



تقييم أداء المحفظة الاستثمارية وفقاً لمخاطرها السوقية

دراسة تحليلية لعينة من المصارف المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية للفترة من (2013-2020)

مروة عاشور عويد / باحثة :- marwaashor16@gmail.com

أ.م.د. محمد شهاب / كلية الإدارة والاقتصاد / جامعة واسط mshhab@uowasit.edu.iq

أ.د. عبد الرضا حسن سعود / كلية الإدارة والاقتصاد / جامعة ذي قار abduridhasaud@gmail.com

المستخلص

يكشف البحث عن جانب مهم من جوانب المحفظة الاستثمارية ، إذ تعتبر عملية التقييم أساساً في القرار الاستثماري ؛ومع تعدد نماذج التقييم واختلاف آراء الباحثين حول جدوى هذه النماذج فقد طرح الباحثين والعلماء في هذه المجال العديد من النماذج التي تختلف في مستوى كفاءة التقييم .وبهذا يقترح البحث الحالي تقييم أداء المحفظة الاستثمارية وفقاً لمخاطرها السوقية من خلال اعتماد نموذجين هما القيمة المعرضة للمخاطرة والذي يعتبر احد المقاييس الحديثة في التقييم ومقارنة النتائج مع نموذج شارب الذي يعتبر الاخير نموذج تقليدي في التقييم، ومن هنا تبرز مشكلة البحث والتي تكمن في امكانية تقييم المحفظة الاستثمارية وفقاً لمخاطرها السوقية باعتماد القيمة المعرضة للمخاطرة VaR. ولتحقيق هدف البحث فقد تم اعتماد عينة قسدية من المصارف العراقية التي تملك محفظة استثمارية في انشطتها تمثلت في مصرف بغداد ومصرف كوردستان وقد تم تقييم ادائها بشكل سنوي للمدة 2013-2020 .توصل البحث لمجموعة من الاستنتاجات والتوصيات اهمها امكانية تقييم أداء المحفظة باستخدام القيمة المعرضة للمخاطرة وفقاً لمخاطرها السوقية ، كما يوصي البحث بضرورة اهتمام المصارف عينة الدراسة بالمحافظ الاستثمارية وتقييمها بشكل دوري للوقوف على ادائها والتنبؤ بالمخاطر المستقبلية .

الكلمات المفتاحية: القيمة المعرضة للمخاطرة (VaR) ، المخاطرة السوقية ، المحفظة الاستثمارية ، مؤشر شارب

بحث مستل من رسالة ماجستير الموسومة " استخدام القيمة المعرضة للمخاطرة في تقييم أداء المحفظة الاستثمارية"

Abstract

The research reveals an important aspect of the investment portfolio, as the evaluation process is considered a basis in the investment



decision, With the multiplicity of evaluation models and the differing opinions of researchers about the feasibility of these models, researchers and scholars in this field have put forward many models that differ in the level of evaluation efficiency. The current research suggests evaluating the performance of the investment portfolio according to its market risks by adopting two models, namely, the value at risk, which is considered one of the modern measures of evaluation, and comparing the results with the Sharpe model, which is considered the other is a traditional model in evaluation. The research problem, which lies in the possibility of evaluating the investment portfolio according to its market risks by adopting the VaR. To achieve the goal of the research, an intentional sample of Iraqi banks that owns an investment portfolio in their activities was approved, represented by the Bank of Baghdad and the Bank of Kurdistan, and their performance was evaluated annually for the period 2013-2020. The research reached a set of conclusions and recommendations, the most important of which is the possibility of evaluating the performance of the portfolio using the value at risk according to its market risks.

Keywords: value at risk (VaR), market risk, investment portfolio, Sharpe index

المقدمة

تعد المحفظة الاستثمارية واحد من الأدوات الاستثمارية التي اخذت حيز واسع في المجال المالي وقد تناولها العديد من الباحثين بالبحث والدراسة وهناك انواع مختلفة من المحافظ تتباين تبعاً لموجودات المحفظة والاهداف التي ترمي اليها ، اتجهت الدراسات والبحوث نظريا وتطبيقا للكشف عن افضل الوسائل والنماذج لتكوين وتقييم المحفظة وفقاً



لأسلوب علمية والسبب في ذلك يعود الى طبيعة هذه المخاطر التي يصعب تفاديها او التنبؤ مما يسبب لمتخذ القرار الاستثمارية او مالك المحفظة ارباكاً في تحديد موجودات المحفظة وجدوى الاحتفاظ بها قدم الباحثون العديد من الوسائل والمقاييس التي تعمل على تقييم اداء المحفظة الاستثمارية منها التقليدية التي رافق ظهورها ظهور مفهوم المحفظة الاستثمارية واخرى تم تطويرها مع التطور والديناميكية المستمرة لأسواق الا ان معظم هذه المقاييس هي مجرد ارقام نتيجة عمليات حسابية تحتاج الى تفسير، في اوائل التسعينات اثار مقياس القيمة المعرضة للمخاطرة جدلاً واسعاً حول امكانية اعتماده في التنبؤ بحجم المخاطر السوقية وحجم الخسائر الناتجة عنها ، لما يتميز به المقياس على نظيراته من المقاييس من تقديم المعلومة الملخصة والمبسطة لمتخذ القرار حول مقدار تلك المخاطر التي تعترض لها المحفظة او حتى موجوداتها ، فضلاً عن كون المقياس غير مكلف مادياً للشركة والمستثمرين، ولكون المقاييس هو اداة لقياس المخاطر فيمكن من خلاله ايضاً تقييم اداء المحفظة من خلال حساب مقدار العائد الاضافي الذي حققته المحفظة في ظل مخاطرها السوقية التي يتم قياسها من خلال (VaR)، والذي يعد ايضاً ظاهرة حضارية من خلال الافصاح مما يزيد ثقة اصحاب المصلحة والمستثمرين بإدارة المحفظة والقائمين عليها.

المبحث الاول: منهجية البحث

اولاً : مشكلة البحث

مع التطور الحاصل في اسواق التداول يتطلب الامر من المستثمرين التعرف الى طبيعة وهيكل هذه المخاطر اذ تعد المخاطر السوقية ودرجة تأثيرها في استثمارات المحفظة احد الموضوعات المعاصرة التي ولدت جدلاً فكرياً لدى الباحثين حول طرائق وأساليب تقييمها والتنبؤ بها، نظراً لصعوبة تفسير نتائج معظم المقاييس على متخذ القرار والمستثمرون والكلفة المادية والمعلوماتية قد يتجه المستثمرين الى التنبؤات الحدسية في افضل الاحوال في قياس المخاطر السوقية للمحفظة مما قد يسبب خسائر مستقبلية للمحفظة ،لذا حاول الباحث الحالي استخدام المخاطر السوقية كمدخل في تقييم اداء المحفظة واقترح مقياس (VaR) ومن هنا يمكن صياغة مشكلة البحث بالتساؤلات الآتية :

1- في امكانية تقييم المحفظة الاستثمارية وفقاً لمخاطرها السوقية باعتماد القيمة المعرضة للمخاطرة VaR؟

2- ما مدى مساهمة مقياس (VaR) في قياس وتحليل المخاطر السوقية للمحافظ عينة البحث وتقديم المعلومات ؟



3- هل يعطي تقييم المحفظة من خلال مقياس القيمة المعرضة للمخاطرة ذات التقييم لمؤشر

شارب ؟

ثانياً : أهمية البحث

1- تأتي أهمية البحث من أهمية المخاطر السوقية ومدى تأثير هذه المخاطر على قيمة المحفظة وموجوداتها .

2- لكون البحث يعمل على توظيف المقاييس الكمية الحديثة في تقييم أداء المحفظة الاستثمارية من خلال تطبيق مقياس VaR .

3- تكمن أهمية البحث في تعريف المصارف عينة البحث بضرورة اتباع مقاييس واساليب علمية في تقييم أداء المحفظة الأمر الذي يساعد متخذ القرار على تحديد موجودات المحفظة والتوجهات الاستثمارية المستقبلية .

ثالثاً: هدف البحث

1- يهدف البحث الى التعرف على المحفظة الاستثمارية واساليب تقييمها .

2- تطبيق مقياس القيمة المعرضة للمخاطرة (VaR) في قياس وتحليل المخاطرة السوقية للمحفظة الاستثمارية من اجل الوصول الى تقديرات دقيقة لحجم المخاطرة والخسائر الناجمة عنها.

3- التوصل الى القيمة المعرضة للمخاطرة (VaR) للمحفظة الاستثمارية عينة الدراسة ما يسهم في تقييم أداء المحفظة .

رابعاً : فرضية البحث

1- تسهم القيمة المعرضة للمخاطرة في الوصول الى نتائج دقيقة واضحة تساعد متخذ القرار في التنبؤ بحجم المخاطرة السوقية ومن ثم تحديد المحافظ الكفؤة القادرة على تحقيق عائداً اضافياً ي ظل هذه المخاطر .

2- يمكن حساب قيمة VaR لموجودات المحفظة عند مستوى ثقة محدد قبل ان يتم ضمها لتشكيلة المحفظة النهائية والتعرف على حجم المخاطر التي تتضمنها وان كانت ضمن امكاناته الاستثمارية ام لا.

3- تتباين قيم أداء المحفظة من مؤشر لأخر تبعاً لنوع واهداف والمتغيرات التي يعتمد عليها كل مؤشر .



خامسا: - منهج البحث

اعتمد البحث على المنهج الوصفي في وصف متغيرات البحث في الجانب النظري إذ تم استعراض مفهوم المحفظة الاستثمارية وإهم مكونات المحفظة كذلك عائد ومخاطرة المحفظة كذلك المخاطر السوقية والخطوات الأساسية التي يتبعها المستثمرون في تكوينها وأخيراً تناول المحور الأخير أهم المؤشرات المستخدمة في قياس وتقييم أداء المحفظة .

أما الجانب العملي للدراسة فقد تم اعتماد المنهج التحليلي للحصول على نتائج في إمكانية تطبيق VaR في قياس وتحليل مخاطر المحفظة ؛ ولتحقيق أهداف البحث وفرضياته فقد تم الاعتماد على مجموعة من الأساليب والمقاييس الرياضية .

سادسا: حدود البحث

تأخذ حدود البحث اتجاهين وكالاتي :-

الحدود المكانية : وقد تمثلت بشركات القطاع المصرفي العراقي المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية وقد تم اختيار عينة قصدية من المصارف العراقية التي تضم ضمن أنشطتها محفظة استثمارية وقد وقع الاختيار على محفظة مصرف بغداد ومحفظة مصرف كردستان نظرا لتوافر المعلومات اللازمة للدراسة خلال المدة قيد البحث .

الحدود الزمانية : تم إجراء البحث ضمن مدة زمنية هي 2013- 2020 .

المبحث الثاني: الإطار النظري للبحث

أولاً : المحفظة الاستثمارية

من بين القرارات المهمة التي يجب ان تتخذها الشركة خلال دورة حياتها هي مسألة الاستثمار الا ان هذا القرار يتطلب دراسة مستفيضة وعلى الشركة ان تطرح سؤالاً قبل اي قرار استثماري والسؤال هو ماهي الاستثمارات التي ستدخل بها الشركة والتي يجب ان تحققها وماهي المعايير التي تتبعها في اختيار نوع الاستثمار الذي ستدخل فيها او ستتخلى عنها ؟ (Hadjeb, 2017:4) اذ يعتبر الاستثمار عملية ادارية تهدف بالدرجة الاولى الى تحقيق اعظم ربح او عائد لذا يتم وضع الخطط المستقبلية التي يتم على اساسها اختيار الاستثمار المناسب ، ولكي يتجنب المستثمر الخسائر في عملية الاستثمار يجب ان يكون الاستثمار موزعاً على مجموعة من الموجودات ولا يتركز في أصل واحد، لان هذا التنوع يجنب المستثمر الخسائر الناتجة عن تقلب الاسعار وعدم تحقيق العائد المتوقع (الشعراني ، 2015: 20).



1- مفهوم المحفظة الاستثمارية

يعرف (Moussu) الاستثمار من الناحية المالية على انه رصد نقود من أجل شراء أصول صناعية أو مالية إذ يعتبر قرار الاستثمار قرار لتثبيت رأس المال ، اذ ان الجهة المستثمرة تلتزم بنفقات حالية من اجل الحصول على ارباح على مدى بعيد وخلال فترات متتالية . والقصد ان مفهوم الاستثمار يشمل جميع النفقات الغير مرتبطة مباشرة بالشركة وليس فقط ما يتحملها المستثمر عند الاقتناء (Moussu et al.;1996:50) . تعددت أساليب الاستثمار وتنوعت وسائله وادواته، ولعل ابرز هذه الأدوات في الوقت الحالي المحفظة الاستثمارية والتي وضع نظريتها (Markowitz) في عام 1952، اذ كانت البادرة الاولى عندما نشر مقالته التي كانت تحمل عنوان " Portfolio Selection " في مجلة " The Journal of Finance published " أصبحت الأفكار المقدمة في هذه المقالة تشكل أسس ما هو شائع الآن باسم نظرية المحفظة الحديثة (MPT) تلاها كتابه الذي حمل ذات العنوان في عام (1959) لذا نجد ان الكثير من الباحثين يعتبر ان مقالاته كانت الاساس لبزوغ مفهوم المحفظة الاستثمارية واعتبرت مقالته هي الاساس التي بنيت عليه هذه النظرية فضلاً عن تسميته بـ (رائد نظرية المحفظة) (fabozzi et al.,2002:7) .

يناقش (سفيان واخرون) ان الافكار الاولى لمفهوم المحفظة الاستثمارية كانت قد تمثلت بصناديق المضاربة الاسلامية في سنة 1هـ ، حيث كانت أول محفظة استثمارية على مستوى العالم ، أي منذ أكثر من 1440 سنة تلتها بمئات الأعوام بدأت فكرة المحافظ الاستثمارية في الظهور بأوروبا ، تأسست أول محفظة استثمارية في أوروبا عام 1774 في هولندا أعقب ذلك انشاء محفظة في إنجلترا عام 1870م وفي 1929م انتقل المفهوم إلى الولايات المتحدة إلا أن درجة الاهتمام بها اختلفت من فترة لأخرى (سفيان; واخرون، 2021: 2) .

ناقش العديد من الباحثين في المجال المالي والاستثماري مفهوم المحفظة الاستثمارية وخلال فترات متباينة اذا تعرف على انها واحد من ادوات الاستثمار وهذه الاداة تتصف بكونها مركبة اي تتكون من اصلين او اكثر تدار من قبل شخص مسؤول عنها يسمى بمدير المحفظة (الشمري و البياتي ،1999: 261) كذلك تعرف على انها " هي كل ما يملكه الفرد من أصول حقيقية و مالية" (المومني ،2009:17) اما (فاضل) فقد عرفها على انها هي خليط او مزيج من الادوات الاستثمارية التي تحقق عائدا افضل بالمقارنة مع مثيلاتها وباقل درجة مخاطرة وبما يتلاءم مع رؤية واهداف المستثمر ويحقق فاعلية المحفظة الاستثمارية ، وتعتمد فاعلية المحفظة الاستثمارية



على حجم التنوع في الأوراق المالية والأهمية النسبية لهذه الأوراق من الناحية الاقتصادية، يضاف إليها كفاءة الإدارة، ولتحقيق هذه الفاعلية يجب أن يكون هناك مناخ استثمارية يتضمن العديد من فرص الاستثمار (فاضل، 2021: 226)

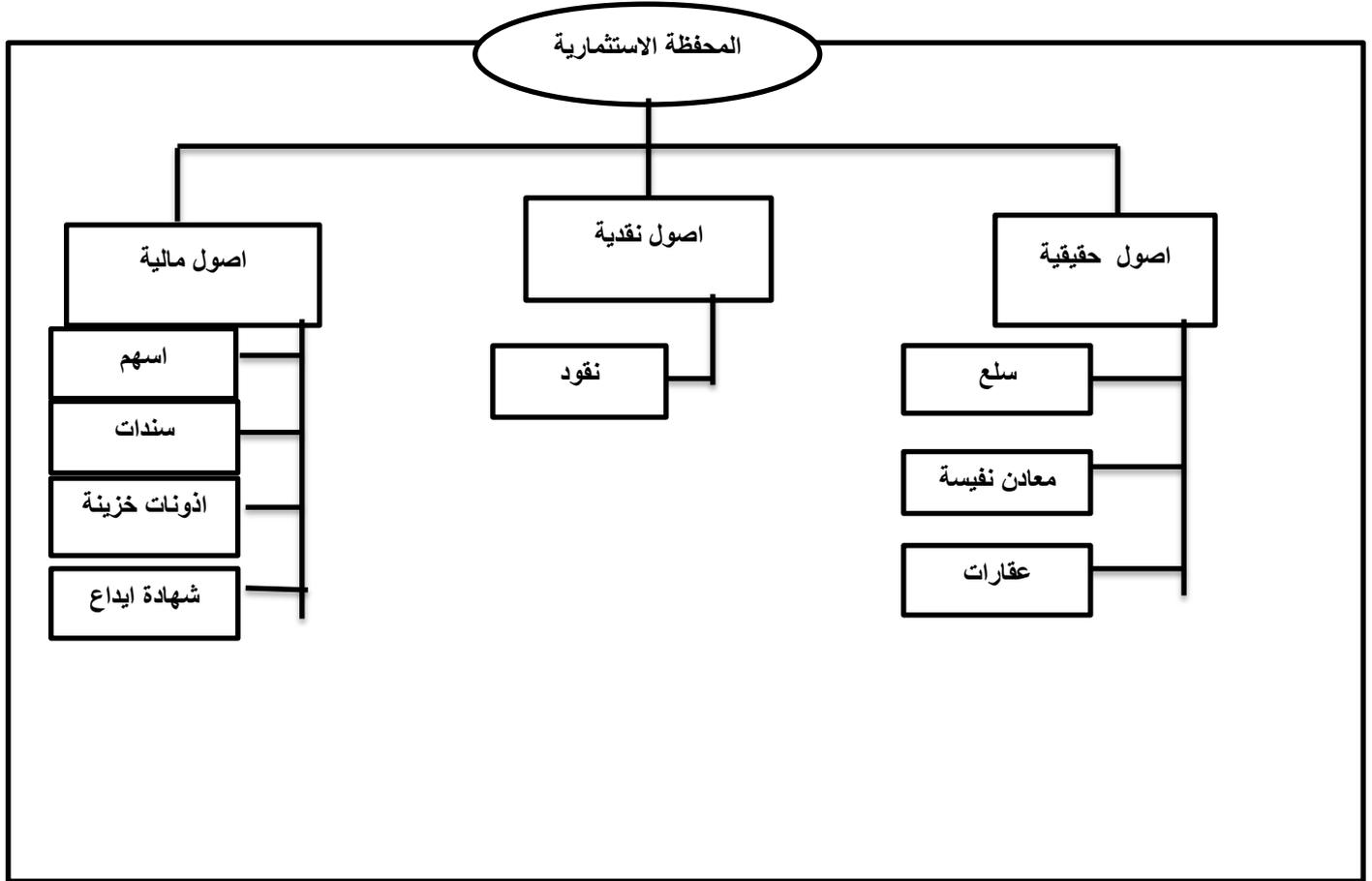
نستنتج من ذلك يمكن تعريف المحفظة الاستثمارية : على أنها توليفة من الأدوات المالية الاستثمارية الهدف منها هو تحقيق أكبر ربح بأقل درجة مخاطر وبما يناسب أهداف المستثمر، لذا ومن أجل تحقيق أهداف المستثمر يتم تعيين شخص معين للإدارة المحفظة وقد يكون مدير المحفظة هو ذاته صاحب المحفظة، تقع على عاتق مدير المحفظة تكوين مزيج من الأدوات الاستثمارية سواء الحقيقية أو المالية من أجل تحقيق فاعلية المحفظة الاستثمارية في ظل سوق استثماري كفوء.

وفي الإطار ذاته طرح (Barasinska, 2009: 14) تصنيف يوضح فيه أصول المحفظة الاستثمارية ويصنفها إلى ثلاثة أنواع رئيسية (الموجودات الحقيقية، الموجودات المالية والموجودات النقدية) وسيتم تناولها بالتفصيل :-

أ. **الموجودات الحقيقية:** هي أصول استثمارية ملموسة مثل العقارات والمشاريع الزراعية والصناعية التي تتصف بانخفاض السيولة وتتطلب خبرات مختلفة بسبب عدم تجانس أنواعها وزيادة تكاليف الاستثمار.

ب. **الموجودات المالية:** يقصد بها الأوراق المالية والتي تعطي لحاملها شهادة ملكية الأوراق كما تبين لحامل هذه الورقة حقوق ملكية وتعطيه الحق في المطالبة بقيمة الورقة بشكل جزئي أو كلي، وتتصف تلك الموجودات بأنها تحقق أرباح كبيرة أما حجم المخاطرة التي تترتب عليها متفاوتة.

ج. **الموجودات النقدية:** يطلق عليها أيضاً الموجودات السائلة تتضمن النقد وأي موجودات أخرى يمكن تسيلها (أي تحويلها إلى نقد بسهولة بدون حدوث خسائر كبيرة في القيمة للوفاء بالتزاماتها). علاوة على هذه سيتم توضيح هذه الأصناف من خلال الشكل التالي:



المصدر :- من اعداد الباحث بالاطلاع على خريوش، حسن علي وآخرون، (1999) ، إدارة المحافظ الاستثمارية، ط5 ، عمان، ص12

2- شروط تكوين المحفظة الاستثمارية :-

لضمان نجاح بناء محفظة استثمارية ، يجب استيفاء عدد من الشروط المهمة يلتزم بها مدير المحفظة عند إجراء أي تغييرات على أصولها ، وفقاً (هوشيار، 2003:222) بما في ذلك:

1. اختيار الموجودات التي تتكون منها المحفظة بناءً على فحص جميع المعلومات المتوفرة حول حالة السوق والموجودات المختارة ودراسة مناخ الاستثمار.
2. محاولة الحفاظ على الربحية والقيمة السوقية للمحفظة من خلال إعداد خطط محددة لاختيار أفضل البدائل لتحقيق أهداف المستثمر.
3. تأمين المحفظة الاستثمارية من خلال الرشد والتحوط وتحديد هامش معين لقبول المخاطر من خلال التنوع العلمي للأصول التي تتكون منها المحفظة والعمل بشفافية.



4. التنبؤ بأداء المحفظة الاستثمارية بالطرق العلمية ومقارنة النتائج الفعلية بالنتائج المتوقعة من أجل الحصول على أفضل النتائج في المستقبل وخاصة للمستثمرين المؤسسيين.
5. فحص حساسية الموجودات التي تتكون منها المحفظة للمتغيرات الاقتصادية مثل مؤشرات السوق.
6. اتباع سياسة ومنهجية محددة سلفاً في اتخاذ قرارات الاستثمار وتكييف هذه السياسة مع تغير الظروف البيئية واحتياجات المستثمر وفي الاقتصاد ككل.
7. الحفاظ على مستوى معين من السيولة للاستجابة لظروف السوق المتغيرة والاستفادة من فرص الاستثمار الحالية.

3- عائد ومخاطرة المحفظة الاستثمارية :

طبيعة البيئة الاستثمارية وحالة عدم التأكد التي تسودها لذا فالمستثمر يواجه هدفين متناقضين هما العوائد التي يرغب بالحصول عليها مقابل تضحيته برأس المال خلال فترة معينة وما يقابله من مخاطر، والمستثمر الرشيد هو الذي يحاول الموازنة بين الهدفين، ومن الجدير بالذكر ان بعض المستثمرين مستعدين لتحمل حجم المخاطرة التي تفوق المستوى المتوسط والسبب وراء ذلك هو العلاقة الطردية بين العائد والمخاطرة اي ان الزيادة المضطربة بحجم المخاطرة يرافقها زيادة بحجم العائد وفي الاطار التالي سيتم مناقشة مفهوم العائد والمخاطرة للمحفظة:

أ- مفهوم العائد: Concept Return

الغاية من الاستثمار هو تحقيق العائد لذا يهتم المستثمر بتقدير العوائد المستقبلية للمشاريع التي سيستثمر بها امواله، واساس هذه التقدير يكون مبني على قرارات استثمارية رشيدة، ولكي تكون القرارات رشيدة يجب ان تأخذ بنظر الاعتبار نقاط القوة والضعف والفرص والتهديدات التي تقدمها البيئة الاستثمارية. وفي ضوء ذلك يمكن تعريف العائد على انه نسبة الارباح أو المكافئة التي من المفترض ان يحصل عليها المستثمر بعد كل عملية استثمار والتي تعتبر محفزاً لكل عملية استثمارية مما يسهم بتحريك رؤوس الاموال وانتقالها اذ ان رأس المال يتحرك دائماً باتجاه الربح (العارضي، 2016: 249). كذلك عرفه (Gitman, 2015: 199) "بأنه الارباح والخسائر الإجمالية التي يتم تحقيقها في استثمار معين خلال فترة زمنية معينة". وفي نفس السياق عرف (Gapanski & Brigham; 145: 1988) العائد على انه تلك الزيادة المتحققة في اموال المستثمرين نتيجة لتوظيف اموالهم في مجال استثماري معين. ومن هذه



المنطلق يمكن تقسيم العائد لعدة أنواع ولكل واحد منها صيغة رياضية تعبر عنها وسيتم توضيحها من خلال الجدول التالي:

الجدول (1) يوضح أنواع العائد والصيغة الرياضية لها

ت	نوع العائد	المفهوم	الصيغة الرياضية
1	العائد الفعلي Realized Rate of Return	هو العائد الذي يحققه المستثمر فعلاً نتيجة لاملاكه أو بيعه لأداة من أدوات الاستثمار، ويتكون من العوائد الأيرادية أو العوائد الرأسمالية أو يكون مزيجاً بينهما وقد يكون أكبر أو أقل من العائد المتوقع أو العائد المطلوب	$R = \frac{P_1 - P_0 + Dt}{P_0}$ اذ أن: R: معدل عائد السهم الفعلي. P1 : السعر السهم في المدة الحالية. P0 : سعر السهم في المدة السابقة. Dt : التوزيعات النقدية
2	معدل العائد المتوقع Expected rate of Return	هو العائد الذي يتوقع المستثمر الحصول عليه مستقبلاً عند استثمار أمواله في مشروع معين، ويسمى بالعائد المتوقع لأن الحصول عليه يتم في المستقبل ويتطلب من المستثمر اختيار البدائل الاستثمارية المناسبة من بين مجموعة البدائل المتاحة إذ أن عائد المحفظة هو المتوسط المرجح بالأوزان لعوائد الموجودات المالية المكونة للمحفظة.	$R_P = \sum_{i=1}^n W_i R_i$ اذ ان : R _p : معدل العائد المتوقع للمحفظة. R _i : العائد المتوقع للأصل i . W _i : نسبة الثروة المستثمرة في الأصل i
3	معدل العائد المطلوب Required Rate of Return	" هو العائد الذي يرغب المستثمر في الحصول عليه وبما يتلاءم مع مستوى المخاطر التي سيتعرض لها الأصل أو أداة الاستثمار". ويتكون من جزئيين وهو العائد الخالي من المخاطرة وعلاوة المخاطرة	$R = R_F + \beta_i (R_m - R_f)$ أذا ان: R: معدل العائد المطلوب على الأصل. R _F : معدل العائد الخالي من المخاطرة. R _M : معدل العائد المتوقع السوق. β _i : بيتا السوق وتمثل المخاطر المنتظمة التي يمكن حسابها من خلال المعادلة التالية :- $\beta_i = \frac{\text{cov}(R_i, R_m)}{\text{VAR}(R_m)}$

المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على

- فاضل، عباس احمد & عبادي، اثير عباس. (2022). تقييم المحفظة الاستثمارية المثلى لعينة المصارف التجارية العراقية الخاصة للمدة 2016-2020. ص226-227.

- Source: Welch , Ivo , " Corporate finance An Introduction" , 1st ed , Prentice Hall , 2009: p 99.

ب-مخاطرة المحفظة الاستثمارية :-

وهي تعبير عن حالة عدم التأكد التي يتعرض لها المستثمر في المستقبل الاستثماري ؛ كما انه يعتبر المحدد الثاني بعد العائد لتحديد وتقييم القرار الاستثماري (السنيح ، 2014: 36) وبعد الاطلاع على ادبيات الموضوع نجد هناك تباين في مفهوم المخاطرة اذ يتبع كل مفهوم بيئة او



مجال التطبيق فقد عرفها (Driga, 2012:164) على انها عملية قياس ومراقبة مستمرة لتحديد المخاطر التي يتعرض لها المستثمر من خلال اتباع اساليب كمية مترابطة والتي تمكن المدير من ادارة محفظته الاستثمارية واتخاذ القرار التصحيحي بشأنها. اضافة الى ما سبق نجد ان العديد من الباحثين والكتاب ابدوا اهتماما واضحا لتصنيف المخاطر يمكن تصنيفها كالآتي :-

1- **المخاطرة النظامية (مخاطرة السوق) :-** او ما تسمى بمخاطر السوق اي ان هذه المخاطر نشأة جراء عوامل السوق ، وليس هناك سبيل الى تجنب هذه النوع من المخاطر لأنها عامة و لا يستطيع المستثمر السيطرة عليها ولا يمكن التنبؤ بها او توقع حدوثها وبالتالي لا يمكن تفاديها او تجنبها من خلال التنوع في الاستثمارات ،ومن امثلتها مخاطر الحرب، و الأزمات المالية ،التضخم، وارتفاع اسعار الفائدة، وغيرها (عبدالحاميد وآخرون، 2010: 6-7) يذكر (الضرب; 2017:35) مجموعة من الخصائص التي تميز المخاطر النظامية عن غيرها من المخاطر وهذه الخصائص كالتالي:-

- 1- تقاس بواسطة معامل بيتا
 - 2- تصيب كافة مجالات النظام الاقتصادي وتنتج بسبب عوامل السوق المختلفة
 - 3- تؤثر على جميع المستثمرين ولا يمكن توخيها من خلال التوزيع لأنها عامة
 - 4- يمكن تدنية حجم المخاطرة من خلال تقليل حجم العائد المتوقع
- 2- **المخاطرة غير النظامية (الخاصة):** - تسمى ايضا بالمخاطر الخاصة او مخاطر الشركة اي انها تخص جهة معينة كمخاطر الافلاس وسوء الادارة مخاطر التخلف التكنولوجي في مجال العمل او حتى اضراب الموظفين ويطلق عليها ايضا بمخاطر الشركة كذلك المخاطر الفردية يمكن تجنبها بالتنوع، أي باقتناء عدد كبير من الأوراق المالية، لان هذه المخاطر لا تؤثر على الاقتصاد او المجالات الاستثمارية الاخرى (Jordan et al., 2009 :283).
- المخاطر الغير نظامية ايضا تتصف بمجموعة من الخصائص التي تساعدنا على تمييزها عن المخاطر الاخرى وكالتالي:

- 1- تقاس من خلال مقياس احصائي معامل التباين
- 2- تنشئ عن عوامل فردية وتؤثر على الشركة فقط لذا يمكن تقليلها عن طريق التنوع الجيد في الاوراق المالية المستثمرة (فاضل، 2022:229).
- 3- **المخاطرة الكلية:-** هي جميع المخاطر التي تؤثر على الشركة والمخاطر الكلية تشمل المخاطر النظامية + المخاطر غير النظامية ،اذ تمثل التباين الكلي في معدل العائد على الاستثمار في الأوراق المالية او في مجال استثماري آخر (عبدالحاميد واخرون، 2010:6-7)



ورغم الكثير من التصنيفات الا ان الباحثين والكتابين يصنفها كلاً حسب اهتمامه وتفضيلاته الاستثمارية .

ت- قياس وتقييم اداء المحفظة الاستثمارية :-

يتطلب قياس المحفظة الاستثمارية ادوات ومقاييس علمية قادرة على احتساب العائد والمخاطرة وتصنيف المحافظ حسب ادائها الاستثماري ، لذا عمل الكثير من الباحثين والخبراء على تطوير مؤشرات ومقاييس رياضية ، تساعد المستثمر على اتخاذ القرار الاستثماري فعملية التقييم تقوم على ركيزتين هما العائد والمخاطرة ولكل منهما خطوات علمية يتم العمل بها من اجل الوصول الى نتائج دقيقة او مناسبة لعملية اتخاذ القرار ، عموماً فان تقييم اداء المحفظة يتم وفقاً لأسلوبين وكما يلي :

1- الأسلوب البسيط :- هي طريقة تعتمد على حساب معدل العائد على الأموال المستثمرة كأساس لتحديد كفاءة أداء الشركة والتي تعتمد على المعلومات المنشورة عن صافي قيمة الموجودات للسهم ودخل رأس المال الموزع ، دون الأخذ بعين الاعتبار البيانات الخاصة بدرجة المخاطر والأمان لهذه الاستثمارات تعبر المعادلة التالية طريقة الحساب (Lyiola et al., 2012: 24

$$R_t = \frac{Dt+bt+(V_t-V_{t-1})}{V_{t-1}} \dots \dots \dots (1)$$

Rt:معدل العائد على الاستثمار للمحفظة لمدة واحدة.

Dt :التوزيعات النقدية الجارية(مقسوم الارباح الجارية).

bt:الارباح الرأسمالية المحققة خلال المدة.

Vt:القيمة السوقية للمحفظة للمدة الحالية.

Vt-1:القيمة السوقية للمحفظة للمدة السابقة

نستنتج من ذلك رغم البساطة التي يتصف بها الاسلوب الا ان هذه الاسلوب غير قادر على تحسين القرار الاستثماري لدى مستثمرا ما او مدير المحفظة لكونه يركز بطريقة مبالغ بها على العوائد دون الاخذ بالحسبان المخاطرة التي تتعرض لها كل محفظة.

2- الاسلوب المزدوج (العلمي) :-

بعد ما تم عرض المدخل او الاسلوب الاول الذي يتصف بالضعف كونه يركز على العائد فقط حاول الكثير من الباحثين توحيد المقياس المستخدم للمقارنة وتقييم اداء المحفظة من اجل الوصول تقييم يتسم بالدقة والموضوعية في الحساب، لذا استخدام مفهوم العائد المعدل بالمخاطرة كوسيلة جديدة تقييم اداء المحفظة عن طريق العائد والمخاطرة ، ويقصد بالعائد المعدل بالمخاطرة Risk Adjusted Return او ما يسمى بالأسلوب المزدوج بأنه ذلك العائد



المحسوب ليعكس نسبته إلى المخاطرة" ويتم حسابه من خلال قسمة عائد المحفظة على الانحراف المعياري لها. (Bacon,2004:69) وبهذا فإن المحفظة الأفضل هي المحفظة ذات العائد المعدل الأعلى مما يسمح للمستثمر برؤية واضحة لحجم المخاطرة لكل مقدار من العائد ومن هنا سيتم طرح هذه المؤشرات والتعرف على طرق قياسه ومزايا وعيوب كل مؤشر :-

1- مؤشر شارب او نسبة شارب

هو مقياس او نسبة تعبر عن العائد الاضافي الذي تحققه الاوراق المالية لكل وحدة من المخاطر الكلية التي يتضمنها الاستثمار في المحفظة ، ينسب الى (وليم شارب)عام 1966 وقد سمي على اسمه يعتمد لقياس اداء المحفظة الاستثمارية ويعتبر من المقاييس المركبة التي تقوم على اساس قياس العائد والمخاطرة ، ويتم حسابه من خلال المعادلة التالية (Richard&Landsberg,2013:13)(المنصور والحسناوي،2018:102):-

$$Sp = R_p - R_f / \delta_p \dots\dots\dots (2)$$

اذ أن:

S :نموذج شارب للمحفظة.

R_p:العائد المتوقع على استثمارات المحفظة.

R:العائد الخالي من المخاطرة.

δ_p:الانحراف المعياري للعائد على المحفظة

تقيس نسبة شارب مستوى كفاءة اداء المحفظة من حيث قدرتها على تحقيق عائد اضافي يتجاوز المعدل الخالي من المخاطرة والذي يطلق عليه في كثير من الاحيان "سعر الفائدة على حوالات الخزينة او سعر الفائدة على ودائع التوفير" ويعتمد البحث الحالي على حوالات الخزينة في حساب R_f. كما انه يقيس المخاطر الكلية للمحفظة وهذه واضح من خلال مقام المؤشر الذي اعتمد على الانحراف المعياري في قياس المخاطرة (Brentani , 2004: 43)، ومن الجدير بالذكر ان قيمة شارب كلما ارتفعت كان اداء المحفظة افضل بينما القيم السلبية لشارب تعبر عن اداء غير جيد للمحفظة (AlHamdoni، 2011:319).

2-مقياس او نسبة ترينور

هو مقياس او نسبة لقياس أداء المحافظ الاستثمارية يعمل من خلال الفصل بين المخاطر المنتظمة والمخاطر غير المنتظمة، يعتمد على معامل بيتا كمقياس للمخاطر بدلا من الانحراف المعياري ويعتبر هذه جوهر الاختلاف بينه وبين نسبة شارب، ينسب الى ترينور عام



1965 وقد سمي على اسمه ويعتبر من المؤشرات المركبة او المزوجة وتجدر الاشارة هنا انه يعمل على قياس المخاطر النظامية كونه يفترض ان مخاطر الشركة او اللانظامية يمكن التخلص منها مسبقا من خلال التنوع (Brentani , 2004: 48) ويتم حسابه من خلال المعادلة التالية (عبو عمر، 2017:104):-

$$T_p = \frac{R_p - R_f}{\beta_p} \dots\dots\dots(3)$$

إذا أن:

T_p : نموذج ترينور للمحفظة.

R : معدل عائد المحفظة.

f : العائد الخالي من المخاطر.

β : معامل بيتا (مخاطر المحفظة)

يشابه ترينور في عمله مؤشر شارب وهذه واضح من خلال بسط المعادلة الرياضية الا انه يختلف في المقام من خلال تركيزه على المخاطر النظامية، ومن هنا لا بد من الاشارة الى ان قيمة المقياس او نسبته كلما زادت كلما ارتفع عائد المحفظة وذلك بالعلاقة مع مخاطر النظامية وهذا يعني ان اداء المحفظة جيد (Brentani , 2004: 48).

3- مقياس او مؤشر جنسن Jensen Measure

مقياس او نسبة لقياس اداء المحفظة الاستثمارية يعتمد هذا المؤشر على نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية (CAPM) اذ يفترض ان العائد المتوقع لمحفظة المستثمر يحتمل ان يتجاوز ما توقعه النموذج يتم تطبيق المؤشر من خلال ايجاد الفرق بين مقدارين من العائد يمثل (الفرق بين متوسط عائد المحفظة ومتوسط معدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر) ويسمى هذ المقدار بالعائد الاضافي أما المقدار الاخر (يمكن الحصول عليه من ضرب معامل بيتا في الفرق بين متوسط عائد السوق ومتوسط العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر) ويطلق عليه علاوة السوق، قدمه جنسن في عام 1968 وقد سمي المؤشر على اسمه ويطلق عليه ايضا Jensen alpha جنسن الفا او العائد التفاضلي لجنسن Jensen differential return (Usha 2014: 104) . (Brentani, 2004: 44) ويمكن التعبير عنه بالمعادلة التالية (Usha, 2014: 104)(جواد والشمري، 2020:42):-

$$\alpha_p = [E(r_p) - r_f] - [E(r_m) - r_f] \times \beta \dots\dots(4)$$

اذ أن:

α : معامل ألفا.

R : عائد المحفظة الاستثمارية.

R : العائد الخالي من المخاطرة.

R : عائد محفظة السوق (مؤشر السوق).

β : بيتا المحفظة الاستثمارية.

ان الفرق الجوهرى بين مؤشر جنسن والمؤشرين سابقى الذكر كل من شارب وترينور هي نقطة القطع الثابت حيث نقطة القطع عند الاول الفا اما المؤشرين الاخرين فهي عند العائد الخالي



من المخاطرة (السعيدي، 2016:62)، وفي الاطار ذاته يمكن ايضاح قيمة جنسن الفا ان القيمة كلما كانت موجبة فهي تشير الى اداء جيد للمحفظة اما اذا كانت سالبة فهذه يعني ان الاداء منخفض عن اداء السوق واخيرا تعبر القيمة المساوية للصفر فهذا يعني ان عائد المحفظة متوازن اي انه مساوي او متوازن مع عائد السوق ويمكن التعبير عن قيمة الفا من خلال القيمة التالية (القاضي، 2016:27) :

أ- $0 >$ اداء غير جيد للمحفظة (عائد المحفظة دون عائد السوق)

ب- $0 < a$ اداء جيد للمحفظة (عائد المحفظة فوق عائد السوق)

ت- $0 = a$ اداء المحفظة متوازن (عائد المحفظة مساو لعائد السوق)

4- نموذج العائد الاضافي للمحفظة Ra

أصبحت القيمة المعرضة للمخاطر (VaR) أداة شائعة يستخدمها مديرو المحافظ لتقييم المخاطر السوقية وإدارتها ومراقبتها، وبالتالي فان استخدامها الشائع لإدارة المخاطر جعل منها أداة لتقييم اداء المحفظة الاستثمارية بدلا من الوسائل التقليدية التي تعتمد على متوسط التباين التقليدي (Gordon et.al., 2003:93)، ويمكن تقويم أداء المحافظ الاستثمارية على وفق القيمة المعرضة للخطر (VaR) من خلال الصيغة التالية التي تعتمد على حساب العائد الإضافي للمحفظة اذ تقيس هذه النسبة متوسط معدل العائد الإضافي الذي كان من الممكن أن يكسبه المستثمرون إذا قرر الاستثمار بهذه التشكيلة من الموجودات ومقارنتها مع القيمة المعرضة للمخاطر (اي حجم الخسارة المتوقعة) وبالتالي فان نتيجة النسبة كلما كانت موجبة (يعني ذلك ان المستثمر قد حقق عائد مكافئ لحجم استثماراته الخطرة) بينما النسبة السالبة تعني ان المستثمر لم يحقق عائد مكافئ لحجم استثماراته الخطرة وان عائد المحفظة دون مستوى عوائد استثماراته الخالي من المخاطرة) وبالتالي ان قرار استثماره غير كفوء ويعرض اموال المستثمرين الى خسارة مستقبلية (Baptista et.al., 2002:1159)، ويمكن التعبير عن هذه المؤشر من خلال الصيغة الرياضية التالية (Campbell 2001:7): (الفريجي وياره، 2017:70)

$$Ra = Rp - Rf / (Wp * Rf - VaRp) \dots \dots \dots (5)$$

اذ ان:

Ra: العائد الإضافي للمحفظة.

Rp: عائد المحفظة.

Rf: معدل العائد الخالي من المخاطرة.



Wp: قيمة المحفظة.

VaRp: القيمة المعرضة للخطر للمحفظة الاستثمارية.

نستنتج من المعادلة اعلاه ان ادنى معدل عائد يقبل به المستثمر يساوي معدل العائد الخالي من المخاطرة، لذا يقارن المستثمر مقدار العائد المتوقع في حال استثمار بمحفظة ما مع اقصى خسارة ممكن ان يتعرض لها في حال استثماره بمستوى معين من الثقة فاذا تبين له ان الفائدة المتحققة (العائد) اعلى من الخسارة المتوقعة فسوف يستثمر في هذه المحفظة وغير ذلك يشير الى ان المحفظة ليست كفؤة (الفريجي وياره، 2017:52)

خلاصة لما تقدم ذكره فان عملية تقييم اداء المحفظة الاستثمارية عملية مهمة كونها تجعل المستثمر او متخذ القرار في حالة اطمئنان حول اموال المستثمر في محفظة ما كما توضح حالة السوق المستقبلية وما ستكون عليه الاسعار في المستقبل لذا نجد ان العلماء في حالة تطوير مستمر لمؤشرات او نماذج التقييم بداء من المؤشرات التقليدية التي اصبح متداولة الاستخدام الى المؤشرات الحديثة التي تم ذكر البعض منها ولكل منها ضوابط في الاستخدام ومزايا وعيوب، وعادة يأخذ أداء المحفظة ثلاثة حالات رئيسية وهي (خريباش، 27 : 2012):-

- أ- أداء جيد :عند ما يكون عائد المحفظة أكبر من عائد محفظة السوق .
- ب- أداء مقبول :عند ما يكون عائد المحفظة مساوي عائد محفظة السوق .
- ت- أداء غير مقبول :عند ما يكون عائد المحفظة تحت عائد محفظة السوق.



المبحث الثالث: الإطار التطبيقي للبحث

أولاً: - تقييم وقياس اداء المحافظ في اطار (VaR) أنموذج العائد الاضافي للمحفظة (Ra)

يعتمد تقييم اداء المحفظة الاستثمارية على العائد والمخاطرة وقد اختلف الباحثين بأساليب قياس المخاطر وهناك مقاييس تقليدية معروفة والبعض منها حديثة ؛ والبحث الحالي اعتمد على احدى الاساليب الحديثة في قياس المخاطر وهو مقياس (VaR) من خلال تطبيق نموذج JP Morgan لما يتمتع به المقياس من حداثة وبساطة في القياس وتفسير النتائج من اجل الوصول الى نتائج تمكننا من تقييم اداء المحافظ عينة البحث ، وبهذا فان عملية تقييم اداء المحافظ عينة البحث وفق لنموذج العائد الاضافي Ra ستكون على مرحلتين هما اولاً قياس مخاطر المحفظة وفق لنموذج (VaR) والمرحلة الثانية هي تقييم اداء المحافظ في اطار (VaR) انموذج العائد الاضافية للمحفظة (Ra) للفترة قيد الدراسة 2013-2020.

ثانياً: - تحليل وقياس مخاطر المحافظ الاستثمارية عينة الدراسة وفقاً (VaR)

يعتمد ايجاد القيمة المعرضة للمخاطرة (VaR) على القيمة السوقية للمحفظة الاستثمارية خلال زمن (V₀) مضروبة بالانحراف المعياري للمحفظة وسيتم تطبيق انموذج JP Morgan في حساب (VaR) والمعادلة التالي توضح كيفية حسابها (الفريجي وياره، 2017 : 66) (Jason,2002: 258)

$$VaRp = Vp \times Za \times \sigma p \times T \dots \dots \dots (7)$$

VaRp : القيمة المعرضة للمخاطرة للمحفظة .

Vp : القيمة السوقية الاولية للمحفظة.

Za : التوزيع الطبيعي عند مستوى ثقة 95% للدراسة الحالية .

σp : قيمة الانحراف المعياري للمحفظة ويتم حسابها من خلال المعادلة التالية :

$$\sigma = \sqrt{\frac{\sum (X_i - X)^2}{N - 1}} \dots \dots \dots (8)$$

T : مدة الاحتفاظ بالمحفظة ، تم استخدام مدة احتفاظ يتم احتسابها على اساس جلسات التداول لسوق العراق ومدة التداول السنوية للأسواق الامريكية (250) يوم.
ويتم حساب قيمة T وفق المعادلة التالية :-

$$T = \sqrt{\frac{\text{فترة الاحتفاظ}}{\text{مدة التداول السنوي}}} \dots \dots \dots (9)$$



اعتمد البحث على مستوى ثقة 99% وما يقابله توزيع طبيعي Z_{α} (1.65) وحساب مدة الاحتفاظ على اساس عدد جلسات التداول لسوق العراق السنوية اما مدة التداول فتم حسابها على اساس التداول السنوي للاسواق الامريكية 250 يوم .

أ- قياس وتحليل القيمة المعرضة للمخاطرة لمحفظه السوق ISX60

يستعرض الجدول (2) مخاطر المحافظ عينة الدراسة مقاسة وفقا لمقياس القيمة المعرضة للمخاطرة بالقيمة المطلقة (بالدينار) والقيمة النسبية .

الجدول (2) القيمة المعرضة للمخاطرة لمحافظ السوق ISX60

عمود (6/3)7	عمود 6 (3*4*5)	عمود 5	عمود 4	عمود 3 (1*2)	عمود 2			عمود 1	السنوات
					(T)				
					T	مدة التداول السنوي	مدة الاحتفاظ		
VaR %	VaR*2 (بالدينار)	a 95 %	SD%	(V _t)				*1 القيمة السوقية للمحفظه (بالدينار) (VP)	
4.696	269,478,269	1.65	0.0285	5,738,317,127	0.961	250	231	5,969,645,752	2013
5.714	304,778,433	1.65	0.0346	5,333,975,601	0.953	250	227	5,597,680,423	2014
4.964	186,615,585	1.65	0.0301	3,759,354,421	0.965	250	233	3,894,084,000	2015
4.719	164,346,958	1.65	0.0286	3,482,738,143	0.967	250	234	3,599,837,510	2016
3.708	120,979,727	1.65	0.0225	3,263,058,390	0.978	250	239	3,337,305,000	2017
4.920	131,174,896	1.65	0.0298	2,666,411,542	0.976	250	238	2,732,805,395	2018
7.335	143,538,652	1.65	0.0445	1,956,793,486	0.982	250	241	1,992,996,229	2019
5.475	127,236,815.39	1.65	0.0332	2,323,892,560	0.856	250	183	2,716,192,246	2020
5.191	181,018,667				المتوسط				

*1 القيمة بالمليارات، *2 القيمة بالملايين

- المصدر: اعداد الباحثة بالاعتماد على:

- بيانات الكشوفات المالية السنوية لمصرف بغداد والتقارير السنوية لسوق العراق للأوراق المالية.



يتضح من خلال جدول (2) ان المحفظة حققت عام 2014 اعلى قيمة مطلقة لـ (VaR) اذ بلغت (304,778,433) مليون دينار ويعود السبب الى ارتفاع القيمة السوقية للمحفظة والتي بلغت (5,333,975,601) مليار دينار اما (VaR) النسبية فكانت قيمتها (5.714%) وتأتي الثالثة بسبب ارتفاع الانحراف المعياري للمحفظة (0.0346) ويعود سبب هذا الارتفاع الى التقلب في معدل عوائد الاسهم لأكثر من 10 شركات كانت الخمسة الاعلى على التوالي كل من (مدينة العاب الكرخ السياحية، الامين للتأمين، انتاج الالبسة الجاهزة، الفلوجة الانشائية، البادية للنقل العام) ؛ اما ادنى قيمة لـ (VaR) المطلقة والنسبية فكانت خلال عام 2017 اذ بلغت قيمتها النسبية (120,979,727) مليون دينار اما المطلقة (3.708%) والسبب يعود الى انخفاض الانحراف المعياري للمحفظة كذلك قيمتها السوقية والتي بلغت (3,263,058,390) والسبب يعود الى خروج خمسة شركات من المؤشر لتصبح محفظة السوق تضم 55 شركة من اصل 60 شركة مدرجة والشكل (21) يوضح مقدار قيمة VaR من اجمالي القيمة السوقية للمحفظة للفترة 2013-2020 ، وتشير قيمة (VaR) المنخفضة الى ان محفظة السوق لم تتعرض لمخاطر سوقية عالية خلال العام .



الشكل (2) يوضح مقدار قيمة VaR من اجمالي القيمة السوقية للمحفظة للفترة 2013-2020

المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على نتائج الجدول (2)

اما اعلى قيمة نسبية لـ (VaR) كانت خلال عام 2019 والتي بلغت (7.335%) نتيجة لارتفاع قيمة الانحراف المعياري للمحفظة والذي بلغت (0.0445) وقد كان اعلى انحراف معياري وصلت له محفظة السوق خلال الفترة قيد الدراسة عن قيمة سوقية للمحفظة بلغت (1,956,793,486) مليار ترافقها قيمة (VaR) المطلقة التي بلغت (143,538,651) مليون ويعود سبب هذه الانخفاض في القيمة السوقية للمحفظة الى ازمة كوفيد19 التي خرج على اثرها 17 شركة من المؤشر ليصبح بذلك عدد الشركات المدرجة 43 شركة من اصل 60 شركة .

يشير الجدول (2) الى ان متوسط القيمة السوقية للمحفظة كان بقيمة (3,565,567,659) مليار دينار يقابها متوسط القيمة المطلقة لـ (VaR) بمقدار (181,018,667) مليون دينار اما متوسط قيمة (VaR) النسبية كانت بمقدار (5.191) ويعود السبب بارتفاع القيمتين الى عامي 2014 و2019 اللتان اتسما بالتقلبات الكبيرة في اسعار الاسهم المكونة لمحفظة السوق ISX60 والمخاطر السوقية الكبيرة .



ب - قياس وتحليل القيمة المعرضة للمخاطرة لمحفظه مصرف بغداد

يستعرض الجدول (3) مخاطر المحفظة عينة الدراسة مقاسة وفقاً لمقياس القيمة المعرضة للمخاطرة بالقيمة المطلقة (بالدينار) والقيمة النسبية.

الجدول (3) القيمة المعرضة للمخاطرة لمحفظه مصرف بغداد

عمود (6/3)7	عمود (3*4*5)6	عمود 5	عمود4	عمود (1*2)3	عمود 2			عمود 1	السنوات
					(T)				
					T	مدة التداول السني	مدة الاحتفاظ		
VaR%	VaR (بالدينار)	a 95 %	SD%	(V _t)				القيمة السوقية للمحفظة (بالدينار) (VP)	
6.888	120,455,252	1.65	0.042	1,748,802,502	0.961	250	231	1,819,301,930	2013
26.613	734,607,989	1.65	0.161	2,760,347,946	0.953	250	227	2,896,815,961	2014
21.693	451,927,737	1.65	0.131	2,083,252,435	0.965	250	233	2,157,913,053	2015
0.418	7,871	1.65	0.003	1,884,782	0.967	250	234	1,948,154	2016
2.932	47,679,051	1.65	0.02	1,626,056,185	0.978	250	239	1,663,054,959	2017
8.400	111,991,641	1.65	0.05	1,333,292,904	0.976	250	238	1,366,492,000	2018
8.089	130,952	1.65	0.05	1,618,807	0.982	250	241	1,648,757	2019
1.371	83,760	1.65	0.01	6,108,992	0.856	250	183	7,140,260	2020
9.551	183,360,531			1,195,170,569	المتوسط				

المصدر: اعداد الباحثة بالاعتماد على:

- بيانات الكشوفات المالية السنوية لمصرف بغداد والتقارير السنوية لسوق العراق للأوراق المالية.

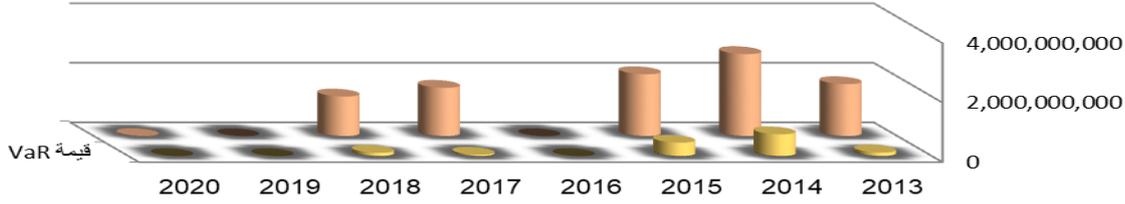
يتضح من خلال الجدول (3) ان اعلى قيمة لـ (VaR) المطلقة كانت خلال عام 2014 والتي كانت بقيمة (734,607,989) مليون دينار بسبب القيمة السوقية الكبيرة التي حققتها المحفظة والتي تعتبر اعلى قيمة سوقية وصلت لها المحفظة خلال فترة الدراسة والسبب يعود الى زيادة استثماراتها عن العام الماضي بـ (1,727,287,887) مليار سهم عن العام الماضي والتي كان معظمها في مصرف الخليج التجاري، كذلك الامر بالنسبة لـ (VaR) النسبية التي كانت اكبر نسبة بمقدار (26.613%) خلال نفس العام والسبب يعود الى ارتفاع الانحراف المعياري للمحفظة (0.161) بسبب زيادة التقلبات في سعر السهم الخاص بمصرف الخليج التجاري وبذلك كانت سنة 2014 الافضل من ناحية القيمة السوقية لكنها الأسوأ من حيث المخاطرة حيث تثبت القيمة الكبيرة لـ (VaR) ان المحفظة تعرضت لمخاطر سوقية عالية .



وقائع المؤتمر العلمي الدولي لكلية الإدارة والاقتصاد
الثورة الرقمية كأداة للتنمية المستدامة وأداة للتخطيط الاقتصادي والإداري في العراق
المحور الإداري 17 تشرين الثاني (نوفمبر) 2022



قيمة VaR من اجمالي القيمة السوقية للمحفظة للفترة 2013-2020



الشكل (3) قيمة VaR المطلقة من اجمالي القيمة السوقية للفترة 2013- 2020

المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد

على نتائج جدول (3)

كما يتضح من خلال الجدول (3) والشكل (3) ان عام 2016 كان مستقر ولم تواجه المحفظة مخاطر سوقية عالية وهذه يظهر من خلال القيمة المنخفضة لـ (VaR) المطلقة والتي كانت بقيمة (7,871) الف دينار والتي تعتبر ادنى قيمة خلال الاعوام قيد الدراسة تقابلها ايضا ادنى قيمة نسبة لـ (VaR) بنسبة (0.418) لعدم وجود تذبذبات كبيرة في معدل العوائد الشهرية لأسهم الشركات خلال هذه السنة.

يشير الجدول (3) الى ان متوسط القيمة السوقية للمحفظة كان بقيمة (1,195,170,569) مليار دينار يقابها متوسط القيمة المطلقة لـ (VaR) بمقدار (183,360,531) مليون دينار اما متوسط قيمة (VaR) النسبية كانت بمقدار (9.551) ويعود السبب بارتفاع القيمتين الى عامي 2014 و 2015 بسبب التقلبات الكبيرة في اسعار الاسهم المكونة لمحفظة مصرف بغداد؛ وبناء على عمليات القياس والتحليل سابقة الذكر نستنتج ان قيمة (VaR) النسبية الكبيرة تشير الى ان المحفظة كانت تعاني من تقلبات كبيرة في عوائد اسهمها وهذه ناتج عن مخاطر سوقية كبيرة كانت تواجهها اسهم المحفظة

ت - قياس وتحليل القيمة المعرضة للمخاطرة لمحفظة مصرف كوردستان الدولي

يستعرض الجدول (4) مخاطر المحفظة عينة الدراسة مقاسة وفقا لمقياس القيمة المعرضة للمخاطرة بالقيمة المطلقة (بالدينار) والقيمة النسبية.



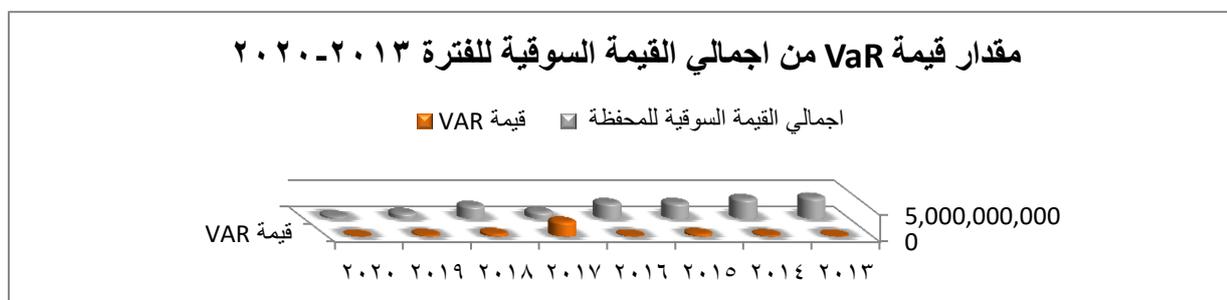
الجدول (4) القيمة المعرضة للمخاطرة المطلقة والنسبية لمحفظه مصرف كوردستان

عمود (6/3)7	عمود 6 (3*4*5)	عمود 5	عمود 4	عمود 3 (1*2)	عمود 2			عمود 1	السنوات
					(T)				
					T	مدة التداول السنوي	مدة الاحتفاظ		
VaR %	VaR (بالدينار)	a لـ 95 %	SD%	(V _t)				القيمة السوقية للمحفظة (بالدينار) (VP)	
4.612	182,413,639	1.65	0.002	3,955,017,695	0.961	250	231	4,114,456,217	2013
7.913	293,688,867	1.65	0.048	3,711,500,475	0.953	250	227	3,894,992,235	2014
18.557	547,901,461	1.65	0.112	2,952,492,798	0.965	250	233	3,058,305,676	2015
6.422	188,384,623	1.65	0.039	2,933,504,074	0.967	250	234	3,032,136,660	2016
216.91	2,816,770,386	1.65	1.315	1,298,588,526	0.978	250	239	1,328,136,203	2017
23.740	573,736,023	1.65	0.144	2,416,770,326	0.976	250	238	2,476,948,093	2018
30.725	334,563,665	1.65	0.186	1,088,907,271	0.982	250	241	1,109,053,204	2019
21.998	121,087,430	1.65	0.133	550,437,747	0.856	250	183	643,357,944	2020
41.360	632,318,262			2,363,402,364	المتوسط				

المصدر :اعداد الباحثة بالاعتماد على :

- بيانات الكشوفات المالية السنوية لمصرف كوردستان والتقارير السنوية لسوق العراق للأوراق المالية. يتضح من خلال الجدول (4) ان المحفظة كانت تعاني من مخاطر سوقية كبيرة في عام 2017 جعل قيمة (VaR) تكون ضعف القيمة السوقية اذ بلغت قيمتها المطلقة (2,816,770,386) مليار دينار مقابل قيمتها السوقية التي كانت منخفضة (1,298,588,526) والسبب يعود الى ان المحفظة تضم شركات منخفضة العائد وعالية المخاطر مثل (شركة الزوراء للاستثمار المالي ، شركة الصناعات الخفيفة والشركة العراقية للنقل البري) وهذه يظهر من خلال الانحراف العالي للمحفظة البالغ (1.315) كذلك من خلال قيمة (VaR) النسبية والتي كانت بقيمة (216.91 %). لم يقتصر الامر على عام 2017 الا انه كان الادنى بين الفترات ذات الاداء المتدني والمخاطر العالية .

الشكل (4) يوضح قيمة VaR من اجمالي القيمة السوقية للمحفظة للفترة 2013-2020



المصدر : من اعداد الباحثة بالاعتماد على جدول (4) ومعالجات برنامج الاكسل



من الشكل البياني اعلاه يتضح ان عام 2013 كان الافضل وقد كانت المحفظة في افضل حالتها خلال الفترة قيد الدراسة 2013-2020 اذ كانت القيمة السوقية للمحفظة تقدر بـ(3,955,017,695) مليار دينار تقابلها قيمة (VaR) المطلقة بمقدار (14,778,720) مليون دينار والسبب يعود الى انخفاض مخاطر المحفظة والتي انعكست على قيمة (VaR) النسبية البالغة (0.004) وهي ادنى قيمة نسبية للمحفظة خلال الفترة 2013-2020 كذلك الامر كان بالنسبة للانحراف المعياري للمحفظة والبالغ (0.002) والذي اثبت ان عوائد المحفظة كانت مستقرة وهذه يعني فاعلية مكونات المحفظة والتنوع الجيد آنذاك .

ومن الجدير بالذكر ان المحفظة واجهت خسارات متكررة بدا من 2015 ، 2017 ، 2018 ، 2019 مما جعل القائمين على المحفظة القيام بخفض استثماراتهم في عام 2020 ليقصر الامر على 5 شركات من اصل 15 شركة كانت 5 فقط مدرجة في السوق كأجراء علاجي لحالة المحفظة التي تعاني من خسائر مستمرة لتصبح عندها قيمة المحفظة السوقية (550,437,747) مليون دينار الا ان حالة التقلب الكبير في اسعار الاسهم بسبب ازمة كوفيد 19 سببت للمحفظة مخاطرة ايضا وهذه يظهر من خلال القيمة النسبية لـ (VaR) البالغة (21.998%) والانحراف المعياري للمحفظة والذي بلغ (0.133) الذي لم يكن اعلى انحراف خلال الفترة لكنه ليس بالقليل مقارنة بقيمتها السوقية التي كانت ادنى قيمة سوقية قد حققتها المحفظة يقابلها قيمة (VaR) النسبية والتي بلغت (121,087,430) مليون دينار .

يشير الجدول (4) الى ان متوسط القيمة السوقية للمحفظة كان بقيمة (2,363,402,364) مليار دينار يقابها متوسط القيمة المطلقة لـ (VaR) بمقدار (632,318,262) مليون دينار اما متوسط قيمة (VaR) النسبية كانت بمقدار (41.360) ويعود سبب ارتفاع متوسط الانحراف الى المخاطرة العالي التي تواجهها المحفظة كذلك الخسائر المستمر بسبب موجوداتها غير الفعالة والتقلبات الكبيرة في اسعار الاسهم المكونة لمحفظة مصرف كوردستان ومن الجدير بالذكر ان قيمة (VaR) النسبية كبيرة تشير الى ان المحفظة كانت تعاني من تقلبات كبيرة في عوائد اسهمها وهذه ناتج عن مخاطر سوقية كبيرة كانت تواجهها المحفظة خصوصا خلال عامي 2017 و2019 مما يتطلب من القائمين عليها دراسة جدوى مكونات المحفظة .

ثالثا: تقييم اداء المحافظ في اطار (VaR) نموذج العائد الاضافية (Ra)

بعد ان تم قياس حجم المخاطر السوقية التي تعرضت لها المحافظ عينة الدراسة خلال الفترة قيد الدراسة 2013-2020 سيتم تقييم ادائها من خلال حساب العائد الاضافي للمحفظة (Ra) الذي يمكن ان تحققه المحفظة في حال قررت ادارة المحفظة الاستثمار في تشكيلة معينة من الموجودات التي تم قياس مخاطرها في المحور الاول ولا بد من الإشارة هنا ان Ra يقيس مدى كفاءة المحفظة من خلال قدرتها على تحقيق عائد اضافي يتجاوز مقدار (RF) في ظل المخاطر السوقية المقاسة بـ (VaR) وتتأثر نتيجة المؤشر بمجموعة من العوامل والاكثر تأثيرا منها هي حجم القيمة السوقية و مقدار القيمة المعرضة للمخاطرة من اجمالي القيمة السوقية للمحفظة كذلك قيمة (RF) التي تمثل الحد الأدنى من العائد الذي يقبل به المستثمر وما دونه تعتبر خسارة .

1- تقييم اداء محفظة السوق وفق مؤشر (VaR) من خلال نموذج العائد الاضافي Ra

يمكن تحليل المعادلة الحسابية لأداء المحفظة بشكل عام هي ان المحفظة غير قادرة على تحقيق "فائدة" على استثماراتها بقيمة تزيد عن "ادنى معدل عائد مقبول من المستثمرين "



و والذي يمثله معدل العائد الخالي من المخاطرة RF والذي تم حسابه من خلال عمود (3) و $(RP-RF)$ والتي كانت قيمتها سالبة في جميع الاعوام فمعدا عام 2020 اضافة لهذا فعند مقارنة حجم الفائدة على الاستثمار مع اقصى خسارة متوقعة عمود (5) (VaR) عند مستوى ثقة 95% نجد ان نسبة الخسارة المتوقعة كانت اكبر من حجم العائد المستهدف عمود رقم (6) فيما عدا عام 2013 لذا يمكن القول ان المحفظة لم تصل الى حد الكفاءة في جميع الاعوام قيد الدراسة 2013-2020 وهي بحاجة الى دراسة مكوناتها والوزن النسبي لكل موجود اذ تعاني معظم موجودتها من انحراف كبير في عوائد اسهمها ويمكن وصف ادائها بغير المقبول.

الجدول (5) يوضح اداء محفظة السوق وفق مؤشر الاداء (Ra) للمدة 2013 – 2020.

محفظة السوق								
عمود 8 (3/7)	عمود 7 (5-6)	عمود 6 (2*4)	عمود 5	عمود 4	عمود 3 (1-2)	عمود 2	عمود 1	
Ra	$W*RF-VaR$	$W*RF$	VaR	W	RP-RF	RF	RP	السنة
-0.000000001	47509920.69	316,988,189.43	269,478,268.74	5,969,645,752	-0.0494	0.053	0.0037	2013
0.000000003	-27133484.16	277,644,948.98	304,778,433.14	5,597,680,423	-0.0707	0.050	-0.0211	2014
0.000000031	-2425411.95	184,190,173.20	186,615,585.15	3,894,084,000	-0.0754	0.047	-0.0281	2015
0.000000000	-74351020.72	89,995,937.75	164,346,958.47	3,599,837,510	-0.0286	0.025	-0.0036	2016
0.000000001	-37547102.48	83,432,625.00	120,979,727.48	3,337,305,000	-0.0323	0.025	-0.0073	2017
0.000000001	-62854761.56	68,320,134.88	131,174,896.43	2,732,805,395	-0.03	0.025	-0.0072	2018
0.000000001	-92119349.06	51,419,302.71	143,538,651.77	1,992,996,229	-0.06	0.026	-0.0358	2019
0.000000000	-59332009.24	67,904,806.15	127,236,815.39	2,716,192,246	0.01	0.025	0.0359	2020
0.000000004								متوسط الاداء

*تم حساب قيمة RF للمحفظة على اساس حوالات الخزينة
المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد
على القوائم المالية للشركة والتقارير السنوية لسوق العراق للأوراق المالية

بالرغم من انخفاض اداء المحفظة خلال مؤشر Ra الا انه يمكن القول ان اداء المحفظة عام 2015 قد اظهر قيمة موجبة اذ قدر اداء المحفظة خلال مؤشر Ra بمقداره (0.000000031) وهي قيمة ضئيلة جدا بالنسبة لحجم القيمة السوقية للمحفظة التي كانت تقدر ب(3,894,084,000) اي ان المحفظة حققت هذه مقابل تحملها لكل وحدة من المخاطرة السوقية التي تقدر حجم الخسارة المتوقعة عنها (186,615,585.15) والتي تعادل تقريباً نصف القيمة السوقية للمحفظة والسبب في هذا التحسن هو ان التحسن الذي طرأ على مؤشر السوق خلال هذا العام ، اما بالنسبة لـ (2014،2016،2017،2019،2020) فيظهر من خلال العمود رقم (3) ان المحفظة كان عائدها المتوقع سالب كما قد ارتفعت حجم الخسارة المتوقعة



نظراً للظروف الاقتصادية والامنية التي يمر بها البلد عن مقدار العائد المستهدف مما سبب للمحفظة خسارة مستمرة الا ان عائد المحفظة استطاع تغطية حجم الخسارة . وبالعودة للجدول (5) يتضح ان عام 2013 كان اداء المحفظة غير قادر على سد حجم الخسارة بالرغم من ان المحفظة قد حققت عائد متوقع موجب يقدر بـ(0.0037) نتيجة تحملها مخاطر سوقية اضافية اذ تقدر حجم استثماراتها التي تعرضت لمخاطر سوقية بخسارة متوقعة تقدر بـ(269,478,268.74) من اجمالي القيمة السوقية للمحفظة والسبب في ذلك هو ان المحفظة تحتوي على اسهم لشركات تعرضت لمخاطرة سوقية عالية من بينها اسهم (مصرف كوردستان، المصرف التجاري العراقي، المصرف الاهلي العراقي اضافة الى اسهم شركة بغداد للمشروبات الغازية) وهذه يعني ان المخاطر السوقية كانت كبيرة التي واجهتها موجودات المحفظة وان ادارة المحفظة لم تتخذ الاجراء اللازم في تقويم مسار المحفظة وقد استمر اداء المحفظة بهذا المستوى لمدة عام كامل مما سبب لها خسارة وبالتالي فان المحفظة لم تحقق عائد اضافي وهي غير قادر على سد الخسارة المتوقع عن استثماراتها خلال هذه العام اما متوسط اداء المحفظة وفقاً للمؤشر يشير الى متوسط اداء موجب بالرغم من النسبة الضئيلة الى انها استطاعت في معظم السنوات سد الخسارة الناجمة عن استثماراتها مما يعني ان المحفظة قادر على حماية رأس المال المستثمر والذي يعتبر واحد من اهم اهداف المحفظة الاستثمارية كما ان المحفظة استطاعت تحقيق ادنى خسارة متوقعة في ظل الظروف السوقية التي مر بها الاقتصاد والمحفظة بشكل خاص .

2- تقييم اداء محفظة مصرف بغداد وفق مؤشر (VaR) من خلال انموذج العائد الاضافي Ra

تعتبر محفظة مصرف بغداد من ضمن مجموعة المحافظ الاستثمارية التي تعمل في ضل سوق غير كفوء لذا لاحظنا انها تتعرض لمخاطر سوقية كبيرة مما سبب لها خسائر كبيرة خلال الفترة قيد لدراسة 2013-2020 والتي تم حسابها في المحور الاول وللوقوف على ادائها بشكل واضح سيتم تقييم ادائها من خلال انموذج العائد الاضافي Ra في ضل مخاطرها السوقية (VaR)، والجدول ادناه يوضح اداء المحفظة لمدة 8 سنوات متتالية .

الجدول (6) يوضح اداء محفظة مصرف بغداد وفق مؤشر الاداء (Ra) للمدة 2013 – 2020

محفظة مصرف بغداد								
عمود 8 (3/7)	عمود 7 (6-5)	عمود 6 (2*4)	عمود 5	عمود 4	عمود 3 (1-2)	عمود 2	عمود 1	السنة
Ra	W*RF-VaR	W*Rf	VaR	W	RP-RF	RF	RP	
0.000000002	-23850319.39	96,604,932	120,455,252	1,819,301,930	-0.0472	0.0531	0.0059	2013
0.000000000	-694942947.23	143,682,072	838,625,019	2,896,815,961	0.1187	0.0496	0.1683	2014
0.000000000	-349858449.91	102,069,287	451,927,737	2,157,913,053	-0.0904	0.0473	-0.0431	2015
-0.000000672	40832.87	48,704	7,871	1,948,154	-0.0274	0.025	-0.0024	2016
0.000000007	-6102676.92	41,576,374	47,679,051	1,663,054,959	-0.0446	0.025	-0.0196	2017
0.000000000	-77829340.90	34,162,300	111,991,641	1,366,492,000	-0.026	0.025	-0.001	2018
-0.000000001	-88413.84	42,538	130,952	1,648,757	0.0001	0.0258	0.0259	2019
-0.000000248	94747.00	178,507	83,760	7,140,260	-0.0235	0.025	0.0015	2020
-0.000000114								متوسط الاداء

المصدر : من اعداد الباحثة بالاعتماد

- على القوائم المالية لمصرف بغداد والتقارير السنوية لسوق العراق للأوراق المالية



يتضح من الجدول (6) ان اداء محفظة مصرف بغداد لم يكن بأفضل من اداء محفظة السوق نلاحظ من خلال عمود رقم (1) ان المحفظة ذات عوائد متوقعة ضئيلة وهي تتراوح بين السالب الى العائد الموجب البسيط ، اما بالنسبة للعائد الاضافي فيتضح من خلال عمود رقم (3) ان المحفظة لم تستطع تحقيق عائد اضافي الا خلال عامين فقط 2014،2019 من خلال دخولها في استثمارات خطيرة ذات خسارة متوقعة عالية تجاوزت العائد المستهدف ويمكن ملاحظة ذلك من خلال عمود رقم (7) اذ يظهر وبشكل واضح ان نشاط المحفظة الاستثماري بلا جدوى وقد حققت عائد اضافي في ضل مخاطرها السوقية يقدر بـ (0.0000000000) وهذا يعني ان عوائد استثماراتها تذهب لتغطية حجم الخسائر المتوقعة للمحفظة لأنها تعاني من مخاطر سوقية متباينة خلال فترة الاستثمار .

اما بالنسبة للأعوام الاخرى (2018،2017،2016،2015،2013) يتضح وبشكل جلي من خلال عمود رقم (3) ان استثمارات المحفظة خلال هذه الاعوام كانت غير مجدية ولم تحقق المحفظة عوائد اضافية اضافة لذلك ومن خلال عمود (4) ان القيمة السوقية للمحفظة بدأت تنخفض وبشكل تراجي نتيجة الخسائر المتتالية التي تعاني منها المحفظة خلال الفترة قيد الدراسة . اما متوسط اداء المحفظة وفقاً لمؤشر Ra والذي يقدر بـ (-0.000000114) فيشير وبشكل جلي الى ان اداء المحفظة بدأ بالانخفاض بشكل تدريجي ومتتالية الامر الذي ادى الى تآكل القيمة السوقية للمحفظة نتيجة استثماراتها بموجودات ذات كلفة اكبر من قيمتها السوقية وان استمرار المحفظة على هذا المنوال قد يؤدي الى خسارتها اموال المستثمرين .

3- تقييم اداء محفظة مصرف كردستان وفق مؤشر (VaR) من خلال انموذج العائد الاضافي Ra . تعتبر محفظة مصرف كردستان اكثر تنوع من محفظة مصرف بغداد الا ان المحفظة عانت من خسائر متتالية حتى وصل الامر بالإدارة حسب ما ورد في تقارير المصرف الى تصفية موجودات المحفظة لتقتصر المحفظة على (5) شركات ذات الاداء الجيد في السوق خلال عام 2020 وللوقوف على اداء المحفظة خلال الفترة قيد الدراسة 2013-2020 من خلال انموذج العائد الاضافي Ra في ضل مخاطرها السوقية (VaR)، والجدول ادناه يوضح اداء المحفظة لمدة 8 سنوات .

الجدول (7) يوضح اداء محفظة مصرف كردستان وفق مؤشر الاداء Ra للمدة 2013-2020

محفظة مصرف كردستان								
عمود 8 (3/7)	عمود 7 (6-5)	عمود 6 (2*4)	عمود 5	عمود 4	عمود 3 (1-2)	عمود 2	عمود 1	
Ra	W*Rf-VaR	W*Rf	VaR	W	RP-RF	RF	RP	السنة
-0.000000002	36063986.29	218,477,625	182,413,639	4,114,456,217	-0.07	0.0531	-0.0165	2013
0.000000001	-100497252.06	193,191,615	293,688,867	3,894,992,235	-0.05	0.0496	-0.0046	2014
0.000000000	-403243602.52	144,657,858	547,901,461	3,058,305,676	-0.03	0.0473	0.0199	2015
0.000000001	-36247317.48	75,803,417	112,050,734	3,032,136,660	-0.04	0.025	-0.0178	2016
0.000000000	-2783566980.87	33,203,405	2,816,770,386	1,328,136,203	-0.28	0.025	-0.2498	2017
0.000000002	-10726061.64	61,923,702	72,649,764	2,476,948,093	-0.02	0.025	0.0042	2018
0.000000000	-25318905.68	28,613,573	53,932,478	1,109,053,204	0.01	0.0258	0.0306	2019
0.000000000	-105003481.89	16,083,949	121,087,430	643,357,944	-0.04	0.025	-0.0158	2020
0.000000000							متوسط الاداء	

المصدر :من اعداد الباحثة بالاعتماد

- على القوائم المالية لمصرف بغداد والتقارير السنوية لسوق العراق للأوراق المالية



يتضح من خلال الجدول ان اداء المحفظة كان دون المستوى المقبول ولم تصل المحفظة في ادائها الى مستوى الكفاءة خلال سنوات الدراسة لأنها واجهت مخاطرة سوقية سببت لها خسارة في عوائد معظم اسهمها وقد تجاوزت نسبة الخسارة المتوقعة التي مثلتها (VaR) مقدار العائد المستهدف من قبل المستثمرين من اجمالي القيمة السوقية للمحفظة ، وهذا يعني ان ادارة المحفظة لا تمتلك دراية كافية حول موجوداتها ولا تعتمد استراتيجيات صحيحة في تنويع محفظتها .

من خلال الجدول (7) وعمود رقم (3) يتضح ان المحفظة لم تحقق عائد اضافي موجب خلال الفترة قيد الدراسة باستثناء عام 2019 والذي كان عائداً ضئيلاً مقابل حجم الخسارة المتوقعة (VaR) التي تجاوزت العائد المستهدف ويمكن ملاحظة ذلك من خلال عمود (6) مما يعني ان المحفظة جازفت باستثمارات خطيرة مقابل عوائد غير مكافئة لحجم الخسارة . اما الاعوام الاخرى قيد الدراسة (2013،2014،2015،2016،2017،2018،2020) فلم تستطع المحفظة من خلال استثماراتها تحقيق عائد اضافي اضافة الى مخاطرها المرتفعة كم ان القيمة السوقية للمحفظة قد بدأت بالانخفاض عما كانت عليه في عام 2013 التي كانت تقدر بـ (4114456217) مليار حتى بلغت عام 2020 (643357944) مليون .

اما متوسط اداء المحفظة وفقاً للمؤشر والذي كان بمقدار (0.000000000) وهذا يعني ان المحفظة لم تحقق عائد اضافي وعوائد استثماراتها كانت في اغلب الاعوام تذهب لتغطية خسارتها .

بعد ان تم تقييم اداء المحافظ الثلاثة من خلال مؤشر Ra وفقاً لـ (VaR) والاطلاع على اداء كل محفظة لمدة ثمانية اعوام متتالية التي شكلت الفترة قيد الدراسة ؛ لا بد من الاشارة هنا ان تقييم اداء المحفظة يعتمد على قيمة (VaR) التي تعرضت لها المحفظة خلال العام اذ تعتبر هذه القيمة الحد الفاصل في اقرار ما اذا كان اداء المحفظة كفوء ام لا وبالعودة الى طريقة حساب الـ (VaR) للمحفظة فهي تعتمد على اثنين من العوامل المهمة وهي مستوى الثقة وفترة الاحتفاظ اي ان تغير واحد من هذه العوامل بالزيادة او النقصان سيؤثر على قيمة (VaR) بالزيادة او النقصان مما يعني ان قيم كفاءة المحفظة من حيث الترتيب ستتغير.

ثالثاً : تقييم اداء المحفظة الاستثمارية من خلال المؤشرات التقييم التقليدية

تعتبر عملية تقييم اداء المحفظة من المحطات المهمة التي يتوقف عندها المستثمر او مدير المحفظة لكونها تعكس رؤيا واضحه حول اداء المحفظة ومقدار العائد الذي تحققه المحفظة والمخاطر التي تواجهها كذلك طبيعة اداء السوق المستثمر فيه ؛وبهذا فان الاداة التي يتم اعتمادها كمقياس لأداء المحفظة يجب ان تتناسب مع طبيعة السوق وحجم ونوع المخاطر الاكثر تأثيراً على ادائها ؛ وفي هذه المبحث سيتم قياس اداء المحفظة وفقاً لمجموعة من المؤشرات والنماذج التقليدية والتي تعرف بـ(مقاييس العائد المعدل بالمخاطرة او المزدوجة) وقد تم اختيار مؤشر شارب لقياس كفاءة المحفظة

1- قياس اداء محفظة السوق وفقاً لمؤشر شارب Sp للفترة 2013-2020

يقيس المؤشر كفاءة المحفظة من خلال قدرة المحفظة على تحقيق عائد اضافي في ظل المخاطر الكلية التي تواجهها موجودات المحفظة ويتم قياسها من خلال الانحراف المعياري للمحفظة δ_p وتجدر الاشارة هنا الى اتفاق معظم الباحثين ان المؤشر يعتبر الاكثر استخداماً في



تقيم اداء المحافظ للأسواق العربية . والجدول ادناه يوضح اداء محفظة السوق التي تم تقييمها
وفقا لشارب للفترة 2013-2020.

الجدول (8) مؤشر اداء محفظة السوق وفق مؤشر Sp للمدة 2013-2020

مؤشر شارب					
عمود 5(3/4)	عمود 4	عمود 3 (1-2)	عمود 2	عمود 1	
SP	δp	RP-RF	RF	RP	السنة
-66.0864	0.0007	-0.0494	0.0531	0.0037	2013
-78.2064	0.0009	-0.0707	0.0496	-0.0211	2014
-91.9067	0.0008	-0.0754	0.0473	-0.0281	2015
-48.0840	0.0006	-0.0286	0.0250	-0.0036	2016
-78.8577	0.0004	-0.0323	0.0250	-0.0073	2017
-31.9765	0.0010	-0.0322	0.0250	-0.0072	2018
-11.2710	0.0055	-0.0616	0.0258	-0.0358	2019
0.0784	0.1395	0.0109	0.0250	0.0359	2020
متوسط الاداء					-50.78878426

المصدر : من اعداد الباحثة بالاعتماد على التقارير سوق العراق للأوراق المالية ومعالجات برنامج الاكسل .

يتضح من خلال الجدول ان محفظة السوق تعاني من مخاطر عالية وان المحفظة ضعيفة الاداء تقريبا في جميع الاعوام للفترة عينة الدراسة حتى عام 2020 ظهر تحسن في اداء المحفظة ؛ والسبب يعود الى موجودات المحفظة رغم تنوعها الى انها تتعرض لنفس المخاطر ولكن بنسب مختلفة وهذه واضح من خلال العوائد السلبية للمحفظة وايضا توضح النسب السالب اعلاه ان العائد الاضافي للمحفظة شبه معدوم والسبب في ذلك يعود الى ان المحفظة تحتوي موجودات ذات مخاطرة الا انها لا تحقق عائداً مكافئ للمخاطرة التي يتعرض لها هذه الموجود في السوق.

وبهذا فان ادنى اداء للمحفظة كان في عام 2015 اذ حققت المحفظة عائد اضافي سالب كان بمقدار (-91.5697722) وهذه يعني ان المحفظة قد خسرت هذه النسبة مقابل تحملها لمخاطرة اضافية والتي تقدر بـ(0.0008) وهذا ناتج عن قرار غير مدروس لمدير المحفظة الذي زج اموال المستثمرين في استثمار بموجودات ذات مخاطرة عالية وعوائد غير مكافئ لحجم هذه المخاطرة اي ان القرار الاستثماري لم يكن مدروس وقد اثبت ذلك حجم عوائد المحفظة كانت اقل من مستوى الامان المتمثل بقيمة (RF) اذ ان المحفظة حققت عائد (0.0281) - خلال هذا العام.

اما افضل اداء للمحفظة والذي كانت نسبة شارب عنده بمقدار (0.0784) كان عام 2020 وان لم تكن النسبة عالي الا انها تعتبر الافضل حيث يظهر ان المحفظة قد حققت عائد بمقدار(0.0359) والذي كان يفوق مستوى الامان المتمثل بـ (RF) والسبب في ذلك ان مستوى الامان قد كان منخفض الى مقدار (0.025) نظرا لما يوجهه البلد من مخاطرة نتيجة ازمة كوفيد19 التي جعلت مستوى الاداء الاقتصادي في جميع العالم يهبط وبشكل كبير وفقا للمؤشر يمكن القول ان المحفظة قد حققت عائد مقبول مقابل ارتفاع الانحراف المعياري للمحفظة بمقدار



(0.1395) وهذا يعني تعرضها لمخاطر عالية إلا ان بعض موجودات المحفظة ساهمت في رفع العائد والسبب يعود الى ان هذه الموجودات قد حققت عائداً موجباً مكافئاً لحجم المخاطرة التي تتبع قرار الاستثمار فيها من ضمنها شركات قطاع المصارف والتأمين.

ومن الجدير بالذكر ان متوسط اداء المحفظة وفقاً لمؤشر ايضاً قد ظهر سالباً وبمقدار (-50.78878426) وهذا ما يؤكد ان اداء المحفظة طيلة ثمان سنوات الفترة قيد الدراسة كانت المحفظة تواجه مخاطر عالية في موجوداته اضافته الى موجودات المحفظة التي قد تم اختياره وفقاً للأسلوب الساذج وقد تضمنت المحفظة موجودات تنتمي لقطاعات ضعيفة الاداء مما رفع مستوى الانحراف المعياري والتذبذب في اسعار موجوداتها .

2- قياس اداء محفظة مصرف بغداد وفقاً لمؤشر شارب Sp للفترة 2013-2020

وعلى اعتبار مؤشر شارب يقيس مدى كفاءة المحفظة من خلال العائد الإضافي المتوقع من عملية المتاجرة، فهو بالتالي يعبر عن مدى دراية القائمين على ادارة المحفظة حول حجم مخاطرة الموجودات التي تم او سيتم الاستثمار بها وما مقدار العائد المترتب عنها وهل يتناسب حجم العائد مع المخاطرة، ومن خلال الجدول ادناه يتضح لنا ان محفظة مصرف بغداد حققت عوائد اضافية سلبية والسبب في ذلك ان المحفظة تتضمن موجودات خطرة ذات عوائد سالبة او مقبولة.

وبهذا فان افضل اداء للمحفظة كان خلال عام 2014 اذ حققت المحفظة عائد اضافي يقدر بـ(2.62719999) السبب يعود الى ان المحفظة حققت عوائد ايجابية زادت عن نسبة حد الامان او RF المفروضة من قبل المستثمرين بمقدار موجب يقدر (0.1187) خلال العام نتيجة لاستثمارها بموجودات ذات انحراف معياري يقدر بـ(0.04517) والسبب في هذا التذبذب يعود الى اسهم شركة بغداد للصناعات الغذائية وشركة الامين للتأمين .

الجدول (9) مؤشر اداء محفظة مصرف بغداد وفق مؤشر (Sp) للفترة 2013-2020

السنة	مؤشر شارب				
	عمود 1	عمود 2	عمود 3 (1-2)	عمود 4	عمود 5 (3/4)
SP	RP	RF	RP-RF	δp	
2013	0.00591	0.0531	-0.0472	0.00152	-30.970902
2014	0.16827	0.0496	0.1187	0.04517	2.62719999
2015	-0.04312	0.0473	-0.0904	0.01644	-5.5002331
2016	-0.00244	0.025	-0.0274	0.00080	-34.408667
2017	-0.01958	0.025	-0.0446	0.00731	-6.0956254
2018	-0.00097	0.025	-0.0260	0.00029	-88.228928
2019	0.02587	0.0258	0.0001	0.01217	0.00614272
2020	0.00148	0.025	-0.0235	0.00145	-16.225675
	متوسط الاداء				
					-22.218048

لمصدر : من اعداد الباحثة بالاعتماد :

-على تقارير سوق العراق للأوراق المالية والقوائم المالية لمصرف بغداد



ولابد من الإشارة الى ان مجرد تحقيق عائد للمحفظة لا يعني ان المحفظة جيدة بل يجب ان يتجاوز حد الامان المحدد من قبل المستثمرين وادارة المحفظة؛ وبهذا نجد ان المحفظة خلال عام 2013 حققت المحفظة خلالهما عائد موجب يقدر بـ (0.00591) الا انها لم تحقق عائد اضافي على موجوداتها وكانت نتيجة استثماراتها سالبة وتقدر بـ (-0.30971) والسبب يعود الى ان مستوى الامان المتمثل بـ (RF) كان اكبر من عوائد المحفظة كذلك مستوى العائد لا يتناسب مع حجم المخاطرة خلال هذه العام والتي تقدر بـ (0.00152) من اجمالي مخاطر المحفظة .

اما ادنى اداء للمحفظة كان خلال عام 2018 والذي حققت فيه المحفظة عائد اضافي سالب يقدر بـ (-84.924801) والسبب يعود الى ان المحفظة حققت عائد سالب خلال هذا العام يقدر بـ (-0.00097) والذي كان اقل من مستوى الامان RF الذي يقدر بـ (0.025) اضافة الى ان مخاطر الموجودات لم تكن عالية والتي تقدر بـ (0.00029) ، وهذا يعني ان المحفظة تعاني من سوء الادارة مما سبب لها ضعف في الاداء وبالتالي فإن نسبة شارب توضح لنا ان قرار الاستثمار خلال عام 2018 كان قرار غير مدروس مما سبب خسارة للمحفظة ، ومن خلال متوسط اداء المحفظة الذي قدر (-22.218048) والذي يعني وبشكل صريح ان اداء المحفظة غير مرضي كما ان موجودات المحفظة ذات اداء ضعيف.

3- قياس اداء محفظة مصرف كوردستان مؤشر شارب SP للفترة 2013-2020

يتضح من خلال الجدول ان اداء محفظة كوردستان لم يكن افضل من اداء محفظة السوق ومحفظة مصرف بغداد فقد كان ادائها على ذات المنوال من خلال مقاييس شارب يتضح ان اداء المحفظة لم يتجاوز ال (0) الموجب اي ان المحفظة تعاني من مخاطر نظامية وغير نظامية (خلل في الادارة يسبب خلل في تنوع المحفظة).

الجدول (10) مؤشر اداء محفظة مصرف كوردستان وفق مؤشر (S p) للمدة 2013-2020

السنة	مؤشر شارب			
	عمود 1	عمود 2	عمود 3(1-2)	عمود 4
	RP	RF	RP-RF	δp
2013	-0.0165	0.0531	-0.0696	0.0023
2014	-0.0046	0.0496	-0.0542	0.0016
2015	0.0199	0.0473	-0.0274	0.0106
2016	-0.0178	0.0250	-0.0428	0.0031
2017	-0.2498	0.0250	-0.2748	0.1001
2018	0.0042	0.0250	-0.0208	0.0016
2019	0.0306	0.0258	0.0048	0.0057
2020	-0.0158	0.0250	-0.0408	0.0169
	متوسط الاداء			
				-12.2324

المصدر : من اعداد الباحثة بالاعتماد :

-على تقارير سوق العراق للأوراق المالية والقوائم المالية لمصرف كوردستان وبهذا فان افضل اداء للمحفظة كان خلال عام 2019 اذ حققت المحفظة عائد اضافي موجب يقدر بـ (0.849) مقابل مخاطرة كلية قدرة بـ (0.0057) والسبب يعود الى ان الادارة قد خفضت



مستوى الامان الى (2.5%) نتيجة الوضع الاقتصادي الصعب الذي مرت به البلاد بعد ازمة كوفيد 19 وبالتالي اما فيما يخص الادارة فقد بدأت ادرة المحفظة بتصفية معظم موجوداتها بعد ان تعرضت الى خسارة متتالية في اداء المحفظة والاداء السالب كما موضح في العمود 5 من الجدول 28 .

اما ادنى اداء كان خلال عام 2014 بالرغم من ان المحفظة قد واجهت مخاطرة تقدر بـ(0.0016) والتي لم تكن اعلى نسبة مخاطرة من بين مجموعة السنوات التي تمثلت بمخاطرة عالي الا انها سجلت اعلى خسارة في العائد الاضافي للمحفظة بمقدار (-32.8426) وهذه يعني هناك خلل في اداء المحفظة ناتج عن ادارة المحفظة او سوء تنوع في موجوداتها؛ كما ان لانخفاض القيمة السوقية للمحفظة اثر في تذبذب عوائد موجوداتها ويمكن مقارنة مستوى المخاطرة في عام 2014 بمستوى مخاطر عام 2019 الذي سجلت فيه اعلى مخاطرة بمقدار (0.0057) الا انها سجلت مقابل ذلك عائد اضافي موجب يقدر بـ(0.8496) وان كان لا يناسب حجم المخاطر والسبب في ذلك ان المحفظة تضمنت اسهم (المنصور للصناعات الدوائية، المصرف التجاري العراقي ومدينة العباب الكرخ) والتي كانت من قطاعات مختلفة ومستوى عوائد ومخاطر متباينة مما رفع من عوائد المحفظة .

اما متوسط اداء المحفظة وفق لمؤشر شارب فيظهر ان اداء المحفظة طيلة ثمان سنوات كان غير مقبول وقد حققت المحفظة متوسط اداء سالب يقدر بـ(-12.2324) وهذا يعني ان المحفظة لم تستطع تحسين ادائها اضافة الى المخاطر التي واجهتها المحفظة والتي تعود الى الموقع الجغرافي للمصرف الذي يقع في اقليم كردستان بسبب الازمات التي واجهت المنطقة بعد دخول داعش لمحفظة الموصل .

المبحث الرابع : الاستنتاجات والتوصيات

اولاً: الاستنتاجات

من خلال ما تم التوصل اليه في الجانب العملي توصلنا الى مجموعة من الاستنتاجات وكالاتي :-

1- اتسم سوق العراق للأوراق المالية بمخاطر سوقية مرتفعة وتقلبات مفاجئة نتيجة للأوضاع الاقتصادية والامنية التي طرأت خلال مدة البحث وهذا يعد مؤشراً سلبياً ، انعكست هذه التقلبات بشكل واضح على اداء المحافظ للمصارف عينة الدراسة.

2- يتباين حجم الخسائر المتوقعة والناجمة عن مخاطر السوق التي تم قياسها من خلال انموذج (VaR) من محفظة لأخرى ويعود سبب هذا التباين الى حجم المخاطر التي يحملها كل موجود من موجودات المحفظة ومدى استجابة اسعار الاسهم لهذه المخاطر، اضافة الى القيمة السوقية للمحفظة اذ كلما زادت القيمة السوقية للمحفظة تزداد معها فرصة تعرضها لمخاطرة وخسارة اكبر في موجوداتها.

3- تعاني محفظة كردستان من سوء الادارة وعدم قدرة الجهات المختصة ومتخذي القرار على إعادة توازن اداء المحفظة بعد الخسارة التي حدثت لها وقد اظهرت جميع المؤشرات المعتمدة



في الدراسة متوسط اداء سالب للمحفظة ؛ اما محفظة بغداد فهي ايضا تعاني من ضعف الادارة وعدم تنوع موجودتها وقد اظهر متوسط اداء سالب وفقا لمؤشر Ra ومؤشر شارب

4- يعد العمل بأنموذج القيمة المعرضة للمخاطرة نظام قائم بحد ذاته ، اذ ان اعتماد العمل به كأساس للتقييم يتطلب من ادارة المحفظة وادارة المخاطرة ان تكون على دراية كافية بطبيعة الانموذج ومحدداته من حيث مستوى الثقة ، القيمة الاولية للاستثمار ، طبيعة السوق .

5- استخدام مقاييس مختلفة في قياس وتقييم مخاطر المحفظة الاستثمارية يعطي قيم متباينة حول مخاطر واداء المحفظة الامر الذي يسبب ارباكاً للمستثمرين في اختيار المحفظة التي تعطي افضل مبادلة بين العائد والمخاطرة ، ولاسيما المستثمرين الجدد الذين غالبا ما يكونوا ذو حساسية اتجاه المخاطر.

ثانياً:- التوصيات

من خلال ما تم التوصل اليه من استنتاجات في البحث لذلك نوصي بمجموعة من التوصيات وكالاتي:-

1- ضرورة متابعة حركة السوق واسهم الشركات المدرجة فيه بشكل يومي مما يسهم بادراك المخاطر السوقية بشكل مبكر التي عادةً ما تحدث بشكل مفاجئ ؛ واعتماد مقياس القيمة المعرضة للمخاطرة في تقدير حجم الخسارة المتوقعة خلال فترة زمنية معينة وضمن مستوى ثقة محدد باعتبارها اداة علمية تساهم في رفع دقة نتائج عملية التنبؤ بحجم المخاطرة .

2- تزويد العاملين في ادارة المخاطر بالوسائل والادوات كافة فضلاً عن البيانات الازمة والتي يجب ان تكون منظمة ودقيقة حول التعاملات والاسعار التاريخية للمحفظة مما يسهل عملية قياس المخاطر السوقية وفقاً لـ (VaR) والخروج بنتائج تساعد متخذ القرار على توجيه استراتيجيات وقرارات المحفظة الاستثمارية لتحقيق اهداف اصحاب المصلحة.

3- يتعين على ادارة محفظة مصرف كردستان ومصرف بغداد ادراك الوضع السيء للمحفظة وادائها المتراجع دون المستوى المقبول حتى؛ وتوزيع استثماراتها على القطاعات والشركات التي تتسم بمخاطر وعوائد معتدلة وايقاف الاستثمار باسهم الشركات والقطاعات ذات المخاطر العالية حتى تستعيد المحفظة نشاطها المتراجع وتعويض الخسائر المتتالية التي الحقت بالمحفظة بعد عام 2015 واجراء عملية التقييم بشكل دوري للوقوف على اداء المحفظة بشكل مستمر وعملية التقييم هذه يجب ان تكون من قبل مختصين يتم تجهيزهم بكافة البيانات والادوات اللازمة للقيام بذلك .

4- على محفظة المصارف عينة الدراسة الاهتمام اكثر بمفهوم وفلسفة القيمة المعرضة للمخاطرة والاستفادة من قدرتها في تقدير حجم الخسارة والتعبير عن حجم المخاطر



- السوقية بشكل مختصر في ظل ظروف السوق الطبيعية والتي تجاوزت بها نماذج الانحراف المعياري التقليدي لمواكبة التطورات في اسواق التداول .
- 5- ضرورة المتابعة في البحث وتكثيف الجهود بين الباحثين والشركات والجهات ذات العلاقة لتطوير او ايجاد مؤشرا ومقياس موحد قادر على تقييم اداء المحفظة ويعبر عن مخاطر المحفظة بصورة دقيقة؛ بالشكل الذي يساعد متخذ القرار او المستثمر توجيه خياراته الاستثمارية بما يناسب طموحاته من حيث العائد والمخاطرة .
- 6- ضرورة الزام جميع الشركات المدرجة في السوق بتقديم افصاح دوري عن القيمة المعرضة للمخاطرة بوصفها اجراء ضروري يمكن متخذ القرار والمستثمرين من ادراك حجم المخاطرة التي تحملها اسهم الشركة في حال قرر الاستثمار فيها .

المصادر :-

اولا :- المصادر العربية

- 1- الحسناوي ،ميثم ربيع هادي، المنصور ،هبة الله مصطفى. (2018). "جدوى التنوع الدولي في ظل الازمة المالية دراسة تحليلية لعينة من الاسهم الدولية"، اطروحة دكتوراه جامعة كربلاء . منشور على موقع <https://www.researchgate.net/publication>
- 2- خرباش ، منية (2012) . "أثر مخطر سعر الصرف على أداء محفظة الاوراق المالية دراسة حالة على بورصتي عمان وسعودية لفترة 2010"،رسالة ماجستير ، جامعة قاصدي مبراح -ورقلة.
- 3- خربوش، حسن علي وآخرون.(1999). "إدارة المحافظ الاستثمارية"، ط 5، عمان.
- 4- السعيد، حسين كريم. (2016). استخدام نظريتي الخيارات المالية والمحفظة الاستثمارية في تخفيض المخاطر الاستثمارية دراسة تطبيقية على بيانات سوق العراق للأوراق المالية، مجلة الاقتصادي الخليجي، جامعة البصرة، العدد 29 .



- 5- السنيح ، سهى نبيل .(2014). " تكوين محافظ استثمارية لشركات ذات المسؤولية الاجتماعية والشركات الإسلامي(دراسة عملية على سوق الأسهم السعودية)"، جامعة دمشق ، رسالة ماجستير في الاسواق المالية .
- 6- الشعراني، بشار (2015). "التنبؤ بأداء المحافظ الاستثمارية في سوق دمشق للأوراق المالية (مقارنة مع سوق عمان لأوراق المالية)"، جامعة دمشق ، رسالة ماجستير منشوره.
- 7- الشمري ،حسن شاكر، جواد ، نور حليم. (2021). " تقييم أداء المحفظة الاستثمارية وفقا للمخاطر السوقية باستخدام القيمة المعرضة للخطر (دراسة تحليلية لعينة من الشركات الاستثمارية المدرجة في سوق العراق لأوراق المالية للمدة (2013-2018))"، جامعة الكوفة ،كلية الادارة والاقتصاد ،رسالة ماجستير غير منشورة .
- 8- الشمري ،ناظم محمد نوري ، البياتي ، طاهر فاضل (1999). " أساسيات الاستثمار العيني والمالي " ، دار وائل للنشر والطباعة، عمان.
- 9- الضرب ،حسين عبد الحسن علي.(2017). " اثر العائد والمخاطرة وقرار الاستثمار في الاداء المالي للمصرف " ، جامعة بغداد، كلية الادارة والاقتصاد.
- 10- العارضي ،جليل كاظم مدلول ، زيد عبد الزهرة جعفر . (2016). " ادارة المحفظة الاستثمارية المثلى بحث تطبيقي في شركات القطاع الصناعي العراقي الخاص" ، AL (GHAREE for Economics and Administration Sciences, 13(38).
- 11- عبدالحميد؛ عبد العزيز شويش ،عبدالحميد، الرفاعي مظهر خالد.(2010) " دور بيتا الشركات في بناء المحفظة الاستثمارية: دراسة تطبيقية في عينة من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية" مجلة الأنبار للعلوم الاقتصادية والادارية المجلد 2، العدد12.
- 12- فاضل ،عباس احمد ، عبادي، اثير عباس. (2022). " تقييم المحفظة الاستثمارية المثلى لعينة المصارف التجارية العراقية الخاصة للمدة 2016-2020" Journal of (Baghdad College of Economic sciences University, (67).
- 13- الفريجي، حيدر نعمة غالي، ياره، سمير عبد الصاحب.(2017). " اختيار المحفظة المثلى في اطار القيمة المعرضة للخطر" ، مجلة الإدارة والاقتصاد، العدد 111 ، 2017 .
- 14- القاضي، لورين.(2016). اثر كفاءة إدارة المحفظة الاستثمارية على ربحية البنوك التجارية، رسالة ماجستير، جامعة الشرق الاوسط .
- 15- محمد سفيان، علالي، سفيان، مصباحي ،عبد الرؤوف، طواهرية (2021). "تحليل المحفظة الاستثمارية من خلال العائد والمخطر" ، رسالة ماجستير منشورة ، جامعة الشهيد حمه .



- 16- المومني، غازي فالج .(2009). ادارة المحافظ الاستثمارية الحديثة ، عمان ، دار المناهج للنشر والتوزيع.
- 17- هوشيار، معروف .(2003). "الاستثمارات والأسواق المالية"، ط 1 ،عمان دار الصفاء للنشر .
- 18- المومني، غازي فلاح المومني.(2008). "إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة"، الأردن، دار المناهج للنشر والتوزيع.

ثانياً: المصادر الأجنبية

- 1- Alexander, G. J., & Baptista, A. M. (2002). "CVaR as a measure of Risk: Implications for Portfolio Selection", Available at SSRN 424348.
- 2- Alexander, G. J., & Baptista, A. M. (2003). Portfolio performance evaluation using value at risk. The Journal of Portfolio Management, 29(4), 93-102.
- 3- Bacon, R, Carl.(2004)." Practical Portfolio Performance Measurement and Attribution", John wiley & Sons, England.
- 4- Badunenko, O., Barasinska, N., & Schafer, D. (2009). Risk attitude and investment decisions across European countries—are women more risk averse investors than men?. Working Paper D. 6.2, Finess, DIW, Berlin.
- 5- Brentani, C. (2004). "Portfolio Management in Practice (Essential Capital Markets)". Elsevier Butterworth-Heinemann.
- 6- Brentani, Christine.(2004)." Portfolio management in practice. Elsevier Butterworth-Heinemann Linacre House" , Jordan Hill, Oxford.
- 7- Ch. Usha Rekha .(2014). "Portfolio Diversification and Selectivity Performance of Fund Managers in India" , A Study of Select Equity Funds, Research Journal of Finance and Accounting, Vol. 5, No. 9
- 8- Fabozzi , Frank J. Gupta , Francis ,Markowitz , Harry M. (2002) . ' The Legacy of Modern Portfolio Theory ' , Institutional Investment , Inc.
- 9- Gitman, L. J., Juchau, R., & Flanagan, J. (2015). Principles of managerial finance. Pearson Higher Education AU
- 10- Hadjeb, D., & Hacene, S. (2017). "Processus du choix d'investissement Cas: Aures Emballage DBK" (Doctoral dissertation, Université Mouloud Mammeri)
- investments" , kentacky and saint louis university , 5th ed.
- 11- Jordan , d.bradford & miller , w Thomas .(2009). "Fundamentals of



وقائع المؤتمر العلمي الدولي لكلية الإدارة والاقتصاد
(الثورة الرقمية كأداة للتنمية المستدامة وأداة للتخطيط الاقتصادي والإداري في العراق)
المحور الإداري 17 تشرين الثاني (نوفمبر) 2022



- 12- K AlHamdoni, A. (2011). "Evaluating the performance of Investment portfolio/Applied study in Amman Stock Exchange", AL-Anbar University journal of Economic and Administration Sciences, 4(7), 310-334.
- 13- Lyiola Omisore and others). 2012). The modern portfolio theory as an investment decision tool, Journal of accounting and taxation, Vol 04, No 2, USA.
- 14- Moussu, C., & Thibierge, C. (1996). "Politique financière, opportunités d'investissement et actifs incorporels en Europe", théorie et étude empirique (No. 96/129).
- 15- Welch, I. (2009). Corporate finance: an introduction. Prentice Hall. 1st ed , Prentice Hall