

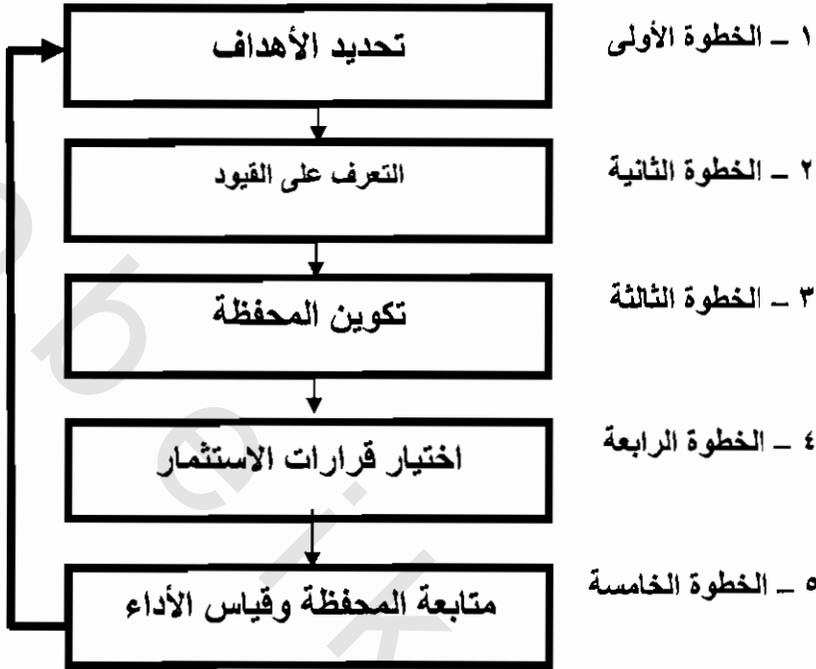
الفصل الرابع

إدارة محافظ الأوراق المالية

رغم اعتقاد الكثيرين في أساليب إدارة محافظ الأوراق المالية لا تخرج عن كونها " فن " أكثر منها " علم " إلا أن التجارب أثبتت أن استخدام العلوم الإحصائية والاقتصادية تمكن مديري محافظ الأوراق المالية من تحقيق أداء أفضل عما يحققه السوق الذي يعبر عنه - كما سنرى لاحقاً - في رقم مؤشر البورصة .

وتهدف عملية إدارة محافظ الأوراق المالية الى مايلي :

- تنمية المحفظة ، أى تعظيم قيمتها الرأسمالية .
 - تحقيق عائد دورى .
 - التأمين ضد المخاطر ، خاصة خطر انخفاض القيمة الشرائية .
 - غير أن تحقيق تلك الأهداف يواجه عددا من القيود التى تحد من حركة الإدارة ، ومن تلك القيود :
 - قيد زمنى : تحديد أفق عملية الإدارة (قصيرة الأجل ، متوسطة الأجل).
 - قيد الإمكانيات المالية : حيث تفرض بعض الأسواق حدوداً دنيا للمبالغ المقبولة للاستثمار فى السوق .
 - قيد السيولة : حيث تحدد الخيارات المتاحة للاستثمار وبالتالي مدى سهولة تسييل بعض الأسهم فى المحفظة عند الحاجة .
 - قيد ضريبي : الموقف الضريبي للمستثمر يحدد خيارات أو فرص الاستثمار الممكنة .
 - قيد الخطر : وهو القيد الأكثر صعوبة فى التقييم ، ومبدئياً فأن تحديد مستوى أقصى يمكن قبوله للخطر يحدد بدوره خيارات تكوين المحفظة وكذلك مستوى أداءها كما سنرى عند تناول (موديل السوق).
- ويمكن إيجاز خطوات عملية إدارة محفظة الأوراق المالية فى الشكل التالى :



مبدأ التنوع : Diversification :

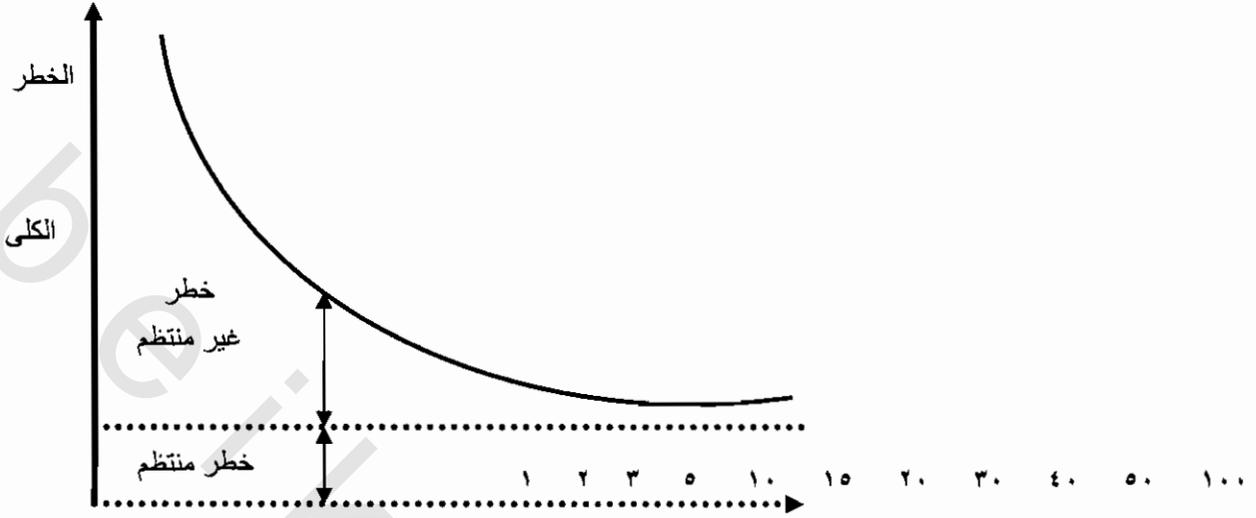
تهدف عملية الإدارة إلى تحقيق التوازن بين الخطر والعائد ، إن الخطر الكلي لمحفظة الأوراق المالية يتمثل في خطرين :
 الخطر الغير منتظم **Unsystematic Risk** وهو الخاص بمحفظة بعينها .
 الخطر المنتظم **Systematic Risk** وهو الخاص بخطر السوق .

ويمكن تخفيض الخطر الأول عن طريق التنوع القطاعي للمحفظة (أى الاستثمار فى عدد مختلف من قطاعات الاقتصاد القومى) ، أما الخطر الثانى فيمكن تخفيضه عن طريق التنوع الدولى **Global Diversification** (أى الاستثمار فى البورصات الدولية المختلفة) .

أولاً : التنوع القطاعي Sectorial Diversification :

يهدف التنوع القطاعي إلى تخفيض الخطر الكلي للمحفظة باتباع المبدأ القائل بأن رد فعل القطاعات الاقتصادية يختلف تبعاً للدورات الاقتصادية . والتنوع الجيد يجب أن يترجم فى صورة ارتباط بين نمو سوق المحفظة والسوق بصفة عامة متمثلاً فى مؤشرات أسواق المال .

ويتناقص خطر المحفظة الغير منتظم مع تزايد عدد خطوط الأوراق المالية كما يتضح من الشكل التالي :



(عدد خطوط الأوراق المالية في محفظة مختارة عشوائياً)

ثانياً : التوزيع الدولي *Global Diversification* :

يعنى التنويع الدولي بتخفيض الخطر المنتظم . ومع تطور أسواق المال العالمية أصبح التنويع سهلاً في العديد من الأوراق المالية الدولية خاصة وأن كل بورصة مسجلة تسمح بالتعامل في هذه الأوراق . أما التنويع فيساعد على تحسين الأداء الكلى للمحفظة عن طريق تخفيض الخطر أو عن طريق الإفادة من عوائد أعلى في بورصات دولية .

تقييم الأصول المالية *Financial Securities Appraisal* :

يعد تقييم الأصل المالي (سهم ، سند ، ...) قلب عملية إدارة محفظة الأوراق المالية ، حيث يرتبط قرار الاستثمار بمدى معرفة الأصول " الغالية " لتجنب شراءها (أو بيعها على المكشوف) أو تلك الرخيصة " لشراءها ، وبمعنى آخر الشراء بسعر منخفض والبيع بسعر عال .

وهناك مدخلين رئيسيين في عملية التقييم :

- مدخل يحاول تفسير عملية تقييم الأصل المالي انطلاقاً من القيم المتوقعة مستقبلاً.

- مدخل يقوم على أساس القيم الماضية ، وهو المدخل الشهير المعروف بموديل التوازن للأصل المالى والمعروف بموديل السوق (CAPM) Capital Asset Pricing Model .

أولاً : موديل (شابيرو) (المدخل الأول) :

يقوم هذا الموديل بتقدير قيمة السهم اعتباراً من القيمة الحالية للتوزيعات المحققة . ويتميز الموديل بالبساطة حيث يأخذ فى الاعتبار العوامل الثلاثة الآتية لتحديد القيمة :

- التوزيعات .
 - معدل نمو التوزيعات .
 - معدل العائد المرغوب ، وهو المعدل معدوم الخطر (أى معدل سعر الفائدة على سندات حكومية طويلة الأجل) .
- وبالتالى يمكن تحديد قيمة السهم (ق) كمايلى :

$$Q = \frac{Z}{(R - M)}$$

حيث : ز- التوزيعات .

- م - معدل نمو التوزيعات .
- ر - معدل العائد المرغوب .

مثال : قامت الشركة بتوزيع قدره ٢٥ دولار عن السهم . معدل النمو ٥ % ، ومعدل العائد المرغوب فى السوق ١٢ % .

$$\text{قيمة السهم} = \frac{25}{0.12 - 0.05} = 357 \text{ دولار}$$

ثانياً : موديل السوق :

يقوم هذا الموديل الذى اقترحه " ماركوايز " Markowitz

وقام " شارب " Sharp بتطويره على الافتراضات التالية :

- ١ - ان المستثمرين يبغضون الخطر ، بمعنى أنهم يفضلون فى حالة تماثل العوائد اختيار الاستثمار الأقل خطراً .
- ٢ - تجانس درجات التوقع لدى المستثمرين .
- ٣ - تطابق أفق الإدارة لدى المستثمرين .
- ٤ - يمكن للمستثمرين الاستثمار أو الاقتراض بنفس معدل الفائدة .

٥ - يمكن للمستثمرين استثمار مبالغ غير محدودة في أى أصل مالى دون أحداث تغييرات في توازن أو عائد أى من هذه الاستثمارات .

ويعتبر الموديل أنه لكى يسكن تقييم نوعية الإدارة المسئولة عن محفظة الأوراق المالية ، فإنه يجب أن يكون هناك (مرجع) للمقارنة هذا المرجع هو السوق ممثلا في مؤشر البورصة . والسوق يمثل بالطبع المكان المثالى للأداء (عائد / خطر) . وأما الخطر فيقصد به كلا من الخطر المنتظم والخطر الغير منتظم .
أما الموديل فهو كمايلى :

$$E = E_m + (E_s - E_m) \times B$$

حيث :

E = العائد المتوقع للاستثمار .

E_m = المعدل معدوم الخطر ممثلا بنسبة مئوية عن عائد سوق السندات .

E_s = العائد المتوقع عن محفظة أوراق مالية بالسوق .

معامل بيتا B = مقياس " الخطر المنتظم " فى أسواق المال المعرضة للتقلبات الدورية وللتغير فى أسعار الفائدة ، مع ملاحظة أن $(E_s - E_m) \times B$ معامل بيتا تمثل مكافأة الخطر . وتقاس درجة التقلب باستخدام المعادلة التالية :

$$B = \frac{(U - L)}{2} \times (U + L)$$

حيث : L = أعلى سعر للأصل المالى .

U = أدنى سعر للأصل المالى .

وذلك للأثنين والخمسون أسبوعا الماضيين .

مثال : بفرض أن أعلى سعر وصل له سهم معين هو ٦٥٠ دولار ، وأدنى سعر هو ٤٧٥ دولار ، فإن درجة التقلب لهذا السهم =

$$B = \frac{(475 - 650)}{2} \times (475 + 650) = 31\%$$

وللتعرف على الخطر المنتظم فى محفظة أوراق المالية ، فيكفى حساب متوسط معاملات بيتا لأسهم المحفظة مرجحين بنسبهم المتوالية فى المحفظة كما يتضح من المثال التالى :

مثال : إذا كان لدينا محفظة مكونة من ثلاث خطوط أوراق مالية ،
للشركات أ ، ب ، ج وكانت معاملات بيتا معرفة ، فإن هيكل هذه
المحفظة سيكون كما يلي:

كميات	أسهم	قيمة السهم	التقييم	خط	بيتا	خط
٣٠٠٠	أ	٨٠	٢٤٠٠٠٠	%٢٤	١,٣٥	٠,٣٢
١٢٠٠	ب	٣٥٠	٤٢٠٠٠٠	%٤٢	١,١٠	٠,٤٦
١٧٠٠	ج	٢٠٠	٣٤٠٠٠٠	%٣٤	٠,٨٠	٠,٢٧
			١٠٠٠٠٠٠	%١٠٠		١,٠٥

ويوضح المثال أنه رغم أن معاملات بيتا تتراوح بين ١,٣٥ و٠,٨٠ ، فإن معامل بيتا الخاص بالمحفظة هو ٠,٠٥ ، بمعنى آخر
فإن تنويع بسيط (ثلاث خطوط فقط) مكن من تخفيض كبير للخطر
النظامي ، حيث يقترب هذا الأخير كثيرا من السوق (حوالي ١) .
ومن الناحية العملية ، فإن معامل بيتا في محفظة أوراق مالية يجب
أن يتراوح بين ٠,٨٠ و ١,٤ .

النواحي العملية في إدارة محافظ الأوراق المالية :

كثيرا ما يشعر المستثمرين بالإحباط وعدم الرضاء عن أداء
محافظ أوراقهم المالية . والواقع أن هذا الإحباط وعدم الرضاء ينجم
أساسا عن عدم تحديد العديد منهم لأهداف الاستثمار .

ابتداءا ، يجب تحديد أهدافا واقعية . لنأخذ مثلا مستثمرا يهدف
من محفظته إلى تحقيق الآتي :

- أ - تنمية رأس المال .
- ب - الحصول على عائد سنوي أعلى ٢٠ % عن العائد المحقق في السوق
في حالة اتجاه صعودي ، وأن تكون الخسارة اقل ٤٠ % عن السوق
في حالة اتجاه هبوطي .

بمرور إثني عشر شهرا ، إذا كان مؤشر السوق قد ارتفع بمعدل
١٥% ، فإن محفظة هذا المستثمر تكون قد حققت ربحاً قدره ١٨ %
 . أما إذا كان المؤشر قد انخفض بمعدل ١٥% ، فإن المحفظة تكون
قد حققت خسارة قدرها ٩% . إلا أن هذه الأهداف غير واقعية ،
حيث تشير النظرية الحديثة لمحافظ الأوراق المالية Modern
Portfolio Theory إلى أن المستثمر الذي يرغب الحصول على عائد

٢٠ % فوق متوسط سوق صعودى ، فإنه يجب أن يقبل خسارة تعادل ٢٠ % فوق متوسط سوق هبوطى .

تأتى خطوة تالية ، تتمثل فى تكوين محفظة تتوافق مع الأهداف المرسومة . هذا التكوين يجب أن يسمح الحصول على العائد المطلوب بأقل خطر ممكن ، مع الأخذ فى الحسبان اتجاهات السوق وكذلك العوامل التالية المتعلقة بالمستثمر نفسه :

- ثروته وقدراته الأذخارية .
- طباعه الخاصة واستعداداته لتقبل الخطر .
- عمره وحالته العائلية .
- مدى خبرته بأسواق المال وبميكانيزم عمل البورصات وإدارة المحافظ

هذا المستثمر يجب أن يدرس الفئات المختلفة للأصول المالية التى يمكن أن تتكون منها المحفظة ، على سبيل المثال ، أسهم عادية سندات بعائد ثابت ، وصناديق استثمار ... ثم يقوم بتحديد العائد والخطر المنتظم من كل فئة من الفئات الثلاث ، ويقاس الخطر بالانحراف المعياري Standard deviation للعوائد السنوية فى صورة نسبة مئوية . وقد تكون النتيجة كما يلى :

الخطر	العائد	الأصل المالى
٢٠ %	١٦ %	- أسهم
٦ %	١٠ %	- سندات
١ %	٧ %	- صناديق استثمار

ومن المعلومات السابقة ، يمكن تكون الجدول التالى الذى يسمح بالمقارنة بين عدة محافظ مكونة من معطيات السوق ، ويلاحظ أن المحفظة رقم (١) التى تحقق عائدا سنويا قدره ١٦ % يمكن أن تعطى عائدا اقصى قدره ٣٦ % فى حالة سوق صعودى و - ٤ % فى حالة سوق هبوطى وبمعدل خطر قدره ٢٠ % :

جدول رقم (٣)

المحفظة	(١)%	(٢)%	(٣)%	(٤)%	(٥)%	(٦)%
أسهم	١٠٠	٨٠	٦٠	٤٠	٢٠	-
سندات	-	٢٠	٤٠	٦٠	٣٠	٢٠
صناديق استثمار	-	-	-	-	٥٠	٨٠
متوسط العائد	١٦	١٤,٨	١٣,٦	١٢,٤	٩,٧	٧,٦
الخطر	٢٠	١٧,٢	١٤,٤	١١,٦	٦,٣	٢,٠
العائد الأقصى	٣٦	٣٢	٢٨	٢٤	١٦	٩,٦
العائد الأدنى	٤-	٢,٤-	٠,٨-	٠,٨	٣,٤	٥,٦

تنوع محفظة الأوراق المالية :

ان المحفظة المتنوعة جيدا يجب أن تحتوى على اسهما من كل قطاعات النشاطات الاقتصادية . هذه القطاعات تشمل :

- المنتجات الأساسية : بترول - كيماويات ...
- الإنشاءات : أدوات إنشاء - مبانى ...
- المعدات الرأسمالية : معدات آلية - نقل ..
- السلع الاستهلاكية طويلة الأجل : سيارات ...
- السلع الاستهلاكية قصيرة الأجل : أدوية - ملابس ...
- السلع الغذائية : مشروبات
- الخدمات : توزيع - نقل - فنادق ...
- المنشآت المالية : بنوك - شركات تأمين ...

وهناك تقسيم آخر لقطاعات النشاطات الاقتصادية يتمثل فى تقسيم الأسهم طبقا لطبيعتها وبما يمكن من الإجابة على اسئلة جوهرية ، مثال : ما هو المحرك الأساسى لسعر سهم ما ؟ .. كيف يمكن التصرف إزاء موقف اقتصادى معين ؟ .. هذا التقسيم يشتمل على الفئات الخمسة الرئيسية التالية :

١- أسهم العائد Return Stocks :

وهى الأسهم التى تحقق لمساهميها أكبر عائد ممكن .

فالشركة التي توزع عائدا قدره ١٧ % سنويا خلال عشرة أعوام تمكن مساهمها من مضاعفة رأس ماله خلال تلك الفترة حتى لو لم يرتفع سعر السهم.

كما أن هذا السهم الذي يحقق عائدا مرتفعا يحقق حماية ذاتية ضد الانخفاض نظرا لتمتعه بتلك الميزة .

٢ - أسهم النمو (Growing Socks) :

وهي الأسهم التي تحقق نتائج طيبة خلال فترات التوسع الاقتصادي ، بالإضافة إلى أسهم الشركات ذات التاريخ العريق التي أثبتت أداءا جيدا منذ تأسيسها . ويلاحظ مع هذا أن هذه الأسهم أكثر حساسية لتحركات البورصة ، فأى انخفاض فى نتائج أعمال الشركة ينعكس كثيرا على أسعارها ، مثل ذلك الشركة التي أعتاد السوق على تحقيقها أرباحاً سنوية قدرها ١٥% وإذا بنتائجها تهبط فى عام ما إلى ١٠% مثلا . أن مثل هذا الهبوط قد يؤدي إلى انهيار سعرها بالبورصة .

٢ - الأسهم (الغنية) (Rich Stocks) :

وهي الأسهم التي تتميز بغنى أصولها . مثال الشركات العقارية بشرط عدم وجود أعباء ديون ثقيلة ، وكذلك شركات البترول التي تعتبر آبارها بمثابة كنزا فعليا . وباختصار الشركات التي تمثل بالنسبة للمستثمرين شركات صلبة بغض النظر عن نتائج أعمالها أو الظروف الاقتصادية .

٤ - أسهم الدورات الاقتصادية (Cyclical Stocks) :

وهي أسهم كل الشركات التي تتأثر بالدورات الاقتصادية . قطاع السيارات ، الكيماويات ، الورق وهذا النوع من الأوراق المالية يجب شراؤه فى حالة الكساد وحيث تسوء نتائج أعمال تلك الشركات فى هذه الفترة ، على أن يتم بيعها حين تتحسن أسعارها .

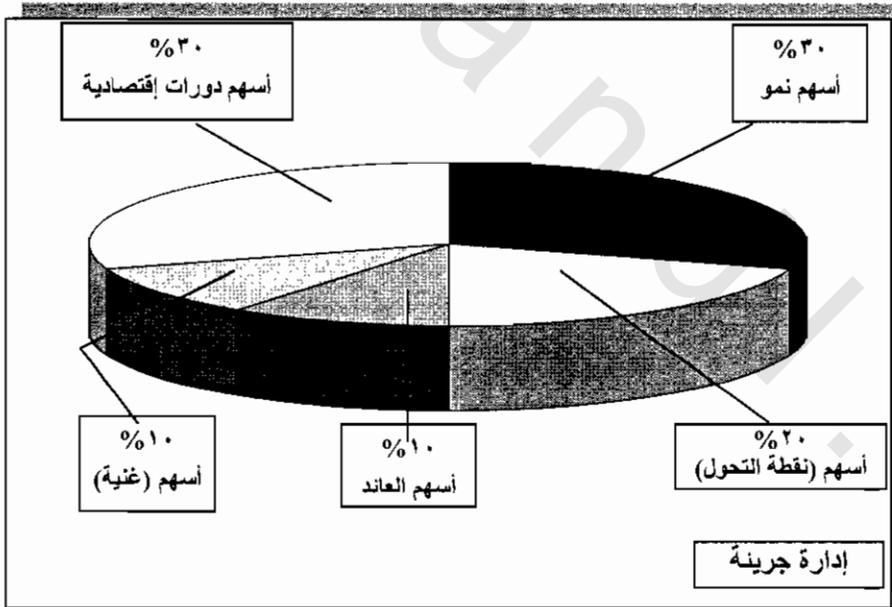
٥ - أسهم (نقطة التحول) (Diversion Stocks) :

وهي الأسهم التي تمكن من تحقيق أحسن أداء فى البورصة . ويقصد بها أسهم الشركات التي تواجه صعوبات شديدة يعتقد معها أنها تلتفظ آخر أنفاسها . إلا أن الواقع يحمل معه افتراضين :
- أما أن تنهار الشركة تماما ، وتصبح خسارة المساهمين بالتالى كلية .

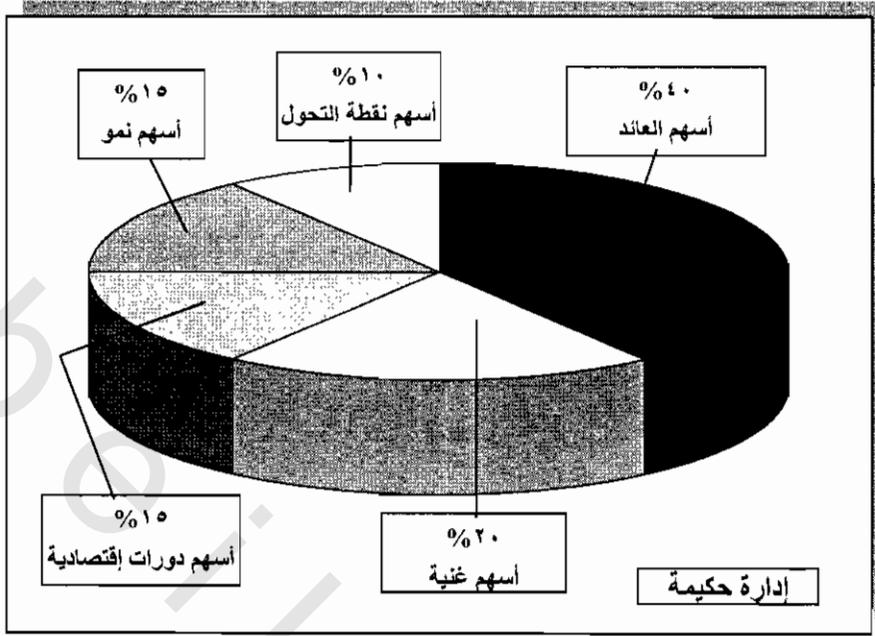
أو أن تبدأ أحوال الشركة في التحسن ، وتعود إلى حالتها الطبيعية ، وتبدأ في توزيع عوائد على أسهمها . وفي هذه الحالة فأن السوق (يحيى) هذا (الاسترداد) بإعادة سعر سهم الشركة التي كانت على حافة الإفلاس ، إلى سعر البورصة العادى .

نموذجين لمحفظتين تحت هذا التقسيم :

تحت التقسيم الخماسى السابق : يمكننا تكوين محافظ أوراق مالية مختلفة ، إلا أن هذا التكوين يتم على الحالة الاقتصادية وعلى نوعية الإدارة أو اتجاهات المستثمر . ففي حالة الكساد ، يجب زيادة الحجم من (أسهم الدورات الاقتصادية وأسهم التحول) ، وعلى العكس تخفيض حصتها في حالة التوسع. ناحية نوعية الإدارة واتجاهات المستثمرين ، يمكننا أن نميز بين إدارة حكيمة لا تأخذ أخطارا غير عادية وإدارة جريئة على استعداد لقبول قدرا أكبر من الأخطار. وبناء على ذلك يمكننا تشكيل المحفظتين التاليتين :



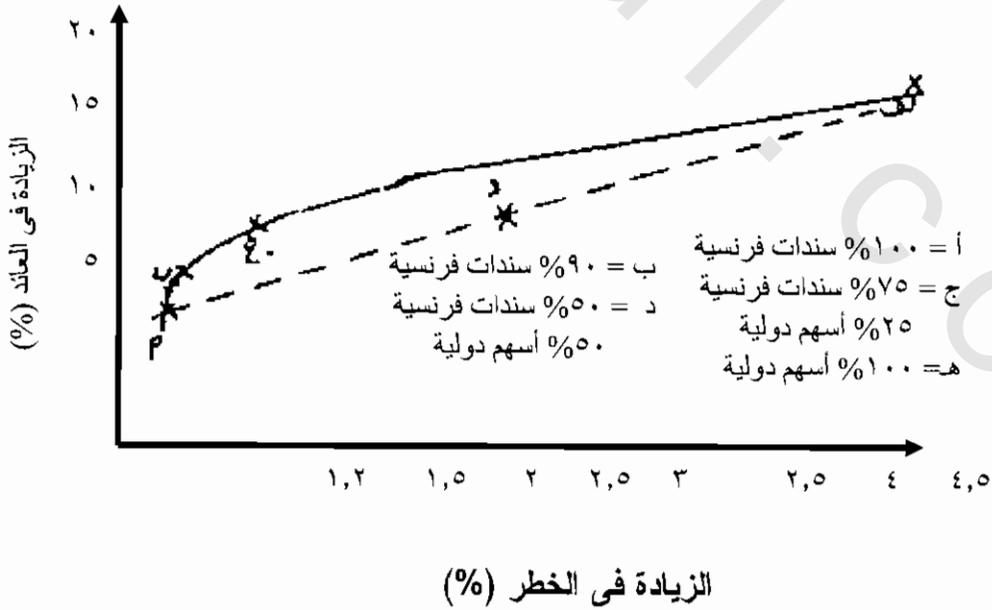
محفظة أوراق مالية تدار بمعرفة إدارة جريئة
على إستعداد لقبول قدر أكبر من الأخطار



محفظة أوراق مالية تدار بمعرفة إدارة حكيمة لا تأخذ أخطاراً غير عادية

وإذا كان التنوع يسمح بالتعويض بين الأخطار بعضها البعض وبالتالي تقليل الخطر الكلي للمحفظة ، فإنه يسمح أيضاً بتحسين العائد وبدون زيادة الخطر بنفس النسبة ، كما يتضح من الشكل رقم (٦) :

شكل رقم (٦)



ويقارن هذا الشكل بين خمس محافظ أوراق مالية مكونة تكويننا مختلفا ، وكلما أدخل مزيدا من الأسهم كلما زاد العائد ولكن مع زيادة الخطر .

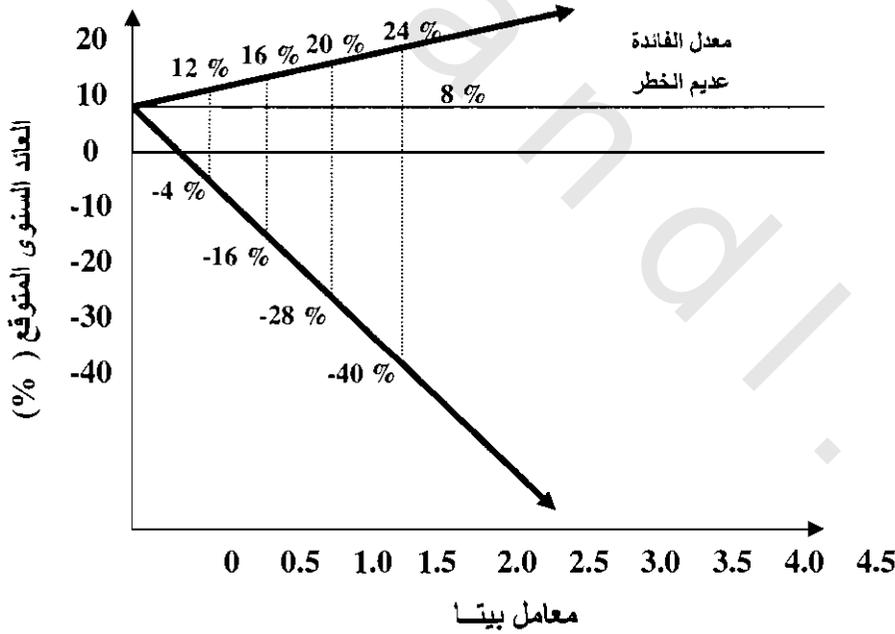
اختيار الأسهم :

عقب تحديد نسبة الأسهم وعدد الخطوط في المحفظة ، وكذلك معامل بيتا للخطر الأقصى المقبول ، فإن المستثمر يجب أن يختار الأسهم الملائمة لقطاع النشاط المرغوب . هذا الاختيار يخضع لعدد من المعايير :

- المعيار الأول :

هو معيار الخطر ممثلا في معامل بيتا كما يتضح من الشكل رقم (٧) :

شكل رقم (٧)



من الشكل نلاحظ أن تحديد معامل بيتا ب ١,٥ يعني عائدا قدره ٢٠% في حالة اتجاه صعودي ، و - ٢٨% في حالة اتجاه هبوطي هذا النوع من الأشكال يسمح بالتالي للمستثمر أن يحدد أهداف الاستثمار لمدى بعيد .

يتمثل في مؤشر مضاعف الأرباح **Price Earning Ratio (PER)** ، وذلك للمقارنة بين الأسهم وبعضها البعض ، وبينها وبين السوق ككل. ويتم اختيار الأسهم التي نسبتها (مؤشرها) أقل من السوق (أو بين قطاعات النشاطات) ورفض تلك التي مؤشرها أعلى من السوق . وسوف نعود إلى تناول هذا المؤشر بالتفصيل عند تناولنا لأساليب التحليل والتنبؤ (الفصل القادم) .

متابعة تطور محفظة الأوراق المالية :

لا يقتصر دور المستثمر (أو مدير المحفظة) على تكوينها ، بل يجب أن يكون هناك متابعة مستمرة لاتخاذ الإجراءات الملائمة خاصة في حالة عدم استقرار السوق ، وهو الدور الديناميكي للإدارة هذا الدور يعنى الحركة المستمرة ، فلا يتوقف الأمر على شراء الأسهم ، بل متابعة تطورها ، والاستعداد لبيعها لتحقيق أرباح . أو الاستعداد لبيعها في ظروف معينة بخسارة لإعادة الاستثمار في قطاعات أخرى أكثر ربحية .