اختيار مكونات المحفظة الاستثمارية من منظور القيمة العادلة للأسهم (دراسة تطبيقية في سوق دمشق للأوراق المالية)

الطالبة: هلا نوري الحسن الحسين*

بإشراف: أ.م.د. عبد الرزاق حسن حساني**

الملخص

يهدف البحث إلى استخدام نموذج التأكد المعادل الذي يعد أحد نماذج التحليل الأساسي، في سبيل تحديد مكونات محفظة استثمارية تعطي أفضل مبادلة ممكنة بين العائد والمخاطرة، وذلك عن طريق تقييم الأسهم باستخدام قياس القيمة العادلة، في سبيل اختيار مكونات المحفظة الاستثمارية للمستثمر، وذلك بالتطبيق على أسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، وبالاعتماد على أسعار الإغلاق الشهرية المعدلة، وعلى ربحية الأسهم (EPS) خلال الفترة الممتدة (2020-2023)، بواقع (48) مشاهدة. ومن أهم النتائج التي توصل إليها البحث هي إمكانية الاعتماد على نموذج التأكد المعادل في قياس القيمة العادلة لأسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، ومن ثم تحديد الأسهم التي يمكن شراؤها لتشكيل لمحفظة استثمارية للمستثمر تكون منوعة تنويعًا جيدًا، بحيث تعطي أفضل مبادلة ممكنة بين العائد والمخاطرة؛ ومن أهم توصيات البحث تشجيع المستثمرين في سوق دمشق للأوراق المالية على تشكيل محافظ استثمارية، من خلال توعيتهم بأهميتها وكيفية تشكيلها، وتوصية القائمين على إدارة سوق دمشق للأوراق المالية بالعمل على رفع درجة كفاءة السوق، وذلك من خلال دعم عملية الافصاح والشفافية في توفير المعلومات، وذلك في سبيل الحصول على قيم عادلة للأسهم المدرجة فيه.

الكلمات المفتاحية: القيمة العادلة للأسهم، المحفظة الاستثمارية، نموذج التأكد المعادل، سوق دمشق للأوراق المالية.

* طالبة دكتوراه، علوم مالية ومصرفية، قسم التمويل والمصارف، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق.

** أستاذ مساعد في قسم التمويل والمصارف، كلية الاقتصاد، جامعة دمشق.

1) الإطار المنهجي للبحث:

1-1) مقدمة:

يعد الاستثمار في الأسواق المالية أحد أهم أساليب الاستثمار التي يقبل عليها المستثمرون من أجل تحقيق عوائد، ولكن بالمقابل فإنه ينطوي على مخاطرة، وكلما كانت العوائد مرتفعة كانت المخاطرة مرتفعة، وللتقليل من المخاطر يقوم المستثمر بتشكيل محفظة استثمارية كونها تمتلك ميزة التنويع في الأدوات الاستثمارية التي تحويها، والتي تساهم في تخفيض المخاطر التي يتعرض لها المستثمر، فضلا عن تحقيق عوائد من خلال الاستثمار في هذه الأدوات.

ولتحقيق الهدف من تشكيل المحفظة يقوم المستثمر باختيار مجموعة من الأسهم، التي تكون منوعة تنويعا جيدا، وذلك بالاعتماد على العديد من الأساليب، من بينها أسلوب التحليل الأساسي القائم على قياس القيمة العادلة للأسهم، الذي يهدف إلى حساب القيمة الكمية للسهم، التي تمكن المستثمر من مقارنتها بالسعر للحالي له، في سبيل التحقق فيما إذا كان السهم مقيم بأقل من قيمته العادلة أو مبالغ في تسعيره.

وعليه قام البحث باستخدام نموذج التأكد المعادل، الذي يعد أحد النماذج المستخدمة لقياس القيمة العادلة للأسهم، لاختيار الأسهم التي ستتشكل منها المحفظة الاستثمارية، وذلك بمقارنتها مع القيمة السوقية له، ففي حال كانت القيمة العادلة أكبر من القيمة السوقية، فهذا يعني بأن السهم مقيم في السوق بأقل مما يجب، الأمر الذي يجعله فرصة مناسبة للشراء والاستثمار فيه، والعكس صحيح ، وذلك بالتطبيق على سوق دمشق للأوراق المالية.

1-2) مشكلة البحث:

تكمن المشكلة الرئيسية للبحث في تحديد القيمة العادلة للأسهم المدرجة في سوق دمشق المالي، وذلك في سبيل اختيار مكونات المحفظة الاستثمارية، التي تعطي للمستثمر أفضل مبادلة ممكنة بين العائد والمخاطرة، وذلك من خلال طرح التساؤلات التالية:

- كيف يتم استخدام نموذج التأكد المعادل في قياس القيمة العادلة للسهم؟
- كيف يتم تشكيل محفظة استثمارية في سوق دمشق المالي بناء على القيمة العادلة للسهم؟

1-3) أهمية البحث:

تنبع أهمية البحث من خلال مساعدة المستثمرين في سوق دمشق للأوراق المالية، على تشكيل محفظة استثمارية منوعة تنويعا جيدا، تمنحهم أعلى عائد ممكن عند أقل درجة من المخاطر، وذلك من خلال استخدام أحد نماذج التحليل الأساسي القائم على قياس القيمة العادلة للأسهم.

1-4) أهداف البحث:

الهدف الرئيسي للبحث يكمن في استخدام أحد أساليب التحليل الأساسي، في سبيل تحديد مكونات محفظة استثمارية تعطي أفضل مبادلة ممكنة بين العائد والمخاطرة، ومنه يمكن تحديد الأهداف الفرعية على الشكل التالي:

1- تحديد القيمة العادلة لأسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق المالي، وفق نموذج التأكد المعادل.
2- تمكين المستثمر من تشكيل محفظة استثمارية، وفق إطار منهجي وعلمي سليم يستند على أسس نظرية المحفظة.

1-5) حدود البحث:

1. الحدود المكانية: تشمل حدود الدراسة سوق دمشق للأوراق المالية (DSE).
2. الحدود الزمانية: تمت الدراسة في الفترة الممتدة من شهر كانون الثاني عام (2020) حتى شهر كانون الأول من عام 2023 وذلك باستخدام بيانات شهرية.

1-6) منهج البحث:

يقوم البحث على المنهج الوصفي الذي يحوي الوصف والتحليل، إذ تم اتباع المنهج الوصفي في الإطار النظري للبحث من خلال التعريف بالمحفظة الاستثمارية وكيفية تشكيلها، واستخدام نموذج التأكد المعادل لقياس القيمة العادلة للأسهم واختيار مكونات المحفظة، أما في الجانب التطبيقي فتم استخدام التحليل، من خلال استخدام نموذج تسعير الأصول الرأسمالية **(CAPM)** لحساب العائد المطلوب على الأسهم، بالإضافة إلى دراسة أسعار الإغلاق الشهرية المعدلة لأسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، واستخدام الأساليب الإحصائية المناسبة للبحث عن طريق برنامج الـ (Microsoft Excel 10).

1-7) متغيرات البحث:

- المتغير المستقل: ربحية السهم (EPS).
- المتغير التابع: القيمة العادلة للسهم.

1-8) فرضيات البحث:

الفرضية الأولى: يمكن قياس القيمة العادلة للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية من خلال نموذج التأكد المعادل .

الفرضية الثانية: أسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية مقيمة أقل من القيمة العادلة لها.

1-9) الدراسات السابقة:

1-9-1) الدراسات العربية:

1- دراسة (هشام عبد الحكيم، أنوار حسن. 2010) بعنوان: "تقييم الأسهم العادية باستخدام نموذج الخصم (نموذج جوردن)- دراسة تطبيقية لعينة مختارة من الشركات الصناعية المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية":

هدفت هذه الدراسة إلى تقييم الأسهم العادية باستخدام نموذج جوردن، بالتطبيق على سوق العراق للأوراق المالية، وذلك باختيار عينة عمدية مؤلفة من سبعة أسهم من أسهم الشركات المدرجة، خلال المدة الممتدة من 2002 حتى 2006، وتوصلت الدراسة إلى مجموعة من النتائج من أهمها، عدم إمكانية الاعتماد على نموذج جوردن لتقييم الأسهم العادية، وذلك لعدم مواءمتها مع ظروف البيئة العراقية، كما أوصت الدراسة بضرورة زيادة كفاءة أداء سوق العراق للأوراق المالية، من خلال زيادة درجة الإفصاح المعلوماتي، وتفعيل دور التداول الالكتروني للأسهم.

2- دراسة (عماد دلول، 2010) بعنوان: "تقييم الأسهم العادية وتشكيل محفظتها الاستثمارية الكفؤة باستخدام نموذج التأكد المعادل- دراسة حالة في عينة من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية":

في هذه الدراسة تم استخدام نموذج التأكد المعادل لتقييم الأسهم العادية، وذلك باختيار عينة عمدية مؤلفة من 15 سهمًا من أسهم الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية، وتوصلت الدراسة نتيجة مفادها إمكانية الاعتماد على نموذج التأكد المعادل لتقييم الأسهم العادية، ومن ثم اختيار الأنسب منها لتشكيل المحفظة الاستثمارية الكفؤة.

3- دراسة (عبد السلام بلبالي، حسين العارية، 2017) بعنوان: "قياس القيمة العادلة للأسهم العادية واختيار المحفظة الاستثمارية المثلى لها – دراسة تطبيقية للأسهم المدرجة ببورصة الجزائر للفترة (2013- 2016):

من خلال هذه الدراسة حاول الباحثان قياس القيمة العادلة للأسهم العادية باستخدام (نموذج جوردن والتأكد المعادل)، واختيار المحفظة الاستثمارية المثلى لها، وذلك بالتطبيق على أسهم الشركات المدرجة في بورصة الجزائر، خلال الفترة الممتدة بين 2013- 2016، ومن أبرز النتائج التي توصلت إليها هذه الدراسة إمكانية تقييم سهم صيدال فقط باستخدام نموذج جوردن، أما باستخدام نموذج التأكد المعادل فأظهرت النتائج

أن أسهم شركة (صيدال، م.ت.ف. الأوراسي وأليانس للتأمين) أسعارها السوقية أدنى من القيمة العادلة لها، على عكس أسهم شركة (ان.سي.أ رويبة)، ومن ثم تم تحديد المحفظة الاستثمارية المثلى وفق نموذج

1-9-2) الدراسات الأجنبية:

1- دراسة (Kang&Tae Yoo., 2019) بعنوان:

Investor perception of fair value evaluation: Focusing on financial instruments:

قامت هذه الدراسة بتحليل اعتراف المستثمرين في سوق رأس المال بإمكانية التنبؤ بالتقييم على أساس القيمة العادلة، إذ تم فحص ما إذا كان مستثمرو السوق يبالغون في تقدير القيمة التنبؤية للقيمة العادلة من خلال مقارنة تلك القيمة بتلك المقاسة في الأداء المحاسبي، وتوصلت الدراسة إلى العديد من النتائج أهمها أنه من المرجح أن يبالغ المستثمرون في تقدير القيمة العادلة أكثر من القيم التنبؤية التي تنعكس في الأداء المحاسبي، كما يمكن للمستثمرين الحصول على عوائد غير طبيعية من خلال شذوذ السوق بسبب التثبيت الوظيفي الذي لا يستطيع المستثمرون التمييز بين الأرباح غير المحققة والأرباح المحققة.

2- دراسة (Jaradat, 2021) بعنوان:

Evaluation the Performance of the financial portfolio: Evidence Emerging stock exchange market:

بالإضافة إلى استيفاء أهم الجوانب الأساسية المستخدمة في تقييم المحفظة الاستثمارية، فقد هدفت هذه الدراسة إلى التعرف على استثمار المحفظة المالية للإيداع النهائي وتلك المؤشرات والمتمثلة بـ: (شارب، ترينور، جنسن) إلى تلك المحافظ المالية في بورصة عمان، وانتهت الدراسة أن الاستثمار ومن تختلف أساليبه ووسائله باختلاف الرؤية والرغبات من المستثمر، ويعد إنشاء محفظة مالية استثمارية من أهم الأمور والأساليب والإجراءات التي يجب تنفيذها في المحفظة المالية.

1-10) ما يميز هذا البحث:

يتشابه البحث الحالي مع العديد من البحوث والدراسات السابقة، وذلك من حيث استخدام مفهوم القيمة العادلة لاختيار مكونات المحفظة الاستثمارية، بينما يتميز هذا البحث في استخدام نموذج التأكد المعادل لقياس

القيمة العادلة للأسهم في سوق دمشق للأوراق المالية، فضلًا عن حداثة الفترة المدروسة، بالإضافة إلى تطبيق أسلوب البرمجة التربيعية وذلك باستخدام خوارزمية (**GRG**) لتشكيل المحفظة الاستثمارية.

2) الإطار النظري للبحث:

2-1) المحفظة الاستثمارية:

2-1-1) ماهية المحفظة الاستثمارية:

يعد الاقتصادي الأمريكي (Harry Markowitz) أول من وضع أساسيات نظرية المحفظة وذلك في عام 1952، حيث قدم أول فكرة عن المحفظة من خلال نشر بحث، ومن ثم في أطروحته للدكتوراه عام 1954 من جامعة شيكاغو، ثم في كتابه الشامل "اختيار المحفظة- التنويع الكفء للاستثمار"، فقد بيّن أن الطريقة التقليدية لبناء المحفظة صحيحة نوعًا ما، إلا أنها لا تقدم تفسيرًا علميًا دقيقًا للكيفية التي تخفّض بها المخاطرة، ولهذا وضّح في مقالته بأن التباين المشترك بين عوائد الأوراق المالية في المحفظة هو العامل المهم الذي يتحكم بمخاطرة المحفظة، بالإضافة إلى كل من مخاطرة الأوراق المالية منفردة أو وزن الاستثمار في كل ورقة مالية من مجمل المبلغ المستثمر في المحفظة، ومن ثم فإن جوهر نظرية المحفظة عند ماركويتز يدور حول أثر التنويع المدروس في تخفيض مخاطرة المحفظة، وبناء عليه قدم نظرية المحفظة الكفؤة التي تحقق أدنى مخاطرة ممكنة لأي مستوى من العائد، أو التي تحقق أعلى عائد ممكن لأي مستوى من المخاطرة.

وبناء عليه تعرف المحفظة الاستثمارية الكفؤة بأنها: "المحفظة التي تمنح أعلى عائد متوقع عند مستوى مخاطرة محدد أو مكافئ أو ذات مخاطرة متدنية، مقابل مستوى معين من العائد المتوقع" (Harvey, 2012, 1).

كما وتعرف بأنها مزيج ملائم أو مجموعة من الاستثمارات المملوكة لمؤسسة أو فرد معين، وهي عبارة عن فن وعلم صناعة القرارات حول كل من مزيج الاستثمار وسياساته، ومجاراة الاستثمارات للأهداف، فضلًا عن تخصيص وتوزيع ثروة وأصول الأفراد والمؤسسات، بالإضافة إلى موازنة خطر وأداء المحفظة (Bogdan, 2010, p:3).

أو هي تشكيلة من أدوات الاستثمار، قد تتكون من أصلين أو أكثر، وتخضع لإدارة شخص مسؤول عنها يسمى مدير المحفظة، الذي قد يكون مالكاً لها، أو موظفًا لإدارتها وبالتالي تختلف صلاحياته في إدارتها وفقًا لشروط العقد المبرم بينه وبين مالك أو مالكي المحفظة (قاسم، العلي.2017. 75).

ومنه يمكن القول بأن المحفظة الاستثمارية عبارة عن توليفة متنوعة ومتوازنة من الأصول المختلفة (حقيقية ومالية)، يسعى المستثمر من خلالها إلى تنمية رأسماله، فضلا عن التخصيص الكفؤ لأمواله، بحيث يحصل على

أفضل مبادلة بين العائد والمخاطرة، وذلك من خلال استخدام خاصية التنويع في المحفظة المساهمة في تخفيض المخاطرة.

وعليه فإن أهم ما يميز المحفظة الاستثمارية باعتبارها أداة استثمارية؛ هو التنويع الذي يعني عدم احتواء المحفظة على أصل واحد، بل على عدة أصول، ويوجد صور عديدة للتنويع من أهمها تنويع ماركويتز –التنويع المثالي– الذي تقوم فكرته على أن مخاطر المحفظة لا تتعلق بمخاطر الاستثمار فقط، بل على العلاقة التي تربط بين مكونات المحفظة، فإذا كان الارتباط بين مكونات المحفظة هو ارتباط طردي، فإنَّ المخاطر ستكون أكبر مما لو كانت العلاقة عكسية أو مستقلة، وبالتالي فإن هذا التنويع يحتاج دراسة جيدة للعلاقة بين عوائد الاستثمارات، ومن ثم تحديد النسب المثلى لكل أصل في المحفظة.

2-1-2) أهمية المحفظة الاستثمارية:

تأتي أهمية المحفظة من طبيعة الأسواق المالية والتي تتسم بالتغيرات الكبيرة وتأثرها بالظروف الاقتصادية المحلية والدولية، نتيجة انفتاح أغلب اقتصاديات العالم على بعضها، بالإضافة إلى تعدد الأدوات المالية وتنوعها واختلاف المشاكل التي يواجهها المستثمر، فمن المفترض أن تؤدي المحفظة دورا فاعلا في تخفيض المخاطر التي يتعرض لها المستثمر من خلال آلية التنويع التي تقوم على أساسها المحفظة، ويمكن القول أن من أهم الأسباب التي زادت من أهمية المحفظة الاستثمارية ما يأتي :

1- تدفق رأس المال بشكل كبير إلى مختلف المؤسسات الاستثمارية والصناعية وجميع هذه التدفقات توجه إلى الاستثمار في الأسهم والسندات.
2- انصب اهتمام المستثمرين على الربح السريع مما يتطلب إيجاد أسلوب علمي جيد لتحقيق هذا الهدف (المومني،2013، 19).
3- توسع نشاط المؤسسات المالية وشركات الاستثمار وبيوت الخبرة في تقديم خدمات ونصائح إلى المستثمرين وذلك للبحث عن أساليب حديثة للتعامل مع إمكانياتها الاستثمارية بشكل أفضل.
4- تنوع الأدوات الاستثمارية المتاحة نتيجة لانتشار مظاهر العولمة المتمثلة في الانفتاح الاقتصادي والتقدم التكنولوجي (الكناني، 2022، 11).

2-1-3) أهداف المحفظة الاستثمارية:

إن الهدف الأساسي من تشكيل المحفظة الاستثمارية هو تنمية القيمة السوقية لها، وتحقيق التوظيف الأمثل للأصول الداخلة فيها، فضلًا عن تجنب المخاطر الاستثمارية قدر الإمكان، بحيث تتلاءم أهداف المحفظة مع

رغبة المستثمر، سواء كان مستثمر محافظ أو مضارب أو رشيد ويمكن الإشارة إلى أهم الأهداف بما يلي (مفلح، 2019، 48):

1- المحافظة على رأس المال الأصلي وحمايته.
2- استقرار تدفق الدخل، ويتوقف ذلك على طبيعة المحفظة الاستثمارية، وحاجات الفرد المستثمر بها.
3- النمو في رأس المال كونه مؤشرًا لنجاح العملية الاستثمارية.
4- التنويع الذي يعد القاعدة الأساسية التي يرتكز عليها مفهوم المحفظة، بحيث يقلل من المخاطرة التي يتعرض إليها المستثمر.

وبالنظر إلى الأهداف السابقة نلاحظ وجود تعارض بينها، مثلًا تحقيق هدف الربحية وتقليل المخاطرة بنفس الوقت، فالمعروف أن الحصول على أكبر عائد يتطلب الاستثمار في أدوات ذات مخاطر مرتفعة، وكذلك الأمر بالنسبة لهدفي العائد والسيولة فهناك تناقض بينهما، فالاستثمار الأمثل للموارد المالية المتاحة وتحقيق أقصى عائد ممكن يتطلب استثمار هذه الموارد دون إبقاء أرصدة نقدية، ولكن في الوقت ذاته قد يؤدي إلى احتمال الفشل في الحصول على سيولة بالوقت المناسب لتلبية الاحتياجات الطارئة، ومن ثم يعد الموازنة بين هذه الأهداف أساس عمل إدارة المحفظة الاستثمارية.

4-1-2) تشكيل المحفظة الاستثمارية:

تتنوع أمام المستثمر البدائل الاستثمارية المتاحة لتوظيف أمواله، فهناك أدوات استثمارية ذات عوائد مرتفعة ومخاطر عالية، وأخرى ذات عوائد منخفضة ومخاطر قليلة، وكذلك توجد أدوات ذات عوائد متوسطة يصاحبها مخاطر متوسطة.

وللاستفادة من مزايا كل بديل من البدائل الاستثمارية يتم تشكيل محفظة استثمارية، إذ يقوم المستثمر بتحديد مكوناتها –وخاصة من الأسهم والسندات، كون الاستثمار بالأسهم يتطلب مهارات وتخصصات عالية بسبب طبيعتها الخطرة– وفق ما يلي:

أ- استعراض البيئة الاستثمارية بشكل عام.
ب- تحديد القطاعات التي تحقق أهدافه، وذلك تبعًا لاستراتيجيته الاستثمارية الخاصة به.
ت- اختيار الشركات المناسبة في كل قطاع، ودراستها وتحليلها ماليًا، وإبعاد الشركات التي لا تتوفر فيها المقومات الأساسية المحددة مسبقًا من قبله.

وتبدأ العملية الاستثمارية بأسهم الشركات المختارة، ونفس الشيء بالنسبة للسندات التي تتميز بثبات الدخل، ومن ثم فإن المخاطر التي تصاحب الاستثمار بالأسهم العادية تختلف عن تلك التي تصاحب الاستثمار بالسندات أو الأسهم الممتازة (مفلح، 2019، 50).

ومن المعروف أن كل مستثمر يختلف عن المستثمرين الآخرين في أولوياته، وبناءً على تلك الأولويات تتقرر طريقة المزج بين أدوات الاستثمار التي ستشكل المحفظة الاستثمارية، ويعتبر قرار المزج الرئيسي (Major Mix Decision) من أهم القرارات الاستراتيجية لمدير المحفظة، والذي يتم من خلاله تحديد التركيبة أو التشكيلة الأساسية لأصول المحفظة، ويشمل تحديد العناصر الآتية:

- أنواع الأصول التي تتشكل منها المحفظة الاستثمارية.
- الوزن النسبي لكل أصل في هيكل المحفظة.
- القطاعات التي سيتم الاستثمار فيها.
- الأصول التي سيتم الاستثمار فيها في كل قطاع.

ويعتبر قرار المزج (التنويع الأساسي للأصول) قرارا استراتيجيا في بناء المحفظة، لكن هذا التوزيع قد يعاد ترتيبه في المستقبل وذلك إذا ما استجدت ظروف تستدعي ذلك، ومن ثم يحتاج الأمر إلى قرار جديد يسمى قرار التوقيت (Timing Decision)، الغرض منه تغيير الوزن النسبي لأصول المحفظة عن طريق التخلص من بعضها وإضافة البعض الآخر، ويطلق على ذلك بالتوزيع النشط للأصول (Active Allocation).

2-2) القيمة العادلة للأسهم:

2-2-1) مفهوم الأسهم العادية:

يعبر السهم بشكل عام عن شهادة تمثل ملكية جزئية في الشركة المصدرة له، تصدر الشركات السهم للحصول على أموال طويلة الأجل، وبالمقابل فإن مشتري الأسهم (المساهم) يصبح شريكًا في الشركة، وليس دائنًا كما في حالة القروض (موصلي، وسليمان، 2014، 33).

وهناك العديد من الأنواع للأسهم ومن أهمها الأسهم العادية التي تمثل مستند ملكية، تثبت ملكية صاحبها في الشركة المصدرة لها، ويتم إصدارها بقيمة اسمية عند الاكتتاب برأسمال الشركة، من خلال الاكتتاب العام للشركات المساهمة، كما وتعطي مالكها الحق في الحصول على توزيعات الأرباح في حال توزيعها من قبل الجمعية العمومية، فضلًا عن حق مالكها في التصويت في اجتماعات الجمعية العمومية: وذلك صوت لكل سهم. (موصلي، وسليمان، 2014، 41)

وللأسهم العادية العديد من القيم، نذكر منها ما يلي:

أ- **القيمة الاسمية:** وهي عبارة عن المبلغ الذي يدفعه المستثمر للحصول على السهم الواحد، وتحدد حسب سياسة الشركة(Dias .Shah,2009, p:433) ، وتستخدم هذه القيمة لتحديد نسبة الربح الموزع على المساهمين من حملة الأسهم العادية (Revsine,etal,2005,166).

ب- **القيمة الدفترية:** هي عبارة عن حق الملكية للمساهمين في الشركة، وتتحدد استنادًا إلى حجم رأس المال والاحتياطيات والأرباح المحتجزة، مقسومة على عدد الأسهم العادية المصدرة. (سليمان، وموصلي، 2014، 42).

ت- **القيمة السوقية:** وهي سعر السهم خلال التداول في السوق المالي، ويخضع لظروف العرض والطلب فيه، علمًا أن القيمة السوقية للسهم لا تساوي القيمة الدفترية، فالدفترية تعتمد على القيمة التاريخية، بينما القيمة السوقية تقاس بقيمة التداول للسهم. (Brealey, et.al. 2017, 53)

ث- **القيمة العادلة (الحقيقية):** هي القيمة المحددة مسبقًا وفق مفهوم القيمة الحالية لجميع المدفوعات النقدية للمستثمر، بما في ذلك من توزيعات الأرباح والعائد الرأسمالي من بيع الأسهم، على اعتبار أن قيمة الأسهم ما هي إلا القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية المتوقعة، وتكون مخصومة على أساس معدل خصم مساوي لكلفة رأس المال، وهو ما يعادل معدل العائد المطلوب على الاستثمار في الأسهم. (Ehrhardt, Brigham, 2011, 601)

ومن ثم فإن القيمة العادلة للشركة تساوي القيمة الحالية المتوقعة للتدفقات النقدية. (Brealey et.al,2017, 23)

وغالبًا ما تختلف القيمة العادلة للأسهم عن قيمتها السوقية المحددة في السوق المالي، وذلك الاختلاف يعود إلى المقاييس المستخدمة لقياسها، إذ تعتمد على تحليل المعلومات المالية حول شركة معينة، وفي حال تساوت القيمة الحقيقية مع السوقية فإن ذلك يعكس حالة التوازن في السوق المالي، إلا أن حالة التوازن هذه لا تتسم بالاستقرار، فالقيمة العادلة تتقلب باستمرار لتعكس استجابة السوق للمعلومات الجديدة، وذلك لتصحيح اتجاهات الأسعار نحو القيمة العادلة الجديدة، فإن تحققت الاستجابة فذلك دليل على كفاءة السوق المالي. (العامري، 2013، 361-362)

و يسعى المستثمرون الباحثون عن القيمة الحقيقية بالاستناد إلى التحليل الأساسي للشركات، إلى الاستثمار في الأسهم التي يتم تداولها في السوق بأقل من قيمتها، إذ أن الفرق بين القيمة الحقيقية والقيمة السوقية يسمى هامش الأمان، فكلما كان هامش الأمان أعلى انخفضت فرصة خسارة المال للمستثمر.

2-2-2) نماذج قياس القيمة العادلة للأسهم العادية:

توجد العديد من النماذج لقياس القيمة العادلة للأسهم العادية، نذكر منها ما يلي:

أ- نموذج التدفق النقدي: ويسمى بالتحليل الأساسي لأنه يهدف إلى إيجاد قيمة السهم العادلة المتمثلة بجمع القيمة الحالية لسلسلة زمنية متنامية من توزيعات الأرباح المستقبلية، وذلك وفق الصيغة التالية (Besley, Brigham. 2008, P:343):

$$V = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+K)^t}$$

حيث أن: V : القيمة العادلة للسهم، D_t: توزيعات الأرباح المستقبلية، K: معدل العائد المطلوب.

ويتسم هذا النموذج بالسهولة، إلا أنه الصعوبات التطبيقية تتمثل في دقة التنبؤ بالتوزيعات المستقبلية.

ب- نموذج مضاعف الربحية: يتم حساب مضاعف الربحية من أجل معرفة القيمة التي يكون المستثمر مستعدًا لدفعها، في سبيل الحصول على سهم الشركة المصدرة، فيحسب المضاعف من خلال قسمة سعر السهم السوقي على ربحيته، أما إذا كانت نسبة مضاعف الربحية معروفة مسبقًا، وتم ضربها هذه النسبة بقيمة الأرباح المتوقعة على السهم في الفترة السابقة، بالتالي نحصل على تقدير لقيمة السهم العادلة، ويمكن صياغة هذا النموذج من خلال المعادلة التالية (John, James, 2009, p:81):

$$V = \sum_{t=1}^{n} \frac{(m)(E)}{(1+K)^n}$$

حيث أن: V : القيمة العادلة للسهم، **m**: مضاعف قيمة السهم في السوق إلى ربحيته، **E**: ربحية السهم العادي، **K**: معدل العائد المطلوب.

ت- نموذج التأكد المعادل: ويعد من النماذج المستخدمة في تقييم الأسهم العادية، قدمه كل من (Benzion & yagil) سنة 1987، ويعد من النماذج الحديثة التي تأخذ بعين الاعتبار التدفق النقدي المتوقع للسهم العادي، وتقدم أجوبة على سبب تقلب قيمته في السوق، وتتمثل الصيغة الرياضية للنموذج بالمعادلة التالية:

$$V = \frac{EPS}{r}((1+r)/(1+K))$$

حيث أن: **EPS**: ربحية السهم العادي، **r**: معدل العائد الخالي من المخاطرة، **K**: معدل العائد المطلوب.

وبناء على معطيات النموذج فإن القيمة العادلة للسهم تكون مساوية إلى القيمة المخصومة لربحية السهم الواحد، بمعدل عائد خالي من المخاطرة، والمعدل بمعامل الخصم الذي يأخذ بالحسبان معدل العائد المطلوب والخالي من المخاطرة (دلول، 2010، 43).

علمًا أنه في النماذج السابقة يتم حساب قيمة (**K**) التي تمثل معدل العائد المطلوب (أدنى معدل عائد على الاستثمار يطلبه المستثمرون لتعويضهم عن تحمل المخاطرة)، باستخدام نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (**CAPM**) الذي يستخدم في تقييم الأسهم العادية، إذ يمكن المستثمر من تحديد معدل الخصم (معدل العائد

المطلوب على السهم)، والذي يستخدم في خصم العوائد المتوقعة للوصول إلى القيمة الحقيقية للسهم، وتتمثل صيغته الرياضية كالتالي (Samuels, et.al, 1995, P:547):

$$E(R)_i = R_f + \beta_i (R_m - R_f)$$

إذ يتبين من هذه المعادلة بأن النموذج يتكون من جزأين هما: معدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطرة$\mathbf{R_f}$ ، وعلاوة المخاطرة $\mathbf{\beta_i\ (R_m - R_f)}$، ويمثل الجزء $\mathbf{(R_m - R_f)}$ علاوة مخاطرة السوق، ويسمى أيضا بسعر المخاطرة، أما معامل المخاطر المنتظمة: فهو معامل بيتا β والذي يقيس مخاطر السهم بالنسبة إلى مخاطر السوق، ويعطى بالعلاقة التالية: $\mathbf{\beta_i = \frac{cov_{i\,m}}{\sigma_m^2}}$، كما يمكن إيجاد معامل بيتا عن طريق المعادلة التالية: $\mathbf{\beta_i = \frac{p_{i\,m} * \sigma_i * \sigma_m}{\sigma_m^2}}$

وبناءً على ما سبق فإنه يتم اختيار مكونات المحفظة الاستثمارية بناء على القيمة العادلة للسهم، وذلك بمقارنتها مع القيمة السوقية له، على الشكل التالي:

- في حال كانت القيمة العادلة أكبر من القيمة السوقية: فهذا يعني بأن السهم مقيم في السوق بأقل مما يجب، الأمر الذي يجعله فرصة مناسبة للشراء والاستثمار فيه.
- في حال كانت القيمة العادلة أقل من القيمة السوقية: فهذا يعني أن السهم مقيم بأعلى من قيمته، مما يجعل الفرصة مناسبة لبيعه.

3) الإطار العملي للبحث:

قامت الدراسة بالتطبيق على جميع الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، وذلك خلال الفترة (2020-2023) كونها فترة حديثة نوعًا ما (وقد تم استبعاد بعض الشركات التي أوقفت عن التداول لفترات متقطعة)، إذ تم قياس القيمة العادلة للأسهم المدرجة في السوق باستخدام نموذج التأكد المعادل كونه نموذج يأخذ بعين الاعتبار التدفق النقدي المتوقع للسهم، ويقدم أجوبة على سبب تقلب قيمة السهم العادي في السوق، وكانت معادلته:

$$V = \frac{EPS}{r}((1 + r)/(1 + K))$$

في البداية علينا حساب معدل العائد المطلوب (K) وذلك وفق معدلة نموذج (CAPM) إذ تم حساب العائد الشهري لكل شركة بأخذ لوغاريتم (أسعار الإغلاق الشهرية المعدلة[1]) لأسهم الشركات المدرجة في السوق (Mouselli, 2017, p:27)، ومن ثم حساب بيتا لكل سهم، علما أن العائد الخالي من المخاطرة خلال فترة الدراسة كان (0.07)، وكانت النتائج على الشكل التالي:

[1] يقوم سعر الإغلاق المعدل بتعديل سعر إغلاق السهم ليعكس قيمة هذا السهم بعد حساب أي إجراءات للشركة؛ مثل توزيعات الأرباح أو تقسيم للأسهم أو عروض الحقوق، وغالبًا ما يتم استخدامه عند فحص العوائد التاريخية أو إجراء تحليل تفصيلي للأداء السابق.

جدول رقم(1) معدل العائد المطلوب للشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية (2020-2023)

اسم الشركة	رمزها	متوسط معدل العائد الشهري	بيتا السهم (β_i)	معدل العائد المطلوب (K)
البنك العربي	ARBS	0.51	0.79	0.4966
بنك الائتمان الأهلي	BASY	0.55	1.24	0.7396
بنك بيمو السعودي الفرنسي	BBSF	0.58	0.72	0.4588
بنك سورية والمهجر	BSO	0.28	1.43	0.8422
المصرف الدولي للتجارة والتمويل	IBTF	0.48	-0.17	-0.0218
بنك سورية الدولي الإسلامي	SIIB	0.41	0.48	0.3292
بنك بيبلوس- سورية	BBS	0.45	0.22	0.1888
بنك قطر الوطني- سورية	QNBS	0.65	0.85	0.529
بنك الأردن - سورية	BOJS	0.65	1.39	0.8206
بنك سورية و الخليج	SGB	0.89	1.37	0.8098
بنك الشرق	SHRQ	0.44	1.6	0.934
فرنسبنك - سورية	FSBS	0.44	0.57	0.3778
بنك الشام	CHB	0.36	1.15	0.691
بنك البركة	BBSY	0.42	1.29	0.7666
الشركة المتحدة للتأمين	UIC	0.75	1.92	1.1068
شركة العقيلة للتأمين التكافلي	ATI	0.64	1.41	0.8314
الاتحاد التعاوني للتأمين	SAIC	0.06	0.13	0.1402
الشركة السورية الكويتية للتأمين	SKIC	0.63	1.06	0.6424
الأهلية للنقل	AHT	0.57	1.6	0.934
اسمنت البادية	ABC	0.66	-0.33	-0.1082
سيريتل موبايل تيليكوم	SYTEL	0.30	1.36	0.8044

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج EXCEL

نلاحظ من الجدول السابق أن أعلى معدل عائد مطلوب كان للشركة المتحدة للتأمين بقيمة (1.1068)، بينما أقل معدل عائد مطلوب كان للمصرف الدولي للتجارة والتمويل وبقيمة (0.0218−)، ويعود ذلك إلى التأثر بمعامل بيتا لكل سهم مدرج في السوق، فكما هو معلوم إذا كان معامل البيتا أقل من الواحد الصحيح، فإن عائدها سيتعرض لمخاطر أقل، ومن ثم سيكون العائد المطلوب أقل، والعكس صحيح.

وبناًء على نتائج الجدول السابق يتم تقييم الأسهم العادية باستخدام نموذج التأكد المعادل للشركات عينة البحث، مع العلم أنه تم الاعتماد على التقارير المالية المنشورة على موقع سوق دمشق للأوراق المالية، التي تتضمن بيانات لربحية الأسهم (EPS) للشركات المدرجة فيه، وكانت النتائج على الشكل الآتي:

جدول رقم(2) نتائج تقييم الأسهم العادية باستخدام نموذج التأكد المعادل للشركات عينة البحث للفترة (2020−2023)

الشركة	ربحية السهم الواحد (EPS)	معدل العائد المطلوب (K)	معامل بيتا للسهم (β_i)	القيمة العادلة للسهم وفق نموذج التأكد المعادل (V)	القيمة السوقية للسهم (P)	نتائج التقييم للأسهم	نوع التقييم
ARBS	671.405	0.4966	0.79	6857.48	2962.93	V>P	أقل مما يجب
BASY	605.9925	0.7396	1.24	5324.804	5740.9	V<P	أعلى مما يجب
BBSF	482.2275	0.4588	0.72	5052.915	5290.7	V<P	أعلى مما يجب
BSO	295.7775	0.8422	1.43	2454.223	1967.58	V>P	أقل مما يجب
IBTF	485.5725	-0.0218	-0.17	7587.735	3492.72	V>P	أقل مما يجب
SIIB	300.9825	0.3292	0.48	3461.279	2842.47	V>P	أقل مما يجب
BBS	612.76	0.1888	0.22	7878.932	4000	V>P	أقل مما يجب
QNBS	683.4925	0.529	0.85	6833.009	5055.25	V>P	أقل مما يجب
BOJS	580.27	0.8206	1.39	4871.933	3825	V>P	أقل مما يجب

SGB	333.5425	0.8098	1.37	2817.126	4400.97	V<P	أعلى مما يجب
SHRQ	462.7575	0.934	1.6	3657.487	8565.08	V<P	أعلى مما يجب
FSBS	604.675	0.3778	0.57	6708.44	2135.38	V>P	أقل مما يجب
CHB	304.7675	0.691	1.15	2754.931	3785.68	V<P	أعلى مما يجب
BBSY	314.9625	0.7666	1.29	2725.25	3283.37	V<P	أعلى مما يجب
UIC	144.5175	1.1068	1.92	1048.535	4440.92	V<P	أعلى مما يجب
ATI	30.56	0.8314	1.41	255.0679	2014.09	V<P	أعلى مما يجب
SAIC	46.89	0.1402	0.13	628.6153	344.9	V>P	أقل مما يجب
SKIC	292.0975	0.6424	1.06	2718.533	3160.64	V<P	أعلى مما يجب
AHT	366.8425	0.934	1.6	2899.405	3956	V<P	أعلى مما يجب
ABC	314.6675	-0.1082	-0.33	5393.493	12663.55	V<P	أعلى مما يجب
SYTEL	2816.388	0.8044	1.36	23858.62	20002.83	V>P	أقل مما يجب

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج EXCEL

ونلاحظ من الجدول (2) وجود اختلاف بين القيمة العادلة لأسهم الشركات وبين قيمها السوقية، إذ أن هناك 10 شركات ارتفعت قيمة أسهمها العادلة عن قيمتها السوقية، مما يعني بأنها مقيمة بأقل مما يجب، الأمر الذي يجعلها فرصة مغرية للشراء وتشكيل محفظة استثمارية لها، أما بالنسبة لأسهم باقي الشركات؛ فنجد أن قيمتها العادلة كانت أقل من قيمتها السوقية، أي مقيمة بأعلى مما يجب، وبالتالي ستكون عرضة للبيع من قبل حاملها، وذلك تجنبًا للخسارة التي يمكن أن يتعرض لها، عندما تنخفض قيمتها السوقية لتقارب العادلة، وبالتالي لا تدخل هذه الأسهم في المحفظة الاستثمارية التي سيشكلها المستثمر.

بناءً على ما سبق يتم تشكيل المحفظة الاستثمارية في سوق دمشق للأوراق المالية، عن طريق شراء أسهم الشركات التي تكون قيمتها العادلة أعلى من قيمتها السوقية (مقيمة بأقل مما يجب)، مستخدمين الأداة **(Solver)** في برنامج **(Excel)** لحل نموذج البرمجة التربيعية باستخدام خوارزمية **(GRG)** على مؤشر شارب (ينظر: الحسن الحسين، حساني. 2024. 14-15)، وذلك بتعظيم قيمة مؤشر شارب والتي تضمن للمستثمر تحقيق أعلى عائد ممكن وفق أقل مخاطرة، وذلك بتغيير الوزن النسبي لكل شركة من الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، وضمن قيد ألا يتجاوز مجموع الأوزان النسبية الواحد (نسبة 100%)، فكانت النتائج على النحو التالي:

جدول رقم(3) تشكيل المحفظة الاستثمارية وحساب عائدها ومخاطرتها وقياس أدائها بمؤشر (شارب)

اسم الشركة	رمزها	الوزن النسبي
البنك العربي	ARBS	%6
بنك سورية والمهجر	BSO	%0.0
المصرف الدولي للتجارة والتمويل	IBTF	%0.0
بنك سورية الدولي الإسلامي	SIIB	%16
بنك بيبلوس- سورية	BBS	%18
بنك قطر الوطني- سورية	QNBS	%30
بنك الأردن – سورية	BOJS	%8
فرنسبنك – سورية	FSBS	%0.0
الاتحاد التعاوني للتأمين	SAIC	%18
سيريتل موبايل تيليكوم	SYTEL	%5
عائد المحفظة الاستثمارية	$\mathbf{R_p}$	**45%**
مخاطرة المحفظة الاستثمارية	$\boldsymbol{\sigma_p}$	**14%**
مؤشر شارب	$\mathbf{S_i}$	**2.75**
المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على مخرجات برنامج EXCEL		

ونلاحظ من الجدول (3) أنه سيتم الاستثمار في أسهم (7) شركات من الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية، وهي (البنك العربي، بنك سورية الدولي الإسلامي، بنك بيبلوس- سورية، بنك قطر الوطني- سورية، بنك الأردن – سورية، الاتحاد التعاوني للتأمين، سيريتل موبايل تيليكوم)، وذلك لتشكيل محفظة استثمارية منوعة تنويعًا جيدًا، إذ تحوي 5 بنوك، وشركة تأمين واحدة، وشركة اتصالات واحدة، بحيث تحقق أعلى

عائد ممكن وقدره 45%، عند أقل مستوى من المخاطرة وقدرها 14%، وفق الأوزان النسبية المبينة في الجدول السابق، وبذلك تتحقق أعلى قيمة لمؤشر شارب وهي (2.75) التي تدل على أن أداء المحفظة أداء إيجابي.

4) النتائج والتوصيات:

4-1) النتائج:

من أهم النتائج النظرية والعملية التي توصل إليها البحث ما يلي:

1) إمكانية الاعتماد على التحليل الأساسي القائم على قياس القيمة العادلة للأسهم، في اختيار مكونات المحفظة الاستثمارية للمستثمر في سوق دمشق للأوراق المالية.
2) إمكانية الاعتماد على نموذج التأكد المعادل في قياس القيمة العادلة لأسهم الشركات المدرجة في سوق دمشق للأوراق المالية.
3) فاعلية النموذج المستخدم في تحديد الأسهم التي يمكن شراؤها لتشكيل المحفظة الاستثمارية للمستثمر في سوق دمشق للأوراق المالية، إذ تم أخذ أسهم الشركات التي تكون مقيمة بأقل مما يجب.
4) وجود اختلاف بين القيمة العادلة لأسهم الشركات وبين قيمها السوقية، وذلك يدل على ضعف استجابة السوق للمعلومات الواردة إليه بخصوص الشركات، مما يعكس ضعف كفاءة سوق دمشق للأوراق المالية.
5) تشكيل محفظة استثمارية في سوق دمشق للأوراق المالية وفق خوارزمية (GRG)، مكونة من أسهم كل من (البنك العربي، بنك سورية الدولي الإسلامي، بنك بيبلوس- سورية، بنك قطر الوطني- سورية، بنك الأردن – سورية، الاتحاد التعاوني للتأمين، سيريتل موبايل تيليكوم)، بحيث تعطي أعلى عائد ممكن وقدره 45%، عند أقل مستوى من المخاطرة وقدرها 14%.

4-2) التوصيات:

بعد إدراج أهم نتائج البحث، يمكننا إدراج أهم التوصيات على الشكل التالي:

1- تشجيع المستثمرين في سوق دمشق للأوراق المالية على تشكيل محافظ استثمارية، من خلال توعيتهم بأهميتها وكيفية تشكيلها، لاسيما وأن المنهجية المتبعة في هذا البحث تعد سهلة الاستخدام لتشكيل محفظة استثمارية تعطي أفضل مبادلة بين العائد والمخاطرة، فضلًا عن معرفة الوزن النسبي لكل أصل في المحفظة.
2- قيام الجهات الرسمية القائمة على سوق دمشق للأوراق المالية بإجراء ندوات ودورات تثقيفية حول المناهج العلمية والعملية التي تتناول الحلول والمشكلات التي تواجه المستثمرين في بناء محافظهم الاستثمارية.
3- توصية القائمين على إدارة سوق دمشق للأوراق المالية بالعمل على رفع درجة كفاءة السوق، وذلك من خلال دعم عملية الافصاح والشفافية في توفير المعلومات، وذلك في سبيل الحصول على قيم عادلة للأسهم المدرجة فيه.

4- التوصية بإجراء دراسات أخرى عن مفهوم القيمة العادلة للأسهم وفق النماذج الأخرى، وعلاقتها باختيار مكونات المحفظة الاستثمارية في سوق دمشق للأوراق المالية.

5- التوصية بإجراء دراسات مكثفة من قبل الباحثين حول المحفظة الاستثمارية، وأساليب تشكيلها وطرق اختيار مكوناتها، وتحديدا في سوق دمشق المالي.

المراجع:

1- المراجع العربية:

1- الحسن الحسين، هلا. حساني، عبد الرزاق. (2024). مدى إمكانية تشكيل محفظة استثمارية باستخدام خوارزمية (GRG) في سوق دمشق للأوراق المالية. مجلة جامعة دمشق للعلوم الاقتصادية والسياسية.

2- العامري، محمد علي ابراهيم. (2013). إدارة محافظ الاستثمار. ط1. دار إثراء للنشر والتوزيع. الأردن.

3- الكناني، كامل. (2022). تقييم قرارات الاستثمار- المحافظ الاستثمارية واستراتيجيات تخفيض المخاطر. دار الدكتور للعلوم الاقتصادية والادارية، بغداد، العراق.

4- المومني، غازي فلاح. (2013). إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة. ط1. دار المناهج للنشر والتوزيع. عمان. الأردن.

5- دلول، عماد عبد الحسين. (2010). تقييم الأسهم العادية وتشكيل محفظتها الاستثمارية الكفؤة باستخدام (نموذج التأكد المعادل)- دراسة حالة في عينة من الشركات المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية. مجلة الإدارة والاقتصاد، العدد: 81، 38-51.

6- قاسم، عبد الرزاق. العلي، أحمد. (2017). إدارة الاستثمارات والمحافظ الاستثمارية. منشورات جامعة دمشق. سورية.

7- مفلح، هزاع . (2019). إدارة الاستثمار والمحافظ الاستثمارية . مطبوعات جامعة حماة. سورية.

8- موصلي، وسليمان. (2014). الأسواق المالية، منشورات جامعة دمشق، سورية.

2-المراجع الأجنبية:

9- Bilaus. Bogdan. (2010). Portfolio Management (for institutional investors), CFA, CFA Romania.

10- Brealey, Richard A., Myers, Stewart C., and Allen, Franklin, (2017) Principles of Corporate Finance , 12 th Edition, McGraw-Hill – Irwin.

11- Dias. Lauraportohese, Shah. Amitj. (2009). INTRODUCTIONTO BUSINESS, McGraw-Hill Irwin.

12- Ehrhardt C. Michael and Brigham F . Eugene, (2011), Financial management: Theory and practice, 13 th Edition, South-Western.

13- Harry Markowitz. (1952). Portfolio Selection, The Journal of Finance, Vol. 7, No. 1, pp. 77-91.

14- Harry Markowitz. (1959). portfolio selection- efficient diversification of investments, Cowles foundation for research in economics at Yale university.

15- Harvey, R. Campbell. (2012). Portfolio management, Moon Rodriguez. Co.

16- Revsine. Lawrence, DanielW. ,Collins&W.Bruce,Johnson. (2005). FINANCIAL REPORTING AND ANALYSIS,3 rd ed, **P**rantice Hall.

17- Samuels J.M., Wilkes, F.M and Brayshaw R.E. (1995), Management of company Finance, 6 th ed. London: An International thoson publishing Co.

18- Kang, Minjung &Tae Yoo, Young. (2019). Investor perception of fair value evaluation: Focusing on financial instruments, March 2019 Investment Management and Financial Innovations 16(1):203-214

19- Jaradat, Mohammad Suleiman Mohammad. (2021). Evaluation the Performance of the financial portfolio: Evidence Emerging stock exchange market: Academy of Accounting and Financial Studies Journal Volume 25, Issue 3.

3- المواقع الالكترونية:

20- موقع سوق دمشق للأوراق المالية: http://www.dse.gov.sy /

21- موقع مصرف سورية المركزي: http://cb.gov.sy/ar

Portfolio components Selection in the light of the stocks fair value concept (An applied study in Damascus Securities Exchange)

Al-Hussein H
Hassani A

Abstract

The research aims to use the Equivalent Assurance Model, which is one of the fundamental analysis models, in order to determine the components of an investment portfolio that provides the best possible trade-off between return and risk, by evaluating stocks using the fair value measurement, in order to choose the components of the investor's investment portfolio, by applying it to the shares of companies listed in the Damascus Securities Exchange, and relying on the adjusted monthly closing prices, and on the earnings per share (EPS) during the period extending (2020-2023), with (48) observations. One of the most important results reached by the research is the possibility of relying on the Equivalent Assurance Model in measuring the fair value of the shares of companies listed in the Damascus Securities Exchange, and then determining the shares that can be purchased to form a well-diversified investment portfolio for the investor, so that it provides the best possible trade-off between return and risk; One of the most important recommendations of the study is to encourage investors in the Damascus Securities Exchange to form investment portfolios, by raising their awareness of their importance and how to form them, and recommending that those in charge of managing the Damascus Securities Exchange work to raise the level of market efficiency, by supporting the process of disclosure and transparency in providing information, in order to obtain fair values for the shares listed therein.

Keywords: Fair value of stocks, investment portfolio, equivalent assurance model, Damascus Securities Exchange.