

الفصل الحادي عشر تشكيل المحافظ الاستثمارية ماهية محفظة الأوراق المالية:

إن تبويب الاستثمار من زاوية التعددية يشمل استثمار فردي، واستثمار متعدد يسمى المحفظة، وكلمة محفظة تشير إلى " وجود أكثر من استثمار، ولذلك يمكن القول بأن محفظة الأوراق المالية أو الاستثمارات هي تلك التي تضم مجموعة من الاستثمارات الفردية^(١) فعملية تكوين محفظة استثمارية يتطلب عملية اختيار الأصول داخل المحفظة بطريقة منهجية تأخذ في الاعتبار المخاطرة والعائد على الاستثمار بالنسبة لهذه الأصول من أجل تحقيق المقايضة Trade off الأكثر كفاءة بينهما^(٢)، فتبلغ نسبة محفظة الأوراق المالية والأذون أي الودائع لدى البنوك في نهاية يوليو - سبتمبر سنة ١٩٩٨ نسبة ٣٠.١٪^(٣) مما يعبر عن ازدياد اهتمام البنوك بتكوين محفظة بهدف تعظيم ربحيتها في ظل تقليل المخاطرة التي تتعرض لها البنوك في المستقبل، فالمحفظة عبارة عن " سلة من الأوراق المالية لشركات مختلفة، يتم اختيارها وتنوعها من مختلف الأنشطة الصناعية والتجارية لكي تعطي أعلى عائد وتقلل مخاطر الاستثمار إلى أقل حد ممكن^(٤).

مكونات الأوراق المالية في البنوك والمؤسسات المشابهة^(٥):

تتكون محفظة الأوراق المالية من أوراق متنوعة من حيث النوع والحقوق وجهة الإصدار، وتتفاوت هذه الأوراق من حيث العائد والسيولة والضمان وتواريخ الاستحقاق وإمكانية التسويق وعملية الإصدار، ودرجة المخاطرة- فالآلية التي تحكم الاستثمارات الخاصة بمحفظة الأوراق المالية هي الموازنة بين الربحية والسيولة".

(١) د. سعيد توفيق عبيد، الاستثمار في الأوراق المالية، مكتبة عين شمس، القاهرة، ١٩٩٩، ص ١٥٩.

(٢) د. محمود صبح، الحرية المالية، مكتبة عين شمس، القاهرة، الطبعة الأولى، ١٩٩٩، ص ٨٢.

(٣) البنك المركزي المصري، المحلية الاقتصادية، م ٣٩، العدد ١، ٩٩/٩٨، ص ٣.

(٤) د. محمد حامد محمد، تكوين محافظ الأوراق المالية وإدارتها، القاهرة، ١٩٩٧، ص ٢.

(٥) د. عبد المطلب عبد الحميد، "البنوك الشاملة- عملياتها وإدارتها"، دار الجامعة، الإسكندرية، ٢٠٠٢، ص ١٥١.

ويرى البعض^(١) أن محفظة الأوراق المالية في البنوك تختلف في أجالها، بغرض تحقيق هدف مزدوج هو تكوين خط دفاعي وقائي لاحتياجات السيولة النقدية بجانب تحقيق عائد مناسب لعملية الاستثمار. ويمكن تصنيف تلك الاستثمارات إلى المجموعات التالية:

- ❖ أوراق مالية حكومية
- ❖ أوراق مالية مضمونة من الحكومة
- ❖ أوراق مالية غير حكومية
- ❖ الاستثمارات المباشرة
- ❖ صناديق الاستثمار

وهناك من قال^(٢) أن محفظة الأوراق المالية تتكون من أوراق مالية مقيدة في البورصة وأوراق مالية أخرى غير مقيدة في البورصة وتتصف تلك الأوراق بالجمود لعدم تداولها في سوق الأوراق المالية، فالهدف منها إيجاد علاقات وروابط دائمة بين البنك والشركات التي يسهم فيها دون التخلص من تلك الأوراق أو الاتجار فيها.

الاستثمار وإدارة المحافظ الاستثمارية:

مفهوم الاستثمار وإستراتيجيته:

يعتبر الاستثمار أحد مكوني الطلب الفعّال إلى جانب الاستهلاك، ويعني ببساطة الإضافة إلى الثروة المتراكمة، حيث يؤدي إلى الزيادة أو المحافظة على رأس المال، وتعد إستراتيجية الاستثمار الخطوة الأولى عند اتخاذ قرار استثماري وهناك إستراتيجيتان هما:

أ- **إستراتيجية حذرة:** تهدف إلى تحقيق الربح ببطء من إستثمار مرتفع المخاطر.

ب- **إستراتيجية نشطة:** تهدف إلى تحقيق ربح سريع من خلال المضاربة على الأوراق المالية.

وهناك عاملين أساسيين في اختيار هاتين الإستراتيجيتين:

(١) د. أحمد صلاح عطية، محاسبة الاستثمار في البنوك التجارية، دار النهضة العربية، الطبعة الأولى، ٢٠٠١، ص ٢١٦-٢٢٠
(٢) د. عبد المطلب عبد الحميد، المرجع السابق.

أ- **التكلفة:** حيث تتحمل الإستراتيجية النشطة تكلفة أكبر من الإستراتيجية الحذرة.

ب- **التنوع:** فاستراتيجية المحفظة النشطة عادة ما تكون أقل تنوعاً من المحفظة الحذرة.

مفهوم المحفظة الاستثمارية:

هي أداة مركبة من أدوات الاستثمار، تتكون من أصلين أو أكثر و تخضع لأداة شخص مسئول عنها يسمى مدير المحفظة، الذي يكون مالكا لها أو مأجوراً فقط.

و تتنوع المحافظ حسب أصولها إلى ثلاث أنواع:

- المحافظ ذات الأصول المالية
- المحفظة ذات الأصول الحقيقية
- المحافظ ذات الأصول المختلطة، و هو النوع الغالب، و تتنوع سياسات إدارتها إلى ثلاث سياسات.

٣- أنماط السياسات المتبعة في إدارة المحافظ الاستثمارية:

إنّ السياسات المتعارف عليها لدى رجال الأعمال في مجال إدارة المحافظ هي:

أ- السياسة العمومية:

وهي سياسة يفضّل فيها العائد عن الأمان، والنموذج الشائع لهذه المحفظة المثلى لهذه السياسة هي محفظة رأس المال، التي تهدف لجني عائد عن طريق النمو الحاصل في قيم الأصول، و غالباً ما يتم شراء أسهم لشركات في بداية نموّها بجني أرباح رأسمالية مستقبلية ترجع لازدهار اقتصادي محتمل.

ب- السياسة الدفاعية:

يعطى فيها عنصر الأمان أولوية على حساب عنصر العائد من خلال التركيز على أدوات الاستثمار ذات الدخل الثابت، ويطلق على هذا النوع من المحافظ، محافظ الدخل و التي تتكون أساساً من سندات حكومية، أسهم ممتازة، عقارات...الخ.

ج- السياسة المتوازنة :

تعتبر هذه السياسة وسطاً بين النمطين السابقين ، و يراعي فيها تحقيق استقرار نسبي في المحفظة مع عائد مقبول ، ومستوى مقبول من المخاطرة. ويتم ذلك بتنوع رأسمال المحفظة بأدوات استثمارية متنوعة ، وتسمى المحفظة من هذا النوع المحفظة المتوازنة. إذن كيف يتم بناء هذه المحفظة المتوازنة أو المثلى ؟

أنواع صناديق الاستثمار:

حيث أن الهدف الرئيسي من صناديق الاستثمار هو زيادة القيمة الرأسمالية لحصص الصندوق ، فإن الطرق المستخدمة لتحقيق هذا الهدف تختلف باختلاف طبيعة كل صندوق. حيث يوجد العديد من الأسس لتصنيف صناديق الاستثمار ، منها ما يلي :

أولاً - على أساس الهيكل التمويلي :

صناديق الاستثمار ذات النهاية المغلقة Closed end funds

هي قنوات استثمار مقصورة على فئة مختارة من المستثمرين ، حيث يتم فيها إصدار عدد ثابت من الوثائق (الوحدات) يتم توزيعها على المستثمرين فيها كل حسب حصته. وتطرح هذه الصناديق للاكتتاب فيها إذا تبين لخبراء الاستثمار أن هناك فرصة جيدة متاحة للاستثمار في مجال ما. ولهذه الصناديق المغلقة عادةً هدف محدد ومدة محددة ، يصفى بعدها الصندوق وتوزع عائده على المستثمرين. وطبقاً لنظام هذه الصناديق لا يجوز للملكي هذه الوثائق استرداد قيمتها ، كما أن إدارة الصندوق لا تقوم عادة بشرائها منهم ، والحل الوحيد للتخلص منها هو بيعها في السوق^(١).

صناديق الاستثمار ذات النهاية المفتوحة Opened-end funds

هي الصناديق التي تبقى مفتوحة للدخول والخروج ، دون تحديد لحجم الموارد المالية المستثمرة ، ولا لعدد الوثائق (الوحدات) المصدرة منها. وبإمكان المستثمر شراء وحدات من هذه الصناديق عندما يريد ، كما يمكنه بيعها متى ما

(١) جمال ناجي؛ إدارة المحافظ للأوراق المالية؛ ١٩٩٨

أراد بعد إخطار قصير المدة، حيث أن إدارة هذه الصناديق تكون على استعداد لإعادة شراء ما أصدرته من وثائق إذا رغب أحد المستثمرين في التخلص منها جزئياً أو كلياً.^(١) وتتعدد صناديق الاستثمار، سواء كانت مغلقة أو مفتوحة، وذلك بحسب الأغراض التي تؤديها، والأهداف التي ترمي إليها ودرجات الأمان التي ترغب فيها، وعليه فإن تلك الصناديق تقسم أيضاً حسب الغرض من الاستثمار وذلك كما يلي:

ثانياً - على أساس الغرض من الاستثمار:

صناديق النمو Growth funds: هي الصناديق التي تكون بغرض تحقيق مكاسب تؤدي إلى نمو رأسمال الصندوق، عن طريق تحقيق تحسن في القيمة السوقية للتشكيلة التي يتكون منها الصندوق.

صناديق الدخل Income funds: هي تلك الصناديق التي تهدف إلى الحصول على عائد مستمر، وعادة ما يعتمد المستثمرون في هذه الصناديق على العائد منها في مواجهة أعباء معيشتهم، ولذلك عادة ما يشمل تشكيل هذه الصناديق أسهما وسندات شركات كبيرة ومستقرة تقوم بالتوزيع للأرباح المتولدة.

صناديق الدخل - والنمو Growth - Income funds: هي تلك الصناديق التي تجمع بين أهداف النوعين السابقين، والتي تسمى أحياناً بالصناديق المتوازنة.

ثالثاً - على أساس عنصر الأمان:

صناديق الاستثمار ذات رأس المال المضمون Capital Guaranteed funds: هي تلك الصناديق التي توفر للمستثمر ميزة المحافظة على رأس ماله، أو أن إدارة الصندوق تتحمل وحدها الخسائر إذا ما وقعت، وذلك مقابل حصول إدارة الصندوق على عمولة نسبية معينة إذا تجاوز العائد المحقق رقماً معيناً^(٢).

(١) الخضيرى محسن أحمد؛ كيف تتعلم البورصة في ٢٤ ساعة؛ اينزاك للنشر و التوزيع؛ مصر -١٩٩٩-

(٢) مطر محمد؛ إدارة المحافظ الاستثمارية؛ مؤسسة الورق للنشر والتوزيع؛ عمان؛ الأردن .١٩٩٩.

صناديق الاستثمار غير المضمونة Unguaranteed Funds

هي تلك الصناديق التي تكون فيها المخاطرة بالنسبة للمستثمر كبيرة جداً، حيث أن المستثمر لا يكون معرضاً لخسارة العائد فقط، بل أيضاً قد يتعرض لخسارة رأسماله أو جزء منه.

كما توجد أنواع من الصناديق الاستثمارية تكون ذات طبيعة معينة مثل:

صناديق الاستثمار في سوق النقد Money Market Funds

هي تلك الصناديق التي تكون من تشكيلة من الأوراق المالية قصيرة الأجل مثل أذونات الخزانة وشهادات الاستثمار والكمبيالات المصرفية والودائع المصرفية. والغرض هنا هو تقليل إمكانية حدوث خسائر رأسمالية إذا ما ارتفعت أسعار الفائدة^(١).

صناديق الاستثمار المتخصصة Special Funds

هي الصناديق التي تستثمر في قطاع معين أو نشاط معين، أي التي تتاجر بالعملات أو السلع أو النفط أو الاستثمارات العقارية أو أن تحدد استثماراتها في مناطق جغرافية محددة مثل أوروبا. وتهدف عادة هذه الصناديق إلى تحقيق ربح رأسمالي على المدى القصير، لذلك نجد أن أسعارها متقلبة مما يجعلها أكثر مخاطرة.

صناديق الاستثمار التي لا تتعامل بالفائدة:

وهي تلك الصناديق التي تستثمر أموالها في أوراق غير ربوية وتركز على الأسهم والعقارات والتأجير والبيع الآجل والمشاريع التجارية والمشروعات السياحية والمعادن النفيسة... الخ. بشرط أن لا تكون منافية للشريعة الإسلامية. وتتراوح معدلات خطورة الاستثمار لهذه الصناديق من منخفضة إلى متوسطة.

مزايا صناديق الاستثمار:

ترجع أهمية صناديق الاستثمار في المزايا التي يمكن أن تحققها هذه الصناديق، مثل الاستفادة من خبرات الإدارة المحترفة، وتقليل المخاطرة وتوفير المرونة وتزويد المستثمر بخدمات متنوعة.

(١) هندي إبراهيم؛ صناديق الاستثمار في خدمة صغار وكبار المدخرين؛ توزيع منشأة للمعارف بالإسكندرية؛ مصر - ١٩٩٩ -

١ - توفر الخبرة الفنية اللازمة: أن الاستثمار في صناديق الاستثمار يوفر للمستثمر الصغير (الفردي) فرصة الاستفادة من خبرات الإدارة المتخصصة الموجودة بإدارة هذه الصناديق. فهذه الصناديق الاستثمارية عادة ما تستخدم مستشارين استثماريين وباحثين متميزين بما يمكنها من إدارة هذه الصناديق بكفاءة عالية. كما أن عمليات اتخاذ القرار الاستثماري والاحتفاظ بسجلات للمعاملات الضريبية ومراقبة حركة الأسعار في السوق واختيار التوقيت المناسب ، أمور تلقى على عاتق المستثمر مسؤوليات يمكن أن يُلقى بها على إدارة متخصصة تتولى عنه كل هذه الأمور^(١).

٢ - تقليل المخاطر الاستثمارية: مزايا صناديق الاستثمار هو قدرتها على تنوع التشكيلة التي تتكون منها الصناديق ، بطريقة تسهم في تقليل المخاطر التي يتعرض لها حملة الأسهم. كما يمكن التقليل من المخاطرة (بأموال المستثمرين) من خلال التدقيق في تقارير العمليات التي يمولها الصندوق قبل تأسيسه ، كما أنه في بعض الصناديق يتم الاحتفاظ بمخصص لمخاطر الاستثمار الطارئة التي تؤثر على الأرباح. فضلاً على أن المشتري لأسهم صناديق الاستثمار يمكنه المساهمة في رأس مال عدد كبير من الشركات يعجز عن المشاركة فيها بشكل منفرد إذا كان رأسماله صغيراً. وكذلك المشاركة في مشروعات كبيرة بمساهمات صغيرة، إضافة إلى إمكانية الاستثمار في مشروعات طويلة الأجل (ذات الأرباح المرتفعة) في فترات زمنية قصيرة.

٣ - المرونة والملائمة (ارتفاع معدل السيولة): يحصل المساهم في صناديق الاستثمار ذات النهاية المفتوحة على ميزتي المرونة والملائمة، حيث يحق له التحول من صندوق لآخر مقابل رسوم ضئيلة. وكذلك حقه في استرداد قيمة أسهمه إذا ما أراد التخلص منها كلياً أو جزئياً. كما يمكنه أيضاً إبقاء رأس ماله وسحب العائد فقط أو إعادة استثمار ذلك العائد إذا أراد.

(١) هندي إبراهيم؛ الفكر الحديث في مجال الاستثمار؛ توزيع منشأة للمعارف بالإسكندرية؛ مصر -١٩٩٦-

٤- سرعة استثمار رأس المال: إن قيام إدارة صناديق الاستثمار بدراسة الفرص الاستثمارية المرجحة في الأسواق قبل الاكتتاب يؤدي إلى كفاءة تشغيلية بسبب انتظار الفرص الاستثمارية المناسبة. وفي هذا علاج لمشكلة فائض السيولة (تأخر استثمار الودائع) مما يسبب في انخفاض أرباحها.

السياسات الاستثمارية لصناديق الاستثمار:

تختلف السياسات الاستثمارية باختلاف سياسة الصندوق وطبيعة أغراضه وأهدافه ومعدل العائد المراد تحقيقه، وتنقسم هذه السياسات إلى الأنواع التالية:

السياسة المتحفظة أو الدفاعية Defensive policy

هي التي يكون فيها المستثمر متحفظاً تجاه المخاطر ويؤكد على عاملي الأمان والاستقرار، وعليه فغالباً ما تستثمر الأموال في سندات طويلة الأجل وأسهم ممتازة مما يضمن دخلاً ثابتاً ومستقراً لفترة طويلة.

السياسة الهجومية Aggressive policy

هي السياسة التي يركز فيها المستثمر على جني الأرباح عند حدوث تقلبات في أسعار الأوراق المالية، حيث تكون الغلبة للأسهم العادية في تشكيلة المحفظة، حيث يتم شراؤها بأسعار منخفضة والاحتفاظ بها لفترة من الزمن حتى ترتفع الأسعار ليتم بيعها حينذاك وجني أرباح رأس مالية، وعادة ما يكون عنصر المخاطرة في هذا المجال كبير.

السياسة المتوازنة (الهجومية الدفاعية)

Aggressive- Defensive Policy

هي تلك السياسة التي يراعى فيها المستثمر تحقيق نسبة من الأمان، وفي نفس الوقت جني أرباح رأسمالية عن طريق المضاربة والاستفادة من الارتفاع في الأسعار. وعادة ما تتكون المحفظة في هذه السياسة من أسهم عادية وأوراق مالية قصيرة الأجل وكذلك من السندات طويلة الأجل والأسهم الممتازة.

دور المصارف في تكوين وتأسيس صناديق الاستثمار:

يمكن للمصارف التجارية أن تبادر إلى تأسيس أو المساهمة في تأسيس صناديق للاستثمار المشترك، والتي تعتبر أدوات استثمارية توفر للمستثمرين،

أفراداً ومؤسسات، ممن لا يملكون الخبرة والقدرة على إدارة استثماراتهم بصورة مباشرة، الفرصة للدخول والمشاركة في الأسواق النقدية والمالية سواء على المستوى المحلي أو العالمي، وذلك بهدف تنشيط سوق الأوراق المالية.

في الوقت الحاضر معظم المصارف التجارية لا تمتلك الخبرة الكافية لمنافسة المؤسسات المالية العالمية في حقل إدارة صناديق الاستثمار في السوق المالي المتوقع أو حتى في الأسواق المالية العالمية. ولمواجهة هذا النقص وكبداية في هذا المجال الاستثماري الحيوي، قد يكون من الأجدي أن تتعاون هذه المصارف مع المصارف والمؤسسات المالية العربية والعالمية لتوفير صناديق الاستثمار للعملاء والمستثمرين المحليين، ويتم التنسيق وتقاسم العمل بين المصرف المحلي والأجنبي، وذلك بإشراف المصرف المحلي على تسويق نشاطات صناديق الاستثمار، في حين يتولى الشريك الأجنبي عملية إدارة أموال هذه الصناديق في الأسواق العالمية، وهذا يعزز الدور الاستثماري ويساهم في تعميق الثقة والتطور في إنشاء السوق^(١).

الدور المتوقع لصناديق الاستثمار:

بالنسبة للاقتصاد الوطني:

من المتوقع أن تلعب صناديق الاستثمار دوراً هاماً في تعبئة الموارد المالية وتوجيهها نحو تمويل المشروعات الاقتصادية، وكذلك تدعيم برنامج الخصخصة وتوسيع قاعدة الملكية في قطاع الأعمال العامة، وذلك من خلال توفير الترويج لأسهم الشركات المطروحة للبيع وتوفير التمويل اللازم للشراء عن طريق تجميع فائض المدخرات. بالإضافة إلى دور هذه الصناديق في تدعيم التقييم السليم للأوراق المالية وتحسين شروط البيع لصالح الاقتصاد الوطني.

كما تساهم صناديق الاستثمار أيضاً في تنشيط السوق المالية عن طريق جذب صغار المستثمرين للاستثمار في الأوراق المالية، وهذا يتطلب توفير الاستقرار

(١) هندي إبراهيم؛ صناديق الاستثمار في خدمة صغار وكبار المدخرين؛ توزيع منشأة للمعارف بالإسكندرية؛ مصر - ١٩٩٩ -

الاقتصادي والذي بدوره يوفر مناخ الثقة، وكذلك توفر التشريع القانوني اللازم لتمهيد الطريق أمام صناديق الاستثمار للقيام بدور فعال في مجال زيادة حجم الاستثمارات المتاحة، وبالتالي تحقيق أهداف التنمية.

بالنسبة للمستثمرين الأفراد:

تساهم صناديق الاستثمار في ترشيد عمليات توظيف الأموال للمواطنين في الداخل والخارج، وفي دعم الثقة في سوق رأس المال. ويتجه الاهتمام بشكل خاص في صناديق الاستثمار إلى المستثمر الفرد صاحب المدخرات الصغيرة والخبرة المحدودة فيما يتعلق بالاستثمار في الأوراق المالية، فيقوم الصندوق بتوفير عنصر الأمان للمستثمر وذلك عن طريق ما يقدمه من معلومات وما يقدمه من تحليلات ودراسات لأوضاع الشركات بالسوق، ويقوم الصندوق بمسؤولية الاستثمار وإدارة الصندوق. ويمكن تلخيص أوجه الاستفادة فيما يلي^(١):

١. انخفاض مستوى المخاطرة، حيث أن المستثمر يملك حصة في محفظة مملوكة لعدد من المساهمين.

٢. الاستفادة من مهارات إدارة الصندوق وخبراتهم في الاستثمار.

٣. المرونة والمواءمة بين مصالح المستثمرين، وذلك بإتاحة الفرصة للمستثمر بتحويل استثماراته من صندوق لآخر، وخصوصاً في حالة أن الجهة المنشئة للصندوق تملك عدة صناديق، وهذا ينطبق ومبدأ التنوع.

ج- بالنسبة للجهاز المصرفي:

يمكن استخدام صناديق الاستثمار كأوعية استثمارية، يمكن للمصارف من خلالها أن توظف فائض السيولة المتاح لديها، وبهذا فهي تتيح توجيه الموارد النقدية للاستثمار المباشر في المشروعات الإنتاجية، مع تحقيق أقصى عائد ممكن بأقل درجة من درجات المخاطرة. كما أنها تعتبر بالنسبة للجهاز المصرفي موارد مالية خارج الميزانية.

(١) الخضير محسن أحمد؛ كيف تتعلم البورصة في ٢٤ ساعة؛ إيتراك للنشر والتوزيع؛ مصر، ١٩٩٩.

د- بالنسبة لتنشيط سوق الأوراق المالية :

تساهم صناديق الاستثمار في تنشيط حركة سوق الأوراق المالية من خلال ما تقدمه من أدوات استثمارية تتناسب وظروف المستثمرين المحتملين. كما يمكن أن تقوم هذه الصناديق بشراء تشكيلة من الأوراق المالية المتداولة في السوق مما يساهم في تنشيط حركة تلك الأسواق. كما يمكن أن يتم عرض أسهم تلك الصناديق للتداول العام مما يعني إضافة المزيد من الأوراق المالية المتداولة في السوق. كما سبق وأن ذكرنا توفر مثل هذه الصناديق الخبرة اللازمة للمستثمرين الذين يرغبون في استثمار أموالهم ولا تتوفر لديهم الخبرة اللازمة.

بناء المحفظة الاستثمارية المثلى :

- ١ - مفهوم المحفظة الاستثمارية المثلى و مواصفاتها :

المحفظة الاستثمارية المثلى هي تلك المحفظة التي تتكون من تشكيلة متنوعة ومتوازنة من الأصول أو الأدوات الاستثمارية، وبكيفية تجعلها الأكثر ملائمة لتحقيق أهداف المستثمر، مالك المحفظة أو من يتولى إدارتها، أو بمعنى آخر هي التشكيلة التي تحقق أكبر عائد مع مستوى مخاطرة مقبول، وبالتالي نستطيع القول أن المحفظة المثلى هي التي تتوفر فيها المواصفات التالية: ^(١)

- أ- تحقيق توازن للمستثمرين بين العائد والأمان
- ب- تتميز أصولها بقدر كافي من التنوع الإيجابي
- ت- أن تحقق أدوات المحفظة حدًا من السيولة أو القابلية للتسويق التي تمكن المدير من إجراء أية تعديلات جوهرية.

وانطلاقاً من كون العائد و المخاطرة معيارين أساسيين في تحديد أمثلية المحفظة لا بدّ من تحديد مفهومهما.

- ٢ - مفهوم العائد والمخاطرة :

❖ العائد على الاستثمار هو الزيادة الحقيقية في القيمة الإجمالية لأصول المحفظة خلال العام منسوبة إلى القيمة للأصول في بداية العام.

(١) مرجع سبق ذكره ص ٩٥

❖ أما مستوى المخاطرة المقبول فيقصد به الانحراف المعياري الحادث في عائداتها الفعلي عن عائداتها المتوقع ، وقد تم تقسيم المستثمرين وفقاً لمدى تقلبهم لمخاطر الاستثمار إلى فئتين :

١- فئة المستثمرين الراشدين ، و تبدي تحفظاً اتجاه المخاطرة ،

٢- فئة المستثمرين المضاربين : و تبدي توجهها نحو المخاطرة .

٣- الطرق المعتمدة لتحديد العائد : وتنحصر هذه الطرق في :

أ- **طريقة الرسم البياني** : وهي تمثل نقاط الفترة المالية مع العائد ، وتجمع بخط بياني يقع في وسط هذه النقاط ، و لكن هذه الطريقة لا تعطي صورة واضحة الأمور لأنه لا يأخذ بعين الاعتبار درجة المخاطرة .

ب- **طريقة معدل النمو المتوسطي** : تستخدم هذه الطريقة فقط في حال أن العائد على المحفظة كان في زيادة مستمرة ، وتعتمد على حساب الزيادة الحاصلة في العائدين بين فترة و أخرى بناءً على المعادلات التالية :^(١)

- مقدار النمو الوسطي = أكبر عائد (خلال الفترة) - أصغر عائد

عدد السنوات

$$\left(\frac{\text{مقدار النمو الوسطي}}{\text{عدد السنوات}} = \frac{(\text{أكبر عائد} + \text{أصغر عائد}) \times 100}{2} \right)$$

٢

فمعدل النمو الوسطي ، يستعمل في تحديد معدل العائد للسنوات المقبلة ، لكن هذه الطريقة غير منطقية ، لأنها تفترض أن العائد في زيادة مستمرة .

ت- **طريقة المتوسط الحسابي** : وتعتمد على مبدأ تجميع نسب العائد للفترات السابقة و قسمة هذه المجموع على عدد الفترات ، واعتبار الحاصل متوسط عائد هذه المحفظة ، وفي حالة عدم التأكد يجب تحديد درجة المخاطرة بحساب التشتت والانحراف المعياري .

(١) جمال ناجي؛ ١٩٨٨؛ ص ٧٥ .

ج- طريقة القيمة الحالية لصافي التدفقات النقدية: وتعتمد على حساب التدفقات النقدية الداخلة أو الخارجة المتوقعة من هذا الاستثمار وذلك بالقيمة الحالية، وهو ما يسمى بالقيمة الحالية لصافي التدفقات النقدية van

$$VAN = \left[\frac{Rt - Dt}{\sum (1-K)^t} + \frac{St - D.}{(1-K)^t} \right]$$

حيث:

Rt: الإيرادات K: معدل الفائدة Dt: المصاريف

D.: كلفة الاستثمار عند الشراء St: قيمة الاستثمار في نهاية الفترة

ولكن الحصول على van موجبة لا يكفي لاختيار هذه المحفظة، بل يجب حساب مؤشر الربحية ويساوي مؤشر الربحية =

$$\left[\frac{VAN}{\text{كلفة الاستثمار}} \times 100 \right]$$

ومقارنته بحجم المخاطرة المتوقعة على هذا الاستثمار.

د - طريقة معدل المردود الداخلي:

و يقصد به معدل الخصم الذي يجعل من van مساوية للصفر، وطبقا لهذه الطريقة نختار المحفظة ذات المعدل الأعلى. وإذا كانت محفظة واحدة فتقبل إذا كان هذا المعدل أعلى من كلفة رأس المال، و نفترض هذه الطريقة أن الأصول سوف يعاد استثمارها بنفس نسبة المعدل طوال فترة المشروع. وبعد تحديد نسبة المخاطرة و قيمة العائد للمحفظة، ويتم اختيار المحفظة المثلى وفق مبادئ محددة.

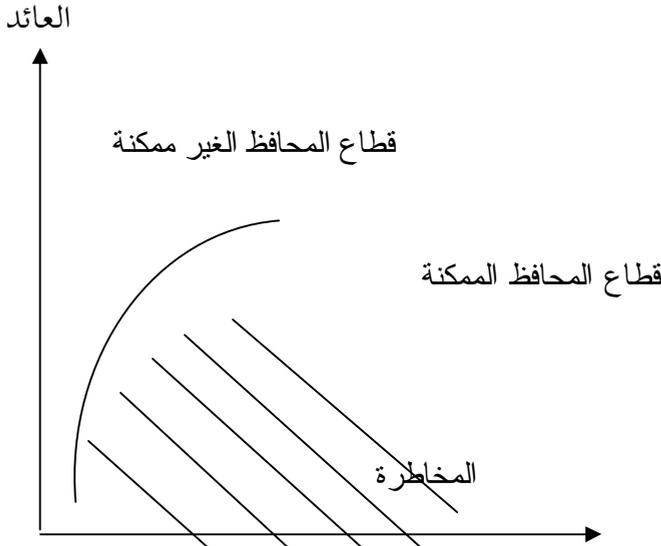
٤ - مبادئ بناء المحفظة الاستثمارية المثلى:

و تتلخص في:

١ - اختيار المحفظة ذات المخاطرة الأقل في حالة تساوي العائد.

- ٢- اختيار المحفظة ذات العائد الأعلى في حالة تساوي درجة المخاطرة.
 ٣- اختيار المحفظة ذات الأعلى عائد والأقل مخاطرة في باقي الحالات.
 ولبناء محفظة مثلى، لا بدّ من معرفة منحى المحافظ المثلى أو الذي يرسم عن طريق تحليل العلاقة بين العائد و المخاطرة.

الشكل : منحى المحافظ المثلى



من الشكل I - ١، ومن الناحية النظرية تحدد المحفظة المثلى في أية نقطة من نقاط القطاع غير المظلل مع قبول نسبة محددة من المخاطرة، ولكن عمليا هذا النوع من المحافظ غير متاح لذا سوف يختار المستثمر محفظته المثلى في نقطة من نقاط المنحنى م باعتباره أبعد حدّ في قطاع المحافظ الممكنة.
 ولتحديد نقطة المحفظة المثلى نستعين بمفهوم منحنيات السواء الذي يعكس ميول المستثمر في ميادين العائد بالمخاطرة.

اختيار المحفظة المثلى عن طريق منحنيات السواء:

خصائص منحنيات السواء:

- أ- اتجاه منحى السواء من الأسفل إلى الأعلى ومن اليمين إلى اليسار، يعكس العلاقة الطردية بين المخاطرة و العائد.

- ب- مستوى منحنيات السواء هابط من أعلى لأسفل ، بمعنى أنّ المستثمر إذا لم يجد محفظة مثلى وفقا للمنحنى (١) ، فإنه سيضطر للتنازل و البحث عنها في المنحنى (٢).
- ت- أن جميع المحافظ التي تقع على منحنى سواء معين لها جاذبية متساوية من وجهة نظر المستثمر.
- ث- المحفظة التي تقع على منحنى سواء أعلى ، هي أكثر جاذبية للمستثمر عن أيّ محفظة أخرى تقع على منحنى سواء يقع أسفله ، و بلغة الاقتصاديين ، المنحنى الأعلى يكون أكبر منفعة من المنحنى الأسفل.

فرضيات منحنيات السواء:

فرض عدم التشبع:

و يقصد به أنّ المستثمر يفضل دائما الاستثمار الذي يحقق أقصى عائد ممكن ، وعند المفاضلة بين استثمارين نختار الاستثمار ذو العائد الأكبر.

فرض كراهية المخاطرة:

يعني أنه لو أتاحت للمستثمر المفاضلة بين استثمارين متساويين من حيث العائد فسوف يختار أقلها مخاطرة.^(١)

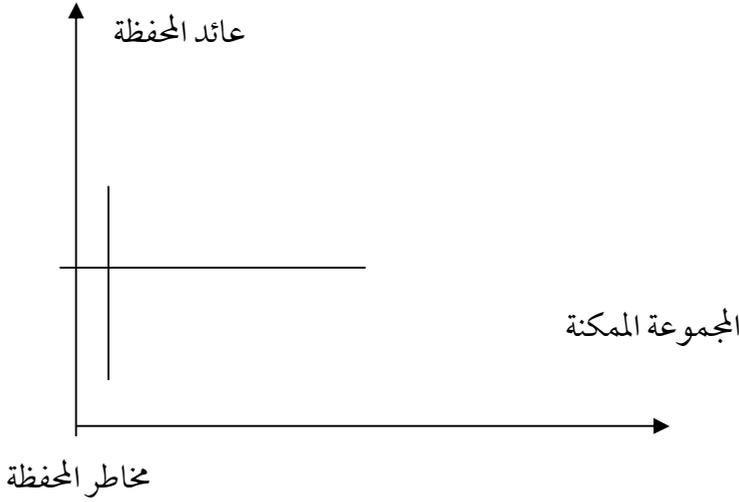
مفهوم الحدّ الكفاء:

في اختيار المحفظة المثلى ، تضع نظرية المجموعة الكفاءة شرطين :
اختيار التوليفة المثلى التي تحقق أقصى عائد متوقع ، في ظل مستوى معين من المخاطر.

اختيار التوليفة التي تتعرض لمخاطر أقل ، في ظل مستوى معين من العائد ،
ويطلق على الاستثمارات التي تتوافر فيها هذين الشرطين " بالمجموعة الكفاءة "
من الاستثمارات ، وذلك من بين المجموعات الممكنة.

(١) هندي منير إبراهيم، ١٩٩٦، ص ٣٠٨.

الشكل III - ١ - المجموعة الكفاءة



"ج" - تحقق أكبر عائد لنفس المستوى من المخاطر، و لا توجد توليفة تحقق أكبر عائد لنفس المستوى من المخاطر عدا «ج»، كما لا توجد توليفة لها هذا المستوى المتدني من المخاطر و تحقق نفس عائد "ج" "هـ": نفس الملاحظة.

إذن كلّ النقاط بين "ج" و "هـ" تحقق الشرط الأول "أ" لكن «ب»: لا تحقق هذا الشرط لأن "ب" تحقق أكبر عائد لنفس المستوى من المخاطر.

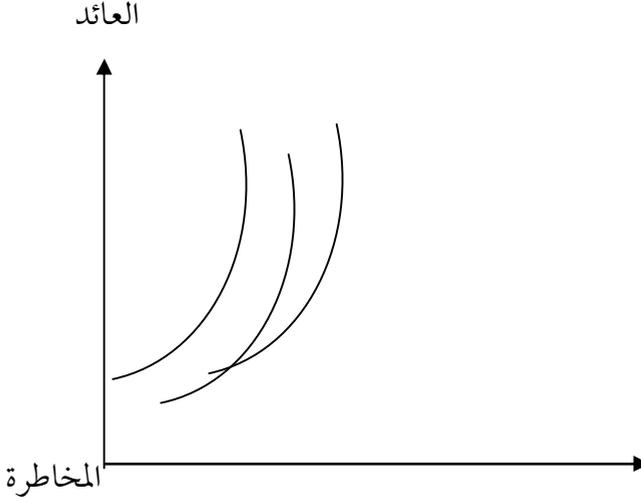
«د»: تحقق أكبر عائد عند نفس المستوى من المخاطر. إذا أيّ محفظة تقع بين "ب" و "د" تحقق الشرط الثاني.

"هـ" لا تحقق هذا الشرط لأن "هـ" تحقق نفس العائد بأقل مستوى من المخاطر.

إذاً بما أنّ النظرية تقتضي توافر الشرطين معاً، حيث استبعدت "ب" في ظلّ الشرط الأول، و "هـ" في الثاني، لذا فإن المجموعة الكفاءة هي التي تقع بين النقطتين "د" و "ج"

III - ٤ - اختيار المحفظة المثلى:

الشكل III - ٢ المحفظة المثلى



وتتحدد بنقطة تماس الحد الكفاء مع منحنى السواء للمستثمر.

IV - مبدأ التنوع للتخفيض مستوى المخاطرة:

IV - ١ - مزايا تنوع المحفظة بالأصول الغير الخطرة:

لتوضيح ذلك نأخذ المثال التالي:

محفظة استثمارية تتكون من سهمين ١ ، ٢ ، التوزيع الإحتمالي للعائد في كل

منها كما يلي:

العائد من السهم ٢	العائد من السهم ١ (F)	الإحتمال B
٠.٢٠	٠.٢٠	٠.٥
٠.١٠	٠.١٠	٠.٥

نحسب العائد المربح للسهم أ حسب العلاقة:

$$F^* = \sum_{p=1} B_p \times F_p$$

$$F^* = (0,5 \times 0,2) + (0,5 \times 0,1) = 0,1 + 0,05 = 0,15$$

نحسب المخاطرة المربحة للسهم أ حسب العلاقة:

$$R_p^* = \sum_{p=1}^n B_p (F_p - F^*)^2$$

$$R_p^* = 0,5(0,2-0,15)^2 + 0,5(0,1-0,15)^2 = \sqrt{0,0025} = 0,15$$

$$:F^*_r = 0,15 \quad R^*_r = 0,05 \quad \text{وبنفس الطريقة}$$

بعد تكوين محفظة من السهمين معاً، تصبح معادلة العائد المتوقع من المحفظة

كما يلي :

$$F^*_p = \sum_{p=1}^n K_p \cdot F^*_p$$

حيث K_p : الوزن النسبي لكل سهم في المحفظة

$$F^* = (0,5 \times 0,15) + (0,5 \times 0,15) = 0,15$$

0,5 تعني 50٪ لأن المحفظة تتكون من السهمين 1، 2 بالتساوي، أما المخاطرة المربحة للمحفظة بافتراض معامل الارتباط بين عائدي السهمين معدوم فتحدد بالمعادلة:

$$R^* = \sqrt{(K_1 R_1)^2 + (k_2 R_2)^2 + (K_1)^2 \times (\text{cov})(1,2) + (k_2)^2 \times (\text{cov})(1,2)}$$

= 0 لأن معامل الارتباط معدوم

$$R^* = \sqrt{(0,5 \times 0,05)^2 + (0,5 \times 0,05)^2} = 0,035 < 0,05$$

قلت نسبة المخاطرة ب 15٪.

III - 3 - عوامل نجاح سياسة تنويع المحافظ الاستثمارية:

1 - تنوع المخاطر الاستثمارية:

وتصنف المخاطر إلى:

- مخاطر سوقية: وهي مرتبطة بظروف السوق، تتميز بالانتظام ويمكن توقعها وبالتالي تجنبها.

- مخاطر غير سوقية: أسبابها خارجة عن ظروف السوق المالي، ويصعب التنبؤ بها، كما أنها غير منتظمة، وسياسة التنويع قد تنجح في تخفيض النوع الثاني من المخاطر لكن لا تفيد في تجنب النوع الأول.

٢- عدد أصول المحفظة:

فكلما زاد عدد أصول المحفظة ، كلما تزايدت مزايا سياسة التنوع في تخفيض المخاطر ، وهذا طبقا لقانون العينات العشوائية الذي يشير إلى التناسب العكسي بين عدد عناصر المحفظة و احتمال تركب الخسارة في عنصر معين.

٣- معامل الارتباط بين أصول المحفظة:

❖ من حيث نوع الارتباط : فقد يكون موجبا كما يحدث بين أسعار الأسهم و أسعار العقار ، وقد يكون سالبا كما حدث في أزمة الـوول ستريت ، عندما أدى الانخفاض الحاد في أسعار الأسهم إلى ارتفاع حاد في أسعار السندات.

❖ من حيث قوة أو ضعف معامل الارتباط: تتراوح بين +١ و - ١ ، فعلى مدير المحفظة في تنوع الأصول أن يراعي كلا من نوع الارتباط و قوة معاملته.

ففي حالة الارتباط السالب ، تزداد مزايا التنوع كلما قوى معامل الارتباط بين عوائد الأصول ، بينما في حالة الارتباط الموجب تزداد مزايا التنوع كلما ضعف معامل الارتباط.

حساسية التنوع لا تنجح في تخفيض المخاطر الغير سوقية إذا كان الارتباط موجبا و قويا ، لأن عملية التنوع ما هي إلا تكرار لأصل من الأصول ، على العكس ، عندما يكون الارتباط سالبا أو معدوما ، فالتنوع يكون موجبا و مفيدا في تخفيض المخاطر ، لأن الآثار ستعم و في اتجاهات متعاكسة.

ذكرنا أنّ عوامل نجاح سياسة التنوع هو تنوع المخاطر خاصة تلك المتعلقة بالسوق ، والتي يمكن التنبؤ بها ، وذلك عن طريق معامل β ، فكيف يكون ذلك؟؟

IV - ٤ - التنبؤ بمخاطر المحفظة باستخدام معامل β :

النموذج الرياضي المبسط لتطبيق هذا المعامل هو

$$dF = A + (\beta x dF.S) \quad dF = \text{معدل التغير في العائد للمحفظة.}$$

S : معدل التغير في متوسط معدلات العائد لجميع أدوات الإستثمار.

A: ثابت المعادلة.

β : يمثل درجة حساسية عائد المحفظة للمخاطرة

إذا يمكن تعريف β ، بأنه مقدار التغير النسبي المتوقع حدوثه في عائد أسهم المحفظة بالقياس للتغير الحادث في متوسط عائد الأسهم المتداولة في سوق الأوراق المالية^(١).

- إذا كان المعامل $\beta=1$ ، معناه معدل تغير العائد المتوقع للمحفظة هو نفس معدل التغير الحادث في العائد السوقي بشكل عام ، فإذا انخفض هذا الأخير بنسبة ٢٠٪ بسبب حادث فإن عائد سهم المحفظة سوف ينخفض بنسبة ٢٠٪ كذلك ، وهذا ما يطلق عليه بالمخاطرة السوقية العادية.

ونستفيد من معادل β في بناء أو إحلال الأصول المكونة للمحفظة ، ففي حالة انتعاش محتمل في السوق المالي ، فيتم إحلال أصول استثمارية ذات معامل β منخفض ، و في حالة الانكماش يتم العكس.

مثال : لتأخذ محفظة تتكون من ٤ أصول مالية حسب الجدول التالي :

معامل β	القيمة V	بيان أصول المحفظة
٠.٧٥	١٠٠٠	سهم A
١.٢٥	١٠٠٠	سهم B
١.٤٠	١٠٠٠	سهم C
٠.٢	٥٠٠	عملات أجنبية

نحسب معامل β المربح $\beta^* = \sum V \beta / \sum V$

$$1 = \frac{(1000 \times 0.75) + (1000 \times 1.25) + (1000 \times 1.4) + (500 \times 0.2)}{1000 + 1000 + 1000 + 500}$$

$$1000 + 1000 + 1000 + 500$$

(١) منير محمد، مرجع سبق ذكره، ص ١٠٤.

إذا كانت لدينا توقعات بانتعاش السوق المالي، فإننا نسعى للإستفادة منه عن طريق رفع معامل β وذلك باستبدال الأصل (عملات أجنبية) ذو معامل

$$\beta \text{ منخفض بأصل آخر، وليكن السهم D بقيمة } 500 \text{ بمعامل } \beta = 3$$

$$\beta^* = (1000 \times 0.75) + (1000 \times 1.25) + (1000 \times 1.4) + (500 \times 3) = 1.4$$

3500

إذا سيطرت زيادة أكبر في العائد المتوقع من المحفظة بنسبة إذا انتعشت السوق المالية بـ 10% وذلك بـ $1.4 \times 10\% = 14\%$.

رغم أن كلما ذكرناه في الفصول السابقة صالح لكل نوع من أنواع المحافظ، إلا أن هناك ضوابط وقيود لتكوين محافظ الأوراق المالية و عوامل يجب مراعاتها عند إدارة هذه الأخيرة.

V - خصائص محافظ الأوراق المالية:

V - 1 ضوابط وقيود تكوين محافظ الأوراق المالية: (1)

- 1- ضوابط وقيود زمنية: أي المدى الزمني الذي يرغب صاحب المحفظة الاستثمار فيه مستثمرا لأمواله (قصيرا، طويلا، متوسطا، لمدة سنة....)
- 2- ضوابط وقيود مالية ورأسمالية: وهي حجم و نوع الأموال المتاحة لمدير المحفظة والتي يتم من خلالها شراء وحياسة الأوراق المالية وتكوين التوليفة أو المزيج المناسب في الأوراق المالية.
- 3- ضوابط أو قيود الحاجة إلى تسييل المحفظة: وهو القيد الذي يضعه صاحب المحفظة على مديرها في شكل إمكانية تسييل المحفظة بالكامل أو بجزء كبير منها أو بشكل فجائي أو في اجل قصير، مما يجعل مدير المحفظة ينجز أنواعا معينة من الأوراق المالية التي تحقق هذا الهدف.
- 4- ضوابط وقيود ضريبية وإلتزامية: كثيرا ما تعرض قوانين أو تشريعات تعطي مزايا أو إعفاءات ضريبية معينة لأوراق مالية معينة قد تكون

(1) لخضيرى لحسن احمد، 1999، ص 68.

لفترات زمنية منصوص عليها و من ثم يكون سعر المحفظة على علم بهذا كله، وبالتالي يجب مراعاته عند تكوين المحفظة

٥- ضوابط وقيود الأخطار والمخاطر: يقوم مدير الاستثمار باختيار الأوراق المالية التي يتناسب درجة الخطر في الاستثمار فيها مع استعداد المستثمر و قدرته على قبول و تحمل المخاطر.

V - ٢ - العوامل التي يجب مراعاتها عند إدارة الأوراق المالية:

١- معدل الفائدة وسعر الورقة المالية: إن عملية إدارة المحفظة تقوم على متابعة تطور العائد الذي تحققه الورقة، وذلك بمتابعة الأوراق المالية الجديدة التي تطرح في السوق لأول مرة، ومقارنة العائد عليها بالعائد الخاص بالورقة المحتفظ بها في المحفظة.

٢- مدى التقلبات في معدل الفائدة: يرتبط الاستثمار في الورقة المالية ليس فقط بمعدل العائد، ولكن أيضا بمدى الاستقرار في معدل العائد واتجاهات هذا السعر في الأجلين القصير و الطويل أيضا.

٣- مدى التقلبات في سعر الورقة المالية ذاتها: فكلما كان سعر الورقة المالية يزداد في السوق بشكل تراكمي فإن هذا أدعى إلى الاحتفاظ بها، فالزيادة التراكمية التي تطرأ على القيمة السوقية للورقة تشجع المستثمرين على طلبها نظراً لما تحققه من ربح رأسمالي.

٤- تأثير تآكل القوة الشرائية للنقود: في حالة التضخم، الاحتفاظ بالنقود أمر غير رشيد، لذا يزداد إقبال الأفراد على الاستثمار في الأصول العينية والأوراق المالية، خاصة تلك التي ترفع قيمتها السوقية مع ازدياد قيمة الأصول التي سبق شراؤها بأسعار منخفضة.

V - ٣ - الاعتبارات الفنية في إدارة محفظة الأوراق المالية:

١- الاعتبارات الزمانية والمكانية: حيث تتدخل اعتبارات التوقيت في قرار الاحتفاظ بالورقة المالية في المحفظة أو التخلص منها، وكمثال على ذلك توقيت استحقاق سداد الورقة المالية، أما اعتبارات المكان، فتتعلق بالمخاطر التي قد يتعرض لها الاستثمار في مكان معين.

٢- مستوى جودة الورقة المالية: ويتم ذلك من خلال تحليل البيانات المتوافرة عنها، حيث يتم تصنيف الأوراق المالية وترتيباتها بناء على نتائج التحليل الذي تم.

٣- السياسات المالية والنقدية للدولة: كسياسة التوسع في الإصدار النقدي، وفي الإنفاق الحكومي الجاري والاستثماري، وسياسات التكميش وتعقيم الكتلة النقدية، وتأثير ذلك على اتجاهات أسعار الأسهم وفوائد عوائد الأسهم.

٤- عمليات معالجة الأخطار: تتأثر عمليات الاستثمار وقرارات البيع والشراء للأوراق المالية المتداولة بكم ونوع المخاطر التي تواجهها من حيث الآتي: ^(١)

- أ- عمليات تحليل وتحديد الأخطار.
- ب- عمليات توزيع الخطر وتحديد مصادر التعامل معه ونشر مجالاته.
- ج- عمليات توزيع الخطر وتحديد مصادر التعامل معه ونشر مجالاته.
- د- عمليات تنويع الأخطار، وعدم تركيزها في إطار سياسة تثبيت الخطر. وتسهيلا لإدارة مثل هذا النوع من المحافظ وتشجيعا للاستثمار فيه تم إنشاء ما يسمى بشركات الاستثمار.

V - ٤ - شركات الاستثمار:

V - ٤ - ١ - ماهية شركات الاستثمار:

هي شركات تتلقى أموال من المستثمرين من مختلف الفئات، لتقوم باستثمارها في تشكيلات (صناديق) من الأوراق المالية، يتحدد نصيب المستثمر بعدد الحصص في التشكيلة التي يستثمر فيها أمواله، أما الأوراق المكونة للتشكيلة، فهي من النوع ذو التداول العام مثل الأسهم والسندات وأذونات الخزينة.. الخ.

(١) مرجع سبق ذكره، ص ٨٤.

وليس من حقّ المستثمر أن يدّعي ملكية أوراق مالية معينة داخل التشكيلة، ويمكن القول أنّ شركة الاستثمار هي عدد من الصناديق يدير كل منها فريق إدارة مستقل، ويمكن تصنيف الصندوق على أساس تشكيلة الأوراق المالية المكونة لها^(١).

V - ٤ - ٢ - تصنيف صناديق استثمار وفقا لمكونات التشكيلة:

١ - صناديق الأسهم العادية:

وتتكون من الأسهم العادية فقط، إلا أنّنا نميز فيها بين الصناديق التي تدار باستمرار ويقظة، والصناديق التي لا تحظى سوى بقدر ضئيل من اهتمام الإدارة وهي تلك التي لا تبذل الإدارة من جانبها مجهودا لاختيار التشكيلة، لأنها تسعى إلى تحقيق عائد مماثل لعائد السوق.

٢ - صناديق السندات:

وتتكون من سندات فقط، قد تكون مرتفعة الجودة، وتولد عائداً منخفضاً نسبياً، ولكنها لا تنطوي على مستوى منخفض من المخاطر أو قد تكون متباينة من حيث الجودة والمخاطر والعائد.

٣ - الصناديق المتوازنة:

وتتمثل على مزيج من أسهم عادية وأوراق مالية أخرى ذات دخل ثابت و محدد مثل السندات التي تصدرها الحكومة و منشآت الأعمال، والسندات القابلة للتحويل إلى أسهم عادية، والأسهم الممتازة، وتتميز التشكيلة بمعامل β أقل من الواحد الصحيح، بمعنى أنّ القيمة السوقية للأوراق المالية المكونة للصندوق لا ترتفع أو تنخفض بنفس مستوى التغير في السوق.

٤ - صناديق سوق النقد:

وهي تلك الصناديق التي تتكون من تشكيلة من الأوراق المالية قصيرة الأجل كأذونات الخزينة، وشهادات الإيداع التي عادة ما تتداول في سوق النقد أيّ من خلال مؤسسات مالية كالبنوك التجارية.

(١) هندي منير إبراهيم، ١٩٩٩، ص ١٢.

استراتيجيات إدارة محافظ الأوراق المالية^(١).

أ) إستراتيجية جودة الاستثمارات: تؤكد القواعد المصرفية على ضرورة التزام البنك بالتعامل في أوراق مالية ذات جودة عالية ضماناً لحقوق المودعين، وبمقتضى ذلك يتعين الابتعاد عن الأوراق التي يتعرض عائدها الدوري لتقلبات شديدة، وكذلك الابتعاد عن الاستثمارات التي تتعرض قيمتها السوقية للانخفاض. ويحمل هذا الاتجاه إلى دعوة البنوك لكي تزيد استثماراتها في السندات على حساب صكوك الملكية (الأسهم). وفي هذا السياق يتم ترتيب الأوراق المالية داخل كل قسم بحيث تكون الأولوية للأوراق المالية الحكومية ثم المضمونة من الحكومة، وأخيراً الأوراق غير الحكومية.

ب) إستراتيجية التنوع في الاستثمارات: هي تكوين تشكيلة جديدة من الأوراق المالية تسهم في خفض درجة المخاطر التي يتعرض لها عائد المحفظة، دون ان يترتب على ذلك تأثير عكسي على حجم العائد، ويأخذ التنوع صوراً عديدة سوف يتناولها الباحث بالدراسة والعرض في طيات ذلك المبحث.

ج) إستراتيجية المحافظة على الأموال المستثمرة: ويقصد بها الوصول إلى الضمان الحقيقي الذي يعني استرداد نفس القوة الشرائية للوحدات النقدية للأموال المستثمرة في الأصول.

د) إستراتيجية آجال استحقاقات الاستثمار: هي الإستراتيجية التي تقوم على هيكلة استحقاقات محفظاتها ضد التغيرات في معدلات الفائدة وهناك طريقتان لمبيكلية استحقاقات المحفظة:

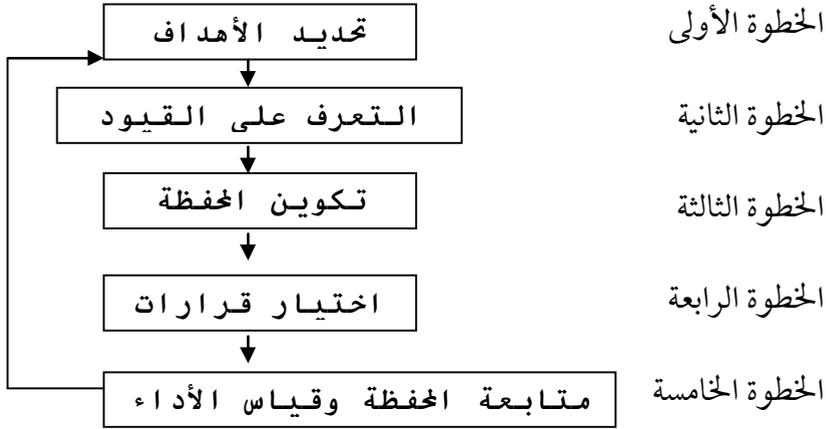
Ladder Maturing وهم الاستحقاقات المتتابعة، والاستحقاقات المتتالية Barbell Maturing وهي تقضى بتخصيص البنك في نوعية من الاستثمارات أحدهما قصيرة والآخر طويل وهي بالتالي تستبعد الاستثمارات متوسطة الأجل.

(١) عادل محمد رزق، مرجع سابق، ص ٧١.

هـ) إستراتيجية الاستبدال والمبادأة: حيث يعطي التغيير في أسعار الفائدة فرصاً استثمارية للبنك يمكن استغلالها إذا ما اتبع مبدأ المبادأة ويتوقف ذلك على التنبؤ الصحيح لمعدلات الفائدة المتوقعة.

خطوات إدارة المحفظة:

لكي يتم إدارة المحفظة يتم ذلك عن طريق الخطوات التي يوضحها الشكل التوضيحي التالي:



أهداف تكوين محفظة الأوراق المالية:

يحقق تكوين محفظة الأوراق المالية عدداً من الأهداف وتتمثل في الاستثمار الطويل أو القصير الأجل وكذا طبيعة الداخل المتوقع من الاستثمار في ضوء الخطط المالية المستقبلية، وفي ضوء ذلك يتم اختيار نوع الورقة المالية التي تناسب مع الأهداف، ومن هذه الأهداف^(١):

- ❖ حماية الأموال المستثمرة من هبوط قيمتها الشرائية نتيجة التضخم.
- ❖ تنمية المحفظة، أي تضخم قيمتها الرأسمالية.
- ❖ تحقيق عائد دوري ودخل إضافي رأسمالي ناتج من الأرباح الرأسمالية للبيع بأكبر من القيمة الشرائية.

(١) د. محمد سويلم، إدارة البنوك وبورصات الأوراق المالية، المنصورة، بدون ناشر، ١٩٩٥، ص ٣٨٢.

❖ التأمين ضد المخاطر ولا سيما مخاطر انخفاض القوة الشرائية.

❖ تحقيق تنمية مستمرة في الأموال المستثمرة.

❖ تثبيت واستقرار العائد دون التقليل من العائد المتوقع^(١).

❖ توفير مصدر آخر للسيولة يتم اللجوء إليه عند الحاجة حيث يمكن بيع الأوراق المالية عند الحاجة للحصول على النقدية السائلة بدلاً من قيام البنك بالاقتراض^(٢).

❖ تقليل مخاطر التعرض للضرائب على إيرادات القروض، حيث أن الإيرادات الناتجة من الأوراق المالية معفاة من الضرائب وبالتالي يمكن تعويض جانباً من الضرائب المدفوعة على إيرادات محفظة القروض.

❖ يمد البنك بمرونة كافية في إدارة أصوله نظراً لأن مكونات المحفظة يمكن التصرف فيها بسهولة ومرونة أكبر من محفظة القروض.

❖ تدعيم موقف البنك أمام المستثمرين وحملة الأسهم^(٣).

ومن هنا نرى أن أهداف تكوين محفظة الأوراق المالية متعددة فقد يكون الهدف مزيج من بعض أو كل هذه الأهداف، حيث يسعى البنك إلى تحقيق تلك الأهداف من خلال سياسة الاستثمار المبنية على خطة التي تعتبر بمثابة مرشد واضح لفلسفة وأهداف الاستثمار في البنك.

قيود ومحددات تكوين المحفظة:

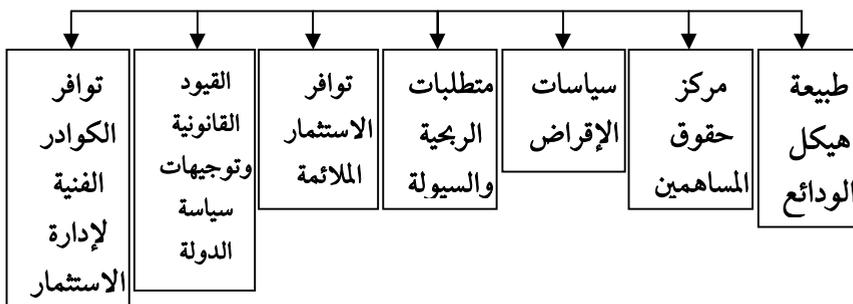
هناك مجموعة من العناصر المؤثرة في صياغة سياسات وإستراتيجيات الاستثمار في الأوراق المالية يجب التعرف على مدى تأثيرها كما يلي^(٤) في الشكل التوضيحي التالي:

(١) أ. جلال إبراهيم العبد، إدارة محفظة الأوراق المالية - دراسات، الاسكندرية، بدون ناشر، ١٩٩٩، ص ٣.

(٢) سياسة الاستثمار في البنوك" مجلة البنوك، القاهرة، العدد ٢٩، مايو/ يونيو ٢٠٠١ ص ١.

(٣) سياسة الاستثمار في البنوك، مرجع سابق، ص ١.

(٤) د. عبد المطلب عبد الحميد، مرجع سابق، ص ١٦٥ - ١٧٣، بتصريف.



تكوين محفظة الأوراق المالية :

بعد أن تم تحديد الأهداف والتعرف على القيود ومحددات الاستثمار يتم وضع السياسة الاستثمارية بتكوين محفظة الأوراق المالية من خلال اتخاذ قرارات تخصيص أصول محفظة الأوراق المالية Asset Allocation Decision بمعنى كيف يتم توزيع استثمار المحفظة على فئات الأصول المالية المختلفة من أسهم وسندات وأوراق مالية أخرى، فإن عملية تحقيق الأمثلة في المحفظة تتمحور حول توزيع الأصول والتي يطلق عليها نظرية "المحفظة الحديثة"^(١).

ويحاول هذا النموذج التمييز بين مصادر الأموال المختلفة طبقاً لمتطلبات السيولة اللازمة وأيضاً معدل دوران تلك المصادر، فعلى سبيل المثال فإن الحسابات تحت الطالب تستلزم نسبة سيولة أعلى نسبياً مما تستلزمه ودائع التوفير والودائع لأجل، وذلك نظراً لأن معدلات دورانها أعلى من الأنواع الأخرى من الودائع، وبناء على ذلك فإن نسبة كبيرة من كل جنيه من الحسابات الجارية يجب تخصيصها في الاحتياطات الأولية والاحتياطات الثانوية ونسبة صغيرة يتم توظيفها في القروض واستثمارها في الأوراق المالية. ويتوقف أسلوب تخصيص الأصول على السياسات التي يتم انتهاجها في إدارة المحفظة.

السياسات التي تحكم إدارة المحفظة :

تنقسم سياسات الاستثمار إلى الآتي^(٢) :

(١) د. محمود صبح، مرجع سابق، ص ٨٥.

(٢) عادل محمد رزق، مرجع سابق، ص ٧٦.

١- سياسة استثمارية متحفظة أو دفاعية Conservative of Defensive : وهي عبارة عن استثمار الأموال المتاحة يكون في الشكل سندات طويلة الأجل، أذون خزانة بما يضمن من توفير دخل منتظم على المدى الطويل.

٢- سياسة استثمارية هجومية Aggressive Policy : وتركز تلك السياسة على تحقيق أرباح رأسمالية نتيجة لحدوث تقلبات في أسعار الأوراق المالية والتي تكون غالباً في صورة أسهم عادية، حيث يتم شراؤها بأسعار منخفضة والاحتفاظ بها ثم بيعها عندما ترتفع أسعارها. وتتميز تلك السياسة بارتفاع عنصر المخاطرة.

٣- السياسة المتوازنة Balanced Policy : وهي تجمع بين تحقيق عنصر الأمان وجني أرباح رأسمالية، وتتكون المحفظة عند إتباع تلك السياسة من أسهم عادية وأوراق مالية قصيرة الأجل وأدوات استثمارية طويلة الأجل كالسندات.

إن اختلاف أنواع الأدوات الاستثمارية الداخلة في المحفظة للبنك يتوقف على الفلسفة التي تتبناها إدارته والتي لا تخرج عن الثلاث سياسات السابق الإشارة إليها.

اعتبارات إستراتيجية إدارة محفظة الأوراق المالية:

يلزم على الإدارة العليا في البنوك التجارية، عند بناء سياستها وإستراتيجيتها الخاصة بإدارة الاستثمار، مراعاة مجموعة من القواعد التي تعتبر بمثابة معايير تبنى عليها سياسات واستراتيجيات الاستثمار وأهمها^(١):

١ - توافر الأموال اللازمة للاستثمار:

يتم ذلك من خلال تدبير موارد مالية جديدة تتصف بالثبات وطول الأجل، وذلك عن طريق إصدار أوعية ادخارية جديدة تتضمن مزايا جديدة للمدخرين أو الاقتراض بسعر فائدة منخفض والذي يكون بمثابة رافعة تشغيلية.

(١) د. منير إبراهيم هندي، إدارة المنشآت المالية، دار المعارف، ١٩٩٤، ص ٤٦٢-٤٦٢.

١ - جودة الأوراق : Quality of Individual Securities

ضرورة التزام البنك بالتعامل في أوراق مالية ذات جودة عالية ضماناً لحقوق المودعين، بمعنى قابلية تلك الأوراق للبيع (دون أي عوائق) يلجأ البنك إلى تصفيتها عند الحاجة أي بمثابة احتياطات سيولة.

٢ - تنوع الأوراق Diversification

ويعبر عن قرار البنك الخاص بتشكيله أو توليفه للاستثمارات التي تتكون منها المحفظة، فالهدف من التنوع تخفيض درجة المخاطر التي يتعرض لها عائد المحفظة، فالخطر الكلي للمحفظة يتمثل في خطرين هما:

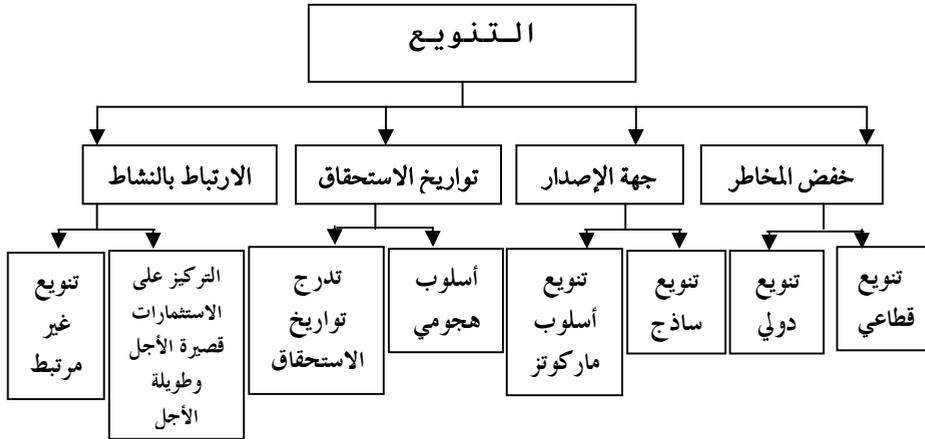
□ الخطر غير المنتظم والخاص بمحفظة بعينها ويتم تخفيضه عن طريق (التنوع القطاعي).

□ الخطر المنتظم والخاص بالسوق ويتم عن طريق (التنوع الدولي).

إذن تنوع الأوراق المالية من عدد مختلف من القطاعات يؤدي إلى خفض المخاطر الغير منتظمة، أما التنوع الدولي والذي يعني شراء أوراق مالية من إحدى البورصات الخارجية فيعمل على خفض المخاطر المنتظمة دون التأثير على حجم العائد للمحفظة.

تبويب التنوع: ويمكن توضيح أهم أنواع التنوع Diversification كما

في الشكل التوضيحي التالي :



تنوع جهة الإصدار: (١)

ويقصد به عدم توجيه الأموال المستثمرة في المحفظة إلى أوراق مالية تصدرها منشأة واحدة حيث من الخطأ تركيز الاستثمارات في أسهم منشأة واحدة وهذا التنوع يندرج من العشوائية إلى التخطيط، وهناك أسلوبين شائعين في هذا الصدد: هما أسلوب التنوع الساذج وأسلوب ماركوتيز، وسيتم شرح كل منهما كما يلي:

أ- أسلوب التنوع الساذج: naïve Diversification

ويعبر عن زيادة حجم تنوع الاستثمارات التي تضمنها المحفظة يؤدي إلى خفض المخاطر غير المنتظمة Unsystematis، بينما لا يسهم على الإطلاق في تخفيض المخاطر العامة حيث يمكن التخلص كلياً من المخاطر ذات الصيغة الخاصة (غير المنتظمة) إذا ما تضمن المحفظة حوالي ٢٥ إصدار.

ويلزم عدم المغالاة في تنوع مكونات المحفظة لما يترتب عليه من آثار عكسية

كما يلي:

- ١- صعوبة إدارة المحفظة.
- ٢- ارتفاع تكلفة البحث عن استثمارات جديدة.
- ٣- اتخاذ قرارات استثمارية غير سليمة.
- ٤- ارتفاع متوسط تكاليف الشراء.

ب- التنوع وفقاً لأسلوب ماركوتز: Markowitz Diversification

ويقضي هذا الأسلوب بضرورة الاختيار الضيق للاستثمارات المكونة للمحفظة وذلك بمراعاة درجة الارتباط بين عائد تلك الاستثمارات. فكلما كانت هذه العلاقة عكسية أو مستقلة أي ليس هناك علاقة فإن المخاطر التي تتعرض لها عائد المحفظة تكون أقل مما لو كانت هناك علاقة طردية بين عائد المحفظة تكون أقل مما لو كانت هناك علاقة طردية بين عائد تلك الاستثمارات. يضاف إلى ذلك أن هذا الأسلوب في التنوع قد ينجح ليس فقط في التخلص من المخاطر

(١) عادل محمد رزق، مرجع سابق، ص ٧٨.

الخاصة، بل والتخلص من جزء من المخاطر العامة (المنتظمة). إذ يعتبر أفضل استثمار مقترح هو ذلك الاستثمار الذي يكون معامل الارتباط بين العائد المتوقع من ورائه وبين معدل المتوقع من الاستثمارات القائمة بالفعل ارتباطاً سالباً.

تنوع تواريخ الإستحقاق^(١)

توجد علاقة بين أسعار الفائدة في السوق وبين القيمة السوقية للسندات، ويتم إتباع سياسة تنوع رشيدة بشأن توزيع الأموال المستثمرة في المحفظة بين السندات طويلة الأجل والسندات قصيرة الأجل. وتوجد ثلاث أنواع من ذلك النوع من التنوع وهي الأسلوب الهجومي، أسلوب تدرج تواريخ الاستحقاق وأسلوب التركيز على الاستثمارات قصيرة الأجل والطويلة واستبعاد متوسطة الأجل.

أ- الأسلوب الهجومي : Aggressive Portfolio Management

يقوم ذلك الأسلوب على التحول المستمر من السندات قصيرة الأجل إلى السندات طويلة الأجل وفقاً للظروف، أي وفقاً للاتجاهات المتوقعة لأسعار الفائدة. فإذا أشارت التنبؤات إلى أن أسعار الفائدة في طريقها إلى الارتفاع، فإن على مدير المحفظة أن يسارع ببيع السندات طويلة الأجل واستخدام حصيلتها في شراء سندات قصيرة الأجل، وإذا تحققت تلك التنبؤات وارتفعت أسعار الفائدة يتمكن البنك من استخدام الحصيلة من شراء استثمارات جديدة تحمل أسعار فائدة مرتفعة. ولا يلجأ البنك إلى استخدام ذلك الأسلوب إلا إذا كانت إدارة الاستثمار على درجة عالية من الكفاءة.

ب- تدرج تواريخ الاستحقاق : Laddered Maturity

ويقصد بها توزيع مخصصات المحفظة على استثمارات ذات تاريخ استحقاق متدرج ويقضي هذا الأسلوب قيام إدارة البنك بوضع حد أقصى لتاريخ الاستحقاق الذي يمكن قبوله، وبعد ذلك تقوم إدارة المحفظة بوضع هيكل لتواريخ الاستحقاق توزع على أساسه الموارد المتاحة للاستثمار.

(١) د. منير إبراهيم هندي، مرجع سابق، ص ٢٢٩ - ٢٣٦.

ج- التركيز على الاستثمارات قصيرة الأجل وطويلة الأجل

Barbell Maturity structure

ويقوم ذلك الأسلوب على التركيز على الاستثمارات قصيرة الأجل وطويلة الأجل مع استبعاد الأوراق المالية متوسطة الأجل (من ثلاث سنوات إلى أقل من سبعة سنوات)، ويرجع ذلك أن الاستثمارات قصيرة الأجل تسهم في مواجهة متطلبات السيولة، بينما تسهم الاستثمارات طويلة الأجل في الوفاء بمتطلبات الربحية حيث تساعد على تحقيق أرباح رأس مالية أكبر في حالة انخفاض الفائدة، أما الاستثمارات متوسطة الأجل فلا تسهم في تعظيم هذا أو ذلك، إذ تقع بينهما، ويقتضي هذا الأسلوب من التنويع على توزيع اعتمادات المحفظة منصفة بين الاستثمارات قصيرة الأجل والاستثمارات طويلة الأجل، فتوقعات وتنبؤات إدارة المحفظة هو المحدد الحاسم لتوزيع الأموال المستثمرة في المحفظة على استثمارات تتفاوت آجال استحقاقها بين قصير وطويل الأجل.

اعتبارات اختيار الأوراق المالية قصيرة الأجل: ^(١)

يتعين مراعاة الارتباطات التالية عند اختيار استثمارات قصيرة الأجل في المحفظة:

١- القابلية للبيع Marketability

وهي القدرة على بيع الورقة بسرعة وبأقل خسارة ممكنة، وتعتبر القابلية للبيع من أهم الخصائص الواجب توافرها في الاستثمار المؤقت.

٢- مخاطر التوقف عن السداد Default Risk

وهي المخاطر المرتبطة بعدم السداد لفوائد الدين أو أصله التي يتحملها المستثمر.

٣- تاريخ الاستحقاق MATURITY DATE

وهي الفترة الزمنية المتبقية قبل قيام مصدر هذه الأوراق برد قيمتها إلى المستثمر.

(١) د. محمود صبح، رأس المال العامل وتمويل المشروعات الصغيرة، البيان للطباعة والنشر، القاهرة، الطبعة الثانية، ١٩٩٩، ص ٧١.

٤ - معدل العائد على الاستثمار RATE OF RETURN

وهي العائد الناتج من الورقة المالية ويرتبط بدرجة المخاطرة. ويتوقف مستوى الاستثمار المناسب في الأوراق المالي قصيرة الأجل على ما يلي :

- إمكانية التنبؤ بالتدفقات النقدية فإذا كانت الإمكانية منخفضة، فإنه يتعين الاحتفاظ بمستوى مرتفع من الاستثمارات في الأوراق المالية.
- تكاليف التعامل في الأوراق المالية فكلما زادت تلك التكاليف (تكاليف شراء وبيع الأوراق المالية) كلما تناقص قدرة الأوراق على مواجهة النقص في النقدية.
- معدلات الفائدة يلزم زيادة الاستثمار في الأوراق قصيرة الأجل كلما ارتفعت معدلات الفائدة، حيث أن ارتفاع معدلات الفوائد على الأوراق المالية يجعل من احتفاظ الشركة بالنقدية أكثر تكلفة.

التنوع ودرجة الارتباط^(١) :

- يمكن تبويب التنوع من ناحية الارتباط بنشاط المنظمة إلى نوعان رئيسيان :
- ١ - **التنوع المرتبط** : وهو التنوع داخل نشاط جديد يرتبط بالنشاط أو الأنشطة الحالية للشركة من خلال وجود سمة مشتركة بين واحد أو أكثر من مكونات كل نشاط ، ويركز ذلك الارتباط على عناصر التصنيع والتسويق والتكنولوجيا.
 - ٢ - **التنوع غير المرتبط** : وهو يستهدف مجالات عمل جديدة لا ترتبط بأي علاقة واضحة مع أنشطة الشركة القائمة.

اختيار قرارات الاستثمار :

إن اختيار قرار الاستثمار في نوع معين من الاستثمارات يتم عن طريق اتخاذ قرارات تخصيص أصول محفظة الأوراق المالية بمعنى كيف يتم توزيع استثمارات

(١) عادل محمد رزق، مرجع سابق، ص ٨٣.

محفظة الأوراق المالية على فئات الأصول المالية المختلفة من أسهم، سندات، أوراق أجنبية، وتوجد اعتبارات يجب أخذها في الاعتبار عند اختيار قرار الاستثمار وهي كما يلي:

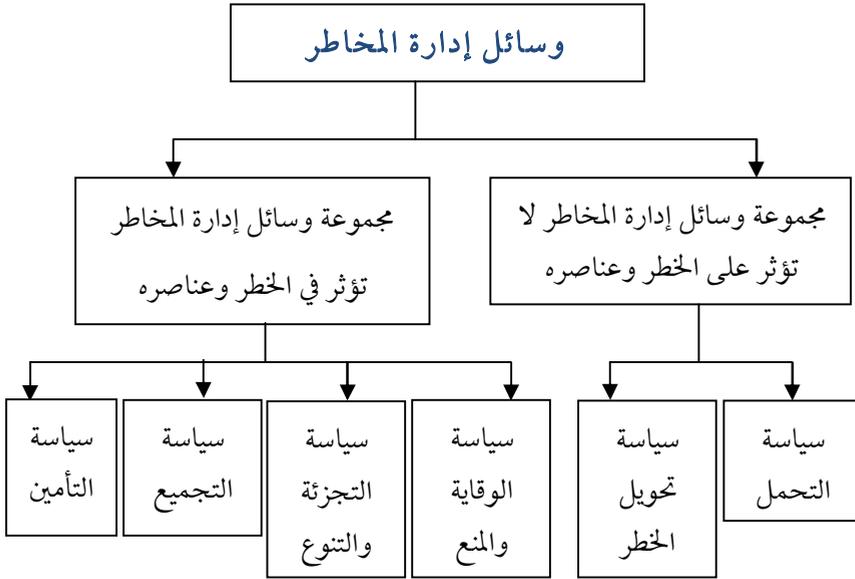
- ما يتضمنه قرار الاستثمار (قرار شراء أوراق مالية) من النوع المستقر من الأوراق أو النوع الذي يتسم بالأمان والتي يمكن تحويلها إلى نقدية في فترة قصيرة ودون خسائر تذكر أي أنها منخفضة المخاطر عند التحويل إلى نقدية.
- نسب الاستثمار في الأوراق المالية داخل كل قطاع أو بمعنى كيفية توزيع الأموال المستثمرة في المحفظة.
- مستوى المخاطرة المقبول ويتوقف على الفلسفة والسياسة التي تتبناها إدارة المحفظة، والتي لا تخرج عن سياسة متحفظة أو هجومية أو معتدلة.
- الاعتبارات الضريبية وتأثيرها على اختيار قرار الاستثمار وبالتالي تحديد التشكيلة المكونة لمحفظة الأوراق المالية، حيث يتم الأخذ في الاعتبار معدلات الضرائب على التوزيعات والأرباح الرأسمالية ومدى تحقيق وفورات ضريبية.
- مستوى التنوع، ونوعه ودرجته وهل هو قائم على دراسة علمية أو تنوع عشوائي وذلك كما سبق الإشارة إليه.
- متطلبات الربحية والسيولة، حيث أن الآلية التي تحكم قرار الاستثمار هو مدى الموازنة بين مستويات الربحية ودرجة السيولة المطلوبة.
- الالتزام بقاعدة الشراء بسعر منخفض والبيع بسعر عالي.

وسائل إدارة المخاطر:

يقصد بإدارة المخاطر هي تنظيم متكامل بهدف مجابهة المخاطر بأفضل الوسائل وأقل التكاليف وذلك عن طريق اكتشافه وتحليله وقياسه وتحديد وسائل مجابهته مع اختيار أنسبها لتحقيق الهدف المطلوب.^(١)

(١) د. حسني الخولي، "إدارة مخاطر المصارف من منظور تأميني" مجلة الدراسات المالية والمصرفية، المجلد التاسع، العدد الرابع، السنة التاسعة، ديسمبر ٢٠٠١، ص ٤٤.

يتم تقسيم وسائل إدارة المخاطر تبعاً لمدى تأثير كل وسيلة على المخاطر وعناصره المختلفة كما في الشكل التوضيحي التالي :



من الشكل السابق يتبين أن وسائل إدارة المخاطر متعددة ومتنوعة وتنقسم حسب مدى تأثيرها على الخطر.

وسوف يتم هنا تناول إدارة المخاطر باستخدام استراتيجية التحصين كمثال.

إدارة المخاطر باستخدام استراتيجية التحصين^(١)

Immunization STRATEGIC

التحصين هي كلمة مستعارة من العلوم الطبية حيث يهدف إلى الوقاية من بعض الأمراض ، فإن مخاطر ارتفاع سعر الفائدة له تأثير سلبي على السندات ، حيث يمكن تقليل ذلك التأثير السلبي عن طريق إستراتيجية التحصين ، برنامج التحصين يقوم على محورين أساسيين :

المحور الأول: تقدير المدة الزمنية المثلى للاحتفاظ بالسندات الاستمرارية duration ويقصد بالاستمرارية هي المدة الزمنية المناسبة للاحتفاظ بالسند وهي بذلك تعني طول الفترة اللازمة للاحتفاظ بالسند حتى يغطي تكاليف.

(١) عادل محمد رزق، مرجع سابق، ص ٨٨.

لكي يمكن تحقيق الفاعلية في تقدير المدة الزمنية المناسبة للاحتفاظ بالسند يلزم توافر مجموعة من الشروط وهي :

- أن المدة المناسبة أو الاستمرارية هي دائماً أقل من فترة استحقاق السندات.
- أن السندات التي تعطي كوبون أعلى تكون مدته المناسبة أقل لأنه يغطي تكاليف أسرع.

أن السندات التي لا تصرف كوبونات (لا يعطي عائد دوري ثابت) سوف تكون مدته المثلى والمناسبة هي نفسها فترة الاستحقاق.

التأثير الإيجابي لأحد مكونات مخاطر تغير سعر الفائدة (مخاطر السعر أو مخاطر إعادة الاستثمار) مساوياً للتأثير السلبي الذي يحدثه النوع الآخر.

المحور الثاني: إعادة استثمار التدفقات النقدية. وهو ذلك الأسلوب الذي يتم عن طريق تحقيق عائد مستهدف في مواجهة ارتفاع سعر الفائدة، حيث مع ارتفاع سعر الفائدة تقل قيمة السند سوقياً لذا يتم إعادة استثمار تدفقات السند النقدية بمعدل العائد السوقي حتى يمكن تلافي الأثر السلبي لارتفاع سعر الفائدة على قيمة السند ويتم ذلك عن طريق اتباع ما يلي :

- ١- حساب هبوط السندات نظراً لارتفاع سعر الفائدة.
- ٢- حساب العائد من استثمار التدفقات النقدية لذلك السند بمعدل العائد السوقي.

مداخل تقييم أداء المحفظة^(١) :

أن تقييم المحفظة يجب أن يتم من أن يتم من أن إلى آخر أثناء عملية إدارة المحفظة، حيث تتعدد مداخل تقييم أداء محفظة الأوراق المالية، وأهم تلك المداخل أربعة نماذج أساسية هي :

١- نموذج " شارب " SHARP,S MODEL

٢- نموذج " ترينور " TRYNOR,S PERFORMANCE MEASURE

(١) د. محمد صالح الحناوي، " تحليل وتقييم الأسهم والسندات "، الدار الجامعية، الإسكندرية، ٢٠٠٠، ص ص (٢٨١ - ٢٩٦)، بتصرف.

٣- نموذج " جنسن " JENSEN,S PERFORMANCE MEASURE"

٤- نموذج " فاما "

FAMA,S COMPONENT INVESTMENT PERFORMANCE MEASURE

وسوف يتم عرض كل نموذج كما يلي :

١- نموذج SHARP,S MODEL

وهو مقياس مركب لقياس أداء محفظة الأوراق المالية يقوم على أساس قياس العائد والخطر " المخاطر الكلية سواء المنتظمة وغير المنتظمة. والذي أطلق عليه المكافأة إلى نسبة التقلب في العائد $the\ reward\ to\ variability$ ، فذلك النموذج يحدد العائد الإضافي الذي تحققه الأوراق المالية نظير كل وحدة من وحدات المخاطر الكلية التي ينطوي عليها الاستثمار في المحفظة. ويستخدم وليام شارب الانحراف المعياري في قياس المخاطرة الكلية وذلك النموذج يستخدم في المقارنة بين المحافظ ذات الأهداف المتشابهة، وتخضع لقيود متماثلة.

٢- نموذج ترينور TRYNOR,S PERFORMANCE MEASURE

ويقوم ذلك النموذج على أساس الفصل بين المخاطر المنتظمة وغير المنتظمة حيث يتم قياس المخاطر المنتظمة باستخدام معامل بيتا p ، ومعامل بيتا لمؤشر السوق دائماً يساوي واحد صحيح، ويقاس معامل بيتا عن طريق حساب التغيرات covariance بين عائد محفظة ما وعائد محفظة السوق بمجموع حاصل ضرب انحرافات عائد المحفظة في انحرافات عائد السوق مقسوماً على عدد الفقرات مطروحاً منها درجة حرية واحدة.

٣- نموذج " جنسن " JENSEN,S PERFORMANCE MEASURE"

قدم " جنسن " نموذجاً لقياس أداء محفظة الأوراق المالية عرف بمعامل " ألفا"، وتقوم فكرة ذلك النموذج على إيجاد الفرق بين مقدارين للعائد فالمقدار الأول يعبر عن " مقدار العائد الإضافي "، أما المقدار الثاني ويعبر عن " علاوة خطر

السوق" ومعامل ألفا يشير إلى الأداء للمحفظة يكون جيد لو كان المعامل موجب ويكون سيئاً لو كان المعامل سالباً. أما إذا كان ألفا صفرًا فيشير ذلك إلى عائد التوازن حيث يتساوى عائد المحفظة مع عائد السوق ويعتمد ذلك المقياس على استخدام نموذج تسعير الأصول الرأسمالية capm كمعيار لتقييم أداء المحفظة من خلال المقارنة بين معدل العائد الفعلي المحقق ومعدل العائد المحسوب وفقاً لنموذج تسعير الرأسمالية.

٤- نموذج " فاما "

FAMA,S COMPONENT INVESTMENT PERFORMANCE MEASURE

وقد قدم " فاما " نموذجاً لتقييم أداء المحافظ يقوم على أساس المفاضلة بين المحافظ المتماثلة في مستويات المخاطرة. ويقوم ذلك النموذج على أساس التنبؤ بمنحنى السوق المتوقع ex-ant market line، وذلك المنحنى يوضح علاقة التوازن بين العائد المتوقع والخطر لأي محفظة.

ويقوم ذلك النموذج على فرضية السوق الكاملة perfect market ويمكن تجزئة ذلك النموذج إلى ثلاث مكونات أساسية هي:

I- تقييم الانتقائية EVALUATING SELECTIVITY

II- تقييم التنوع EVALUATING DIVERSIFICATION

ج- تقييم الخطر EVALUATING RISK

١- تقييم الانتقائية EVALUATING SELECTIVITY

وهو يعبر عن مقياس لكيفية انتقاء واختيار المحفظة وذلك عن طريق عائد الانتقائية، وذلك العائد هو الفرق بين المحفظة وعائد محفظة متنوعة تنوعاً جيداً.

٢- تقييم التنوع EVALUATING DIVERSIFICATION

وهو مقياس يقيس العائد المضاف نتيجة عملية التنوع، حيث أن عائد الانتقائية يمكن تقسيمه إلى نوعين من العائد هما:

□ العائد الناجم من الانتقائية NET SETECTIVITY.

□ العائد الناجم عن التنوع DIVERITICATION.

٥- تقييم الخطر EVALUATING RISK

وهو مقياس لخطر المحفظة، إذا فرض أن المستثمر يهدف إلى تحمل مستوى معين من الخطر في محفظة أوراقه المالية، فإن معامل بيتا في ذلك الافتراض فإن العائد الكلي الذي يعتبر تعويضاً عن مستوى الخطر يمكن قياسه كالآتي:

$$\text{الخطر} = \text{خطر المدير} + \text{خطر المستثمر}.$$