

تقييم المحافظ الاستثمارية وفقا لقيمة السهم

(دراسة حالة سوق دبي المالي)

Evaluating investment portfolios according to the value of the stock
(Dubai Financial Market case study)

د. رحمان مريم*

مخبر إدارة الابتكار والتسويق،

جامعة الجيلالي اليابس، سيدي

بلعباس، الجزائر

meriem.m22m@gmail.com

تاريخ النشر: 2025/06/30

تاريخ القبول: 2025/05/11

تاريخ الاستلام: 2025/03/08

ملخص:

ركزت هذه الدراسة على تقييم أداء المحافظ الاستثمارية باستخدام كل من مؤشر شارب، ترينور وجنسن. وقد غطى البحث الفترة الممتدة من مارس 2023 إلى غاية مارس 2024، حيث تمت الدراسة على أسهم خمس شركات مدرجة في سوق دبي المالي.

ولقد أوضحت الدراسة أن المؤشرات شارب، ترينور وجنسن دور هام في قياس وتقييم أداء المحافظ الاستثمارية، من خلال مساهمتها في اختيار المحافظ ذات أحسن أداء، كما أن مؤشر شارب يعتبر أفضل مؤشر لقياس أداء المحافظ الاستثمارية محل الدراسة، لأنه يتماشى مع طبيعة سوق دبي المالي.

الكلمات المفتاحية: المحفظة الاستثمارية، المخاطرة، مؤشر شارب، مؤشر ترينور، مؤشر جنسن.

تصنيف JEL: P45, O16, F21, G11

* المؤلف المرسل

Abstract :

The Present research focused on evaluating the performance of investment portfolios using Sharpe, Treynor and Jensen Indexes. The research covered the period from March 2023 to March 2024. To achieve this objective the researcher formed a database from a set of financial informations that have been extracted from a sample shares made up of five listed firms in Dubai Financial Market.

The Results of the study have shown that Sharpe, Treynor and Jensen indexes have an important role in measuring and evaluating the performance of investment portfolios by contributing to the selection of the best performing portfolios. The research also concludes that Sharpe index is the best indicator to evaluate the constructed investment portfolio.

Keywords: Investment Portfolio, Risk, Sharpe Index, Treynor Index, Jensen Index

JEL Classification Codes: G11•F21•O16•P45

مقدمة:

إن نشأة الاسواق المالية ارتبطت بظروف واحتياجات التطور الاقتصادي للدول الموجودة فيها وعرفت هذه الاسواق المالية تطوراً كبيراً خلال فترة السبعينات والثمانينات، ولقد اهتمت دولة الامارات العربية المتحدة على غرار الدول النامية بإنشاء وتطوير أسواق الأوراق المالية نظراً للدور الهام الذي تؤديه في الاقتصاد. وتمثل ذلك في إنشاء سوق أبو ظبي للأوراق المالية وسوق دبي المالي، وهذا الأخير يعتبر الأهم في الشرق الأوسط. بحيث إن المستثمرين في هذه الاسواق المالية يواجهون مخاطر الاستثمار، ويركزون على عنصرين هما العائد والمخاطرة، فلذلك كان من الضروري إعادة تقييم النماذج او النظريات التي تبين للمستثمرين الماليين طرق اختيار استثماراتهم المثلى بقياس أداء المحافظ الاستثمارية بالنظر الى العائد والمخاطرة، ومن اساليب قياس الاداء نذكر مقياس شارب، ترينور وجنسن.

الإشكالية: في ضوء ما سبق فإن هذه الدراسة تسعى إلى معالجة الإشكالية التالية:
ما مدى مساهمة كل من مؤشر شارب، ترينور وجنسن في اختيار وتقييم أداء المحافظ الاستثمارية على مستوى سوق دبي المالي؟

يندرج تحت هذه الإشكالية تساؤلات جزئية هي:

- على أي أساس يتم اختيار تشكيلة المحفظة الاستثمارية في سوق دبي المالي؟
- ما تأثير معامل الارتباط على مخاطر المحفظة الاستثمارية؟
- هل يعتبر عامل المخاطرة عنصراً حاسماً في تكوين جميع نماذج تقييم أداء المحافظ الاستثمارية؟
- ما هي أهم المؤشرات المعتمد عليها في قياس أداء المحافظ الاستثمارية في سوق دبي المالي؟

فرضيات الدراسة:

- يتم تشكيل المحافظ الاستثمارية بناءً على مبدأ التنوع الكفاء.
- هناك علاقة طردية بين معامل الارتباط بين الأصول المالية المكونة للمحفظة ودرجة مخاطرة المحفظة الاستثمارية.
- اعتمدت مختلف النماذج على المفهوم المطلق للمخاطرة في تقييمها لأداء المحافظ الاستثمارية.
- يمكن للمستثمر الاعتماد على أي مؤشر من مؤشرات شارب، ترينور وجنسن في اختيار وتقييم أداء المحافظ الاستثمارية في سوق دبي المالي.

الدراسات السابقة:

- دراسة (خضير الحمدوني، 2011): هدفت الدراسة الى تقييم أداء المحافظ الاستثمارية باستخدام مقياس العائد المعدل بالمخاطرة وفقا لمؤشرات شارب، ترينور وجنسن، وقد غطى البحث فترة عام 2009، وقد تمت الدراسة على 116 شركة مساهمة كعينة للبحث، وقد توصل الباحث إلى عدة استنتاجات من بينها أن معظم أسباب التقلبات في أسعار أسهم الشركات ناتجة عن عوامل تؤثر في السوق وأن العوامل التي تخص الشركات ترتبط بالسوق بشكل ضعيف في القطاعات الأربعة، فضلا عن ذلك فإن انخفاض معدلات العوائد الشهرية قد انعكس على محفظة السوق وظهرت بقيمة سالبة.

- دراسة (عبدلي، 2012): هدفت هذه الدراسة إلى إبراز أهمية الاستثمار في الأوراق المالية ضمن المحافظ المالية، وقياس أدائها واختيار أحسنها وفق أسس وأساليب علمية، وقد تم الاعتماد على مؤشرين هما مؤشر ترينور ومؤشر جنسن، وقد توصلت الدراسة إلى جملة من النتائج منها أن الأصل بدون خطر يساهم في تخفيض مخاطر المحفظة الاستثمارية وزيادة عوائدها أيضا، من بين نتائجها أن للوزن النسبي لأصول المحفظة أثرا على عائدها ومخاطرها، وكأهم نتيجة تم التوصل إليها أنه يمكن الاعتماد على مؤشري ترينور وجنسن في اختبار وقياس وتقييم أداء المحافظ الاستثمارية في بورصة الدار البيضاء للقيم المنقولة لسنة 2011.

أهداف الدراسة:

تسعى هذه الدراسة إلى:

- توضيح أهم المفاهيم المتعلقة بالمحفظة الاستثمارية.
- إبراز مختلف الجوانب المرتبطة بعملية التنويع في الأصول لتشكيل محفظة استثمارية.
- تحاول هذه الدراسة التعرف على سوق دبي المالي.
- تقييم أداء المحافظ الاستثمارية في سوق دبي المالي المبنية على أساس نماذج التقييم وهي شارب، ترينور وجنسن.
- المقارنة بين أداء المحافظ الاستثمارية المبنية على أساس النماذج.
- اختيار المؤشر الذي يتلاءم مع طبيعة سوق دبي المالي.

أهمية البحث:

- تنبع أهمية الدراسة أساساً من أهمية المحفظة الاستثمارية التي ركز عليها الفكر المالي المعاصر في تطوير آليات وأساليب الاستثمار.
 - تقدم الدراسة مزيداً من التوضيحات حول نماذج تقييم أداء المحافظ الاستثمارية.
 - كما أن نتائج الدراسة قد توضح كيفية اختيار المؤشر الذي يتلاءم مع طبيعة سوق دبي المالي.
- ### تقسيمات الدراسة:

وبغية تحقيق أهداف الدراسة تم بتقسيم الدراسة إلى ثلاثة أجزاء المتمثلة في: أدبيات الموضوع، تقييم أداء المحافظ الاستثمارية بالتطبيق في سوق دبي المالي، تقييم أداء المحافظ الاستثمارية وفقاً لنموذج شارب، ترينور وجنسن.

أولاً. أدبيات الموضوع

1. تعريف المحفظة الاستثمارية:

المحفظة الاستثمارية تمثل مجموعة من الأصول المالية (حريزي 2015، 20-21) مثل الأسهم والسندات. هذه الأصول تختلف في عدة جوانب، مثل قيمتها (السيد متولي، 2010) والعائد الذي تقدمه، (صديقي 2012/2011، 51) ومدة استحقاقها ويقوم المستثمر باختيار هذه الأصول (Markowitz 1952، 4) للامتلاك من أجل تحقيق هدف زيادة قيمتها في السوق. (السيد متولي 2010، 206)

2. نماذج تقييم أداء المحافظ الاستثمارية:

سوف نتطرق إلى 4 نماذج أساسية متمثلة في نموذج شارب Sharpe، نموذج ترينور Treynor، نموذج جنسن Jensen ونموذج fama (Mishkin 2012، 60).

- 1.2. نموذج شارب: في عام 1964، قدم وليام شارب (مشرقي 2014، 256) مقياساً معقداً لتقييم أداء محفظة الأوراق المالية، يركز على العائد والمخاطر أثناء تقييم الأداء. (Alphonse P. 2017، 15) وقد أطلق عليه اسم نسبة المكافأة إلى المخاطر بحيث يعتمد نموذج شارب على قياس المخاطر الكلية للمحفظة من خلال الانحراف المعياري، والذي يشمل المخاطر النظامية وغير النظامية. (الحسين 2016، 63)

على الرغم من الانتشار الكبير لهذا النموذج، إلا أنه يحتوي على عيوب بحيث أنه يمكن استخدامه (Bodie Z. 2007, 30) فقط لمقارنة المحافظ التي تحمل أهدافاً مشابهة وتخضع لقيود متشابهة فمثلاً يجب أن تكون هذه المحافظ (السيد متولي 2010، 222-224) تحتوي فقط على أسهم (عصام 2009، 100) أو فقط على سندات.

2.2 نموذج ترينور: في عام 1965، قدم جاك ترينور نموذجاً الذي يعتمد على التمييز بين المخاطر المنتظمة وغير المنتظمة. (Bodie et al 2003, 35) بحيث يفترض النموذج أن المحافظ قد تم تنوعها بشكل جيد، مما يعني أن المخاطر غير المنتظمة قد تم التخلص منها، وبناءً على ذلك يتم قياس المخاطر المنتظمة فقط من خلال استخدام معامل بيتا كمعيار لمخاطر المحفظة. (السيد متولي 2010، 224-225)

وهناك عدة حالات لنموذج ترينور تتمثل في: إذا كان أكبر من 1 معنى ذلك أن الأصول المالية المعنية أكثر تأثراً بتذبذبات السوق. أما إذا كان يساوي 1 فإنها تدل على أن هذا الأصل المالي المعني يتغير بنفس الأهمية مثل السوق. أما إذا كان أصغر من 1 فإنها تدل على أن هذا الأصل المالي معدوم الحساسية أو ضعيف بالنسبة للتذبذبات التي قد يشهدها السوق. (عبدلي 2012، 62)

بشكل عام، يظهر المؤشران نتائج متشابهة عندما يتم تقييم أداء المحفظة، خاصة إذا كانت تتمتع بتنوع جيد (Jean-baptiste 2002, 155-156) ومع ذلك يعتمد الاختيار بين الأساليب المستخدمة في تقييم الأداء على توزيع أصول المستثمر، بحيث إذا كانت معظم ثروته مستثمرة في محفظة واحدة، (Mishikin 2001, 125) فإنه يرغب في معرفة أدائها، ومن هنا يمكن استخدام طريقة شارب، لأنها الأفضل لتقييم الأداء كونها تأخذ في الاعتبار المخاطر الكلية للمحفظة، والتي تؤثر على ثروة المستثمر وتغيراتها؛ وعلى العكس، إذا لم تمثل المحفظة جزءاً كبيراً من ثروة المستثمر، فعليه استخدام طريقة ترينور، كلما زادت قيمة مقياس ترينور، زاد العائد المحقق بالمقارنة مع المخاطر النظامية، مما يدل على أداء جيد للمحفظة. (خضير الحمودي 2011، 321)

3.2 نموذج جنسن: في عام 1968 قدم جنسن نموذجاً لقياس أداء محفظة الأوراق المالية يُعرف بمعامل ألفا. يعتمد هذا النموذج على حساب الفرق بين نوعين من العائدات وهما: النمط الأول: يمثل هذا الفرق بين متوسط عائد المحفظة ومتوسط معدل العائد على الاستثمار الذي لا يحمل أي مخاطر، ويعرف بـ "العائد الإضافي". أما النمط الثاني: يمثل ناتج ضرب معامل β في الفرق بين

متوسط عائد السوق ومتوسط العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر، ويمكن تسميته بـ "علاوة خطر السوق" (السيد متولي 2010، 226)

فإن نموذج جنسن يبرز نقطة مهمة، وهي أنه كلما كانت المحافظ متنوعة بشكل كامل، يصبح من السهل فهم معامل "ألفا". حيث إذا كان (Jacquilat B. 1989, 105) :

$$\alpha > 0$$

يكون أداء المحفظة جيداً .

$\alpha = 0$ يشير إلى توازن بين عائد المحفظة وعائد السوق .

$\alpha < 0$ يعكس أداءً سيئاً للمحفظة. (بن اعمر 2012/2013، 128-129)

4.2 نموذج فاما : قدم "فاما" نموذجاً لتقييم أداء المحافظ يقوم على أساس المفاضلة بين المحافظ المتماثلة في مستويات الخطر، و يقوم هذا النموذج على أساس التنبؤ بمنحنى السوق المتوقع، الذي يوضح علاقة التوازن بين العائد المتوقع و الخطر لأي محفظة. والهدف الأساسي من نموذج فاما هو الحكم على محفظة الأوراق المالية (بن اعمر 2012/2013، 128-129)

ثانياً. تقييم أداء المحافظ الاستثمارية بالتطبيق في سوق دبي المالي:

1. وصف خصائص ومتغيرات الدراسة:

في الجانب التطبيقي سوف نتطرق لتشكيل محافظ استثمارية، وذلك بدراسة الشركات المدرجة بسوق دبي المالي، واختيار أفضلها من أجل تكوين محافظ استثمارية وتقييم أدائها. بحيث إن الدراسة تقوم على تحميل البيانات المالية للشركات المدرجة في سوق دبي المالي، وكذلك تنفيذ الشرط الحكمي، وهو تداول تلك الشركات بشكل منتظم خلال فترة الدراسة.

1.1 مجتمع الدراسة:

يتكون مجتمع الدراسة من الشركات التي تم تداول أسهمها في سوق دبي المالي في للفترة الممتدة من مارس 2023 إلى غاية مارس 2024 والموزعة على 9 قطاعات مختلفة وهي البنوك، الاستثمار والخدمات المالية، التأمين، العقارات والإنشاءات الهندسية، المواصلات، الصناعة، السلع الاستهلاكية، الاتصالات، الخدمات. والجدول التالي يوضح توزيع مجتمع الدراسة حسب القطاعات خلال فترة الدراسة.

الجدول 01: توزيع مجتمع الدراسة حسب القطاعات خلال فترة الدراسة.

الرقم	اسم القطاع	عدد الشركات
1	قطاع البنوك	12
2	قطاع الاستثمار والخدمات المالية	9
3	قطاع التأمين	12
4	قطاع العقارات والإنشاءات الهندسية	9
5	قطاع المواصلات	4
6	قطاع الصناعة	2
7	قطاع السلع الاستهلاكية	7
8	قطاع الاتصالات	2
9	قطاع الخدمات	4
	الإجمالي	61

المصدر: من اعداد الباحثة اعتمادا على التقرير الأسبوعي لسوق دبي المالي للفترة الممتدة من مارس 2023 الى غاية مارس 2024.

2.1 عينة الدراسة

تتمثل عينة الدراسة في خمس شركات مدرجة في سوق دبي المالي، وقد تم انتقاء الشركات بطريقة عشوائية والجدول التالي يمثل عينة الدراسة.

الجدول 02: عينة الدراسة والقطاع الذي تنتمي اليه.

الرقم	اسم الشركة	القطاع
1	بنك عجمان	البنوك
2	دبي للاستثمار	الاستثمار والخدمات المالية
3	شركة دبي الإسلامية للتأمين وإعادة التأمين - امان	التأمين
4	شركة داماك العقارية دبي	العقارات والإنشاءات الهندسية
5	مصرف السلام السودان	البنوك

المصدر: من اعداد الباحثة اعتمادا على التقرير الأسبوعي لسوق دبي المالي للفترة الممتدة من مارس 2023 الى غاية مارس 2024.

3.1 مصادر البيانات:

تم الحصول على البيانات اللازمة لإجراء الدراسة من خلال: التقارير الاسبوعية المنشورة للشركات المدرجة بسوق دبي المالي عن طريق برنامج tickerchart trend.

4.1 تشكيل المحافظ الاستثمارية: تم اختيار خمس شركات مدرجة بسوق دبي المالي لتشكيل محافظ استثمارية مكونة من أسهم فقط، وتمثل هذه الشركات في: بنك عجمان، دبي للاستثمار، شركة دبي الإسلامية للتأمين وإعادة التأمين- أمان، شركة داماك العقارية دبي، ومصرف السلام السودان.

5.1 حساب العائد والمخاطرة لأسهم الشركات

يمكن التعبير عن العائد الفعلي أو الحقيقي للسهم من خلال المعادلة التالية:

$$R_{it} = \frac{(P_{it} - P_{it-1}) + D_{it}}{P_{it-1}}$$

حيث أن:

(R_{it}): معدل العائد الحقيقي على السهم. (الحسين 2016، 40)

(P_{it}): سعر الورقة (i) في الزمن (t).

(P_{it-1}): سعر الورقة (i) في الزمن (t-1).

(D_{it}): توزيعات الأرباح في الزمن (t). (صديقي 2012/2011، 55)

في حين توضح المعادلة التالية كيفية قياس الانحراف المعياري:

$$\sigma = \sqrt{\sum P_i (r_i - r)^2}$$

حيث أن:

(σ): يمثل الانحراف المعياري.

(r_i): العائد المحتمل (i).

(r): القيمة المتوقعة للعوائد المحتملة.

(P_i): احتمال العائد (i). (خروي 2012، 60)

ومن خلال البيانات الاسبوعية المنشورة بخصوص الأسهم التي تصدرها هذه الشركات، تم حساب عائد ومخاطرة كل سهم على حدة. ويمكن توضيح ذلك من خلال الجدول التالي:

الجدول 03: عوائد ومخاطرة (الانحراف المعياري) ومعامل اختلاف الأسهم المكونة للمحفظة.

الشركات	بنك عجمان	دبي للاستثمار	شركة دبي الإسلامية للتأمين وإعادة التأمين - امان	شركة داماك العقارية دبي	مصرف السلام السودان
العائد	1.3%	1.5%	1 %	1.1%	1.7%
ترتيب العوائد	3	2	5	4	1
الانحراف المعياري	11.1%	10.1%	11%	8.9%	9%
	5	3	4	1	2
معامل الاختلاف	8,53	6.7	11	8.1	5.29
ترتيب الأسهم وفقا لمعامل الاختلاف	4	2	5	3	1

المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على برنامج EXCEL

من خلال الجدول نلاحظ اختلاف ترتيب الأسهم وفقا لعوائدها ومخاطرها (الانحراف المعياري)، لذلك كان لزاما علينا حساب معامل الاختلاف للمفاضلة بين هذه الأسهم، والذي يمثل نسبة المخاطرة لكل وحدة من العائد، فكلما كانت قيمة معامل الاختلاف منخفضة كان السهم أفضل، حيث يعتبر سهم مصرف السودان الأفضل وفقا لمعامل الاختلاف، لأن كل وحدة واحدة من عائد أسهمه تحمل مخاطرة أقل مقارنة بالأسهم الأخرى.

6.1 حساب معامل الارتباط بين الأسهم: يمكن قياس درجة الارتباط من خلال الصياغة التالية:

$$R_{1,2} = \frac{cov(R_1, R_2)}{\sigma_{R_1} \sigma_{R_2}}$$

(R): معامل الارتباط.

(R₁): عائد الورقة الأولى.

(R₂): عائد الورقة الثانية.

(σ₁): الانحراف المعياري للورقة الأولى.

(σ₂): الانحراف المعياري للورقة الثانية.

ومن الاستعمالات المهمة لفكرة الارتباط في مجال الاستثمار في الأوراق المالية هو تكوين المحافظ، حيث إنه من المفروض أن يتم تكوين محافظ مالية تحتوي على أوراق مالية يكون الارتباط بين عوائدها أقل ما يمكن. (عبدلي 2012، 35)

والجدول التالي يبين معامل الارتباط بين الأسهم.

الجدول 04: معامل الارتباط بين الأسهم

الشركات	بنك عجمان	دبي للاستثمار	أمان	شركة داماك العقارية دبي	مصرف السلام السودان
بنك عجمان	1	0.1641	0.0203	0.0587	0.2247
دبي للاستثمار	0.1641	1	0.0944	0.4845	0.5582
أمان	0.0203	0.0944	1	0.4845	0.0879
شركة داماك العقارية دبي	0.0587	0.4845	0.4845	1	0.5285
مصرف السلام السودان	0.2247	0.5582	0.0879	0.5285	1

المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على برنامج EXCEL

من خلال الجدول نلاحظ أن درجة الارتباط بين عوائد الأوراق المالية كانت موجبة في كل الحالات، وبالتالي ستكون أهمية التنوع منخفضة. ويتضح أيضا أن درجة الارتباط بين سهم أمان وسهم بنك عجمان كانت الأقل ارتباطا، هذا يعني أن الجمع بينهما في نفس المحفظة سوف يؤدي إلى تقليل مخاطرة هذه المحفظة إلى مستوى أقل من مخاطر كل منهما، أما التنوع بين مصرف السلام السودان ومصرف دبي للاستثمار يعتبر غير مناسب نظرا لارتفاع درجة الارتباط بينهما، حيث إن

مخاطر المحفظة التي تجمعها لا تنخفض بمستوى كبير.

7.1 حساب عوائد و مخاطر المحافظ الاستثمارية: يمكن حساب معدل العائد على الأموال

المستثمرة في المحفظة الاستثمارية باستخدام المعادلة التالية:

$$R_p = \sum P_i R_i = P_1 R_1 + P_2 R_2 + P_3 R_3 + \dots + P_n R_n$$

حيث أن:

(R_p) : تمثل معدل العائد على الأموال المستثمرة في المحفظة.

(P) : تمثل وزن الاستثمار داخل المحفظة، حيث $(\sum P_i = 1)$.

(R) : معدل العائد الفعلي على الاستثمار الفردي لكل مكون من مكونات المحفظة.

(n) : تمثل عدد الاستثمارات المكونة للمحفظة.

وتقاس مخاطرة المحفظة بالانحراف المعياري بالمعادلة التالية:

$$\sigma_p = \sqrt{\omega_1^2 \sigma_1^2 + \omega_2^2 \sigma_2^2 + 2\omega_1 \omega_2 P_{1.2} \sigma_1 \sigma_2}$$

حيث أن:

(σ_p) : الانحراف المعياري للعائد على المحفظة.

(ω_1) : النسبة المستثمرة في الورقة 1.

(ω_2) : النسبة المستثمرة في الورقة 2.

(σ_1) : الانحراف المعياري للعائد على الورقة 1.

(σ_2) : الانحراف المعياري للعائد على الورقة 2.

$(P_{1.2})$: معامل الارتباط بين الورقة 1 والورقة 2. (السيد متولي 2010، 213-215)

وقد تم تشكيل ثلاث محافظ استثمارية مكونة من أسهم فقط، غير أنها تختلف فيما بينها من حيث

توزيع المبلغ المستثمر في الأسهم المكونة لها. والجدول التالي يبين عوائد ومخاطر هذه المحافظ.

الجدول 05: عوائد ومخاطر المحافظ الاستثمارية.

المحفظة	بنك عجمان	دبي للاستثمار	أمان	شركة داماك العقارية دبي	مصرف السلام السودان
A	10%	40%	5%	5%	40%
B	5%	40%	0%	5%	50%
C	0%	50%	0%	0%	50%
عائد المحفظة %			الانحراف المعياري للمحفظة %		
A	B	C	A	B	C
1.48	1.53	1.55	0.71	0.88	1.08

المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على برنامج EXCEL

تم الاعتماد في هذه الدراسة على ثلاث محافظ استثمارية مختلفة من حيث توزيع المبلغ المستثمر بين الأسهم المكونة لها، لقياس تأثير التنوع على درجة المخاطرة التي تتضمنها كل محفظة. فقد احتوت المحفظة A على كافة الأسهم بنسب مختلفة فهي الأكثر تنوعاً، اما المحفظة B فقد حاولت الباحثة عند تكوينها استثناء الأصل المتميز بأدنى عائد و أعلى درجة مخاطرة المتمثل في سهم أمان، اما المحفظة C فقد جمعت أسهم شركتين هما شركة دبي للاستثمار ومصرف السلام السودان اللذان يتميزان بأعلى العوائد ومخاطر مقبولة مقارنة بأسهم الشركات الأخرى غير أن معامل الارتباط بينهما جد مرتفع.

وقد اتضح لنا من خلال الجدول أنه كلما زاد التنوع انخفضت مخاطر المحفظة مقارنة بمخاطر الأصول المكونة لها، وقد لاحظت الباحثة أن هناك علاقة طردية بين كل من العائد والمخاطرة بحيث كلما زاد العائد زادت المخاطرة.

2. تقييم أداء المحافظ الاستثمارية وفقاً لنموذج شارب، ترينور وجنسن.

1.2 حساب مؤشر شارب: يصاغ نموذج شارب حسب العلاقة التالية:

$$\text{Sharpe Measure} = \frac{TR_p - R_F}{SD_F}$$

حيث أن:

Sharpe Measure : متوسط العائد الكلي على استثمارات المحفظة.

TR_p : معدل عائد المحفظة.

R_F : معدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطرة.

SD_F : الانحراف المعياري للعائد على المحفظة". (الحسين 2016، 63)

وبالاعتماد على برنامج EXCEL تم حساب مؤشر شارب لكافة المحافظ الاستثمارية

مع العلم أن معدل العائد الخالي من المخاطرة هو 1.4% والجدول التالي يوضح كيفية حساب هذا الأخير:

الجدول 06: مؤشر شارب للمحافظ الاستثمارية

المحفظة	عائد المحفظة	معدل العائد الخالي من المخاطرة	الانحراف المعياري للمحفظة	مؤشر شارب
A	1.48%	1.4%	0.71%	0.1126
B	1.53%	1.4%	0.88%	0.1477
C	1.55%	1.4%	1.08%	0.1388

المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على برنامج EXCEL

يعتمد مؤشر شارب على نسبة علاوة المخاطرة على المخاطرة الكلية للمحفظة حيث كلما كانت هذه النسبة مرتفعة كان أداء المحفظة أفضل، أي أن كل وحدة من المخاطرة تحتوي على علاوة (تعويض) أكبر.

يتضح من خلال الجدول أن أعلى قيمة لشارب كانت بالنسبة للمحفظة B وهذا يجعل من التعويض الذي يحصل عليه المستثمر نتيجة استثماره في هذه المحفظة أفضل من الاستثمار في A و C.

2.2 تقييم أداء المحافظ الاستثمارية من خلال مؤشر ترينور.

حساب معامل بيتا.

الجدول التالي يمثل كيفية حساب معامل بيتا للمحافظ الاستثمارية:

الجدول 07: معامل بيتا للمحافظ الاستثمارية.

اسم الشركة	معامل بيتا للسهم β_i	الوزن الاستثماري للمحفظة A (WA)	الوزن الاستثماري للمحفظة B (WB)	الوزن الاستثماري للمحفظة C (WC)	$\beta_i \times WA$	$\beta_i \times WB$	$\beta_i \times WA$
بنك عجمان	0.0688	10%	5%	0%	0.0068	0.0034	0
دبي للاستثمار	0.9905	40%	40%	50%	0.3962	0.3962	0.4952
امان	0.7520	5%	0%	0%	0.0376	0	0
شركة داماك العقارية دبي	1.9327	5%	5%	0%	0.0966	0.05	0
مصرف السلام السودان	1.3049	40%	50%	50%	0.5219	0.5	0.6224
المجموع		100%	100%	100%	1.0592	1.1487	1.1477

المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على برنامج EXCEL

يقيس معامل بيتا المخاطر المنتظمة للأصول والمحافظ المالية مقارنة بمؤشر أو محفظة السوق، وعليه يتضح من خلال الجدول أن معامل بيتا للمحافظ A، B، C كانت على التوالي 1.0592، 1.1477، 1.1487 وبالتالي كلما تغير عائد السوق بوحدة واحدة يتغير عائد المحفظة A بمقدار 1.0592 أما بالنسبة للمحفظة B فيتغير عائدها بـ 1.1477 أما بالنسبة للمحفظة C فيتغير عائدها بـ 1.1487. ومنه يتضح أن المخاطر المنتظمة المرتبطة بالمحافظ A، B، C مرتفعة نظرا لتأثر عوائدهم بتقلبات عوائد السوق.

3.2 حساب مؤشر ترينور: ويتمثل مؤشر ترينور في:

$$\text{Treynor Measure} = \frac{TR_P - R_F}{B_F}$$

حيث أن:

Treynor Measure: مؤشر ترينور.

B_F : معامل بيتا للمحفظة، أي المخاطرة المنتظمة للمحفظة.

ويقاس B_F كما يلي:

$$B_F = \sum_{i=1}^n W_i \cdot B_i$$

حيث أن:

W_i : نسبة الورقة المالية في المحفظة.

B_i : معامل بيتا للورقة المالية.

N : عدد الأوراق المالية في المحفظة. (السيد متولي 2010، 224-225)

الجدول التالي يوضح كيفية حساب مؤشر ترينور:

الجدول 08: مؤشر ترينور للمحافظ الاستثمارية.

المحفظة	عائد المحفظة	معدل العائد الحالي من المخاطرة	المخاطر المنتظمة للمحفظة	مؤشر ترينور
A	1.48%	1.4%	1.0592	0.0007
B	1.53%	1.4%	1.1487	0.0011
C	1.55%	1.4%	1.1477	0.0013

المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على برنامج EXCEL

من خلال حساب مؤشر ترينور لكل المحافظ الاستثمارية المشكلة تمكنا من الوصول الى المحفظة التي تحقق أحسن أداء حسب ترينور بتحقيقها أعلى معدل ترينور وهو 0.0013 وتمثلت هذه المحفظة في المحفظة C.

4.2 تقييم أداء المحافظ الاستثمارية من خلال مؤشر جنسن.

يظهر نموذج جنسن كما يلي:

$$\text{Alpha « a »} = (R_P - R_F) - \beta(RM - RF)$$

حيث أن: $(R_P - R_F)$: العائد الإضافي.

$$\beta(RM - RF) : \text{علاوة خطر السوق. (السيد متولي 2010، 226)}$$

والجدول التالي يبين كيفية حساب مؤشر جنسن للمحافظ الاستثمارية:

الجدول 09: مؤشر جنسن للمحافظ الاستثمارية.

عائد المحفظة	عائد السوق	معدل العائد الخالي من المخاطرة	β	α
1.48%	0.24%	1.4%	1.0592	1.30%
1.53%	0.24%	1.4%	1.1487	1.43%
1.55%	0.24%	1.4%	1.1477	1.45%

المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على برنامج EXCEL

من خلال الجدول نلاحظ أن المحافظ الثلاث لها قيمة α موجبة، وهذا يعني أداءً جيداً لكل المحافظ وفقاً لمؤشر جنسن. غير أن المحفظة A تعتبر أحسن محفظة استثمارية، لأنها تتميز بأعلى قيمة ل α .

3. مقارنة أداء المحافظ الاستثمارية وفقاً لنموذج شارب، ترينور وجنسن.

الجدول التالي يبين مقارنة بين أداء المحافظ الاستثمارية وفقاً لنموذج كل من شارب، ترينور وجنسن.

الجدول 10: مقارنة أداء المحافظ الاستثمارية وفقاً لنموذج شارب، ترينور وجنسن.

المحفظة	مؤشر شارب	مؤشر ترينور	مؤشر جنسن
A	0.1126	0.0007	1.3%
B	0.1477	0.0011	1.43%
C	0.1388	0.0013	1.45%

المصدر: من اعداد الباحثة بالاعتماد على برنامج EXCEL

بالمقارنة بين أداء المحافظ الاستثمارية الثلاث وفقاً لمؤشرات شارب، ترينور وجنسن يتضح أن المحفظة C تتميز بأداء أفضل وفقاً لمؤشر كل من ترينور وجنسن، أما شارب فقد اختار المحفظة B.

تري الباحثة أن على المستثمر في سوق دبي المالي الاعتماد على مؤشر شارب عند اختياره للمحافظ الاستثمارية باعتبار أن هذا الأخير يعتبر من الناحية الطبيعية سوفا ماليا يتميز بأنه غير كفاء، وذلك استنادا إلى دراسة بن اممر حاسين وآخرين، حيث تم اعتباره غير كفاء لأن توزيع البيانات (الأسعار) كان عشوائيا، أي لا يخضع للتوزيع الطبيعي، وبما أن مؤشر شارب يلائم خصائص ومميزات الأسواق البسيطة (غير الكفوءة) فعلى المستثمر في سوق دبي المالي الاعتماد على هذا المؤشر. وما يؤيد النتائج المتوصل إليها هي دراسة عماد دلول الذي يعتبر أن مؤشر شارب أكثر ملائمة للأسواق غير الكفوءة.

كما أن مؤشر شارب لم يعط نتائج جيدة بالنسبة للمحفظة C لأنه حسب رأي الباحثة طريقة التنوع المتبعة في تشكيل المحفظة C كانت تتميز بدرجة عالية من عدم الاتساق، بحيث كانت معدلات الارتباط بين عوائد الأصول مرتفعة بنسبة كبيرة، الشيء الذي أدى إلى عدم فعالية التنوع، وبالتالي نتجت عنه معدلات مخاطرة مرتفعة.

خاتمة:

لقد أسهم سوق دبي المالي في إحداث نقلة نوعية غيرت وجه الأسواق المالية في الشرق الأوسط. وأقدم السوق منذ ذلك الحين على اتخاذ العديد من الخطوات الفريدة من نوعها، والتي ساهمت في تحويل سوق دبي المالي سريعا إلى البورصة الرائدة في المنطقة، وهو يعتبر أول سوق مالي يتم طرح أسهمه للاكتتاب العام في الشرق الأوسط، كما أن سوق دبي المالي متوافق مع الشريعة الإسلامية وأحكامها.

ومن خلال الدراسة تمكنا من الوصول إلى النتائج التالية:

- أن تشكيل المحافظ الاستثمارية وفقا للتنوع أفضل من امتلاك أصول مالية معينة على حدة، وهذا ما يؤكد الفرضية الأولى والتي نصت على أنه يتم تشكيل المحافظ الاستثمارية بناءً على مبدأ التنوع الكفاء.

- بعد تشكيل المحافظ الاستثمارية مع الأخذ بعين الاعتبار معامل الارتباط تبين أن هناك علاقة طردية بين معامل الارتباط بين الأصول المالية المكونة للمحفظة ودرجة مخاطرة المحفظة الاستثمارية، بحيث كلما زاد معامل الارتباط للأصول المالية ترتفع مخاطرة المحفظة، وهذا ما يؤكد الفرضية الثانية.

- أما فيما يخص الفرضية الثالثة التي اشارت إلى اعتماد مختلف النماذج على المفهوم المطلق للمخاطرة في تقييمها لأداء المحفظة الاستثمارية، تبين خطأ الفرضية، إذ إن كل نموذج اعتمد على نوع محدد من المخاطر، حيث إن نموذج شارب اعتمد على قياس المخاطر الكلية للمحفظة، بينما نموذج ترينور اعتمد على المخاطر النظامية، بينما تجاهل المخاطر غير النظامية، أما جنسن فاعتمد على المخاطر النظامية وغير النظامية.

- أما بخصوص الفرضية الرابعة، والتي نصت على أنه يمكن للمستثمر بسوق دبي المالي أن يختار أي مؤشر من مؤشرات شارب، ترينور وجنسن في اختيار وتقييم أداء المحافظ الاستثمارية، تبين عدم صحة هذه الفرضية، فحسب النتائج المتوصل إليها يعتبر من الأفضل الاعتماد على مؤشر شارب، لأنه يتماشى مع طبيعة سوق دبي المالي.

- يعتبر مؤشر شارب أفضل مؤشر بالنسبة لسوق دبي المالي، لأنه يتماشى مع طبيعة هذا الأخير.

- يقيس مؤشر ترينور أداء المحافظ ويساعد على اختيار أفضلها انطلاقاً من المبدأ أن المخاطر غير النظامية تم التخلص منها، ولذلك يستعمل معامل بيتا كمقياس للمخاطر النظامية.

- يقيس مؤشر جنسن هو الآخر أداء المحافظ الاستثمارية، ويساهم في اختيار أفضلها بالاستعانة بمعامل α .

- يمكن أن تكون المحافظة المختارة من خلال مؤشر شارب مختلفة عن التي يختارها ترينور وعن التي يختارها جنسن.

- يعمل سوق دبي المالي على رفع كفاءته لما يترتب عليه من آثار إيجابية على السوق المالي والمستثمرين على حد سواء.

التوصيات والاقتراحات:

- من الضروري إحداث تعديلات في الموقع الإلكتروني لسوق دبي المالي لتمييزه بالتعقيد وصعوبة الحصول على كافة المعلومات منه.

- يجب على الجهات المختصة والمسؤولة عن سوق دبي المالي بإعداد قاعدة بيانات تحتوي على عوائد الأسهم الشهرية، والنصف سنوية، والسنوية، لما لها من أهمية في إعداد الدراسات ومساعدة المستثمرين باتخاذ قرار الاستثمار بشكل رشيد وسليم.

- يجب عقد ورشات عمل ولقاءات علمية لتكثيف التوعية الاستثمارية للمستثمرين من أجل مساعدتهم في الاختيار المناسب لاستثماراتهم.

5- قائمة المراجع:

1. حسن مشريقي. (2014). اختبار نموذج تسعير الأصول الرأسمالية في سوق دمشق للأوراق المالية. مجلة جامعة البعث، 36(1).
2. الياس خضير الحمدوني. (2011). تقييم أداء المحافظ الاستثمارية بالتطبيق في سوق عمان المالي. مجلة جامعة الانبار للعلوم الاقتصادية والإدارية، 4(1).
3. حاسين بن اعرم. (2013/2012). فعالية الاسواق المالية في الدول النامية. اطروحة لنيل شهادة الدكتوراه، جامعة ابي بكر بلقايد.
4. حسين عصام. (2009). أسواق الأوراق المالية (البورصة). الاردن: دار اسامة للنشر والتوزيع.
5. رابع حريزي. (2015). البورصة والأدوات محل التداول فيها. الجزائر: دار بلقيس.
6. سارة عبدلي. (2012). أساليب قياس أداء حافظة الأوراق المالية. مذكرة ماجستير، جامعة قاصدي مرباح.
7. صفية صديقي. (2012/2011). طرق تقييم وتحليل الأوراق المالية في ظل النظرية المالية السلوكية. مذكرة ماجستير، جامعة قاصدي مرباح.
8. عبد القادر السيد متولي. (2010). الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير. عمان: دار الفكر.
9. عمر لحسين. (2016). تقييم أداء المحفظة على أساس قيمة السهم. جامعة الجيلالي الياابس.
10. يوسف خروبي. (2012). تقدير العائد و المخاطرة للاستثمارات باستخدام نموذج توازن الاصول المالية. مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات نيل شهادة الماجستير.
11. Alphonse P., et al., (2017), Gestion de portefeuille et marchés financiers, Pearson
12. Bodie et al, R., R. (2003). investments,, McGraw-hill
13. Bodie Z., M. R. (2007). Finance. Pearson edu.
14. Jacquilat B., S. (1989). Marchés Financiers: Gestion des portefeuilles et des risques. Dunod.
15. Jean-baptiste, F. (2002). Economie du risque, « Application à la finance et l'assurance ». france: Éditions Bréal .
7. Jacquilat B., Solnik, R. (1989), Marchés Financiers: Gestion des portefeuilles et des risques, Dunod
16. Markowitz, H. (1952). Portfolio Selection. Journal of finance.
17. Mishikin, F. (2001). the Economics of Money, Banking and Financial Markets. Addison-Wiley.
18. Mishkin, F. S. (2012). Financial Markets and Institutions. England : Pearson Education Limited.

6- الملاحق:

الملحق 01: البيانات الأسبوعية الخاصة ببنك عجمان

1.5	2023/09/25	2.17	2023/03/06
1.5	2023/10/03	2.05	2023/03/13
1.46	2023/10/09	2.07	2023/03/20
1.45	2023/10/16	2.12	2023/03/27
1.47	2023/10/23	2.1	2023/04/03
1.41	2023/10/30	2.05	2023/04/10
1.4	2023/11/06	2.08	2023/04/17
1.32	2023/11/13	1.99	2023/04/24
1.35	2023/11/20	1.92	2023/05/01
1.37	2023/11/27	1.93	2023/05/08
1.36	2023/12/04	1.81	2023/05/15
1.33	2023/12/12	1.67	2023/05/22
1.34	2023/12/18	1.65	2023/05/29
1.33	2023/12/25	1.73	2023/06/05
1.34	2024/01/02	1.72	2023/06/12
1.6	2024/01/08	1.71	2023/06/19
1.51	2024/01/15	1.66	2023/06/26
1.5	2024/01/22	1.71	2023/07/03
1.47	2024/01/29	1.67	2023/07/10
1.45	2024/02/05	1.64	2023/07/17
1.39	2024/02/12	1.63	2023/07/24
2.4	2024/02/19	1.62	2023/07/31
2.41	2024/02/26	1.6	2023/08/07
2.39	2024/03/05	1.56	2023/08/14
2.4	2024/03/12	1.56	2023/08/21
2.92	2024/03/19	1.57	2023/08/28
3.52	2024/03/26	1.55	2023/09/04
1.3%	R	1.57	2023/09/15
11.1%	σ	1.52	2023/09/18
0.068819	β		

الملحق 02: البيانات الأسبوعية الخاصة بدبي للاستثمار

2.02	2023/10/09	2.19	2023/03/06
2.01	2023/10/16	2.1	2023/03/13
2	2023/10/23	2.11	2023/03/20
2.02	2023/10/30	2.16	2023/03/27
2.01	2023/11/06	2.25	2023/04/03
2.07	2023/11/13	2.39	2023/04/10
2.16	2023/11/20	2.25	2023/04/17
2.26	2023/11/27	2.18	2023/04/24
2.34	2023/12/04	1.95	2023/05/01
2.36	2023/12/12	2.01	2023/05/08
2.37	2023/12/18	1.89	2023/05/15
2.38	2023/12/25	1.97	2023/05/22
2.54	2024/01/02	1.95	2023/05/29
2.6	2024/01/08	20.7	2023/06/05
2.55	2024/01/15	2.03	2023/06/12
2.54	2024/01/22	2.05	2023/06/19
2.5	2024/01/29	2.04	2023/06/26
2.52	2024/02/05	2.07	2023/07/03
2.53	2024/02/12	2.17	2023/07/10
2.55	2024/02/19	2.19	2023/07/17
2.56	2024/02/26	2.13	2023/07/24
2.48	2024/03/05	2.06	2023/07/31
2.43	2024/03/12	2.11	2023/08/07
2.45	2024/03/19	2.19	2023/08/14
3.8	2024/03/26	2.12	2023/08/21
1.5%	R	2.13	2023/08/28
10.1%	σ	2.14	2023/09/04
0.99255	β	2.13	2023/09/15
		2.11	2023/09/18
		2.07	2023/09/25
		2.01	2023/10/03

الملحق 03: البيانات الأسبوعية الخاصة بشركة دبي الإسلامية للتأمين وإعادة التأمين – أمان

0.553	2023/10/10	0.66	2023/03/06
0.518	2023/10/16	0.63	2023/03/13
0.529	2023/10/23	0.636	2023/03/20
0.508	2023/10/31	0.65	2023/03/31
0.503	2023/11/07	0.638	2023/04/04
0.53	2023/11/13	0.607	2023/04/10
0.539	2023/11/21	0.656	2023/04/17
0.535	2023/11/27	0.625	2023/04/24
0.525	2023/12/04	0.575	2023/05/01
0.524	2023/12/12	0.592	2023/05/08
0.552	2023/12/18	0.575	2023/05/17
0.63	2023/12/25	0.558	2023/05/22
1.09	2024/01/02	0.578	2023/05/29
1.09	2024/01/08	0.598	2023/06/05
1.01	2024/01/15	0.58	2023/06/12
1.01	2024/01/22	0.64	2023/06/19
0.99	2024/01/29	0.614	2023/06/26
1.03	2024/02/05	0.628	2023/07/03
0.966	2024/02/12	0.648	2023/07/10
0.95	2024/02/19	0.656	2023/07/17
0.942	2024/02/26	0.69	2023/07/24
0.912	2024/03/05	0.625	2023/07/31
0.878	2024/03/12	0.624	2023/08/07
0.85	2024/03/19	0.619	2023/08/14
0.913	2024/03/28	0.566	2023/08/21
1%	R	0.585	2023/08/28
11%	σ	0.576	2023/09/04
0.752091	β	0.57	2023/09/15
		0.62	2023/09/18
		0.6	2023/09/25
		0.541	2023/10/04

الملحق رقم 04: البيانات الأسبوعية الخاصة بشركة داماك العقارية دبي

2.24	2023/10/09	2.63	2023/03/06
2.23	2023/10/16	2.66	2023/03/13
2.19	2023/10/23	2.64	2023/03/20
2.17	2023/10/30	2.73	2023/03/27
2.12	2023/11/06	2.57	2023/04/03
2.1	2023/11/13	2.84	2023/04/10
2.15	2023/11/20	2.85	2023/04/17
2.2	2023/11/27	2.58	2023/04/24
2.33	2023/12/04	2.44	2023/05/01
2.4	2023/12/12	2.4	2023/05/08
2.31	2023/12/18	2.26	2023/05/15
2.53	2023/12/25	2.34	2023/05/22
2.69	2024/01/02	2.29	2023/05/29
2.65	2024/01/08	2.44	2023/06/05
2.65	2024/01/15	2.34	2023/06/12
2.67	2024/01/22	2.35	2023/06/19
2.79	2024/01/29	2.28	2023/06/26
2.8	2024/02/05	2.33	2023/07/03
2.84	2024/02/12	2.4	2023/07/10
2.87	2024/02/19	2.41	2023/07/17
2.94	2024/02/26	2.34	2023/07/24
2.89	2024/03/05	2.37	2023/07/31
2.86	2024/03/12	2.39	2023/08/07
2.76	2024/03/19	2.47	2023/08/14
3.98	2024/03/26	2.44	2023/08/21
1.1%	R	2.38	2023/08/28
8.9%	σ	2.41	2023/09/04
1.932779	β	2.36	2023/09/15
		2.33	2023/09/18
		2.3	2023/09/25
		2.21	2023/10/03

الملحق 05: البيانات الأسبوعية الخاصة بمصرف السلام السودان (Alsalam Bank)
(Sudan)

1.23	2023/10/03	1.49	2023/03/06
1.25	2023/10/09	1.49	2023/03/13
1.21	2023/10/16	1.5	2023/03/20
1.2	2023/10/23	1.38	2023/03/27
1.2	2023/10/30	1.5	2023/04/03
1.16	2023/11/06	1.62	2023/04/10
1.17	2023/11/13	1.6	2023/04/17
1.2	2023/11/20	1.67	2023/04/24
1.2	2023/11/27	1.6	2023/05/01
1.25	2023/12/04	1.55	2023/05/08
1.24	2023/12/12	1.52	2023/05/15
1.25	2023/12/18	1.5	2023/05/22
1.24	2023/12/25	1.53	2023/05/29
1.31	2024/01/02	1.45	2023/06/05
1.43	2024/01/08	1.32	2023/06/12
1.88	2024/01/15	1.23	2023/06/19
1.88	2024/01/22	1.2	2023/06/26
1.89	2024/01/29	1.21	2023/07/03
1.93	2024/02/05	1.39	2023/07/10
1.91	2024/02/12	1.42	2023/07/17
1.89	2024/02/19	1.4	2023/07/24
1.81	2024/02/26	1.34	2023/07/31
1.8	2024/03/05	1.4	2023/08/07
1.93	2024/03/12	1.35	2023/08/14
20.3	2024/03/19	1.34	2023/08/21
3.06	2024/03/26	1.32	2023/08/28
1.7	R	1.35	2023/09/04
9%	σ	1.33	2023/09/15
1.30493092	β	1.34	2023/09/18
		1.24	2023/09/25