مجلة البحوث الاقتصادية والمالية
ISSN: 2352– 9822 / E-ISSN: 2588-1574
المجلد: 11 العدد: 01 / جوان-2024
ص 346 - 369

OEB Univ. Publish. Co.

مقارنة الأداء الاستثماري لمحفظة ساكنة ومحفظة نشطة في سوق عمان دراسة تطبيقية على عينة شركات مدرجة في المؤشر ASE 20

Comparing Investment Performance of Passive and Active Portfolio's In Amman Stock Exchange An Empirical Study On a Sample Of Companies Listed On The ASE 20 Index

ط .د/ عماد الدين جويمع [1] *، أ. د/ السعدي رجال [2]

[1] جامعة أم البواقي، مخبر المحاسبة، المالية، الجباية والتأمين، (الجزائر)،
imad.djouimaa@univ-oeb.dz

[2] جامعة أم البواقي، مخبر الابتكار والهندسة المالية، (الجزائر)، *Gestred55@gmail.com*

تاريخ الاستلام: 2024/04/29 تاريخ قبول النشر: 2024/05/25 تاريخ النشر: 2024/06/30

الملخص : تهدف هذه الدراسة الى التعريف بالمحافظ الاستثمارية واستراتيجيات ادارتها و نماذج بناءها، من خلال بناء و تحليل محفظة ساكنة ،باستخدام استراتيجية الشراء و الاحتفاظ وفقا لنموذج معدل حد القطع، و بناء وتحليل محفظة نشطة، باستخدام استراتيجية اختيار الأوراق المالية وفقا لنموذج العائد العالي، في بعض الشركات المدرجة في مؤشر سوق عمان ASE 20، و تقييمها باستخدام مؤشر شارب لتحديد أي محفظة تحقق أفضل أداء، اذ تم اختيار بيانات 10 شركات مدرجة في مؤشر سوق عمان ASE 20 للفترة 2018- 2022، وقد خرجت الدراسة بجملة من الاستنتاجات مفادها أن المحفظة النشطة تفوقت في الأداء على المحفظة الساكنة ومحفظة مؤشر السوق في سوق عمان. وقد اقترح الباحثان على المستثمرين ومديري المحافظ في سوق عمان الاعتماد على استراتيجيات الإدارة النشطة في بناء وتسيير محافظهم المالية.

الكلمات المفتاحية: المحفظة الاستثمارية، المحفظة الساكنة، المحفظة النشطة.
تصنيف JEL: C10،P34،G11 .

Abstract: This Study aims to building and analyzing a passive portfolio, using the buy and hold strategy ,according to the cut off ratio model ,and building and analyzing an active portfolio using the securities selection strategy according to the high-return model, in some companies listed in ASE 20 index of The Amman Stock exchange and its evaluation using Sharp index, to determinate which portfolio achieves the best performance , as the data of 10 companies included in the ASE 20 index for the period from 2018 to 2022 . The study came out with a set of conclusions, the most important of which is that the active portfolio performed the passive and the market index portfolios in The Amman stock exchange

Keywords: Investment Portfolio, Passive Portfolio, Active Portfolio.
Jel Classification Codes : G11, P34, C10.

***المؤلف المرسل**: عماد الدين جويمع

1. مقدمة:

يعد موضوع المحفظة الاستثمارية من الموضوعات المهمة في الفكر المالي المعاصر، حيث يواجه المستثمرون في الأسواق المالية ظروف ديناميكية وغير مؤكدة، ودائما ما يطالب المستثمرون بمزيد من المعلومات حول الأوراق المالية المدرجة في

السوق وذلك لغرض بناء أو تشكيل المحفظة المثلى لاستثماراتهم، التي هي بالفعل تعتبر مشكلة هامة في الهندسة المالية، ويكون الهدف من تشكيل المحفظة المثلى هو الحصول على افضل أداء في السوق، و تقدم نظرية المحفظة الأسس العلمية لتوزيع الاستثمارات والاستراتيجيات المثلى في إدارة المحفظة، و قد أظهرت نظرية ماركويتز أنه من خلال مبدأ التنويع أي دمج عدة أصول في محفظة استثمارية يمكن ذلك من تقليل المخاطر الاستثمارية المرتبطة بتلك الأصول، ويستخدم المستثمرون و مدراء المحافظ عدة أساليب في إدارة و تسيير المحافظ المالية وهي: الأسلوب الديناميكي أي المحافظ النشطة والأسلوب الستاتيكي أي المحافظ الساكنة.

وبناء على ما تقدم يمكن صياغة إشكالية الدراسة على النحو التالي:

ما هو أفضل أداء مقارنة بين محفظة ساكنة ومحفظة نشطة في سوق عمان؟

يتفرع عن السؤال المركزي السؤالين التاليين:

ما هو أداء المحفظة الساكنة في سوق عمان؟

ما هو أداء المحفظة النشطة في سوق عمان؟

2-1 الفرضيات:

لا تحقق المحفظة النشطة أداء أفضل من المحفظة الساكنة في سوق عمان.

تحقق المحفظة النشطة أداء أفضل من المحفظة الساكنة في سوق عمان.

3-1 أهمية الدراسة:

تكمن أهمية الدراسة في إعطاء صورة واضحة وشاملة عن مفهوم المحافظ الاستثمارية وكيفية بناءها، والمبادئ التي تقوم على أساسها وكذلك الاستراتيجيات المتبعة في إدارتها وكيفية تقييمها.

4-1 أهداف الدراسة:

تهدف هذه الدراسة الى كيفية تشكيل أفضل محفظة استثمارية في سوق عمان من حيث الأداء الاستثماري.

5-1 منهج الدراسة:

لتحقيق أهداف الدراسة نم الاعتماد على المنهج الوصفي باستخدام الأساليب و الطرق الكمية في بناء و تحليل المحافظ الاستثمارية للفترة 2018-2022 و تم الاعتماد على برمجية Excel في حساب النتائج.

6-1 حدود الدراسة:

الحدود المكانية: تم سحب عينة بيانات لـ 10 شركات مدرجة في مؤشر سوق عمان ASE 20 باستخدام طريقة الجداول العشوائية.

الحدود الزمنية: تم الاعتماد على البيانات السنوية لأسعار الاغلاق للفترة بين 2018 – 2022 .

1-7 عينة الدراسة:

تشمل عينة البحث 10 شركات مدرجة في سوق عمان المالي.

الجدول 1 : الشركات عينة البحث المدرجة في مؤشر ASE 20

الرقم	اسم الشركة	الرمز
01	البنك الإسلامي الاردني	JOIB
02	بنك الاتحاد	UBSI
03	بنك المال الأردني	CAPL
04	بنك الأردن	BOJX
05	البنك الأهلي الأردني	AHLI
06	البنك العربي	ARBK
07	الكهرباء الأردنية	JOEP
08	الاتصالات الأردنية	JTEL
09	مناجم الفوسفات الأردنية	JOPH
10	مصفاة البترول الأردنية جوبترول	JOPT

المصدر: من اعداد الباحثان بالاعتماد على بيانات موقع www.ase.com.jo.

2-مفهوم وأهداف المحفظة الاستثمارية:

1-2 مفهوم المحفظة الاستثمارية:

هي تشكيلة أو توليفة من الأدوات الاستثمارية يمتلكها الأفراد أو المؤسسات المالية تضم أدوات مالية كالأسهم والسندات، القبولات المصرفية وأوذونات الخزينة وأدوات حقيقية كالعقارات والمعادن النفيسة. (علوان، 2009، ص 185) وتعرف أيضا على أنها المحفظة التي تحقق أعلى عائد للمستثمر الرشيد بأقل مخاطرة (الكبيسي، 2009، ص 12).

ومنه فإن المحفظة الاستثمارية هي عبارة عن توليفة من الأوراق المالية المتداولة في الأسواق المالية غرضها تحقيق عائد على الاستثمار

وقد أصبح هناك اتفاق شبه تام لدى المهتمين بالعلوم المالية بأن المحافظ الاستثمارية مقتصرة على المفهوم المتخصص للمحافظ الاستثمارية وهي الأوراق المالية المتداولة في أسواق رأس المال وذلك راجع الى أن الأوراق المالية تعتبر من أبرز أدوات الاستثمار في عصرنا الحاضر.

2-2 أهداف المحفظة الاستثمارية:

ويكون الهدف من تشكيل المحافظ المالية هو: (المومني، 2009، ص 20)

- الحفاظ على رأس المال الأصلي.
- استمرارية التدفقات النقدية.
- النمو في راس المال.
- إدارة السيولة.

3-مفهوم العائد وقياسه:

1-3 مفهوم العائد:

ان بناء جميع القرارات الاستثمارية يعتمد على العائد لأنه أهم المقاييس في المفاضلة بين الأدوات المالية حيث عرف على أنه: الربح الناتج من مبادلة السلع أو من العمل أو الاستثمار أو غيره. (سلمان، 2016، ص 345) وعرف بأنه: مكافأة الاستثمار. (Bodie et al, 2001,p157) ويعتر العائد أنه: القوة التحفيزية أو قوة المكافأة وراء كل استثمار. (العارضي، 2016، ص 249). يعتبر العائد الربح الذي يحصل عليه المستثمر نتيجة استثمار أمواله وكتعويض عن فترة الانتظار والمخاطرة التي يتحملها ونحصل عليه من خلال حساب الفارق بين القيمة الأولية للاستثمار والقيمة النهائية له. وتعبر عن كل زيادة في رأس المال المستثمر: بعائد.

وهناك العديد من الأشكال التي يتخذها العائد وهي: (موسى وآخرون، 2012، ص 80)

- **توزيعات الأرباح:** ونحصل عليها في حالة أموال الملكية مثل الأسهم حيث يحصل حاملها على أرباح موزعة.

- **الفوائد**: ونحصل عليها في حالة أوراق الاقتراض مثل السندات حيث يحصل حاملها على عائد في صورة فائدة.

- **الأرباح الرأسمالية**: وتكون نتيجة إعادة بيع الأوراق المالية بمبلغ يزيد عن قيمة الشراء (في حالة النقصان عن قيمة الشراء تكون خسائر رأسمالية) .

ويمكن التفريق بين عدة أنواع من العائد وهي:

- **العائد المطلوب**: وهو العائد الذي يرغب المستثمر في الحصول عليه نتيجة استثمار أمواله وعادة ما يكون ملائم لمستوى المخاطر التي يتعرض لها المشروع أو أداة الاستثمار ويتكون من جزأين هما العائد الخالي من المخاطرة بالإضافة الى بدل المخاطرة. (رمضان، 2007، ص 316).

معدل العائد المطلوب = معدل العائد الخالي من المخاطر + معدل التضخم + مقابل الخطر

- **العائد المتوقع**: وهو العائد المتوقع الحصول عليه من قبل المستثمر من خلال استثمار ما ويمكن قياسه بالصيغة التالية: (حنفي، 2004، ص 105)

$$E(R)= \sum_{i=1}^{n} pi \ ri$$

حيث ان:

E(R):القيمة المتوقعة للعائد Pi :تمثل وزن الاحتمال
ri :العائد المتوقع في ظل الاحتمال i R : تمثل عدد الاحتمالات

- **العائد الفعلي**: وهو العائد الذي يحققه المستثمر فعلا من خلال استثمار ما وقد يكون ربح ايرادي أو ربح رأسمالي أو مزيج منهما. (رمضان، 2007، ص 289).

2-3 قياس العائد:

1. **العائد على السهم**: (العامري، 2010، ص 149).

$$R_i(t) = \frac{(P_t - P_{t-1}) + D}{P_{t-1}}$$

حيث أن:

R_i : العائد على الاستثمار في السهم. P_t : سعر السهم في نهاية الفترة.

P_{t-1} : سعر السهم في بداية الفترة. D : الأرباح الموزعة.

2. **عائد المحفظة**: و يرمز له بالرمز R_P وهو مجموع عوائد مكونات المحفظة مرجحة بأوزانها W_i و يحسب وفقا للصيغة التالية: (Hiller et al, 2008, P102).

$$R_P = \sum_{i=1}^{n} W_i R_i$$

حيث أن: R_P عائد المحفظة. W_i : وزن السهم في المحفظة.

R_i : العائد المحقق للسهم في المحفظة. n : عدد الأسهم في المحفظة.

4-مفهوم المخاطرة وقياسها:

4-1 مفهوم المخاطرة:

تخضع جميع النشاطات الاستثمارية لمفهوم المخاطرة والتي تعرفت على أنها:

احتمال تقلب العوائد المستقبلية المتأتية من الاستثمارات (العامري، 2013، ص 284)، وعرفت بأنها: الاختلاف بين العوائد الفعلية والعوائد المتوقعة (جردان، 1997، ص 95).

ان القرارات الاستثمارية تتأثر بالمخاطرة التي هي نسبة تعرض العوائد المتوقعة للتذبذب وعليه يجب على جميع المستثمرين في الأسواق المالية ان يكونوا على دراية تامة بالمخاطر التي يتحملونها جراء استثماراتهم.

4-2 قياس المخاطرة: يمكن تقدير مستوى المخاطرة بناء على عدة مقاييس إحصائية وهي:

1. **التباين:** و هو مجموع مربعات فروقات القيم عن وسطها الحسابي (Brealey et al, 2011,p 163) و يرمز له بـ δ^2 حيث أنه كلما زاد التباين في النتائج المتوقعة للشركة كلما دل ذلك على عدم تجانسها (زيادة المخاطرة) و يحسب كالتالي :

$$\delta^{2} = \sum_{i=1}^{n} (R_i - \bar{R}_i)^2 P_i = \frac{\sum (R_i - \bar{R}_i)^2}{N-1}$$

δ^2: التباين. R_i: العائد المتحقق.

$\bar{R}_i$: الوسط الحسابي للعائد المتحقق. P_i: الاحتمالية.

2. **الانحراف المعياري**: هو الجذر التربيعي للتباين و يرمز له بالرمزσ و يعرف على أنه مقياس تشتت القيم عن الوسط الحسابي حيث كلما كان الانحراف المعياري أصغر كلما كانت المخاطر أقل و العكس صحيح .(Madura, 2010, p 269)

ويحسب كالتالي: $\sigma = \sqrt{\sigma^2} = \sqrt{\frac{\sum (P_i - \bar{R}_i)^2}{N-1}}$

δ: الانحراف المعياري. $\bar{R}_i$: الوسط الحسابي للعائد المتحقق.

R_i: العائد المتحقق. N : عدد السنوات.

3. **الانحراف المعياري للمحفظة:** ويرمز له بالرمز σp و يحسب بالصيغة التالية:

$$\sigma p = \sqrt{W_1{}^2\sigma^2 + W_2{}^2\sigma^2 + 2\, W_1\, W_2\, r_{1,2}\sigma_1\sigma_2}$$

W1, W2 أوزان الموجودات 2,1 في المحفظة.

r_1,2 معامل الارتباط بين عوائد الموجودات 1، 2.

σ1 σ2 الانحرافات المعيارية للموجودات 1، 2.

4. **معامل الاختلاف:** يستخدم في مقارنة المخاطرة الموجودة مع العوائد المتوقعة (عبد القادر، 2010 ص 46) و هو مقياس للتشتت و يرمز له بـ C V حيث كلما زادت قيمة معامل الاختلاف كلما زادت المخاطرة و العكس صحيح.

$$C.V = \frac{\sigma}{\bar{R}_i}$$

$C.V$: معامل الاختلاف. δ : الانحراف المعياري. $\bar{R}_i$: متوسط العائد المتوقع.

5. **معامل بيتا:** يعرف بانه معامل مخاطرة السوق و هو مؤشر لدرجة حركة عوائد أصل معين لتغير عائد السوق (Jones, 2004,p 167) وهو يقيس علاقة العائد لسهم ما مع العائد على كل السوق وهو مقياس المخاطرة التي لا يمكن تفاديها بالتنويع ويرمز له بالرمز ß. ويحسب كالتالي:

$$\text{بيتا} = \text{Beta} = \beta = \frac{\sigma_{Ri}}{\sigma Rm} * \tau R_i R_m = \frac{COV(R_i, R_m)}{\sigma^2 Rm}$$

Cov : تباين مشترك . R_i : معدل عائد السهم.

R_m: معدل عائد السوق. $\sigma^2 Rm$: تباين عائد السوق.

ويحسب بيتا المحفظة وفقا للصيغة التالية:

$$\beta p = \sum_{i=1}^{n} Wi\ \beta i$$

حيث أن : βi :بيتا الموجودات في المحفظة. Wi :أوزان الموجودات في المحفظة.

وتأخذ بيتا المحفظة واحدة من القيم التالية:

جدول 2: قيم بيتا.

β<0	β=0	β<1	β=1	β>1
يتحرك عكس اتجاهات السوق و عائده أقل من عائد أذونات الخزينة	المحفظة المالية تخلو من المخاطر المنتظمة.	تقلبات عائد المحفظة المعنية أقل من تقلبات عائد محفظة السوق	عائد المحفظة يساوي عائد السوق وتقلباتها مساوية وفي نفس الاتجاه	يدل على أن تقلبات عائد المحفظة أكبر من تقلبات عائد محفظة السوق
لا يجذب اهتمام المستثمرين	أذونات الخزينة	أسهم دفاعية	محفظة السوق	أسهم هجومية

المصدر: من اعداد الباحثان بالاعتماد : (بن منصور، ص ص 80-81).

وتنقسم المخاطرة من منظور نظرية المحفظة الى:

6. **مخاطر نظامية:** وهي التي لا يمكن تجنبها بالتنويع حيث تنشأ نتيجة عوامل السوق وهي تؤثر على جميع الشركات المدرجة فيه لذلك سميت بمخاطر السوق ويمكن قياسها بالصيغة التالية: (العامري، 2013، ص 286)

$$systematic\ Risk = \beta^2 \sigma^2{}_{Rm}$$

β^2: مربع معامل البيتا. δ^2: التباين. R_m: معدل عائد محفظة السوق.

7. **مخاطر غير نظامية** : وهي التي يمكن تجنبها بالتنويع ويمكن قياسها بالصيغة التالية: (مطر و تيم، 2005، ص 42).

$$Unsystematic\ Risk = \sigma^2{}_{ej} = \frac{\sigma R_i}{\bar{R}_i}$$

δR_i : الانحراف المعياري لمعدل العائد. $\bar{R}_i$: متوسط معدل العائد.

8. **مخاطر كلية:** وهي حاصل جمع المخاطر النظامية والمخاطر غير النظامية.

5-استراتيجيات المحفظة الاستثمارية:

1-5 استراتيجيات الإدارة الساكنة:

هي استراتيجيات الاستثمار القائمة على نظرية كفاءة الأسواق المالية والتي مفادها أن القيمة الحقيقية للسهم غير ثابتة و تتغير بورود معلومات جديدة الى المتعاملين تخص الربحية المستقبلية و المخاطر المعرضة لها و في ظل هذه النظرية يصعب على المستثمر تحقيق أرباح غير عادية و يصبح الاستقرار في مكونات هذه المحفظة سمة أساسية لهذه الاستراتيجيات ويتوقع أن يكون العائد مماثل لعائد مؤشر السوق لذلك يطلق عليها باستراتيجيات الربط بالمؤشر لأنها تعمل على محاكاة أداء المؤشر، (باكير، 2008، ص 305). بناء على هذا فإن استراتيجيات الإدارة الساكنة تساعد المستثمر المبتدئ في الأسواق المالية والمستثمرين الذين يودون تحقيق عوائد مستقرة.

1-1-5 أشكال استراتيجيات الإدارة الساكنة:

1. **استراتيجية الشراء والاحتفاظ:** وتعرف بأنها بناء محفظة من الأسهم العادية وعدم تغيير مكوناتها لمدة من الزمن وتعتمد هذه الاستراتيجية على شراء

المستثمر للأسهم والاحتفاظ بها لفترة من الزمن وإن الميزة الأهم لهذه الاستراتيجية هي عدم الاضطرار لقضاء الساعات الطويلة لإجراء الأبحاث المتعلقة بالأسهم ومتابعة تطور الاستثمارات الأخرى (فارس، 2008، ص 126).

وتأسيسا على ما تقدم يمكن القول بان استراتيجية الشراء والاحتفاظ وسيلة مناسبة للمستثمر المبتدئ لأنها لا تحتاج إلى الكثير من الوقت والخبرة لإدارتها.

2. **استراتيجية الربط بالمؤشر:** تقتضي هذه الاستراتيجية قيام المستثمر أو الإدارة بتكوين محفظة مماثلة لإحدى محافظ مؤشرات السوق مثل مؤشر DJIA أو S&P 500 وذلك بشراء أوراق مالية تماثل مكونات تشكيلة الأسهم المكونة للمؤشر و تهدف إلى الحصول على عائد يماثل متوسط الأسهم المتداولة في السوق دون تحمله مخاطر اكبر (باكير، 2008، ص 335).

3. **الاستراتيجية شبه الفعالة:** تعتمد هذه الاستراتيجية على خاصية التحديث السنوي لمكونات المحفظة أي تجديد مكونات المحفظة وإعادة موازنتها مرة واحدة في السنة (الداودي، 2011، ص 114).

4. **استراتيجية التعديل الوسطي للتكلفة النقدية:** تقتضي هذه الاستراتيجية على المستثمر وبشكل منظم أن يستثمر مبلغ من المال محدد مسبقا خلال فترات معينة أي القيام بزيادة حجم المحفظة بشكل تدريجي (ساينز، 2002، ص 159).

5. **استراتيجية التحصين:** تعرف باستراتيجية حماية الثروات من حركة سعر الفائدة وتركز هذه الاستراتيجية في تكوين محافظ السندات ذات العوائد الدورية المضمونة خلال أجل معين حيث تجنب هذه الاستراتيجية المستثمر من مخاطر تغير سعر الفائدة (الحناوي، 2002، ص 305).

2-5 استراتيجيات الإدارة النشطة:

و هي استراتيجيات الاستثمار التي لا تعترف بكفاءة الأسواق المالية لا تعترف بأن القيمة السوقية للأسهم تعكس قيمتها الحقيقية وذلك لأن المستثمرين لا يحصلون على نفس المعلومات و أنهم لا يعتمدون على نفس وسائل تحليلها و بالتالي لن يتوصلوا إلى نفس النتائج بشأن قيمة السهم وهذا ما يجعل إمكانية تحقيق أرباح غير عادية ممكنة بالنسبة للبعض منهم و هو الهدف من تكوين المحفظة النشطة، ويعمل المستثمرون دائما على تحليل وتقييم الأسهم في محاولة لتحسين أدائها و التغلب على مؤشر السوق وتتحمل هذه الاستراتيجيات تكاليف أخرى كتكاليف البحث والتحليل (أبو عمر، 2003، ص 89).

1-2-5 أشكال الاستراتيجية النشطة:

1. **استراتيجية اختيار الأوراق المالية:** تقتضي القيام بالتحليل الأساسي الذي يبين لنا ماذا نشتري والتحليل الفني الذي يبين لنا متى نشتري كما تقتضي أيضا استخدام أدوات تقييم الأسهم التي يستخدمها محللو الأوراق المالية بهدف الوقوف على القيمة الحقيقية للورقة المالية ومقارنتها بقيمتها السوقية ثم اتخاذ قرار تضمينها في مكونات أو استبعادها منها (موسى وآخرون 2012 ص 168).

2. **استراتيجية إعادة توزيع مخصصات المحفظة:** تقوم على إعادة توزيع نسب الموارد المالية الموجهة للاستثمار في أسهم شركات قطاع معين على أو لحساب أسهم شركات تنتمي الى قطاعات أخرى (هندي، 1999، ص 445).

3. **استراتيجية توقيت السوق**: تقتضي بادراك المستثمر لأوقات الدخول والخروج من السوق وذلك بهدف تحقيق أرباح غير عادية وعليه يقوم المستثمر بشراء أصول مالية قصيرة الأجل بحصيلة بيع الأسهم وعندما تتحسن الظروف يقوم بتسييل تلك الاستثمارات بغرض استخدامها في شراء الأسهم وهكذا. (Sincere, 2004,p 78).

من خلال الجدول نستعرض أهم الفروقات بين المنهجين:

جدول 3: مقارنة بين الإدارة الساكنة والإدارة النشطة:

	الإدارة الساكنة	الإدارة النشطة
من حيث النظرية	تعترف بنظرية كفاءة السوق	لا تعترف بنظرية كفاءة السوق
من حيث العائد	الحصول على أرباح عادية أي تماثل أرباح المؤشر	إمكانية احراز أرباح غير عادية أي محاولة الحصول على أرباح تفوق أداء المؤشر
من حيث التوقيت	تستخدم على المدى البعيد	تستخدم في جميع الأوقات
من حيث المخاطرة	مخاطرة السوق	مخاطرة السوق بالإضافة الى مخاطر أخرى
من حيث الهدف	محاكاة أداء السوق	التفوق على أداء السوق
من حيث التكاليف	تكاليف منعدمة	تكاليف التحليل والبحث

المصدر: من اعداد الباحثان.

6-تقييم أداء المحافظ المالية:

تخضع عملية التقييم الى جملة من المبادئ الأساسية وهي: (أل شبيب، 2010، ص 213).

- ✓ مقارنة الأداء الفعلي بالأداء المتوقع وذلك من خلال الاعتماد على اليات السوق المالي.

- ✓ مقارنة أداء المحفظة الاستثمارية مع أداء السوق المالي المتمثل في المؤشر فاذا كان أداء المحفظة أعلى من أداء السوق فهذا يعني أن الأداء جيد وإذا كان العائد مساويا لعائد السوق فيعتبر الأداء مقبولا بينما إذا كان أداء المحفظة أقل من أداء السوق فيعتبر الأداء غير مقبول.

1-6 نموذج شارب: (الدوري، 2010، ص 309).

يقوم هذا النموذج بقياس أداء المحفظة على أساس المخاطر المحتملة في الواقع من خلال مقارنة العائد الإضافي و حجم المخاطرة الكلية للمحفظة و يحسب بالصيغة التالية:

$$S_P = \frac{R_P - R_F}{\sigma_p}$$

وتدل النسبة على:

- إذا كانت النسبة أكبر من 1 فهذا يدل على أن الاستثمار في المحفظة يتفوق عن الاستثمار الخالي من المخاطر وبالتالي يولد ربحية أعلى.

- إذا كانت النسبة بين 0 و1 فهذا يدل على أن العائد الإضافي قد يكون أقل من المخاطر المحتملة.

- أما إذا كانت النسبة سالبة فان درجة أمان المحفظة المالية دون المستوى وبالتالي لا جدوى من الاستثمار في مثل هذه المحفظة.

7-الجانب التطبيقي للدراسة:

1-7 تحليل معدلات عوائد ومخاطرة مؤشر ASE 20:

تم احساب عائد مؤشر السوق باستخدام معادلة عائد الاحتفاظ لكل سنة وتم قياس المخاطرة بالانحراف المعياري خلال مدة البحث.

يبين الجدول رقم 4 سلسلة عوائد و مخاطرة المؤشر ASE 20 خلال الفترة الزمنية المبحوثة والذي يوضح العائد و المخاطرة لكل سنة وفي العمود الأخير متوسطات كل من العائد و المخاطرة لجميع سنوات عينة الدراسة وقد حققت سنة 2022 اعلى عائد بـ 0,162 و كان المتوسط 0,102 بينما المخاطرة قدرت بـ0,035.

الجدول 4 : معدلات عوائد و مخاطر المؤشر ASE20

السنوات	2018	2019	2020	2021	2022	المتوسط
العائد	0,101	0 ,092	0,057	0,097	0 ,162	0,102
المخاطرة	0,01	0,01	0,045	0,05	0.06	0,035

المصدر: من اعداد الباحثان.

قمنا بحساب معدل العائد الخالي من الخطر السنوي بحساب متوسط سعر الفائدة على سندات الخزينة لمدة سنوات الدراسة والنتائج مبينة في الجدول التالي:

جدول 5 : معدلات سعر الفائدة لسندات الخزينة

السنوات	2018	2019	2020	2021	2022	المتوسط
المعدل	6,7 %	5 ,8 %	4,9%	4,45%	5,6%	5,5%

المصدر: من اعداد الباحثان بالاعتماد على البيانات من موقع www.ase.com.jo.

أظهرت النتائج من خلال الجدور رقم 5 أن متوسط سعر الفائدة لسندات الخزينة هو 5,5 % ويعتبر هذا هو معدل العائد الخالي من الخطر Rf.

2-6 تحليل عوائد ومخاطر الشركات المدرجة في المؤشر ASE 20:

1-2-6 تحليل عوائد الشركات المدرجة في المؤشر ASE 20:

الجدول 6: معدلات العوائد السنوية لشركات عينة الدراسة المدرجة في المؤشر ASE20

الرقم	الرمز	2018	2019	2020	2021	2022	المتوسط
01	JOIB	0,097	0,096	0,097	0,086	0,079	**0,091**
02	UBSI	0,137	0,124	0,096	0,114	0,112	**0,117**
03	CAPL	0,163	0,130	0,132	0,192	0,135	**0,150**
04	BOJX	0,086	0,095	0,093	0,087	0,092	**0,091**
05	AHLI	0,101	0,116	0,065	0,072	0,075	**0,086**
06	ARBK	0,109	0,115	0,007	0,049	0,104	**0,077**
07	JOEP	0,091	0,093	0,093	0,098	0,077	**0,090**
08	JTEL	0,082	0,070	0,063	0,065	0,102	**0,076**

09	JOPH	0,202	0,095	0,100	0,226	0,242	**0,173**
10	JOPT	0,161	0,136	-0,057	0,151	0,179	**0,114**

المصدر: الجدول من اعداد الباحثان.

يعكس الجدول (6) معدلات العوائد السنوية للشركات عينة الدراسة المدرجة في المؤشر ASE20 لسنوات الدراسة من 2018 الى 2022 كما يبين في العمود الأخير متوسط العوائد للشركات خلال المدة الزمنية الحوثة حيث بينت النتائج أن اعلى عائد تم تحقيقه من قبل شركة مناجم الفوسفات الأردنية حيث بلغ % 17,3 وان ادنى عائد تم تحقيقه من طرف شركة الاتصالات الأردنية حيث بلغ % 7,6 ومن خلال النتائج فان الشركات المدرجة لم تتعرض الى أي خسارة طيلة مدة البحث.

6-2-2 تحليل مخاطر الشركات المدرجة في المؤشر ASE 20:

يبين الجدول رقم (7) معدلات المخاطرة للشركات عينة الدراسة المدرجة في المؤشر ASE 20 وتمثل هذه المعدلات الانحراف المعياري لمعدلات العوائد.

الجدول 7: معدلات المخاطرة لشركات عينة الدراسة المدرجة في المؤشر ASE20

الرقم	الرمز	2018	2019	2020	2021	2022	المتوسط
01	JOIB	0,018	0,015	0,0181	0,015	0,003	**0,01382**
02	UBSI	0,06	0,021	0,006	0,009	0,001	**0,0194**
03	CAPL	0,004	0,006	0,0054	0,013	0,0045	**0,0065**
04	BOJX	0,0015	0,0012	0,0006	0,012	0,0003	**0,00312**
05	AHLI	0,0045	0,009	0,0063	0,0042	0,0033	**0,00546**
06	ARBK	0,010	0,012	0,021	0,009	0,0082	**0,01176**
07	JOEP	0,003	0,001	0,001	0,0025	0,004	**0,00174**
08	JTEL	0,002	0,0018	0,004	0,0035	0,008	**0,00382**
09	JOPH	0,009	0,023	0,022	0,016	0,021	**0,0182**
10	JOPT	0,015	0,045	0,052	0,011	0,0195	**0,0284**

المصدر: من اعداد الباحثان.

بينت نتائج التحليل للجدول (7) أن مخاطرة الشركات عينة الدراسة كانت متقاربة خلال سنوات الدراسة من 2018 الى 2021 و ان نتائج المخاطرة لسنة 2022 هي الأدنى و قد سجلت شركة مصفاة البترول الأردنية جوبترول اعلى مستوى من المخاطرة و ذلك لطبيعة

نشاطها في الطاقة البترولية التي تتعرض الى الكثير من التذبذبات السعرية كما سجل بنك الأردن اقل نسبة مخاطرة .

6-2-3 تحليل معامل الاختلاف وبيتا للشركات عينة الدراسة:

جدول 8: معامل الاختلاف ومعامل بيتا الشركات

الرقم	اسم الشركة	الرمز	معامل الاختلاف	البيتا
01	البنك الإسلامي الاردني	JOIB	0,15187	1 ,116
02	بنك الاتحاد	UBSI	0,16638	0 ,98
03	بنك المال الأردني	CAPL	0,04322	0,126
04	بنك الأردن	BOJX	0,03444	0,789
05	البنك الأهلي الأردني	AHLI	0,06364	0,707
06	البنك العربي	ARBK	0,15313	0,687
07	الكهرباء الأردنية	JOEP	0,01925	0,756
08	الاتصالات الأردنية	JTEL	0,05000	0,693
09	مناجم الفوسفات الأردنية	JOPH	0,10520	1 ,533
10	مصفاة البترول الأردنية	JOPT	0,24921	1,116

المصدر: من اعداد الباحثان.

من خلال نتائج الجدول رقم 8 نلاحظ أن بيتا كل من الشركات JOIB و JOPH و JOPT أكبر من الواحد و هذا يدل على أن تقلبات عائد محفظة الشركات أكبر من تقلبات عائد محفظة السوق و تعتبر أسهمها هجومية ،بينما كانت بيتا الشركات الأخرى محصورة بين الصفر و الواحد و هطا يدل على أن تقلبات عائد هذه المحافظ أقل من تقلبات عائد محفظة السوق وتعتبر أسهمها دفاعية.

6-3 بناء المحافظ الاستثمارية في مؤشر ASE20:

6-3-1 بناء وتحليل محفظة الإدارة الساكنة:

تم الاعتماد في بناء محفظة الإدارة الساكنة على استراتيجية الشراء و الاحتفاظ و بالاعتماد على معدل حد القطع الذي يتم استخدامه لترتيب الأسهم اعتمادا على نسبة العائد الفائض الى بيتا و يعرف معدل حد القطع بانه المؤشر الذي يمنح المستثمر القدرة على تحديد عائد

الأداة الاستثمارية المقبولة في محفظته و التي على أساسها يتم اختيار الأسهم التي ندرجها في المحفظة (ال شبيب، 2009، ص 37).

وتتمثل خطوات بناء المحفظة بالاعتماد على معدل حد القطع كالتالي:

الخطوة الأولى: قمنا بحساب النسبة $\frac{(Ri-Rf)}{\beta}$ لكل سهم ثم قمنا بترتيبها تنازليا.

الخطوة الثانية: قمنا بحساب معدل حد القطع Ci حسب الصيغة التالية:

$$Ci = \frac{\delta^2 m \left(\frac{Ri-Rf}{\delta^2 ej}\right)\beta i}{1+\delta^2 m \Sigma \frac{\beta i^2}{\delta^2 ej}}$$

وذلك بغرض تحديد الأوراق الداخلة في تكوين المحفظة

الخطوة الثالثة: حساب قيمة Z لكل سهم وفق الصيغة التالية: $\frac{\left[\frac{(Ri-Rf)}{\beta}-Ci\right]\beta}{\delta^2 ej}$

الخطوة الرابعة: حساب الوزن Wi أو نسبة استثمار لكل سهم ويكون ذلك من خلال جمع قيم Z للأسهم المرشحة أولا ثم إيجاد الأهمية النسبية لكل سهم من خلال قسمة قيمته من Z على مجموع قيم Z للمحفظة وفق الصيغة التالية: $Wi = \frac{Zi}{\sum Zi}$.

نلاحظ من الجدول رقم 9 أن المحفظة الساكنة مكونة من 6 أسهم منها 4 بنوك وهي CAPL JOIB، UBSI ، AHLI و شركتين هما JOEP و JOPH حيث كان أعلى وزن للشركة JOEP و الذي تمثل في 0,67 وذلك نتيجة العائد المرتفع للشركة.

جدول9: بناء المحفظة الساكنة وأوزانها

الرقم	الرمز	$\frac{Ri-RF}{\beta}$	Ci	Zi	Wi
01	CAPL	0,757	0,0067	102,8	0,05
02	JOPH	0,077	0,028	7,78	0,02
03	UBSI	0,063	0,088	57,85	0,05
05	JOEP	0,047	0,037	39,06	0,67
07	AHLI	0,044	0,025	47,5	0,14
08	JOIB	0,032	0,027	22,22	0,07

المصدر : من اعداد الباحثان.

وقد تم حساب نتائج المحفظة الساكنة:

جدول 10: نتائج بناء المحفظة الساكنة

عائد المحفظة	0,096
الانحراف المعياري	0,04
بيتا المحفظة	0,772
المخاطر النظامية	0,000945
المخاطر اللانظامية	0,000205
المخاطر الكلية	0,00115
معامل الاختلاف	0,416

المصدر: من اعداد الباحثان .

6-3-2 بناء وتحليل محفظة الإدارة النشطة:

تعتمد استراتيجية الإدارة النشطة على عملية دوران المحفظة حيث يترتب على هذه العملية مصاريف مختلفة وهي :

جدول 11: مصاريف إدارة المحافظ النشطة في سوق عمان

المصاريف	الحد الأدنى	الحد الأعلى
مصاريف الاستشارة	0,0054	0,0074
مصاريف الإدارة العامة	0,001	0,0015
مصاريف مختلفة	0,002	0,0024
المجموع	0,0087	0,0113
المعدل	0,01	

المصدر: من اعداد الباحثان بالاعتماد على موقع www.ase.com.jo.

من خلال نتائج الجدول رقم 11 فان مصاريف الإدارة النشطة في سوق عمان تقدر بـ 1%.

- اعتمدنا في بناء المحفظة النشطة على أساس المعدل العالي حيث يتم ترشيح أسهم الشركات ذات العائد العالي مقارنة بمعدل عائد المؤشر والنتائج مبينة في الجدول التالي: (الداودي، 2019، ص 170).

جدول 12: بناء المحفظة النشطة وأوزانها

الرقم	رمز الشركة	العائد	العائد بعد طرح التكاليف	Ci	Zi	Wi
01	JOPH	0,173	0,163	0,052	23,73	0,035
02	CAPL	0,150	0,14	0,105	593,55	0,882
03	UBSI	0,117	0,107	0,039	28,35	0,042
04	JOPT	0,114	0,104	0,041	27,66	0,041

المصدر: من اعداد الباحثان.

وقد تم حساب نتائج المحفظة النشطة:

جدول13: نتائج بناء المحفظة النشطة

عائد المحفظة	0,138
الانحراف المعياري	0,030
بيتا المحفظة	0,259
المخاطر النظامية	0,000145
المخاطر اللانظامية	0,00094
المخاطر الكلية	0,001085
معامل الاختلاف	0,237

المصدر: من اعداد الباحثان بالاعتماد على برنامج EXCEL.

7 -تقييم أداء المحافظ وفقا لنسبة شارب في مؤشر ASE 20:

جدول14: نتائج تقييم أداء المحافظ في سوق عمان وفقا لمؤشر شارب

المحفظة	Rp	Rf	σp	Sp	الترتيب
محفظة السوق	0,102	0,055	0,035	1,34	**2**
المحفظة الساكنة	0,093	0,055	0,045	0,844	**3**
المحفظة النشطة	0,138	0,055	0,030	2,46	**1**

المصدر: من اعداد الباحثان.

من خلال النتائج المبينة في الجدول رقم 14 فان المحفظة النشطة تفوقت في الأداء على المحفظة الساكنة ومحفظة المؤشر ASE 20 في سوق عمان وعليه تم رفض الفرضية التي تشير الى أنه " لا تحقق المحفظة النشطة أداء أفضل من المحفظة الساكنة في سوق عمان " وقبول الفرضية البديلة التي تنص على أن " المحفظة النشطة تحقق أداء أفضل من المحفظة الساكنة في سوق عمان وذلك خلال الفترة الممتدة من 2018 الى 2022.

8-الخاتمة:

تضمنت هذه الدراسة، مقارنة الأداء الاستثماري لمحفظة ساكنة ومحفظة نشطة باستخدام مؤشر شارب في سوق عمان، وتوصلت الدراسة من حيث الجانب التطبيقي الى جملة من النتائج وهي:

- ✓ أسفرت نتائج تحليل الأداء باستخدام مقياس شارب أن المحفظة النشطة تفوقت في الأداء على المحفظة الساكنة ومحفظة السوق.
- ✓ أظهرت نتائج تحليل الشركات عينة الدراسة و المدرجة في مؤشر ASE20 في سوق عمان أنها حققت متوسطات موجبة وهذا يدل على الأداء الجيد لها.
- ✓ أن الاستثمار في سوق عمان يحقق أرباح جيدة.

على وفق النتائج المتحصل عليها من خلال الدراسة التطبيقية يمكن على ضوئها إعطاء بعض التوصيات والمقترحات كالاتي:

- ✓ استخدام الأسلوب العلمي في بناء وتشكيل المحافظ والاعتماد على تحليل أداء الشركات والأسهم.
- ✓ في حال الرغبة في الاستثمار في سوق عمان فان الباحثان يوصيان المستثمرين باستخدام استراتيجيات الإدارة النشطة وذلك من أجل الحصول على أرباح عالية (إضافية).
- ✓ مواصلة البحث في مجال وكيفية بناء المحافظ المثلى وذلك باستخدام أسس واستراتيجيات أخرى واستخدام نماذج بناء أخرى مثل نموذج Arzac-Bawa.
- ✓ اجراء دراسات مماثلة في أسواق مالية مختلفة لغرض اختبار مدى صحة وبغية تعميم النتائج المتوصل اليها.

9- قائمة المراجع:

Hiller Davis, Grinblatt Mark & Titman Sheridan .(2008) .Financial Markets and Corporate strategy8 .th ed ,McGraw-Hill Companies.

Bodie & al .(2001) .Essentials of Investments . New York ،USA: 4 th Ed, McGraw-Hill Companies.

Charles P Jones .(,2004) .Investments Analysis and Management . New York ،USA: 9th ed, John Wiley and Sons Inc.,

Jeff Madura .(2010) .International Corporate Finance10 .th ed ,south-Western.

Michel Sincere .(2004) .Understanding Stocks .USA: McGraw-Hill Companies Inc.

https://www.ase.com.jo/ar/asar-alswq/mwshrat/almkwnat/mkwnat-alrqm-alqyasy-ASE20-w-ASETR.

بهاء الدين الداودي. (2019). أثر استراتيجيات إدارة المحافظ الاستثمارية على عوائدها ومخاطرها. الإسكندرية، مصر: دار الفكر الجامعي .

الحناوي، محمد صالح. (2002). تحليل و تقييم الأسهم و السندات. الإسكندرية، مصر: الدار الجامعية للنشر.

السيد متولي عبد القادر. (2010). الأسواق المالية و النقدية في عالم متغير. عمان، الأردن: دار الفكر.

الكسندر، ساينز. (2002). الاستثمار في أسواق المال. ترجمة ريما عاد. بيروت، لبنان: أكاديميا للنشر.

جليل كاظم مدلول و زيد عبد الزهرة جعفر العارضي. (2016). إدارة المحفظة الاستثمارية المثلى بحث تطبيقي في شركات القطاع الصناعي العراقي الخاص. مجلة الغري، مجلد 14، العدد 28.

حيدر ناصر حسين و الدعمي عباس كاظم الميالي. (2022). بناء المحفظة الاستثمارية المثلى في ظل نموذج المؤشر الواحد لشارب دراسة تحليلية في سوق عمان للأوراق المالية. مجلة أهل البيت، المجلد 1، العدد 30.

دريد كمال ال شبيب. (2010). إدارة المحافظ الاستثمارية. عمان، الأردن: دار المسيرة للنشر والتوزيع.

زياد رمضان. (2007). مبادئ الاستثمار المالي و الحقيقي. عمان، الأردن: دار وائل للنشر والتوزيع.

غازي فلاح المومني. (2009). إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة. عمان، الاردن: دار المناهج للنشر و التوزيع.

قاسم نايف علوان. (2009). ادارة الاستثمار بين النظرية والتطبيق. عمان، الأردن: دار الثقافة للنشر والتوزيع.

محمد علي إبراهيم العامري. (2010). الإدارة المالية المتقدمة. عمان، الأردن: دار وائل للنشر.

محمد مجد الدين باكير. (2008). محافظ الاستثمار أدارتها و استراتيجيتها. سوريا: دار شعاع للنشر.

محمد و تيم فايز مطر. (2005). إدارة المحافظ الاستثمارية. عمان، الأردن: دار وائل للنشر.

منير إبراهيم هندي. (1999). أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية. إسكندرية، مصر: منشأة المعارف للتوزيع.

مهند عبد الرحمان سلمان. (2016). تحليل ومناقشة العائد والمخاطرة في ظل قرار التوليفة للمنتجات. مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، الجامعة، العدد 48.

مؤيد عبد الرحمن الدوري. (2010). إدارة الاستثمار و المحافظ الاستثمارية. عمان، الأردن: دار اثراء للنشر و التوزيع.

موسى و أخرون. (2012). إدارة الاستثمار. عمان، الأردن: دار المسيرة للنشر و التوزيع.
واثق حمد أبو عمر. (2003). النظرية المعاصرة لمحفظة الأوراق المالية المتداولة في البورصات العالمية. دمشق، سوريا: دار الرضا للنشر.