



Journal of

TANMIYAT AL-RAFIDAIN (TANRA)

A scientific, quarterly, international, open access, and peer-reviewed journal

Vol. 43, No. 142
June 2024

© University of Mosul |
College of Administration and
Economics, Mosul, Iraq.



TANRA retain the copyright of published articles, which is released under a “Creative Commons Attribution License for CC-BY-4.0” enabling the unrestricted use, distribution, and reproduction of an article in any medium, provided that the original work is properly cited.

Citation: Al Hussein, Doaa N. M., Bali, Azeez M. Kh.AL (2024). “Measuring the impact of market risk measured by (VaR) on the performance of the growth and value portfolio, an analytical study in the Iraqi Stock Exchange”.

TANMIYAT AL-RAFIDAIN,
43 (142), 77 -96
<https://doi.org/10.33899/tanra.2024.183438.1339>

P-ISSN: 1609-591X

e-ISSN: 2664-276X

tanmiyat.mosuljournals.com

Research Paper

Measuring the Impact of Market Risk Measured by (Var) on the Performance of the Growth and Value Portfolio, an Analytical Study in the Iraqi Stock Exchange

Azeez M. Kh.AL Bali ¹, Doaa N. M. Al Hussein²

^{1&2}College of Administration and Economics - University of Mosul- Iraq

Corresponding author: Doaa N. M. Al Hussein , College of Administration and Economics - University of Mosul- Iraq

duaa_numaan@uomosul.edu.iq

DOI: <https://doi.org/10.33899/tanra.2024.183438.1339>

Article History: Received:11/10/2023; Revised:24/11/2023; Accepted: 6/12/2023; Published:1/6/2024.

Abstract

The research seeks to estimate the size of the impact that market risk has on the performance of the growth and value portfolios, as well as diagnose the performance of these two portfolios during the period (2020-2022). Monthly data was collected for (32) companies as a research sample. The value-at-risk (VaR) model was used to measure market risk to arrive at an answer to the question: What is the extent of the impact of market risk (market index) on the performance of the growth and value portfolios in the Iraq Stock Exchange during the period under investigation? The profitability multiplier index was adopted to distinguish between growth and value stocks, as well as the value-at-risk index (J.P. Morgan) to measure market risk according to the standard method. The results of the regression analysis showed that the profitability multiplier during the period studied was not at the required level. The statistical analysis also showed a significant impact of market risk on the performance of the value and growth portfolios. In addition, the study revealed a relationship between market risk, measured by the value at risk, and the performance of the two portfolios. The study recommends that the investor be aware of the market risk to which he is exposed when investing in securities portfolios. The study emphasized the importance of measuring market risk using the value at risk to determine the maximum losses that the investor may incur.

Keywords:

Market Risk, Growth Portfolios and Value, Profit Multiplier, Value at Risk

ورقة بحثية
قياس أثر مخاطرة السوق مقاسة بـ (VaR) في أداء محفظة النمو والقيمة، دراسة
تحليلية في سوق العراق للأوراق المالية

عزيز موسو خديدة البالي^١؛ دعاء نعمان محمد خضر الحسيني^٢
جامعة الموصل، كلية الإدارة والاقتصاد، قسم العلوم المالية والمصرفية

المؤلف المراسل: دعاء نعمان محمد خضر الحسيني، جامعة الموصل، كلية الإدارة والاقتصاد،
duaa_numaan@uomosul.edu.iq

DOI: <https://doi.org/10.33899/tanra.2024.183438.1339>

تاريخ المقالة: الاستلام: ٢٠٢٣/١٠/١١؛ التعديل والتنقيح: ٢٠٢٣/١١/٢٤؛ القبول: ٢٠٢٣/١٢/٦
النشر: ٢٠٢٤/٦/١.

المستخلص

يسعى البحث إلى تقدير حجم الأثر الذي تتركه مخاطرة السوق في أداء محفظة النمو والقيمة، فضلاً عن تشخيص أداء هاتين المحفظتين خلال المدة (٢٠٢٠-٢٠٢٢). تم جمع البيانات الشهرية لـ (٣٢) شركة عينة بحثية، وتم استخدام نموذج القيمة المعرضة للخطر (VaR) لقياس مخاطرة السوق لغرض التوصل للإجابة على سؤال مفاده: ما مدى تأثير مخاطرة السوق (مؤشر السوق) على أداء محفظة النمو والقيمة في سوق العراق للأوراق المالية خلال المدة المبحوثة؟ وتم اعتماد مؤشر مضاعف الربحية للتمييز بين أسهم النمو والقيمة، فضلاً عن مؤشر القيمة المعرضة للخطر (J.P. Morgan) لقياس مخاطرة السوق وفق الطريقة المعيارية، وقد أظهرت نتائج تحليل الانحدار أن مضاعف الربحية خلال المدة المدروسة لم يكن بالمستوى المطلوب، كما أظهر التحليل الإحصائي تأثيراً ملموساً لمخاطرة السوق على أداء محفظة النمو والقيمة، فضلاً عن ذلك فقد كشفت الدراسة عن وجود علاقة بين مخاطرة السوق مقاسة بالقيمة المعرضة للخطر وأداء المحفظتين، وتوصي الدراسة بأن يكون المستثمر على علم بمخاطرة السوق التي يتعرض لها عند الاستثمار في محافظ الأوراق المالية، وأكدت الدراسة على أهمية قياس مخاطرة السوق باستخدام القيمة المعرضة للخطر لتحديد الحد الأقصى للخسائر التي قد يتكبدها المستثمر.

الكلمات الرئيسية

مخاطرة السوق، محافظ النمو والقيمة، مضاعف الربحية، القيمة المعرضة للخطر.

مجلة

تنمية الرافدين

(TANRA): مجلة علمية، فصلية،
دولية، مفتوحة الوصول، محكمة.

المجلد (٤٣)، العدد (١٤٢)،
حزيران ٢٠٢٤

© جامعة الموصل |

كلية الإدارة والاقتصاد، الموصل، العراق.



تحتفظ (TANRA) بحقوق الطبع والنشر للمقالات المنشورة، والتي يتم إصدارها بموجب ترخيص (Creative Commons Attribution) (CC-BY-4.0) الذي يتيح الاستخدام، والتوزيع، والاستنساخ غير المقيد وتوزيع للمقالة في أي وسيط نقل، بشرط اقتباس العمل الأصلي بشكل صحيح.

الافتقار: البالي، عزيز موسو خديدة
الحسيني، دعاء نعمان محمد خضر
(٢٠٢٤). "قياس أثر مخاطرة السوق مقاسة
بـ (VaR) في أداء محفظة النمو والقيمة،
دراسة تحليلية في سوق العراق للأوراق
المالية" تنمية الرافدين، (٤٣)، ١٤٢، ٧٧-٩٧

<https://doi.org/10.33899/tanra.2024.183438.1339>

P-ISSN: 1609-591X

e-ISSN: 2664-276X

tanmiyat.mosuljournals.com

المقدمة

نظراً لأهميته في حماية المستثمر من مخاطر السوق التي تتسم بتقلبات مستمرة وتأثيرات كبيرة ناتجة عن عدم استقرار عوامل عدة مالية و سياسية واقتصادية، وحاجة المستثمر إلى اختيار أدوات مالية كالأسهم، التي يتوقع جراء حيازتها تحقيق أفضل عائد ممكن مع أدنى المخاطر، عدّ تكوين محفظة الأوراق المالية موضوعاً أساسياً في ميدان الإدارة المالية، فهدف المستثمر تكوين محفظة استثمارية تحقق أقصى عائد ممكن بأقل مستوى من المخاطر المحتملة، كما تتطلب العمليات الاستثمارية توجيه استثماراتها نحو الأدوات المالية التي توفر أفضل توازن بين العائد والمخاطر، لذا تُعد الأدوات المالية وبالتحديد الأسهم موضع تحدٍ للمستثمرين، إذ يتطلب اختيار الأسهم التي تتوقع تحقيق عوائد مستدامة معرفة جيدة بالتصنيفات المختلفة لهذه الأسهم، وبهذا يستخدم المحللون الماليون مؤشراً مضاعف الربحية لتصنيف الأسهم إلى النمو والقيمة، مما يجدر بالمستثمر أن يأخذ هذه الاعتبارات عند اختيار الأسهم في بناء محفظته، ويتطلب إدارة المحفظة خبرة واسعة واستخدام أساليب علمية لتشكيلها وتقييمها وتحديد المخاطر المتوقعة الناجمة عن الاستثمار فيه، كما يُعد مفهوم القيمة المعرضة للخطر (VaR) أحد الأدوات الحديثة لتشخيص الحد الأقصى للخسائر التي يمكن أن تتعرض لها المحفظة في مدة زمنية معينة بمستوى ثقة معين، مما يستوجب دراية المستثمرين بمخاطر السوق وقابليتهم على قياسها باستمرار فحسب، واستخدام أنموذج القيمة المعرضة للخطر، لتحديد الإستراتيجيات المثلى وتحقيق التوازن بين العائد المتوقع والمخاطر المتوقعة.

تم تقسيم البحث إلى أقسام عدة، إذ ضم القسم الأول المنهجية المعتمدة، وركز الثاني على استعراض بعض الدراسات المرجعية، في حين تناول الثالث مخاطر السوق وأهمية تقييمها، وركز القسم الرابع على مفهوم القيمة المعرضة للخطر وأنموذج قياسها، فيما تناول القسم الخامس طبيعة أسهم النمو والقيمة، وجاء السادس لتأطير العلاقة بين مخاطرة السوق وفقاً لـ (VaR) وأداء محفظة النمو والقيمة، وكان السابع مخصصاً للإطار القياسي. ثم اختتم البحث بعدة استنتاجات ومقترحات.

أولاً : منهجية الدراسة

مشكلة البحث

بسبب انتشار وباء كورونا خلال المدة التي غطتها الدراسة، والذي ألقى بظلاله على النظام المالي بأكمله، لاسيما سوق الأوراق المالية، وما رافق ذلك من مخاطر عدة، دعت الحاجة إلى اعتماد أدوات تُقرّر نتائج دقيقة لقياس مخاطرة السوق وآثارها على أداء المحافظ المكونة من الموجودات المتداولة فيها. وبهذا، تتلخص مشكلة البحث في التساؤل الآتي: ما مدى تأثير مخاطرة السوق على أداء محفظة النمو والقيمة في سوق العراق للأوراق المالية ؟

أهمية البحث

تظهر أهمية هذا البحث في اتجاهين، الأول أكاديمي، إذ يُبرز البحث الأساليب لقياس مخاطرة السوق، والتي تُمثلها القيمة المعرضة للخطر، تُعد هذه المقاييس من الأهمية في الفكر المالي، حيث تظهر بوضوح مقدار الخسارة التي قد يتعرض لها المستثمر عند الاستثمار في أداة مالية معينة، الاتجاه الثاني يُمثل اهتمام المستثمرين واتجاهاتهم في عملية الاستثمار بالمحافظ الاستثمارية المتنامية في عوائدها أو قيمتها .

أهداف البحث

يهدف البحث إلى إمكانية التوصل إلى تقدير دقيق، بدرجة معينة من الثقة، للقيمة التي تعكس أقصى خسارة ستحملها محافظ النمو والقيمة خلال فترة الدراسة، وذلك بتحديد حجم ومقدار تأثير مخاطرة السوق، التي يتم قياسها باستخدام (VaR) ، في أداء المحافظ المستهدف، وبهذا يمكن تقديم معلومات تساعد المستثمرين الأفراد أو الشركات في فهم وتطبيق استراتيجيات الاستثمار المختلفة لتحقيق أفضل عائد وتنويع أفضل للمحفظة المالية.

فرضية البحث

بناءً على المعطيات السابقة، يمكن صياغة الفرضية الآتية :

"تترك مخاطرة السوق، المُقاسة بالقيمة المعرضة للخطر، أثراً إيجابياً ذا دلالة معنوية في أداء محافظ النمو والقيمة".

ثانياً : بعض الدراسات المرجعية

لغرض تحديد الفجوة البحثية بصورة جلية، كان لابد من التطرق إلى بعض الأدبيات التي تناولت بعض متغيرات البحث.

فقد جاءت دراسة (Bu Hamed, 2017) تحت عنوان "استخدام القيمة المعرضة للخطر لتحليل تأثير مخاطر السوق المالية على عوائد الأسهم" ، لقياس تأثير مخاطرة السوق على الأسهم باستخدام (VAR). أظهرت النتائج أهمية هذا الأسلوب في قياس المخاطر المالية وتحليلها بدقة، وتطبيقها على الأوراق المالية المدرجة في سوق عمان للأوراق المالية قيد الدراسة.

وأكدت الدراسة الثانية التي أجرتها (Ahlam et al., 2021) على تحديد أثر مخاطر السوق في عائد ومخاطرة أسهم المصرف الدولي للتجارة والتمويل في سوريا خلال المدة (٢٠١٠-٢٠٢٠). واستعرضت الدراسة مدى استقرار المؤشر العام لسوق دمشق للأوراق المالية خلال المدة المدروسة، وأظهرت الدراسة أن حركة السوق في دمشق كانت غير مستقرة وتصادعية، ولم يكن هناك أي تأثير واضح لمخاطرة المؤشر المعبر عنها ب (VaR) على عائد ومخاطرة أسهم المصرف المبحوث ، إلى جانب ظهور علاقة عكسية بين مخاطرة المؤشر باستخدام القيمة المعرضة للخطر وعائد أسهم المصرف .

فيما هدفت دراسة (Jawad, Al-Shammari, 2021) إلى تقييم أداء محفظتين لشركتين في مجال الاستثمار المالي مدرجتين في البورصة العراقية، وتم مقارنتهما مع أداء محفظة سوق العراق للأوراق المالية خلال المدة (٢٠١٣-٢٠١٨) باستخدام مؤشر السوق (ISx60)، وأظهرت الدراسة مستوى أداء كل محفظة كذلك دراسة

مستوى المخاطر السوقية من خلال الاعتماد على مقياس القيمة المعرضة للخطر بوصفة أسلوباً يمكن من خلاله الوقوف على أوجه المخاطر التي تواجه الشركات عينة الدراسة، لأنها أداة تعمل على تقدير أسوأ خسارة متوقعة خلال مدى زمني محدد بالمدة (٢٠١٣-٢٠١٨). وخلصت الدراسة إلى تباين الخسائر التي تتعرض لها المحفظتين المذكورتين، وأرجعت ذلك إلى التقلبات في أسعار الأسهم التي تضمها المحفظتين، مشيرة إلى سوء إدارة المحافظ عينة الدراسة .

وأخيراً تمثلت مساهمة هذه الدراسة بدراسة مخاطرة السوق ممثلة بمؤشر السوق وأثره في أداء محافظ النمو والقيمة ضمن نماذج احصائية ملائمة، وهو مالم تتعرض له الدراسات السابقة، فضلاً عن الفجوة الزمنية التي غطتها الدراسة .

ثالثاً: مخاطر السوق وأهمية تقييمها

تشير مخاطر السوق إلى مخاطر الخسائر الناجمة عن التغيرات غير المؤاتية في سعر السوق للشركة نتيجة لتغيرات في أسعار أدوات الدخل الثابت، وأدوات حقوق الملكية، والسلع، والعملات، والعقود خارج الميزانية معدل الخصم: ارتفاع معدل الفائدة يؤدي إلى ارتفاع معدل الخصم، وهو المعيار المستخدم لتقييم الموجودات المالية، مما يعني أن سعر الموجودات المالية سينخفض.

١. العرض والطلب: زيادة المعروض من الموجودات المالية يمكن أن يؤدي إلى انخفاض الطلب ومن ثم انخفاض أسعارها، إذ يكون المستثمرون أكثر استعداداً للبيع عندما تكون الفائدة مرتفعة للحفاظ على أرباحهم.

٢. تكلفة رأس المال: ارتفاع أسعار الفائدة يزيد من تكلفة رأس المال للشركات، مما يؤدي إلى انخفاض الأرباح وبالتالي انخفاض أسعار الموجودات المالية المرتبطة بها.

٣. الموجودات الخالية من المخاطر: المال الذي يُستثمر في الأوراق المالية الخالية من المخاطر يتأثر بتغيرات أسعار الفائدة، فارتفاع أسعار الفائدة يمكن أن يزيد من تكلفة الاستثمار في هذه الأموال.

بشكل عام، يظهر أن ارتفاع معدلات الفائدة يمكن أن يؤدي إلى تراجع في قيمة الموجودات المالية، ويعزز التحفيز للمستثمرين لتحويل استثماراتهم إلى موجودات تعتبر آمنة في ظل هذه التغيرات.

ب . مخاطر أدوات الملكية (مخاطر أسعار الاوراق المالية)

تشير مخاطر حقوق الملكية إلى المخاطر المالية التي ينطوي عليها امتلاك أسهم في الاستثمار، وتنشأ هذه المخاطر نتيجة للتغيرات في قيمة أسعار الأسهم. وبالتالي، تُعد هذه المخاطر مرتبطة بحساسية قيمة الأداة أو المحفظة تجاه تقلبات أسعار الأسهم، ونظراً لأن سوق الأسهم محفوفة بالمخاطر، يتعرض المستثمرون لنوعين من مخاطر الأسهم، الأول هو مخاطر الأسهم الفريدة (Unique Risk) والتي تتعلق بالأسهم ذاتها، أما الثاني فيشير إلى مخاطر السوق (Market Risk) ويمكن للمستثمرين التغلب على مخاطر الأسهم الفريدة من خلال الحفاظ على محفظة متنوعة. ومع ذلك، يجب التنويه إلى أن هذا التنوع لا يقضي على مخاطر السوق (Faisal & Ahmed, 2021, 56).

وتبرز أهمية تقييم مخاطر السوق من خلال دوره في معالجة أو تجنب العديد من المخاطر التي قد تواجهها الأسواق المالية، ويمكن توضيح أهمية تقييم مخاطر السوق على النحو الآتي: (Al-Wandawi & Al-Shammari, 2022, 59-60).

- ١- تقييم الأداء: يمكن استخدامه لاستنتاج نظام عقلائي إضافي من خلال حساب نسب المخاطر مقابل المكافأة.
 - ٢- تخصيص الموارد: يُقارن بين العوائد ومخاطر السوق في مجالات مختلفة من التجارة أو الاستثمار، ويُحدد المجالات التي يُمكن فيها لرأس المال أن يُحقق عوائد أعلى، كما يمكن لرأس المال أن يولد عوائداً عالية لكل وحدة من المخاطر التي تواجهه موارد الشركة.
 - ٣- المعلومات الإدارية: تقدم هذه المعلومات للإدارة العليا فهماً حول المخاطر التي قد يواجهها المتداولون والمستثمرون من خلال مقارنة ملف المخاطر بالموارد الرأسمالية للمؤسسة المالية.
 - ٤- التشريع: قد يؤدي ارتفاع الأسعار نتيجة لبعض المخاطر إلى إعداد لجنة بازل والاحتياطي الفيدرالي لتحديد متطلبات رأس مال أعلى للتحوط ضد المخاطر (السوق) النظامية.
- وتتغلب مخاطر السوق على المخاطر الفريدة في سياق سوق الأوراق المالية، وذلك بالتركيز على عدة مجالات لعل أهمها : (Attia, 2015, 133-135)

١. مفهوم مخاطر السوق: يتم تعريف مخاطر السوق بأنها ناتجة عن التغيرات غير المواتية في سعر السوق للموجودات المالية المتداولة، يشمل ذلك التقلبات في أسعار الأسهم والموجودات الأخرى نتيجة للأحداث الخارجية.
٢. أهمية تقييم مخاطر السوق: تتجلى أهمية تقييم مخاطر السوق في معالجة أو تجنب المخاطر التي قد تواجه الأسواق المالية، ويتم تحليل أنواع مخاطر السوق مثل مخاطر تقلب أسعار الصرف وأسعار الفائدة وأسعار الأوراق المالية وأسعار السلع الأساسية.
٣. التنوع للتغلب على المخاطر الفريدة: يتمكن المستثمرون من التغلب على المخاطر الفريدة لموجودات من خلال الحفاظ على محفظة متنوعة، فالتنوع يساعد في توزيع المخاطر عبر مجموعة متنوعة من الموجودات.
٤. التأكيد على أن التنوع لا يقضي على مخاطر السوق: على الرغم من فعالية التنوع في التعامل مع المخاطر الفريدة للموجودات، إلا أنه لا يقضي على مخاطر السوق. وبالتالي، يظل التقييم الفعال لمخاطر السوق ضرورياً.
٥. التأكيد على عدم التنبؤ الدقيق بالأحداث الخارجية: صعوبة التنبؤ بالأحداث الخارجية التي قد تؤثر على أسعار الأسهم، هذا يجعل من الضروري التركيز على إدارة المخاطر بدلاً من الاستعداد لكل حدث محتمل.

رابعاً : القيمة المعرضة للخطر (VaR) Value at Risk

أنها إحدى أهم الطرائق لتقدير الخسائر المحتملة، و إجراء مطبق بالفعل ويستخدم على نطاق واسع، خاصة من قبل الشركات العالمية الكبرى المدرجة في البورصات العالمية، تُعتبر هذه الطريقة ضرورية لتسهيل تقييم الخسائر في الأسواق العالمية المتغيرة بسرعة، ولها مفاهيم عديدة، من بينها (Al-Meligy, 2002, 186):

١- البعد النظري للقيمة المعرضة للخطر

عدّ المليجي القيمة المعرضة للخطر إجراء إحصائياً لقياس مخاطر المحفظة، من خلال تحديد الخسارة المحتملة في قيمة المحفظة نتيجة للتغيرات المعاكسة في ظروف السوق اليومية يتعلق هذا بتقدير الخسارة المتوقعة لكل عنصر من عناصر النشاط الاستثماري بفرصة معينة خلال مدة زمنية محددة.

٢- البعد الرياضي للقيمة المعرضة للخطر

يتم حساب الصيغة الرياضية للقيمة المعرضة للخطر بناءً على الانحراف عن العائد المتوقع للسهم الذي تتكون منه، ويتم حساب العوائد باستخدام أسعار الأسهم التاريخية للسلسلة، وتكون هذه العوائد إيجابية عندما يكون المكسب إيجابياً، ممثلاً للربح، و يكون سالباً، ليمثل الخسارة.

٣- طرق قياس القيمة المعرضة للخطر واستخداماتها

أ- استخدامات القيمة المعرضة للخطر

تسرد الأدبيات المالية العديد من استخدامات المخاطر، ولعل أهمها: (Ayaba & Okah, 2011, 13)، (Gül, 2010, 36-37).

- ١- استخدام القيمة المعرضة للمخاطر لقياس الخسائر المحتملة: تعطي القيمة المعرضة للخطر فكرة عامة عن أسوأ خسارة يمكن أن تتعرض لها المحفظة، وبالنظر إلى أنها تشير إلى خسائر محتملة فلا يمكن استخدامها فقط لتحديد متطلبات رأس المال للمؤسسات المالية، بل على مستوى اتخاذ قرارات الاستثمار الفردي، وكلما زادت مخاطر النشاط زادت القيمة المعرضة للخطر، وزاد الطلب على رأس المال، من هنا تتبنى المؤسسات المالية سياسات طويلة الأجل تستند إلى تقييم القيمة المعرضة للخطر.
- ٢- استخدام القيمة المعرضة للمخاطر لتقييم مخاطر فرص الاستثمار المختلفة، قبل اتخاذ أي قرار يمكن لقواعد القرار المستندة إلى القيمة المعرضة للخطر أن توجه الاستثمار واستراتيجية التحوط وقرارات العمل، فضلاً عن اتخاذ الخيارات بشأن أي بدائل للمخاطر المشخصة بالكامل.
- ٣- استخدام القيمة المعرضة للخطر لأي أداة مالية ذات قيمة تاريخية كافية.
- ٤- استخدام VaR لمقارنة مخاطر الأعمال المختلفة، مثل الأوراق المالية ذات الدخل الثابت (السندات) وحقوق الملكية (الأسهم).

٥- استخدام القيمة المعرضة للخطر بوصفها أداة للتحكم في المخاطر: لا تستخدم القيمة المعرضة للمخاطر فقط لأغراض إعداد التقارير ولكن أيضاً بوصفها أداة للتحكم في المخاطر من خلال حدود قيمتها، فضلاً عن القيود التقليدية على المبالغ المستثمرة.

لذلك فإن للقيمة المعرضة للخطر ثلاثة استخدامات: (Jorion, 2000, 376)

- الاستخدام التفاعلي لقياس المخاطر وتقديم التقارير إلى الإدارة العليا.
- الاستخدام الدفاعي وعنصر التحكم في المخاطر.
- استخدام إدارة المخاطر بشكل فعال.

هذا وتُعد القيمة المعرضة للخطر الطريقة القياسية الأدق لقياس مخاطر السوق والإبلاغ عنها؛ لأنها مناسبة تماماً للمحافظ الكبيرة وتوفر مقياساً ملائماً للمخاطر الإجمالية، وتعمل بوصفها أداة إدارة نشطة لتخصيص رأس المال من قبل المؤسسات التي لديها الأدوات لتقييم المبادلة بين الربح المتوقع والمخاطر (Jurion, 2006, 380-393).

ب- طرائق قياس القيمة المعرضة للخطر

هناك العديد من الطرائق التي يمكن استخدامها لحساب القيمة المعرضة للمخاطر، والتي تختلف وفقاً للحاجة إلى بيانات السوق والقدرة على استيعاب أنواع مختلفة من الأدوات، فقد تكون طرائق معلمية أو غير معلمية تتمثل بطريقة المحاكاة التاريخية، فضلاً عن الطرائق شبه المعلمية، ويُعد أسلوب التباين - التباين المشترك أنموذجاً غير معلمي، ويعود سبب تسميته هذه لكونه يعتمد على قياس قيمة المخاطرة بناءً على مصفوفة التباين، حيث يتشكل التباين من خلال ثلاث مصفوفات (مصفوفة الانحراف المعياري - مصفوفة الارتباط - مصفوفة الوزن) (Baker & Fibeck, 2015, 26) (Bin Salim & Bin Rajam 2016, 393) وبهذا يتم حساب القيمة المعرضة للخطر وفقاً لهذا الأنموذج على النحو الآتي:

$$VaR_p = Z_a * \delta_p * p \dots (1)$$

حيث:

VaR: القيمة المعرضة للخطر للمحفظة.

δ_p : الانحراف المعياري للمحفظة .

p: قيمة المحفظة (المبلغ المستثمر في المحفظة).

Za: قيمة معيارية وهي تمثل الانحرافات المعيارية على الجانب الأيسر من المتوسط عند مستوى ثقة معين التوزيع التراكمي الطبيعي عند مجال ثقة معين)

خامساً: خصائص محافظ النمو والقيمة

يطلق مصطلح محفظة الأوراق المالية على مجموعة من الأوراق المالية التي يمتلكها شخص طبيعي أو اعتباري، تشمل هذه الأوراق المالية الأسهم العادية وسندات الدين وغيرها، فإذا كانت المحفظة تتألف فقط من الأسهم، فإنها تسمى "محفظة أسهم"، أو قد تكون محفظة للسندات. ونظراً لأن المحفظة قد تحتوي على كليهما، فإنها تسمى "محفظة هجينة" (Hamoud i & Rima, 2019, 2). يمكن للمستثمر أن يختار تشكيلة محفظته من مجموعة متنوعة من الأسهم، ويمكن أن تتضمن هذه الأنواع أسهم نمو وأسهم قيمة، تُشير أسهم النمو إلى تلك الأسهم ذات نسبة القيمة الدفترية إلى السوق المنخفضة، تتميز هذه الأسهم بمعدلات نمو أرباح عالية وعائد سوق على حقوق الملكية مرتفع. (krishn, 2016, 591).

تتميز أسهم النمو بعدة خصائص قد لا تتمتع بها الأنواع الأخرى من الأسهم. فمع مرور الوقت، تنمو القيمة السوقية بشكل ملموس وبمعدل أعلى من الأنواع الأخرى مثل أسهم الدخل، سعرها يفوق متوسط السوق للتدفقات

النقدية، ولا يتوقع مستثمرو الأسهم المتنامية مكاسب قصيرة الأجل، ويرغبون في خلق قيمة مستقبلية للأسهم بمرور الزمن من خلال الاستثمار في الشركات التي تتطلع إلى فرص السوق أو الاستثمارات التي تهدف إلى الحصول على أقصى حصة سوقية، يتوقع المستثمرون إمكانية تحقيق عوائد مرتفعة كلما زادت القيمة السوقية للشركة (Mufleh, 2019, 49). على النقيض من ذلك، تكون أسهم القيمة أكثر ثباتاً في عوائدها وأقل تطوراً، وتعد خياراً ملائماً للمكاسب في المدى القصير، يُفضلها المستثمر المتحفظ على عكس أسهم النمو ذات الأرباح المرتفعة. ويعود السبب وراء انجذاب المستثمرين نحو أسهم القيمة، التي تتمتع بنسب دافعية عالية قياساً بالسوق، إلى ترجيح تعديل قيمتها لاحقاً لتصل إلى القيمة الحقيقية. ومع ذلك، قبل اقتناء أسهم القيمة بناءً على انخفاض قيمتها السوقية في التداول، يستوجب الأمر البحث عن مسببات هذا الانخفاض، فقد يكون ذلك جوهرياً كترجع إنتاج الشركة أو انخفاض في حصتها السوقية، مما يؤدي إلى تراجع أسعارها في المستقبل القريب، أو يمكن أن يكون الانخفاض ناجماً عن عوامل طبيعية سببها المضاربة أو أي عوامل أخرى يمكن للشركة التغلب عليها (Mishal, 2019, 20).

نسبة سعر السهم إلى ربحيته، ويمثل توقعات السوق لنمو عائد السهم، النسبة المنخفضة تُظهر توقعات محللين ماليين بنمو منخفض، بينما تُشير النسبة المرتفعة إلى حاجة الشركة لتحقيق نمو مرتفع للأرباح، وتُعتبر نسبة عالية من مضاعف الربحية مؤشراً على القوة المالية للشركة (Ghazal, 2017, 12).

سادساً: العلاقة الفكرية بين مقياس مخاطر السوق مقاسة بـ (VaR) وأداء محافظ النمو والقيمة

تقوم فلسفة القيمة المعرضة للخطر (VaR) على إيضاح تأثير عوامل السوق على الأنشطة الاستثمارية مع مرور الوقت. فمحافظ النمو، التي تتميز بمستويات مرتفعة من المخاطر وتقلب في الأسعار، تتعلق بشركات تحقق نمواً سريعاً في القيمة، وعندما تكون مخاطر السوق عالية، يكون تأثيرها سلبياً على أداء محفظة النمو، مما قد يؤدي إلى خسارة في قيمة المحفظة.

من ناحية أخرى، تعتمد محفظة القيمة على تحديد الشركات المُقدّرة بأقل من قيمتها السوقية، إذ تكون قيم أسهمها منخفضة مقارنة بقيمتها الجوهرية. ومع ارتفاع مخاطر السوق، يصبح من الصعب العثور على فرص استثمارية مناسبة للاستفادة من فروق القيمة، مما يؤثر سلباً على عوائد محفظة القيمة (Abdul Sattar, 2021, 85). ومن هنا، تُظهر نماذج القيمة المعرضة للخطر كيف يمكن بناء محافظ النمو والقيمة لتمكين المستثمرين من التعامل مع مخاطرة السوق، وتلك المتغيرات الاقتصادية التي تؤثر على المحفظة ذاتها، وتمكّن هذه النماذج من تقدير الخسائر القريبة بقدر الإمكان وفقاً للمواقف الفعلية للأسهم، فضلاً عن القدرة على تطوير استراتيجية مالية مناسبة عند تشكيل المحافظ (Juniar, et.al, 2020, 1198-1199).

سابعاً : الإطار القياسي

أ- وصف عينة الدراسة

يتمثل مجتمع البحث بسوق العراق للأوراق المالية، وتتضمن العينة (٣٢) شركة مُدرجة في السوق ضمن قطاعات متنوعة، تم استبعاد بعض الشركات بسبب الانقطاع المتكرر في البيانات، فضلاً عن نقص بيانات

الشركات الأخرى، إذ يمكن أن يؤدي ذلك إلى نتائج مضللة إذا ما تم تضمينها في عينة البحث، تم تحليل البيانات الشهرية لشركات عينة الدراسة للمدة ٢٠٢٠ - ٢٠٢٢ والتي اعتمدت لتشكيل محفظتي النمو والقيمة الشهرية أي اثنتي عشرة محفظة متنوعة سنوياً من قطاعات السوق المختلفة، من هنا تم تشكيل (٣٦) محفظة لكل نوع خلال مدة الدراسة ، واعتمد المتغير المستقل على بيانات شهرية لمؤشر السوق خلال مدة الدراسة.

ب-تحليل نسب مضاعف الربحية

يتم حساب مضاعف الأرباح (نسبة السعر إلى العائد) بقسمة سعر إغلاق السهم في نهاية السنة المالية للأسهم المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية عينة البحث على ربحية السهم لمدة البحث (٢٠٢٠-٢٠٢٢) وفق المعادلة الآتية: (Mishal, 2019, 47)

$$\text{Price / earnings} = \text{share price / earnings per share} \dots (2)$$

وحسبت ربحية السهم الواحد (earnings per share) بقسمة صافي الربح على عدد الأسهم المصدرة بعد الحصول على هذه البيانات من حسابات نهاية المدة (الميزانية العمومية وكشف الدخل) لشركات عينة الدراسة للمدة (٢٠٢٠-٢٠٢٢). وتم استحصا ل سعر إغلاق أسهم عينة الدراسة من خلال الموقع الرسمي (<http://www.isx-iq.net>) ويُظهر الجدول (١) نتائج حساب متوسط نسبة مضاعف الربحية للشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية عينة التحليل.

الجدول (1) متوسط نسبة مضاعف الربحية للشركات المدرجة في سوق العراق للمدة (٢٠٢٠-٢٠٢٢)

الشركة	مضاعف الربحية	الشركة	مضاعف الربحية	الشركة	مضاعف الربحية
مصرف سومر التجاري	24.592	العراقية للسجاد والمفروشات	0.741	اسياسيل للاتصالات	0.225
مصرف المنصور للاستثمار	18.147	بغداد للمشروبات الغازية	0.670	الأمين للتأمين	1.133
مصرف الشرق الأوسط للاستثمار	17.5	المعمورة للاستثمارات العقارية	5.855	الأهلية للإنتاج الزراعي	2.703
مصرف بغداد	17.015	مصرف الخليج التجاري	2.622	فنادق كربلاء	31.659
مصرف الاستثمار العراقي	15.25	بغداد العراق للنقل العام	0.476	الشرق الأوسط لإنتاج الأسماك	0.759
المصرف العراقي الإسلامي	13.275	مدينة العباب الكرخ السياحية	0.273	العراقية للإنتاج وتسويق اللحوم	28.881
المصرف الأهلي العراقي	11.735	الخيطة الحديثة	5.116	العراقية للمنتجات الزراعية	14.767
مصرف آشور الدولي	9.705	الصناعات الكيماوية والبلاستيكية	8.446	فندق بابل	0.753
المصرف التجاري العراقي	6.380	مصرف الائتمان العراقي	0.0017	الشركة الوطنية للاستثمارات السياحية	0.398

الشركة	مضاعف الربحية	الشركة	مضاعف الربحية	الشركة	مضاعف الربحية
المصرف المتحد للاستثمار	1.805	فندق فلسطين	0.4005	فندق بغداد	2.616
مصرف الموصل	0.098	انتاج الالبسة جاهزة	1.359		

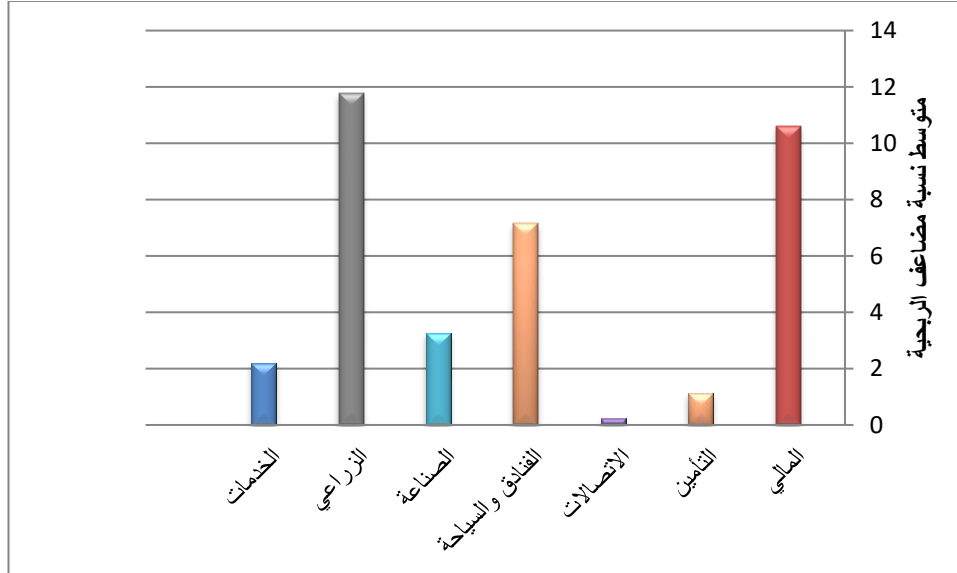
الجدول من إعداد الباحثين بالاعتماد على برنامج Excel

يوضح الجدول (١) نتائج حساب متوسط نسب مضاعفات أرباح الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية لشركات عينة البحث، تُظهر أعلى نسبة لمضاعف الربح لشركة "فنادق كربلاء" بلغت (31.659) مرة، وتشير هذه النتيجة إلى توقعات عالية للنمو وحصة ربحية السهم الواحد المتوقعة من قبل السوق، كما يُشير انخفاض العائد المطلوب على الاستثمار في سهم "فنادق كربلاء" إلى انخفاض الخطر السوقي، مما يدل على تقدير مبالغ فيه لهذه الأسهم وعادة ما تُصنف كأسهم نمو.

من ناحية أخرى، يشير الجدول أعلاه إلى أن الشركات التي تقدر قيمتها بأقل من قيمتها الحقيقية، مثل "مصرف الائتمان العراقي"، سجل أقل مضاعف ربح (0.0017) مرة، يُشير هذا الانخفاض في نسبة مضاعف الربحية إلى انخفاض توقعات النمو في ربحية السهم وزيادة معدل العائد المطلوب على الاستثمار في سهم هذا المصرف، ويعزى ذلك إلى ارتفاع خطر السوق، مما يعني أن قيمة هذه الأسهم أقل من قيمتها الحقيقية وعادةً ما تُصنف كأسهم قيمة.

ومن أجل الحصول على نتائج أفضل فيما يخص نسبة مضاعف الربحية، سوف يتم عرض القطاعات المدرجة في سوق العراق الأكثر تشاركاً من حيث متوسط نسبة مضاعف الربحية وكما في الشكل الآتي:

الشكل (١): متوسط نسبة مضاعف الربحية في قطاعات سوق العراق للمدة (٢٠٢٠-٢٠٢٢)



المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على بيانات الجدول (1)

يتضح من الشكل (١) أن متوسط مضاعف الربحية موزعاً حسب القطاعات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، ويظهر الشكل أن أعلى متوسط نسبة مضاعف ربحية كان لصالح القطاع الزراعي بمقدار (11.777) مرة، يُشير ذلك إلى تقدير المستثمرين للشركات في هذا القطاع وتوقعاتهم الإيجابية للنمو والعوائد. كما يُظهر الشكل أن أدنى متوسط نسبة مضاعف ربحية كان لقطاع الاتصالات، ممثلاً بشركة آسيا سيل للاتصالات، إذ بلغ (0.225) مرة، يدل ذلك على أن رؤية المستثمرين لهذا القطاع أقل جاذبيةً من حيث العائد المتوقع على الاستثمار، وقد يعكس توقعات سلبية أو تحفظاً تجاه هذا القطاع. ومن الناحية الإحصائية، يجب ملاحظة القيم الوسطية (مثل المتوسط) التي يمكن أن تكون مفيدة للمقارنة بين القطاعات المختلفة.

ج- وصف متغيرات الدراسة ومؤشرات القياس

١- المتغير التابع (أداء محافظ النمو والقيمة)

يعتمد البحث على المتغيرات التابعة المتمثلة في عائد و مخاطرة محفظة النمو ومحفظة القيمة، ولحساب أداء المحافظ، لابد من حساب العائد الشهري (R_t) للسهم وسعر الإغلاق الشهري (P_t) للسهم أجريت دراسة على ٣٢ شركة في العينة خلال المدة من ٢٠٢٠ إلى ٢٠٢٢، وتم جمع بيانات بعدد المشاهدات بواقع ٣٦ مشاهدةً خلال هذه المدة، ومن المفترض أن تكون هذه المشاهدات متوسط عدد المشاهدات الشهرية لكل محفظة، وفق المعادلة الآتية : (Khalaf &Thabet, 2020, 7)

$$R_t = (P_t - P_{t-1}) / P_{t-1} \dots (3)$$

إذ إن R_t : العائد الشهري للسهم، P_t : سعر الأغلاق الحالي للسهم، P_{t-1} : سعر أغلاق السهم السابق، بعد ذلك تم احتساب العائد الشهري لمحافظ النمو والقيمة وفق المعادلة الآتية: (خلف وثابت ، ٢٠٢٠ ، ٨)

$$\bar{R}_p = \sum_{i=1}^n (W_i) (R_i) \dots (4)$$

إذ إن :

$\bar{R}_p$: متوسط عائد المحفظة الشهري، W_i : الوزن النسبي للسهم داخل المحفظة ، R_i : العائد الشهري للسهم . فضلاً عن حساب مخاطر السهم بالاعتماد على مؤشر الانحراف المعياري، والذي يتم التعبير عنه بقياس درجة التشتت بين عوائد الأسهم ، والذي يمكن حسابه على النحو الآتي: (Khalaf & Thabet, 2020, 10)

$$\delta = \sqrt{\sum_{i=1}^n \frac{(\bar{R}_i - R_i)^2}{n-1}} \dots (5)$$

إذ إن :

δ : الانحراف المعياري ، n : عدد المشاهدات

وتم الاعتماد على مؤشر (Sharp) لقياس أداء محافظ النمو والقيمة وتحسب من خلال المعادلة الآتية : (Stewart, et.al, 2019, 522)

$$sp = \frac{Rp - Rf}{\sigma p} \dots (6)$$

حيث إن :

sp : تمثل قيمة مؤشر المكافأة إلى نسبة التقلب في الفائدة، R_p : متوسط عائد المحفظة، R_f : معدل العائد على الاستثمار الخالي من الخطر، σp : مخاطر المحفظة مقاسة بالانحراف المعياري.

٢- المتغير المستقل (مخاطرة السوق)

يعتمد الباحثون على القيمة المعرضة للمخاطر (VaR) بوصفها مقياساً لقياس مخاطرة السوق المتغيرة، وباستخدام (VaR) سيتم حساب المخاطرة باعتماد مؤشر السوق كمحفظة، فضلاً عن محافظ النمو والقيمة بالطريقة التاريخية هي واحدة من أبسط الطرائق لنمذجة القيمة المعرضة للخطر (طريقة التباين - التباين Variance – Covariance Method)، التي طورها J.P Morgan في أوائل تسعينيات القرن الماضي عند نشر مقاييس المخاطر Risk Metrics ، والتي تُعد أنموذجاً معيارياً بتقنيات تحليلية تعتمد على الافتراض الأساسي للتوزيع الطبيعي للعوائد وكما تم حسابها وفق المعادلة (١) .

د- بناء المحافظ الاستثمارية

لتحقيق أهداف البحث واختبار الفرضية المتبناة، تم تشكيل محفظتين استناداً إلى مضاعفات الأرباح، تم حساب مضاعفات الأرباح (P/E) لكل سهم من شركات العينة، وبعد ذلك تم تصنيف الأسهم من الأدنى إلى الأعلى، حيث تمثلت محفظة القيمة في الأسهم ذات مضاعفات ربح أقل (تتألف من ١٦ سهماً)، في حين شكلت محفظة النمو من الأسهم ذات مضاعفات أرباح عالية (تتألف أيضاً من ١٦ سهماً). تم حساب معدل العائد لكل

سهم بهدف الحصول على معدل العائد للمحفظة الاستثمارية، يوضح الجدول رقم (٢) مكونات محفظة القيمة ذات مضاعفات الربح الأدنى، بينما يوضح الجدول رقم (٣) مكونات محفظة النمو ذات مضاعفات الربح الأعلى.

الجدول (٢) مكونات محفظة القيمة في سوق العراق للأوراق المالية للمدة (٢٠٢٢-٢٠٢٠)

الشركة	مضاعف الربحية	الشركة	مضاعف الربحية
مصرف الخليج التجاري	2.622	انتاج الالبسة جاهزة	1.359
مصرف الموصل للاستثمار	0.098	فندق فلسطين	0.4005
المصرف المتحد	1.805	فندق بابل	0.753
مصرف الائتمان العراقي	0.0017	الوطنية للاستثمارات السياحية	0.398
أسياسيل	0.225	فندق بغداد	2.616
الأمين للتأمين	1.133	الشرق الأوسط للأسماك	0.759
العاب الكرخ السياحية	0.273	شركة بغداد للمشروبات الغازية	0.670
بغداد العراق للنقل العام	0.476	العراقية للسجاد والمفروشات	0.741

الجدول إعدده الباحثين بالاعتماد على برنامج Excel

الجدول (٣) مكونات محفظة النمو في سوق العراق للأوراق المالية للمدة (٢٠٢٢-٢٠٢٠)

الشركة	مضاعف الربحية	الشركة	مضاعف الربحية
المصرف التجاري	6.380	شركة الخياطة الحديثة	5.116
مصرف بغداد	17.015	الشركة لصناعة الكيماوية	8.446
المصرف العراقي الإسلامي	1.25	فنادق كربلاء	31.659
مصرف الشرق الأوسط	17.5	الأهلية للإنتاج الزراعي	2.703
مصرف الاستثمار العراقي	15.25	انتاج وتسويق اللحوم	28.881
المصرف الأهلي العراقي	11.735	تسويق المنتجات الزراعية	14.767
مصرف سومر التجاري	24.592	الأمين للاستثمارات العقارية	5.855
مصرف آشور	9.705	مصرف المنصور	18.147

الجدول إعدده الباحثين بالاعتماد على برنامج Excel

تتألف محفظة القيمة من ١٦ شركة توزعت على مختلف قطاعات السوق، حيث يُلاحظ أن القطاع المالي أسهم بنسبة كبيرة في هذه المحفظة بقيمة (4.5267)، في المقابل كان لقطاع الاتصالات أقل نسبة مساهمة والتي بلغت قيمتها (0.225).

أما بالنسبة لمحفظه النمو، فقد تم بناؤها أيضاً من ١٦ شركة موزعة على قطاعات متنوعة من السوق. يظهر أن قطاع الفنادق كان له النسبة الأعلى في مساهمته بقيمة (31.659) في محفظة النمو، في حين كانت أقل نسبة مساهمة لقطاع الخدمات والتي بلغت قيمتها (5.855).

هـ- تحليل متغيرات الدراسة

لقد اعتمد البحث على البيانات الشهرية لمتغيرين، وهما مخاطر السوق (المتغير المستقل) الذي تم قياسه وفق القيمة المعرضة للخطر، وأداء محافظ النمو والقيمة (المتغيرات التابعة) التي تم قياسها وفق نموذج شارب. ويُعرض في الجدول (٤) نتائج التحليل.

الجدول (٤) نتائج تحليل بيانات متغيرات البحث لسوق العراق للأوراق المالية لمدّة (٢٠٢٠-٢٠٢٢)

التاريخ	أداء محفظة النمو Y1	أداء محفظة القيمة Y2	مخاطرة السوق X
كانون الثاني ٢٠٢٠	6.654	26.349	46.346
شباط ٢٠٢٠	6.735	40.364	49.149
آذار ٢٠٢٠	8.311	33.685	60.694
نيسان ٢٠٢٠	7.138	30.981	78.284
أيار ٢٠٢٠	6.013	34.345	72.415
حزيران ٢٠٢٠	5.401	36.008	66.638
تموز ٢٠٢٠	4.824	36.028	56.259
أب ٢٠٢٠	7.050	40.451	44.402
ايلول ٢٠٢٠	7.306	51.781	33.835
تشرين الأول ٢٠٢٠	6.344	49.275	34.148
تشرين الثاني ٢٠٢٠	7.278	44.867	36.488
كانون الأول ٢٠٢٠	6.314	43.647	15.221
كانون الثاني ٢٠٢١	7.805	37.796	34.021
شباط ٢٠٢١	10.809	35.357	28.884
آذار ٢٠٢١	8.295	39.768	38.584
نيسان ٢٠٢١	8.135	40.477	66.964
أيار ٢٠٢١	8.339	44.416	43.724
حزيران ٢٠٢١	10.950	46.112	46.336
تموز ٢٠٢١	9.730	46.286	48.124
أب ٢٠٢١	10.948	46.198	68.593
ايلول ٢٠٢١	10.097	45.719	61.527
تشرين الأول ٢٠٢١	10.284	46.793	60.421
تشرين الثاني ٢٠٢١	10.987	47.354	24.361

التاريخ	أداء محفظة النمو Y1	أداء محفظة القيمة Y2	مخاطرة السوق X
كانون الأول ٢٠٢١	10.500	44.593	41.691
كانون الثاني ٢٠٢٢	13.512	44.458	50.282
شباط ٢٠٢٢	13.913	44.375	70.847
آذار ٢٠٢٢	14.776	44.109	85.725
نيسان ٢٠٢٢	14.314	47.924	64.456
أيار ٢٠٢٢	15.828	48.329	46.367
حزيران ٢٠٢٢	15.892	48.959	46.976
تموز ٢٠٢٢	16.986	59.324	44.724
أب ٢٠٢٢	15.305	59.360	59.068
ايلول ٢٠٢٢	14.028	59.149	80.949
تشرين الأول ٢٠٢٢	14.763	60.188	73.093
تشرين الثاني ٢٠٢٢	16.707	54.219	59.536
كانون الأول ٢٠٢٢	13.131	53.840	59.482

الجدول أعده الباحثان بالاعتماد على برنامج Excel

إن بناء المحفظة الاستثمارية بكفاءة مرتبط بطرائق علمية، مما يؤدي إلى تحسين أداء المحفظة من حيث العائد والمخاطرة بزيادة مستوى العائد وانخفاض مستوى المخاطرة، وبذلك يمكن تفسير أداء محفظة القيمة المتفوق مقارنة مع أداء محفظة النمو في سوق العراق للأوراق المالية، وإن هذا الاختلاف مرده التفاوت في قرارات الاستثمار، ولأن الموجودات المالية تؤثر أساساً في عملية اتخاذ القرار الاستثماري واختيار الموجودات المالية الملائمة، وعليه يمكن القول بأنه لا توجد تشكيلة مناسبة تصلح لجميع المستثمرين، أو لمستثمر معين في جميع الأوقات.

و- اختبار فرضية البحث

لإثبات فرضية البحث التي تفيد بأن هناك تأثيراً لمخاطر السوق، التي يتم قياسها بالقيمة المعرضة للخطر، على أداء محفظتي النمو والقيمة في العراق، اعتمد الباحث على تقنية المربعات الصغرى (Least Squared Method) باستخدام معادلة الانحدار الخطي البسيط. (Simple Linear Regression) تم تطبيق هذه الطريقة على مستوى كل محفظة، وكما يوضح جدول (٥)، فإن النتائج تظهر أثر مخاطر السوق، التي يتم قياسها بالقيمة المعرضة للخطر، على أداء محفظة النمو.

الجدول (٥): أثر مخاطرة السوق وفقاً لـ (VaR) على أداء محفظة النمو

النموذج	الثابت	معامل الارتباط (R)	بيتا	معامل التحديد (R^2)	قيمة T المقدر	القيمة المعنوية المقدر P value
---------	--------	--------------------	------	-------------------------	---------------	--------------------------------

0.017	2.923	0.45	0.274	0.31	-0.049	مخاطرة السوق
N = 36			قيمة T الحرجة بدرجة حرية (1، 35) = 1.966			

المصدر: إعداد الباحثين استناداً لمخرجات برنامج spss v28

اعتماداً على بيانات الجدول (٤) وفي سياق اختبار فرضية البحث، يظهر من خلال الجدول (٥) تأثير مخاطرة السوق على أداء محفظة النمو، يتم توضيح هذا من خلال قيمة بيتا التي بلغت (0.274)، وكذلك قيمة معامل التحديد ($R^2=0.45$)، والتي تعد نسبة تفسير مقبولة للمتغير المستقل في المتغير المعتمد. فضلاً عن القيمة المعنوية المقدرة لمعادلة الانحدار الخطي البسيط (0.017)، وهي أقل من القيمة الافتراضية للدراسة (0.05). هذا يؤكد تأثير مخاطرة السوق، وفقاً لمفهوم قيمة المعرضة للخطر (VaR)، في أداء محفظة النمو. وفيما يتعلق بجدول (٦)، يظهر تأثير مخاطرة السوق، مقاسة بالقيمة المعرضة للخطر، في أداء محفظة القيمة في سوق العراق للأوراق المالية خلال المدة من (٢٠٢٠-٢٠٢٢).

الجدول (٦): أثر مخاطرة السوق وفقاً لـ (VaR) في أداء محفظة القيمة

الأنموذج	الثابت	معامل الارتباط (R)	بيتا	معامل التحديد (R^2)	قيمة T المقدرة	القيمة المعنوية المقدرة P value
مخاطرة السوق	-0.123	0.63	0.382	0.67	2.528	0.021
قيمة T الحرجة بدرجة حرية (1، 35) = 1.699		N = 36				

المصدر: إعداد الباحثين استناداً لمخرجات برنامج spss v28

من خلال الجدول (٦)، يُظهر تأثير مخاطرة المؤشر العام للسوق على أداء محفظة القيمة، يتم توضيح ذلك من خلال قيمة بيتا التي بلغت (0.382)، وكذلك قيمة T المحسوبة التي كانت تساوي (2.528)، وهي أكبر من القيمة الجدولية (1.699) بدرجة حرية 35. يُظهر أيضاً تأثير معنوي مقدر لمعادلة الانحدار الخطي البسيط، أذ كانت القيمة (0.021)، أقل من القيمة الافتراضية للدراسة (0.05). هذا يؤكد تأثير مخاطرة السوق، وفقاً لفهم قيمة المعرضة للخطر (VaR)، في أداء محفظة القيمة.

ثامناً: الاستنتاجات و المقترحات

الاستنتاجات:

بعد اختبار الفرضيات لقياس أثر مخاطرة السوق في أداء محافظ النمو والقيمة في سوق العراق للأوراق المالية، أسفرت الدراسة عن الاستنتاجات الآتية:

١. إن استخدام مقياس دقيق لقياس مخاطرة السوق أمر بالغ الأهمية في عملية اتخاذ القرارات الاستثمارية. فعندما يكون للمستثمر دراية دقيقة بالمخاطر المحتملة التي قد تجابهه في السوق، عندئذ يمكن تقييم هذه المخاطر بشكل أفضل واتخاذ القرارات المناسبة لتتبع وتحسين محافظ الاستثمار.
٢. أثبتت الدراسة الأثر المعنوي الإيجابي لمخاطرة السوق في أداء محفظة النمو، فعندما يتم إدراج مخاطرة السوق في استراتيجيات الاستثمار، يمكن للمستثمرين تحقيق عوائد أعلى على المدى الطويل.
٣. أثبتت الدراسة الأثر المعنوي الإيجابي لمخاطرة السوق في أداء محفظة القيمة، وأحد الأسباب الرئيسة لهذا التأثير هو أن التوصل إلى قيمة دقيقة للمخاطر السوقية تؤدي إلى توفير فرص للمستثمرين لتحقيق عوائد عالية على المدى الطويل. على سبيل المثال، في فترات الاضطرابات الاقتصادية والسوقية قد تكون هناك فرص لشراء الموجودات بأسعار منخفضة مقارنة بقيمتها الحقيقية، وهذا سيؤول إلى عوائد كبيرة عندما تعاود الأسواق الانتعاش.

المقترحات:

١. من المهم أن يتم تحديد مخاطر السوق بشكل دوري ومتكرر، وتحديث استراتيجيات الاستثمار وفقاً للتغيرات الحاصلة في السوق. وبالتالي، يعد استخدام مقياس دقيق لقياس مخاطرة السوق أمراً حاسماً في عملية اتخاذ القرارات الاستثمارية الناجحة.
٢. إن قياس المخاطر المحتملة في السوق تشجع المستثمرين على اتخاذ قرارات استثمارية أكثر تحدياً، وبالتالي يمكن أن يؤدي ذلك إلى تحقيق عوائد أعلى، ومن المهم أن يتم التوازن بين المخاطر والعوائد في استراتيجيات الاستثمار، وتحديد مستوى المخاطرة المناسب للمستثمرين وفقاً لأهدافهم وتحملهم للمخاطر. وبالتالي، يمكن أن يكون لمخاطرة السوق تأثير إيجابي على أداء محفظة النمو والقيمة، عندما يتم تحديدها وإدراجها في استراتيجيات الاستثمار بشكل صحيح وفعال.
٣. ينبغي على المستثمرين استخدام أحدث الطرائق والأساليب العلمية لتقييم أداء المحافظ الاستثمارية وقياس العوائد والمخاطر، مما يساعدهم على توجيه أموالهم للاستثمار بطريقة أكثر ربحية وأماناً وفهم تأثير العوامل المختلفة فيها.
٤. على المستثمرين متابعة تطورات السوق وتحليل مخاطرها بانتظام لتحديث استراتيجياتهم بما يتناسب مع التغيرات في البيئة الاقتصادية.

References

- Al-Amiri, Muhammad Ali Ibrahim, (2007), Financial Management, Curricula, Amman.
- Abdel Sattar, Ashti, (2020), Fluctuations in global oil prices and their impact on building investment portfolios, unpublished thesis, Al-Basr University, Iraq.

- Ahlam, Dakkak, (2020), Using the Value-at-Risk (VaR) model to study the impact of Damascus Stock Market risks on the return and risks of shares of the International Bank for Trade and Finance, Journal of the University of Hama, Syria, Volume (3) Issue (4) .
- Al-Khafaji, Maryam Hefzy, (2019), "The effect of market risks on default and some liquidity indicators for banks," Master's thesis, University of Karbala, College of Administration and Economics .
- Al-Meligy, Hisham Hassan, (2002) "Accounting measurement of the value at risk in Egyptian investment funds," Scientific Journal of Research and Studies, No. 16, Volume 43, Egypt .
- Al-Wandawi, Hisham Talaat & Al-Shammari, Amna Ahmed (2022), The impact of exchange rate and inflation risks on local financial investments, Journal of Financial and Accounting Sciences, Al-Mustansiriya University, Issue 7, Volume 2 .
- Attia, Halima, (2015), The role of the financial market in financing investments, a case study of the Amman Stock Exchange during the period (2008-2013), Master's thesis in Economic Sciences, Mohamed Kheidar University, Biskra, Algeria .
- Baker, Kent. Filbeck, Geag, (2015), Investment risk management, Oxford University Press-New York .
- Bou Hamed, Ali, "The Impact of Financial Market Risks on Stock Returns: A Case Study in the Amman Stock Exchange in 2016," Master's thesis, Ouargla University, Algeria .
- Faisal, Bumims & Ahmed, Hamza, (2021), Estimating the value at risk of a securities portfolio, a case study of the Tunis Stock Exchange, Master's thesis, Faculty of Economic, Commercial and Management Sciences, Mohamed Seddik University, Algeria .
- Ghazal, Ahmed Muhammad, (2017), Evaluating the Performance of Value and Growth Stocks, Master's Thesis, Hamada University, College of Business Administration, Syria .
- Goyal Krishn and others, (2016) , Risk Management in Indian banks: some emerging issues, Udaipur, India .
- Hamoudi, Hajj Al-Sahrawi & Rayma, Bararma, (2019), "The impact of behavioral finance on the fluctuations of investment portfolio returns - a case study of the Paris and London Stock Exchanges", a thesis submitted to obtain a doctorate degree in economic sciences, specializing in finance, banking and insurance, Setif 1 University, Algeria .
- Jawad, Nour Halim, (2021), Evaluation of advisory portfolio management according to market risks using value at risk, Al-Ghari Journal of Economic and Administrative Sciences, University of Kufa, Iraq, Volume (17), Issue (1).
- Juniar, A.; & Rahmi, Z.; & Rahmawati, R.; & Fadah, I., (2020), "Value at Risk in the Formation of Optimal Portfolio on Sharia-Based Stocks", International Journal of Recent Technology and Engineering (IJRTE), Vol. (8), Is. (5).

- Khalaf, Intisar & Thabet, Basma, (2020), Forecasting portfolio returns using time series, a case study in the Qatar Stock Exchange, Master's thesis, Bashir Ibrahim Institute University, Faculty of Economic Sciences, Algeria .
- Kunduz, Abdul Karim Ahmed (2020). Banking risks and methods of measuring them, Studies of the Institute for Training and Capacity Building, Arab Monetary Fund, Abu Dhabi, Issue (5).
- Mishal, Muhammad Abd Mustafa, 2019, The role of the profitability multiplier in evaluating the performance of the investment portfolio (An analytical study in the Iraqi stock market)' Higher diploma thesis, College of Administration and Economics, University of Mosul, Iraq .
- Monthly reports of the Iraqi Stock Exchange for the period (2020-2022)
- Mufleh, Hazza, Kanjo, Kanjo, (2019), Investment Management and Investment Portfolios, Hamada University Press, Syria .
- Najjar, Hayat, (2014), Banking Risk Management According to the Basel Accords, Study of the Reality of Algerian Public Commercial Banks, Doctoral Dissertation, Faculty of Economic, Commercial and Management Sciences, Farhat Abbas University Setif 1, Algeria .
- Stewart, Scott D., & Piro, Christopher D., & Heisler, Jeffrey C., (2019), "Portfolio Management: Theory and Practice", Second Edition, Published by John Wiley & Sons, Inc, Hoboken, New Jersey .