



تقييم أداء المحفظة الاستثمارية وفقاً للمخاطر السوقية باستخدام القيمة المعرضة للخطر (دراسة تحليلية لعينة من الشركات الاستثمارية المدرجة

في سوق العراق للأوراق المالية للمدة (2013 - 2018))

الباحثة: نور حليم جواد

أ.م.د. حسن شاكر الشمري

كلية الإدارة والاقتصاد / جامعة الكوفة / قسم الاقتصاد

المستخلص

هدف البحث الى تقييم أداء المحافظ الاستثمارية وفقاً لمخاطر السوق باستخدام القيمة المعرضة للخطر (VaR). وتضمنت عينة البحث محفطتين لشركتين في مجال الاستثمار المالي هما محفظة شركة الأمين ومحفظة شركة الباتك مقارنة مع محفظة سوق العراق للأوراق المالية للمدة (2013-2018) باعتماد مؤشر السوق (ISX60)، وظهرت الدراسة مستوى أداء كل محفظة كذلك دراسة مستوى المخاطر السوقية من خلال الاعتماد على مقياس القيمة المعرضة للخطر بوصفه أسلوباً يمكن من خلاله الوقوف على أوجه المخاطر التي تواجه الشركات عينة الدراسة كونها اداة تعمل على تقدير أسوأ خسارة متوقعة خلال مدى زمني محدد بالمدة (2013-2018) وضمن مستوى ثقة 99% ذلك بالاعتماد على نموذج JPM لاحتساب القيمة المعرضة. توصلت الدراسة إلى نتائج أهمها، هناك خسائر متباينة تتعرض لها محافظ الشركات التي تضمنتها الدراسة والذي ظهر من خلالها أن (VaR) تمكنت من إثبات مقدار الخسائر التي تتعرض لها المحافظ عينة الدراسة تتباين من شركة إلى أخرى ومن فترة لأخرى ويرجع ذلك الى التقلبات في اسعار الاسهم التي تتضمنها هذه المحافظ مما يشير الى ان الشركات عينة الدراسة تعاني من سوء في الإدارة، وان اهم ما اوصت به الدراسة ينبغي على الشركات عينة الدراسة الاهتمام باستخدام أسلوب القيمة المعرضة للخطر (VaR) كأحد الطرق الحديثة لقياس المخاطر السوقية، لتحديد الحد الأقصى للخسائر التي من المحتمل ان تتعرض لها المحفظة الاستثمارية كما ويجب على مدير المخاطر القيام بأحتساب القيمة المعرضة للخطر بشكل دوري ومنظم.

الكلمات الدالة: المحفظة الاستثمارية، المخاطر السوقية، القيمة المعرضة للخطر.

Abstract

The aim of the research is to evaluate the performance of investment portfolios according to market risk, using value at risk (VaR). The research sample included two portfolios of two companies in the field of financial investment, namely the portfolio of the Al-Amin company and the portfolio of the Batik company, compared with the portfolio of the Iraq Stock Exchange for the period (2013-2018) by adopting the market index (ISX60), and the study showed the level of performance of each portfolio as well as studying the level of market risk through accreditation On the value at risk scale as a method by which one can identify the risks facing the companies. The study sample is a tool that works to estimate the worst expected loss during a specific time period (2013-2018) and within a level of 99% confidence, depending on the JPM model to calculate the exposed value . The study found results, the most important of which are, there are different losses suffered by the portfolios of



the companies included in the study, which showed that (VaR) was able to prove the amount of losses that the portfolios are exposed to. Included in these portfolios, which indicates that the companies in the study sample suffer from mismanagement, and that the most important recommendation of the study is that the study sample companies should pay attention to using the value at risk (VaR) method as one of the modern methods of measuring market risks, to determine the maximum potential losses. That the investment portfolio is exposed to it, and the risk manager must periodically and systematically calculate the value at risk.

المقدمة:

يعد موضوع المحفظة الاستثمارية من الموضوعات المهمة في مجال الاقتصاد المالي عموماً وإدارة وتقييم الاستثمار خصوصاً، لأن هدف أي مستثمر من تكوين محفظة استثمارية كفاءة بالشكل الذي يحقق أفضل عائد ممكن ويقلل من المخاطر التي يتعرض لها فيما لو كان استثماره موجهاً إلى أدوات مالية معينة أو أي فرصة استثمارية بديلة. ولكي يتمكن المستثمر من إدارة هذه المحفظة يتطلب إمكانيات مادية وخبرة معرفية في هذا المجال ولابد من استخدام الأساليب والطرق العلمية من أجل تكوينها وإدارتها وتقييمها وتحديد المخاطر المتوقعة التي يتعرض لها وما هي المتغيرات والظروف التي تواجهه عند تكوين وإدارة المحفظة وما هي الإجراءات التي يتخذها عند اختياره استثماراً معيناً في ظل المخاطر السوقية والأزمات المالية والاقتصادية الطارئة، لكون المخاطر عنصر أساسي ومؤثر في السلوك الاستثماري فقد تم اقتراح معيار القيمة المعرضة للمخاطر (Value at risk) من طرف لجنة بازل كأداة لقياس حجم مخاطر السوق ككل، وفي هذه الدراسة سيتم الاعتماد على معالجة المخاطر المرافقة لأسهم الشركات المدرجة في سوق العراق المالي، وبدلاً من استخدام الانحراف المعياري بوصفه أحد التقنيات التقليدية لتقدير المخاطر، سيتم استخدام القيمة المعرضة للمخاطر (VaR) لتقدير خسائر التي تتعرض لها المحفظة وذلك بسبب أهميتها في تقديم فائدة أساسية مقارنة بالتقنيات التقليدية.

أهمية الدراسة:

تأتي أهمية الدراسة من أهمية المحفظة الاستثمارية كأداة استثمارية رئيسة لتفعيل عمل شركات الاستثمار المالي وزيادة أسهمها في تفعيل سوق العراق للأوراق المالية. ولكونها أداة تسهم في تقليل المخاطر، ولكون المخاطر هي عنصر أساسي ومصاحب للعمليات الاستثمارية والتي يستند عليها في اتخاذ القرار الاستثماري لذلك وجب تحليل الخطر لذا جاءت الدراسة لقياس خطر السوق للمحفظة الاستثمارية عينة الدراسة على وفق القيمة المعرضة للخطر (VaR)، حيث برزت أهمية تقدير القيمة في ظل المخاطر ودورها في تحديد الكثير من متطلبات ديمومة بقاء المؤسسة في ممارسة النشاط ومتجنباً لاحتمالات التعرض للخسائر التي تعيق تلك المؤسسة من استمرارها وبقائها.

مشكلة الدراسة:

يمكن صياغة مشكلة الدراسة وفق الأسئلة التالية:

1. هل قيم المحافظ الاستثمارية عينة الدراسة متقاربة بحيث تكون هنالك منافسة فيما بينها في قطاع الاستثمار المالي؟



2. هل تهتم إدارة المحافظ الاستثمارية عينة الدراسة بمقياس (VaR) لكونه افضل مؤشرات المخاطر السوقية؟

3. هل تستخدم الشركات الاستثمارية عينة الدراسة مؤشر العائد الاضافي (Ra) كأحد المؤشرات تقييم أداء محافظها كونه يضم مقياس (VaR) ضمن صياغته كمؤشر عن المخاطر السوقية؟

4. هل يوجد فروقات في أداء المحافظ الاستثمارية عينة الدراسة على وفق مؤشرات تقييم الاداء (ترينور، شارب، جنسن) وبين مؤشر (Ra) ؟

أهداف الدراسة:

تهدف الدراسة الى تحقيق الأهداف الآتية:

1. تناول نماذج ومؤشرات تقييم أداء المحفظة الاستثمارية وكذلك نماذج القيمة المعرضة للخطر (VaR) كمقياس للمخاطر السوقية.
2. تحليل المحفظة الاستثمارية للشركات عينة الدراسة وتقييمها من حيث العائد والمخاطر السوقية، وذلك على وفق مؤشرات تقييم أداء المحفظة الاستثمارية انطلاقاً من مؤشر شارب، ترينور، جنسن، و Ra.
3. بيان مدى امكانية هذه الأساليب المعتمدة في هذه الدراسة في تقييم أداء المحفظة الاستثمارية ومدى الاعتماد عليها بالشكل الذي يحقق أهداف المستثمرين ومدراء المحفظة الاستثمارية.
4. بيان أي المقاييس اكثر أهمية في تقييم أداء المحفظة الاستثمارية لغرض توجيه مدراء تلك المحافظ لاعتمادها في إدارة محافظهم الاستثمارية وترشيد اتخاذ قراراتهم الاستثمارية.

فرضيات الدراسة:

تحددت فرضية البحث في ضوء المشكلة والأهمية بما يلي:

1. إن قياس أداء المحفظة الاستثمارية يؤدي الى تقديرات دقيقة وموضوعية بما ينعكس على الأداء وبما يدعم عملية اتخاذ القرار لدى مدير المحفظة الاستثمارية.
2. ان استخدام القيمة المعرضة للخطر (VaR) كأداة لتقدير الخسائر التي تتعرض لها المحفظة الاستثمارية سيسهم في تقليل المخاطر ينعكس ايجاباً على تحسين أداء المحفظة الاستثمارية واستمراريتها في ممارسة نشاطها الاستثماري.
3. توجد فروقات مابين المحافظ الاستثمارية المدروسة على وفق مؤشرات الأداء المحددة في الدراسة.

المبحث الأول: الإطار النظري

أولاً: المحفظة الاستثمارية

1- مفهوم المحفظة الاستثمارية

تعد المحفظة الاستثمارية واحدة من المواضيع العديدة في عالم الاستثمار، وتأتي أهميتها عن طريق الاستغلال الأمثل للموارد المالية المتاحة ذلك من خلال توظيفها في أدوات ومجالات مختلفة في أفضل الاستثمارات لتلبية رغبات المستثمر المتمثلة في تحقيق افضل عائد بأقل مخاطرة ممكنة.

يمكننا تعريف المحفظة الاستثمارية على أنه "تشكيلة متنوعة من الأوراق المالية قد تجمع او لا تجمع خصائص كل مكون من مكوناتها، وتحليل المحفظة يأخذ بنظر الاعتبار العوائد المستقبلية والمخاطر المستقبلية" (fisherm, 2013: 571).



2- أهمية المحفظة الاستثمارية

تتبع أهمية المحفظة الاستثمارية من وجود فوائد مالية لدى مختلف القطاعات والمؤسسات والأفراد وكذلك توسع نشاط المؤسسات المالية وشركات الاستثمار وبيوت الخبرة في تقديم الخدمات والنصائح الاستشارية إلى المستثمرين بالإضافة إلى تنوع الأدوات الاستثمارية المتاحة نتيجة لانتشار مظاهر العولمة المتمثلة في الانفتاح الاقتصادي والتقدم في تكنولوجيا المعلومات، وكذلك الاهتمام بتحقيق مبدأ الفرصة البديلة وهو العمل على استغلال رأس المال الفائض استغلالاً أمثل لغرض تحقيق الربح (شبير، 2015: 32)

3- أهداف المحفظة الاستثمارية

في ظل الاستثمار في المحفظة هناك نوعين من الأهداف التي تسعى المحفظة لتحقيقها وهي أما أهداف عامة تنطبق على المحافظ الاستثمارية كافة كتحقيق أعلى عائد بأقل مخاطر ممكنه، وأهداف ثانوية كتحقيق السيولة اللازمة للشركة خوفاً من الوقوع بالافلاس، (المومني، 2009: 20-21) حيث يمكن اجمال هذه الأهداف بالآتي:

أ- الحفاظ على رأس المال الأساسي: من المهام التي يجب على المدير أن يوفق فيها هي المحافظة على رأس المال و العمل على أن لا تصل الخسائر إليه، باستعمال الأسس السليمة في اختيار الأوراق المالية في المحفظة فيمكن أن يربح في صفقة و يخسر في أخرى أما الإجمالي فيكون ربحاً. (BANTHIA, 2011:22)(HILSTED, 2012:51)

ب- نمو رأس المال المستثمر: لا يكتفي مدير المحفظة بالحفاظ على رأس المال الأصلي، بل يضع نصب عينه هدف أساسياً وهو تنمية رأس المال لأنه الهدف الذي من أجله تأسست المحفظة الاستثمارية، وهذا يمثل هدف مناسب للمستثمر الذي يريد لمحفظته ان تنمو نمو حقيقياً عبر الزمن لمواجهة احتياجاته المستقبلية. (ربابعة، 2010: 16)

ت- تنويع المحفظة: يعتبر تنويع الأوراق المالية من أهم الوسائل لتقليل مخاطر المحفظة لهذا يمكن أن نعتبره من أهداف المحفظة. (آل شبيب، 2010: 17)

ث- تحقيق مستوى مقبول من السيولة: تقاس سيولة المحفظة بمدى قابلية الأصول المالية التي تحتويها للتداول على التحول الى النقد بسرعة، حيث انه كلما استطاع مدير المحفظة التخلص من الأوراق المالية بسرعة ببيعها في سوق مالي، للحصول على أموال سائلة كلما دل ذلك على ارتفاع سيولة هذه الأصول وبالتالي سيولة المحفظة (عبد الحميد وعمر، 2015: 98)(علوان، 2009: 190).

ج- تعظيم القيمة: يكون الهدف هو تخصيص الموارد وذلك لتعظيم قيمة المحفظة من خلال تحديد المشاريع وذلك لتحقيق أقصى قدر لمجموع القيم او القيمة التجارية لجميع المشاريع النشطة. (Cooper, 2014: 5)

ح- استقرار التدفق النقدي (تناسق العوائد): أن هذا الهدف يضمن توفير الاستقرار في العائد عن طريق إعادة الاستثمار العوائد في محافظ مربحة وجيدة، تساعد على تحقيق عائدات ثابتة تعوض تكلفة الفرصة البديلة. (Saed & Mohmmed, 2014: 7)



4- نماذج قياس أداء المحفظة الاستثمارية

يعتمد قياس أداء المحفظة الاستثمارية على ضرورة الأخذ بنظر الاعتبار عنصرَي العائد والمخاطرة معاً عند القياس، حيث أن ترتيب المحافظ وفقاً لمعدلات العوائد المتحققة فقط سيعني إهمال دور المهارة الإدارية في المساعدة على تقليل مخاطرة المحفظة ومن ثم فإن ذلك سيعكس صورة غير حقيقية عن أداء المحفظة الاستثمارية، (الشمري، 2009: 103)، إن تقييم المحفظة يجب أن يتم من آن إلى آخر أثناء عملية إدارة المحفظة، حيث تتعدد مداخل تقييم أداء المحفظة، وهناك أنواع من الأساليب لقياس أداء المحفظة الاستثمارية وهي:

أ- نموذج ترينور Trynor Model

يعمل نموذج ترينور على فحص الأداء في المحفظة من حيث مدى قدرة وكفاءة الإدارة على تنويع الاستثمارات بشكل يمكن من خلاله التخلص من المخاطر غير المنتظمة بدرجة كبيرة، ويقوم بقسمة العوائد الإضافية للمحفظة (معدل عائد المحفظة - معدل العائد الخالي من المخاطر) على معامل بيتا (الشعراني، 2015: 70)، ويُعبر عنه بالمعادلة التالية (Whaley, 2006: 111):

$$T_p = \frac{R_p - R_f}{\beta_p} \quad \dots (1)$$

أذا أن :

T_p : نموذج ترينور للمحفظة.

R_p : معدل عائد المحفظة.

R_f : العائد الخالي من المخاطر.

β_p : معامل بيتا (مخاطر المحفظة).

ب- نموذج شارب (Sharp's Model)

نموذج شارب هو نسبة الفائض في العائد على المحفظة للمخاطر الكلية وتقاس المخاطر بالانحراف المعياري، وكلما كانت النسبة مرتفعة كلما كان الأداء أفضل (دهال، 2003: 11). ويمكن الحصول على هذا المقياس من خلال استخدام المعادلة التالية (Charles, 2003: 262):

$$S_p = \frac{R_p - R_f}{\delta_p} \quad \dots (2)$$

حيث أن:

S_p : نموذج شارب للمحفظة.

R_p : العائد المتوقع على استثمارات المحفظة.

R_f : العائد الخالي من المخاطرة.

δ_p : الانحراف المعياري للعائد على المحفظة.

ج- نموذج جنسن Jensen's Model

يقوم هذا النموذج على أساس إيجاد الفرق بين مقدارين للعائد الأول يمثل (الفرق بين متوسط عائد المحفظة ومتوسط معدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر)، ويطلق على هذا المقدار العائد الإضافي، أما المقدار الثاني فيتمثل في (حاصل ضرب معامل بيتا في الفرق بين متوسط عائد السوق



ومتوسط العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر)، ويسمى علاوة مخاطر السوق، ويعبر عن هذا النموذج بالمعادلة التالية، (Massimiliano et al, 2014: 104) (Usha, 2014: 44) (Brentani, 2011:12)

$$\alpha = [E(r_p) - r_f] - [E(r_m) - r_f] \times \beta \quad \dots (3)$$

حيث أن:

α : معامل ألفا.

R_p : عائد المحفظة الاستثمارية.

R_f : العائد الخالي من المخاطرة.

R_m : عائد محفظة السوق (مؤشر السوق).

β : بيتا المحفظة الاستثمارية.

ثانياً: المخاطر السوقية

1- مفهوم المخاطر السوقية:

يعد موضوع مخاطرة السوق من الموضوعات المهمة والحديثة الناشئة كنتيجة للعولمة والتغيرات البيئية المتسارعة وتعقيد الأسواق المالية (مثل أسواق الأسهم والسندات وعقود المشتقات المعقدة) والهيمنة المتزايدة لأنشطة التداول خلقت قلقاً كبيراً بين المنظمين والمحللين للمؤسسات المالية والمصرفية ولاسيما التي تأثرت أرباحها بفعل الخسائر من التداول مما فرض على المؤسسات تحسين أدائها وأصبح من الضروري فهم الآثار الناتجة عن تقلبات السوق (Hendricks & Hirtle, 1997: 2).

يشار إلى المخاطر السوقية على أنها عبارة عن الخسائر الناتجة عن التقلبات في أسعار ومعدلات السوق المالي (أسعار الأصول، معدلات الفائدة وأسعار الصرف) وهي بذلك تصنف ضمن فئة مخاطر المضاربة حيث أن تحركات الأسعار من الممكن أن ينتج عنها خسائر كما يمكن أن تنتج عنها أرباح (الجبوري، 2011: 31).

2- نماذج قياس المخاطر السوقية

إن الغاية من وراء بناء نموذج لقياس المخاطر السوقية لأي مؤسسة أو شركة هو توضيح رؤيتها في كيفية التعامل مع المخاطر المستقبلية، إن العمل الاستثماري والمالي دائم التعرض للمخاطر ومن هذه المخاطر هي مخاطر السوق (الشكرجي والخفاجي، 2018: 79)، ومن ذلك المنطلق لقد حددت لجنة بازل العديد من الطرق لقياس المخاطر السوقية منها:

أ- نموذج عائد رأس المال المعدل بالمخاطر: وهو طريقة لقياس العائد على أساس المخاطر، من خلال طريقه المنسقة للعوائد المحفوفة بالمخاطر لسلسلة من المشروعات أو الاستثمارات ومن العادة يتم تحديدها كونها نسبة العائد المعدل وفق المخاطر إلى رأس المال الاقتصادي وإن المخاطر هي التي يتم تعديلها وقياسها (Charles, 2004: 24).

ب- اختبار الضغط (الجهد/التحمل): إن العديد من المصارف أو الشركات التي تستخدم طريقة النماذج الداخلية لاستيفاء متطلبات رأس المال ومخاطر السوق تخضع إلى برنامج شامل وصارم لأختبار



الضغط، ويحدد من خلاله حالات المؤثرة على الشركة باعتباره المكون الرئيسي لتقييم رأس المال (Allen, 2005: 66).

ج- تحليل الحساسية: هي الطريقة التي يتم بواسطتها قياس النسبة المئوية في صافي القيمة الحالية، والتي تنتج عن التغيرات بنسبة مئوية محددة في المتغير الداخل عندما تكون المدخلات الأخرى كما هي (Brigham, 2011: 437).

د- طريقة القيمة المعرضة للخطر (Value at Risk (VaR): انسجاماً مع التطور الذي حصل في الصناعة المالية ولا سيما إدارة المخاطرة، فإن قياس القيمة المعرضة للمخاطرة إحدى الطرق الرياضية المحددة من قبل اتفاقية بازل II لقياس المخاطر السوقية لمدة احتفاظ معينة جعل مخاطرة السوق تساوي تقدير الخسارة المحتملة تحت افتراضات ملائمة لنقلها بشكل بسيط لرقم يعبر عن العوائد اليومية المعرضة للمخاطرة (الجبوري، 2011: 54). يعتبر البنك الأمريكي JPMorgan أول من استخدم القيمة المعرضة للخطر ضمن نظامه ووضع لها طرق للتقدير في بداية تسعينات القرن الماضي لتقييم وقياس مخاطر السوق التي يتعرض لها، ونتيجة لأهمية هذه الطريقة فأقرت قرارات بازل أصدرت توجيهات للبنوك لأعتماد القيمة المعرضة للخطر أو لتقدير المخاطر لديها. (Carol, 2008: 13)، من ذلك يمكن تعريف القيمة المعرضة للخطر بأنها الخسائر القصوى التي يمكن أن تتعرض لها محفظة معينة خلال فترة زمنية محددة ضمن مستوى احتمالي معين (Marios et al., 2006: 195).

ويمكن حساب القيمة المعرضة للخطر من خلال نموذج J.P.Morgan (JPM) يعبر عن مخاطر السوق بالعوائد اليومية للقيمة المعرضة للمخاطر، وتقاس عبر فترات قصيرة مثل يوم واحد أو طويلة مثل سنة، وأن المؤسسات المالية هي مهتمة بمقدار ما تخسره وربما عندما تتجه الظروف السوقية بشكل متقلب ويعبر عنها:

أ - مخاطر السوق = الخسارة المحتملة المقدرة تحت تقلب الظروف

ب - تقلب السعر = الانحراف المعياري*التوزيع الطبيعي لمستوى الثقة

ج - العوائد اليومية المعرضة للمخاطر (DEAR) = قيمة المركز المالي* التقلب السعر عندما نتعامل مع موجود يتعرض لتذبذبات السعر.

وعليه أن تقلب السعر يعتمد بدوره على المؤسسة في اختيار نموذج لحساسية السعر ونظرتها لما سيكون عليه التقلب المحتمل للعائد وعليه يمكن أن تستخدم المؤسسة نموذج JPM. ويتم تقدير المخاطر الإجمالية لمحفظة التداول الكلية لتحقيق هدف قياس التعرض للمخاطر الإجمالية بقيمة نقدية واحدة، ويتم قياس VaR بموجب مكونات محفظة التداول. ويمكن حساب القيمة المعرضة للخطر وفق نموذج J.P.Morgan من خلال المعادلة (Baker & Filbeck, 2015: 26) (الفريجي وياره، 2017: 66):

$$VaR = V0 * za * \delta p \dots (5)$$

حيث أن :

VaR : القيمة المعرضة للخطر .

V0 : قيمة المحفظة الاستثمارية في الزمن (0) .



Z_a : قيمة التوزيع الطبيعي عند مستوى معين من الثقة.

δp : الانحراف المعياري للمحفظة.

ويمكن استخراج قيمة V_0 من خلال المعادلة التالية:

$$V_0 = V * \sqrt{t/T} \dots (6)$$

V : قيمة المحفظة الاستثمارية.

t : مدة الاحتفاظ بالمحفظة.

T : مدة التداول السنوي.

وسيتم الاعتماد على القيمة المعرضة للخطر وفق J.P.Morgan لإيجاد المخاطر السوقية.

المبحث الثاني: الإطار التطبيقي

سننتقل في هذا المبحث إلى تحليل مؤشر القيمة المعرضة للخطر للشركات عينة البحث خلال المدة (2013-2018) وكذلك مؤشرات أداء المحفظة الاستثمارية.

أولاً: مؤشر القيمة المعرضة للخطر

1. تحليل القيمة المعرضة للخطر VaR لمحفظة السوق

يظهر من خلال الجدول (1) أن قيمة VaR لمحفظة السوق لسنة (2013) ليست بالكبيرة وهذا ما يظهر من خلال إذ بلغت ما يقارب (411,835) مليون دينار وكانت VaR النسبية (6.631 %) من القيمة السوقية الاجمالية للمحفظة التي بلغت (6,210,299) مليون دينار، وذلك يعود الى عدم وجود تقلبات كبيرة في معدل عوائد اسهم الشركات الشهرية خلال سنة (2013). اما في 2014 فإن قيمة VaR لمحفظة السوق قد ارتفعت وهذا ما يظهر من خلال الجدول (1)، حيث تظهر قيمة VaR بـ (473,991) مليون دينار و VaR النسبية كانت (8.069 %) من القيمة الاجمالية السوقية للمحفظة التي بلغت (5,874,422) مليون دينار، وذلك يعود الى زيادة نسبة التقلبات في معدل عوائد اسهم الشركات الشهرية خلال هذه السنة إذ بلغت قيمة σ_p ما يساوي (0.0346).

جدول (1): المخاطرة السوقية وفق قيمة VaR لمحفظة السوق للمدة (2013 - 2018)

السنة	قيمة المحفظة الحالية (في نهاية المدة)	مدة التداول السنوي	مدة الاحتفاظ بالمحفظة	T	SD	Z_a	V_0	VaR	قيمة VaR النسبية %
2013	5,969,645	231	250	1.040	0.0285	2.33	6,210,299	411,835	6.631
2014	5,597,680	227	250	1.049	0.0346	2.33	5,874,422	473,991	8.069
2015	3,894,084	233	250	1.036	0.0301	2.33	4,033,642	750,282	10.7
2016	3,599,837	234	250	1.034	0.0286	2.33	3,720,874	247,946	6.664
2017	3,337,305	239	250	1.023	0.0225	2.33	3,413,240	178,700	5.236
2018	2,732,805	238	250	1.025	0.0298	2.33	2,800,852	194,574	6.947

القيم (قيمة نهاية المدة، V_0 ، VaR) وحدتها هي مليون دينار.

المصدر: اعداد الباحثة بالاعتماد على:

- بيانات الكشوفات المالية السنوية لشركة الامين وتقارير سوق العراق للأوراق المالية.



أما في 2015 قد انخفضت قيمة VaR لمحفظة السوق إذ بلغت (282,750) مليون دينار و VaR النسبية (7.010 %) من القيمة الاجمالية السوقية للمحفظة التي بلغت (4,033,642) مليون دينار، وذلك يرجع الى الانخفاض الكبير في القيمة السوقية لمحفظة السوق خلال هذه السنة، حيث بلغ الانخفاض قرابة (1.9) ترليون دينار، وانخفاض في تنذبات في معدل عوائد اسهم الشركات الشهرية خلال هذه السنة، ومن خلال VaR النسبية نجد فاعلية لهذه المحفظة والذي يعد مؤشر جيد لها في هذه السنة نتيجة المخاطر المنخفضة التي تعرضت لها المحفظة الاستثمارية في هذه السنة من خلال حساب VaR، أما في عام 2016 نجد ان قيمة VaR لهذه المحفظة قد انخفضت ايضا قياساً مع الأعوام السابقة ووصلت نحو (247,946) مليون دينار و VaR النسبية (6.664 %) من القيمة الاجمالية السوقية للمحفظة التي بلغت (3,720,874) مليون دينار.

ونلاحظ في 2017 ان قيمة VaR لمحفظة السوق قد انخفضت نسبياً حيث أصبحت قيمتها (178,700) مليون دينار و VaR النسبية (5.236 %) من القيمة الاجمالية السوقية للمحفظة التي بلغت (3,413,240) مليون دينار، والسبب في ذلك يرجع الى خروج شركة اضافية من مؤشر السوق نظراً للعدد في العام السابق، وكذلك وجود انخفاض في تنذبات معدل عوائد اسهم الشركات الشهرية خلال هذه السنة وإن كان الانخفاض ليس بالكبير، شهدت قيمة VaR للمحفظة الاستثمارية في 2018 ارتفاع في قيمة VaR حيث أصبحت قيمتها (194,574) مليون دينار و VaR النسبية (6.947 %) من القيمة الاجمالية السوقية للمحفظة التي بلغت (2,800,852) مليون دينار، ذلك يعود الى وجود ارتفاع في تقلبات معدل عوائد اسهم الشركات الشهرية خلال هذه السنة، ومن خلال VaR النسبية نجد فاعلية لهذه المحفظة والذي يعد مؤشر جيد لها في هذه السنة نتيجة المخاطر المنخفضة التي تعرضت لها المحفظة الاستثمارية في هذه السنة من خلال حساب VaR، وعليه، فإن افضل مستوى للمحفظة من حيث مؤشر VaR يعود الى عام 2017 وبنسبة (5.236 %) من اجمالي القيمة السوقية للمحفظة لتلك السنة والبالغة (3,413,240) مليون دينار.

2. تحليل القيمة المعرضة للخطر VaR لمحفظة شركة الامين

لقد كانت قيمة VaR للمحفظة الاستثمارية لسنة (2013) ليست بالكبيرة وهذا ما يظهر من خلال الجدول (2) إذ بلغت ما يقارب (29,434) الف دينار وكانت VaR النسبية (6.539 %) من القيمة السوقية الاجمالية للمحفظة التي بلغت (450,135) الف دينار، وذلك يعود الى عدم وجود تقلبات كبيرة في معدل عوائد اسهم الشركات الشهرية خلال سنة (2013)، ومن خلال VaR النسبية نجد فاعلية لهذه المحفظة والذي يعد مؤشر جيد لها في هذه السنة نتيجة المخاطر المنخفضة التي تعرضت لها المحفظة الاستثمارية في هذه السنة من خلال حساب VaR.

أما في 2014 فإن قيمة VaR للمحفظة الاستثمارية قد ارتفعت وهذا ما يظهر من خلال الجدول (2)، حيث تظهر قيمة VaR بـ (39,848) الف دينار و VaR النسبية كانت (6.272 %) من القيمة الاجمالية السوقية للمحفظة التي بلغت (635,320) الف دينار، وذلك يعود الى زيادة في قيمة المحفظة الاستثمارية لهذه السنة نتيجة الاستثمارات الاضافية في اسهم شركات المحفظة (شراء اسهم اضافية) والذي أدى الى ارتفاع قيمة VaR، علماً ان نسبة التقلبات في معدل عوائد اسهم الشركات الشهرية



خلال هذه السنة هي اقل بقليل من السنة السابقة، ومن خلال VaR النسبية نجد فاعلية لهذه المحفظة والذي يعد مؤشر جيد لها في هذه السنة نتيجة المخاطر المنخفضة التي تعرضت لها المحفظة الاستثمارية في هذه السنة من خلال حساب VaR.

جدول (2): المخاطرة السوقية وفق قيمة VaR لمحفظة شركة الامين للمدة (2013 - 2018)

السنة	قيمة المحفظة الحالية (في نهاية المدة)	مدة التداول السنوي	مدة الاحتفاظ بالمحفظة	T	σ_p	Za	V_0	VaR	VaR النسبية %
2013	432,692,640	231	250	1.040	0.0281	2.33	450,135,767	29,434,322	6.539
2014	605,390,792	227	250	1.049	0.0269	2.33	635,320,526	39,848,502	6.272
2015	478,007,568	233	250	1.036	0.0235	2.33	495,138,637	27,084,785	5.470
2016	424,917,871	234	250	1.034	0.0157	2.33	439,204,795	16,034,771	3.651
2017	483,553,109	239	250	1.023	0.0220	2.33	494,555,725	25,315,419	5.119
2018	470,903,533	238	250	1.025	0.0367	2.33	482,629,067	41,271,917	8.551

المصدر: اعداد الباحثة بالاعتماد على:

- بيانات الكشوفات المالية السنوية لشركة الامين وتقارير سوق العراق للأوراق المالية.

اما في 2015 قد انخفضت قيمة VaR للمحفظة الاستثمارية اذ بلغت (27,084) الف دينار و VaR النسبية (5.470%) من القيمة الاجمالية السوقية للمحفظة التي بلغت (495,138) الف دينار، وذلك يرجع الى الانخفاض الكبير في القيمة السوقية لمحفظة الامين خلال هذه السنة نتيجة عدة عوامل منها انخفاض عدد الشركات الداخلة ضمن المحفظة ا في بداية عام 2015، كذلك انخفاض اسعار اسهم بعض الشركات المتبقية ضمن محفظة شركة الامين خلال هذه السنة، وانخفاض في تذبذبات في معدل عوائد اسهم الشركات الشهرية خلال هذه السنة، ومن خلال VaR النسبية نجد فاعلية لهذه المحفظة والذي يعد مؤشر جيد لها في هذه السنة نتيجة المخاطر المنخفضة التي تعرضت لها المحفظة الاستثمارية في هذه السنة من خلال حساب VaR.

اما في عام 2016 نجد ان قيمة VaR للمحفظة الاستثمارية لهذه السنة قد انخفضت ايضا قياساً مع الأعوام السابقة ووصلت نحو (16,034) الف دينار و VaR النسبية (3.651%) من القيمة الاجمالية السوقية للمحفظة التي بلغت (439,204) الف دينار، وذلك يرجع الى الانخفاض في القيمة السوقية لمحفظة الامين خلال هذا العام نتيجة عدة عوامل منها انخفاض عدد الشركات الداخلة ضمن المحفظة الى (27) شركة في حين كانت (32) شركة في بداية 2016، كذلك انخفاض اسعار اسهم بعض الشركات المتبقية ضمن محفظة شركة الامين خلال هذه السنة، وعدم وجود تذبذبات كبيرة في معدل عوائد اسهم الشركات الشهرية خلال هذه السنة، ومن خلال VaR النسبية نجد فاعلية لهذه المحفظة والذي يعد مؤشر جيد لها في هذه السنة نتيجة المخاطر المنخفضة التي تعرضت لها المحفظة الاستثمارية في هذه السنة من خلال حساب VaR.

ونلاحظ في 2017 ان قيمة VaR للمحفظة الاستثمارية قد ارتفعت نسبياً حيث وصلت قيمتها الى (25,315) الف دينار و VaR النسبية (5.119%) من القيمة الاجمالية السوقية للمحفظة التي بلغت (494,555) الف دينار، والسبب في ذلك يرجع الى الاستثمار الجديد في اسهم بعض شركات المحفظة ولعل ابرزها الزيادة في عدد الاسهم المستثمر فيها في شركة (مصرف بغداد) وكانت الزيادة بما يقارب



(85) مليون سهم جديد عما كانت عليه عدد الاسهم في بداية 2017، كذلك زيادة الاستثمار في اسهم شركة (مصرف التجاري العراقي) وبما مقداره (65) مليون سهم، وغيرها من الشركات التي تمت زيادة الاستثمار في اسهمها خلال هذا العام، وكذلك وجود ارتفاع في تذبذبات معدل عوائد اسهم الشركات الشهرية خلال هذه السنة وإن كانت ليست بالكبير.

وقد شهدت قيمة VaR للمحفظة الاستثمارية في 2018 ارتفاع هو الاعلى خلال المدة المدروسة ووصلت قيمة VaR نحو (41,271) الف دينار و VaR النسبية (8.551 %) من القيمة الاجمالية السوقية للمحفظة التي بلغت (482,629) الف دينار، ذلك يعود الى وجود ارتفاع في تقلبات معدل عوائد اسهم الشركات الشهرية خلال هذه السنة، إذ بلغت قيمة σ_p ما يساوي (0.0367) وذلك يعود في الغالب الى التقلبات في اسعار وعوائد اسهم بعض الشركات، ومن خلال VaR النسبية نجد فاعلية لهذه المحفظة والذي يعد مؤشر جيد لها في هذه السنة نتيجة المخاطر المنخفضة التي تعرضت لها المحفظة الاستثمارية في هذه السنة من خلال حساب VaR وإن كانت قيمة VaR في هذه السنة هي الاعلى بالمقارنة مع السنوات. وعليه، فإن افضل مستوى للمحفظة من حيث مؤشر VaR يعود الى عام 2016 وبنسبة (3.651 %) من اجمالي القيمة السوقية للمحفظة لتلك السنة والبالغة (439,204) الف دينار.

3. تحليل القيمة المعرضة للخطر VaR لمحفظة شركة الباتك

تتمثل قيمة VaR للمحفظة الاستثمارية لسنة (2013) بقيمة (4,827) الف دينار وهذا ما يظهر من خلال الجدول (3) وهو ما يعد مؤشر جيد للمحفظة الاستثمارية في هذه السنة، حيث كانت VaR النسبية (2.190 %) من القيمة السوقية الاجمالية للمحفظة التي بلغت (220,376) الف دينار، وذلك يعود الى عدم وجود تقلبات كبيرة في معدل عوائد اسهم الشركات الشهرية خلال سنة (2013)، إذ بلغت قيمة σ_p ما يساوي (0.009)، ومن خلال VaR النسبية نجد فاعلية لهذه المحفظة والذي يعد مؤشر جيد لها في هذه السنة نتيجة المخاطر المنخفضة التي تعرضت لها المحفظة الاستثمارية في هذه السنة من خلال حساب VaR.

اما في 2014 فإن قيمة VaR للمحفظة الاستثمارية قد ارتفعت واصبحت ما قيمته (53,893) الف دينار و VaR النسبية كانت (33.588 %) من القيمة الاجمالية السوقية للمحفظة التي بلغت (160,454) الف دينار، وعلى الرغم من انخفاض قيمة المحفظة الاستثمارية لهذه السنة نتيجة الانخفاض في عدد الاسهم المستثمر فيها خلال هذه السنة، إلا أن نسبة التقلبات في معدل عوائد اسهم الشركات الشهرية خلال هذه السنة هي اكبر من السنة السابقة، ومن خلال VaR النسبية نجد عدم كفاءة لهذه المحفظة خلال هذه السنة والذي يعد مؤشر سلبي لها نتيجة المخاطر المرتفعة التي تعرضت لها المحفظة الاستثمارية في هذه السنة من خلال حساب VaR، والذي يظهر بشكل واضح في الجدول (3).



جدول (3): المخاطرة السوقية وفق قيمة VaR لمحفظة شركة الباتك للمدة (2013-2017)

السنة	قيمة المحفظة الحالية (في نهاية المدة)	مدة التداول السنوي	مدة الاحتفاظ بالمحفظة	T	SD	Za	V0	VaR	قيمة VaR النسبية %
2013	211,836,377	231	250	1.040	0.009	2.33	220,376,131	4,826,822	2.190
2014	152,895,294	227	250	1.049	0.1442	2.33	160,454,239	53,892,973	33.588
2015	146,569,736	233	250	1.036	0.0226	2.33	151,822,574	8,005,029	5.273
2016	110,792,134	234	250	1.034	0.0395	2.33	114,517,274	10,528,320	9.194
2017	107,623,173	239	250	1.023	0.0238	2.33	110,071,997	6,099,498	5.541

المصدر: اعداد الباحثة بالاعتماد على:

- بيانات الكشوفات المالية السنوية لشركة الامين وتقارير سوق العراق للأوراق المالية.

اما في 2015 قد انخفضت قيمة VaR للمحفظة الاستثمارية اذ بلغت (8,005) الف دينار و VaR النسبية (5.273 %) من القيمة الاجمالية السوقية للمحفظة التي بلغت (151,823) الف دينار وهي نسبة تعد افضل من السنة السابقة، وذلك يرجع الى الانخفاض في القيمة السوقية لمحفظة الامين خلال هذه السنة نتيجة عدة عوامل منها انخفاض اسعار اسهم بعض الشركات المتبقية ضمن محفظة شركة الباتك خلال هذه السنة، ومن خلال VaR النسبية نجد فاعلية لهذه المحفظة والذي يعد مؤشر جيد لها في هذه السنة نتيجة المخاطر المنخفضة التي تعرضت لها المحفظة الاستثمارية في هذه السنة من خلال حساب VaR.

اما في عام 2016 نجد ان قيمة VaR للمحفظة الاستثمارية لهذه السنة قد ارتفعت قياساً مع السنة السابقة ووصلت نحو (10,528) ألف دينار و VaR النسبية (9.194 %) من القيمة الاجمالية السوقية للمحفظة التي بلغت (114,517) الف دينار، وذلك يرجع الى التقلبات وعدم الاستقرار في اسعار اسهم الشركات ضمن محفظة شركة الباتك خلال هذه السنة، والذي قد أدى الى زيادة قيمة σ_p عما كانت عليه السنة السابقة، ومن خلال VaR النسبية نجد تراجع في فاعلية هذه المحفظة في هذه السنة قياساً بما كانت عليه المحفظة السنة السابقة. ونلاحظ في 2017 ان VaR للمحفظة الاستثمارية قد انخفضت قيمتها الى (6,099) الف دينار و VaR النسبية (5.541 %) من القيمة الاجمالية السوقية للمحفظة التي بلغت (110,072) الف دينار، وهذه النسبة هي مشابهة لنسبة VaR عام 2015 مع اختلاف ليس بالكبير في قيمتها، والسبب في ذلك يرجع الى الانخفاض في القيمة السوقية لمحفظة الباتك خلال هذه السنة، وكذلك وجود نوع من الاستقرار في تذبذبات معدل عوائد اسهم الشركات الشهرية خلال هذه السنة، ومن خلال VaR النسبية نجد فاعلية لهذه المحفظة والذي يعد مؤشر جيد لها في هذه السنة نتيجة المخاطر المنخفضة التي تعرضت لها المحفظة الاستثمارية في هذه السنة من خلال حساب VaR. وعليه، فإن أفضل مستوى للمحفظة من حيث مؤشر VaR يعود الى عام 2013 وبنسبة (2.190 %) من اجمالي القيمة السوقية للمحفظة لتلك السنة والبالغة (220,376) الف دينار.

ثانياً: مؤشرات أداء المحفظة

1- تحليل مقاييس تقييم أداء محفظة السوق

سيتم تحليل أداء محفظة السوق حسب نوع كل مقياس وذلك لمعرفة أداء المحفظة ومدى تأثير المؤشرات الاخرى عليها مثل المخاطرة (الانحراف المعياري) وعائد المحفظة وعائد محفظة السوق، وكما يلي:



أ- مقياس ترينور Treynor Measure:

يأخذ هذا المقياس بعين الاعتبار المخاطر السوقية (المنتظمة) والمقاسة بمعامل بيتا، ومن خلال حساب هذا المؤشر وجد ان المحفظة الاستثمارية لشركة الأمين قد حققت عائد إضافي سالب في 2013 من كل وحدة مخاطرة منتظمة تقدر بـ (-0.881) وحدة عائد، وهو ما يشير إلى انخفاض ربحية المحفظة مقارنة بربحية السوق لأن عوائد المحفظة انخفضت من (0.0037) إلى (-0.881) في ظل المخاطرة السوقية (المنتظمة). وكذلك في 2014 حيث كان مقدار المؤشر هو (-0.145) وحدة عائد وهو ما يشير إلى انخفاض ربحية المحفظة مقارنة بربحية السوق لأن عوائد المحفظة انخفضت من (-0.0211) إلى (-0.145) في ظل المخاطر المنتظمة، وهو ما يشير إلى تدني أداء المحفظة وإدارتها خلال السنتين الماضيتين.

واستطاعت المحفظة في 2015 تحقيق عائد إضافي موجب يقدر بـ (5.324) وحدة عائد، وهو ما يشير إلى ارتفاع ربحية المحفظة مقارنة بربحية السوق لأن عوائد المحفظة ارتفعت من (-0.0281) إلى (5.324) في ظل المخاطر المنتظمة وكذلك انخفاض المخاطر المنتظمة (Bp) وبصورة ملحوظة حيث كانت (-0.011) وهي الأقل خلال الفترة (2013-2018)، إلا أنها عاودت بتحقيق مستويات سالبة من العائد الإضافي خلال السنوات (2016-2018) بمقدار (-0.052) وحدة عائد كما في 2016، وهو ما يشير إلى انخفاض عائد المحفظة مقارنة بعائد محفظة السوق لأن عوائد المحفظة انخفضت من (0.0036) إلى (-0.052) في ظل المخاطر المنتظمة، وكذلك في 2017 فان العائد الإضافي الذي استطاعت المحفظة تحقيقه من كل وحدة مخاطرة منتظمة تقدر بـ (-0.053) وحدة عائد، وهو ما يشير إلى انخفاض عائد المحفظة مقارنة بعائد السوق، وكذلك في 2018 كان العائد الإضافي سالباً بقيمة (-0.040) وحدة عائد، وهو ما يشير إلى انخفاض عائد المحفظة مقارنة بعائد السوق في ظل المخاطر المنتظمة. وعليه، فإن أفضل مستوى أداء للمحفظة وفق مؤشر ترينور كان في 2015 وبمعدل (5.324).

جدول (4): مؤشرات أداء محفظة السوق للمدة (2013 - 2018)

السنة	Rp	Rf	Rm	Bp	δp	ترينور	شارب	جنس
2013	0.0037	0.041	-0.008	0.042	0.0007	-0.881	-49.373	-0.035
2014	-0.0211	0.040	-0.017	0.423	0.0009	-0.145	-67.703	-0.037
2015	0.0281	0.039	0.173	-0.011	0.0008	5.324	-81.907	-0.065
2016	0.0036	0.044	-0.010	9190.	0.0060	0.052	808.79	0.0018
2017	-0.0073	0.041	-0.009	0.906	0.0004	-0.053	-116.928	-0.0026
2018	-0.0072	0.038	-0.011	1.144	0.0010	-0.040	-45.099	0.011

المصدر: اعداد الباحثة بالاعتماد على:

- بيانات الكشوفات المالية السنوية لشركة الأمين وتقارير سوق العراق للأوراق المالية.

ب. مقياس شارب Sharp Measure:

يعد مقياس شارب من أهم المقاييس لتقييم أداء المحافظ الاستثمارية إذ يأخذ بعين الاعتبار المخاطر الكلية للمحفظة الاستثمارية المقاسة بالانحراف المعياري. يتبين من الجدول (4) ان أداء المحفظة كان متدنياً حسب مقياس شارب خلال سنوات الدراسة (2013-2018) حيث كانت النتائج



جميعها سالبة ويمكن ارجاع سبب ذلك الى ان معدل عائد المحفظة كان سالبا واقل من معدل العائد الخالي من المخاطرة خلال مدة الدراسة. ان العائد الإضافي الذي حققته المحفظة لكل وحدة مخاطرة كلية للمحفظة تقدر بـ (-49.373) و (-67.703) و (-81.907) و (-79.808) و (-116.928) و (-45.099) وحدة عائد خلال السنوات (2013-2018) على التوالي، مقارنة مع عائد المحفظة خلال المدة نفسها، ويرجع هذا الانخفاض الى ان معدل عائد المحفظة هو اقل من معدل العائد الخالي من المخاطر (R_f)، كما كان لانخفاض قيمة الانحراف المعياري (σ_p) للمحفظة تأثير في ارتفاع القيمة السالبة وبصورة خاصة في سنة 2017. وعليه فإن أفضل مستوى لمحفظة السوق وفقا لمقياس شارب يعود الى عام 2018 وبمعدل (-45.099) فقد كان لقيمة الانحراف المعياري (σ_p) أثر بارز في قيمة مؤشر شارب لسنة 2018.

ج. مقياس جنسن Jensen Measure:

ويلاحظ من خلال الجدول (4) ان قيمة مقياس جنسن أيضا كانت سالبة خلال المدة السنوات (2013، 2014، 2015، 2017) حيث كانت بمقدار (-0.035) و (-0.037) و (-0.065) و (-0.0026) على التوالي، والذي يعني ان أداء المحفظة متدني، وذلك نتيجة الى انخفاض معدل عائد المحفظة وكذلك تأثير كل (R_f) و (B_p) و (R_m) عليه. ولكن المقياس حقق قيم إيجابية قدرت بـ (0.0018) و (0.011) خلال السنتين (2016، 2018) على التوالي، والذي يعني ان أداء المحفظة مقبول، ويمكن ارجاع ذلك الى تحسن معدل عائد المحفظة وكذلك تأثير كل (R_f) و (B_p) و (R_m) عليه. وعليه، نستنتج ان أفضل مستوى أداء للمحفظة من حيث مؤشر جنسن كان في 2018 وبمعدل (0.011).

ثانياً: تحليل مقاييس تقييم أداء المحفظة الاستثمارية لشركة الأمين

1. مقياس ترينور Treynor Measure:

يأخذ هذا المقياس بعين الاعتبار المخاطر السوقية (المنتظمة) والمقاسة بمعامل بيتا، ومن خلال حساب هذا المؤشر وجد ان المحفظة الاستثمارية لشركة الأمين قد حققت عائد إضافي سالب في 2013 من كل وحدة مخاطرة منتظمة تقدر بـ (-0.059) وحدة عائد، وهو ما يشير إلى انخفاض ربحية المحفظة مقارنة بربحية السوق لأن عوائد المحفظة انخفضت من (0.013) الى (-0.059) في ظل المخاطرة السوقية (المنتظمة)، وكذلك في 2014 حيث كان مقدار المؤشر هو (-0.135) وحدة عائد وهو ما يشير إلى انخفاض ربحية المحفظة مقارنة بربحية السوق لأن عوائد المحفظة انخفضت من (-0.018) الى (-0.135) في ظل المخاطر المنتظمة، وهو ما يشير الى تدني أداء المحفظة وإدارتها خلال السنتين الماضيتين.

واستطاعت المحفظة في 2015 تحقيق عائد إضافي موجب يقدر بـ (5.184) وحدة عائد، وهو ما يشير إلى ارتفاع ربحية المحفظة مقارنة بربحية السوق لأن عوائد المحفظة ارتفعت من (-0.036) الى (5.184) في ظل المخاطر المنتظمة، وكذلك انخفاض المخاطر المنتظمة (B_p) وبصورة ملحوظة حيث كانت (-0.014) وهي الاقل خلال الفترة (2013-2018)، الا انها عاودت بتحقيق مستويات سالبة من العائد الإضافي خلال السنوات (2016-2018) بمقدار (-0.046) وحدة عائد



كما في 2016، وهو ما يشير إلى انخفاض عائد المحفظة مقارنة بعائد محفظة السوق لأن عوائد المحفظة انخفضت من (-0.008) الى (-0.046) في ظل المخاطر المنتظمة. وكذلك في 2017 فان العائد الإضافي الذي استطاعت المحفظة تحقيقه من كل وحدة مخاطرة منتظمة تقدر بـ (-0.045) وحدة عائد، وهو ما يشير إلى انخفاض عائد المحفظة مقارنة بعائد. وكذلك في 2018 كان العائد الإضافي سالبا بقيمة (-0.034) وحدة عائد، وهو ما يشير إلى انخفاض عائد المحفظة مقارنة بعائد السوق لأن عوائد المحفظة انخفضت من (-0.017) الى (-0.034) في ظل المخاطر المنتظمة. وعليه، فإن أفضل مستوى أداء للمحفظة وفق مؤشر ترينور كان في 2015 وبمعدل (5.184).

جدول (5): مؤشرات أداء محفظة شركة الامين للمدة (2013-2018)

السنة	Rp	Rf	Rm	Bp	σ_p	ترينور	شارب	جنسن
2013	0.013	0.041	-0.008	0.473	0.002	-0.059	-15.885	-0.005
2014	-0.018	0.040	-0.017	0.433	0.001	-0.135	-45.729	-0.034
2015	-0.036	0.039	0.173	-0.014	0.002	5.184	-33.945	-0.073
2016	-0.008	0.044	-0.010	1.113	0.001	-0.046	-34.900	0.008
2017	-0.016	0.041	-0.009	1.251	0.002	-0.045	-23.855	0.006
2018	-0.017	0.038	-0.011	1.612	0.004	-0.034	-13.117	0.024

المصدر: اعداد الباحثة بالاعتماد على:

- بيانات الكشوفات المالية السنوية لشركة الامين وتقارير سوق العراق للأوراق المالية.

2. مقياس شارب Sharp Measure:

يتبين من الجدول (5) ان أداء المحفظة كان متدنيا حسب مقياس شارب خلال سنوات الدراسة (2013-2018) حيث كانت النتائج جميعها سالبة ويمكن ارجاع سبب ذلك الى ان معدل عائد المحفظة كان سالبا واقل من معدل العائد الخالي من المخاطرة خلال مدة الدراسة. ان العائد الإضافي الذي حققته المحفظة لكل وحدة مخاطرة كلية للمحفظة تقدر بـ (-15.885) و (-45.729) و (-33.945) و (-34.900) و (-23.855) و (-13.117) وحدة عائد خلال السنوات (2013-2018) على التوالي، مقارنة مع عائد المحفظة خلال المدة نفسها، ويرجع هذا الانخفاض الى ان معدل عائد المحفظة هو اقل من معدل العائد الخالي من المخاطر (R_f) كما كان لانخفاض قيمة الانحراف المعياري (σ_p) للمحفظة تأثير في ارتفاع القيمة السالبة. وعليه فإن أفضل مستوى للمحفظة من وفقا لمقياس شارب يعود الى عام 2018 وبمعدل (-13.117). لذلك كان ينبغي على إدارة المحفظة ان تعمل على تنويع مكونات المحفظة لتجنب الخسائر المتحققة نتيجة ارتفاع المخاطر وكذلك وانخفاض معدل العائد مقارنة بالمعدل الخالي من المخاطرة ومعدل عائد محفظة السوق.

3. مقياس جنسن Jensen Measure:

ويلاحظ من خلال الجدول (5) ان قيمة مقياس جنسن أيضا كانت سالبة خلال المدة السنوات (2013-2018) حيث كانت بمقدار (-0.005) و (-0.034) و (-0.073) على التوالي، والذي يعني ان أداء المحفظة متدني، وذلك نتيجة الى انخفاض معدل عائد المحفظة وكذلك تأثير كل (R_f) و (B_p) و (R_m) عليه. ولكن المقياس حقق قيم إيجابية قدرت بـ (0.008) و (0.006) و (0.024) خلال السنوات



(2016-2018) على التوالي، والذي يعني ان أداء المحفظة مقبول، ويمكن ارجاع ذلك الى تحسن معدل عائد المحفظة وكذلك تأثير كل (R_f) و (B_p) و (R_m) عليه. وعليه، نستنتج ان أفضل مستوى أداء للمحفظة من حيث مؤشر جنسن كان في 2018 وبمعدل (0.024).

ثالثاً: تحليل مؤشرات تقييم أداء المحفظة الاستثمارية لشركة الباتك

1. مقياس ترينور Treynor Measure

ومن خلال حساب هذا المؤشر وجد ان المحفظة الاستثمارية لشركة الباتك قد حققت عائد إضافي سالب في 2013 من كل وحدة مخاطرة منتظمة تقدر بـ (-0.108) وحدة عائد، وهو ما يشير إلى انخفاض ربحية المحفظة مقارنة بربحية السوق لأن عوائد المحفظة انخفضت من (0.0069) الى (-0.108) في ظل المخاطرة السوقية (المنتظمة). أما في 2014 حيث كان مقدار المؤشر هو (-0.002) وحدة عائد وهو ما يشير إلى انخفاض ربحية المحفظة مقارنة بربحية السوق لأن عوائد المحفظة انخفضت من (0.0390) الى (-0.002) في ظل المخاطر المنتظمة، وهو ما يشير الى تراجع في أداء المحفظة وإدارتها خلال هذه السنتين الماضيتين، وكما مبين في الجدول (6). واستطاعت المحفظة في 2015 تحقيق عائد إضافي موجب يقدر بـ (4.070) وحدة عائد، وهو ما يشير إلى ارتفاع ربحية المحفظة مقارنة بربحية السوق لأن عوائد المحفظة ارتفعت من (-0.0369) الى (4.070) في ظل المخاطر المنتظمة، وكذلك انخفاض المخاطر المنتظمة (B_p) وبصورة ملحوظة حيث كانت (-0.019) وهي الاقل خلال الفترة (2013-2018)، الا انها عاودت بتحقيق مستويات سالبة من العائد الإضافي خلال السنوات (2016-2018) بمقدار (-0.030) وحدة عائد كما في 2016، وهو ما يشير إلى انخفاض عائد المحفظة مقارنة بعائد محفظة السوق لأن عوائد المحفظة انخفضت من (0.0053) الى (-0.030) في ظل المخاطر المنتظمة. وكذلك في 2017 فان العائد الإضافي الذي استطاعت المحفظة تحقيقه من كل وحدة مخاطرة منتظمة تقدر بـ (-0.074) وحدة عائد، وهو ما يشير إلى انخفاض عائد المحفظة مقارنة بعائد السوق. وعليه، فإن أفضل مستوى أداء للمحفظة وفق مؤشر ترينور كان في 2015 وبمعدل (4.070).

جدول (6): مؤشرات أداء محفظة شركة الباتك للمدة (2013-2017)

السنة	R_p	R_f	R_m	B_p	δp	ترينور	شارب	جنسن
2013	0.0069	0.041	-0.008	0.311	0.0031	-0.108	-10.848	-0.018
2014	0.0390	0.040	-0.017	0.648	0.0139	-0.002	-0.077	0.036
2015	-0.0369	0.039	0.173	-0.019	0.0018	4.070	-42.636	-0.074
2016	0.0053	0.044	-0.010	1.280	0.0072	-0.030	-5.365	0.030
2017	-0.0236	0.041	-0.009	0.871	0.0032	-0.074	-20.107	-0.021

المصدر: اعداد الباحثة بالاعتماد على:

- بيانات الكشوفات المالية السنوية لشركة الامين وتقارير سوق العراق للأوراق المالية.

ب. مقياس شارب Sharp Measure

يتبين من الجدول (6)، ان أداء المحفظة كان متدنياً حسب مقياس شارب خلال سنوات الدراسة (2013-2017) حيث كانت النتائج جميعها سالبة ويمكن ارجاع سبب ذلك الى ان معدل عائد المحفظة كان سالبا في اغلب سنوات مدة الدراسة واقل من معدل العائد الخالي من المخاطرة. ان العائد



الإضافي الذي حققته المحفظة لكل وحدة مخاطرة كلية للمحفظة تقدر بـ (-10.848) و (-0.077) و (-42.636) و (-5.365) و (-20.107) وحدة عائد خلال السنوات (2013-2017) على التوالي، مقارنة مع عائد المحفظة خلال المدة نفسها، ويرجع هذا الانخفاض الى ان معدل عائد المحفظة هو اقل من معدل العائد الخالي من المخاطر (R_f) كما كان لانخفاض قيمة الانحراف المعياري (σ_p) للمحفظة تأثير في ارتفاع القيمة السالبة، كما مبين في الجدول (6). وعليه فإن أفضل مستوى للمحفظة من وفقاً لمقياس شارب يعود الى عام 2014 وبمعدل (-0.077). لذلك كان ينبغي على إدارة المحفظة ان تعمل على تنويع مكونات المحفظة لتجنب الخسائر المتحققة نتيجة ارتفاع المخاطر وكذلك وانخفاض معدل العائد مقارنة بالمعدل الخالي من المخاطرة ومعدل عائد محفظة السوق.

ج. مقياس جنسن Jensen Measure

ويلاحظ من خلال الجدول (6) ان قيمة مقياس جنسن أيضاً كانت سالبة في السنوات (2013، 2015، 2017) حيث كانت بمقدار (-0.018) و (-0.074) و (-0.021) على التوالي، والذي يعني ان أداء المحفظة متدني، وذلك نتيجة الى انخفاض معدل عائد المحفظة وكذلك تأثير كل (R_f) و (B_p) و (R_m) عليه. ولكن المقياس حقق قيم إيجابية قدرت بـ (0.036) و (0.030) خلال السنتين (2014-2016) على التوالي والذي يعني ان أداء المحفظة مقبول، ويمكن ارجاع ذلك الى تحسن معدل عائد المحفظة وكذلك تأثير كل (R_f) و (B_p) و (R_m) عليه، وكما مبين في الجدول (6). وعليه، نستنتج ان أفضل مستوى أداء للمحفظة من حيث مؤشر جنسن كان في 2014 وبمعدل (0.036).

المبحث الثالث: اختبار الفروق بين المحافظ الاستثمارية المدروسة

سيتم اجراء اختبار التباين الأحادي (One Way ANOVA) لاختبار صحة فرضيات البحث، وهل يوجد فروق ذات دلالة إحصائية في أداء المحافظ الاستثمارية في العينة محل الدراسة وفقاً لمقاييس (ترينور، شارب، جنسن) لتقييم الأداء. وان تحليل (One Way ANOVA) يعتمد على فرضيتين هما: الفرضية العدمية (H_0): لا يوجد فروق ذات دلالة إحصائية بين المتوسطات عند مستوى (0.05)

$$H_0: \mu_1 = \mu_2 = \mu_3$$

الفرضية البديلة (H_1): يوجد فروق ذات دلالة إحصائية بين المتوسطات عند مستوى (0.05)

$$H_1: \mu_1 \neq \mu_2 \neq \mu_3$$

ويتم تحليل التباين الأحادي (One Way ANOVA) لأداء المحافظ المدروسة بالبحث وفق مقاييس (ترينور، شارب، جنسن)، وذلك من خلال مقارنة قيمة (F) المحسوبة ومقارنة قيمة دلالتها الإحصائية مع مستوى الدلالة الإحصائية عند درجة ثقة (0.05)، فإذا كانت أكبر من مستوى المعنوية (0.05) فإنه نقبل بالفرضية الصفرية التي تنص انه لا توجد فروق ذات دلالة إحصائية بين مقاييس أداء المحفظة الاستثمارية. وبالعكس نرفض الفرضية العدمية ونقبل الفرضية البديلة التي تنص على وجود فروق ذات دلالة إحصائية.

أولاً: اختبار الفروق بين مقاييس الأداء لمحفظة شركة الامين

لغرض التحقق من مدى تحقق صحة فرضيات البحث سنقوم باختبار الفرضيات التالية:



الفرضية الأولى: توجد فروق ذات دلالة إحصائية بين مقاييس أداء محفظة الامين الاستثمارية المدروسة وفق مقاييس (ترينور، شارب، جنسن).

جدول (7): نتائج اختبار التباين الأحادي (ANOVA) لتقييم أداء محفظة الامين وفق مقياس الأداء المدروسة

مقاييس الاداء	المتوسط الحسابي	الانحراف المعياري	قيمة F	القيمة الاحتمالية	الدلالة الاحصائية	قبول/رفض الفرضية
ترينور	.9798	2.35051	35.89	0.000	دال احصائيا	قبول الفرضية (وجود فروق)
شارب	-30.8628	11.40446				
جنسن	-.0196	.03424				

المصدر: من اعداد الباحثة وفقاً لمخرجات البرنامج SPSS والمرفقة في الملاحق (6).

نستنتج من خلال نتائج الجدول أعلاه، وجود فروق ذات دلالة إحصائية بين متوسطات مقاييس أداء محفظة الأمين حيث بلغت قيمة (F) المحسوبة كانت (35.89) وبقيمة دلالة (0.000) وهي أقل من (0.05) وبالتالي نرفض الفرضية الصفرية التي تشير الى عدم وجود فروق ذات دلالة إحصائية بين مقاييس أداء محفظة الأمين ونقبل الفرضية البديلة التي تشير الى وجود فروق ذات دلالة إحصائية. وعليه، لا بد من معرفة سبب الفروقات بمعنى أي المقاييس التي تسبب في هذه الفروق. وذلك من خلال اجراء الاختبارات البعدية كاختبار (Multiple Comparisons (Tukey) والرسم البياني الذي يوضح سبب ذلك وماهية الفروق الدالة احصائيا.

جدول (8): نتائج اختبار المقارنات البعدية ل (Tukey) لمقاييس أداء محفظة الامين

المقارنات الثنائية لأداء المحفظة وفقاً لمقاييس الاداء	متوسط الفرق	القيمة الاحتمالية Sig.	الدلالة الاحصائية
ترينور - شارب	31.84260*	0.000	دال احصائيا
جنسن - شارب	30.84320*	0.000	دال احصائيا
شارب - ترينور	31.84260*	0.000	دال احصائيا

المصدر: من اعداد الباحثة وفقاً لمخرجات البرنامج SPSS والمرفقة في الملاحق (6).

(*) : تعني دال احصائيا عند مستوى (0.05).

يتضح من الجدول (8) للمقارنات البعدية للمتوسطات، ان سبب الفروق الدالة احصائيا في تقييم أداء محفظة الامين وفقاً لمقياس الأداء الاربعة تعود الى الفرق بين مقياسي (ترينور وشارب) وبفارق معنوي (31.84260)، وبين مقياسي (جنسن وشارب) بقيمة (30.84320)، وبين (شارب وترينور) بقيمة (31.84260). وعليه كانت القيمة الأكبر لصالح مقياس شارب بقيمة (31.84260) بالمتوسط. وعليه، فإننا ومن خلال ما سبق من النتائج نقبل الفرضية البحثية التي تنص على انه "توجد فروق ذات دلالة إحصائية في أداء محفظة الأمين وفقاً لمقاييس الأداء المعتمدة ولصالح مقياس شارب.

ثانياً: اختبار الفروق بين مقاييس الأداء لمحفظة شركة الباتك

الفرضية الفرعية الثانية: توجد فروق ذات دلالة إحصائية بين مقاييس أداء محفظة الباتك الاستثمارية المدروسة وفق مقاييس (شارب، جنسن، ترينور)



جدول (9) نتائج اختبار التباين الأحادي (ANOVA) لتقييم أداء محفظة الباتك وفق مقياس الأداء المدروسة

مقاييس الاداء	المتوسط الحسابي	الانحراف المعياري	قيمة F	القيمة الاحتمالية	الدلالة الاحصائية	قبول/رفض الفرضية
ترينور	.7712	1.84453	4.563	.017	دال احصائيا	قبول الفرضية (وجود فروق)
شارب	-15.8066	16.72831				
جنسن	-.0094	.04471				

المصدر: من اعداد الباحثة وفقا لمخرجات البرنامج SPSS والمرفقة في الملاحق (7).

نستنتج من خلال نتائج الجدول أعلاه، وجود فروق ذات دلالة إحصائية بين متوسطات مقاييس أداء محفظة الأمين حيث بلغت قيمة (F) المحسوبة كانت (4.563) وبقيمة دلالة (0.017) وهي أقل من (0.05) وبالتالي نرفض الفرضية الصفرية التي تشير الى عدم وجود فروق ذات دلالة إحصائية بين مقاييس أداء محفظة الباتك ونقبل الفرضية البديلة التي تشير الى وجود فروق ذات دلالة إحصائية. وعليه، لابد من معرفة سبب الفروقات بمعنى أي المقاييس التي تسبب في هذه الفروق. وذلك من خلال اجراء الاختبارات البعدية كاختبار Multiple Comparisons (Tukey) والرسم البياني الذي يوضح سبب ذلك وماهية الفروق الدالة احصائيا.

جدول (10): نتائج اختبار المقارنات البعدية ل (Tukey) لمقاييس أداء محفظة الباتك

المقارنات الثنائية لأداء المحفظة وفقا لمقاييس الاداء	متوسط الفرق	القيمة الاحتمالية	الدلالة الاحصائية
ترينور - شارب	16.57780*	0.031	دال احصائيا
جنسن - شارب	15.79720*	0.041	دال احصائيا
شارب - ترينور	16.57780*	.0031	دال احصائيا

المصدر: من اعداد الباحثة وفقا لمخرجات البرنامج SPSS .

(*) تعني دال احصائيا عند مستوى (0.05).

يتضح من الجدول (10) للمقارنات البعدية للمتوسطات، ان سبب الفروق الدالة احصائيا في تقييم أداء محفظة الباتك وفقا لمقاييس الأداء الاربعة تعود الى الفرق بين مقياسي (ترينور وشارب) وبفارق معنوي (16.57780)، وبين مقياسي (جنسن وشارب) بقيمة (15.79720)، وبين (شارب وترينور) بقيمة (16.57780)، (0.041)، (0.031)، على التوالي وهي اقل من (0.05) أي ذات دلالة احصائية. وعليه كانت القيمة الأكبر لصالح مقياس شارب بقيمة (16.57780) بالمتوسط. وعليه، فإننا ومن خلال ما سبق من النتائج نقبل الفرضية البحثية التي تنص على انه توجد فروق ذات دلالة إحصائية في أداء محفظة الباتك وفقا لمقاييس الأداء المعتمدة ولصالح مقياس شارب.

ثالثا: اختبار الفروق بين مقاييس الأداء لمحفظة السوق

توجد فروق ذات دلالة إحصائية بين مقاييس أداء محفظة السوق المدروسة وفق مقاييس (شارب، جنسن، ترينور، Ra)

جدول (11) نتائج اختبار التباين الأحادي (ANOVA) لتقييم أداء محفظة السوق وفق مقياس الأداء المدروسة

أداء المحافظ الاستثمارية وفقا لمقاييس الاداء	المتوسط الحسابي	الانحراف المعياري	قيمة F	القيمة الاحتمالية	الدلالة الاحصائية	قبول/رفض الفرضية
مقياس ترينور	.8386	2.53137	50.895	0.000	دال احصائيا	قبول الفرضية (وجود فروق)
مقياس شارب	-79.1438	24.76345				
مقياس جنسن	-.0275	.02758				

المصدر: من اعداد الباحثة وفقا لمخرجات البرنامج SPSS.



نستنتج من خلال نتائج الجدول أعلاه، وجود فروق ذات دلالة إحصائية بين متوسطات مقاييس أداء محفظة السوق حيث بلغت قيمة (F) المحسوبة كانت (50.895) وبقية دلالة (0.000) وهي أقل من (0.05) وبالتالي نرفض الفرضية الصفرية التي تشير الى عدم وجود فروق ذات دلالة إحصائية بين مقاييس أداء محفظة السوق ونقبل الفرضية البديلة التي تشير الى وجود فروق ذات دلالة إحصائية. وعليه، لابد من معرفة سبب الفروقات بمعنى أي المقاييس التي تسبب في هذه الفروق. وذلك من خلال اجراء الاختبارات البعدية كاختبار Multiple Comparisons (Tukey) والرسم البياني الذي يوضح سبب ذلك وماهية الفروق الدالة احصائيا.

جدول (12) نتائج اختبار المقارنات البعدية ل(Tukey) لمقاييس أداء محفظة السوق

المقارنات الثنائية لأداء المحفظة وفقا لمقاييس الاداء	متوسط الفرق	القيمة الاحتمالية	الدلالة الاحصائية
ترينور - شارب	79.98240*	0.000	دال احصائيا
جنسن - شارب	79.11628*	0.000	دال احصائيا
شارب - ترينور	-79.98240*	0.000	دال احصائيا

المصدر: من اعداد الباحثة وفقا لمخرجات البرنامج SPSS.

(*): تعني دال احصائيا عند مستوى (0.05).

يتضح من الجدول (12) للمقارنات البعدية للمتوسطات، ان سبب الفروق الدالة احصائيا في تقييم أداء محفظة السوق وفقا لمقياس الأداء الاربعة تعود الى الفرق بين مقياسي (ترينور وشارب) وبفارق معنوي (79.98240)، وبين مقياس (جنسن- وشارب) بقيمة (79.11628). حيث جاءت القيمة الاحتمالية (0.000) لكل على التوالي وهي اقل من (0.05) أي ذات دلالة احصائية. وعليه كانت القيمة الأكبر لصالح مقياس شارب بقيمة (79.98240) بالمتوسط. وعليه، فإننا ومن خلال ما سبق من النتائج نقبل الفرضية البحثية التي تنص على انه "توجد فروق ذات دلالة إحصائية في أداء محفظة السوق وفقا لمقاييس الأداء المعتمدة ولصالح مقياس شارب".

المبحث الرابع: الاستنتاجات والتوصيات

أولاً: الاستنتاجات

1. ان المحافظ عينة الدراسة كانت تتضمن مخاطر متذبذبة وهذا مايشير الى اعتمادها استيرراتيجية متوازنة حيث تختلف مكونات كل محفظة عن الاخرى من حيث نوع وجودة الأسهم المكونة لها وبالنسبة للمخاطرة والعائد، التي تعد معيار لاختيار المستثمر لتلك الاسهم، مما يؤثر في أداء المحفظة في تحقيق أفضل العوائد وتقليل المخاطر.
2. ان القيمة المعرضة للخطر (VaR) تعتبر مقياس تجميعي للمخاطر السوقية كونها ناتجة عن تقلبات في القيمة السوقية للموجودات المكونة للمحفظة حيث يعطي قيمة واحدة تعبر عن اقصى خسارة يمكن ان يتحملها المستثمر والتي تعتمد في حسابها على مدة الاحتفاظ ومستوى الثقة والتي تؤثر بشكل كبير عند حساب الخسائر على القرار الاستثماري.
3. يتبين من خلال مؤشرات الاداء أن محافظ (السوق، الامين، الباتك) قد كان لها افضل اداء جيد خلال الفترة (2013-2018)، فقد كان اداء المحافظ وفق مقياس ترينور جيد في 2015 وهو الافضل خلال فترة الدراسة وذلك يعود الى انخفاض (Bp) في تلك السنة، وقد كان اداء محفظتي السوق والامين



جيد وفق مؤشر شارب وجنسن في 2018 أما الباتك فقد كان ادائها جيد وفق المؤشرين في 2014 وهذا الاداء الجيد يعود الى انخفاض في قيمة كل من (rf) و (δp) في السنوات المذكورة.

4. إن كل من المحافظ (السوق، الامين، الباتك) كان لها اداء ضعيف في فترة من فترات الدراسة، فقد كان أضعف اداء لمحفظتي السوق والباتك وفق مؤشر ترينور في 2013 أما محفظة الامين حققت اقل اداء وفق المؤشر ذاته في 2014 وذلك يعود الى انخفاض قيمة (Rp) مقارنة مع قيمة (rf) كذلك ارتفاع قيمة (Bp) في تلك السنوات، وقد كان اسوء اداء للمحافظ وفق مؤشر شارب يختلف بحسب المحفظة فقد كان اسوء اداء لمحفظة السوق هو في 2017 ولمحفظة الامين في 2014 ولمحفظة الباتك في 2015 وذلك يرجع الى تدني قيمة (Rp) مقارنة مع قيمة (rf) والذي أثر ذلك بشكل ملحوظ في نتائج الاداء وفق مؤشر شارب، أما وفق مؤشر جنسن فقد اجتمعت المحافظ في 2015 كونها تمثل اسوء اداء لها خلال مدة الدراسة نتيجة انخفاض عائد المحفظة (Rp) مقارنة مع قيمة العائد الخالي من المخاطرة (rf) وكذلك تأثير قيمة مخاطر المحفظة (Bp) و (δp) على هذا المؤشر، بينما وفق مؤشر Ra فقد كان اسوء اداء لمحفظتي السوق والباتك هو في سنة 2013.

5. وجود فروقات ذات دلالة إحصائية بين المتوسطات عند مستوى (0.05) وذلك بين مقاييس الاداء على مستوى كل محفظة استثمارية وكذلك بين المحافظ الاستثمارية بصورة مجمعة.

ثانياً: التوصيات

1. ضرورة الاهتمام بمقاييس تقييم اداء المحافظ الاستثمارية ومقارنتها والاعتماد على افضلها وبما يساهم في مراقبة أداء المحفظة في كل فترة، وتشخيص مواضع الخلل فيها وحسب نتائج كل مقياس.
2. ينبغي استخدام أسلوب القيمة المعرضة للخطر (Var) كأحد الطرق الحديثة لقياس المخاطر السوقية، لتحديد الحد الأقصى للخسائر التي من المحتمل ان تتعرض لها المحفظة الاستثمارية.
3. ضرورة قيام المسؤولين على ادارة محافظ (الامين، الباتك) الاهتمام بمكونات تلك المحافظ وتجنب الاستثمار في بعض الأسهم الضعيفة والتي لا تحقق عائد مقبول وتقليل الاستثمار فيها وبما يساهم في تعزيز عائد المحفظة المتحقق وتقليل الخسائر المتوقعة.
4. ينبغي على شركة الباتك زيادة استثماراتها في اسهم الشركات ذات العائد الجيد والمستقر بصورة نسبية جيدة والذي يساهم في زيادة القيمة السوقية للمحفظة وزيادة عائدها وبما يساهم في تحسين مستوى الاداء.
5. الاهتمام بتوفير المعلومات اللازمة من قبل السوق عن المحافظ الاستثمارية وكذلك المعلومات عن الشركات المكونة لتلك المحافظ وبصورة دورية منتظمة لما تمثله تلك المعلومات من اهمية بالغة في اجراء البحوث العلمية وبما يساهم في تشخيص مواطن القوة والضعف في تلك المحافظ وبما يعزز التطوير في مجال الاستثمار المالي، وضرورة اصدار التشريعات والإجراءات التنظيمية من قبل هيئة الأوراق المالية وإدارة السوق لتشجيع الاستثمار المؤسساتي وتكوين المحافظ والصناديق الاستثمارية وتداولها في سوق العراق للأوراق المالية من قبل شركات الاستثمار المالي، والقيام في دراسات وبحوث تشمل تقييم جميع محافظ الشركات التسعة للاستثمار المالي المدرجة والمتداولة في السوق لتشخيص أسباب تحقيق الأرباح او الخسائر التي تعاني منها اغلب تلك الشركات.



6. على الشركات انشاء وحدة مسؤولة عن تقييم اداء ومخاطر محافظها مجهزة بكل المتطلبات البشرية والمادية والتكنولوجية وذلك لتحديد نقاط القوة والضعف في أدائها وكيفية التعامل معها.

المصادر والمراجع

أولاً: المصادر العربية

1. آل شبيب، دريد كمال، ادارة المحافظ الاستثمارية، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، ط 12، عمان، الاردن، 2010.
2. الجبوري، زينب صباح فرج، تحليل وقياس مخاطر السوق لمحفظة التداول المصرفية على وفق القيمة المعرضة للمخاطرة (VaR) دراسة تطبيقية في مصرف الائتمان العراقي، جامعة بغداد_ كلية الإدارة والاقتصاد، 2011.
3. الشعراني، بشار، التنبؤ بأداء المحافظ الاستثمارية في سوق دمشق للأوراق المالية (مقارنه مع سوق عمان للأوراق المالية)، رسالة ماجستير، جامعة دمشق - كلية الاقتصاد، 2015.
4. الشكرجي، بشار دنون محمد، الخفاجي، علي احمد حسن جاسم، تقدير المخاطر السوقية التي تواجه المصارف - دراسة على عينة من المصارف الخاصة المسجلة في سوقي العراق وعمان للأوراق المالية، مجلة تنمية الرافدين، العدد 119، المجلد 37، 2018.
5. الفريجي، حيدر نعمة غالي، ياره، سمير عبد الصاحب، اختيار المحفظة المثلى في اطار القيمة المعرضة للخطر، مجلة الإدارة والاقتصاد، العدد 111، 2017.
6. المومني، غازي فلاح، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، الاردن، 2009.
7. دهال، رياض، الادوات المالية، سلسلة جسر التنمية، المعهد العربي للتخطيط، الكويت، العدد 15، السنة الثانية، مارس 2003.
8. شبير، توفيق عوض، بناء محافظ استثمارية باستخدام نماذج تقييم أداء الأسهم دراسة تطبيقية تحليلية مقارنة على أسهم الشركات المدرجة في بورصة فلسطين، الجامعة الاسلامية - غزة، كلية التجارة، 2015.
9. ربابعة، عبد الرؤوف، مدير دائرة الاصدار في هيئة الأوراق المالية، بناء المحافظ الاستثمارية وإدارة الاستثمار في الاسهم بين العوائد والمخاطر، 2010، بحث منشور على الموقع <http://iefpedia.com/arab/wp-content/uploads/2010/08/%D8%A8%D9%86%D8>
10. عبد الحميد، عبدالعزيز شويش، عمر، أسو بهاء الدين قادر، إدارة محفظة الأوراق المالية ووفقاً لاستراتيجية الشراء والاحتفاظ دراسة تطبيقية في سوق العراق للأوراق المالية، مجلة جامعة كركوك للعلوم الإدارية والاقتصادية المجلد (5)، العدد (1)، 2015.
11. علوان، قاسم نايف، إدارة الاستثمار (بين النظرية والتطبيق)، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، 2009.

ثانياً: المصادر الاجنبية

12. Allen, D, Risk managerial financial, managerial financial, Vol. 21, No. 1, 2005.



13. Baker, Kent . Filbeck , Geag, Investment risk management, Oxford- University Press – Now York – 2015.
14. Banthia, Neeta, “Diversification applications in portfolio management”, Welingkar institute of management development research, year of submission: march, 2011.
15. Brentani, Christine. Portfolio management in practice. Elsevier Butterworth-Heinemann Linacre House , Jordan Hill, Oxford, 2004.
16. Brigham, Eugene F, Ehrhardt, Michael c, Financial Management Theory and Practice , 13th Edition , Lachina pub, 2011.
17. Carol Alexander, Value- At- risk Models, John Wiley and Sons ltd, London, United Kingdom, 2008.
18. Charles W.Smithson, Credit portfolio management, John Wiley & Sons, Inc. New Jersey, USA, 2003.
19. Ch. Usha Rekha , 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, 2014.
20. Cooper, Robert G, Edgett, scott J & Kliens chmidt, E.J, portfolio management: fundamental for new prout success, product development institut Inc, 2014.
<https://www.researchgate.net/publication/238676288>
21. Hendricks Farryll, Hirtle Beverly, Capital Requirements for Market Risk, The Internal Mosels, FRBNY Economic Policy Review \ December, 1997.
<https://www.researchgate.net/publication/5050283>
22. HilstedI, Johan, Active Portfolio Management and Portfolio Construction-Implementing Investment Strategy, Master Thesis, Cand. Merc. Applied Economics and Financial Copenhagen Business School ,2012.
23. fisherm, E Donald & Jorden, J Ronald, Security Analysis and portfolio management, 6 edm, 2013.
24. Marios Neroupos and others, Risk Management in Emerging Markets: Practical Methodologies and Empirical Tests, Multinational Finance Journal, vol 10, No 3/4, 2006.
25. Massimiliano, Caporin, & GrÈgory M. Jannin & Francesco Lisi & Bertrand B. Mallet, a survey on the four families of performance measures, Vth Conference on Computational and Financial Econometrics, Cluster “Risques Financiers” University of Orléans, April 2012 .
26. Saed Ahmed Sulub & Mohmmmed Adel Mohmmmed, The Role of Diversification in Reducing Risks of Investment Portfolio at Khartoum Stock Exchange market, 2014.
<http://ssrn.com/abstract=2384358>
27. Whaley, Robert E, Derivatives (Markets, Valuation, and Risk Management), John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey, 2006.