بناء محافظ استثمارية باستخدام نماذج تقييم أداء الأسهم دراسة تطبيقية على أسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية

د. منال ديوب

الملخص

يهدف هذا البحث إلى بناء المحفظة الاستثمارية المثلى في سوق دمشق للأوراق المالية من خلال استخدام نموذج المؤشر الواحد لشارب. حيث أن الهدف الرئيسي للمحفظة الاستثمارية هو تقليل حجم المخاطر عن طريق الاستثمار في مجموعة من الأصول المختلفة والمحافظ المنوعة تنويعاً جيداً بهدف الحصول على أعلى معدل للعائد المتوقع عند مستوى معين من المخاطر أو العكس، وإن عملية اتخاذ القرار الرشيد المتعلق بالاستثمار يتطلب تحليل الأوراق المالية ودراسة عملية إدارة المحفظة

ويعد ماركويتز هو أول من قدم نموذجاً رياضياً في بناء المحفظة وتنويعها، إلا أن نموذجه يعاني من صعوبات عديدة أبزرها الحجم الكبير الذي يتطلبه من المدخلات إضافة إلى مشاكل تتعلق بحل مشكلة البرمجة التربيعية وعدم قدرة النموذج على التنبؤ بعلاوة المخاطرة للأوراق المالية. وعليه اقترح وليام شارب نموذج المؤشر الواحد والذي يقوم على اساس المراقبة المستمرة للمؤشرات السوقية لأسعار الأسهم

ولعل أهم ميزة في نموذج المؤشر الواحد هو الإطار الذي يوفرهُ لتحليل الاقتصاد الكلي والأوراق المالية في إعداد قائمة المدخلات التي تعد بالغة الأهمية لفعالية المحفظة المثلى

ولقد جاء البحث ليؤكد أهمية نموذج شارب في بناء المحافظ الاستثمارية المثلى حيث تم اختيار عينة مكونة من 27 شركة مدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية خلال الفترة (2019-2023)، باستخدام التحليل الاحصائي للبيانات المالية لهذه الشركات. وقد

توصل البحث إلى أن المحافظ الاستثمارية المبنية على أساس نموذج شارب أفضل مالياً من محفظة السوق إضافة إلى قدرته على تحسين أداء المحفظة المثلى بالمقارنة مع محفظة السوق وتمثلت أهم التوصيات بتوجيه جميع المستثمرين الراغبين في بناء المحفظة الاستثمارية المثلى الى استخدام نموذج المؤشر الواحد في بناء المحفظة الاستثمارية المثلى لأنه يبسط عملية بناء المحفظة الاستثمارية المثلى بشكل واضح.

الكلمات المفتاحية: المحفظة الاستثمارية، سوق دمشق للأوراق المالية، نموذج المؤشر الواحد لشارب.

Build investment portfolios using stock performance model

Applied study on companies listed in Damascus Stock Exchange Market

Abstract

This research aims to build the optimal investment portfolio in the Damascus Stock Exchange by using the Sharpe single index model. The main goal of the investment portfolio is to reduce the amount of risk by investing in a group of different assets and well-diversified portfolios, with the aim of obtaining the highest rate of expected return at a certain level of risk, or vice versa. The process of making a rational decision related to investment requires securities analysis and study. Portfolio management process

Markowitz was the first to present a mathematical model for portfolio construction and diversification, but his model suffers from many difficulties, the most prominent of which is the large size of inputs it requires, in addition to problems related to solving the quadratic programming problem and the model's inability to predict the risk premium of securities. Accordingly, William Sharpe proposed the single indicator model, which is based on monitoring Continuous market ndicators of stock prices.

Perhaps the most important advantage of the single indicator model is the framework it provides for macroeconomic and financial analysis in preparing a list of inputs that are critical to the effectiveness of the optimal portfolio.

The research came to confirm the importance of the Sharpe model in building optimal investment portfolios, as a sample of 27 companies listed on the Damascus Stock Exchange was selected during the period (2019-2023), using statistical analysis of the financial data of these companies. The research concluded that investment portfolios based on the Sharpe model are financially better than the market portfolio, in addition to its ability to improve the performance of the optimal portfolio compared to the market portfolio. The most important recommendations were to direct all investors wishing to build the optimal investment portfolio to use the single index model in building the investment portfolio. Optimal because it simplifies the process of building an investment portfolio

Keywords: investment portfolio, Damascus Stock Exchange, single index model, Sharp.

المقدمة

يعود مفهوم المحفظة الاستثمارية إلى الاقتصادي الأمريكي ماركويتز 1952 وهي مجموعة من الأصول والأوراق المالية أو مزيج منها (التنويع) حيث أن الهدف الرئيسي للمحفظة الاستثمارية هو تقليل حجم المخاطر عن طريق الاستثمار في مجموعة الأصول المختلفة والمحافظ المنوعة تنويعاً جيداً للوصول إلى أعلى معدل للعائد المتوقع عند مستوى معين من المخاطر. ولقد وضح ماركويتز أن التباين في معدل العائد يعد مقياساً لمخاطر المحفظة وتوصل إلى كيفية حساب التباين في المحفظة، إلا أن نموذجه يعاني من الحجم الكبير من المدخلات ومشاكل تتعلق بحل مشكلة البرمجة التربيعية وعدم قدرة النموذج على التنبؤ بعلاوة المخاطر للأوراق المالية. وعليه تم القيام بالعديد من الدراسات والبحوث لتطوير نموذج بسيط لبناء المحافظ الاستثمارية. ومن أشهر نماذج تقييم أداء المحافظ الاستثمارية نموذج شارب والتي يعد استخدامه ضرورة عند قيام المستثمر في تكوين المحفظة عند مقارنة النتائج التي تم التوصل إليها مع معدل عائد محفظة السوق. ويعتبر وليام شارب المؤسس لنموذج المؤشر الواحد الذي يقلل بشكل كبير من البيانات والمدخلات الحسابية ويؤكد أن عامل السوق هو المؤثر على قيمة الأسهم في البيئة السوقية.[1]

أولاً: مشكلة البحث:

تتمثل مشكلة البحث بالأسئلة الرئيسية التالية:

1- ماهي قدرة نموذج شارب على قياس أداء المحفظة الاستثمارية في سوق دمشق للأوراق المالية

2- هل بناء محفظة استثمارية باستخدام نموذج شارب، يمكن أن يصل بها إلى الأداء الأمثل؟

3- هل تحقق المحفظة الاستثمارية المثلى الموازنة بين العائد والمخاطرة مقارنة مع محفظة السوق.

[1] الداغر، محمود محمد، 2007 الأسواق المالية- مؤسسات- أوراق- بورصات"، الشروق، عمان

ثانيا: أهمية البحث:

تأتي أهمية هذا البحث لتحديد نموذج يساعد المستثمرين في بناء المحفظة الاستثمارية المثلى الخاصة بهم، حيث يوجد العديد من المعوقات التي تواجه المستثمرين أثناء اختيارهم الأوراق المالية المكونة للمحفظة، إضافة إلى عدم قدرتهم على تحديد نسب الاستثمار المثلى لكل سهم من الأسهم المعروضة للاستثمار. وعليه قام وليام شارب بتطوير نموذج المؤشر الواحد لتبسيط عملية بناء المحفظة الاستثمارية المثلى مما يضمن للمستثمرين اختيار المحفظة التي تلاءم توقعاتهم. ولقد جاء هذا البحث ليثبت أن استخدام نموذج شارب يساهم في بناء المحفظة الاستثمارية المثلى والتي تحقق أكبر العوائد عند مستوى معين من المخاطر وذلك بالمقارنة مع المحفظة السوقية.

ثالثاً: اهداف البحث:

1- تسليط الضوء على كفاءة نموذج المؤشر الواحد لشارب في بناء المحفظة الاستثمارية المثلى في سوق دمشق للأوراق المالية.

2- حســاب العائد المتوقع والانحراف المعياري والفا والبيتا والمخاطرة النظامية وغير النظامية لجميع الأسهم عينة الدراسة الحالية في سوق دمشق للأوراق المالية.

3- بناء المحفظة الاستثمارية بناء على الأسهم ذات الأداء الجيد في واستبعاد الأسهم ذات الأداء المنخفض.

رابعاً: فرضيات البحث:

1- يبسط نموذج شارب إجراءات بناء المحفظة الاستثمارية في سوق دمشق للأوراق المالية.

2- بناء المحفظة الاستثمارية وفقاً لنموذج شارب يوصلها إلى الأداء الأمثل.

3- تحقق المحفظة الاستثمارية المثلى أفضـل مبادلة بني العائد والمخاطرة ونسـب الأداء لشـارب مقارنة مع محفظة السوق.

خامساً: الحدود المكانية والزمانية للبحث:

الحدود المكانية: سوق دمشق للأوراق المالية

الحدود الزمانية: تم الاعتماد على قيم أسعار الإغلاق الشهرية لمؤشر سوق دمشق للأوراق المالية وأسعار الإغلاق للشركات عينة الدراسة المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية وللفترة الزمنية من 2019 إلى 2023.

سادساً: مجتمع وعينة البحث:

يتكون مجتمع البحث من جميع الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية والبالغة 27 شركة لتاريخ 2023، ولصغر حجم مجتمع البحث تم اختيار عينة البحث لتشمل جميع الشركات المدرجة أيضاً. وحسب متطلبات البحث تم اختيار 27 سهماً مدرجاً في سوق دمشق وحسب الجدول التالي:

الجدول(1) الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية خلال الفترة الزمنية 2019-2023

الرقم	قطاع البنوك	الرقم	قطاع الصناعة
1	بنك الشام	15	الشركة الأهلية لصناعة الزيوت النباتية
2	بنك بيبلوس – سورية	16	شركة اسمنت البادية
3	بنك الأردن – سورية		**قطاع الخدمات**
4	بنك عودة – سورية	17	الشركة الأهلية للنقل
5	بنك البركة – سورية	18	المجموعة المتحدة للنشر والإعلان والتسويق
6	بنك قطر الوطني – سورية		**قطاع التامين**
7	فرنسبنك – سورية	19	السورية الدولية للتأمين– أروب
8	بنك الشرق	20	الشركة السورية الكويتية للتأمين
9	بنك سورية والمهجر	21	الشركة السورية الوطنية للتامين
10	بنك سورية والخليج	22	الشركة المتحدة للتأمين
11	بنك بيمو السعودي الفرنسي	23	شركة العقيلة للتأمين التكافلي
12	بنك سورية الدولي الإسلامي	24	الاتحاد التعاوني للتأمين
13	المصرف الدولي للتجارة والتمويل		**قطاع الزراعة**
14	البنك الوطني الإسلامي	25	الشركة الهندسية الزراعية للاستثمارات– نماء

			قطاع الاتصالات
		26	شركة سيريتل موبايل تيليكوم
		27	شركة MTN- سورية

المصدر: الموقع الرسمي لسوق دمشق للأوراق المالية

سابعاً:منهجية الدراسة:

اعتمد البحث على منهج التحليل الكمي للبيانات المالية باستخدام برنامج التحليل الإحصائي SPSS لإجراء الاختبارات الإحصائية اللازمة لاختبار الفرضيات، وذلك لاحتساب قيمة شارب.

ثامناً: الدراسات السابقة:

دراسة: (Sen and Fattawat, 2014) وهي بعنوان:[2]

Sharpe Single Index Model and its Application Portfolio Construction: an Empirical Study

هدفت الدراسة إلى معرفة مدى قدرة نموذج (Sharp) في تكوين المحفظة الاستثمارية المثلى في الشركات المدرجة في سوق (sensex) للأوراق المالية في الهند خلال الفترة الزمنية الممتدة بين (2010–2013). ولقد شملت عينة الدراسة على 30 شركة. وباستخدام البيانات الشهرية والأساليب الإحصائية (الارتباط والتباين واختبار T) تم بناء المحفظة الاستثمارية المثلى من أربع شركات ذات معامل بيتا لها أكبر من واحد ونسبة نموذج (Sharp) لها أكبر من معدل القطع، حيث يشير معدل القطع إلى متوسط نسبة نموذج (Sharp) للشركات التي معامل بيتا لها أكبر من واحد. توصلت الدراسة إلى أن هناك فروق ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة 0.05 بين حجم المخاطر الكلية بين المحفظة المثلى وفقا لنموذج (Sharp) وبين المحفظة المثلى وفق نموذج (Markowitz) حيث بلغت على التوالي (2.21% –1.38%)، كما توصلت إلى عدم وجود فروق ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة 0.05 بين متوسط عائد المحفظة المثلى

[2] . Sen, kapil, disha fattaeat(2014)," Sharpe Single Index Model and its Application Portfolio Construction: an empirical study ",Global Journal of Finance and Management ISSN 0975-6477 Volume 6, pp. 511-516

حسب نموذج (Sharp) وبين المحفظة المثلى حسب لنموذج (Markowitz). وقد أوصت الدراسة بضرورة إجراء مثل هذه الدراسة ولكن على عينة أكبر ولفترة زمنية أكبر.

دراسة: (Alexeev, Tapon, 2013) وهي بعنوان:[3]

Equity Portfolio Diversification How Many Stocks are Enough- Evidence From Five Developed Markets."

هدفت الدراسة إلى تحديد العدد المطلوب من المحافظ الاستثمارية اللازمة لتحقيق أكبر قدر من فوائد التنويع الاستثماري، ولقد استخدمت الدراسة البيانات اليومية لخمسة أسواق مالية لدول متقدمة وهي (الولايات المتحدة، المملكة المتحدة، اليابان، كندا، وأستراليا) خلال الفترة الزمنية الممتدة بين (1975–2011)، حيث تم استخدام أسلوب الرسم البياني في تحليل البيانات. وتوصلت الدراسة إلى أن هناك تغير في الارتباطات بين أسهم تلك الأسواق عند الأزمات المالية، وكذلك إلى أن عدد الأسهم المطلوب الاستثمار فيها في تلك الدول والتي يمكن من خلالها تخفيض خطر الاستثمار بنسبة (90%) تتراوح ما بين (29–66) سهماً في الولايات المتحدة و (26–53) سهماً في المملكة المتحدة و (32–39) سهماً في اليابان و (26–39) سهماً في كندا و (31–39) سهماً في استراليا، كما أوصت الدراسة مديري المحافظ الذين يستخدمون الانحراف المعياري كمقياس للمخاطر أن تشمل محافظهم الاستثمارية (49) سهم في الولايات المتحدة و (43) سهم في المملكة المتحدة و (39) سهم في اليابان و (40) سهم في كندا و (38) سهم في استراليا.

دراسة (kolbadi and Ahmadinia, 2011) وهي بعنوان:[4]

Examining Sharp, Sortino, and Sterling Ratios in Portfolio Management, Evidence from Tehran Stock Exchange

[3] Alexeev, Vitali, Tapon Francis, (2013)," Equity Portfolio Diversification How Many Stocks are Enough- Evidence From Five Developed Markets", Tasmanian School of Business and Economics, N-16, pages 1-42.

[4] Kolbadi, pegah, hamed ahmadinia(2011),"Examining Sharp, Sortino, and Sterling Ratios in Portfolio Management, Evidence from Tehran stock exchange ", International Journal of Business and Management Vol. 6, No. 4, p222-236.

هدفت الدراسة إلى معرفة دور كل من نسبة نموذج (Sharp) ونسبة نموذج (Sortino) ونسبة نموذج (Sterling) في إدارة المحافظ الاستثمارية للشركات المدرجة في سوق طهران للأوراق المالية خلال فترة الزمنية الممتدة من (2005–2010). استخدمت الدراسة البيانات الشهرية لعينة مكونة من (90) شركة، حيث تم بناء (18) محفظة استثمارية حسب كل نسبة بواقع (5) شركات في كل محفظة، وذلك بعد ترتيب الشركات وفقا لكل نسبة، وتم استخدام اختبار "T" واختبار تحليل التباين. توصلت الدراسة إلى عدم وجود فروق ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة (0.01) بين متوسط عائدات المحافظ الاستثمارية المُعدة بواسطة نسبة نموذج (Sortino) ونسبة نموذج (Sterling) من جهة وبين متوسط عائد محفظة السوق من جهة أخرى، ووجود فروق ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة (0.01) بين متوسط عائدات المحافظ الاستثمارية المعدة بواسطة نسبة نموذج (Sharp) ومتوسط عائد محفظة السوق لصالح محفظة السوق، كما توصلت الد راسة إلى وجود فروق ذات دلالة إحصائية عند مستوى دلالة (0.05) بين متوسط عائد محفظة (Sharp) من جهة وبين متوسط عائد محفظة نسبة نموذج (Sortino) ونسبة نموذج (Sterling) من جهة أخرى لصالح نسبة نموذج (Sortino) ونسبة نموذج (Sterling). وأوصت الد راسة بضرورة التعرف على دور نسب أخرى مثل نسبة (Omega) في إدارة المحافظ الاستثمارية للشركات.

اختلاف الدراسة الحالية عن الدراسات السابقة:

تتشابه الدراسة الحالية مع الدراسات السابقة في أنها تحاول تقديم طريقة لبناء محفظة استثمارية كفؤة، وتختلف الدراسة الحالية عن جميع الدراسات السابقة في السوق التي ستطبق عليها الدراسة الحالية حيث لا توجد أي دراسة من الدراسات السابقة طبقت في سوق دمشق للأوراق المالية تناولت مسألة بناء المحافظ الاستثمارية، وتختلف تلك الدراسة عن جميع الدراسات السابقة في أنها سوف تقيم المحافظ الاستثمارية التي سيتم بناءها باستخدام نموذج المؤشر الواحد لكل فترة من فترات الدراسة خلال سنوات الدراسة الخمسة، ثم مقارنة أداء تملك المحافظ من حيث كلٍ من (العائد، والمخاطرة) فيما بينها وبين أداء محفظة السوق.

الجانب النظري:

أولاً: مفهوم المحفظة الاستثمارية:

تعرف المحفظة بأنها أداة استثمارية مكونة من مجموعة من الأصول الحقيقية والمالية والتي يستثمر بها المستثمر أمواله بهدف تخفيض مخاطر الاستثمار عن طريق تنويع الأصول المستثمر بها، وزيادة العائد من جراء احتفاظه بتلك الأصول.[5]

والبعض يعتبر المحفظة الاستثمارية كوسيط مالي لجمع الأموال من الأشخاص الطبيعيين والاعتباريين مقابل وثائق الاستثمار التي يحصلون عليها، ويتم استثمار تلك الأموال في تكوين محافظ، وذلك في سبيل زيادة العائد وتقليل المخاطر وتوفير السيولة وتحقيق باقي أهداف المحفظة.[6]

كما تعرف على" أنها من بين أهم الأدوات المالية المركبة فهي توليفة من الأدوات الاستثمارية المختلفة كالأسهم والسندات وكل ماهو غير موجه للانتفاع الشخصي ويعد الهدف الأساسي منها زيادة القيمة الحالية لها أو المحافظة على القيمة المالية للثروة " [7]

ومن خلال ماتقدم يمكن أن نستخلص تعريفاً للمحفظة الاستثمارية بأنها توليفة متنوعة من الأوراق المالية يقوم المستثمر من خلالها باستثمار أمواله لتحقيق أكبر عائد عند أدنى مستوى من المخاطرة للمحافظة على قيمة تلك الأوراق المالية وصولاً إلى زيادة نموها.

علاوة على ذلك، تتكون المحفظة الاستثمارية من أصلين أو أكثر، حيث يمكن أن تكون أصولها حقيقية (كالذهب والعقارات والسلع وغيرها) كما يمكن أن تكون أصولها مالية (أسهم – سندات– أذونات خزينة). وفي الأغلب تكون المحفظة مكونة من الأصول الحقيقية والمالية معاً. كما في الشكل رقم (1)

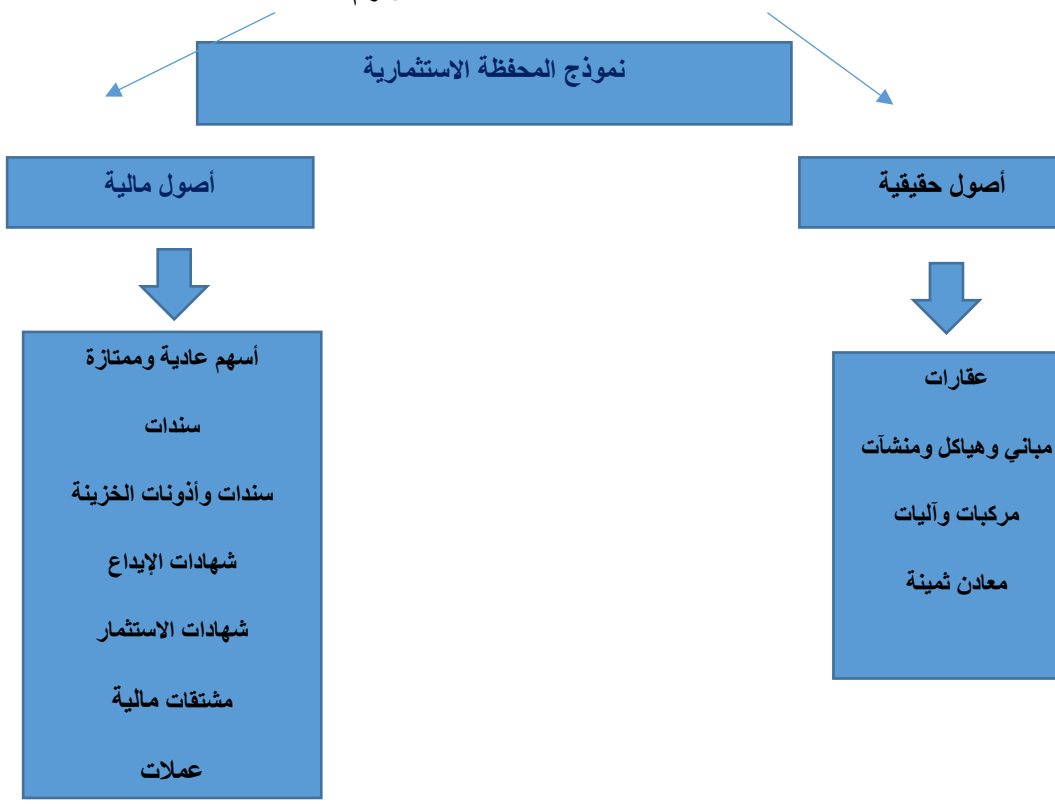
---

[5] طارق عبد العال حماد، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية الإسكندرية،2002، ص. 266

[6] Javed Bin Kamal, "Optimal portfolio selection in exante stock price bubble and furthermore bubble burst scenario from Dhaka stock exchange with relevance to Sharpe's single index model", Financial Assets and Investing, No. 3, 2012:29-42.

[7] حمد مطر وفايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر، عمان، الطبعة الأولى، 2005، ص ص.223-220

الشكل رقم1



المصدر: ناظم محمد نوري وآخرون،1999، **أساسيات الاستثمار العيني والمالي**، دار وائل، عمان، الطبعة 1 ، ص22

تقوم نظرية المحفظة على أسس النظرية الاقتصادية (نظرية المنفعة) في تفسير المستهلك لتفسر بها سلوك المستثمر. وبناءً على ذلك فإن المستثمر الرشيد يوازن بين المخاطرة والعائد للاستثمارات البديلة ليحصل على أكبر عائد ممكن في حدود موارده المتاحة والمحدودة

وتعتمد نظرية المحفظة على مبدأ التنويع، وهو مبدأ يمثل القاعدة الأساسية التي يعتمدها المستثمر في تخصيص أمواله بين عدد من الأوراق المالية ذات الدرجات المختلفة من المخاطر، بهدف توزيع الأخطار التي تتعرض لها المحفظة. وجعلها عند أدنى مستوى لها، والتنويع في إطار المحفظة يعمل على تقليل المخاطر غير المنتظمة إلى حدودها الدنيا، بحيث تبقى المخاطر المنتظمة التي يمكن قياسها بمعامل بيتا والتي لا يمكن لمبدأ التنويع إزالة أثره.[8]

ثانياً: التطور التاريخي لنظرية المحفظة الاستثمارية:

نشر هاري ماركويتز بحثاً عن المبادئ الأساسية لتشكيل المحفظة، في أيلول عام 1952م، واعتمد على تباين معدلات العوائد في قياس مخاطر المحفظة، واستخرج معامل الارتباط بين الأدوات المختلفة من خلال العلاقة بين العوائد والمخاطرة. وبين أن الارتباط إذا كان موجباً فإنّ هناك أمكانية التأثير التعويضي للخسائر المحتملة وبالعكس إذا كان الارتباط سالباً. حيث وضع تقسيماً كمياً لعلاقة العوائد بالمخاطر وطور أسلوباً يجري بموجبه تحديد المحفظة المثلى، التي تقوم على منفعة المستثمر تقس من خلال دالة تعتمد على متغيرين مستقلين أحدهما العائد المتوقع والأخر التباين أو الانحراف المعياري لهذا العائد وهنا فإن المستثمر يفضل في النهاية عائداً متوقعاً أعلى وتبايناً أدنى للعائد المتوقع[9].

إلا أن هناك انتقادات قد وجهت إلى نموذج ماركويتز من حيث الحجم الكبير من المدخلات ومشاكل تتعلق بحل مشكلة البرمجة التربيعية وعدم قدرة النموذج على التنبؤ بعلاوة المخاطر للأوراق المالية. وعليه تم القيام بالعديد من الدراسات والبحوث لتطوير نموذج بسيط لبناء المحافظ الاستثمارية.

---

[8] أرشد فؤاد التميمي وأسامة عزمي سالم، **الاستثمار بالأوراق المالية: تحليل وإدارة**، دار المسيرة، عمان، الطبعة الأولى، 2004، ص.194.

[9] Bhansali, Vineer., "Bond Portfolio Investing and Risk Management",McGraw Hill Professional, 2010.

وفي الستينيات قام شارب بتطوير نظرية ماركويتز حيث شمل مايلي:

بناء نظرية سوق رأس المال من خلال نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية (CAPM)
–

– وإدخال مفهوم العائد الخالي من المخاطرة.

– ومن ثم وضع مؤشر الدليل المنفرد.[10]

ثالثاً: أنواع المحافظ الاستثمارية وأهدافها:

يوجد ثلاثة أنواع رئيسية للمحافظ الاستثمارية حسب نوعية الأوراق المكونة لأصول المحافظ الاستثمارية:[11]

– محفظة الدخل:

وهي المحفظة التي تهدف إلى تحقيق أقصى العوائد للمستثمر مع مستوى قليل من المخاطرة. وللوصول إلى هذا النوع من المحافظ يلجأ مدير المحفظة إلى اختيار أوراق مالية كالسندات التي تحقق أعلى فائدة بأقل وقت ولاسيما وأن الدخل يتحقق عن طريق الفوائد المدفوعة على السندات، كذلك اختيار أسهم الشركات الكبيرة التي توزع أرباحاً عالية بقليل من المخاطرة، حيث أن الدخل يأتي من خلال توزيعات الأرباح.

– محفظة النمو:

[10] Harry Markowitz,"Portfolio selection, journal of finance7, N°01, Marche 1952, pp 77-91

[11] الحناوي، محمد صالح، نبال فريد مصطفى، 2004، "الاستثمار في الأسهم والسندات"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر.

وهي المحفظة التي تحوي أسهم الشركات التي تنمو أرباحها بشكل سنوي حيث تحقق نمو جيد في عوائد التوزيعات السنوية للأرباح وفروقات أسعار الأوراق المالية بالإضافة إلى ارتفاع عوائد السهم الواحد
مع تحمل مخاطر قليلة نسبة للأسهم الأخرى

- المحفظة المختلطة:

وهي التي تكون في الوسط مابين محفظة الدخل ومحفظة النمو، حيث يجب على مدراء هذا النوع من المحافظ المزج مابين الأوراق المالية التي لاتحمل مخاطرة مع الأوراق المالية الأخرى التي تحقق دخلاً عالياً ولكها تحتوي مخاطرة عالية.

وعلاوة على ماتقدم فإن المحفظة الاستثمارية تهدف إلى تحقيق الموازنة بين العائد والمخاطر والسيولة بحيث تسعى إلى مايلي:[12]

1- تحقيق أقصى عائد على راس مال المحفظة.
2- توفير السيولة في التوقيت المناسب من خلال تسييل أدوات استثمارية بدون خسارة.
3- المحافظة على القيمة الحقيقية لأصول المحافظة وعدم تعرض رأس المال المستثمر للمخاطر.
4- تكمين المستثمرين من الحصول على إيرادات جارية من خلال استثماراتهم المالية.
5- تنويع الأدوات الاستثمارية بما يحقق أهداف المستثمرين وإدارة المحفظة.

رابعاً: السياسات المتبعة في تشكيل المحافظ الاستثمارية:

هناك ثلاث سياسات رئيسية تتبع عند تشكيل المحفظة الاستثمارية وهي:[13]

1- السياسة الهجومية:

يعتمدها المضاربون الذين يفضلون معدل العائد على الأمان. حيث يعملون على كسب الأرباح الرأسمالية الناتجة عن التقلبات في أسعار السوق للأدوات المالية المستثمرة المكونة للمحفظة، وفي تلك الحالة يكون الوزن النسبي الأكبر لمكونات المحفظة من نصيب الأسهم العادية.

2- السياسة المتحفظة:

[12] المومني، غازي،2013، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، دار المناهج للنشر والتوزيع، ص103.
[13] .المومني، غازي فالح،2008، "إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة"، دار المنهاج للنشر والتوزيع، عمان

يعتمدها المضاربون الذين يتحفظون من المخاطر الاستثمارية، حيث توفر تلك السياسة الأمان للمستثمرين من خلال الاستثمار في السندات طويلة الأجل والأسهم الممتازة، بما يضمن الحصول على دخل ثابت على المدى الطويل.

3- السياسة المتوازنة:

يعتمدها المستثمرون الذين يرغبون في تأمين عوائد مقبولة مع مستويات معقولة من المخاطرة، لذلك فهم يوزعون رأسمال المحفظة على أدوات مالية متنوعة لتحقيق المحفظة حد أدنى من الدخل الثابت مع السعي للحصول على أرباح رأسمالية متى كانت ظروف السوق ملائمة.

بالإضافة لذلك، ومهما كان نوع السياسة المتبعة فإن المحفظة الاستثمارية يتم بنائها عبر الخطوات التالية:[14]

– التخطيط السليم قبل البدء بتشكيل المحفظة المالية من أجل وضع عدة توليفات من الأوراق المالية المكونة للمحفظة كبدائل متاحة والابتعاد عن الاختيار العشوائي لمكونات المحفظة من أجل تخفيض درجة المخاطرة إلى أدنى مستوى.

– دراسة السوق والمخاطر المحتملة والتنبؤ بها من أجل اختيار التوقيت المناسب للدخول إلى السوق بهدف تحقيق الربح وتجنب المخاطرة.

– اتباع المستثمر الأسلوب العلمي عند اختيار مكونات المحفظة الاستثمارية، بناءً على العائد والمخاطرة، حيث يحدد المستثمر هوامش المخاطرة التي يمكن تحملها (حد أعلى _ حد أدنى) وذلك من أجل تجنب المخاطر غير المتوقعة تفادياً لحدوث الخسارة.

– المراجعة الدورية والمستمرة للأصول المكونة للمحفظة من قبل المستثمر، نتيجة عدم استقرار أسعار السوق، لحماية المستثمر من الخسارة.

خامساً: المحفظة الاستثمارية المثلى:

[14] لطفي، أمين السيد،2000، "التحليل المالي الأساسي للاستثمار في الأوراق المالية، جامعة القاهرة، مصر.

يتم تكوين المحفظة الاستثمارية المثلى عندما يقوم مدير المحفظة الاستثمارية باتخاذ قرار المزج الرئيسي من خلال تحديد التوليفة المناسبة لأصول المحفظة، وذلك بتحديد الوزن النسبي لكل أصل من أصول المحفظة الاستثمارية بالنسبة لرأسمالها الكلي.

سنورد فيما يلي بعض الآراء في تعريف المحفظة المثلى:

– هي تلك المحفظة التي تتكون من تشكيلة متنوعة ومتوازنة من الأصول والأدوات الاستثمارية وبكيفية تجعلها أكثر ملائمة لتحقيق أهداف المستثمر.[15]

–كما يمكن تعريفها بأنها المحفظة التي يقوم من خلالها مدير المحفظة بتحقيق أقصى حد من المزايا للتنويع وتخفيض مخاطرها المرجحة إلى أدنى حد لتحقيق أهداف المستثمر ومالك المحفظة أو من يتولى إدارتها ".[16]

وكما أن هناك أهداف للمستثمر يسعى إليها من خلال استثمار أمواله، فإن هناك أيضاً بدائل أمامه ليستثمر أمواله، ومن هنا يقوم باختيار المحفظة المثلى من مجموعة المحافظ الكفء، والتي تحقق أعلى عائد متوقع عند مستوى معين من المخاطرة أو هي التي تحقق أقل درجة من المخاطرة عند مستوى معين للعائد المتوقع وعليه فإنه عند اختيار المحفظة المثلى يجب على المستثمر اتباع الخطوات التالية:[17]

– تحديد مجموعة المحافظ الكفء.

– اختيار المحفظة التي تحقق للمستثمر أعلى درجة من المنافع من بين تلك المجموعة.

– تحديد المحفظة المثلى للمستثمر.

– اختيار الورقة المالية الأقل مخاطرة في حالة تساوي العوائد.

---

[15] أمين السيد أحمد لطفي، التحليل المالي أغراض تقييم ومراجعة الأداء والاستثمار في البورصة، الدار الجامعية، الإسكندرية،2005

[16] عبد الغفار حنفي، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية، ،2003/2004 ص.105

[17] هويشار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، دار صفاء، عمان، الطبعة الأولى ،2003، ص.2

– اختيار الورقة المالية التي تحقق أكبر عائد ممكن في حالة تساوي المخاطر.

بالإضافة لما تقدم فإن المحافظ الاستثمارية المثلى تتميز بعدة خصائص أهمها[18]:

1– تحقق للمستثمر الموازنة المعقولة بين معدلي العائد والمخاطرة.

2– تتميز أصولها بالتنويع الإيجابي وإضافة إلى التنويع الجغرافي بالنسبة لأدوات الاستثمار فيها لتخفيض المخاطر التي تتعرض لها الاستثمارات بما فيها المخاطر السياسية وتقلبات أسعار الصرف الأجنبي.

3– تحقق أدوات المحفظة الحد الأدنى من السيولة وهذا يساعد مدير المحفظة للقيام بالتعديلات التي يراها مناسبة وبشكل يكفل تقليل الخسائر إلى أدنى حد.

سادساً: أساليب تنويع المحفظة:

يعتبر التنويع أهم ما يميز المحافظ الاستثمارية وهذا يعني اختيار مزيج من الأصول الاستثمارية لتكوين المحفظة الاستثمارية بهدف تخفيض المخاطر التي يتعرض لها عائد المحفظة. ومن أهم تلك الأساليب[19]:

– الأسلوب الأول: التنويع البسيط

يقوم مبدأ التنويع في تلك الحالة على نصيحة هامة "لاتضع البيض في سلة واحدة" حيث يقوم مدير المحفظة بتنويع الأوراق المالية المكونة للمحفظة من جهة وتنويع جهات الإصدار بما يحقق التوازن بين العائد والمخاطرة، بمعنى أن تنويع الاستثمارات التي تحتويها المحفظة يؤدي

[18] المومني، غازي، مرجع سابق ، ص 100.

[19] الكناني، كامل، 2022، المحافظ الاستثمارية واستراتيجيات تخفيض المخاطر، كلية المنصور الجامعة، ص39-41.

إلى تخفيض المخاطر التي يتعرض لها عائدها، فالمحفظة الاستثمارية المكونة من عدة أوراق مالية أصدرتها ثلاث شركات يتعرض عائدها لمخاطر أقل من محفظة أخرى تتكون من أوراق مالية أصدرتها شركة واحدة.

ويعتبر هذا التنويع البسيط مناسباً للمستثمرين غير القادرين على التمييز بين العوائد المتوقعة للورقة المالية ومعاملات الارتباط بين مكونات تلك المحفظة.

- **الأسلوب الثاني: التنويع ومعامل الارتباط للأوراق المكونة للمحفظة الاستثمارية**

يعتمد هذا الأسلوب على ضرورة الاختيار الدقيق لتلك الاستثمارات المكونة للمحفظة الاستثمارية من خلال معامل الارتباط بين العوائد المتولدة عنها، فعندما تكون علاقة طردية بين عوائد الاستثمارات التي تتكون المحفظة فإن المخاطر التي تتعرض لها تكون أكبر مما لو كان توجد بينها علاقة عكسية.

سابعاً: العائد والمخاطرة للمحفظة:[20]

إن قياس وتحليل أداء المحفظة ماهو إلا حصيلة لقياس كل من العائد والمخاطرة للمحفظة الاستثمارية.

عائد المحفظة: يحسب معدل العائد للمحفظة حسب نموذج ماركويتز على أساس المعدل الموزون للعوائد المتوقعة لمكوناتها الفردية

$$E(R_p) = \sum_{i=1}^{n} w_i \, E(R_i)$$

W_i وزن الموجود في المحفظة

[20] . Sharpe, william f.& alexander, gordon j. & bailey, Jeffery v., "investments" 6th Ed., Prentice Hall, Inc.,1999.

Riعائد الموجود في المحفظة

مخاطرة المحفظة

التباين في نموذج ماركويتز هو أبرز مقاييس المخاطرة في ظل نظرية المحفظة الحديثة، حيث يمكن قياس مخاطرة المحفظة عن طريق المعادلة الآتية:

$$\sigma_p^2 = \sum_{j=1}^{n} w_i{}^2 \sigma_i{}^2 \sum_{i=1}^{n} \sum_{j=1}^{n} w_i w_j cov_{ij}$$

cov_{ij} التباين المشترك بين الأوراق المالية

σ_i التباين الخاص بالموجود

σ_p^2 تباين المحفظة

$$cov_{ij} = \frac{\sum(Ri - \bar{Ri})(Rj - \bar{Rj})}{n-1}$$

نموذج المؤشر الواحد والتنويع:[21]

اقترح وليام شارب نموذج المؤشر الواحد والذي يقوم على أساس المراقبة المستمرة للمؤشرات السوقية لأسعار الأسهم فعندما يرتفع السوق والذي يتم قياسه من قبل أي من مؤشر اتسوق الأسهم المتاحة على نطاق واسع فإن معظم الأسهم تميل إلى الزيادة في السعر، وعندما تنخفض

[21] Brown, K, Reilly, F, "Analysis of investments and managements and management of portfolios", 10th, south- western, 2012

السوق تميل معظم الأسهم إلى الانخفاض في السعر، هذا يشير إلى أن أحد الأسباب التي قد تكون مرتبطة بعائدات الأوراق المالية هو الاستجابة المشتركة لتغيرات السوق.

يرمز إلى بيتا المحفظة بالرمز (B_p) وهي عبارة عن المتوسط الموزون لقيم بيتا الفردية

$$\beta_p = \sum_{i=1}^{N} X_i \beta_i$$

$$Treynor\ ratio = \frac{R_i - RF}{\beta_i}$$

للأرواق المالية

$$\alpha_p = \sum_{i=1}^{N} X_i \alpha_i$$

وبالنسبة إلى ألفا المحفظة (α_p) وتحسب كما يلي:

وفي ظل نموذج المؤشر الواحد يتم حساب العائد المتوقع والانحراف المعياري للمحفظة وفق الصيغة

$$\bar{R}_p = \alpha_p + \beta_p \bar{R}_m$$

أما تباين المحفظة وفق نموذج المؤشر الواحد فيمكن حسابه:

$$\sigma_p^2 = \beta_p^2 \sigma_m^2 + \sum_{i=1}^{N} x_i^2 \sigma_{ei}^2$$

خطوات تحديد الأسهم الداخلة في المحفظة:[22]

الخطوة الأولى: حساب العائد والمخاطرة للأوراق المالية وفق نموذج المؤشر الواحد وحسب المعادلتين التاليتين:

$$\overline{R}_i = \alpha_i + \beta_i \overline{R}_m$$

$$\sigma_i^2 = \beta_i^2 \sigma_m^2 + \sigma_{ei}^2$$

الخطوة الثانية: ترتيب الأوراق المالية من الأعلى إلى الأسفل عن طريق نسبة العائد وتقوم هذه النسبة بقياس مرغوبية كل سهم للإدخال في المحفظة ويطلق عليها نسبة ترينور

الخطوة الثالثة: بعد ان يتم ترتيب الأوراق المالية من الأعلى إلى الأسفل يتم تحديد معدل القطع

ويتم ذلك عن طريق مقارنة نسبة العائد الفائض إلى بيتاه مع القيم التراكمية وبعدها يتم تحديد السهم الداخلة في المحفظة في حال البيع القصري غير مسموح فيه ويحسب وفق:

$$C_i = \frac{\sigma_m^2 \sum_{j=1}^{i} \frac{(R_i - RF)\beta_i}{\sigma_{ei}^2}}{1 + \sigma_m^2 \sum_{j=1}^{i} \frac{\beta_i^2}{\sigma_{ei}^2}}$$

[22] Elton, Edwing J.; Martin J. Gruber; Stephen J. Brown and William N. Goetzman "Modern Portfolio Theory and Investment analyses" 9th Edition, John Wiley and Sons, Inc. 2014.

$$Z_i = \frac{\beta_i}{\sigma^2_{ei}} \left(\frac{\bar{R}_i - RF}{\beta_i} \right) - C^*$$

Ci= معدل القطع

$\sigma 2_m$ = تباين عائد السوق الأوراق المالية

$\sigma^2 ei$= تباين عائد الورقة المالية

Ri= معدل عائد الورقة المالية

الخطوة الرابعة: يتمثل تحديد الوزن لكل ورقة مالية بالمعادلة التالية:

$$W_i = \frac{Z_i}{\sum Z_i}$$

$\mathbf{Z_i}$ وزن الورقة المالية في المحفظة

Wi الوزن النسبي للورقة المالية المدرجة في المحفظة

$\mathbf{Z_i}$حيث يمكن حسابها بالمعادلة التالية:

ولابد من أن نسلط الضوء على تعريف أهم المؤشرات المتعلقة بالعائد والمخاطرة:[23]

- ويقصد بعائد محفظة السوق (عائد السوق) في هذا الصدد عائد الأصول المتداولة في سوق الأوراق المالية، ومنه فان محفظة السوق هي المحفظة التي تشمل كافة الأوراق المالية المتداولة، كذلك كافة أوجه الاستثمار من أسهم عادية وممتازة وسندات وعقارات وذهب وعملات وغيرها من الأصول الاستثمارية، وكذلك الاستثمار في ال أرس المال البشري،

[23] Andrill Kozlovsky et al,2020, Determination of the risk-free rate of return on an investment efficiency based on the fractal markets hypothesis, Forum Scientiae Oeconomia, Vol 8, No 3, p 62.

- يعد معامل بيتا أحد أهم المكونات في نموذج شارب، والذي يحدد العلاقة بين مخاطر السوق والعوائد على أصل معين بواسطة بيتا لأنه يعتبر مقياس للمخاطر النظامية ومؤشر على مدى حساسية عوائد الأصول للتغيرات في السوق.
- يساوي معامل بيتا للسوق يساوي الواحد الصحيح، وأما معامل بيتا للأصل خالي المخاطرة فيساوي صفر، بسبب تباينهما المشترك الصفري مع محفظة السوق. والسبب في كون معامل بيتا السوق يساوي الواحد الصحيح هو أن التباين المشترك في البسط يمثل التباين المشترك بين عوائد محفظة السوق مع نفسها، الذي يمثل التباين بعوائد محفظة السوق.
- معدل العائد الخالي من المخاطرة : إن مفهوم معدل العائد الخالي من المخاطرة حسب تحليل ماركويتز، هو أن يعرف المستثمر الذي يشتري في بداية فترة الاستثمار على وجه اليقين مقدار التدفق النقدي الذي سيتلقاه في نهاية فترة استثمار معينة، والذي يمثل عائد خالياً من المخاطر بالنسبة للمستثمر.

الجانب العملي

لمحة عن أداء سوق دمشق للأوراق المالية

بلغ عدد الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية /27/ شركة في نهاية عام 2023 وبذلك يكون عدد الشركات في السوق كالتالي:

شركة في ،/3/ شركات في السوق الموازية – أ، /3/ شركات في السوق الموازية – ب. /21/ السوق النظامية

كما بلغ عدد شركات الخدمات والوساطة المالية العاملة في السوق /6/ شركات في نهاية عام 2023.

الجدول(2) المؤشرات الإحصائية الرئيسية لنشاط سوق دمشق للأوراق المالية

البيان	2019	2020	2021	2022	2023
عدد الشركات المدرجة	27	27	27	27	27
القيمة السوقية (مليار ل.س)	1.061	1.447	3.048	5.218	10.796
قيمة التداول (مليار ل.س)	33	22	351	102	242
المعدل اليومي لقيمة التداول (مليون .س)	139	104	1.463	441	1.011
عدد الأسهم المتداولة مليون سهم	85	29	114	54	69
عدد الصفقات المتنفذة (ألف صفقة)	18	22	27	45	60
عدد أيام التداول	236	211	240	231	239
مؤشر DWX في نهاية الفترة (نقطة)	5.837	8.083	17.949	30.245	60.172
مؤشر DLX في نهاية الفترة (نقطة)	980	1.268	1.942	4.697	8.233
مؤشر DIX في نهاية الفترة (نقطة)	-	-	-	-	1.000

المصدر: تقرير سوق دمشق للأوراق المالية لعام 2023

وأما فيما يتعلق بمؤشرات الأداء والمؤشرات المالية حسب الجدول(2) فقد ارتفعت جميع مؤشرات السوق في العام 2023 لتبلغ مستويات قياسية جديدة. حيث ارتفع مؤشر السوق DWX

ليصل إلى أعلى نقطة منذ انطلاق السوق محققاً قيمة (60,172) نقطة أي بارتفاع قدره 99 % بالمقارنة بالعام ،2022 أما المؤشر القيادي DLX فقد أغلق على قيمة (8,233) نقطة مرتفعاً بمقدار (3,536) نقطة أي ما نسبته (75%) عن نهاية العام 2022 كما ارتفعت أيضاً القيمة السوقية لجميع الشركات المدرجة (Market Capitalization) للسوق لتتجاوز الـ (10 تريليون) ليرة سورية في نهاية عام 2023 أي بنسبة ارتفاع تبلغ 107% عن القيمة السوقية في نهاية العام السابق، مما يشير إلى تحسن النتائج المالية للشركات المدرجة في السوق وزيادة ثقة المستثمرين بها.

تحليل العائد والمخاطرة للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية

سيتم حساب متوسطات العائد المتوقع والانحراف المعياري والتباين الكلي والألفا والبيتا والمخاطرة الخاصة على مستوى القطاعات الاقتصادية محل البحث على الشكل التالي:

الجدول (3) تحليل معدلات العائد والمخاطرة للشركات عينة الدراسة الحالية:

	القطاع	الشركة	Ŕi	6i	σ^2i	A	β	σ^2ei
		السوق	−0.0018	0.024	0.0004			
1		بنك الشام	−0.0060	0.0418	0.0023	−0.0045	1.2141	0.0014
2		بنك بيبلوس – سورية	0.0014	0.0196	0.0007	0.0016	0.0424	0.0008
3		بنك الأردن– سورية	−0.0008	0.0354	0.0021	0.0006	0.8916	0.0016
4		بنك عودة– سورية	0.0014	0.0577	0.0033	0.0032	1.0316	0.0027
5		بنك االبركة– سورية	0.0002	0.0541	0.0031	0.0010	−0.4367	0.0028
6	القطاع المالي	بنك قطر الوطني – سورية	−0.0052	0.0671	0.0045	−0.0031	1.0607	0.0038
7		فرنسبنك سورية	0.0034	0.0513	0.0026	0.0030	0.2160	0.0024
8		بنك الشرق	−0.0043	0.0577	0.0033	−0.0036	0.3322	0.0032
9		بنك سورية والمهجر	−0.0037	0.0453	0.0029	−0.0012	0.6321	0.0028
10		بنك سورية والخليج	−0.0005	0.1232	0.0174	0.0006	0.6239	0.0134
11		بنك بيمو السعودي الفرنسي	−0.0033	0.1255	0.0160	0.0004	2.0812	0.0133
12		بنك سورية الدولي الإسلامي	0.0037	0.0673	0.0046	0.0052	0.7623	0.0043
13		المصرف الدولي للتجارة والتمويل	−0.0103	0.0672	0.0047	−0.0076	1.5321	0.0034

14		البنك الوطني الإسلامي	-0.0099	0.0588	0.0034	-0.0075	1.3242	0.0023
المتوسط			-0.0032	0.0723	0.0121	-0.0012	1.0231	0.0112
15	قطاع الصناعة	الشركة الأهلية لصناعة الزيوت	-0.0123	0.1011	0.0102	-0.0133	1.0703	0.0087
16		شركة اسمنت	0.0015	0.0723	0.0052	0.0023	0.6071	0.0050
المتوسط			-0.0054	0.0867	0.0077	-0.0055	0.8387	0.0112
17	قطاع الخدمات	الشركة الأهلية للنقل	0.0023	0.1011	0.0102	0.0045	1.2773	0.0091
18		المجموعة المتحدة للنشر والاعلان	-0.0162	0.2520	0.0684	-0.0107	3.0556	0.0362
المتوسط			-0.0058	0.2271	0.0444	-0.0008	2.8051	0.0272
19	قطاع التأمين	السورية الدولية للتأمين- أروب	0.0055	0.0561	0.0032	0.0051	0.3205	0.0041
20		الشركة السورية الكويتية للتأمين	-0.0013	0.18807	0.0353	0.0013	1.3343	0.0342
21		الشركة السورية الوطنية للتامين	-0.0112	0.2623	0.0682	-0.0078	1.8621	0.0672
22		الشركة المتحدة للتأمين	-0.0120	0.1218	0.0148	-0.0106	0.6261	0.0143
23		شركة العقيلة للتأمين التكافلي	0.0027	0.0322	0.0011	0.0032	-0.2204	0.0012
24		الاتحاد لتعاوني	-0.0033	0.0377	0.0012	-0.0018	0.5212	0.0012
المتوسط			-0.0032	0.1164	0.0206	-0.0017	0.8141	0.0204
25	قطاع الزراعة	الشركة نماء	-0.0109	0.0712	0.0041	-0.0107	0.0953	0.0051
26	قطاع الاتصالات	شركة سيرتيل	-0.0003	0.0477	0.0023	0.0001	0.343	0.0011
27		شركة MTN	0.0072	0.0781	0.0061	-0.0044	1.3264	0.0040
المتوسط			0.0035	0.0629	0.0042	-0.0022	0.8347	0,0026

المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على **برنامج Microsoft Excel**

Ri = العائد على الورقة المالية في الفترة(t)

6i= العائد الإضافي للورقة غير المرتبط بالسوق وهو متغير عشوائي.

iβ = الميل، درجة حساسية الورقة المالية تجاه التغيرات في السوق

Rm= العائد على مؤشر السوق في الفترة(t)

ومن خلال الجدول السابق رقم (3) تبين مايلي:

– كان اعلى متوسط للعائد المتوقع قي القطاع المالي إذ بلغ (−0.00331) وهو متوسط سالب ويعين ذلك انخفاضا النشاط الاقتصادي في قطاع الاستثمار المالي في سوق دمشق للأوراق المالية،

– أدنى متوسط للعائد المتوقع كان في قطاع الخدمات اذ بلغ(−0.0058) وهو أيضا سالب وهذا يعني انخفاضاً في مستويات النشاط الاقتصادي في قطاع الخدمات

– أما الانحراف المعياري فقد كانت اعلى قيمة قطاع المالي وهذا يعني المخاطرة الكلية في هذا القطاع أما أدنى متوسط للانحراف المعياري في قطاع الخدمات (0.0444) وعند المقارنة مع الانحراف المعياري للسوق والبالغ (0.024) هذا يعني مخاطرة كلية في قطاع الخدمات.

– أما الألفا فقد بلغت أعلى قيمها في القطاع المالي(−0.0012) أما أدنى متوسط للألفا فقد بلغ (−0.0008) وهي قيمة سالبة في كلا الحالتين وهذا يعني أن القيمة الحقيقية لأسهم القطاع المالي أقل من القيمة السوقية وهي أسهم خاسرة ويجب بيعها.

– أما البيتا فقد كانت أعلى قيمة لها في قطاع الخدمات وبلغت (2.8051) وهذا يعني حركة هذا القطاع أعلى من حركة السوق . أما أدنى قيمة لبيتا فكانت في قطاع المالي وبلغت (0.8141) وهذا يعني حركة الأسهم لهذا القطاع أبطأ من حركة السوق. أما المخاطرة الخاصة كانت في كلا الحالتين هي أعلى من تباين السوق والذي بلغت (0.0043)

وبالاعتماد على الخطوات السابقة ومن خلال نموذج المؤشر الواحد في بناء المحفظة المثلى فقد تم ترشيح سهم بنك بركة وشركة العقيلة للتأمين للدخول إلى المحفظة المثلى

فقط من بين 27 سهم في حالة عدم السماح بالبيع القصير وتم استخراج الأوزان المثلى بالاعتماد على نموذج شارب وبعد ترجيح الأوزان المثلى لكل من بيتا الأسهم الداخلة للمحفظة المثلى والمخاطرة الخاصة والألفا فقد تم الحصول على النتائج التالية:

الجدول (4) خصائص المحفظة المثلى

RP	0.0041	**معدل العائد المتوقع**
SYSTEMATIC	8.73129E-06	**المخاطرة النظامية**
UNSYSTEMATIC	0.0006	**المخاطرة اللانظامية**
VARIANCE	0.0007	**التباين الكلي**
SD	0.02421	**الانحراف المعياري**
R/R	0.1691	**مؤشر العائد على المخاطرة**
SHARPE	-1.14208	**نسبة شارب**

- ويظهر من الجدول رقم (4) أن معدل العائد المتوقع للمحفظة المثلى بلغ (0.0041) وهو موجب مقارنة بمعدل السوق والذي بلغ (0.0018−) وهو سالب وهذا يعني أن المحفظة المثلى أفضل من المحفظة السوقية.
- بلغت المخاطرة الكلية للمحفظة المثلى (0.0242) مقارنة مع المخاطرة الكلية لمحفظة السوق والبالغة (0.024) مما يعني تساوي النتائج على الرغم من تفوق المحفظة المثلى على المحفظة السوقية من خلال معدل العائد وهذا يعني ان المحفظة المثلى قد حققت أفضل مبادلة بين العائد المتوقع والمخاطرة.
- ومن خلال استخدام مؤشر العائد إلى المخاطرة والذي يبين عملية المبادلة بين العائد والمخاطرة والذي بلغ للمحفظة المثلى (0.1692) وهو معدل موجب مقارنة مع مؤشر العائد لمخاطرة المحفظة السوقية والبالغ (0.076−) وهو سالب وهو يثبت صحة النتائج السابقة من خلال تحقيق المحفظة المثلى أفضل مبادلة بين العائد والمخاطرة.
- وهذا يؤكد صحة الفرضية الأولى التي تنص على قدرة نموذج المؤشر الواحد على تبسيط إجراءات بناء المحفظة المثلى، وفيما يتعلق بخصائص العائد والمخاطرة ونسبة

الأداء ومن خلال النتائج الظاهرة في الجدول (5) الذي يبين ملخص بناء المحفظة المثلى والمحفظة المرجعية في سوق دمشق للأوراق المالية،

- أما بالنسبة لمعيار الأداء وباستخدام مؤشر شارب في تقييم أداء المحفظة المثلى والبالغ (−1.1421) بينما بلغت نسبة شارب للمحفظة السوقية (−1.3971) وعلى الرغم من ان النسبتين سالبتين إلا أن المحفظة المثلى أفضل من محفظة السوق وهذا يؤكد صحة الفرضية الثانية (بناء المحفظة الاستثمارية وفقاً لنموذج شارب يوصلها إلى الأداء الأمثل) والفرضية الثالثة (تحقق المحفظة الاستثمارية المثلى أفضل مبادلة بني العائد والمخاطرة ونسب الأداء لشارب مقارنة مع محفظة السوق) وذلك حسب الجدول رقم (5) التالي:

الجدول (5) بناء المحفظة الاستثمارية المثلى في سوق دمشق للأوراق المالية

PORTFOLIO	R(P)	σ^2_P	SYS	UNSYS	R p/ σ^2_P	SHARPE
المثلى	0.0041	0.0242	8.73129E-06	0.0006	0.16915	-1.1421
المرجعية	-0.0018	0.024			-0.076	-1.3971

المصدر من إعداد الباحثة اعتماداً على خاصية solvar في برنامج Microsoft Excel

النتائج

1- إن محفظة سوق دمشق للأوراق المالية هي ذات معدل سالب وهذا يعني ان النشاط الاستثماري في سوق دمشق للأوراق المالية في حالة انخفاض ويعتبر من حيث التحليل الفني من الأسواق النازلة.

2- إن استخدام نموذج المؤشر الواحد قادر على تبسـيط خطوات بناء المحفظة المثلى مقارنة مع نموذج ماركويتز الذي إلى العمليات الحسابية المعقدة في عملية بناء المحافظ الاستثمارية.

3- تم الحصول على سهمين مؤهلين للدخول في المحفظة المثلى من أصل 27سهم مدرج في سوق دمشق للأوراق المالية وفق إجراءات نموذج المؤشر الواحد وهذا يؤكد حجم التبسـيط الكبير الذي قدمه النموذج

4- قدرة نموذج المؤشر الواحد لشـارب بالتأثير في معدلات العائد والمخاطرة والأداء للمحفظة المثلى وتحسين خصائص المحفظة التي تم بناؤها وفق هذا النموذج.

5- على الرغم من تحقيق الشركات عينة الدراسة الحالية ومحفظة السـ وق متوسطات سالبة إلا اتباع طريقة العينات المثلى قد حقق النتائج المرغوبة من خلال معدلات العائد الموجبة للمحفظة الاستثمارية وتفوق المحفظة المثلى من خلال المخاطرة والأداء.

6- تفوق المحفظة المثلى من خلال معدلات العائد والمخاطرة ونسبة شارب في تقييم الأداء على محفظة السوق في سوق دمشق للأوراق المالية. وهذا يؤكد كفاءة نموذج المؤشر الواحد في بناء المحافظ الاستثمارية.

التوصيات:

1- ضـرورة قيام المستثمرين القيام بدراسة دقيقة للسوق المالي واختيار الأسهم الأكثر تداولاً والأعلى من حيث القيمة السـوقية من خلال استخدام طريقة العينات المثلى في بناء المحفظة الاستثمارية، حيث يحقق للمسـتثمرين معدلات عائد موجبة وأداء يفوق أداء محفظة السوق.

2- على المستثمرين في سوق دمشق للأوراق المالية تطبيق نموذج المؤشر الواحد في بناء المحفظة الاستثمارية المثلى.

3- تحليل الأوراق المالية وصولاً إلى تبسيط بناء المحفظة الاستثمارية المثلى مقارنة مع النماذج الأخرى.

4- على المستثمرين مراقبة السوق باستمرار والقيام بتحديث محافظهم الاستثمارية المثلى من خلال اختيار الأسهم المناسبة للاستثمار واختيار التوقيت الأفضل ليتمكنوا من استخدام نموذج المؤشر الواحد.

5- ضرورة القيام بمراجعة دورية لحافظة الأوراق المالية، لتحديث مكونات المحفظة عند الضرورة.

6- تحديد درجة المخاطرة التي يمكن تحملها جراء اختيار مكونات المحفظة.

المراجع العربية

1- أرشد فؤاد التميمي وأسامة عزمي سالم، **2004، الاستثمار بالأوراق المالية: تحليل وإدارة**، دار المسيرة، عمان، الطبعة الأولى، ص.194.

2- آل شبيب، دريد كامل، 2010، "**إدارة المحافظ الاستثمارية**"، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن.

3- أمين السيد أحمد لطفي،2005، **التحليل المالي أغراض تقييم ومراجعة الأداء والاستثمار في البورصة**، الدار الجامعية، الإسكندرية.

4- حمد مطر و فايز تيم،2005، **إدارة المحافظ الاستثمارية**، دار وائل للنشر، عمان، الطبعة الأولى، ص.223-220.

5- الحناوي، محمد صالح، نبال فريد مصطفى، 2004، "**الاستثمار في الأسهم والسندات**"، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر

6- الداغر، محمود محمد، 2007 **الأسواق المالية-مؤسسات-أوراق-بورصات**"، الشروق، عمان.

7- الكناني، كامل، 2022، **المحافظ الاستثمارية واستراتيجيات تخفيض المخاطر**، كلية المنصور الجامعة، ص39-41

8- المومني، غازي،2013، **إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة**، دار المناهج للنشر والتوزيع، ص103

9- طارق عبد العال حماد،2002، **دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية**، الدار الجامعية الإسكندرية، ص.266

10- عبد الغفار حنفي،2004، **الاستثمار في بورصة الأوراق المالية**، الدار الجامعية، الاسكندرية، ص105.

11- لطفي، أمين السيد،2000، "**التحليل المالي الأساسي للاستثمار في الأوراق المالية**، جامعة القاهرة، مصر

12- ناظم محمد نوري وآخرون،1999، **أساسيات الاستثمار العيني والمالي**، دار وائل، عمان، الطبعة، ص22

13- هويشار معروف، 2003، **الاستثمارات والأسواق المالية**، دار صفاء، عمان، الطبعة الأولى، ص22

المراجع الأجنبية

1- Alexeev, Vitali, Tapon Francis, 2013**," Equity Portfolio Diversification How Many Stocks are Enough- Evidence From Five Developed Markets",** Tasmanian School of Business and Economics, N-16, pages 1-42.

2- Andrill Kozlovsky et al,2020 **Determination of the risk-free rate of return on an investment efficiency based on the fractal markets hypothesis**, Forum Scientiae Oeconomia, Vol 8, No 3, p 62.

3- Bhansali, Vineer., 2010, **"Bond Portfolio Investing and Risk Management",** McGraw Hill Professional

4- Brown, K, Reilly, F, 2012, "**Analysis of investments and managements and management of portfolios"**, 10th, south- western.

5- Elton, Edwing J.; Martin J. Gruber; Stephen J. Brown and William N. Goetzman,2014 **"Modern Portfolio Theory and Investment analyses"** 9th Edition, John Wiley and Sons, Inc.

6- Harry Markowitz, 1952**,"Portfolio selection, journal of finance**"7, N°01, Marche, pp 77-91

7- 4-Javed Bin Kamal, 2012, **"Optimal portfolio selection in exante stock price bubble and furthermore bubble burst scenario from Dhaka stock exchange with relevance to Sharpe's single index model",** Financial Assets and Investing, No. 3,:29-42.

8- -Kolbadi, Pegah, Hamed Ahmadinia(2011 **),"Examining Sharp, Sortino, and Sterling Ratios in Portfolio Management, Evidence from Tehran stock exchange ",**

International Journal of Business and Management Vol. 6, No. 4, p222-236

9- Sen, Kapil, Disha Fattaeat(2014)," **Sharpe Single Index Model and its Application Portfolio Construction: an empirical study "**,Global Journal of Finance and Management ISSN 0975-6477 Volume 6, pp. 511-516

10- Sharpe, William f.& Alexander, Gordon j. & Bailey, Jeffery v. 1999**, "investments"** 6th Ed., Prentice Hall, Inc.