021). The impact of internal and external factors of credit risk on businesses: An empirical study of Chinese commercial banks, *Journal of Corporate Accounting & Finance*, 32(1), 115-128.
- 28.Zamira, V. (2016). The impact of credit risk management on the banking profitability: a Survey of the theoretical and empirical literature, *European journal of economics and management sciences*, (2), 48-51.