

إدارة الاستثمارات والأسهم في المحافظ الدولية

د. محمود عبدالرحمن السيد البهلول *

* د. محمود عبدالرحمن السيد البهلول. يعمل الآن مدرس معين في قسم الاقتصاد بمعهد الدلتا العالي للحاسبات ونظم المعلومات (أكاديمية الدلتا للعلوم والتكنولوجيا) بالمنصورة. حاصل على الماجستير في ديسمبر ٢٠٠٦، والدكتوراه في مايو ٢٠١١، من معهد الدراسات العليا للبحوث الآسيوية، جامعة الزقازيق، قسم العلوم السياسية والاقتصادية. التخصص علوم سياسية واقتصادية. التخصص الدقيق: اقتصاد سياسي. تتمثل الاهتمامات البحثية في البحث العلمي وبصفة خاصة الصناعات الصغيرة والمتوسطة والمتناهية الصغر.

Email: DR_Bahluol@yahoo.com

Dr.bahloul1962@gmail.com

ملخص:

من أهم ما تهدف إليه الدراسة من ملامح الإستثمارات في الأسهم والمحافظ الدولية، أنها تعمل على ضيق الفجوة بين كلاً من الإنتاج والإستهلاك. والتي تهدف إلأن تفاعل العلاقات بين القوى والكيانات المختلفة والصراعات الخفية والعلنية بهدف نقل مراكز السيطرة والهيمنة. فالدول المتقدمة تعمل على إمتلاك عناصر القوة المختلفة والإرتقاء بوسائلها المادية، فالدول النامية تختلف إستثماراتها بسبب إفرزاتها المتناقضة الناتجة عن الحقبة الإستعمارية. أمّا الدول المتقدمة تتعامل مع إستثماراتها بمناهج علمية، فإن الدول النامية ترفض إتباع هذه الأساليب في مواجهة إستثماراتها ممّا يجعل الإستثمار أشد عمقاً وأقوى تأثيراً بسبب التفاعل الواضح بين عدم إتباع المناهج العلمية في التعامل مع إستثماراتها وبين الجهل بتلك المناهج والتمسك بها. **ونستعرض بعض النتائج والتي أشارت إلى أن: أولاً:** زيادة درجة الإعتماد على الإستثمارات الخارجية يؤثر سلباً على الاقتصاد القومي، ويؤدّد عدم التوازن بين الإستثمارات الداخلية والخارجية. **ثانياً:** عدم وجود تخطيط فعّال للسياسات المالية لاستثمارات الأسهم في المحافظ الدولية، وذلك من خلال التوافق الرأسي والأفقي، ممّا يدعم عملية التشابك لكافة القطاعات. **ثالثاً:** الأثر السلبي للسياسات المالية على القطاعات الإنتاجية والمتغيرات الاقتصادية الكلية، بسبب تعارض بعض سياسات النقد الأجنبي. **رابعاً:** عدم قيام تنظيمات قوية للإستثمارات لمنافسة الشركات متعددة الجنسيات، ممّا يؤدّد عدم تحقيق ميزة نسبية في بعض الإستثمارات. **خامساً:** القيود المفروضة على حرية تحريك الأموال تؤثّر سلباً على جذب الاستثمار في المحافظ.

Abstract:

One of the most important aims of the study regarding the features of investments in international stocks and portfolios is that it works to narrow the gap between both production and consumption. Which aims to interact relations between different forces and entities and hidden and public conflicts with the aim of transferring centers of control and domination. The developed countries work on possessing different elements of power and upgrading their material means. The developing countries differ in their investments because of their contradictory secretions resulting from the colonial era. As for the developed countries dealing with their investments with scientific methods, the developing countries refuse to use these methods in the face of their investments, which makes the investment

deeper and more effective because of the clear interaction between the lack of scientific approaches in dealing with their investments and between ignorance of these approaches and adherence to them. And we review some of the results, which indicated that: First: Increasing the degree of dependence on foreign investments negatively affects the national economy and generates an imbalance between internal and external investments. Second: The lack of effective planning for the financial policies of equity investments in international portfolios, through vertical and horizontal alignment, which supports the interlocking process for all sectors. Third: The negative impact of financial policies on the productive sectors and macroeconomic variables, due to the inconsistency of some foreign exchange policies. Fourth: Failure to establish strong investment regulations to compete with multinationals, which creates a lack of comparative advantage in some investments. Fifth: The restrictions imposed on the freedom of movement of funds adversely affect the investment in the portfolios.

تمهيد :

يؤدي الإستثمار دوراً هاماً في النشاط الاقتصادي خاصة مع التحولات الجارية، لذا فإنّ وسائله وأساليبه تعددت وتنوعت وفقاً لرؤية المستثمر وميوله، ولعلّ من أهم هذه الوسائل أو الأدوات هو تكوين محفظة إستثمارية التي وضع نظريتها MARKOWITZ عام ١٩٥٦ ثم تناولها آخرون بعده بالدراسة والتطوير أمثال TURNER وغيرهم. وتهدف تكوين المحفظة إلى تعظيم الثروة عبر زيادة المنفعة، إضافة إلى التقليل من حجم الأخطار التي قد تواجه المستثمر، ولكن الإشكالية المطروحة هنا هي: كيف يتم تحديد التركيبة أو التشكيلة الأساسية لأصول المحفظة الإستثمارية وفقاً لمعياري العائد والمخاطرة؟

مقدمة الدراسة:

الإستثمار بصفة عامة مرحلة من مراحل التنمية المستدامة والنهوض بالاقتصاد القومي، ممّا ينشط بعض الصناعات والوظائف الحيوية لعملية التنمية، يصاحب هذا تطور سريع في الإنتاج وما ينجم عنه من إستقرار في النظام الأساسي، ممّا يدفع السلطة إلى ضرورة إتخاذ قرارات التدخل السريع وإعادة التوازن. في هذا الإطار يعد الإستثمار مرحلة تنموية تتعرض لها بعض الدول، يستشعر حينها صانع القرار الحصول على درجة عالية من النجاح والتطوير للعملية الإنتاجية للدولة، ويتسم هذا التوقع بارتفاع معدل النمو من قبل صانع القرار، ممّا يحتم على الدولة إتخاذ القرار المناسب بصدد رفع عملية التنمية في باقي القطاعات المختلفة، وتشجيع الصادرات ونقل التكنولوجيا.

نطاق الدراسة:

أثيرت تساؤلات عديدة حول التأثير المتوقع للأزمات الاقتصادية التي تؤثر على الإستثمار، وإمكانية وضع ضمانات لحماية المتغيرات السريعة التي سببت توترات عديدة. فهل التقدم الحضاري يحقق نموذجاً لكيفية إدارة تلك الأزمات؟ وهل ثبات الدعائم والأسس التي تقوم عليها العلاقات الدولية تتسم بتعدد الأزمات الناجمة عن إختلال توازنات القوى الكبرى مع سعي القوى الصغرى؟ وهل تحقيق المزيد من الإستقرار السياسي والاقتصادي والنمو يؤدي إلى وجود تحالفات في المنافسة والإحتكار، والذي يؤدي بدوره إلى حدوث صراعات ينتج عنها أزمات عالمية وإقليمية ومحلية ذات طبيعة زمانية ومكانية مركبة ومعقدة؟ وهل يمكن أن تؤدي الإدارة السليمة لإدارة الإستثمار ثمارها

وتحقيق أهدافها فيما يخص القطاع الإنتاجي في ظل المتغيرات الدولية التي يشهدها العالم؟. لذلك، نحاول من خلال هذا البحث التعرض لأهم ملامح الإستثمارات في الأسهم في المحافظ الدولية محاولة للكشف عن أهمية دوره في إدارة تلك الإستثمارات، والقواعد المنظمة لها.

مشكلة الدراسة:

تتأثر الاقتصادات القومية بأزمات السيولة النقدية العالمية، خاصة التي لحقت بالاقتصاد الأمريكي ثم إنتقلت إلى أوروبا بعد أن تحولت إلى أزمة اقتصادية هبط بمعدلاتها نمو الاقتصاد الأمريكي وعدد من الاقتصاديات الأوروبية إلى الصفر، ونظراً لأن الاقتصاد القومي جزء من هذا العالم المتشابك، فمن الطبيعي يتأثر بالأزمة بشكل مباشر. لذلك، تكمن المشكلة في سوء الإدارة، كما أنها السبب الرئيسي في مرور تلك الأزمة. في هذه الدراسة نركز على الأسباب والمشاكل التي من شأنها أن تضعف فيها إدارة الإستثمارات والأسهم في المحافظ الدولية في النقاط التالية، ومن أهمها: **أولاً:** أسباب إدارة الاستثمارات والأسهم في المحافظ الدولية. **ثانياً:** أثر تلك الإستثمارات على الاقتصاد القومي. **ثالثاً:** تجنب سوء الإدارة في الجهاز المصرفي. **رابعاً:** الشفافية لدى أصحاب الإستثمارات والأسهم والسندات.

في الوقت الذي تلح فيه الحاجة إلى تحقيق الكفاءة الاقتصادية في القطاعات المختلفة بالاقتصاد القومي، فإن الإدارة السليمة تلعب دوراً هاماً في تعظيم الهدف من دور السياسات المصرفية ومن ثم في إدارة الإستثمارات والأسهم في المحافظ الدولية، والهدف من الدراسة ينحصر في تتبع مدى فاعلية الإدارة السليمة لتحقيق الكفاءة الاقتصادية لقطاع المصارف داخلياً ومدى إرتباطها بالمصارف الخارجية، والتي يعود على إدارة الإستثمارات والأسهم في المحافظ الدولية ويكون الهدف التالي.

هدف الدراسة:

من أهم ملامح الإستثمارات في الأسهم والمحافظ الدولية أنها تعمل على ضيق الفجوة بين كلاً من الإنتاج والإستهلاك. تتفاعل العلاقات بين القوى والكيانات المختلفة والصراعات الخفية والعلنية بهدف نقل مراكز السيطرة والهيمنة. فالدول المتقدمة تعمل على إمتلاك عناصر القوة المختلفة والإرتقاء بوسائلها المادية، والدول النامية تختلف إستراتيجياتها بسبب إفرزاتها المتناقضة الناتجة عن الحقبة الإستعمارية. أمّا الدول المتقدمة تتعامل مع إستراتيجياتها بمناهج علمية، وترفض

الدول النامية إتباع هذه الأساليب في مواجهة إستثماراتها ممّا يجعل الإستثمار أشد عمقاً وأقوى تأثيراً بسبب التفاعل الواضح بين عدم إتباع المناهج العلمية في التعامل مع إستثماراتها وبين الجهل بتلك المناهج والتمسك بها.

في سبيل تحقيق هذا الهدف تعرض البحث لعدة محاور علمية أساسية هي:

✿ المحور الأول: القوى الداخلية والخارجية المؤثرة في إستثمارات الأسهم والمحافظ الدولية.

✿ المحور الثاني: التعرف على أدوات الإستثمار المالي، محفظة الإستثمار في الأوراق المالية.

✿ المحور الثالث: التعرّض لآثار الإستثمارات في الأسهم والمحافظ الدولية وما تحقّقه إدارة تلك الإستثمارات.

✿ المحور الرابع: التعرف على نماذج تسيير المحافظ الإستثمارية، أهم تسيير المحفظة الإستثمارية.

فروض الدراسة: تهتم الدراسة بالفرض الأساسي، والفروض الفرعية التالية:

(١) الفرض الأساسي:

تنسيق العلاقة بين آليات الإستثمار المالي ومدى تأثيرها بالمتغيرات في المحافظ الدولية

وبين ضيق فجوة الإنتاج والإستهلاك، وإتباع المناهج العلمية الحديثة والتمسك بها.

(٢) الفروض الفرعية:

➤ فرض عدم التشبع: يفضل المستثمر دائماً أنْ الإستثمار الذي يحقق أقصى عائد ممكن، وعند المفاضلة بين إستشارين يتم إختيار الإستثمار ذو العائد الأكبر.

➤ فرض كراهية المخاطرة: يعني أنه لو أُتيح للمستثمر المفاضلة بين إستشارين متساويين من حيث العائد فسوف يختار أقلها مخاطرة.

حدود الدراسة: تمت هذه الدراسة في ضوء الحدود التالية:

➤ التركيز على تنسيق العلاقة بين دور الإستثمارات الأساسية، والمتغيرات البيئية للأزمات الاقتصادية الدولية والمحلية.

➤ التركيز على الخصائص المعاصرة لدور الإدارة في الإستثمارات والتعرض لبعض المتغيرات.

منهج الدراسة: إتمدت الدراسة على المنهج الإستقرائي بصفة رئيسية، وجمعت بين الأسلوبين التاليين:

➤ **أسلوب الدراسة النظرية:** من خلال تحليل لأهم الدراسات السابقة التي تناولت موضوع تنسيق العلاقة بين آليات دور الإدارة في الإستثمارات في الأسهم والمحافظ الدولية ومدى تأثيرها بالمتغيرات.

➤ **أسلوب دراسة الحالة:** وذلك من خلال عرض وتحليل الإستثمارات في الأسهم والمحافظ الدولية.

تنظيم الدراسة:

يستلزم الحديث عن كيفية إدارة الإستثمارات في الأسهم والمحافظ الدولية، ودوره على النواحي الاقتصادية على ضوء التكنولوجيا الحديثة، حتى يتسنى أن نبين الدور الذي تلعبه الإدارة في نشأة ما يعرف **{إدارة الإستثمارات في الأسهم والمحافظ الدولية}**، ثم نعرض بعد ذلك على دراسة وتحليل التغير الإجتماعي، والإبتكار التكنولوجي تحسناً في حالة المعرفة بهدف التقدم التكنولوجي على أن يكون هناك تحولاً في دالة الإنتاج، وعلى مدى أهمية إدارة الإستثمارات في الأسهم والمحافظ الدولية.

سنحاول الإجابة من خلال تقسيم الدراسة إلى مبحثين يحتوي كل منهما على عناصر الدراسة على النحو التالي:

يتناول فيها المبحث الأول: التعريف بالأوراق المالية.

أولاً: أدوات الإستثمار المالي. **ثانياً:** الإستثمار وأدوات المحفظة في الأوراق المالية.

ثالثاً: تسيير المحفظة الإستثمارية. **رابعاً:** نماذج تسيير المحافظ الإستثمارية.

كما يتناول المبحث الثاني: مؤشرات الإستثمار وأداة المحافظ والصناديق الإستثمارية.

أولاً: الإستثمار وأداة المحفظة. **ثانياً:** كيفية بناء المحفظة الإستثمارية المثلى.

ثالثاً: إختيار المحفظة المثلى عن طريق منحنيات السواء. **رابعاً:** خصائص محافظ الأوراق المالية.

النتائج والتوصيات:

المبحث الأول التعريف بالأوراق المالية

تمهيد:

تمثل الأوراق المالية المصدرة من شركات الأعمال السلعة الرئيسية المتعامل بها في سوق المال، وتعرف الورقة المالية بأنها صك ذو حق فيالتدفقات النقدية المتوقعة، وهي بذلك مستند ملكية، كما يمكن أن تبين حقوق ومطالب المستثمر وتكون بذلك صك مديونية، كما يمكن أن تعبر الورقة المالية عن الحقين معاً. حيث أن جمع الأصول المالية كالأسهم والسندات تكون المحفظة الإستثمارية، والتي هي بمثابة أداة مركبة من أدوات الإستثمار وتتكون من أصلين ماليين أو أكثر.

شهد الإستثمار في الأوراق المالية تطورات ضخمة من نواحي متعددة، حيث ظهرت نظريات عديدة هدفت إلى تعظيم العائد المتوقع من الإستثمار وتخفيض المخاطر إلى مستويات مقبولة، وكذلك، تغيير الطريقة التي يتم فيها إتخاذ القرار الإستثماري. كما شهدت بورصات الأوراق المالية تطوراً كبيراً في كافة جوانب عملها التقنية والتشريعية خاصة في تسهيل مجال عمليات التداول، إضافة إلى تطوير طرق نشر المعلومات حتى أصبحت متوفرة للجميع من خلال المواقع الإلكترونية للبورصات وهيئات الأوراق المالية وشركات مزودي المعلومات. ونظراً لأهمية الإستثمار المالي والمحافظ الإستثمارية، تم تقسيم هذا المبحث إلى قسمين، **الأول:** أدوات الإستثمار المالي. **أمّا الثاني:** أهم المفاهيم الخاصة بالمحفظة الإستثمارية ومن ثم تسييرها ونماذجها.

أولاً: أدوات الإستثمار المالي.

تقسم الأوراق المالية المتداولة في سوق رأس المال من زاوية الحقوق التي ترتب لحاملها على أصول الشركة المصدرة إلى نوعين أساسيين، أمّا الثالث يتناول مزايا وعيوب كل من الأسهم والسندات، **ونتناولها على النحو التالي:**

الأول: أدوات ملكية وتشمل: (التعهدات والخيارات والأسهم).

الثاني: أدوات دين وتشمل: (السندات). الثالث: مزايا وعيوب كل من الأسهم والسندات.

(١) أدوات الملكية.

(١) التعهدات.

التعهد هو صك تصدره المؤسسة المساهمة في السوق المالي مرفقة بإصداراتها من الأوراق المالية ذات الدخل الثابت كالأسهم الممتازة والسندات، بهدف الترويج لهذه الأوراق عن طريق توفير

مزايا إضافية تشجع على شرائها، ويعطي التعهد للمستثمر الحق في شراء عدد محدد من الأسهم العادية للمؤسسة المصدرة من تاريخ الإصدار، ويسقط حق المستثمر في إستخدامها بعد إنقضاء مهلتها المحددة.

(٢) الخيارات.

تشبه التعهدات في كثير من الأوجه، لكنها تختلف عنها في بعض النواحي، فالتعهدات تصدرها المؤسسة مصدرة الأوراق المالية، بينما الخيارات تصدر عن متعهدي إصدار هذه الأوراق المالية التي تقوم بدور الوساطة كبنوك الإستثمار، كذلك تكون مدة الخيار بشكل عام أقصر من مدة التعهد، إذ في حين لا تتجاوز مدة الخيار العام الواحد بينما تمتد فترة التعهد إلى ٣ أو ٥ سنوات، من جانب آخر يوجد حد أعلى للتعهدات التي يحق للمؤسسة إصدارها، بينما لا يوجد مثل هذه القيود على عدد إصدار الخيارات.

أنواع الخيارات:

تنقسم الخيارات التي يتم التعامل بها في سوق الأوراق المالية إلى نوعين:

(أ) يعطي لحامله الحق في شراء السهم العادي للمؤسسة المصدرة بسعر محدد خلال مدة محددة تماماً كالتعهد، ويطلق على هذا النوع من الخيارات (Call options) ويحقق للمستثمر مزايا متى كانت الأسعار السوقية لأسهمها العادية صاعدة وذلك بتحقيق مكاسب رأسمالية.

(ب) يعطي لحامله الحق في أن يبيع للشركة كمية محددة من أسهمها العادية بسعر محدد خلال مهلة محددة، ويطلق على هذا النوع (Put options)، يحقق مزايا للمستثمر متى كانت الأسعار السوقية للأسهم العادية للشركة المصدرة هابطة بقصد تخفيض الخسائر الرأسمالية المحققة.

(٣) الأسهم.

يعرف السهم بأنه: صك قابل للتداول يصدر عن شركة مساهمة ويعطي للمساهم ليمثل حصته في رأس مال الشركة وتعتبر الأسهم أداة التمويل الأساسية لتكوين رأس المال في الشركات المساهمة، إذ تطرح للإكتتاب العام ضمن مهلة محددة يعلن عنها مع الإصدار. خصائص السهم: يتمتع بمجموعة من الخصائص التي تميزه عن غيره من الأوراق المالية الأخرى، ومن أهمها:

(أ) القابلية للتداول: توفر هذه الخاصية للسهم مرونة كبيرة في سوق الأوراق المالية تجعل بالإمكان التنازل عنه بالطرق التجارية دون الحاجة لإتباع طرق الحوالة المدنية والتي تتطلب ضرورة قبول الشركة المصدرة للحوالة أو إبلاغها بها.

(ب) الأسهم متساوية القيمة: يقصد بذلك أن إصدار الشركة المساهمة من الأسهم العادية تكون أسهماً متساوية القيمة، ولا يجوز إصدار أسهم عادية عن نفس المؤسسة بقيم مختلفة.

(ت) المسؤولية المحددة للمساهم: تنص قوانين الشركات أن مسؤولية المساهم محددة في الشركة.

أنواع الأسهم: يمكن تقسيم الأسهم لأنواع مختلفة، لكن ما يهمنا هو تقسيم الأسهم على أساسين هما:

الأول: تقسيم الأسهم على أساس شكل الإصدار: وتقسم إلى ثلاث أنواع:

١) سهم لحامله: يكون السهم لحامله عندما يصدر بشهادة لا تحمل إسم صاحبه، من أهم مزاياه أنه يتيح مرونة كبيرة لتداول السهم في سوق الأوراق المالية، إذ تكتسب ملكية هذا السهم بمجرد إستلامه، ومن أهم عيوبه الأخطار الكبيرة التي تتعرض لها حقوق صاحب السهم سواء بالسرقة أو بالضياح.

٢) السهم الإسمي: يصدر هذا النوع بإسم صاحبه مثبتاً في الشهادة ويسجل بإسمه في سجلات المؤسسة.

٣) السهم الإذني أو الأمر: وينكر إسم صاحبه في الشهادة مقترناً بشرط الأمر وعليه يتم إنتقال الملكية عن طريق التظهير بدون الحاجة للرجوع إلى المؤسسة.

الثاني: تقسيم السهم على أساس الحقوق المترتبة عليها بالنسبة لحاملها إلى نوعين:

١) الأسهم العادية: هي ورقة مالية طويلة الأجل تعتبر مستند ملكية يخول لحامله الحق في إمتلاك جزء من ممتلكات المؤسسة التي أصدرته، وتكون الأسهم نقدية إذا مثلت حصصاً نقدية في رأس مال المؤسسة، كما قد تكون عينية إذا مثلت حصصاً عينية في رأس المال.

٢) الأسهم الممتازة: هي أداة مالية توجد وسط الأسهم العادية والسندات فهي تشبه السندات في حصولها على عائد محدد، كما أنها تشبه الأسهم العادية منحيت عدم المطالبة القانونية بالأرباح. وعليه فالسهم الممتاز هو: (مستند ملكية)، لكن ليست تلك الملكية المعروفة في

الأسهم العادية لأن حامله لا يحقله التصويت في الجمعية العامة للمؤسسة كما هو الحال بالنسبة لحامل السهم العادي ومن جهة أخرى ليس له تاريخ إستحقاق ولكن من الممكن أن ينص العقد على إستدعائه في وقت لاحق.

أنواع الأسهم الممتازة: تقسم الأسهم الممتازة من حيث توزيعات الأرباح إلى الأنواع التالية:

(١) الأسهم الممتازة مجمعة الأرباح: هي فئة من الأسهم الممتازة تضمن لحاملها الحق في الحصول على نصيبه من الأرباح عن سنوات سابقة حققت فيها المؤسسة أرباحاً لكن لم تعلن عن توزيعها لسبب ما.

(٢) الأسهم الممتازة المشاركة في الأرباح: يقصد بها تلك الفئة من الأسهم الممتازة التي توفر لحاملها ميزة إضافية لحق الأولوية في توزيع الأرباح، وذلك بإعطائه الحق في مشاركة المساهمين العاديين في الأرباح الموزعة إما كلياً أو جزئياً بعد حصولهم على حقوقهم من الأرباح من عملية التوزيع الأولي.

(٣) الأسهم الممتازة القابلة للتحويل: تعتبر قابلية السهم الممتاز إلى أسهم عادية ميزة كبيرة تعطي لحامل هذا النوع من الأسهم، إذ تتيح له أفضلية الحصول على نصيبه من الأرباح قبل المساهم العادي، وفي الوقت نفسه توفر لحاملها أيضاً وخلال فترة زمنية محددة الفرصة لتحويل هذه الأسهم إلى أسهم عادية إذا ما ارتفع السعر السوقي للسهم العادي، ممّا يحقق له مكاسب رأسمالية.

(٤) الأسهم الممتازة القابلة للإستدعاء: ويتم تصنيفها وفقاً لقابليتها للإستدعاء أو السداد من قبل المؤسسة المصدرة إذا كانت قابلة أو غير قابلة للإستدعاء، وقابلية السهم الممتاز للإستدعاء تعطي المؤسسة الحق في إلزام المساهم الذي يحمل هذا النوع من السهم بردها إلى المؤسسة بسعر محدد وعلى مدار فترة زمنية محددة من تاريخ الإصدار، ممّا يوفر ميزة للشركة المصدرة نفسها بأن يكون لها الحق في إستهلاك هذه الأسهم إذا ما شعرت بأن لديها فائضاً من الأموال، إذ يمكنها تضيق قاعدة المساهمين الممتازين لحساب المساهمين العاديين، وبالتالي تخفيض الرفع المالي للشركة على أساس أن الأسهم الممتازة تحمل الشركة أعباء ثابتة تزيد من مخاطر الرفع المالي. غالباً ما يصدر شرط القابلية للإستدعاء مقترناً بشرط قابلية التحويل إلى أسهم عادية، وذلك على إعتبار أن شرط القابلية للتحويل من صالح المساهم، في حين يعتبر شرط القابلية للإستدعاء في صالح الشركة.

(٢) أدوات الدين وتشمل (السندات).

وتتمثل في السندات وتعرف: بأنها ورقة مالية ذات قيمة إسمية واحدة قابلة للتداول تصدرها الشركة المساهمة العامة وتطرحها للحصول على قرض تتعهد الشركة بموجبها سداد القرض وفوائده وفقاً إلى شروط الإصدار.

بهذا المعنى يعتبر السند أداة تمويل طويلة الأجل تصدر في سوق رأس المال حيث أن

السندات تصدر بواحد من **الأسلوبين التاليين:**

الأول: أن يتولى بنك الإستثمار أو مجموعة منها عملية إدارة الإصدار مع ضمان شراء السندات التي لم يتم الإكتتاب بها، ويسمى هذا النوع من الإصدارات إصداراً عاماً.

الثاني: أن يقتصر دور بنك الإستثمار على الوساطة فقط دون التعهد بشراء السندات الفائضة عن الإكتتاب، ويتم الإصدار هنا بموجب إتفاقية بين الشركة المصدرة ومجموعة من المؤسسات المالية التي تتولى شراء السندات، وذلك بناء على شروط خاصة يتم الإتفاق عليها من خلال المفاوضات، ويسمى هذا النوع من الإصدار إصداراً خاصاً.

الخصائص الرئيسية للسند: وتتمثل فيما يلي:

(أ) السند أداة دين: يرتب السند لحامله على الشركة المصدرة حق دائنية، في حين يرتب

السهم لحامله حق ملكية، لذا يكون لحامل السند الأولوية عن حامل السهم في إستيفاء حقوقه سواء من أرباح الشركة أو من أصولها في حالة الإفلاس أو التصفية.

(ب) السندات أداة إستثمار ثابتة الدخل: يعتبر السند من أدوات الإستثمار الثابتة الدخل لأن

حامله يتقاضى فائدة سنوية ثابتة، بينما يتغير الدخل السنوي لحامل السهم العادي تبعاً لتغير الأرباح السنوية التي تحققها الشركة المصدرة، وتبعاً لتغيير نسبة توزيع الأرباح، ويشبه السند في ثبات دخله السنوي السهم الممتاز.

(ت) محدودية الأجل: يصدر السند بأجل محدد يستحق بحلوله، وينص على هذا الأجل

صراحة في عقد الإصدار، يعكس هذا السهم الذي لا يحدد بأجل بل يبقى قائماً مادامت الشركة المصدرة قائمة، ويعتبر أجل السند عنصراً هاماً في تحديد معدل فائدة السند (الكوبون) وكذلك سعره السوقي.

(ث) القابلية للتداول: يشبه السند السهم في هذه الخاصية، وتسري بخصوص تداول السند نفس الأحكام المطبقة بشأن تداول السهم، وخاصية التداول تساهم في توفير سيولة إضافية للسندات طويلة الأجل في السوق الثانوي.

أنواع السندات: يمكن تقسيم السندات إلى أنواع مختلفة وعلى أسس مختلفة، **منها:**

١) تقسيم السندات على أساس جهة الإصدار:

(أ) سندات حكومية: تصدر عن الدولة ومؤسساتها، ومن أمثلتها سندات الخزينة وسندات البلدية.

(ب) سندات أهلية: تصدر عن المؤسسات المالية أو الشركات المساهمة العاملة في القطاع الخاص، ومن أمثلتها ما يعرف بالسندات العادية والسندات المضمونة بعقار.

٢) تقسيم السندات على أساس شكل الإصدار:

(أ) سندات لحامله: يكون السند لحامله عند ما يصدر خال من إسم المستثمر، كما لا يوجد في هذه الحالة سجل للملكية لدى جهة الإصدار، وتنتقل ملكية السند بمجرد الإستلام، ويكون لحامله الحق في الحصول على فائدة السند عند إستحقاقها.

(ب) سندات إسمية أو مسجلة: ويكون السند إسمي أو مسجلاً متى حمل إسم مالكه، كما يوجد سجل خاص بملكية السندات لدى الجهة المصدرة، يمكن أن تكون مسجلة بالكامل ويشمل التسجيل هنا كل من الدين والفائدة، أو أن تكون مسجلاً تسجيلاً جزئياً، ويقتصر التسجيل هنا على تسجيل أصل الدين فقط.

٣) تقسيم السندات على أساس الأجل:

(أ) سندات قصيرة الأجل: والتي لا يتجاوز أجلها عاماً واحداً وتعتبر أداة تمويل قصيرة الأجل فهي تتداول في سوق النقد، ومن بينها سندات الخزينة، وتتمتع السندات القصيرة الأجل بدرجة عالية من السيولة بسبب إنخفاض درجة المخاطرة المرافقة لها، لذا فهي تصدر بمعدلات فائدة منخفضة نسبياً.

(ب) سندات الطويلة الأجل: هي سندات يزيد أجلها عن ٧ سنوات، وتعتبر أداة تمويل طويلة الأجل لذا تتداول في سوق رأس المال، وتصدر بمعدلات فائدة أعلى، ومن أمثلتها السندات العقارية.

٤) تقسيم السندات على أساس الضمان:

- (أ) السندات المضمونة: مثل السندات العقارية تعطي لحاملها الحق في وضع يده على الأصل محل الضمان في حالة توقف المدين عن الوفاء بأصل السند أو بفائدته.
- (ب) السندات الغير مضمونة: يعتمد الدائن فقط على تعهد المصدر بالدفع ويكون مضموناً فقط بالديون العامة للمدين، ويطلق على السندات الغير مضمونة (السندات العادية) والضمانة الوحيدة التي تتوفر لحامل هذا النوع من السندات حق الأولوية الذي يكون له عن الدائنين الآخرين للمؤسسة المصدرة

٥) تقسيم السندات حسب القابلية للإستدعاء أو الإطفاء: ويوجد نوعان هما:

- (أ) سندات غير قابلة للإستدعاء: وهي السندات التي يكون لحاملها الحق في الإحتفاظ بها لحين إنتهاء أجلها، ولا يجوز للجهة المصدرة إستدعائها للإطفاء لأي سبب من الأسباب، والأصل أن تكون السندات غير قابلة للإستدعاء إلا إذا نص على قابلية إستدعائها بصراحة في عقد الإصدار.
- (ب) سندات قابلة للإستدعاء: هي السندات المشمولة بشرط الإستدعاء وتصدر عادة بعلاوة الإستدعاء، قصد تشجيع المستثمر على شرائها، وتختلف هذه السندات من حيث المهلة المسموح بها بالإستدعاء. فهناك سندات قابليتها للإستدعاء مطلقة: أي أن الجهة المصدرة لها الحرية المطلقة في إستدعاء السند في أي لحظة تريده بعد إصداره، وهذا النوع نادر جداً. بينما الشائع هي السندات ذات الإستدعاء المؤجل: والتي يمنح حاملها مهلة حماية من الإستدعاء تتراوح بين ٥ و ١٠ سنوات من تاريخ الإصدار، وبذلك لا يحق للشركة إستدعاء السند قبل مضي المهلة، ولكن بمجرد إنتهاء المهلة تصبح لها الحرية المطلقة في الإستدعاء.

٦) تقسيم السندات حسب قابليتها للتحويل: تقسم السندات بشكل عام إلى نوعين:

- الأول: السندات الغير قابلة للتحويل: مثلما هو الحال بالنسبة لشرط الإستدعاء فالأصل أن تكون السندات غير قابلة للتحويل وتصدر في العادة بمعدل فائدة أعلى من معدل فائدة السندات القابلة للتحويل.
- الثاني: السندات القابلة للتحويل: توفر السندات القابلة للتحويل للمستثمر التمتع في آن واحد بالمزايا السعرية للسهم العادي وأمان السند، ممّا يعني أنها ذات فائدة مزدوجة للمستثمر.

(٧) السندات الدولية: وهي السندات التي تصدر في بلد ما بعملة أجنبية تختلف عن عملة البلد الأصل، ولصالح مقترض أجنبي، وهي بذلك تختلف عن السندات الأجنبية والتي تصدر لصالح مقترض أجنبي ولكن بنفس عملة البلد الذي تصدر فيه.

(٣) مزايا وعيوب كل من الأسهم والسندات.

(١) مزايا الأسهم: يتمتع حامل السهم بمجموعة من المزايا أو الحقوق، نذكر منها:

- (أ) الحق في تحويل ونقل ملكيته للأسهم لشخص آخر بالبيع أو التنازل.
 - (ب) الحق في الحصول على نصيبه من التوزيعات التي تقرر الشركة توزيعها.
 - (ت) التأثير في قرارات الشركة من خلال حق التصويت في الجمعيات العامة بنسبة ما يمتلكه من أسهم.
 - (ث) حق الإطلاع على دفاتر الشركة.
 - (ج) حق الأولوية في الإكتتاب، أي أنّ حامل السهم له الحق الإكتتاب في الأسهم التي تصدرها الشركة لرفع رأسمالها وذلك في حدود ما يمتلكه من أسهم.
- أمّا بالنسبة للشركة المصدرة فمن بين المزايا التي تمنحها لها الأسهم، هي:

- (أ) يعتبر السهم العادي مصدر دائم للتمويل.
- (ب) إصدار المزيد من الأسهم من شأنه أن يؤدي إلى إنخفاض نسبة الأموال المقترضة في هيكل رأس المال، ومن ثم يزيد حجم القروض التي يمكن للشركة الحصول عليها.

(٢) عيوب الأسهم: من بين المخاطر التي يتعرض لها حملة الأسهم، هي:

- (أ) لا يجوز للمستثمر حامل السهم الرجوع إلى المؤسسة المصدرة للسهم لإسترداد قيمته.
- (ب) مخاطر الإفلاس المتمثلة في عجز المؤسسة عن سداد إلتزاماتها.
- (ت) مخاطر القوة الشرائية للنقود.
- (ث) إن توسع قاعدة المساهمين يؤدي إلى إنخفاض عائد السهم.
- (ج) مخاطر تقلب أرباح المؤسسة، ففي حالة عدم تحقيق الأرباح ليس من حق المستثمر المطالبة بنصيبه من الأرباح.
- (ح) إن توزيعات الأرباح التي تجريها المؤسسة لا تخفف من العبء الضريبي.

٣) مزايا ومخاطر الإستثمار في السندات:

(أ) **مزايا الإستثمار في السندات:** تظهر الميزة الأساسية للسندات في كونها من أدوات الدين

الإستثمارية ذات الدخل الثابت، وأهم المزايا التي تمنحها السندات لحاملها هي:

(A) ميزة ثبات وإستمرارية العائد: لأن كويون السند واجب الدفع مهما كانت نتيجة الشركة المصدرة له.

(B) ميزة الأمان في إسترداد المبلغ المستثمر: ذلك أن السند غالباً ما يصدر مضموناً بإحدى أصول الشركة، كما أن حامل السند له حق الأولوية عن حامل السهم في إستيفاء دينه على الشركة في حالة التصفية أو الإفلاس.

(C) ميزة الإعفاء الضريبي:

(ب) **مخاطر الإستثمار في السندات:** مقابل المزايا التي يقدمها السند، لكن هناك مخاطر كثيرة يتعرض لها المستثمرون، وتتمثل فيما يلي:

(A) مخاطر السيولة: تقتصر السندات لخاصية السيولة، خصوصاً إذا كانت طويلة الأجل أو كانت من فئة متدنية الجودة، وبسبب هذه الخاصية يتعرض حامل السند لما يعرف بمخاطر القوة الشرائية لوحدة النقد في الفترات التي يسودها التضخم الإقتصادي، حيث تتخفص القيمة الحقيقية للسند عن القيمة الإسمية التي يصدر بها، وكلما طال أجل السند ترتفع هذه المخاطر والعكس، ولتخفيض مخاطر السيولة إلى حد أدنى، ينصح المستثمرون في السندات أخذ العوامل الآتية بعين الإعتبار، وهي:

✻ حجم الإصدار. ✻ حجم الصفقة. ✻ فئة السند.

إذ كلما ارتفعت هذه العوامل كلما أدى ذلك إلى إرتفاع السيولة والعكس.

(B) مخاطر تقلب أسعار الفائدة: تتحرك أسعار الفائدة صعوداً أو هبوطاً بإتجاه معاكس لتحرك أسعار الفائدة السائدة في أسواق المال، من هنا يتعرض حملة السندات إلى مخاطر هبوط أسعار سنداتهم عندما ترتفع أسعار الفائدة السوقية خصوصاً في فترات التضخم.

(C) مخاطر إستدعاء السند: تصدر بعض الشركات سنداتهما مقرونة بشرط الإستدعاء، ويعطي هذا للشركة المصدرة حق إطفاء سنداتها خلال فترة محددة بقيمة تدعى القيمة الإستدعائية للسند، والتي غالباً ما تكون أعلى من قيمته الإسمية بعلاوة تسمى علاوة الإستدعاء، ويكون شرط الإستدعاء ملازماً في بعض الحالات للسندات القابلة للتحويل، لذا تستخدم الشركة المصدرة حقها في إستدعاء

سنداتها في الأحوال التي ترتفع فيها الأسعار السوقية لأسهمها العادية لدرجة تجعل القيمة التحويلية للسند أكبر من قيمته الإستدعائية ما يغري الشركة المصدرة على إستدعاء سنداتها، وذلك، لغلق الطريق أمام حملة السندات القابلة للتحويل من تحويلها إلى أسهم عادية، ويحدث غالباً عند إنخفاض أسعار الفائدة السوقية.

(D) مخاطر الإطفاء السنوي للسندات: يوفر عقد الإصدار في كثير من الحالات للشركة المصدرة الحق في أن تطفئ سنوياً نسبة محددة من الإصدار، كما ينص في العقد على الطريقة التي بموجبها تحدد السندات المطفأة، ويستغل المصدرون شرط الإطفاء في الفترات التي تشهد فيها إرتفاع السعر السوقي للسند مقارنة بقيمته الإسمية، فيقومون بإطفاء السندات القابلة للإطفاء ملحقين بذلك أضرار كبيرة بحملة هذه السندات عن طريق حرمانهم من تحقيق أرباح رأسمالية.

(E) مخاطر الرفع المالي: تشكل حملة السندات فئة من دائني الشركة المصدرة، لذا من مصلحتهم أن تبقى نسبة الرفع المالي للشركة المصدرة في حدود معقولة تحقق توازن هيكل رأسمالها بين مصادر التمويل الخارجي (الديون) ومصادر التمويل الداخلي (حقوق المساهمين)، من هنا فإن تجاوز نسبة الرفع المالي لحدود التوازن أمر يحمل في طياته مخاطر على حقوق حملة السندات لظهور منافسين إضافيين لهم ينافسونهم الحق في موجودات الشركة المصدرة إذا ما تعرضت للتصفية أو الإفلاس، إضافة إلى تجاوز نسبة الرفع المالي عن الحدود المعقولة غالباً يصاحبه إنخفاض ملموس في كل من أسعار أسهمها والسندات الصادرة عنها.

(F) مخاطر الإفلاس: يؤدي إفلاس الشركة في معظم الأحيان إلى حدوث إنخفاض حاد في الأسعار السوقية لهذه الموجودات تعكس آثاره على حقوق المساهمين وحملة السندات معاً.

٤) مقارنة بين السند و السهم:

أولاً: السند:

- ١) السند أداة دين لحامله على الجهة المقترضة.
- ٢) لا يحق لحامل السند التدخل في إدارة الشركة وتصريف شئونها.
- ٣) حامل السند له الحق في الحصول على قيمة الفائدة سواء حققت الشركة ربحاً أو خسارة.
- ٤) لا يمكن تأجيل تسديد الفائدة ويترتب على العجز على دفعها إفلاس الشركة.

- ٥) تحقق السندات ميزة ضريبية للشركة المصدرة وذلك بخصم فوائد السندات من الوعاء الضريبي للربح بإعتبار هذه الفوائد من النفقات التي تتحملها الشركة.
- ٦) إن الدخل الذي تحققه السندات لحاملها لا ينمو، فهو محدد بفوائد ثابتة مهما كانت أرباح الشركة.

ثانياً: السهم:

- ١) السهم أداة ملكية لحامله في رأس مال الشركة.
- ٢) حامل السهم له حق التدخل في شؤون الشركة من خلال الجمعية العامة.
- ٣) يرتبط حصول حامل السهم على الأرباح بالأوضاع المالية وربحية الشركة.
- ٤) يمكن تأجيل توزيع الأرباح دون أن يترتب على ذلك تصفية الشركة.
- ٥) لا يجوز خصم أرباح السهم من النتيجة الخاضعة للضريبة بإعتبار أن توزيع الربح على المساهمين لا يعتبر عبئاً على الشركة.
- ٦) حامل السهم ينمو دخله بنمو الأرباح وحجمها المحقق.

ثانياً: الإستثمار وأدوات المحفظة في الأوراق المالية.

تعتبر نظرية محفظة الأوراق المالية أسلوب فعال كإحدى الأدوات التي يستعملها المستثمر لتقليل من المخاطر الناجمة عن الإستثمار في الأوراق المالية ، لكونه يركز على مبدأ تنوع المخاطر وتخفيضها عن طريق ربط الإستثمار في الأوراق المالية مع بعضها البعض عند إدارة محفظة الأوراق المالية، لذلك، من هنا يمكن إعتبارها في الشركات القابضة. وللتعريف أكثر، **نتطرق**

إليها على النحو التالي:

✽ مفهوم المحفظة. ✽ خصائص المحفظة. ✽ أنواع المحفظة.

(١) مفهوم المحفظة الإستثمارية.

نتناول من خلاله تعريف للمحفظة الإستثمارية ثم توضيح الأهداف التي تسعى إلى تحقيقها:

تعرف المحفظة الإستثمارية (Portfolio) على أنها عبارة عن أداة مركبة من أدوات الإستثمار بحيث تتكون من أصليين أو أكثر ويتم إدارتها من شخص مسئول عليها يسمى مدير المحفظة، الذي يكون مالكا لها أو مأجوراً فقط. أو أنها تجميع للإستثمارات تقوم بها مؤسسات أو أفراد، أي مجموع ما يمتلكه الفرد أو المؤسسة من أسهم أو سندات في شركات مختلفة.

فالمحفظة هي: عبارة عن مجموعة من الأوراق المالية تعود ملكيتها إلى شخص طبيعي أو معنوي، هذه الأوراق يمكن أن تكون أسهماً فقط، في هذه الحالة تسمى المحفظة (محفظة أسهم) أو تكون سندات فقط وتسمى المحفظة (محفظة سندات) أو تكون مشكلة من الإئتين معاً ويطلق عليها اسم (المحفظة الهجينة).

تمتاز المحفظة الإستثمارية بإختلاف أصولها من حيث النوع والجودة، فمن حيث النوع يمكن أن تحتوي على أصول حقيقية وهي الأصول التي لها قيمة إقتصادية ملموسة مثل العقارات، الذهب والفضة والمشاريع الإقتصادية، وعلى أصول مالية مثل الأسهم والسندات، أدوات الخزينة والخيارات أمّا من حيث الجودة فيمكن أن تحتوي على أصول منخفضة العوائد والمخاطر وأخرى مرتفعة العوائد والمخاطر.

(٢) أهداف المحفظة الإستثمارية: تتمثل أهداف تكوين وإدارة المحفظة فيما يلي:

- (١) تطوير البيانات المالية والمحاسبية بالشركات وتوفيرها للمستثمر بالأسلوب والكيفية التي تمكنه من إتخاذ القرار الإستثماري المناسب بإعتبارها مدخلات.
- (٢) تعتبر نظرية المحفظة الإستثمارية أسلوباً فعالاً لتحليل مخاطر الإستثمار في الأوراق المالية، لأنها تركز على مبدأ تنوع المخاطر وتخفيضها عن طريق ربط الإستثمار في الأوراق المالية مع بعضها البعض عند إدارة وتكوين المحفظة.
- (٣) إضافة إلى تلك الأهداف العامة هناك هدف خاص بالمستثمرين وخاصة البنوك وشركات التأمين، بإستثمارها الفائض النقدي في الأوراق المالية من أجل تحقيق أقصى عائد وضمان تلبية حاجة البنك والمؤسسة المالية للسيولة وتجنب التعرض لخطر الإفلاس وعدم التضحية بالعلاقة الوثيقة مع المودعين.

(٣) خصائص المحفظة الإستثمارية.

تتميز المحفظة الإستثمارية بالخصائص التالية:

(أ) العائد و المخاطرة:

أولاً: العائد:

يعتبر العائد من بين الأهداف الأساسية التي تأخذ بعين الإعتبار عند إتخاذ القرارات الإستثمارية، وكما سبق ذكره فإن المحفظة هي أداة مركبة تتكون من مجموعة من الأوراق المالية،

وبالتالي فعائدها هو عبارة عن المتوسط المرجح لعوائد الأوراق المالية المشكلة لها. وتتمثل عوامل التوزيع في نسبة الأموال المستثمرة في كل صنف للأوراق المالية المكونة للمحفظة، ومنه تكون صيغة العائد كما يلي:

$$R_p = \sum X_i \cdot R_i$$

حيث:

$$R_i = \text{عائد الورقة المالية } i$$

$$X_i = \text{نسبة الأموال المستثمرة في الورقة المالية } i$$

$$n = \text{تمثل عدد الأوراق المالية المكونة للمحفظة}$$

وبذلك يمكن إستنتاج العائد المتوقع للمحفظة، وهو عبارة عن المتوسط المرجح للعوائد المتوقعة للأصول المالية المشكلة للمحفظة، ويعطى العائد المتوقع للمحفظة بالصيغة التالية:

$$E(R_p) = \sum X_i \cdot E(R_i)$$

حيث:

$$E(R_i) = \text{العائد المتوقع للورقة المالية } i$$

ثانياً: المخاطرة:

يقصد بالمخاطرة تلك الخسارة المتوقعة نتيجة عدم التأكد من العائد المتوقع تحقيقه مستقبلاً من الإستثمار في محفظة الأوراق المالية.

وتعطى الصيغة العامة لمخاطرة المحفظة بالعلاقة التالية:

$$\delta^2(p) = \sum \delta_i^2 \cdot X_i^2$$

حيث:

$$\delta_i = \text{الانحراف المعياري للإستثمار}$$

غير أنه عند حساب مخاطرة المحفظة يجب الأخذ بعين الإعتبار تغير عائد كل أصل من الأصول المالية وكذا درجة الإرتباط الموجودة بين عوائد الأصول المكونة للمحفظة. ومنه يمكن حساب الإرتباط بين الأصول المالية من خلال معامل التغيرات و معامل الإرتباط.

$$(1) \text{ صيغة المخاطرة حسب معامل التغيرات: } \text{Cov}(R_i, R_j)$$

معامل التغيرات بين معدل العائد لأصليين ماليين، يمكن أن يكون موجباً أو سالباً أو

معدوماً، وذلك حسب الحالات التالية:

✿ إذا كانت تغيرات معدلات العائد للأصلين الماليين تسييراً في نفس الإتجاه فإن معامل التباير يكون موجباً.

✿ أمّا إذا كانت تغيرات معدلات العائد للأصلين الماليين تسييراً في إتجاهين معاكسين فإن معامل التباير يكون سالباً.

✿ وفي حالة ما إذا كانت تغيرات معدلات العائد للأصلين الماليين مستقلة عن بعضها البعض فإن معامل التباير يكون معدوماً.

ويمكن حساب معامل التباير حسب الصيغة الرياضية التالية:

$$\text{Cov} (R_i . R_j) = P (R_i . R_j) . \delta_i . \delta_j$$

حيث:

$$P(R_j . R_i) = \text{معامل الارتباط بين الإستثمارين } i \text{ و } j$$

$$\delta_i = \delta_j$$

تمثل الإنحرافات المعيارية لعوائد الإستثمارين ونه تعطي صيغة المخاطرة بدلالة معامل التباير كما يلي:

$$\delta^2(p) = \sum \delta_i^2 . X_i^2 + \sum \sum X_i . X_j . \text{Cov} (R_i . R_j)$$

٢) صيغة المخاطرة بدلالة معامل الارتباط:

معامل الارتباط عبارة عن معيار إحصائي يوضح العلاقة بين متغيرين وإتجاههما، ويأخذ

معامل الارتباط قيمة محصورة بين (+1) و (-1) وذلك، حسب الوضعيات التالية:

✿ $P = 1$ إرتباط موجب وتام: إذا كانت العوائد لنوعين من الأصول المالية ذات علاقة إرتباطية تامة وموجبة بمعنى أن العوائد لها نفس الإتجاه.

✿ $P = -1$ إرتباط سالب وتام: إذا كانت العوائد لنوعين من الأصول المالية تسيير في إتجاهين متعاكسين.

✿ $P = 0$ إرتباط معدوم: إذا كانت العوائد لنوعين من الأصول المالية مستقلة عن بعضها البعض.

وتعطي الصيغة الرياضية لمعامل الارتباط لنوعين من الأصول المالية حسب العلاقة التالية:

$$(R_i . R_j) = \text{Cov} (R_i . R_j)$$

$$\delta(R_i) . \delta(R_j)$$

من خلال هذه العلاقة يتضح أن إشارة معامل الارتباط تتوقف على معامل التغير بين

المتغيرين $(R_i . R_j)$:

ومنه تعطى صيغة المخاطرة بدلالة معامل الارتباط كما يلي:

$$\delta^2(p) = \sum \delta i^2 . Xi^2 + \sum \sum Xi . Xj . P (Ri . Rj) . \delta(Ri) . \delta(Rj)$$

(ب) التنويع:

تحتوي سوق الأوراق المالية على العديد من الأصول المالية التي تتفاوت من حيث العائد ودرجة المخاطرة وعادة ما تكون الأصول المالية التي لها عائد أكبر هي التي تكون فيها درجة المخاطرة كبيرة لأن العلاقة بين العائد والمخاطرة هي علاقة طردية، غير أن القرار الاستثماري الرشيد يساعد على زيادة العائد دون زيادة مماثلة في درجة المخاطرة، وذلك بأن تتضمن المحفظة الإستثمارية أوراق مالية مختلفة المخاطر كأساس لزيادة العائد.

فالتنويع هو: عدم توجيه مكونات المحفظة نحو أصول مالية تصدرها شركة واحدة وإنما يجب توجيهها إلى عدة شركات. (قرار المستثمر الخاص بمكونات المحفظة)، فالتنويع الجيد في تشكيلة المحفظة من شأنه تخفيض درجة المخاطرة التي يتعرض لها عائد المحفظة دون أن يترتب على ذلك تأثير عكسي على حجم ذلك العائد. وللتنويع عدة طرق أهمها تنويع جهة الإصدار وتنويع تاريخ الإستحقاق.

أما تنويع تواريخ الإستحقاق يقصد به: تنويع إستثمار مخصّصات المحفظة في أنواع مختلفة من الأوراق المالية طويلة وقصيرة الأجل للتعويض من الخسائر، غير أن الإستثمار في هذه السندات يترتب عليه تقلبات كثيرة في العائد السنوي المتحصل عليه من تلك الإستثمار في تلك الأوراق، من جهة أخرى فإن الإستثمار في السندات الطويلة الأجل يساهم في إستقرار العائد المتولد عن تلك السندات إلا أن أسعار هذه الأخيرة قيمتها السوقية تتعرض لتقلبات شديدة نتيجة لتقلبات أسعار الفائدة في السوق.

(٤) أنواع المحافظ الإستثمارية.

(١) محفظة الدخل:

تركز محفظة الدخل على الأوراق المالية التي تعطي دخلاً سنوياً عالياً سواء كان مصدرها توزيعات الأرباح النقدية لحملة الأسهم أو الفوائد التي تدفع لحملة السندات، غالبية الذين يفضلون

محافظ الدخل إما أن يكونوا من صغار المستثمرين والذين يعتمدون في معيشتهم على الدخل من هذه الأوراق المالية أو من المستثمرين المحافظين الذين لا يحبذون المخاطرة ولو كانت هذه المخاطرة تتطوي على عوائد أكبر.

(٢) محفظة النمو:

وترتكز على أدوات الإستثمار التي تحقق إيرادات رأسمالية تؤدي إلى نمو أموال المحفظة وزيادتها، وتعتمد هذه المحفظة أساساً على شراء أسهم الشركات التي تحقق نمو في مبيعاتها، ومن طبيعة أسهم الشركات المكونة لمحفظة النمو أن توزيعات أرباحها النقدية ليست كبيرة حيث أن إدارة هذه الشركات تلجأ إلى رسملة إحتياجاتها من أجل إستخدام هذه الأموال في عملياتها، ويتفاهم المستثمرون في محافظ النمو على هذه السياسة لرغبتهم في زيادة معدل النمو وليس التوزيعات النقدية للأرباح.

(٣) المحفظة المختلطة:

ترتكز على التوزيعات النقدية للأرباح بالإضافة إلى الأرباح الرأسمالية الناتجة عن أسهم الشركات التي تحقق نمواً عالياً في إيراداتها وتقوم المحافظ المختلطة بتنوع إستثماراتها ما بين الأسهم التي تعطي توزيعات نقدية عالية والأسهم التي تؤدي إلى نمو وزيادة أموال المحفظة الإستثمارية.

(٤) المحفظة المتوازنة:

وهي المحفظة التي تتكون عادة من أسهم عادية وممتازة وسندات، حيث يأمل المستثمر في هذا النوع من المحافظ الحصول على أرباح رأسمالية بالإضافة إلى توزيعات نقدية من أرباح الأسهم ومن فوائد السندات وفي نفس الوقت المحافظة على رأس مال المستثمر.

(٥) المحافظ المتخصصة في الصناعات:

هي تلك المحافظ التي تخصص في إستثمار أسهم شركات صناعية مختارة مثل شركات الطيران أو الموارد الطبيعية أو الشركات التي تتعلق صناعاتها بالطاقة والنفط وغيرها.

الخلاصة:

تختلف الأوراق المالية عن بعضها البعض من حيث جهة الإصدار والعوائد التي تنتجها، والمزايا التي تقدمها إلى حامليها والمخاطر التي تتطوي عليها، هذا التنوع في الأدوات الإستثمارية يجعل منها بدائل إستثمارية متنوعة متاحة للمستثمر من أجل المفاضلة بينها. كلما زادت أهمية الأوراق المالية كلما أدى ذلك إلى زيادة أهمية المحفظة المكونة من تشكيلة متنوعة من الأصول

والأدوات الإستثمارية لأنها أيضاً أكثر ملائمة لتحقيق أهداف المستثمر، إذ يجب أن تكون هذه الأهداف واضحة ومحددة من حيث الكم والنوع والوقت والمكان، وتختلف أهداف الإستثمار في المحافظ باختلاف أولويات واحتياجات المستثمر بالإضافة إلى عمره ووجود أو عدم وجود دخل من مصادر أخرى وغير ذلك من العوامل الأخرى التي تحدد متطلباته.

ثالثاً: تسيير المحفظة الإستثمارية.

هناك عدة إعتبارات تؤثر على سلوك المستثمر في إتخاذ قراراته الإستثمارية ومن ثم تكوين محفظة مالية جيدة، ومن أهمها أن تكون لديه حوصلة على المعلومات، وهي في النقاط التالية:

- ✻ السياسات المعتمدة في إدارة المحفظة.
- ✻ مراحل وطرق تسيير المحفظة .
- ✻ تقييم أداء المحفظة الإستثمارية .

(١) السياسات المعتمدة في إدارة المحفظة الإستثمارية.

يمكن التمييز بين ثلاث سياسات في مجال إدارة المحفظة الإستثمارية هي:

(١) السياسة الهجومية:

هذه السياسة يتوجه إليها المستثمر المضارب لأن هدفه الأساسي هو تحقيق أقصى عائد، فهو يفضل عنصر الربحية عن عنصر الأمان، ومنه فإن إهتمامه ينصب على الأرباح الناتجة عن تقلبات أسعار الأوراق المالية المشكلة للمحفظة، ويطلق على هذا النوع من المحافظ (محافظ رأس المال)، أما عن الأدوات الإستثمارية المناسبة لهذا النوع من المحافظ فهي الأسهم العادية حيث تشكل حوالي ٨٠% إلى ٩٠% من قيمة المحفظة.

(٢) السياسة الدفاعية:

هذه السياسة يكون المستثمر متحفظ بإتجاه عنصر المخاطرة ، الأمر الذي يدفعه إلى إعطاء الأولوية المطلقة لعنصر الأمان على حساب عنصر العائد، لذا نجد المستثمر في هذه الحالة يركز على الأدوات الإستثمارية ذات الدخل الثابت، ويطلق على هذا النوع من المحافظ (محفظة الدخل)، حيث تتكون قاعدتها الأساسية من السندات الحكومية والأسهم الممتازة بنسبة تتراوح بين ٦٠% إلى ٨٠% من رأس مال المحفظة.

٣) السياسة المتوازنة:

تجمع هذه السياسة بين السياستين السابقتين، ويتبناها المستثمرين الذين يهدفون إلى تحقيق إستقرار نسبي في المحفظة، ممّا يؤمن لهم تحقيق عوائد معقولة مع مستويات معقولة من المخاطرة، وتتكون القاعدة الأساسية لهذا النوع من المحافظ تشكيلة متوازنة من الأدوات الإستثمارية القصيرة الأجل التي تتمتع بدرجة عالية من السيولة، إضافة إلى الأدوات الإستثمارية الطويلة الأجل كالأسهم العادية والممتازة والسندات الطويلة الأجل، حيث تنتج مثل هذه المحافظ للمستثمر فرصة لتحقيق أرباح رأسمالية كما تتيح له إنتهاج سياسة مرنة في إحلال أصولها وفقاً لتقلبات أسعار الأوراق المالية منجهاً وأسعار الفائدة من جهة أخرى.

٢) مراحل وطرق تسيير المحفظة الإستثمارية.

١) المراحل الأساسية لتسيير المحفظة الإستثمارية:

يتم تسيير المحفظة من خلال ثلاثة مراحل أساسية يمكن تلخيصها، **كما يلي:**

(أ) تحديد أهداف المستثمر : تتمثل الأهداف الأساسية التي يأخذها بعين الإعتبار **فيما يلي:**
(A) حفظ رأس المال: عندما يقبل المستثمر على الإستثمار، فإن هدفه يكون على الأقل الحفاظ على رأس ماله ليس فقط بنفس القيمة المستثمرة ولكن الحفاظ أيضاً على القوة الشرائية للأموال المستثمرة، فالمستثمر الذي يفضل الإستثمار بأمان، يجب عليه إختيار محفظة مكونة من سندات الخزينة وسندات ذات جودة عالية بحيث يضمن له ذلك حماية مثلى لرأس ماله عكس المحافظ التي تتكون من أسهم فإنها لا تضمن الحماية لرأس المال لأنها تنطوي على مخاطرة كبيرة.

(B) العائد: الهدف الأساسي للمستثمر هو الحصول على عائد دوري مستمر ومرتفع نسبياً، وعليه يجب إختيار محفظة تتكون من سندات وأسهم التي تقوم بتوزيعات مرتفعة، بالإضافة إلى فائض القيمة على رأس المال.

(C) السيولة والقابلية للتداول: تتصف الأوراق المالية بقابلية التداول إذا كان بالإمكان بيعها بسهولة وبسرعة ويعتبر حيازة أوراق مالية ذات سيولة عالية وتجنب الأوراق المالية ذات التداول البطيء مهم جداً لأن هذه الأخيرة تتميز بتقلبات سعرية مرتفعة.

(D) سهولة التمييز: تتطلب بعض الأوراق المالية متابعة مستمرة من المستثمر والقيام بدراسات تحليلية لإتخاذ قرار بشأنها، هذا النوع من الأوراق المالية يستلزم وقت وجهد وتكاليف كبيرة لتسييرها وبالتالي فالمستثمر الذي لا يريد بذل جهد كبير في تسيير محفظته عليه تجنب الأوراق المالية المعقدة التسيير.

(E) المزايا الجبائية: تعتبر الضرائب أحد العوامل المؤثرة على القرارات الإستثمارية، وذلك لأن المعالجة الجبائية تختلف من فرصة إستثمارية إلى أخرى، وعليه فالمستثمر يسعى إلى توظيف أمواله في الأوراق المالية ذات المعالجة الجبائية المميزة، بمعنى أن المستثمر يقارن بين البدائل الإستثمارية ويختار أفضلها على أساس العائد.

(ب) تحليل مختلف الفرص الإستثمارية: يقوم المستثمر بحصر مختلف الفرص الإستثمارية المتاحة في السوق، وتجميع كلاً للمعلومات المتعلقة بها من أجل تحليلها وترتيبها وفقاً إلى أهداف المستثمر وذلك بهدف تشكيل محفظة تعكس أهدافه الإستثمارية.

(ت) تقييم كفاءة المحفظة الإستثمارية: عندما يكون للمستثمر محفظته يقوم بتقييم كفاءتها على ضوء النتائج المحصل عليها والتغيرات الحاصلة في وضعية المستثمر.

٢) طرق تسيير المحفظة الإستثمارية:

يمكن للمستثمر إختيار إحدى الطرق التالية لتسيير محفظته المالية:

(أ) التسيير المباشر: هذا النوع يقوم به مالك المحفظة، ويصبح معقداً إذا كانت السوق متطورة ويتداول فيها العديد من الأوراق المالية، في هذه الحالة يتطلب تسيير المحفظة الوقت والوسائل اللازمة لمتابعة تطور الأسعار والقيام بعمليات الشراء والبيع وإصدار الأوامر.

(ب) التسيير بالوكالة: في هذا النوع من التسيير يقوم المستثمر بتوكيل شخص وسيط للقيام بتسيير المحفظة لحساب المالك، هذا الوسيط يتمثل في البورصة أو بنك معين أو مسير محفظة، هذه الوكالة تكون في شكل عقد يحدد فيه بدقة مجال تطبيق التسيير وتحديد مسؤوليات الأفراد المتعاقدة، وكذلك كيفية تسديد مستحقات المسير.

(ت) التسيير الجماعي: يتم هذا التسيير عن طريق هيئات التوظيف الجماعي للأوراق المالية، حيث أن التنوع الكبير لشركات الإستثمار ذات رأس مال متغير والصناديق

الجماعية للتوظيف يسمح بتكوين محافظ جيدة لهيئات التوظيف الجماعي للأوراق المالية والتي تتكيف مع حاجيات المستثمرين.

(ث) التسيير بالإستثمار: هو أن يقوم مالك المحفظة بطلب النصح من مستشار مالي حيث يتم ذلك بناءً على الثقة بين المستثمر ومستشاره وليس بإبرام عقد بين الطرفين.

(٣) تقييم أداء المحفظة الإستثمارية.

تتعدد مداخل تقييم أداء محفظة الأوراق المالية، وسوف نتطرق في هذا المطلب إلى أهم النماذج المستعملة في تقييم أداء المحافظ الإستثمارية وهي:

(١) نموذج شارب: يتركز على حساب العائد والمخاطرة عند تقييم أداء المحفظة، ويصاغ حسب العلاقة التالية:

$$P = R_p - R_F \delta_p$$

$D_p =$ يشير إلى نسبة مؤشر المكافأة للتقلب في العائد والتي تعكس أداء محفظة الأوراق المالية محل التقييم.

$$R_p = \text{متوسط عائد المحفظة.} \quad \text{✿}$$

$$R_F = \text{معدل العائد على الإستثمار الخالي من المخاطرة.} \quad \text{✿}$$

$$\delta_p = \text{مخاطرة المحفظة.} \quad \text{✿}$$

وعليه فالمقدار $(R_p - R_F)$ يمثل مقدار العائد الإضافي للمحفظة أو ما يطلق عليه ببديل الخطر، ومنه معادلة شارب تحدد العائد الإضافي الذي تحققه محفظة الأوراق المالية مقابل كل وحدة من وحدات المخاطرة الكلية التي تنطوي على عملية الإستثمار في المحفظة. وتجدر الإشارة إلى أن نموذج شارب لا يمكن إستخدامه إلا في المقارنة بين المحافظ ذات الأهداف المتشابهة وتخضع إلى قيود مماثلة مثل محفظة مكونة من أسهم فقط أو سندات فقط.

(٢) نموذج ترينور: يقوم هذا النموذج على أساس الفصل بين المخاطر المنتظمة والمخاطر الغير منتظمة، حيث يفترض النموذج أن المحافظ تم تنويعها بشكل جيد.

وبالتالي لا توجد هناك مخاطر غير منتظمة، أي أنه يقوم بقياس المخاطر المنتظمة فقط وذلك بإستخدام معامل بيتا "B" كمقياس لمخاطر المحفظة المالية.

$$B = \text{Cov} (R_p . R_M) \delta_p$$

$B = \text{معامل بيتا } R_p - \text{عائد المحفظة} = RM - \text{عائد محفظة السوق}.$

$$\sum (\delta RP \cdot \delta RM)$$

$$\text{Cov} = N-1$$

$\delta RP = \text{انحراف عائد المحفظة} = \Delta RM - \text{انحراف عائد محفظة السوق}.$

$N = \text{عدد الفترات}.$

إذاً يمكن صياغة النموذج كما يلي:

$$D_p = R_p - R_F$$

٣) نموذج جنس: ويعرف بإسم ألفا ويقوم على أساس إيجاد الفرق بين مقدارين من العائد وهما:

✿ المقدار الأول: يمثل الفرق بين متوسط عائد المحفظة ومتوسط معدل العائد على

الإستثمار الخالي من المخاطرة وهو ما يسمى (العائد الإضافي).

✿ المقدار الثاني: يمثل حاصل ضرب معامل B في الفرق بين متوسط عائد السوق ومتوسط العائد

على الإستثمار الخالي من المخاطرة والتي يمكن أن تسمى (علاوة خطر السوق).

ومنه يظهر نموذج جنس كما يلي:

$$"A" = (R_p - R_F) - B (RM - R_F)$$

$$= (R_p - R_F) \text{ العائد الإضافي}.$$

$$= B (RM - R_F) \text{ علاوة خطر السوق}.$$

وتشير المعادلة إلى أن معامل ألفا إما أن يكون:

✿ $A < 0$ يشير إلى الأداء السيئ للمحفظة.

✿ $A > 0$ يشير إلى الأداء الجيد للمحفظة.

✿ $A = 0$ يشير إلى حالة التوازن بين عائد المحفظة وعائد السوق.

رابعاً: نماذج تسيير المحافظ الإستثمارية.

إن تسيير المحافظ المالية يتطلب إتباع طرق معينة مبنية على مجموعة من القواعد

الأساسية، لذلك، هناك عدة نماذج لتسيير هذه المحافظ من أجل التحليل والتسيير الجيد، وهي في

صورتها كالتالي:

✿ نموذج ماركويتز. ✿ نموذج السوق. ✿ نموذج تسعير الأصول المالية.

(١) نموذج ماركوتيز:

(١) مفهوم نموذج ماركوتيز: قبل وضع هذا النموذج كان المستثمر يعتقد أن مجرد زيادة الإستثمارات التي تتضمنها المحفظة فإن ذلك يؤدي إلى التنوع وتقليل المخاطرة. إلا أن هاري ماركوتيز - أثبت سنة ١٩٥٢ أن هذا التنوع بسيط ويطلق عليه التنوع الساذج وقد لا يؤدي إلى تدنية المخاطر، ومن ثم قام بوضع نظرية خاصة بالتنوع الكفاء الذي يقلل المخاطرة في المحفظة إذا توفرت الشروط التالية.

(أ) أن يكون معامل الارتباط للإستثمار المكون للمحفظة سالب، بمعنى أن العلاقة بين عوائد تلك الإستثمارات تكون عكسية.

(ب) أن يكون توزيع الأموال الإجمالية بين الإستثمارات داخل المحفظة توزيعاً دقيقاً ومثالياً يتم بإستخدام نماذج رياضية وليس عشوائياً.

(ت) يتم إختيار الإستثمارات التي تدخل في تشكيلة المحفظة منذ البداية منبني الإستثمارات الكفاءة، ويقصد بهذه الأخيرة تلك الإستثمارات التي تحقق عائداً أكبر من غيرها مع تساوي المخاطرة وأن تحقق مخاطرة متدنية مقارنة مع غيرها مع تساوي العائد المحقق.

يسمح نموذج هاري ماركوتيز بتحديد الحدود الفعالة للإستثمار، وبالتالي تحديد المحفظة الإستثمارية المثلى من خلال المزج بين مختلف المحافظ الكفاءة، ومنحنى التقصيل الشخصي للمستثمر الذي يحدد إتجاه المستثمر ناحية الخطر

(٢) فرضيات النموذج: لقد بنى ماركوتيز نظرية التنوع الكفاءة للمحفظة على فروض متعددة أهمها فرض المنفعة الحدية للعائد على الإستثمار الذي إستمد من نظرية المنفعة.

على أساس هذه النظرية بنى ماركوتيز نموذجاً بإعتبار أن كل مستثمر له منحنى منفعة خاص به إتجاه الإستثمار، وبما أن المنفعة تكون متزايدة كما قد تكون ثابتة، أو متناقصة بزيادة عائد الإستثمار، وبما أن القرار الإستثماري عبارة عن مقايضة بين العائد والمخاطرة، فإن منحنى المنفعة الحدية للعائد من الإستثمار يأخذ شكل منحنيات السواء في المفهوم الإقتصادي.

(أ) العائد: عندما تكون المنفعة متزايدة فإن المستثمر على إستعداد لتحمل حجم كبير من المخاطرة على الرغم من تراجع العائد.

(ب) المخاطرة: عندما تكون المنفعة الحدية للعائد ثابتة، فإن العائد يبقى ثابتاً وفي المقابل حجم المخاطرة في تزايد مستمر، والمستثمر هنا يكون على إستعداد لتحمل المخاطرة على أن

يبقى العائد U ثابتاً. أمّا عندما تكون المنفعة الحدية للعائد متناقصة فإن العائد يقل كلما زادت المخاطرة. وبالتالي فإن المستثمر لا يقدم على الإستثمارات U ذات المخاطرة الكبيرة، إلا إذا كان العائد المتوقع كبيراً.

يفترض ماركويتز أن هناك محفظة واحدة من بين جميع البدائل المتاحة للمحافظ الأخرى هي الأفضل من حيث العائد مقارنة بالمخاطرة وتسمى (المحفظة الكفأة)، وعليه يقوم المستثمر بإختيار المحفظة التي تحقق له أقصى عائد متوقع بدرجة معينة من الخطر.

(٢) نموذج السوق.

يتميز هذا النموذج بالسهولة النسبية ممّا جعله أكثر النماذج إستعمالاً من طرف عدد كبير من المؤسسات المالية الأوروبية والأمريكية، وأول من وضع هذا النموذج كان ماركويتز سنة ١٩٥٢ ثم طوره شارب سنة ١٩٥٤ ليقوم بتعديله كل من لينتر وفاما سنة ١٩٦٥ و١٩٦٨ على التوالي، من خلال تحسين الطرق التطبيقية.

ويقوم نموذج السوق على تقدير المردودية والخطر التي ينطوي عليها الإستثمار في الأوراق المالية، ويعتمد أساساً على فكرة التقلبات في أسعار الأوراق المالية الناتجة عن تأثير السوق بشكل عام وإلى أسباب خاصة مرتبطة بالورقة المالية ذاتها، وعليه يقسم نموذج السوق التقلبات التي تحدث للسهم إلى قسمين:

القسم الأول: يعود إلى تأثير السوق، وهو ما يعبر عنه بالمخاطر النظامية.

القسم الثاني: مرتبط بالسهم ذاته، نظراً لخصائص ونوعية السهم وهو ما يسمى بالمخاطر الذاتية أو الخاصة التي تنقسم بدورها إلى مخاطر متعلقة بخصائص القطاع أو الصناعة التي ينتمي إليها السهم، ومخاطر متعلقة بالسهم في حد ذاته، ويمكن التقليل من المخاطر الخاصة بتنوع المحفظة المالية وذلك بإضافة أسهم جديدة للمحفظة. والتعبير عن مجموعة العوامل المؤثرة على السهم من خلال العلاقة الخطية التالية:

$$R_{it} = \alpha_i + B_i \cdot R_{mt} + \epsilon_{it}$$

$$R_{it} = \text{معدل المردودية للسهم خلال الفترة } (t).$$

$$R_{mt} = \text{معدل المردودية للسوق والمقاس من خلال المؤشر العام خلال الفترة } (t).$$

α_i = تمثل معدل ربحية السهم عندما تكون ربحية السوق معدومة، وقد تكون α موجبة، سالبة أو معدومة، فهي قيمة غير ثابتة شديدة التغير.

$B_i =$ معاملة خاصة بالسهم i ، وتبين العلاقة الموجودة بين تقلبات السهم i وتقلبات المؤشر العام للسوق، وهذه المعاملة هي معاملة بيتا التي تعرف كمايلي $\delta i m$:

$$B_i = \delta^2 m$$

$\delta i m =$ التباين المزدوج لمعدل ربحية السهم i مع مؤشر السوق.

$$\delta^2 m =$$
 تباين معدل ربحية السوق.

وبناءً عليه، يمكن تصنيف الأسهم إلى عدة أقسام:

- ١) $B=1$ معدل ربحية السهم يساوي التغيير في المؤشر العام للسوق.
- ٢) $B>1$ التغيير في معدل ربحية السهم للأعلى بمقدار أكبر أو أقل من ١% نتيجة لتغيير مؤشر السوق بأكثر أو أقل من ١%.
- ٣) $B<1$ التغيير في معدل ربحية السهم للأسفل بمقدار أكبر أو أقل من ١% نتيجة لتغيير مؤشر السوق بأكثر أو أقل من ١%.
- ٤) $Eit = \epsilon$ (epsilon) متغير عشوائي متبقي، يعبر إنحرافه المعياري عن المخاطرة الخاصة، ويمكن التعبير عن كل من الخطر النظامي والخطر الغير نظامي لبناء علاقة الخطر الكلي للسهم.

❁ **فالخطر النظامي** للسهم يساوي B مضروبة في الإنحراف المعياري لربحية السوق.

❁ **الخطر الغير نظامي** يساوي الإنحراف المعياري للمعامل المتبقي ϵ_i ومنه يمكن

بناء علاقة الخطر الكلي للسهم **بالعلاقة التالية:**

$$\delta i^2 = B_i^2 . \delta^2 m + \delta^2 \epsilon_i$$

$$OP.Cit - p 99.$$

(٣) نموذج تسعير الأصول المالية:

١) **فروض النموذج:**

يعتبر نموذج الأصول المالية من أدوات التحليل التي تأخذ بعين الإعتبار العلاقة بين العائد والمخاطرة، والمقصود بالمخاطرة هنا مخاطرة السوق التي تقاس بمعامل بيتا "B"، وتؤثر على جميع الأوراق المالية لأنه لا يمكن تجنبها بتوزيع المحفظة المالية. قد صاغ شارب النموذج عام ١٩٦٤ ووضع مجموعة من الفرضيات تتلخص في:

- (أ) يختار المستثمر المحافظ المالية البديلة على أساس العائد والمخاطرة ويقوم بتوزيع العائد المحتمل توزيع طبيعي.
- (ب) هدف المستثمر الحصول على أكبر عائد، فإذا إختار بين محافظتين متماثلتين من جميع النواحي عدا العائد فإنه يختار المحفظة ذات العائد الأكبر.
- (ت) الأصول المالية قابلة للتجزئة، أي أن المستثمر يستطيع شراء أي كمية من الأوراق المالية مهما كان حجمها.
- (ث) المستثمرين لهم نفس التنبؤات بالربحية والمخاطرة.
- (ج) السوق مكونة من مجموعة مستثمرين يحاول كل منهم تجنب المخاطرة وتعظيم المنفعة المتوقعة خلال نفس الفترة، فيحاول كل مستثمر التقليل من التباين خلال نفس الفترة.
- (ح) يستطيع المستثمر الإقراض والإقتراض على أساس معدل العائد على الإستثمار الخالي من المخاطرة.
- (خ) وصول المعلومات إلى المستثمرين بسرعة وبدون تكلفة.

٢) عروض نموذج تسعير الأصول المالية:

تتضمن كل محفظة مالية توظيف بدون مخاطرة مع عائد، كما تتضمن توظيفات أخرى تصاحبها مخاطرة ولكن لها مردودها ويمكن التعبير على العائد المتوقع بالمعادلة التالية:

$$E(R) = (1-x) R_F + x E(R_p) \dots (1)$$

R_F = توظيف بدون مخاطرة بعائد.

R_p = توظيف مع مخاطرة بمردودها.

$(1-x)$ = نسبة الثروة المستثمرة بتوظيفات بدون مخاطرة.

X = نسبة الثروة المستثمرة بتوظيفات مع مخاطرة.

$$\delta R$$

ومنه يصبح خطر المحفظة يساوي $\delta^2 R = X^2 \delta^2 p$

$$\delta p$$

نقوم بتعويض قيمة X في (١) نحصل على:

$$E(R_p) - R_F$$

$$E(R) = \delta R + R_F$$

$$\delta p$$

وتوضح هذه المعادلة على وجود علاقة طردية خطية بين مردودية المحفظة والخطر المرتبط بهذه المحفظة.

الخلاصة:

تطرقنا في هذا الجزء من الدراسة إلى أداة استثمارية مركبة، هي إدارة المحفظة المالية التي تكمن أهميتها أساساً في أن الإختيار الأمثل لمكونات المحفظة من الأوراق المالية يساعد على تدنية حجم المخاطرة دون التضحية بالعائد المتوقع. وتعتبر إدارة محفظة الأوراق المالية عن إتجاه لتحليل المخاطرة وأسلوب يهدف إلى تخفيضها بإدماج ما تتضمنه من إستثمارات متنوعة مع بعضها البعض بحيث تحتوي المحفظة على أقل درجة من المخاطرة، وذلك بالإعتماد على نماذج تسيير المحافظ الإستثمارية والتي يمكن إعتبارها وسيلة فعالة للتحليل الدقيق من أجل الإختيارات المالية للمستثمر.

المبحث الثاني**مؤشرات الإستثمار وأداة المحافظ والصناديق الإستثمارية****مقدمة:**

تطرح إدارة الإستثمار مجموعة متنوعة من خيارات وأنظمة إدارة المحافظ المالية للمؤسسات الإقليمية والدولية، كذلك، المستثمرين الأفراد وأصحاب الملاة المالية. تقوم الإدارة بتوفير الخدمات لكل محفظة إستثمارية كل على حدهما يتضمن إستثمارات في أنحاء العالم أو في بلدان محددة. يتميز فريق العمل بتوفير أفضل مستويات الخدمة من خلال التواصل الدوري مع العملاء بشتى وسائل الإتصالات والزيارات نصف السنوية، مع إبراز المستجدات الطارئة على أداء المحفظة الإستثمارية وغيرها من التطورات السوقية وتقارير المخاطر على أساس شهري وربع سنوي.

أولاً: الإستثمار وأداة المحفظة.

يعتبر الإستثمار أحد مكوني الطلب الفعّال إلى جانب الإستهلاك، ممّا يعني الإضافة إلى الثروة المتراكمة، حيث يؤدّي إلى الزيادة أو المحافظة على رأس المال، وتعد إستراتيجية الإستثمار الخطوة الأولى عند إتخاذ قرار إستثماري، وتوجد إستراتيجيتان هما:

الأولى: إستراتيجية حذرة: تهدف إلى تحقيق الربح ببطء من إستثمار مرتفع المخاطر.
أمّا الثانية: إستراتيجية نشطة: تهدف إلى تحقيق ربح سريع من خلال المضاربة على الأوراق المالية.

ويوجد عاملين أساسيين في إختيار هاتين الإستراتيجيتين:

العامل الأول: التكلفة: حيث تتحمل الإستراتيجية النشطة تكلفة أكبر من الإستراتيجية الحذرة.
العامل الثاني: التنوع: فاستراتيجية المحفظة النشطة عادة ما تكون أقل تنوعاً من المحفظة الحذرة.
المحفظة الإستثمارية:

هي أداة مركبة من أدوات الإستثمار، تتكون من أصلين أو أكثر وتخضع لأداة شخص مسئول عنها يسمى مدير المحفظة، الذي يكون مالكا لها أو مأجوراً فقط. و تتنوع المحافظ حسب أصولها إلى ثلاث أنواع:

(أ) المحافظ ذات الأصول المالية.

(ب) المحفظة ذات الأصول الحقيقية.

(ت) المحافظ ذات الأصول المختلطة، وهو النوع الغالب، وتتنوع سياسات إدارتها إلى ثلاث سياسات.

أنماط السياسات المتبعة في إدارة المحافظ الإستثمارية:

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

(أ) **السياسة العمومية:** هي سياسة يفضل 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، وغالباً ما يتم شراء أسهم لشركات في بداية نموها بجني أرباح رأسمالية مستقبلية ترجع لازدهار إقتصادي محتمل.

(ب) **السياسة الدفاعية:** يعطى فيها عنصر الأمان أولوية على حساب عنصر العائد من خلال التركيز على أدوات الإستثمار ذات الدخل الثابت، ويطلق على هذا النوع من المحافظ (**محافظ الدخل**) والتي تتكون أساساً من سندات حكومية، أسهم ممتازة، عقارات... الخ.

(ت) **السياسة المتوازنة:** تعتبر هذه السياسة وسطاً بين النمطين السابقين، ويراعي فيها تحقيق إستقرار نسبي في المحفظة مع عائد مقبول ومستوى مقبول من المخاطرة. ويتم ذلك بتنوع رأسمال المحفظة بأدوات إستثمارية متنوعة، وتسمى المحفظة من هذا النوع المحفظة المتوازنة.

تتضمن خدمات إدارة المحافظ المالية المراعاة الخاصة لمستوى المخاطر وكذلك الأهداف

الإستثمارية التي يحددها كل عميل، علماً بأن خدمات إدارة المحافظ المالية تغطي صناديق الأسهم وحماية رأس المال وكذلك صناديق الإستثمار المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية والصناديق المتوازنة وصناديق المؤشرات واستراتيجيات الدخل الثابت، ونشير الى بعض المحافظ على النحو التالي:

(١) محافظ الأسهم:

تعتمد إستراتيجية الإستثمار بحافظ الأسهم على آليات التحليل الأساسي والتقييم المطلق من أجل تعظيم العائد الإستثماري طويل الأجل من خلال الإستثمار في أسواق المال ببلدان العالم العربي. ويعمل مديرو الإستثمار على ضخ الإستثمارات في أسهم الشركات المدرجة بغرض تحقيق أعلى عائد إستثماري وفقاً لمستويات إستيعاب المخاطر الخاصة بكل عميل على حده.

(٢) المحافظ الإسلامية:

تهدف إستراتيجية الإستثمار إلى تحقيق العائدات الرأسمالية طويلة الأجل عبر تكوين محفظة للأسهم وأدوات الدخل الثابت وغيرها من الأوراق المالية المتوافقة مع أحكام الشريعة الإسلامية بالأسواق العربية. وينتهج الفريق استراتيجية فريدة في تخصيص الأصول الإستثمارية وفقاً لأحكام الشريعة الإسلامية.

(٣) المحافظ المتوازنة:

تهدف إستراتيجية الإستثمار إلى تحقيق العائدات طويلة الأجل مع توظيف آليات الحماية الرأسمالية بالإستثمار في مجموعة متوازنة من أسهم الشركات المدرجة، وأدوات الدخل الثابت بأسواق المال في العالم العربي.

(٤) محافظ حماية رأس المال:

وتهدف إلى تحقيق عائدات إستثمارية تتجاوز العائد من الودائع البنكية خلال فترة أربع سنوات، مع إنتهاج آليات حماية رأس المال بالإستثمار في أدوات تتنوع بين ودائع الدخل الثابت والسندات والأدون وغيرها بالعالم العربي. تسعى هذه الإستراتيجية إلى تحقيق العائدات المحددة مسبقاً والمرتبطة بمؤشرات البورصة في أوقات الإنتعاش الاقتصادي مع ضمان حماية رأس المال الأولى خلال فترات الإضطراب.

(٥) محافظ الدخل الثابت:

تهدف إستراتيجية الإستثمار إلى تحقيق النمو الرأسمالي طويل الأجل عبر الإستثمار في

أدوات الدخل الثابت الحكومية وكذلك، أدون وسندات الشركات المدرجة بالعالم العربي. يعمل مدير الإستثمار على توظيف آليات ناجحة في تخصيص الأصول الإستثمارية بمحافظ الدخل الثابت لتحقيق النمو الرأسمالي وفقاً لمستويات المخاطر المحتملة.

٦) محافظ مؤشرات البورصة:

تهدف إستراتيجية الإستثمار إلى التفوق على أداء مؤشرات البورصات المحلية والإقليمية من خلال الإستثمار في تشكيلة متنوعة من أسهم الشركات المدرجة بالبورصات العربية. تتميز هذه المحافظ بالإستثمار في الأسهم المقيدة بالمنطقة مع مراجعة محتويات المحفظة بصورة فصلية (كل ثلاثة أشهر) لتلافي إنحراف الفارق بين أداء المؤشر وأداء المحفظة الإستثمارية.

ثانياً: كيفية بناء المحفظة الإستثمارية المثلى.

مفهوم المحفظة الإستثمارية المثلى:

هي التشكيلة التي تحقق أكبر عائد مع مستوى مخاطرة مقبول، أو تلك المحفظة التي تتكون من تشكيلة متنوعة ومتوازنة من الأصول أو الأدوات الإستثمارية، وبكيفية تجعلها الأكثر ملاءمة لتحقيق أهداف المستثمر، مالك المحفظة أو من يتولى إدارتها. بالتالي تتوفر في المحفظة المثلى المواصفات التالية:

- (أ) تحقيق توازن للمستثمرين بين العائد والأمان.
 - (ب) تتميز أصولها بقدر كافٍ من التنوع الإيجابي.
 - (ت) تحقق أدوات المحفظة حدّاً من السيولة والقابلية للتسويق التي تمكّن المدير من إجراء أية تعديلات جوهرية.
- وانطلاقاً من كون العائد والمخاطرة معيارين أساسيين في تحديد أمثلية المحفظة يتم تحديد مفهوماً.

١) مفهوم العائد والمخاطرة:

✿ العائد على الإستثمار: هو الزيادة الحقيقية في القيمة الإجمالية لأصول المحفظة خلال العام منسوبة إلى القيمة للأصول في بداية العام.

✿ مستوى المخاطرة المقبول: وهو الإنحراف المعياري الحادث في عائدها الفعلي عن عائدها المتوقع.

وقد تم تقسيم المستثمرين وفقاً لمدى تقلبهم لمخاطر الإستثمار إلى فئتين:

(أ) فئة المستثمرين الراشدين: وتبدي تحفظاً إتجاه المخاطرة.

(ب) فئة المستثمرين المضاربين: وتبدي توجهاً نحو المخاطرة.

(٢) الطرق المعتمدة لتحديد العائد وتنحصر في:

(أ) طريقة الرسم البياني: وتمثل نقاط الفترة المالية مع العائد، وتجمع بخط بياني يقع في

وسط هذه النقاط، هذه الطريقة لا تعطي صورة واضحة الأمور لعدم الأخذ بعين الاعتبار درجة المخاطرة.

(ب) طريقة معدل النمو المتوسطي: وتستخدم فقط في حال أن العائد على المحفظة في

زيادة مستمرة، وتعتمد على حساب الزيادة الحاصلة في العائدين بين فترة وأخرى بناءً

على المعادلات التالية:

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

عدد السنوات

$$\left\{ \begin{array}{l} \text{معدل النمو الوسطي} = \frac{\text{أكبر عائد} + \text{أصغر عائد}}{2} \\ \text{معدل النمو الوسطي} = \frac{\text{أكبر عائد} + \text{أصغر عائد}}{2} \end{array} \right\} \text{✿}$$

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 وقسمة

هذه المجموع على عدد الفترات، واعتبار الحاصل متوسط عائد هذه المحفظة، وفي

حالة عدم التأكد يجب تحديد درجة المخاطرة بحساب التشتت والانحراف المعياري.

(ث) طريقة القيمة الحالية لصادفي التدفقات النقدية: وتعتمد على حساب التدفقات النقدية

الداخلة أو الخارجة المتوقعة من هذا الإستثمار بالقيمة الحالية، وهو ما يسمى بالقيمة

الحالية لصادفي التدفقات النقدية VAN

$$R_t - D_t \quad S_t$$

$$\left[\frac{\sum^+ - D_0}{(1-K)^t} \right] (1-K)^t$$

حيث:

الإيرادات : R_t معدل الفائدة : K المصاريف : D_t

كلفة الإستثمار عند الشراء : D_0 قيمة الإستثمار في نهاية الفترة : S_t

ولكن الحصول على VAN موجبة لا يكفي لاختيار هذه المحفظة، بل يجب حساب مؤشر الربحية. مؤشر الربحية = $[VAN / \text{كلفة الإستثمار}] \times 100$ (ومقارنته بحجم المخاطرة المتوقعة على هذا الإستثمار).

(ج) طريقة معدل المردود الداخلي: وهو معدل الخصم الذي يجعل من VAN مساوية

للصفر، وطبقاً لهذه الطريقة نختار المحفظة ذات المعدل الأعلى. وإذا كانت محفظة واحدة فتقبل إذا كان هذا المعدل أعلى من كلفة رأس المال، وتقتض هذه الطريقة أن الأصول سوف يعاد إستثمارها بنفس نسبة المعدل طوال فترة المشروع.

إدأ: بعد تحديد نسبة المخاطرة وقيمة العائد للمحفظة، يتم إختيار المحفظة المثلى وفق مبادئ

محددة.

(٣) مبادئ بناء المحفظة الإستثمارية المثلى: وتتلخص في:

(أ) إختيار المحفظة ذات المخاطرة الأقل في حالة تساوي العائد.

(ب) إختيار المحفظة ذات العائد الأعلى في حالة تساوي درجة المخاطرة.

(ت) إختيار المحفظة ذات الأعلى عائد والأقل مخاطرة في باقي الحالات.

ولبناء محفظة مثلى، لا بدّ من معرفة منحني المحافظ المثلى أو الذي يرسم عن طريق تحليل

العلاقة بين العائد والمخاطرة.

(٥) منحني المحافظ المثلى:

من الناحية النظرية تحدد المحفظة المثلى في أية نقطة من نقاط القطاع مع قبول نسبة محددة من

المخاطرة، وعملياً هذا النوع من المحافظ غير متاح، لذا سوف يختار المستثمر محفظته المثلى في نقطة

من نقاط المنحنى باعتباره أبعد حدّ في قطاع المحافظ الممكنة. ولتحديد نقطة المحفظة المثلى نستعين

بمفهوم منحنيات السواء الذي يعكس ميول المستثمر في ميادين العائد بالمخاطرة.

(أ) مبدأ التنوع لتخفيض مستوى المخاطر.

(ب) خصائص محافظ الأوراق المالية.

ثالثاً: إختيار المحفظة المثلى عن طريق منحنيات السواء.**(١) خصائص منحنيات السواء:**

(أ) إتجاه منحني السواء من الأسفل إلى الأعلى ومن اليمين إلى اليسار، يعكس العلاقة الطردية بين المخاطرة والعائد.

(ب) مستوى منحنيات السواء هابط من أعلى لأسفل، بمعنى أنّ المستثمر إذا لم يجد محفظة مثلى وفقاً للمنحنى، فإنه سيضطر للتنازل والبحث عنها في المنحنى.

(ت) أن جميع المحافظ التي تقع على منحني سواء معين لها جاذبية متساوية من وجهة نظر المستثمر.

(ث) المحفظة التي تقع على منحني سواء أعلى هي أكثر جاذبية للمستثمر عن أي محفظة أخرى تقع على منحني سواء يقع أسفله، وبلغة الإقتصاديين، المنحنى الأعلى يكون أكبر منفعة من المنحنى الأسفل.

(ج) العائد، قطاع المحافظ الغير ممكنة، قطاع المحافظ الممكنة، المخاطرة هي أعمدة هامة في المنحنى

(٢) فرضيات منحنيات السواء:

(أ) **فرض عدم التشبع:** ويقصد به أنّ المستثمر يفضل دائماً الإستثمار الذي يحقق أقصى عائد ممكن، وعند المفاضلة بين إستثمارين نختار الإستثمار ذو العائد الأكبر.

(ب) **فرض كراهية المخاطرة:** يعني أنه لو أتيح للمستثمر المفاضلة بين إستثمارين متساويين من حيث العائد فسوف يختار أقلها مخاطرة.

(٣) مفهوم الحد الكفاء:

في إختيار المحفظة المثلى، تضع نظرية المجموعة الكفاءة **شروطين:**

الشرط الأول: إختيار التوليفة المثلى التي تحقق أقصى عائد متوقع في ظل مستوى معين من المخاطر.

الشرط الثاني: إختيار التوليفة التي تتعرض لمخاطر أقل في ظل مستوى معين من العائد ويطلق على الإستثمارات التي تتوافر فيها هذين الشرطين **(بالمجموعة الكفاءة)** من الإستثمارات من بين المجموعات الممكنة.

✿ المجموعة الكفاءة: عائد المحفظة:

وتحقق أكبر عائد لنفس المستوى من المخاطر، ولا توجد توليفة تحقق أكبر عائد لنفس المستوى من المخاطر، كما لا توجد توليفة لها هذا المستوى المتدني من المخاطر وتحقق نفس العائد. إذاً بما أن النظرية تقتضي توافر الشرطين معاً، حيث استبعدا المجموعة الكفاءة، وعائد المحفظة في ظل الشرط الأول والثاني، لذا فإن المجموعة الكفاءة هي التي تقع بين النقطتين.

٤) إختيار المحفظة المثلى: وتتحدد بنقطة تماس الحد الكفاء مع منحى السواء للمستثمر.

(أ) مبدأ التنوع لتخفيض مستوى المخاطرة.

(ب) مزايا تنوع المحفظة بالأصول الغير الخطرة.

لتوضيح ذلك نأخذ المثال التالي:

محفظة إستثمارية تتكون من سهمين ١، ٢ التوزيع الإحتمالي للعائد في كل منها كما يلي:

الإحتمال B	العائد من السهم ١ (F)	العائد من السهم ٢
٠,٥	٠,٢٠	٠,٢٠
٠,٥	٠,١٠	٠,١٠

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:

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

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

$$F_2^* = 0,15 \quad R_2^* = 0,05 \quad \text{وينفس الطريقة :}$$

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

$$F_p^* = \sum_{p=1} K_p \cdot F_p$$

حيث K_p : الوزن النسبي لكل سهم في المحفظة.

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

٠,٥ تعني ٥٠% لأن المحفظة تتكون من السهمين ١، ٢ بالتساوي، أما المخاطرة المربحة للمحفظة

بافتراض معامل الارتباط بين عائدي السهمين معدوم فتحدد بالمعادلة:

$$R^* = \sqrt{(K_1 R_1)^2 + (K_2 R_2)^2 + (K_1)^2 \times (\text{cov})(1,2) + (K_2)^2 \times (\text{cov})(1,2)}$$

$$0 = \text{لأن معامل الارتباط معدوم}$$

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

قلت نسبة المخاطرة بـ ١٥%.

٥) عوامل نجاح سياسة تنوع المحافظ الاستثمارية:

(أ) تنوع المخاطر الاستثمارية: وتصنف إلى:

✿ مخاطر سوقية: ترتبط بظروف السوق وتتميز بالانتظام ويمكن توقعها وبالتالي تجنبها.

✿ مخاطر غير سوقية: أسبابها خارجة عن ظروف السوق المالي ويصعب التنبؤ بها لكونها غير منتظمة.

قد تنجح سياسة التنوع في تخفيض النوع الثاني من المخاطر، لكن لا تفيد في تجنب النوع

الأول.

(ب) عدد أصول المحفظة: كلما زاد عدد أصول المحفظة، كلما تزايدت مزايا سياسة التنوع

في تخفيض المخاطر، وهذا طبقاً لقانون العينات العشوائية الذي يشير إلى التناسب العكسي بين عدد عناصر المحفظة واحتمال تركيز الخسارة في عنصر معين.

(ت) معامل الارتباط بين أصول المحفظة:

✿ من حيث نوع الارتباط: قد يكون موجباً كما يحدث بين أسعار الأسهم وأسعار العقار، وقد يكون سالباً كما حدث في أزمة الـ ١٩٢٩ عندما أدى الإنخفاض الحاد في أسعار الأسهم إلى ارتفاع حاد في أسعار السندات.

✿ من حيث قوة أو ضعف معامل الارتباط: تتراوح بين +١، -١ فعلى مدير المحفظة في تنوع الأصول أن يراعي كلاً من نوع الارتباط وقوة معامل.

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. حيث لا تنجح حساسية التنوع في تخفيض المخاطر الغير سوقية إذا كان الارتباط موجباً وقوياً، لأن عملية التنوع ماهي إلا تكرار لأصل من الأصول، والعكس عندما يكون الارتباط سالباً أو معدوماً، فالتنوع يكون موجباً ومفيداً في تخفيض المخاطر، لأن الآثار ستعم وفي اتجاهات متعاكسة. وأن عوامل نجاح سياسة التنوع هو تنوع المخاطر خاصة تلك المتعلقة بالسوق، التي يمكن التنبؤ بها، وذلك عن طريق معامل β ، فكيف يكون ذلك؟

٦) التنبؤ بمخاطر المحفظة باستخدام معامل β :

النموذج الرياضي المبسط لتطبيق هذا المعامل هو $Df = A + (\beta \times dF.S)$

dF : 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.

✿ إذاً 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.

✿ إذا كان المعامل $\beta = 1$. معناه معدل تغير العائد المتوقع للمحفظة هو نفس معدل التغير

الحادث في العائد السوقي بشكل عام، فإذا إنخفض هذا الأخير بنسبة ٢٠% بسبب حادث

فإن عائد سهم المحفظة سوف ينخفض بنسبة ٢٠% كذلك، وهذا ما يطلق عليه بالمخاطرة

السوقية العادية.

نستفيد من معادل β في بناء أو إحلال الأصول المكونة للمحفظة، ففي حالة إنتعاش محتمل في السوق

المالي، فيتم إحلال أصول إستثمارية ذات معامل β منخفض، ويتم العكس في حالة الإنكماش.

مثال: لناخذ محفظة تتكون من أربع 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 المريح $\beta^* = \sum V\beta / \sum V$

$$1 = \frac{(1000 \times 0,75) + (1000 \times 1,25) + (1000 \times 1,4) + (500 \times 0,2)}{1000 + 1000 + 1000 + 500}$$

$$1 = \frac{750 + 1250 + 1400 + 100}{3500}$$

✿ إذا كانت لدينا توقعات بانتعاش السوق المالي، فإننا نسعى للإستفادة منه عن طريق رفع

معامل β^* وذلك باستبدال الأصل (عملات أجنبية) ذو معامل β منخفض بأصل آخر،

وليكن السهم D بقيمة ٥٠٠ بمعامل $\beta = -3$

$$\beta^* = \frac{(1000 \times 0,75) + (1000 \times 1,25) + (1000 \times 1,4) + (500 \times 3)}{3500} = 1,4$$

$$3500$$

✿ إذا سبترتب زيادة أكبر في العائد المتوقع من المحفظة بنسبة إذا انتعشت السوق المالية بـ

$$10\%، وذلك بـ 10\% \times 1,4 = 14\%$$

رغم أنّ كلما ذكرناه فيما سبق صالح لكل نوع من أنواع المحافظ، إلا أنّ هناك ظوابط وقيود

لتكوين محافظ الأوراق المالية وعوامل يجب مراعاتها عند إدارة الأوراق المالية.

رابعاً: خصائص محافظ الأوراق المالية.

تعتبر محافظ الأوراق المالية (المحفظة الإستثمارية) من أهم الأدوات الإستثمارية التي ظهرت حديثاً، وهي مجموعة من الأصول المختلطة المالية والحقيقية تدار من طرف شخص يدعى مدير المحفظة، والذي يعمل على تحقيق أهداف المستثمر من خلال إختيار تشكيلة تحقق أكبر عائد مع مستوى مخاطرة مقبول، وهما المعيارين الأساسيين في تحديد أمثلية المحفظة. ولبلوغ هذا الهدف، يتم اللجوء عادة إلى التنوع وإدراج بعض الأصول الغير خطرة، وتتجج هذه السياسة عندما يكون معامل الإرتباط بين الأصول معدوماً أو ضعيفاً. كلّ هذه المبادئ والظوابط صالحة لكل أنواع المحافظ المالية، ونظراً لأهميتها وحساسيتها اللامتناهية للأحداث الجارية في السوق المالي، تتفرد ببعض الخصائص لذلك، لها إعتبرات وقيود وظوابط خاصة يجب مراعاتها سواء في تكوين أو إدارة مثل هذه المحافظ.

١) ظوابط وقيود تكوين محافظ الوراق المالية:

(أ) ظوابط وقيود زمنية: أي المدى الزمني الذي يرغب صاحب المحفظة الإستمرار فيه

مستثمراً لأمواله (قصيراً، طويلاً، متوسطاً، لمدة سنة....).

(ب) ظوابط وقيود مالية ورأسمالية: وهي حجم ونوع الأموال المتاحة لمدير المحفظة

والتي يتم من خلالها شراء وحياسة الأوراق المالية وتكوين التوليفة أو المزيج

المناسب في الأوراق المالية.

(ت) ظوابط أو قيود الحاجة إلى تسهيل المحفظة: وهو القيد الذي يضعه صاحب

المحفظة على مديرها في شكل إمكانية تسهيل المحفظة بالكامل أو بجزء كبير منها

أو بشكل فجائي أو في أجل قصير، ممّا يجعل مدير المحفظة ينجز أنواعاً معينة

من الأوراق المالية التي تحقق هذا الهدف.

(ث) ظوابط وقيود ضريبية إلزامية: كثيراً ما تعرض قوانين أو تشريعات تعطي مزايا أو

إعفاءات ضريبية معينة لأوراق مالية معينة قد تكون لفترات زمنية منصوص عليها

ومن ثم يكون سعر المحفظة على علم بهذا كله، وبالتالي يجب مراعاته عند تكوين المحفظة.

(ج) **ظوابط وقيود الأخطار والمخاطر:** يقوم مدير الإستثمار باختيار الأوراق المالية التي يتناسب درجة الخطر في الإستثمار فيها مع إستعداد المستثمر وقدرته على قبول وتحمل المخاطر.

(٢) العوامل التي يجب مراعاتها عند إدارة الأوراق المالية:

(أ) **معدل الفائدة وسعر الورقة المالية:** إنَّ 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.

(ب) **مدى التقلبات في معدل الفائدة:** يرتبط الإستثمار في الورقة المالية ليس فقط بمعدل العائد، ولكن أيضاً بمدى الإستقرار في معدل العائد واتجاهات هذا السعر في الأجلين القصير والطويل معاً.

(ت) **مدى التقلبات في سعر الورقة المالية ذاتها:** فكلما كان سعر الورقة المالية يزداد في السوق بشكل تراكمي فإنَّ هذا يؤدِّي إلى الإحتفاظ بها، فالزيادة التراكمية التي تطرأ على القيمة السوقية للورقة تشجع المستثمرين على طلبها نظراً لما تحققه من ربح رأسمالي.

(ث) **تأثير تآكل القوة الشرائية للنقود:** في حالة التضخم الإحتفاظ بالنقود أمر غير رشيد، لذا يزداد إقبال الأفراد على الإستثمار في الأصول العينية والأوراق المالية، خاصة تلك التي ترفع قيمتها السوقية مع إزدياد قيمة الأصول التي سبق شراؤها بأسعار منخفضة.

(٣) الإعتبرات الفنية في إدارة محفظة الأوراق المالية:

(أ) **الإعتبرات الزمانية والمكانية:** حيث تتدخل إعتبرات التوقيت في قرار الإحتفاظ بالورقة المالية في المحفظة أو التخلص منها، كمثال ذلك توقيت إستحقاق سداد الورقة المالية، أما إعتبرات المكان، فتتعلق بالمخاطر التي قد يتعرض لها الإستثمار في مكان معين.

- (ب) مستوى جودة الورقة المالية: يتم ذلك من خلال تحليل البيانات المتوافرة عنها، حيث يتم تصنيف الأوراق المالية وترتيباتها بناء على نتائج التحليل الذي تم.
- (ت) السياسات المالية والنقدية للدولة: كسياسة التوسع في الإصدار النقدي، وفي الإنفاق الحكومي الجاري والإستثماري، وسياسات التكميش وتعقيم الكتلة النقدية، يؤثر ذلك على اتجاهات أسعار الأسهم وفوائد عوائد الأسهم.
- (ث) عمليات معالجة الأخطار: تتأثر عمليات الإستثمار وقرارات البيع والشراء للأوراق المالية المتداولة بكم ونوع المخاطر التي تواجهها من حيث الآتي:

(A) عمليات تحليل وتحديد الأخطار.

(B) عمليات توزيع الخطر: تحديد مصادر التعامل معه ونشر مجالاته.

(C) عمليات تنوع الأخطار: عدم تركيزها في إطار سياسة تثبيت الخطر.

(D) إنشاء شركات الإستثمار: لتسهيل الإدارة في هذا النوع من المحافظ وتشجيعاً للإستثمار فيه.

٤) شركات الإستثمار:

هي شركات تتلقى أموال من المستثمرين من مختلف الفئات لاستثمارها 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...ألخ.

٥) تصنيف صناديق الإستثمار وفقاً لمكوناته الشكلية:

ليس من حقّ المستثمر أن يدّعي ملكية أوراق مالية معينة داخل التشكيلة، ويمكن القول أن شركة الإستثمار: هي عدد من الصناديق يدير كل منها فريق إدارة مستقل، ويمكن تصنيف الصندوق على أساس تشكيلة الأوراق المالية المكونة لها كالتالي:

(أ) صناديق الأسهم العادية: تتكون من الأسهم العادية فقط، إلا أننا نميز فيها بين

الصناديق التي تدار باستمرار ويقظة، والصناديق التي لا تحظى سوى بقدر ظئيل من إهتمام الإدارة، وهي تلك التي لا تبذل الإدارة من جانبها مجهوداً لإختيار التشكيلة، لأنها تسعى إلى تحقيق عائد مماثل لعائد السوق.

(ب) **صناديق السندات**: تتكون من سندات فقط، قد تكون مرتفعة الجودة وتولد عائداً منخفضاً نسبياً ولكنها لا تتطوي على مستوى منخفض من المخاطر أو قد تكون متباينة من حيث الجودة والمخاطر والعائد.

(ت) **الصناديق المتوازنة**: تمثل مزيج من أسهم عادية وأوراق مالية أخرى ذات دخل ثابت ومحدد مثل السندات التي تصدرها الحكومة ومنشآت 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.

(ث) **صناديق سوق النقد**: هي 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.

الخلاصة:

هذا الجزء من الدراسة، ركّز على النقاط الأساسية في كيفية تكوين وإدارة المحافظ الإستثمارية رغم ذلك يبقى غير شامل، ولأننا لم نتطرق فيه إلى نوع معاصر من المحافظ وهو المحافظ الدولية، لذلك، نتفرد هذه المحافظ بخصائص معقدة وكثيرة تجعلها جديرة بالبحث. وبما أنّ العائد وتنمية رأس المال هو الهدف الرئيسي للمحفظة الإستثمارية، لذلك، يجب أن نحسب نسبة العائد من هذه المحفظة وهو = صافي الربح / رأس المال الأصلي أو مجموع قيم الأصول وليس من الضروري أن يكون رأس المال أو مجموع قيم الأصول أوراق نقدية فيمكن أن يكون أراضي أو عقارات.

الهدف من المحفظة الإستثمارية الحد من المخاطر أو ما يعرف بالتنوع *diversification*، من خلال إمتلاك أكثر من أصل واحد. حيث أنّ الإستثمار في الأوراق المالية من أسهم وسندات وملحقاتها ومشتقاتها يستهدف تحقيق عائد في المستقبل، وهو من الغيبيات في لحظة إتخاذ قرار الإستثمار، فإنّ العائد المستهدف يحتمل حالات غيبية يتحقق منها واحدة فقط، فقد يتحقق العائد مطابقاً للتوقع تماماً، وقد يتحقق أعلى أو أقل من المتوقع، وقد لا يتحقق إطلاقاً، وقد تتحقق خسارة عوضاً عن العائد، ويتوقف كل ذلك على عوامل ترتبط بالورقة المالية نفسها بالإضافة إلى عوامل ترتبط بحركة النظام الاقتصادي المحلي والعالمي، وهذا الكم من الغيبيات وخاصة المرتبط بالورقة ذاتها يعرف بالمخاطرة *RISK*، وهو عدم التأكد من ناتج القرار الإستثماري في الورقة المالية. كما يجب وضع إستراتيجية لإدارة المحفظة يلتزم بها حرفياً من يقوم بإدارة المحفظة سواء كانت شركة إدارة محافظ أو المستثمر بنفسه.

النتائج والتوصيات

أولاً: النتائج:

بعد عرض لإدارة الإستثمارات والأسهم في المحافظ الدولية، والتعرض إلى السمات العامة لهيكلها وأهميتها في الاقتصاد القومي، وتنظيم التجارة الخارجية، وتقييم الأثار الاقتصادية على المتغيرات الكلية والقطاعات الإنتاجية. كما يتضح من العرض السابق للواقع البيئي لإدارة الإستثمارات في المحافظ الدولية، أنّ هناك عدة حقائق يجب أن نشير إليها، ونحن بصدد المحاولة للتغلب عليها لتحقيق التنمية المستدامة، وتتمثل أهم هذه الحقائق التي توصل إليها الباحث في صورة نتائج **كالتالي**:

- (١) زيادة درجة الإعتماد على الإستثمارات الخارجية ممّا يؤثر سلباً على الاقتصاد القومي.
- (٢) عدم التوازن بين الإستثمارات الداخلية والخارجية.
- (٣) عدم وجود تخطيط فعّال للسياسات المالية لإستثمارات الأسهم في المحافظ الدولية، وذلك من خلال التوافق الرأسي والأفقي، ممّا يدعم عملية التشابك لكافة القطاعات.
- (٤) الأثر السلبي للسياسات المالية على القطاعات الإنتاجية والمتغيرات الاقتصادية الكلية.
- (٥) تعارض بعض سياسات النقد الأجنبي بعضها مع بعض.
- (٦) عدم قيام تنظيمات قوية للإستثمارات لمنافسة الشركات متعددة الجنسيات، وتحقيق ميزة نسبية في بعض الإستثمارات.
- (٧) المؤسسات المصرفية من أكثر العوامل تأثيراً على جذب الإستثمار الأجنبي المباشر من خلال توفير التمويل اللازم للشركات الأجنبية للإستثمار في البلد المحلي.
- (٨) القيود المفروضة على حرية تحريك الأموال من العوامل المؤثرة على جذب الإستثمار في المحافظ.
- (٩) تحتاج الدولة ما بين ١٥-٢٥% من الإستثمار حتى يمكن تحقيق معدل نمو ٣% في الدخل الفردي الحقيقي.

بناءً على النتائج السابقة توصل الباحث إلى التوصيات التالية:

ثانياً التوصيات:

وجد من خلال دراسة تجارب الدول أنّ لكل دولة سياسة تتفق وظروفها الاقتصادية والسياسية والاجتماعية، ولا يوجد إتجاه عام محدد للسياسات الإستثمارية في هذا المجال. إلا أنّ التحليل العميق للتجارب وما حدث خلال فترة الدراسة يمكن حصر التوصيات في إتجاهين هما:

الإتجاه الأول: دعم ودفع إتفاقيات التعاون الدولي وخاصة الثنائية منها.

الإتجاه الثاني: دعم وتوسيع وخلق منافسة للإستثمار، لعدم خلق هامش الربح الإحتكاري، ممّا يجعل القدرة على التحكم في السعر أقل من الأوضاع الإحتكارية الأخرى، مع تدعيم المنافسة مع الإستثمارات المحلية.

من خلال إستعراض وتحليل دور الإستثمار في مجال الأسهم والمحافظ الدولية، والنقاط العلمية التي إحتواها البحث، إستخلص الباحث التوصيات الآتية:

(١) الإستفادة من تجارب الدول الأخرى ووضع خطة متوازنة مع إصدار القوانين والتشريعات الحافزة.

(٢) التعرف على مشكلات إدارة الإستثمار في الأسهم والمحافظ الدولية وطرق علاجها.

(٣) سيطرة الدولة على كافة مواردها من النقد الأجنبي، وتوجيه هذه الموارد طبقاً للأولويات المناسبة في إطار الخطة القومية، وميزانية النقد الأجنبي.

(٤) إقتران ربط منح الإعفاءات والحوافز الضريبية بزيادة القدرة على التعامل مع العالم الخارجي لزيادة معدل نمو الإستثمارات.

(٥) وضع إستراتيجية للتعليم الإهتمام بالعنصر البشري تكون قادرة على تزويد وتدريب الأفراد بالمهارات المطلوبة وتأهيله في مجال للتنمية العلمية والفن التكنولوجي.

(٦) إستخدام التكنولوجيا وتأهيل الكوادر المحلية من أجل توطين التقنية.

(٧) توافر سوق مالية نشطة لضمان تحقيق سوق إصدار نشيط ومنظم لتوفير الأموال اللازمة للتمويل وإتاحة الفرصة للمشاريع الإستثمارية، ويحقق تنوعاً لأدوات التمويل المالي ذات المزايا المختلفة.

(٨) وضع خطة للإستثمار في الأسهم والمحافظ الدولية من خلال إختيار أنسب الوسائل لظروفها البيئية.

٩) الإهتمام بالإستثمار في مجال الأوتوماتيكية واكتساب المعرفة في مجال الحاسبات الإلكترونية، يساعد على إكتساب المعرفة التكنولوجية، وذلك لخدمة الإستثمار في الأسهم والمحافظ الدولية.

١٠) الإهتمام ببناء البنية الأساسية للقاعدة التكنولوجية للإستثمار في الأسهم والمحافظ الدولية، لتشجيع الإستثمار الأجنبي على التعاون لضمان نقل التكنولوجيا في هذا المجال.

قائمة المراجع

أولاً: المراجع العربية:

- ١) إيهاب الدسوقي، اقتصاديات كفاءة البورصة ، المفاهيم الأساسية للإستثمار في البورصة، البورصة المصرية الأمريكية، دار النهضة العربية، القاهرة ، ٢٠٠٠، ص: ٩٥.
- ٢) جمال ناجي، إدارة المحافظ للأوراق المالية، المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع ، لبنان، ١٩٩٨، ص ص: ٦٧، ٦٦.
- ٣) حسني علي خربوش، عبد المعطي رضا أرشيد، محفوظ أبو جودة، جامعة العلوم التطبيقية، إدارة المحافظ الاستثمارية، عمان، ١٩٩٥، ص: ٧٣.
- ٤) محسن أحمد الخضيرى، كيف تتعلم البورصة في ٢٤ ساعة، إنزك للنشر والتوزيع، مصر الجديدة، ١٩٩٩، ص ص: ٦٥، ٦٨، ٨٤.
- ٥) محمد مطر، إدارة المحافظ الإستثمارية، مؤسّسة الورق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ١٩٩٩، ص: ٩٦.
- ٦) منير إبراهيم هندي، صناديق الإستثمار في خدمة صغار وكبار المدّخرين، توزيع منشأة للمعارف بالإسكندرية، مصر، ١٩٩٩، ص: ١٢.
- ٧) منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال الإستثمار، توزيع منشأة للمعارف بالإسكندرية، مصر، ١٩٩٦، ص ص: ٣٠٨، ١٠٤.
- ٨) منير إبراهيم هندي: أدوات الإستثمار في أسواق رأس المال، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، ٢٠٠٣، ص: ٦٠.
- ٩) عاشور عبد الجواد عبد الحميد : دور البنك التجاري في خدمة الأوراق المالية ، دارالنهضة القاهرة، ٢٠٠٣، ص: ٤٢.

١٠) عبد الغفار حنفي رسمية ، زكي قرياقص: الأسواق والمؤسسات المالية "بنوك تجارية، أسواق الأوراق المالية، شركات التأمين، شركا الإستثمار"، مصر، ٢٠٠٤، ص: ٣٩.

ثانياً: الرسائل العلمية:

١) حمداوي الطاوس، الإستثمار في الأوراق المالية وإدارة الخطر، رسالة دكتوراه في العلوم الاقتصادية، غير منشورة، جامعة عنابة، الجزائر، ٢٠٠٧/٢٠٠٨، ص: ٥٩.

ثالثاً: المراجع الأجنبية:

- 1) Bertrand Jacquillat et Bruno slonik " Marchés Financiers :gestion de portefeuille et des risques " Gauthier Villars , Paris , 2eme édition ,1994 , P: 87- P: 91 - P: 93-P: 130- P: 131..
- 2) Russell .J. Fuller and James L. Fdrrell .Jr " Modern Investment and Security Analysis " Mc. Graw hill .U.S.A , 1987 , P: 563 – P: 565 .
- 3) Mourissette " Valeurs Mobiliers et Gestion de Portefeuille " S.M.G que bec Canada , 2eme édition , 1993 , P: 116 .

رابعاً: المواقع الإلكترونية:

- 1) [IMG]file:///C:/DOCUME%7E1/ADMINI%7E1/LOCALS%7E1/Temp/mshtml1/01/clip_image001.gif[/IMG]

ملحوظة:

لقد قمت بإدماج مراجع(الصفحات الإلكترونية التالية) من: من ص: ٤ إلى ص: ٢٣. كالتالي:
[IMG]file:///C:/DOCUME%7E1/ADMINI%7E1/LOCALS%7E1/Temp/mso
image0023.gif[/IMG]-html1/01/clip_image004.gif[/IMG]