جامعـــــــة المدية

كلية العلوم الإقتصادية والعلوم التجارية و علوم التسيير

محاضرات في تسيير المحافظ المالية

مطبوعة مقدمة لطلبة السنة الثانية ماستر علوم اقتصادية، تخصص إقتصاد نقدي وبنكي

إعداد الدكتورة:

سعـــيدي فاطمـــــــة الزهـــــــراء

السنة الجامعية 2018-2019

فهرس المحتويات

العـــــنوان	رقم الصفحة
فهرس المحتويات	**I-III**
مقدمة	أ– ب
المحور الأول: الاستثمار في المحفظة المالية	**08**
مقدمة المحور الاول	09
1- مفاهيم عامة حول الاستثمار	10
2- الاطار المفاهيمي للاستثمار في المحافظ المالية.	**14**
خلاصة المحور الأول	29
قائمة مراجع المحور الاول	30
المحور الثاني: : العائد والمخاطرة في الاستثمارات الفردية والمحفظة	31
مقدمة المحور الثاني	32
1- العائد في الاستثمار الفردي.	33
2- المخاطرة في الاستثمارات الفردية.	48
3- معدل العائد المتوقع للمحفظة.	60
خلاصة المحور الثاني	65
قائمة مراجع المحور الثاني	66
المحور الثالث: : التنويع الأمثل ونظرية MARKOWITZ	67
مقدمة المحور الثالث	68
1- مفهوم التنويع في الاستثمار	69
2- أسس تنويع المحفظة المالية	69
خلاصة المحور الثالث	72
قائمة مراجع المحور الثالث	73
المحور الرابع: منحنى الاستثمارات المثلى	74

مقدمة المحور الرابع	75
1- تعريف المحفظة المثلى.	76
2- منحنيات السواء.	78
3- الخط الفعال	82
4- موقع المحفظة المثلى.	83
خلاصة المحور الرابع	86
قائمة مراجع المحور الرابع	87
المحور الخامس: نموذج شارب و العلاقة بين العائد و المخاطرة في الاستثمار الفردي و استثمار السوق	88
مقدمة المحور الخامس	89
خلاصة المحور الخامس	94
قائمة مراجع المحور الخامس	95
المحور السادس: صناديق الاستثمار	96
مقدمة المحور السادس	97
1- نشأة صناديق الاستثمار وتطورها التاريخي:	98
2- تعريف صناديق الاستثمار	98
3- أهمية صناديق الاستثمار	99
4- أنواع صناديق الاستثمار	100
5- مزايا الاستثمار في صناديق الاستثمار.	104
6- أركان إنشاء صناديق الاستثمار ومختلف الأطراف المكونة لتنظيمه.	106
7- العوامل المؤثرة في اختيار الصندوق.	108
8- آليات الاستثمار في صناديق الاستثمار.	109
9- محتويات المستندات الخاصة بالصندوق.	110
خلاصة المحور السادس	111
قائمة مراجع المحور السادس	112
المحور السابع: استراتيجية بناء المحافظ المالية ونماذج تقييم المحافظ الاستثمارية	113

مقدمة المحور السابع	114
1- استرتيجية بناء المحافظ المالية.	115
2- نماذج تقييم المحافظ الاستثمارية.	117
خلاصة المحور السابع	123
قائمة مراجع المحور السابع	124
قائمة مراجع المطبوعة	125

مقدمة

تعتبر البورصات من بين الاسواق المهمة التي يلجأ إليها المستثمر لتكوين المحافظ المالية، التي يمكن أن تضم أوراق مالية مثل الأسهم أو السندات أو مشتقات مالية أو عملات، وذلك حسب السياسة التي يعتمد عليها المستثمر في استثماراته.والاستثمار المالي مثله مثل أي استثمار آخر يتعرض لمخاطر متنوعة منها ماهو منتظم ومنها ماهو غير منتظم، هذا مع العلم أنه كلما ارتفعت نسبة المخاطر زادت العوائد.

وفي هذا السياق ومن هذا المنطلق سوف نتطرق في هذه المطبوعة إلى عدة نقاط تم التفصيل فيها بدءا بإعطاء مفهوم الاستثمار في المحفظة المالية ، ومن ثم التطرق إلى العائد والمخاطرة في المحفظة المالية والاستثمار الفردي وكيفية حساب كل منهما، والتطرق إلى التنويع الأمثل في المحور الرابع الذي تضمن مفهوم التنويع في الاستثمار المالي و كذا أسس تنويع المحفظة المالية، أما بالنسبة للمحور الخامس فقد تضمن نموذج شارب و العلاقة بين العائد و المخاطرة في الاستثمار الفردي واستثمار السوق ليليه المحور السادس الذي تضمن مؤسسة هامة في الاستثمار ألا وهي صناديق الاستثمار، التي تعتبر من بين المؤسسات المالية التي تكون محافظ مالية عن طريق تجميع الاموال من الافراد ذوي الخبرة القليلة أو ذوي رأس المال القليل، أو من لديه خبرة ورأس المال ويخاف الدخول المباشر للأسواق المالية، ليكون المحور السابع آخر المحاور والذي يتضمن كل من استراتيجيات بناء المحافظ المالية ونماذج تقييم المحافظ الاستثمارية.

ومحاور هذه المطبوعة هي محاور وفقا للمقرر الدراسي الوزاري وفي حدود الحجم الساعي المحدد، وهي مطبوعة موجهة لطلبة السنة الثانية ماستر تخصص اقتصاد نقدي وبنكي، وتهدف إلى تمكين الطالب من التعرف على الأدوات المختلفة للاستثمار وكذا استيعاب المبادئ الأساسية في بناء وتسيير المحافظ الاستثمارية بعد تخرجهم للحياة العملية، وعليه سيتم تقسيم هذه المطبوعة إلى سبعة محاور وهي:

- **المحور الاول: الاستثمار في المحفظة المالية.**
- **المحور الثاني: العائد والمخاطرة في الاستثمارات الفردية والمحفظة.**
- **المحور الثالث: التنويع الأمثل ونظرية MARKOWITZ.**
- **المحور الرابع: منحنى الاستثمارات المثلى.**
- **المحور الخامس:نموذج شارب و العلاقة بين العائد و المخاطرة في الاستثمار الفردي واستثمار السوق.**
- **المحور السادس: صناديق الاستثمار .**
- **المحور السابع: استراتيجية بناء المحافظ المالية ونماذج تقييم المحافظ الاستثمارية.**

أهمية البحث:

تنبع أهمية البحث في مدى الأهمية التي يكتسيها الاستثمار في المحافظ المالية، وذلك في محاولة للباحث للتوصل إلى نشر آليات تكوين المحافظ وإدارتها لدى الطالب، بإعتبارها أحد الركائز الأساسية في نمو وتطوير الأسواق المالية. كذلك تنبع الأهمية في محاولة الباحث لإبراز بعض الأدوات الخاصة التي تمكن من حساب كل من عائد ومخاطر الاستثمار الفردي و الاستثمار في المحفظة.

أهداف البحث:

يهدف هذا المقرر إلى تزويد الطلبة بأساسيات المحافظ المالية، من ناحية المفاهيم، الأنواع، و كيفية تكوين محفظة في الاسواق المالية من خلال ابراز مختلف المراحل المتبعة في تكوينها وإدارتها ، وكيفية تسيير هذه المحافظ بالاعتماد على مجموعة من النماذج.

منهج البحث:

حتى نتمكن من تزويد الطالب بأساسيات تسيير المحافظ المالية، قمنا بإتباع المنهج الوصفي والمنهج التحليلي وذلك من خلال جمع البيانات وتحليلها وتنظيمها كما استعملنا المنهج التاريخي ، رغبة منا إلى الوصول إلى الأهداف المرجوة وإنجاز دراستنا على أكمل وجه.

المحور الأول: الإستثمار في المحفظة المالية

مقدمة المحور الأول:

إن تعدد وتنوع الاستثمارات المالية وكثرة المخاطر التي تتعرض لها، فرض على المستثمرين تكوين محافظ مالية تحقق لهم عائد في ظل مستوى منخفض من المخاطر، ويمكن أن تكون في شكل تشكيلة من الأوراق المالية يديرها شخص طبيعي أو معنوي، يكون الهدف منها هو تعظيم الربح وتحقيق الأمان ونمو ومواجهة الالتزامات المستقبلية وتقليل المخاطر، وفي هذا المحور سوف نتطرق إلى ما يلي:

- **مفاهيم عامة حول الاستثمار.**
- **الاطار المفاهيمي للاستثمار في المحافظ المالية.**

1- مفهوم الاستثمار:

يعتبر الاستثمار بأنه استخدام الموارد المتاحة في أصول متنوعة بهدف الحصول على عائد سنوي مقابل تحمل أدنى درجة من المخاطر، وكذلك هو التخلي عن استخدام أموال حالية ولفترة زمنية محددة من أجل الحصول على عائد معقول مقابل تحمل عنصر المخاطرة وبدرجة معقولة.

ومن التعريفات السابقة للاستثمار، يمكن أن نستنتج منها عنصرين رئيسيين لمفهوم الاستثمار هما العائد والمخاطرة، ويختلف مقدار العائد ودرجة تحمل المخاطر من فرد لآخر، وهذا الاختلاف أدى إلى ظهور مصطلحات في بيئة المستثمرين مثل المضاربة والمقامرة وتداخلهما مع مفهوم الاستثمار مما يتطلب أن نفرق بين هذه المفاهيم[1].

تعرف المضاربة بأنها عملية يقوم بها المتعاملون في السوق بناءا على معلومات فنية وتقديرات مدروسة للإنتفاع من فروقات الأسعار في الزمان والمكان، فالمضاربة تقوم على المخاطر وهي لازمة لقيام المشروعات الجديدة وتمويل المستكشفات الحديثة وطرق الصناعة المبتكرة وغيرها من المشروعات التي لا يكون نجاحها مؤكد في أول إنشائها على الأقل.

وهي لازمة وضرورية لإستمرار العمل في الأسواق المالية لأنها تنبئ بالأحداث المستقبلية وتعد السوق لإستقبالها. فالمضارب يستشعر العوامل التي تسبب إرتفاع أو انخفاض في أسعار الأوراق المالية قبل حدوثها ويحدد بالصفقات التي يعقدها الإتجاه الحقيقي للأسعار في السوق فيحول بذلك دون إنخفاض مفاجئ أو ارتفاع صعودي غير متوقع، هذا ويمكن الإشارة إلى أنه يمكن أن تنتقل المضاربة في بعض الأحيان إلى مقامرة وهي نوع من العمليات التي تقوم على التخمين غير المدروس والشراء أو البيع العشوائي[2].

وتعرف المقامرة بأنها عبارة عن عمليات في الأسواق المالية يقوم بها مستثمر يعتمد على الحظ و التخمين في اتخاذ قرارات البيع والشراء وكذا الدخول والخروج من الاسواق المالية، دون الاعتماد على تحليل الاسواق المالية، أو الاعتماد على الخبرة الذاتية للمستثمر.

من المفاهيم السابقة يظهر لنا أن هناك تداخل بين الاستثمار والمضاربة والمقامرة.

[1] قاسم نايف علوان، إدارة الاستثمار (بين النظرية والتطبيق)، دار الثقافة، الاردن، ط1، 2009، ص 31.
[2] سعيدي فاطمة الزهراء، أثر العولمة المالية على الأسواق المالية العربية، رسالة دكتوراه، تخصص نقود ومالية، جامعة الجزائر، 2013، ص 149

2- أهمية الاستثمار:

للاستثمار أهمية و دور كبير في تحريك النشاط الاقتصادي، و يرجع ذلك إلى إستراتيجية الاستثمار التي لها أبعاد اقتصادية على المدى الطويل .و يمكننا أن نحدد أهميته في النقاط التالية[1]:

- أهم دور للاستثمار يكون على المدى الطويل، فالاستثمار هو المحرك الوحيد و الرئيسي للنمو فهو ذو بعد في المستقبل و له منفعة شبه دائمة.
- أما النقطة الثانية و التي تخص الاستثمار فهي أهميته في استغلال المصادر الهامة و الطاقات و القدرات الجامدة للنشاط.
- إضافة إلى ذلك فالاستثمار يشترط صورة لعلامة المؤسسة بالنظر إلى تأثير المحيط الاقتصادي و المالي و بالتالي يزيد في تنويع الإنتاجية، و يفتح باب المنافسة في السوق التجارية .والمؤسسة التي لا تستثمر محكوم عليها بالزوال، و التوقف عن النشاط، لأنها لا تقوى على المنافسة و مسايرة التطورات التي تشهدها نوعية المنتوجات.
- كما أن الاستثمار هو العامل الرئيسي للتنمية و النمو الاقتصادي في الأجل الطويل، فقد ساهمت الاستثمارات في الوصول إلى مستوى معيشة مرتفع في الدول المتقدمة وبعض الدول النامية.
- كذلك الاستثمار يخلق أساسيات التنمية، حيث أن ندرة رأس المال و الاستثمار يؤثر في التنمية، و كذلك يؤثر على عوامل الإنتاج الأخرى .و للإسراع في التنمية لابد أن تواكبه زيادة الاستثمارات، و استغلال الطاقات و الإمكانيات المتاحة للمجتمع أحسن استغلالا.

بذلك نجد أن الاستثمار مهم للمؤسسة كوحدة اقتصادية، حيث يعتبر سر وجودها و عامل استمرارها و تطورها، هذا على المستوى الجزئي أو الوحدوي .كما انه يعتبر عماد التنمية و النمو للاقتصاد الوطني على المستوى الكلي .لذلك نجد أن الدول تسعى جاهدة لجذب و تطوير و ترقية الاستثمارات، لما لها من تأثير ايجابي على مختلف النواحي و الأطراف.

[1] سعيدي فاطمة الزهراء، المحافظ الاستثمارية، المطبوعة الثانية، جامعة المدية، 2018، ص 19، 20.

3- مبادئ الاستثمار:

بينا سابقا بأن الاستثمار هو توظيف الأموال في أصول متنوعة بهدف الحصول على دخل للمستثمر، وعلى المستثمر أن يراعي في ذلك مجموعة من المبادئ والاسس قبل اتخاذه لقرار الاستثمار، ومن أهم مبادئ الاستثمار ما يلي[1]:

- معرفة البدائل المتاحة له من حيث تكاليفها وعوائدها المتوقعة ومخاطرها، ويعني ذلك أن على المستثمر أن يجري مسحا كاملا عن فرص الاستثمار المتاحة له.
- تحديد الفترة الزمنية للاستثمار، أي هل يريد المستثمر استثمار أمواله استثمارا قصيرا أم طويل، اعتمادا على نوع الدخل الذي يرغب في تحقيقه خلال الفترة الزمنية.
- تحديد درجة المخاطر التي يرغب المستثمر في تحملها، أي استعداده لتحمل الخسائر التي قد يتعرض لها جزء من استثماراته في المستقبل.
- ضرورة تنويع الاستثمار، أي توزيع المخاطر التي يمكن أن تتعرض لها الاستثمارات، من خلال توزيع الاستثمارات ما بين الأسهم والسندات وغيرها بهدف تحقيق هدف استثماري محدد.
- ضرورة الاستعانة بالكفاءات المالية التي لديها الخبرة والدراية الكافية في هذا المجال، والتي من شأنها أن تمكن المستثمر من اتخاذ القرار المناسب للاستثمار من خلال تقديم كل ما يحتاجه المستثمر من معلومات وتهيئتها بالشكل الذي يمكنه من اتخاذ القرار السليم.

4- أنواع الاستثمار:

ينقسم الاستثمار إلى مجموعة من الانواع تقسم على أساس معيار الطبيعة، ومن حيث المدة و من حيث العائد والمخاطر، يمكن ابرازها كما يلي[2]:

4-1- من حيث طبيعة الاستثمار:

يمكن التمييز بين نوعين من الاستثمار

- الاستثمار في إحدى وسائل الانتاج أو الأصول الرأسمالية.
- الاستثمار في أصول أو أدوات مالية مختلفة أي الاستثمار المالي.

[1] قاسم نايف علوان، مرجع سابق، ص 34، 35.
[2] سعيدي فاطمة الزهراء، المحافظ الاستثمارية، مرجع سابق، ص 12، 13.

4-1-1- الاستثمار المالي:

هو عملية توظيف أموال في أصول مالية تنتج عنها عوائد مستقبلية دورية أو غير دورية، ويهدف المستثمر إلى اختيار الأصول المالية التي تعظم العائد المتوقع لمستوى مخاطرة معين أو تخفيض الخطر إلى الحد الأدنى من عائد متوقع مطلوب.

4-1-2- الاستثمار الحقيقي:

هو عملية توظيف الأموال في أصول مستخدمة لإنتاج السلع والخدمات، وعلى ذلك فإن هذا النوع من الأصول يتضمن الأراضي، المباني، الآلات.

4-2- من حيث مدة الاستثمار:

تنقسم الاستثمارات من حيث المدة إلى :

4-2-1-استثمارات قصيرة الأجل:

وهي تلك الاستثمارات التي لا تتعدى مدتها سنة.

4-2-2-استثمارات متوسطة الأجل:

وهي التي تكون مدتها من ثلاث سنوات إلى خمس سنوات.

4-2-3- استثمارات طويلة الاجل:

وهي استثمارات تكون من مدتها من خمس سنوات إلى عشر سنوات أو أكثر.

4-3- من حيث العائد:

تنقسم الاستثمارات من حيث العائد إلى :

- استثمارات العائد الثابت.
- استثمارات العائد المتغير.

4-4- من حيث المخاطر:

وتصنف المخاطر على الاستثمار بحسب قلتها أو كثرتها وبناءا عليه تصنف الاستثمارات إلى ثلاث تصنيفات:

- الاستثمارات ذات المخاطر المتدنية.
- الاستثمارات ذات المخاطر المتوسطة.
- الاستثمارات ذات المخاطر الكبيرة.

هذا ويمكن الاشارة انه لا توجد استثمارات تخلوا من المخاطر. فالمخاطر لا بد من وجودها ووجود ألية لإدارتها.

5- أنواع الأصول الاستثمارية:

تتاح أمام المستثمر في السوق الاستثمارية أنواع متعددة من الأصول الاستثمارية تشكل مجموعة غير متجانسة من البدائل الاستثمارية، ورغم كثرة هذه الأصول من ناحية أنواعها وأشكالها إلا أنه تم تجميعها في مجموعتين من الأصول هما الأصول الاستثمارية العينية والأصول الاستثمارية المالية[1]:

5-1- الاصول الاستثمارية العينية:

يقصد بها الاصول الاستثمارية الحقيقية ومضمونها أن لها قيمة تضمن للمستثمر فيها منفعة مباشرة قد تعظم من ثروته في المستقبل ومن هذه الأصول الاستثمارية العقارات، والاحجار الكريمة، الذهب، السلع والاستثمارات، منشآت الأعمال في الأصول الثابتة الرأسمالية كالمكائن والمعدات وغيرها.

5-2- الاصول الاستثمارية المالية:

تعد الأصول الاستثمارية المالية سواء تلك المباشرة أو غير المباشرة أحد أهم نماذج الاستثمار في السوق الاستثمارية في الاقتصاد المعاصر، بسبب ما تضمنه من مزايا استثمارية كبيرة للمستثمر والاقتصاد معا، والاستثمار في الأصول المالية يعد استثمارا في أصل مالي يعطي للمستثمر فيه الحق بالمطالبة في أصل حقيقي كما يضمن له عائدا يتناسب ودرجة المخاطر risk degree والقوية الإرادية للمنشأة المصدرة لهذه الأصول، تنقسم الاصول الاستثمارية إلى أصول استثمارية في السوق النقدية وأصول استثمارية في سوق الأوراق المالية، كما يمكن أن تتضمن أصولا قابلة للتداول و أصول غير قابلة للتداول.

2- الاطار المفاهيمي للاستثمار في المحافظ المالية:

2-1- مفهوم المحفظة الاستثمارية:

تعرف المحفظة الاستثمارية بأنها أداة مركبة من مجموعة من الأوراق والأدوات الاستثمارية الأخرى، كما يمكن تعريفها بأنها مجموعة من الأصول التي يمتلكها المستثمر وقد تكون هذه الأصول (أصول مالية ، أصول حقيقية)، بهدف الحصول على أكبر عائد بأقل درجة من المخاطر وعلى أن تتلائم أهداف المحفظة مع رغبة المستثمر سواء أكان هذا المستثمر متحفظ أو متوازن أو مغامر[2].

[1] حمزة محمود الزبيدي، الاستثمار في الأوراق المالية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، ط1، الأردن، 2004، ص 26.
[2] شقيري موسى ...وآخرون، إدارة الاستثمار، دار المسيرة، الاردن، ط1، 2012، ص 164.

تنقسم المحافظ الاستثمارية إلى نوعين من المحافظ وهما المحافظ المالية والمحافظ الحقيقية، تعرف المحفظة المالية بأنها تشكيلة من الأوراق المالية أو العملات أو المشتقات المالية بأنواعها، أما المحافظ الحقيقية فهي تشكيلة من الأصول الحقيقية المتمثلة في الأراضي، مباني آلات ، معدات،...الخ.

2-2- تعريف المحفظة المالية:

بشكل مبسط فإن المحفظة المالية عبارة عن مجموعة من الأوراق المالية (أسهم، سندات، ...الخ) أو عملات أو مشتقات مالية، تتباين وتختلف من حيث قيمة كل منها، ومعدل العائد المتولد عنها، ومدة استحقاقها، وهذه الأوراق التي تكون المحفظة يختارها المستثمر ويمتلكها لتحقيق هدف تنمية القيمة السوقية لها.

وعلى ذلك يشمل مصطلح المحفظة الاستثمارية على المعاني التالية:

- أداة مركبة من أصلين أو أكثر من أدوات الاستثمار يملكها المستثمر.
- تشمل على أسهم وسندات وشهادات الايداع وودائع استثمارية كل منها له قيمة، عائد، أجل مختلف، بحيث إذا حققت بعض الأصول أداء متواضعا فيمكن أن تحقق الأصول الأخرى أداء عاديا أو أداء مبهرا، وفي المتوسط تحقق المحفظة ككل أداء مناسبا.
- الهدف من ملكيتها هو تنمية القيمة السوقية لها.

وتخضع المحفظة المالية في الاسهم والسندات لإدارة شخص مسؤول عنها يسمى مدير المحفظة، أما المحفظة العامة فتكونها صناديق الاستثمار التي يشتري المستثمر أسهمها ووثائقها، ولكن لا يكون له دور في تكوينها أو إدارتها إلا بقدر التي توفره له ملكيته من أسهمها[1].

2-3- الهدف من تشكيل المحافظ المالية:

إن هدف أي مستثمر من بناء أو تشكيل محفظة أوراق مالية هو تحقيق منافع إضافية، إلا أن الأمر هنا يتطلب عملية مفاضلة بين

- الخطر والعائد المتوقع.
- القيمة المضافة المحتملة والدخل المنتظم.

[1] متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، دار الفكر، عمان، الاردن، 20009، ص 206، 207.

- مختلف مستويات الخطر.

مع العلم أن هذه المفاضلة تحدث تبعا لرغبة وهدف المستثمر، ، إلا أن الهدف الرئيسي لأي مستثمر هو الوصول إلى محفظة مثالية، أي تحقيق أكبر عائد عند مستوى خطر معين، أو تحقيق أقل مستوى خطر ممكن عند مستوى عائد ثابت، وبالتالي فإن الهدف الرئيسي للمستثمر وهو يشكل محفظته المالية هو الحصول على أحسن ثنائية ما بين العائد والمخاطرة.

وتختلف أهداف الإستثمار باختلاف المستثمر و الأفراد، فبعضهم لديهم استعداد لتملك أوراق مالية ذات درجة عالية من الخطورة وذلك للحصول على أكبر قدر من الأرباح، في حين يفضل البعض الآخر الاعتماد على أسلوب متحفظ في الاستثمار حتى وإن حصل على عائد أقل، ومن أهم الأهداف التي يطمح المستثمرين إلى الوصول اليها في مجال الاستثمار في الأوراق المالية ما يلي[1]:

2-3-1-تعظيم الربح:

أي تعظيم المخاطرة فإذا كان للربح الأولية في سلم أفضليات المستثمر، فهذا يدل على أن المستثمر سيعمل على تكوين محفظة مالية ذات مستوى كبير من المخاطرة.

2-3-2- تحقيق أمان مستقبلي:

وهذا بتشكيل محفظة تتكون من أوراق مالية تعمل بمثابة احتياطي متراكم تزداد قيمته مع الأيام، وفي مثل هذه الحالات عادة ما يتم اللجوء إلى محفظة تتكون من سندات صادرة عن الحكومة والمؤسسات المالية المستقرة ذات العائد المتوازن.

2-3-3- تحقيق النمو:

أي زيادة تراكمية رأسمالية، وفي مثل هذه الحالة يعمل المستثمر على البحث عن المجالات التي تحقق له هذا الهدف، مما يجعله يلجأ إلى أسهم الشركات التي يميل مجلس إدارتها إلى التوسع و زيادة خطوط إنتاجها أو رأسمالها أو أرباحها.

[1] بوزيد سارة، إدارة محفظة الأوراق المالية على مستوى البنك التجاري – دراسة حالة بنك BNP PARIBA، مذكرة لنيل شهادة الماجستير، تخصص إدارة مالية، جامعة منتوري، قسنطينة، الجزائر، 2007، ص 12، 13.

2-3-4- تحقيق مكانة في المجتمع الاقتصادي:

من خلال حيازة مجموعات متنوعة من الأسهم والسندات يتم تدويرها بشكل كفء وفعال، مما يكسبه مكانة مرموقة في المجتمع.

2-3-5- التأثير على قرارات الجمعية العامة للمساهمين:

إن الحصول على عدد أكبر من الأسهم يزيد في سلطة المساهم داخل الشركة، وبالتالي زيادة قدرته على التدخل في قرارات التغيير.

2-3-6- مواجهة الالتزامات المستقبلية:

ويعني تحقيق السيولة اللازمة لتغطية الالتزامات الخارجية.وفي الواقع فان الهدف من تشكيل محفظة أوراق مالية هو مزيج من الأهداف السابقة، وتتحدد درجة أولوية كل منها وفقا لاحتياجات وطبيعة المستثمر صاحب المحفظة.

3- ضوابط تكوين محفظة الأوراق المالية:

هناك مجموعة من الضوابط التي لابد على أي مستثمر في الأوراق المالية أن يأخذها بعين الاعتبار عند تكوين المحافظ المالية نذكر أهمها ما يلي[1]:

- يجب على المستثمر أن يعتمد على رأسماله الخاص في تمويل محفظته المالية دون اللجوء إلى الاقتراض.
- يجب أن يكون هناك جزء من المحفظة، بحيث يحتوي على أسهم الشركات ذات درجة مخاطرة منخفضة بعد أن يحدد المستثمر مستوى المخاطر التي يستطيع أن يتحملها، على أن تحتوي المحفظة أيضا على جزء من الأسهم ذات المخاطر العالية والتي يكون العائد بها مرتفعا و كل ذلك يتم وفقا لقدرة المستثمر على تحمل مثل هذه المخاطر.
- يجب على المستثمر بين الفترة و الأخرى أن يجري تغيرات في مكونات المحفظة إذا ما تغيرت ظروفه بشكل يسمح له بتحمل مخاطر اكبر، أو بالعكس حسب ظروف السوق، أو إذا ما اتضح انخفاض أداء أحد الأسهم بصورة لافتة للنظر، أو قد تتحسن القمة السوقية لعدد من الأسهم التي تتكون منها المحفظة لترتفع قيمتها النسبية بشكل يؤدي إلى زيادة مستوى مخاطر

[1] بوزيد سارة، مرجع سابق، ص 14.

المحفظة عما هو مخصص له، مما يجعل مسألة إعادة تشكيل مكونات المحفظة المالية مسألة لا مفر منها.

- تحقيق مستوى ملائم في التنويع بين قطاعات الصناعة، فمن الخطأ تركيز الاستثمارات في أسهم شركة واحدة حتى وإن كان رأس المال الخاص بالمستثمر صغيرا، فكلما زاد تنوع قطاعات الصناعة التي تتضمنها المحفظة المالية انخفضت المخاطر.

4- أنواع المحافظ المالية:

هناك تقسيمات عدة للمحافظ المالية و من العوامل التي تؤثر في نوع المحفظة المالية للفرد هي العمر، الوضع والمسؤوليات الاجتماعية والحالة الصحية للمستثمر، ومعدل الدخل الحالي واستقراره، وطبيعة النظام الاقتصادي ونظام الضمان الاجتماعي، والأفق الزمني للمحفظة، العادات، والنظرة السيولوجية للنقود ومدى تقبل الفرد لفكرة المخاطر، ويمكن النظر إلى أنواع المحافظ المالية من منظورين وهما تشكيلة المحفظة وكذا الأهداف التي ترمي إليها، وسوف نركز على أنواع المحافظ من حيث الأهداف التي ترمي إليه.

4-1- أنواع المحافظ المالية من حيث الهدف التي ترمي إليه:

تنقسم المحافظ من حيث الهدف التي ترمي إليه إلى ما يلي[1]:

- محفظة الدخل:

تتشكل هذه المحافظ من القيم التي تعطي دخلا عائدا سنويا عاليا، سواء أكان مصدره توزيعات الأرباح بالنسبة لحملة الأسهم أو الفوائد التي تدفع لحملة السندات، وعادة يفضل صغار المتحفظين تكوين مثل هذه المحافظ.

وعلى هذا فإن وظيفة محافظ العائد هي تحقيق أعلى معدل للدخل النقدي الثابت والمستقر للمستثمر وتخفيض المخاطر بقدر الامكان.

- محفظة النمو:

تعتمد هذه المحفظة على الأوراق المالية التي تحقق ايرادات رأسمالية تؤدي إلى نمو أموال المحفظة وزيادتها، والمتمثلة أساسا في أسهم الشركات التي تحقق نموا في ايراداتها، وما يتبع ذلك من ارتفاع في أسعار السهم أو ارتفاع الأسعار من خلال المضاربات أو صناديق النمو التي تهدف إلى تحقيق تحسين في القيمة

[1] متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، مرجع سابق، ص 208، 209.

السوقية للمحفظة أو صناديق الدخل وهي تناسب المستثمرين الراغبين في عائد من استثمارهم لتغطية أعباء المعيشة أو صناديق الدخل والنمو معا، وهي تلبي احتياجات المستثمرين الذين يرغبون في عائد دوري وفي الوقت نفسه يرغبون في تحقيق نمو مظطرد في استثماراهم.

إن شراء الأسهم التي ينظر لها نمو عال ضمن محفظة النمو، يتطلب تطبيق الأسس العامة في إدارة المحافظ الاستثمارية في الأسهم والسندات بصورة دقيقة وواضحة، حيث إن مفهوم الربح يفترض تحقيق عوائد أعلى من تلك التي تحققها السوق بشكل عام، ولذلك فإن اختيار هذه الأسهم يتطلب عناية كبيرة لتحقيق هذا الهدف.

– المحفظة المختلطة:

يرتكز هذا النوع من المحافظ على الأسهم والسندات، أي على الأوراق المالية ذات العائد المرتفع والمخاطر المرتفعة وكذا الأدوات المالية ذات العائد النسبي والمخاطر المنخفضة، فالمحفظة المختلطة هي تلك المحفظة التي تجمع ما بين عوائد مرتفعة ومنخفضة في نفس الوقت، وهي من بين أنواع المحافظ الفضل لدى المستثمرين الذين يتطلعون إلى المزج ما بين المزايا والمخاطر التي تصاحب كل نوع من هذه المحافظ.

5– مكونات المحافظ المالية:

تتكون المحافظ المالية من مجموعة من المكونات وسوف نركز على الأسهم والسندات وكذا أنواع كل منهما[1]:

5–1– الأسهم:

يمثل السهم صك ملكية له قيمة اسمية وقيمة دفترية وقيمة سوقية تتمثل القيمة الاسمية في القيمة المدونة على قسيمة السهم وعادة ما يكون منصوص عليها في عقد التأسيس أما القيمة الدفترية فتتمثل في قيمة حقوق الملكية التي لا تتضمن الأسهم الممتازة – مقسومة على عدد الأسهم العادية المصدرة وأخيرا تتمثل في القيمة السوقية و هي قيمة السهم في السوق المالية وقد تكون هذه القيمة أكثر أو أقل من القيمة الدفترية.

هذا ويتمتع حامل السهم ببعض الحقوق من أهمها الحق في التصويت في الجمعية العامة ومجلس الإدارة والحق في نقل ملكية الأسهم بالبيع أو بأي طريق آخر والحق في الحصول على الأرباح إذا ما قررت الإدارة توزيعها كما يتمتع كذلك بميزة هامة وهي مسؤولية محدودة بحصته في رأسمال الشركة وكذا القابلية للتجزئة

[1] سعيدي فاطمة الزهراء، محاضرات في الأسواق المالية المعمقة، مطبوعة مقدمة لطلبة السنة الثالثة ليسانس تخصص اقتصاد نقدي وبكي، جامعة المدية، 2015، ص ص 56-66.

والدمج أما بالنسبة للعيوب فمن أبرزها أن حاملها ليس له الحق في المطالبة بتوزيعات الأرباح إلا إذا قرر مجلس الإدارة الشركة المصدرة للسهم وتمثل نصيب السهم الواحد من حق الملكية وتحسب بناءا على قسمة رأس المال المدفوع زائد الاحتياطات على عدد الأسهم وهي تعتبر مؤشر مهم للحد الأدنى الذي يجب أن تكون عليه قيمة السهم السوقية لذا فهي تلعب دورا مهما في تقييم الاستثمار بالأسهم

5-2- أنواع الأسهم:

تنقسم الاسهم إلى مجموعة من الانواع يمكن ذكرها كما يلي:

5-2-1- من حيث طبيعة الحصة:

تنقسم الأسهم من حيث طبيعة الحصة إلى:

- الأسهم النقدية:

وهي الأسهم التي تسدد قيمتها نقدا سواء دفعة واحدة أو على أقساط حسب القانون الموجود بالشركة.

- الأسهم العينية:

وهي الأسهم التي تسدد قيمتها عينا أي في صورة صافي أصول عينية مادية أو معنوية ويتعين أن تكون قيمة السهم مسددة بالكامل عند إصدارها ومقدرة تقديرا صحيحا قبل منح الأسهم النقدية.

5-2-2- من حيث الشكل:

تنقسم الأسهم من حيث الشكل إلى:

- الأسهم الاسمية:

وهي تلك الأسهم التي يوضع عليها اسم الشخص، مالك السهم وتنتقل ملكيتها بنقل قيدها في سجل المساهمين الذي تحتفظ به الشركة.

- الأسهم لحاملها:

وهي أسهم تصدر دون ذكر اسم شخص ما ويعتبر حامل السهم مالكا له علما أن الأسهم لحاملها تتداول في البورصة أكثر من الأسهم الاسمية لوجود الضمانات ولمعرفة المستثمر بالشركة المصدرة للسهم على العكس خارج البورصة.

5-2-3- من حيث الحقوق التي تمنح لأصحابها:

ينقسم السهم من حيث الحقوق إلى:

– السهم العادي:

يعتبر السهم العادي من أكثر أنواع الأسهم شيوعا ويمثل جزء أو حصة من رأسمال الشركة المصدرة له ويعطي لحامله مجموعة من الحقوق والتي تتمثل في الحق في الاشتراك في الإدارة والحق في الحصول على الأرباح الموزعة وكذا الأولوية في الاكتتاب في الأسهم العادية الجديدة هذا مع حق المساهم في نقل الملكية وفي الحصول على نصيبه من نتائج تصفية الشركة (التصفية العادية أو الاستثنائية) وهو نفسه السهم التقليدي الذي تم التطرق إليه في بداية تعريف صك الملكية.

– السهم الممتاز:

يعتبر السهم الممتاز بأنه ورقة ملكية يحمل بعض صفات السهم العادي وبعض صفات السند فالسهم الممتاز له نصيب محدد من الأرباح بحد أدنى أو أعلى و بذلك فهو يشبه السند وهو يمثل جزء من الملكية ويحق لحامله المشاركة في الأرباح المحققة وهو بذلك يشبه السهم العادي.

والجدير بالذكر أن إصدار هذا النوع يعطي ميزة للشركة المصدرة له تتمثل في أن حملته لا يحق لهم المشاركة في التصويت ولا الاشتراك في الإدارة مما يضمن بقاء السيطرة وإدارة الشركة بيد حملة الأسهم العادية ولا تتشتت قرارات الشركة هذا مع أن الشركة لا تحتاج إلى رهن أصولها أو تقديم ضمانات عند إصدارها وكذا عدم احتوائها على تاريخ الاستحقاق فهي تمويل طويل الأجل.

وبالنسبة للمستثمر يتيح هذا النوع من إمكانية الحصول على الأرباح وقيمة السهم عند التصفية قبل أصحاب الأسهم العادية.

وبالرغم من المزايا السالفة الذكر إلا أن التعامل بالأسهم الممتازة يحيطه مجموعة من العيوب فبالنسبة للشركة المصدرة يكلفها التعامل بهذا النوع كثيرا إذا ما قورنت بالسندات لأن أرباحها لا تعتبر مصاريف وتفرض عليها الضرائب مع الالتزام بدفع(توزيع) نسبة ثابتة من الأرباح على حملة هذا النوع من الأسهم.

بالنسبة للمستثمر تواجهه مخاطر نتيجة تذبذب الأسعار ومالكها ليس له الحق في التصويت في مجلس الإدارة هذا مع أنه في كثير من الأحيان تنص شروط إصدار هذا النوع على إمكانية تحويلها إلى أسهم عادية وكذا الحق في تجميع الأرباح.

وللأسهم الممتازة عدة أنواع نذكر منها ما يلي:

– الأسهم الممتازة المجمعة للأرباح:

يقصد بالأسهم الممتازة المجمعة للأرباح بأنها تلك الأسهم التي يحق لصاحبها الحصول على الأرباح التي لم يحصل عليها في السنة السابقة لعدم كفاية الأرباح مما يؤدي إلى عدم سقوط حق حملة الأسهم الممتازة المجمعة للأرباح في الحصول على نصيبهم من الأرباح من خلال ترحيلها و تجميعها مع المستحق في السنة المالية التالية وإذا لم توزع يتم تجميعها للسنة الثالثة.

– الأسهم الممتازة القابلة للاستدعاء:

وهي تلك الأسهم التي تجمع بين خصائص الأسهم و السندات فمن ناحية يمكن استردادها من طرف الشركة و فقا لما هو محدد عند الاكتتاب وبذلك تتماثل مع السندات من ناحية تاريخ الاستحقاق وفي نفس الوقت لا يترتب على سداد توزيعات أرباحها مشاكل متعلقة بإشهار الإفلاس وهي خاصية من خصائص السندات وفي بعض الحالات تصدر الشركات هذا النوع من الأسهم من أجل الاستدعاء والإطفاء أو من أجل استدعائها وتحويلها إلى أسهم عادية.

– الأسهم الممتازة المشاركة في الأرباح:

تعني ميزة المشاركة في الأرباح أن من حق حملة هذا النوع من الأسهم مشاركة حملة الأسهم العادية في بقية الأرباح بعد حصولهم على نسبتهم الثابتة في الربح و ذلك بعد ضمان توزيعات بنسبة مماثلة لحملة الأسهم العادية.

فمثلا إذا كانت نسبة الأرباح على الأسهم الممتازة التي لها حق المشاركة في الأرباح 5%من قيمتها الاسمية فإن حملة هذه الأسهم سيحصلون ليس فقط على مقدار 5%من القيمة الاسمية بل كذلك على نسبة تعادل تلك النسبة المعطاة لحملة الأسهم العادية إذا كان هناك فائض بعد دفع 5%من القيمة الاسمية لحملة الأسهم الممتازة.

5-3- السندات:

يعتبر السند بمثابة عقد بين المستثمر المقرض والمنشأة المصدرة له تتعهد فيه المنشأة برد أصل المبلغ والفوائد في تواريخ محددة وتمتد تواريخ استحقاق السندات من عام إلى خمس أو سبعة سنوات وهي سندات متوسطة وتمتد من خمس أو سبع سنوات إلى 25 سنة و هي بذلك سندات طويلة الأجل .

ويعرف كذلك بأنه صك مديونية يثبت أن مالك السند مقرض لمصدر السند وهو استثمار يدر دخل ثابت أو متغير حيث يتعهد المصدر بأن يدفع لحامل السند فائدة محددة مسبقا طوال مدة السند وأن يرد القيمة الاسمية للسند (الأصل) عند حلول آجالها (تاريخ الاستحقاق) و هناك فرق جوهري بين السند و السهم يتمثل في أن السهم يمثل نصيب في ملكية الشركة بينما يعتبر السند جزء من القروض التي تحصل عليها الشركة.

ويتحمل حامل السند المخاطرة في حالة تعثر المقترض وعدم استطاعته سداد أصل القرض أو الفوائد المستحقة عنه بالإضافة إلى مخاطر أخرى سوف نتطرق إليها بالتفصيل في مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية.

من بين العناصر التي يجب على المستثمر دراستها قبل اتخاذ قرار شراء السندات تاريخ الاستحقاق أنواع الفوائد، حق الاسترداد وحق الأولوية والعائد على السندات وأسعارها السوقية حيث من خلال تلك العناصر يمكن للمستثمر أن يقيم السندات ويقارنها بأنواع أخرى من الاستثمارات مما يمكنه اتخاذ قرار الاستثمار المناسب.

5-4- أنواع السندات:

تنقسم السندات إلى أنواع عديدة فمن حيث اعتبار المنفعة العائد منها تنقسم إلى السند ذوا الفائدة الثابتة والسند الصفري والسند ذو الفائدة المتغيرة أما بالنسبة للأنواع السندات باعتبار الطرف المصدر لها فتنقسم إلى السندات الحكومية وسندات الشركات ومن ناحية اعتبار طريقة التملك تنقسم إلى السند الاسمي ولحامله وباعتبار الضمان تنقسم السندات إلى سندات مضمونة وغير المضمونة وكذا باعتبار المدة والتي تنقسم إلى سندات متوسطة وطويلة الأجل.

5-4-1- أنواع السندات باعتبار المنفعة العائدة منها:

تنقسم السندات باعتبار المنفعة العائدة منها إلى:

- السند ذو الفائدة الثابتة:

وهو السند الذي يصدر بقيمة اسمية يدفعها المكتتب كاملة وتكون مدة السند ليست طويلة عادة وعند حلول أجل السند يحصل صاحب السند على القيمة الاسمية وكذا الفوائد الثابتة المنسوبة إلى القيمة الاسمية.

– السند الصفري أو السند المستحق الوفاء بعلاوة إصدار:

هي سندات ليس لها فائدة تدفع دوريا ولذلك يتم بيعها بقيمة تقل عن القيمة الاسمية ويتم استردادها بكامل قيمتها الاسمية عند حلول تاريخ استحقاقها والتي تعادل سعر الشراء بالإضافة إلى إجمالي الفائدة المستحقة والمتراكمة طوال فترة السندات.

– السند ذوا معدل فائدة متغير:

وهو السند الذي يكون بمعدل فائدة يتغير دوريا على فترات كل أشهر أو سنة ويكون متغير على حسب حالة السوق المالية.

5-4-2- أنواع السندات باعتبار الطرف المصدر لها:

تنقسم السندات باعتبار الطرف أو الجهة المصدرة لها إلى:

– السندات الحكومية:

وهي سندات تصدرها الدولة لمواجهة العجز في ميزانيتها أو بهدف مواجهة التضخم وتتميز هذه السندات بأنها خالية من المخاطر والسبب في ذلك أنها مضمونة من الحكومة كما أنها تتمتع بدرجة عالية من السيولة حيث يمكن لحامليها تحويلها من خلال البورصة أو خارج البورصة إلى سيولة.

– سندات الشركات:

يصدر هذا النوع من السندات من قبل الشركات التجارية ومن ضمنها البنوك والشركات الصناعية وشركات الخدمات ويتم استخدام الأموال المقترضة في تمويل مشاريعها واستثمارها.

5-4-3- أنواع السندات باعتبار طريقة التملك:

تنقسم السندات باعتبار طريقة التملك إلى سندات اسمية وسندات لحامله يمكن شرحها كما يلي:

– السند الاسمي:

وهي تلك السندات التي تحمل اسم صاحبها وتنتقل عن طريق التسجيل في سجلات الشركة ويمكن أن تكون مسجلة بالكامل (الدين الأصلي و الفائدة) أو مسجلة تسجيلا جزئيا (أصل الدين) وأما الفائدة يتم الحصول عليها عن طريق الكوبونات المرفقة بها.

– السند لحامله:

وهي السندات التي لا تحمل اسم الشخص المالك لها وتنتقل ملكيتها عن طريق الاستلام.

5-4-4- أنواع السندات باعتبار الضمان:

السندات باعتبار الضمان نوعان وهما السندات المضمونة وغير المضمونة.

- السندات المضمونة:

هي تلك السندات التي تصدر بقيمة اسمية يدفعها المكتتب كاملة ويستند عليها في حساب الفوائد وتكون هذه السندات مصحوبة بضمان شخصي مثل كفالة الحكومة أو أحد البنوك أو بضمان عيني كرهن تقرره الجهة المصدرة للسند على عقاراتها لصالح حملة هذه السندات وتجدر الإشارة أن الضمان يحدد مسبقا عند الاكتتاب.

- السندات غير المضمونة:

وهو السند التقليدي الذي سبق تعريفه من قبل ولا يكون مصحوبا بضمان شخصي أو عيني وإنما الضمان الوحيد لهذا النوع هو سمعة الشركة المصدرة له.

5-4-5-أنواع السندات باعتبار المدة:

للسندات مدد مختلفة أقصرها الموجودة في السوق النقدية والتي لا تتعدى عام ولكن بما أن الدراسة تتمحور حول السوق المتوسطة والطويلة الأجل فقط فإننا سوف نقوم بالتطرق للسندات المتوسطة والطويلة الأجل.

- السندات المتوسطة الأجل:

وهي تلك السندات التي تكون مدتها محصورة ما بين سنة وسبعة سنوات.

- السندات الطويلة الأجل:

مدتها محصورة من سبع سنوات إلى خمسة وعشرون سنة في الغالب وكلا النوعين يباع بقيمة ثابتة ويدفع عليه فائدة دورية طول مدته ثم يسترد مالكه قيمته الاسمية في نهاية تلك المدة.

5-4-6- من حيث القابلية للتحويل:

للسندات بهذا الاعتبار نوعان و هما:

- السندات القابلة للتحويل إلى أسهم عادية:

و هي تلك السندات التي يمكن لمالكها من إمكانية تحويلها إلى سهم عادي إذا رغب في ذلك وغالبا يشترط مرور مدة معينة حتى يتمكن مالك السند الاستفادة بذلك، وغالبا ما تلجأ المنشآت إلى هذه الوسيلة

للحصول على التمويل من المساهمين المترددين في الاكتتاب في الأسهم هذا مع أن معدل العائد على هذا النوع غالبا يكون اقل من معدل الفائدة السائدة في السوق نتيجة الميزة التي تسمح بها من إمكانية التحويل إلى أسهم عادية.

– السندات غير القابلة للتحويل:

وهي تلك السندات التي لا يمكن تحويلها إلى أسهم وهي نفسها السندات التقليدية عائدها يكون أكبر من عائد السندات القابلة للتحويل إلى أسهم عادية.

6– التعريف بإدارة المحفظة المالية:

إن عملية تكوين المحافظ من طرف المستثمر تستلزم متابعة مستمرة لها أو ما يعرف بإدارة المحافظ المالية والتي يمكن تعريفها بأنها مجموعة من السياسات و الاجراءات المتخذة من طرف المستثمر لتسيير محفظته، يمكن أن تشمل شراء أوراق مالية أخرى بعد عملية التكوين للمحفظة أو بيع بعض الأوراق المالية المكونة للمحفظة وشراء أوراق أخرى، ويمكن القول بأن عملية الإدارة يمكن أن تتم من طرف صاحب المحفظة أو من طرف وسيط يوكله المستثمر مالك المحفظة أو من طرف صناديق الاستثمار والتي على أساسها يتم تقسيم أنواع الإدارة للمحافظ التي سوف نتناولها في المحور القادم.

7– طرق إدارة المحافظ المالية:

هناك مجموعة من الطرق لإدارة المحافظ المالية نذكر منها ما يلي[1]:

7–1– الادارة المباشرة:

تتم هذه الادارة عن طريق مالك المحفظة، ويتطلب تسيير المحفظة الوقت والوسائل اللازمة لمتابعة تطور الأسعار والقيام بعمليات البيع والشراء وإصدار الأوامر.

7–2– الادارة 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 المحفظة، هذه الوكالة تكون في شكل عقد يحدد فيه بدقة مجال تطبيق التسيير وتحديد مسؤوليات الأفراد المتعاقدة وكذلك كيفية تسديد مستحقات المسير.

[1] السيد متولي عبد القادر، مرجع سابق، ص 230، 231.

7-3- الادارة الجماعية:

يتم هذا التسيير عن طريق هيئات التوظيف الجماعي للأوراق المالية، حيث أن التنوع الكبير لشركات الاستثمار ذات رأس مال متغير والصناديق الجماعية للتوظيف يسمح بتكوين محافظ جيدة لهيئات التوظيف الجماعي للأوراق المالية والتي تتكيف مع حاجيات المستثمرين.

7-4- الادارة بالاستشارة:

هو أن يقوم مالك المحفظة بطلب النصح من مستشار مالي حيث يتم ذلك بناءا على الثقة بين المستثمر ومستشاره وليس بإبرام عقد بين طرفين.

8- المراحل الأساسية لإدارة المحفظة المالية:

تتم عملية إدارة المحافظ من خلال ثلاث مراحل وهي كما يلي:

8-1- تحديد أهداف المستثمر:

وهي المرحلة الاولى في إدارة المحافظ و تتمثل فيما يلي:

- الحفاظ على رأس المال المستثمر وهو الهدف الرئيسي للحفاظ على القوة الشرائية للأموال المستثمرة، فالمستثمر الذي يختار محفظة مكونة من سندات الخزينة وسندات ذات جودة عالية، بحيث يضمن له حماية لرأسماله عكس المحافظ التي تتكون من أسهم فهي لا تضمن الحماية لرأس المال لأنها تنطوي على مخاطر كبيرة.
- العائد والذي يجب على المستثمر أن يختار العائد المرتفع ويختار المحافظ ذات الاستقرار النسبي في العائد.
- السيولة والقابلية للتداول للأوراق المالية المكونة للمحفظة المالية

9- سياسات إدارة المحافظ المالية:

تختلف السياسات المتبعة في إدارة الحوافظ المالية باختلاف أهداف وغايات المحفظة، فقد تهدف المحفظة إلى تحقيق الربح السريع مع تحمل مخاطرة عالية، أو تهدف إلى تحقيق الربح القليل مع الأمان والاستقرار، كما قد يكون هدفها هو الحصول على عائد معقول مع مخاطر تتناسب مع هذا العائد، وعلى هذا الأساس يمكن التمييز بين السياسات التالية: [1]

[1] بوزيد سارة، مرجع سابق، ص 49، 51.

9-1- السياسة الهجومية:

يعتمد على هذه السياسة إذا كان هدف المستثمر هو تحقيق الأرباح السريعة مع تحمل مخاطر عالية، وعلى هذا تكون مكونات المحفظة عبارة عن الأسهم النامية التي تحقق أرباح عالية، لكن هذه الأسهم تنطوي على مخاطر كبيرة بسبب تأثرها بمجموعة من المتغيرات الاقتصادية وغير الاقتصادية كالمضاربة، وعادة ما تطبق السياسة الهجومية في فترات الرواج أين تحقق الأسهم الخطرة أرباحا عالية. فالمستثمر بإتباعه هذه السياسة يهدف إلى زيادة رأس المال أكثر مما يهدف إلى الحفاظ على استمرارية الدخل المحقق، وخير مثال على هذه السياسة هو تكوين محفظة مختلطة.

9-2- السياسة الدفاعية:

وهي على عكس السياسة الهجومية حيث في هذه الحالة يهدف المستثمر من وراء تكوين محفظته إلى تحقيق أرباح شبه ثابتة بقليل من المخاطرة، لذلك تكون محتويات المحفظة عبارة عن أصول مالية ذات دخل ثابت مثل السندات والأسهم الممتازة وأسهم الشركات الكبيرة الراسخة المستقرة التي لا تتأثر كثيرا بالمتغيرات الاقتصادية، وتقلبات أسواق الأوراق المالية، ويستحسن إتباع هذه السياسة في فترات الكساد لأن الانخفاض الذي قد يحدث في أسعار أسهم الشركات الكبيرة يكون أقل من ذلك الانخفاض الذي قد يحدث في أسعار أسهم الشركات النامية.

9-3- السياسة المتوازنة:

تجمع هذه الساسة بين السياستين السابقتين، يهدف المستثمر من وراء هذه السياسة إلى تكوين محفظة تحقق له استقرار نسبي في عائد المحفظة بما يضمن له دخل معقول عند مستويات معقولة من الخطر، ووفقا لهذه السياسة يتم تقسيم مخصصات المحفظة المالية إلى قسمين، قسم يوجه للإستثمار في الأوراق المالية ذات العائد المرتفع والمخاطر العالية، وقسم يوجه للاستثمار في الأوراق المالية ذات الدخل شبه الثابت، ويفضل اعتماد هذه السياسة في حالة عدم وضوح الرؤية المستقبلية.

9-4- سياسة التحوط:

وفي هذه السياسة يلجأ المستثمر إلى تكوين محفظة مالية وقائية، أي تتكون من المشتقات المالية وذلك بغرض نقل المخاطرة الناتجة عن عدم ثبات أسعار العديد من العناصر، كأسعار الفائدة وأسعار الصرف وأسعار الأسهم، كما قد يلجأ البعض إلى التعامل بها لغرض المضاربة.

خلاصة المحور الاول:

الاستثمار في المحفظة المالية هو عبارة عن عملية شراء أصول مالية متنوعة، من أجل تحقيق عوائد ثابتة أو متغيرة حسب سياسة الاستثمار التي يعتمد عليها مكون المحفظة، كما يمكن أن تضم عملية الاستثمار للمحفظة إدارة ومتابعة مكونات المحفظة المالية، وتنقسم عمليات الادارى إلى إدارة فردية وإدارة جماعية، يكون الغرض منها هو مواجهة المخاطر وتحقيق العائد والتي سوف نتطرق إليهما بالتفصيل في المحور اللاحق.

قائمة مراجع المحور الأول:

1. بوزيد سارة، أدارة محفظة الأوراق المالية على مستوى البنك التجاري – دراسة حالة بنك BNP PARIBA، مذكرة لنيل شهادة الماجستير، تخصص إدارة مالية، جامعة منتوري، قسنطينة، الجزائر، 2007.
2. حمزة محمود الزبيدي، الاستثمار في الأوراق المالية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، ط1، الأردن، 2004.
3. سعيدي فاطمة الزهراء، أثر العولمة المالية على الأسواق المالية العربية، رسالة دكتوراه، تخصص نقود ومالية، جامعة الجزائر، 2013.
4. سعيدي فاطمة الزهراء، المحافظ الاستثمارية، المطبوعة الثانية، جامعة المدية، 2018.
5. سعيدي فاطمة الزهراء، محاضرات في الأسواق المالية المعمقة، مطبوعة مقدمة لطلبة السنة الثالثة ليسانس تخصص اقتصاد نقدي وبكي، جامعة المدية، 2015.
6. شقيري موسى ...وآخرون، إدارة الاستثمار، دار المسيرة، الاردن، ط1، 2012.
7. قاسم نايف علوان، إدارة الاستثمار (بين النظرية والتطبيق)، دار الثقافة، الاردن، ط1، 2009.
8. متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، دار الفكر، عمان، الاردن، 2009.

المحور الثاني:

العائد والمخاطرة في الاستثمارات الفردية والمحفظة

مقدمة المحور الثاني:

إن عملية الاستثمار في الأسواق المالية بأنواعها تؤدي إلى التعرض إلى مخاطر تتباين درجة تأثيرها وفقا لنوع الاستثمار ومدته، فالمستثمر الذي يستثمر في الأسهم يتحمل مخاطر أكبر من المستثمر الذي يستثمر في السـندات، هذا ويمكن الاشارة بأن كثرة المخاطر في استثمار معين دليل على ارتفاع عائده لوجود العلاقة الطردية ما بين العائد والمخاطر.

لذا لابد على أي مستثمر يستثمر استثمارا فرديا أن يكون ملما بأنواع العوائد والمخاطر وكذا كيفية قياسها في الاستثمار الفردي والمحفظة وهذا ما سوف نتطرق إليه في هذا المحور، من خلال التطرق إلى العناصر التالية:

- **العائد في الاستثمار الفردي.**
- **المخاطرة في الاستثمارات الفردية.**
- **معدل العائد المتوقع للمحفظة.**
- **مخاطر المحفظة.**

1- تعريف العائد على الاستثمار:

هناك مجموعة من التعاريف التي سيقت لبيان مفهوم العائد، يمكن ذكر أهمها كما يلي[1]:

- هو الثروة المتحققة عند مستوى معين من المخاطر ولفترة زمنية محددة نتيجة كفاءة الاستخدام للأموال المستثمرة.
- هو دالة القياس التي يمكن من خلالها الحكم على مدى نجاح الاستثمار في تحقيق الأرباح.
- هو دالة لإثبات مدى نجاح الاستثمار كونه يتجه الاتجاه الصحيح الذي يحقق الأهداف المرسومة والمتمثلة بالأرباح.

هذا ويمكن الاشارة بأنه لكي يكون التعبير على العائد مفيدا وذوا معنى فإنه لا بد من أن يكون على شكل نسبة مئوية من المبلغ الأصلي الذي تم استثماره[2].

1-2- أهمية عائد الاستثمار:

تكمن أهمية عائد الاستثمار في أنه يمكن المستثمر من معرفة أين يضع أمواله وما الذي سوف يجنيه من الاستثمار، فعندما يفكر أي شخص بوضع أمواله في استثمار معين يجب عليه أن ينظر إلى العائد المتوقع من الاستثمار، كما أنه مهم كذلك لإدارة الشركات والقائمين عليها على اعتبار أن ما يعكسه السوق هو مقياس دقيق وسريع لإنجازاتهم ومؤشر يوضح لهم ما أذا كانوا يسيرون في الطريق الصحيح أو الخاطئ.

كذلك يعتبر العائد مهم لأصحاب القرار القائمين على إدارة الاقتصاد الوطني لأن كل قرار سواء كان سياسيا أم اقتصاديا يؤثر في السوق وبالتالي فإن السوق سيعكس للمسؤول صحة قراره أو مدى تأثيره على حالة الاقتصاد الوطني[3].

1-3- أشكال عوائد الاستثمار:

تأخذ عوائد الاستثمار ثلاثة أشكال مهمة وهي: [4]

- عائد التوزيعات:

إذا كانت هذه الأصول تمثل حقوقا في أموال ملكية مثل الأسهم فحامل السهم شريك في الشركة التي أصدرت هذا السهم لذلك فهو من مالكيها وحقوقها من حقوق المساهمين وهي الربح، وإذا كانت هذه الأصول تمثل دينا فعائدها هو عائد توزيعات الفوائد.

---

[1] محمد عبد الرحمن سلمان، تحليل و مناقشة العائد والمخاطرة في ظل قرار التوليفة المثلى، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، العدد 48، بغداد، 2016، ص 344.
[2] هيئة الأوراق المالية والسلع، الاستثمار في الأسهم العوائد والمخاطر، الامارات العربية المتحدة، ص 60، تاريخ الاطلاع 2017/05/02: www.sca.ae
[3] قاسم نايف علوان، إدارة الاستثمار (بين النظرية والتطبيق)، دار الثقافة، الاردن، ط1، 2009.، ص 48، 49.
[4] مرجع نفسه، ص 49.

– عائد رأسمالي:

والذي ينتج عن عملية إعادة بيع الأصل المالي، ويحسب بناءا على الفرق ما بين سعر بيع الأصل مع سعر شراء الأصل.

1-4- أنواع العوائد في الاستثمارات الفردية (الأسهم):

1-4-1- معدل العائد لفترة الاحتفاظ Holding period yield:

معدل العائد لفترة الاقتناء للأسهم هي نسبة صافي الدخل المتحقق من جراء استثمار الأموال في الأسهم مقسوما على مجموع الأموال التي استثمرت في الأسهم، وقبل الاشارة إلى العلاقة التي يحسب بها لا بد أن نتطرق إلى طريقة حساب العائد الرأسمالي والجاري للسهم:

1-4-2-معدل العائد الرأسمالي *capilal rate of return* :

هو عبارة عن التغير في سعر الأصل محل الاستثمار ويمكن حسابه كما يلي[1]:

$$capilal\ rate\ of\ return = \frac{p1 - p0}{p0} \times 100$$

حيث أن:

- p_0 تمثل سعر السهم في بداية الفترة.
- p_1 تمثل سعر السهم في نهاية الفترة.

1-4-3- معدل العائد الدوري أو الاعتيادي Current yield :

وهو عبارة عن مقسوم الأرباح الموزعة لتلك الأسهم مقسوما على سعر الشراء، تحسب الأرباح الموزعة للسهم الواحد بناءا على قسمة الارباح الاجمالية على عدد الاسهم المطروحة للشركة[2].

$$\text{معدل العائد الدوري} = \frac{D}{P0} \times 100$$

حيث أن :

[1] محمد على ابراهيم العامري، إدارة محافظ الاستثمار، دار اثراء للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2013، ص 26، 27.
[2] مرجع نفسه، ص 28.

D (Dividends per share) تمثل نصيب السهم من الارباح الموزعة وتحسب وفق العلاقة التالية:

$$DPS = \frac{\text{الارباح الموزعة على المساهمين العاديين}}{\text{عدد الاسهم}}$$

من خلال ما سبق يمكن حساب العائد لفترة الاحتفاظ للاسهم وفق العلاقة التالية:

$$HPY = \frac{\mathrm{p1} - \mathrm{p0}}{p0} \times \frac{D}{p0}$$

وعليه يصبح معدل العائد لفترة الاقتناء للسهم يساوي:

$$HPY = \frac{(\mathrm{p1} - \mathrm{p0}) + D}{p0}$$

يمكن الاشارة بأنه عندما لا يكون هناك مقسوم الأرباح D=0 فإن معدل العائد لفترة الاقتناء للسهم يكون نفسه العائد الرأسمالي:

$$HPY = \frac{(\mathrm{p1} - \mathrm{p0})}{p0}$$

و ينقسم إلى نوعين:

مثال:

أحسب معدل العائد الرأسمالي للسهم، إذا كانت معدلات العائد التاريخية للسهم كما يلي:

سعر الشراء	سعر البيع
60	66
50	58
55	65
55	50

الحل:

– حساب معدل العائد الرأسمالي للسهم:

وفق العلاقة التالية لمعدل العائد الرأسمالي للسهم.

$$capilal\ rate\ of\ return = \frac{p1 - p0}{p0} \times 100$$

يصبح معدل العائد الرأسمالي للسهم كما هو مبين في الجدول :

سعر الشراء	سعر البيع	معدل العائد الرأسمالي للسهم
60	66	%1
50	58	%16
55	65	%18
55	50	%9

من خلال الجدول نلاحظ بأن هذا السهم حقق عوائد رأسمالية ، نتيجة ارتفاع سعر البيع مقارنة بسعر شراء السهم.

مثال 02:

من أسعار البيع والشراء لسهم شركة صيدال وكذا الأرباح الموزعة، أحسب معدل العائد المتحقق لهذا السهم؟.

سعر الشراء P_0	سعر البيع P_1	توزيعات الأرباح D
15	16	0.5
12	13	1.4
10	11	0.4
10	9	0.3
12	12	1.2

الحل:

– حساب معدل العائد المحقق للسهم:

وفق العلاقة التالية المتعلقة بحساب العائد المحقق للسهم:

$$RJ = \frac{(p1 - p0) + D}{p0} \times 100$$

يصبح العائد المحقق للسهم وفق المعطيات السابقة كما هو مبين في الجدول التالي:

سعر الشراء P_0	سعر البيع P_1	عائد التوزيعاتD	معدل عائد فترة الاحتفـــاظ %
15	16	0.5	10
12	13	1.4	20
10	11	0.4	14
10	9	0.3	07
12	12	1.2	01

تمرين:

عرضت عليك 100دولار استثمرت لمدة سنة، الفارق بين سعر البيع والشراء هو 07 دولار ، قيمة الارباح الموزعة خلال سنة هي 8 دولار.

- أحسب معدل العائد المحقق لهدا الاستثمار[1]؟

الحل:

$$RJ = \frac{(p1 - p0) + D}{p0} \times 100$$

$$= \frac{(107 - 100) + 8}{100} \times 100$$

$$= 15\%$$

[1] Jack clark Francis ,Dongcheol Kim , modern portfolio theory ,Hoboken, new jersey, Canada, 2013, Page 07.

تمرين:

من أسعار البيع والشراء لسهم شركة الريان، أحسب معدلات العائد التي يمكن أن يحققها المستثمر؟

سعر شراء سهم الريان	سعر بيع سهم الريان
70	77
60	68
55	65
55	40
70	85
90	96
120	100
250	300
120	200

الحل:

يمكن حساب معدل العائد المتحقق لهذا الاستثمار وفق العلاقة التالية:

$$RJ = \frac{(p1 - p0) + D}{p0} \times 100$$

هذا ويمكن الاشارة بأن العائد الموزع غير موجود ومنه يصبح معدل العائد المحقق يساوي معدل العائد الرأسمالي:

$$HPY = \frac{(p1 - p0)}{p0}$$

ومنه تصبح قيمة العائد المحقق وفق الجدول التالي:

سعر شراء سهم الريان	سعر بيع سهم الريان	معدل العائد المتحقق
70	77	0.1
60	68	0.13
55	65	0.18
55	40	0.27-
70	85	0.21
90	96	0.066
120	100	0.16-
250	300	0.2
120	200	0.66

1-4-4- معدل العائد التاريخي:

وهو العائد الذي تحقق فعلا على الاستثمار ضمن فترة تاريخية معينة، وعلى الرغم من عدم استخدام هـــذا العائد في تقييم الاستثمار إلا أنه ينطوي على أهمية كبيرة في عملية التقييم إذ أنه يستخدم كمؤشر أساسي في تحديد قيمة العائد المتوقع.

1-4-5- معدل العائد المتوقع Expected rate of return :

وهو العائد الذي يتوقع المستثمر الحصول عليه خلال فترة زمنية معينة نتيجة لاقتنائه استثمار معين، ويجـــب تحديد هذا العائد بطريقة موضوعية بحيث يكون العائد المتوقع معقولا ومنسجما مع العوائد التاريخية الـــتي حققهـــا الاستثمار في الماضي[1].

يصعب على المستثمر عادة تقدير معدل العائد المتوقع بصورة محددة في رقم معين لكن يمكن عوضـــا عـــن ذلك السعي نحو تحديد القيمة المرجحة لهذا العائد تحت احتمالات مختلفة.

ولتحديد العائد على الاستثمار المتوقع نستخدم النموذج التالي:

[1] هيئة الاوراق المالية والسلع، ص 09.

$$E(r) = \sum_{s=0}^{n} p(s)\, r(s)$$

حيث أن :

$E(r)$ تمثل العائد على الاستثمار المتوقع أو المرجح.

$P(s)$ الاحتمالات التي تمثل الفرص المتاحة للاستثمار.

$R(s)$ العائد على الاستثمار المتوقع تحت كل احتمال.

مثال:

توفرت أمامك فرصتان للاستثمار مدخراتك، الأولى في سهم الشركة A و الأخرى في سهم الشركة B وذلك وفق الاحتمالات الثلاثة التالية التي تمثل الحالة أو الظروف الاقتصادية وكانت احتمالات تحقق العائد على الاستثمار في سهم كل من الشركتين تحت كل احتمال هي كما يلي:

السيناروهات(s)	الاحتمال p(s)	العائد على الاستثمار للشركة A $r_{(s)}$ –	العائد على الاستثمار للشركة B $r_{(s)}$ –
ازدهار	0.30	1.0	0.20
عادية	0.40	0.15	0.15
كساد	0.30	0.7-	0.10

أحسب العائد المتوقع $r_{(s)}$ ؟

الحل :

من خلال الجدول يتوقع أن تحقق الأموال المستثمرة في الشركة (A) عائدا مقداره 100% باحتمال 30 % كما يتوقع بدرجة احتمال نفسها أن تحقق خسارة تقدر ب 0.7 كما يتوقع أن تحقق عائدا ب 0.15 وذلك باحتمال 0.4.

أما بالنسبة للشركة B فيتوقع لها أن تحقق عائدا ب 0.2 باحتمال 0.3 و 0.15 باحتمال 0.40 و 0.10 باحتمال 0.3 .

حساب العائد المتوقع E(r) :

$$E(r)_B = (0.30 \times 0.20) + (0.40 \times 0.15) + (0.30 \times 0.1)$$

$$= 0.15$$

$$E(r)_A = (0.30 \times 1) + (0.40 \times 0.15) + (0.30 \times -0.7)$$

$$= 0.15$$

إذا كانت $E(r)_B = E(r)_A$ في هذه الحالة يمكن الاعتماد على منحنى التوزيع الاحتمالي.

فمنحنى التوزيع الاحتمالي يساعدنا في معرفة درجة المخاطرة المرتبطة بالاستثمار، فاتساع المنحنى يدل على زيـــادة درجة المخاطرة والعكس.

مثال:

من البيانات الآتية لمعدلات العائد المتحقق واحتمالية تحققها أحسب معدل العائد المتوقع[1]:

احتمالية التحقق %	معدل العائد المتحقق
0	0.1
10	0.2
20	0.4
30	0.2
40	0.1

الحل:

معدل العائد العائد المتوقع يساوي:

$$E(r) = \sum_{s=0}^{n} p(s)\, r(s)$$

ومنه تصبح قيمة العائد المتوقع وفق الجدول التالي تساوي :

احتمالية التحقق %	معدل العائد المتحقق	معدل العائد المتوقع
0	0.1	0
10	0.2	2
20	0.4	8

[1] محمد علي ابراهيم العامري، مرجع سابق، ص30، 31.

30	0.2	6
40	0.1	4

العائد المتوقع من هذا الاستثمار = 0+2+8+6+4= 20

1-4-6- معدل العائد المطلوب Required rate of return:

هو العائد الذي يرغب المستثمر في تحقيقه عند اقتنائه لاستثمار معين ويتحدد هذا العائد في ضوء المخاطر المرتبطة بهذا الاستثمار، وكلما كانت المخاطر المرتبطة بالاستثمار مرتفعة رفع المستثمر نسبة العائد المطلوب وذلك كتعويض إضافي على تحمله لهذه المخاطر.

ويحسب أو يقدر معدل العائد المطلوب للاستثمار بالأسهم العادية من إضافة معدل العائد الخالي من المخاطرة (R_F) مع معامل المخاطر Beta، وسوف نتطرق إليها لاحقا[1].

1-5- أشكال العائد على السندات:

هو أداة تستخدم لقياس مردودية سند مقارنة بالسندات الأخرى في السوق، وبواسطة هذا المؤشر يمكن للمستثمر اتخاذ القرار الصائب بشأن أي السندات التي يشتريها، يعتمد العائد على السندات على السعر الذي تدفعه و الفائدة التي تتلقاها.

وتنقسم عوائد السندات إلى ما يلي[2]:

- العائد الجاري.
- العائد لفترة الاقتناء.
- العائد لموعد الاستحقاق.
- العائد لموعد الاستدعاء.

1-5-1- معدل العائد الجاري Current yield:

[1] محمد مطر، الأسس النظرية والعملية لبناء و إدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر، الأردن، 2016، ص 30، 31.
[2] قاسم نايف علوان، مرجع سابق، ص ص 52-56.

وهو العائد السنوي على أصل سعر السند، وطريقة حسابه هي قسمة فائدة السند على سعر شرائه ضـــرب 100. مثال على ذلك نفترض أن هناك سندات مملوكة لمستثمر قيمتها الاسمية 1000 دج ، معدل الفائدة علـــى السند 8 % من القيمة الاسمية، تدفع سنويا. سعر شراء السند هو 1000 دج،

المطلوب:

أحسب العائد الجاري لهذا السند؟

الحل :

حساب الفائدة السنوية :

$$\text{الفائدة السنوية} = \frac{1000 \times 0.08}{100}$$

الفائدة السنوية = 80 دج.

حساب معدل العائد الجاري للسند:

$$\text{معدل العائد الجاري للسند} = \frac{80}{1000} \times 100$$

معدل العائد الجاري للسند = 8 %

مثال:

سند قيمته الاسمية 1000دج بفائدة سنوية 10% تحسب مرتين في السنة، القيمة السوقية عند البيع تساوي 950 دج .

المطلوب:

- أحسب العائد الجاري للسند؟

الحل:

حساب قيمة الفائدة في كل مرة:

قيمة الفائدة = القيمة الاسمية للسند × معدل الفائدة

قيمة الفائدة = 1000× 0.05

قيمة الفائدة = 50 دج

ومنه تصبح قيمة الفائدة السنوية تساوي 50 × 2 = 100 دج

$$\text{معدل العائد الجاري للسند} = 100 \times \frac{100}{950} = \%10.5$$

1-5-2- معدل العائد لفترة الاقتناء yield to maturity:

يحسب العائد لفترة الاقتناء إذا قام حامل السند ببيعه في السوق قبل موعد استحقاقه، وذلك من خلال المعادلة التالية:

$$HPY = 100 \times \frac{(\text{سعر البيع} - \text{سعر الشراء}) + \text{الفوائد التي حصل عليها}}{\text{سعر الشراء}}$$

نلاحظ من خلال المعادلة السابقة لحساب العائد لفترة الاقتناء، أن العوائد لفترة الاقتناء بالنسبة للسندات تأخذ بالاعتبار الأرباح أو الخسائر الرأسمالية التي من الممكن أن يحصل عليها حامل السند نتيجة التخلص من السندات عن طريق البيع، بعكس العائد الجاري

مثال:

اشترى مستثمر سندات قيمتها الاسمية 1000 دج، الفائدة 10 %، تدفع كل 6 أشهر مرة، بمبلغ 1150 دج، اقتناها لمدة سنة وقبض خلالها الفوائد مرتين ثم قام ببيعها بسعر سوقي قدر ب 1100 دج.

المطلوب:

- أحسب معدل العائد لفترة الاقتناء بالنسبة لهذا المستثمر مبينا كم كانت أرباحه وخسائره؟

الحل:

- حساب معدل العائد لفترة الاقتناء لهذا المستثمر:

$$HPY = 100 \times \frac{(\text{سعر البيع} - \text{سعر الشراء}) + \text{الفوائد التي حصل عليها}}{\text{سعر الشراء}}$$

ومنه يصبح HPR يساوي :

$$HPY = 100 \times \frac{\mathbf{100 + (1150 - 1100\ )}}{\mathbf{1150}}$$

$$HPY = \%4.34$$

مثال:

أصدرت سندات في السوق الأولي لشركة أليانس للتأمينات بقيمة مقدرة ب 80000دج لمدة 3 سنوات، معـــدل الفائدة قدرت ب 03 %، وعلى هذا الاساس اشترى مستثمر من هذه السندات قيمة اسمية مقـــدرة ب 20000 دج ليبيعها بعد عام من امتلاكها ب 30000.

المطلوب:

– أحسب معدل العائد لفترة الاقتناء بالنسبة لهذا المستثمر مبينا كم كانت أرباحه وخسائره؟

الحل:

– حساب معدل العائد لفترة الاقتناء لهذا المستثمر:

$$HPY = \frac{(\text{سعر البيع} - \text{سعر الشراء}) + \text{الفوائد التي حصل عليها}}{\text{سعر الشراء}} \times 100$$

ومنه يصبح HPR يساوي :

$$50 = 100 \times 0.5 = 20000/(20000 - 30000)$$

1-5-3- معدل العائد لموعد الاستحقاق:

هو ذلك العائد الذي يحصل عليه المستثمر جراء احتفاظه بالسند حتى تاريخ استحقاقه، يحسب وفق الصيغة الرياضية التالية:

$$\text{العائد لموعد الاستحقاق} = \frac{\frac{\text{القيمة الاسمية} - \text{ثمن الشراء}}{\text{عدد السنوات الباقية لموعد الاستحقاق}} + \text{مبلغ الفائدة}}{\frac{\text{القيمة الاسمية} + \text{ثمن الشراء}}{2}}$$

مثال:

اشترى مستثمر سندات تستحق بعد عشر سنوات وتحمل فائدة مقدارها 8 % قيمتها الاسمية 1000 دج ، ســـعر شراء السند 950 دج ، الفائدة تدفع سنويا.

المطلوب: أحسب العائد لموعد الاستحقاق لهذا السند.

الحل:

حساب العائد لموعد الاستحقاق لهذا السند:

$$\text{العائد لموعد الاستحقاق} = \frac{\text{مبلغ الفائدة} + \frac{\text{القيمة الاسمية} - \text{ثمن الشراء}}{\text{عدد السنوات الباقية لموعد الاستحقاق}}}{\frac{\text{القيمة الاسمية} + \text{ثمن الشراء}}{2}}$$

$$\text{العائد لموعد الاستحقاق} = \frac{80 + \frac{950 - 1000}{10}}{\frac{950 + 1000}{2}}$$

العائد لموعد الاستحقاق= 8.72 %

1-5-4- العائد لموعد الاستدعاء:

هو ذلك العائد الذي يحققه المستثمر حامل السندات من تاريخ شرائه إلى موعد استدعائه المنصوص عليه في عقد الاصدار، يحسب وفق العلاقة التالية:

$$\text{العائد لموعد الاستدعاء} = 100 \times \frac{\text{مبلغ الفائدة} + \frac{\text{سعر الاستدعاء} - \text{ثمن الشراء}}{\text{عدد السنوات الباقية لموعد الاستدعاء}}}{\frac{\text{سعر الاستدعاء} + \text{ثمن الشراء}}{2}}$$

مثال:

سند قيمته الاسمية 1000 دج قابل للاستدعاء خلال السنوات الخمس الأخيرة ، بسعر 1050دج ويحمل فائـــدة قدرها 12% تدفع كل ستة شهور، تاريخ استحقاقه بع 15 سنة، سعر شراء السند 900دج.

– أحسب العائد لموعد الاستدعاء؟

الحل:

– حساب معدل العائد لموعد الاستدعاء:

$$\text{معدل العائد لموعد الاستدعاء} = 100 \times \frac{\text{مبلغ الفائدة} + \frac{\text{سعر الاستدعاء} - \text{ثمن الشراء}}{\text{عدد السنوات الباقية لموعد الاستدعاء}}}{\frac{\text{سعر الاستدعاء} + \text{ثمن الشراء}}{2}}$$

$$\text{معدل العائد لموعد الاستدعاء} = 100 \times \frac{(1000 \times 0.06) + \frac{900 - 1050}{20}}{\frac{900 + 1050}{2}}$$

ومنه يصبح معدل العائد لموعد الاستدعاء يساوي 6.923 % .

2- المخاطرة في الاستثمارات الفردية:

إن تذبذب العوائد في قيمتها أو في نسبتها إلى رأس مال المستثمر هو الذي يشكل عنصر المخاطرة، وترجع عملية عدم انتظام العوائد أساسا إلى حالة عدم اليقين المتعلقة بالتنبؤات المستقبلية، فالاستثمار الذي يحمل أو يعطي عائدا بنسبة 15% إذا استمرت الظروف الاقتصادية الجيدة، يحتمل أن يحقق في نفس الوقت خسارة بنسبة 10% في ظل ظروف إقتصادية غير جيدة، ويقال في هذه الحالة بأنه استثمار محفوف بالمخاطر، وبذلك فإن المخاطرة المتعلقة بأي استثمار تقود إلى ظروف عدم التأكد الخاصة بنتائج هذا الاستثمار.

إن لكل استثمار درجة معينة من الخطر وإن ما يسعى إليه المستثمر العادي هو تحقيق أعلى عائد ممكن عند مستوى مقبول من المخاطر، يتحدد وفق طبيعة المستثمر وعمره، فالمستثمر المغامر يكون على استعداد لقبول درجة أعلى من المخاطر في أي مشروع من المستثمر المتحفظ والمستثمر الصغير يكون لديه استعداد أقل.

إن معظم المستثمرون يفضلون عدم تحمل المخاطرة، إلا أنهم في نفس الوقت مستعدين لقبول مخاطر أعلى مقابل توقعهم الحصول على عائد أعلى، لهذا نجد أن الاستثمار في سندات الخزينة هو أقل مخاطرة من الاستثمار في الأسهم، حيث تعطي السندات فائدة ثابتة محددة يكون تذبذب أسعارها في حدود ضيقة بينما الاستثمار في أسهم الشركات متذبذب ومحفوف بالمخاطر.

2-1- مفهوم مخاطر الاستثمار:

هذا ويمكن الاشارة إلى أنه عند اتخاذ أي قرار استثمار من طرف المستثمر، فإنه يجري مبادلة ما بين العائد والمخاطرة، فقد يتحمل درجة أعلى من المخاطر في مقابل الحصول على عائد الكبير والعكس[1].

وعلى هذا الأساس يمكن تعريف الخطر كما يلي:

من الامور المهمة التي يجب أن ندركها هو أن المخاطرة انما تعني في فعلها عدم التأكد uncertainty، وفي الحقيقة أن أساس الاختلاف بينهما يكمن في الدقة التي تتوفر بشأن معرفة وتحديد احتمالات حدوث التوزيع الاحتمالي للحدث، فعدم التأكد هو الحدث أو الموقف الذي لا يمكن لمتخد القرار من وضع التوزيع الاحتمالي له بسبب عدم توفر المعلومات التاريخية التي تمكنه من ذلك، أما المخاطرة فإنها الموقف التي يمكن لمتخذ القرار من وضع توزيع احتمالي له بسبب توفر المعلومات، كما تحدد المخاطرة بأنها درجة التقلب في العائد المتوقع وبتحديد آخر هو أن المخاطرة هي احتمال اختلاف variation العائد الفعلي من الاستثمار قياسا بالعائد المتوقع من ذلك الاستثمار، فالأول هو العائد الحقيقي من الاستثمار المتاح في حين يكون الثاني متوقع expected، إذ قد يتحقق أو لا وعلى وفق درجة المخاطرة ولذلك فإن الحالات التي تنعدم فيها المخاطرة تتساوى فيها العوائد المتوقعة مع العوائد الفعلية وهي حالات نادرة جدا في الحياة الاقتصادية[2].

وبشكل عام فإن المخاطرة يمكن تقديرها وقياسها من خلال عدد من المقاييس الاحصائية للتشتت مثل الانحراف المعياري standard deviation أو معامل الاختلاف coefficient variation.

2-2- أنواع المخاطر:

2-2-1- المخاطر المنتظمة (غير قابلة للتنويع) :

وهي تلك المخاطر المرتبطة بالسوق ككل و المتعلقة بتقلبات أسعار الأوراق المالية بصفة عامة وتقلبات أسعار الفائدة وانخفاض القوة الشرائية نتيجة التضخم والسياسات المالية والنقدية والخسائر الناشئة عن التغير في قيمة أسعار صرف العملات وتحدث تلك المخاطر المنتظمة عادة عند وقوع حادث كبير يؤثر على السوق كلها ولا

[1] حسين علي خربوش ...وآخرون، ‘دارة المحافظ الاستثمارية، دار زهران، الأردن، 2010، ص 116، 117.
[2] حمزة محمود الزبيدي، الاستثمار في الأوراق المالية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، ط1، الأردن، 2004. ص61.

توجد وسيلة للحماية من المخاطر الناجمة من تلك الأحداث (التنويع*)إلا أنه على المستثمر أن يعرف مقدما احتمال تأثر تلك الأوراق المالية بتلك المخاطر[1].

– مخاطر سعر الفائدة:

تشير مخاطر سعر الفائدة إلى إمكانية انخفاض القيمة السوقية للأوراق المالية نتيجة لتغير أسعار الفائدة السائدة في السوق وتجدر الإشارة إلى أن مخاطر أسعار الفائدة تنعكس على السندات أكثر من انعكاسها على نوع آخر من الأوراق المالية ويرجع ذلك إلى أن السند يحمل سعر فائدة ثابت طوال فترة استحقاقه وتعكس مخاطر أسعار الفائدة في حجم النقص أو الزيادة في القيمة السوقية للسند نتيجة لتغير أسعار الفائدة السائدة في السوق.

فمثلا ارتفاع أسعار الفائدة في السوق مقارنة بسعر فائدة السند تؤدي إلى انخفاض القيمة السوقية لأن المستثمر سوف يلجأ إلى بيع ذلك السند وشراء سندات أخرى تحقق معدلات عائد أكبر والعكس عند انخفاض أسعار الفائدة السوقية[2].

– مخاطر التضخم:

يقصد به ذلك الجزء من المخاطرة والذي يرجع إلى التغير في المستوى العام للأسعار فإذا كان التغير في المستوى العام للأسعار يتجه إلى الارتفاع فإن ذلك يعني وجود حالة من التضخم والذي يظهر أثره من خلال الانخفاض في القوة الشرائية للنقود ويترتب على وجود التضخم أن العائد الحقيقي للاستثمار يصبح أقل من العائد الظاهري* للاستثمار ويظهر أثر التضخم على السندات والأسهم الممتازة لوجود العائد الثابت على هذا النوع من الأوراق أما العائد على الأسهم العادية فيعتبر أقل تأثر بالتضخم لأن عائده غير محدد مسبقا وكذلك الارتفاع في المستوى العام للأسعار يصطحبه عادة ارتفاع في أسعار منتجات الشركة المصدرة للأسهم العادية ويترتب على ذلك زيادة حجم أرباح الشركة وبالتالي زيادة الربح الموزع للأسهم العادية.

– مخاطر السوق:

تتمثل مخاطر السوق في ذلك الجزء من المخاطر الذي ينتج عنه صعود وهبوط السوق حيث يظهر هذا الصعود أو الهبوط من خلال مؤشرات أسعار الأوراق المالية (مؤشرات السوق) فعند ارتفاع مؤشر السوق نطلق

---

*. نعني بالتنويع في هذه الحالة تشكيل مجموعة من الأوراق المالية فيما يسمى بالمحافظ المالية، يستخدمها المستثمر لمواجهة المخاطر المالية.

[1]. صفية أحمد أبوا بكر، تكوين محفظة استثمارات مثلى،ب التطبيق على شركة تأمين تعمل في السوق المصري ،مؤتمر أسواق الأوراق المالية و البورصات، كلية الشريعة و القانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة،ص7،تاريخ التحميل:
http://slconf.uaeu.ac.ae/prev_conf/2007/research.htm

[2]. محروس حسن، الأسواق المالية و الاستثمارات المالية، كلية التجارة، جامعة عين الشمس، دون طبعة، دون سنة نشر،ص131،135.

*. يقصد بالعائد الظاهري معدل العائد الذي يحققه الاستثمار أما العائد الحقيقي فهو عائد الاستثمار بعد الاخذ بعين الاعتبار أثر التضخم.

على ذلك بالسوق الصعودي والعكس يطلق عليه بالسوق النزولي وخلال الفترة التي ينخفض فيها مؤشر السوق حتى يصل إلى أدنى مستوى له فإن المستثمر سوف يقوم بشراء الورقة المالية في أجل بيعها عند الارتفاع و في الأسواق المتطورة يرتبط صعود و هبوط السوق بالدورة الاقتصادية من انتعاش إلى كساد و ثم انتعاش.....الخ.

وبناءا على ذلك يتم توقع حالة السوق على أساس ارتباطها بحالات الكساد والانتعاش في اقتصاد الدولة ككل ففي حالات الكساد عادة ما تعمل المصانع بأقل من طاقتها وينخفض مستوى التوظيف ونقل الأرباح والعكس في حالات الانتعاش ويتغير انخفاض أرباح الشركات أثناء فترات الكساد ويكون السبب وراء انخفاض أسعار الأوراق المالية والجدير بالذكر أن الأسهم العادية أكثر الأوراق حساسية لمخاطر السوق نظرا لارتباط الربح الموزع للسهم بمستوى أرباح الشركة أكثر من غيره من الأوراق المالية الأخرى وخاصة السندات[1].

2-2-2- المخاطر غير المنتظمة أو المخاطرة القابلة للتنويع:

هو ذلك الجزء من المخاطرة لورقة مالية الذي تسببه عناصر خاصة بالشركة وبالتالي يمكن التخفيف من حدته من خلال التنويع لأن أي تأثيرات سلبية على شركة تقابلها تأثيرات إيجابية على شركة أخرى ومن بين عناصر المخاطر غير المنتظمة عدم الاحتياط للأحداث المتوقعة من طرف الشركات وكذا تقادم المنتجات والارتباط بعميل واحد وكذا خطر تصريف الورقة أو ما يعرف بخطر السيولة[2].

- عدم الاحتياط للأحداث غير المتوقعة:

وتتمثل هذه الإحداث في الكوارث غير المتوقعة مثل الزلزال، الفيضان،....الخ وكذا وفاة أحد العناصر المؤثرة في إدارة الشركة وتتمثل مسئولية الإدارة هنا في الاحتياط لمثل هذه الأحداث حتى يمكن تجنب الخسائر الضخمة التي قد تنتج عنها فإذا لم تقم الإدارة بالاحتياط للكوارث غير المتوقعة فإذا قد تواجه خسائر ضخمة تؤثر سلبا على مركزها المالي وبالتالي يترتب عليها انخفاض أسعار أوراقها المالية في السوق مما يشكل خسائر بالغة للمستثمرين.

- تقادم المنتجات:

تمر جميع المنتجات تقريبا بنفس المراحل بدءا من مرحلة الظهور إلى النضج وأخيرا مرحلة التقادم ويحدث التقادم بسبب ظهور منتج جديد أكثر تطورا أو أطول عمرا أو أكثر وفرا في تكاليف التشغيل مما يؤدي إلى تقادم

[1]. محروس حسن، مرجع سابق،ص129،130،131،132.
[2]. رياض دهال، الأدوات المالية، إصدارات جسر التنمية،ص17،تاريخ التحميل2007/04/30:www.arab-api.org\develop_1.htm.

المنتج أمام المنتجات المستحدثة ويؤدي إلى تقلص مبيعات الشركة الذي يترتب عليه انخفاض في أسعار الأوراق المالية للشركة.

– الارتباط بعميل واحد:

إذا كانت الشركة تتعامل في توريد منتجاتها لعميل واحد فإن استمرارية الشركة يتوقف على استمرارية التعامل معه، مثال على ذلك المصانع الصغيرة التي تعتمد في تصريف إنتاجها على شركة كبيرة للإنتاج السيارات فإذا توقفت الشركة المشترية عن التعامل مع الشركة الصغيرة فإن معنى ذلك انهيار هذه الأخيرة و المستثمرين في الأسهم هم الذين يتحملون تبعات ذلك[1].

– خطر السيولة:

وهي المخاطر الناتجة عن إمكانية تحويل الاستثمار إلى نقود أو تسييله فقدرة الاستثمار على التحول إلى نقود بسهولة وبسرعة عنصر مهم جدا بالنسبة لمخاطر الاستثمار فالأسهم يمكن تسييلها بسهولة فالشركات المعروفة بأدائها المتميز مثلا تكون أسهمها مرغوبة لدى الجميع ولا يجد المستثمرون صعوبة في بيعها في أي وقت و لذلك فدرجة سيولتها عالية ولكنها محاطة بأنواع أخرى من مخاطر السوق[2].

2-3- قياس مخاطر الاستثمارات الفردية:

تقاس مخاطر الورقة المالية بالتشتت حيث يقيس هذا المعيار تشتت العوائد عن المركز أو المعدل لهذه العوائد بالاضافة إلى أن التشتت يمكن أن نستنتج منه الانحراف المعياري وهو عبارة عن الجذر التربيعي للتشتت وهما أفضل معيار لقياس المخاطر غير المنتظمة أو مخاطر السهم.

يحسب التشتت وفق المعادلة التالية:

$$\text{التشتت} = \frac{\sum_{i=1}^{n}(x_i - \overline{x_i})^2}{n}$$

$$\delta = \sqrt{\text{التشتت}}$$

[1]. محروس حسن، مرجع سابق،ص127،128،129.
[2]. منى قاسم،دليل الاستثمار في البورصة المصرية والبورصات العربية، الدار المصرية اللبنانية، القاهرة، 2007، ص100.

$$\delta = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^{n}(x_i - \overline{x_i})^2}{n}}$$

كلما زاد الانحراف المعياري كلما دل ذلك على زيادة المخاطر والعكس.

و للتوضيح لنفترض أنه لديك عوائد سهم شركة صيدال ظهرت عوائده كما يلي:

N	R_i
1	0.35
2	0.03
3	0.15
4	0.02
5	0.11
6	0.24

- أحسب مخاطر الاستثمار في سهم شركة صيدال؟

الحل:

$$\overline{R_i} = \frac{\sum_{i=1}^{n} R_i}{N}$$

$$\overline{R_i} = \frac{0.9}{6}$$

N	R_i	$\overline{R_i}$	$(R_i - \overline{R_i})$	$(R_i - \overline{R_i})^2$
1	0.35	0.15	0.2	0.04
2	0.03	0.15	0.12-	0.0144
3	0.15	0.15	0	0
4	0.02	0.15	0.13-	0.0169
5	0.11	0.15	0.04-	0.0016
6	0.24	0.15	0.09	0.0081

$$\text{التشتت} = \frac{\sum_{i=1}^{n} (R_i - \overline{R_i})^2}{n}$$

ومنه تصبح قيمة التشتت تساوي:

$$\text{التشتت} = \frac{0.0801}{6}$$

التشتت = 0.0135

حساب قيمة الانحراف المعياري Standard Deviation:

$$\delta = \sqrt{\text{التشتت}}$$

$$\delta = \sqrt{0.0135}$$

$$\delta = 0.11618$$

من خلال ما سبق نلاحظ أن عائد سهم هذه الشركة يرتفع بحدود 0.11618 عن المعدل و يـــنخفض في أوقات أخرى عن المعدل بنفس المقدار، أي تشتت العوائد على المعدل هو بحدود 0.11618 ارتفاعا وانخفاضا.

مثال:

عرضت عليك عوائد سهم لشركة مدرجة في بورصة عمان خلال ثلاث سنوات كما يلي:

N	R_i
1	0.54
2	0.22
3	0.33

المطلوب: ايجاد مخاطر الاستثمار في أسهم هذه الشركة مع توضيح معنى المخاطرة المستخرجة؟

الحل:

$$\overline{R_i} = \frac{\sum_{i=1}^{n} R_i}{N}$$

$$\overline{R_i} = \frac{1.09}{3}$$

N	R_i	$\overline{R_i}$	$(R_i - \overline{R_i})$	$(R_i - \overline{R_i})^2$
1	0.54	0.36	0.18	0.0324
2	0.22	0.36	-0.14	0.0196
3	0.33	0.36	-0.03	0.0009
				0.0529

$$\text{التشتت} = \frac{\sum_{i=1}^{n} (R_i - \overline{R_i})^2}{n}$$

ومنه تصبح قيمة التشتت تساوي:

$$\text{التشتت} = \frac{0.0529}{3}$$

التشتت = 0.0176

حساب قيمة الانحراف المعياري Standard Deviation:

$$\delta = \sqrt{\text{التشتت}}$$

$$\delta = \sqrt{0.0176}$$

$$\boldsymbol{\delta = 0.0003}$$

من خلال ما سبق نلاحظ أن عائد سهم هذه الشركة يرتفع بحدود 0.0003 عن المعدل و ينخفض في أوقات أخرى عن المعدل بنفس المقدار، أي تشتت العوائد على المعدل هو بحدود 0.0003 ارتفاعا وانخفاضا.

مثال:

لنفترض أن أحد المستثمرين اشترى ورقة مالية، وكان العائد السنوي المتوقع خلال السنوات الخمس كما يلي[1]:

السنة	العائد السنوي
1	0.07
2	0.05
3	0.08
4	0.06
5	0.09

أحسب الانحراف المعياري؟

$$\overline{R_i} = \frac{\sum_{i=1}^{n} R_i}{N}$$

$$\overline{R_i} = 0.07$$

N	R_i	$\overline{R_i}$	$(R_i - \overline{R_i})$	$(R_i - \overline{R_i})^2$
1	0.07	0.07	0	-
2	0.05	0.07	-0.02	0.0004
3	0.08	0.07	0.01	0.0001
4	0.06	0.07	-0.01	0.0001
5	0.09	0.07	0.02	0.0004

$$\text{التشتت} = \frac{\sum_{i=1}^{n} (R_i - \overline{R_i})^2}{n}$$

ومنه تصبح قيمة التشتت تساوي:

[1]. حمزة محمود الزبيدي ، ص 64.

$$\text{التشتت} = \frac{0.0801}{6}$$

التشتت = 0.0002

حساب قيمة الانحراف المعياري Standard Deviation:

$$\delta = \sqrt{\text{التشتت}}$$

$$\delta = \sqrt{0.0002}$$

$$\boldsymbol{\delta = 1.4\%}$$

معامل Beta:

يقيس معامل Beta سرعة تأثير مخاطر السوق على السهم الواحد ويحسب وفق المعادلة التالية:

$$\textbf{Beta} = \frac{\boldsymbol{covariance}}{\boldsymbol{Dispersion\ of\ market\ returns}}$$

$$\textbf{Beta} = \frac{\text{التغاير ما بين عائد والسهم عائد السوق}}{\text{تشتت عائد السوق}}$$

حيث أن:

$$\boldsymbol{covariance} = \frac{\sum_{i=1}^{n} (R_i - \overline{R_i})\ (R_m - \overline{R_m})}{\textbf{n-1}}$$

حيث أن :

R_m تمثل عائد السوق

مثال:

لديك الجدول التالي يبين العائد للشركة A وعائد سوق المال (عمان)، خلال ثمانية سنوات .

- أحسب التغاير ؟

N	R_m	R_i
1	0.25	0.15
2	0.35	0.19
3	0.15	0.05
4	0.12	0.03
5	0.14	0.25
6	0.18	0.30
7	0.18	0.10
8	0.17	0.12

الحل:

- ايجاد قيمة التغاير:

$$covariance = \frac{\sum_{i=1}^{n} (R_i - \overline{R_i})\ (R_m - \overline{R_m})}{n-1}$$

N	R_m	R_i	$(R_i - \overline{R_i})$	$(R_m - \overline{R_m})$	$(R_i - \overline{R_i})\ (R_m - \overline{R_m})$
1	0.15	0.25	0.125	0.0575	0.000071875
2	0.19	0.35	0.04125	0.1575	0.0064967
3	0.05	0.15	0.09875-	0.0425-	0.0041968
4	0.03	0.12	0.11875-	0.0725-	0.008609
5	0.25	0.14	0.10125-	0.0525-	0.005315-
6	0.30	0.18	0.15125	0.0125-	0.0018906-
7	0.10	0.18	0.04875-	0.0125-	0.0006093
8	0.12	0.17	0.02875-	0.0225-	0.0006468

حيث أن : $\overline{R_i} = 0.14875$ و $\overline{R_m} = 0.19$

ومنه تصبح قيمة التغاير تساوي:

$$covariance = \frac{0.013428}{7}$$

$$covariance = 0.00191799$$

مثال:

ليكن لديك عائد السوق وعائد سهم شركة صيدال ظهرت عوائده خلال ثمانية سنوات كما يلي[1]:

السنة	عائد السهم Ri	عائد السوقRm
1	0.15	0.13
2	0.1	0.35
3	0.05	0.25
4	0.25	0.18
5	0.12	0.1
6	0.03	0.12
7	0.09	0.08

- إيجاد مخاطر السوق أو معامل Beta؟

$$\text{Beta} = \frac{covariance}{Dispersion\ of\ market\ returns}$$

$$DMR = \frac{\sum_{m=1}^{n} (R_m - \overline{R_m})^2}{n-1}$$

1- حساب التغاير:

[1]. غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، دار المناهج للنشر والتوزيع، الأردن، 2015 ، ص ص 98- 81.

$$covariance = \frac{\sum_{i=1}^{n} (R_i - \overline{R_i})\ (R_m - \overline{R_m})}{n-1}$$

حيث أن : $\overline{R_i} = 0.112857$ و $\overline{R_m} = 0.172857$

السنة	R_i	R_m	$(R_i - \overline{R_i})$	$(R_m - \overline{R_m})$	$(R_i - \overline{R_i})\ (R_m - \overline{R_m})$
1	0.15	0.13	0.0371424	0.0428571-	0.0015918-
2	0.1	0.35	0.012857-	0.1771429	0.0022775-
3	0.05	0.25	0.0628571-	0.0771429	0.0048489-
4	0.25	0.18	0.1371429	0.0071429	0.0009795
5	0.12	0.1	0.0071429	0.0728571-	0.0005204-
6	0.03	0.12	0.0828571-	0.0528571-	0.0043795
7	0.09	0.08	0.022857-	0.0928571-	0.00212249
			-	-	0.0017572-

ايجاد التشتت:

السنة	$(R_m - \overline{R_m})$	$(R_m - \overline{R_m})^2$
1	0.0428571-	0.0018367
2	0.1771429	0.0313796
3	0.0771429	0.005951
4	0.0071429	0.0000510
5	0.0728571-	0.00538
6	- 0.0528571	0.0027938
7	0.0928571-	0.00862244
المجموع	-	0.5594254

حساب قيمة التشتت:

$$DMR = \frac{\sum_{m=1}^{n} (R_m - \overline{R_m})^2}{n-1}$$

$$DMR = \frac{0.05594254}{6}$$

$$DMR = 0.0093275$$

حساب قيمة التغاير:

$$covariance = \frac{\sum_{i=1}^{n} (R_i - \overline{R_i})\ (R_m - \overline{R_m})}{n-1}$$

$$covariance = \frac{0.0017572}{6} = -0.000292866$$

$$Beta = \frac{covariance}{Dispersion\ of\ market\ returns}$$

$$\text{Beta} = \frac{0.00292866 -}{0.0093275} = -0.031398$$

3- معدل العائد المتوقع للمحفظة:

المحفظة الاستثمارية هي عبارة عن تشكيلة من الأوراق المختلفة، وهذه الأوراق لها خصائصها المختلفة وعوائد ومخاطر مختلفة. ولكن إذا وضعنا هذه الأوراق في محفظة واحدة فهل ستأخذ المحفظة المالية خصائص هذه الاوراق؟. و بناءا عليه يمكن حساب معدل عائد المحفظة المتوقع كما يلي[1]:

[1]. غازي فلاح المومني، مرجع سابق، ص19، 105.

$$E(r)_p = \sum_{i=0}^{n} w_i \times Er_i$$

حيث أن:

- $E(r)_p$ تمثل معدل العائد المتوقع للمحفظة .
- w_i (wheight) تمثل الوزن النسبي للاستثمار الفردي.
- Er_i معدل العائد المتوقع للاستثمار الفردي.

مثال:

فيما يلي معدل العائد المتحقق للسهمين A وB ، الوزن النسبي ل A و B على التوالي: 0.75، 0.25.

السنوات	معدل العائد المتوقع A	معدل العائد المتوقع B
1	0.08	0.16
2	0.12	0.12
3	0.13	0.14
4	0.07	0.18
5	0.10	0.18

المطلوب: أحسب معدل العائد المتوقع للمحفظة؟

الحل:

حساب معدل العائد المتوقع للمحفظة:

$$E(r)_p = \sum_{i=0}^{n} w_i \times Er_i$$

$$E(r)_p = (0.75 \times 0.1) + (0.25 \times 0.14)$$

$$E(r)_p = 0.11$$

حيث أن:

$$E(r)_A = \frac{0.50}{5} = 0.1$$

$$E(r)_B = \frac{0.70}{5} = 0.14$$

مثال:

نفترض أن مستثمر يدير محفظة رأسمالها 1000.000 دج موزعة بين 5 أسهم، أ ، ب، ج، د ، بنسبة 40000، 10000، 15000، 15000، 20000، على التوالي.

وكانت العوائد المتوقعة كما يلي على التوالي، 0.20، 0.25، 0.13، 0.15 .

المطلوب:

أحسب معدل العائد المتوقع لهذه المحفظة؟

الحل:

لحساب معدل العائد المتوقع لهذه المحفظة نعتمد على الجدول التالي:

الاسهم المكونـــة للمحفظة	رأس المال	الوزن النسبي W	العائد التاريخي	العائد المتوقع
أ	10000	0.1	0.2	0.02
ب	40000	0.4	0.25	0.1
ج	15000	0.15	0.11	0.015
د	15000	0.15	0.13	0.0195
ه	20000	0.2	0.15	0.03
المجموع	1000.000	1	-	0.1845

$$E(r)_p = (0.1 \times 0.2) + (0.4 \times 0.25) + (0.5 \times 0.11) + (0.5 \times 0.13) + (0.2 \times 0.15)$$

$$E(r)_p = 0.1845$$

مثال:

يملك مستثمر محفظة متكونة من ثلاث أسهم A و B و C الوزن النسبي ل A هو 035 و الوزن النسبي للسهم B هو 0.60 وللسهم C هو 0.40، معدل العائد المتحقق لثلاث سنوات لهذه الاسهم عرضت وفق الجدول التالي:

السنوات	معدل العائد المتوقع B	معدل العائد المتوقع B	معدل العائد المتوقع C
1	0.03	0.13	0.25
2	0.2	0.1	0.12
3	0.15	0.03	0.11

المطلوب:

أحسب معدل العائد المتوقع الذي يمكن أن يحققه هذا المستثمر من جراء امتلاكه لهذه المحفظة؟

الحل:

حساب معدل العائد المتوقع للمحفظة:

$$E(r)_p = \sum_{i=0}^{n} w_i \times Er_i$$

$$E(r)_p = (0.12 \times 0.35) + (0.6 \times 0.08) + (0.4 \times 0.16)$$

$$E(r)_p = 0.154$$

حيث أن:

$$E(r)_A = \frac{0.38}{3} = 0.12$$

$$E(r)_B = \frac{0.26}{3} = 0.08$$

$$E(r)_C = \frac{0.48}{3} = 0.16$$

4- مخاطرة المحفظة:

جميع الاقتصاديين يجمعون بأنه لا يوجد أي استثمار لا يتعرض للخطر، أي أنه كلما زادت العوائد زادت المخـــاطر المرتبطة به، هذا ويمكن الاشارة بأن قياس الخطر يبقى غامض وفيه اختلاف، وكلما تم تنويع للمحافظ المالية كلمـــا قلت قيمة الخطر[1].

ومخاطرة المحفظة هي دالة لمخاطرة الاستثمارات الفردية التي تشكل أو تكون المحفظة و أوزانها، ومعـــاملات الارتباط فيما بين معدلات العائد لهذه الاستثمارات الفردية، فكلما كانت معاملات الارتباط سالبة بين موجـــودات المحفظة كلما اقتربت المحفظة من المثالية ويكون ذلك أفضل[2].

فعندما تكون المحفظة مكونة من استثمارين A و B فإن صيغة مخاطرة المحفظة هي:

$$\delta_P = \sqrt{W_1^2\,\delta_1^2 + W_2^2\,\delta_2^2 + (2W_1W_2)(R_{1.2}\delta_1\delta_2)}$$

حيث أن:

$\mathbf{R_{1.2}}$ يمثل معامل الارتباط .

$\mathbf{W_{1.2}}$ يمثل الوزن الاستثماري.

$\boldsymbol{\delta_P}$ تمثل مخاطرة المحفظة.

مثال:

محفظة متكونة من سهمين (1، 2)، الانحراف المعياري لكل منهما 0.08، الوزن النسبي للمحفظتين هو 50% .

– أحسب مخاطرة هذه المحفظة، إذا علمت أن معامل الارتباط يساوي 1.

الحل:

يمكن حساب مخاطرة المحفظة وفق القانون التالي:

$$\delta_P = \sqrt{W_1^2\,\delta_1^2 + W_2^2\,\delta_2^2 + (2W_1W_2)(R_{1.2}\delta_1\delta_2)}$$

ومنه تصبح مخاطرة المحفظة كما يلي:

$$\delta = \sqrt{0.08^2 0.05^2 0.05^2 0.08^2 + 2(0.5)(0.5) \times (1)(0.08)(0.08)}$$

$$\delta = 0.08$$

[1]. hain levy , stochastic dominance ; investment ; decision ;making under uncertainty ,third edition, springer, ,2016,page1,2.

[2] محمد علي ابراهيم العامري، مرجع سابق، ص 45.

خلاصة المحور الثاني:

العائد والمخاطرة هما صفتان متلازمتان لأي استثمار مالي، فهناك من يفظل العائد والمخاطرة في الاســـواق المالية والبعض الآخر يفضل الامان والعائد القليل و البعض الآخر يوازي بين العائد و المخاطر.

تختلف المخاطر باختلاف الاصل المالي، فبالنسبة للأسهم تتعرض لمخاطر أكبر من السندات، هذا ما وجـــب على المستثمين تكوين محافظ مالية تقلل المخاطر غير المنتظمة نتيجة التنويع والذي سوف نتطرق إليهـــا في المحـــور اللاحق.

قائمة مراجع المحور الثاني:

1. محمد عبد الرحمن سلمان، تحليل و مناقشة العائد والمخاطرة في ظل قرار التوليفة المثلى، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، العدد 48، بغداد، 2016.
2. هيئة الأوراق المالية والسلع، الاستثمار في الأسهم العوائد والمخاطر، الامارات العربية المتحدة، ص 60، تاريخ الاطلاع 2017/05/02: www.sca.ae
3. قاسم نايف علوان، إدارة الاستثمار (بين النظرية والتطبيق)، دار الثقافة، الاردن، ط1، 2009.
4. محمد على ابراهيم العامري، إدارة محافظ الاستثمار، دار اثراء للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2013.
5. محمد مطر، الأسس النظرية والعملية لبناء و إدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر، الأردن، 2016.
6. حسين علي خربوش ...وآخرون، ‘دارة المحافظ الاستثمارية، دار زهران، الأردن، 2010.
7. حمزة محمود الزبيدي، الاستثمار في الأوراق المالية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، ط1، الأردن، 2004.
8. صفية أحمد أبوا بكر، تكوين محفظة استثمارات مثلى،ب التطبيق على شركة تأمين تعمل في السوق المصري ،مؤتمر أسواق الأوراق المالية و البورصات، كلية الشريعة و القانون، جامعة الإمارات العربية المتحدة،ص7،تاريخ التحميل:
http://slconf.uaeu.ac.ae/prev_conf/2007/research.htm
9. محروس حسن، الأسواق المالية و الاستثمارات المالية، كلية التجارة، جامعة عين الشمس، دون طبعة، دون سنة نشر.
10. رياض دهال، الأدوات المالية، إصدارات جسر التنمية،ص17،تاريخ التحميل2007/04/30:www.arab-api.org\develop_1.htm.
11. منى قاسم، دليل الاستثمار في البورصة المصرية والبورصات العربية، الدار المصرية اللبنانية، القاهرة، 2007.
12. غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، دار المناهج للنشر والتوزيع، الأردن، 2015 .

13-Jack clark Francis ,Dongcheol Kim , modern portfolio theory ,Hoboken, new jersey, Canada, 2013

14-hain levy , stochastic dominance ; investment ; decision ;making under uncertainty ,third edition, springer, ,2016,page

المحور الثالث:

التنويع الأمثل ونظرية MARKOWITZ

مقدمة المحور الثالث:

إن عملية الاستثمار في الأوراق المالية تحقق للمستثمر عائد يمكن أن يكون ناتج عن عملية المضاربة في تلك الاوراق أو عائد ناتج عن توزيعات الشركات والذي يتضمن الارباح بالنسبة للأسهم والفوائد بالنسبة للسندات، وفي الحقيقة لا يمكن أن نجد استثمارا يحمي صاحبه من المخاطر فالاستثمار في الاوراق المالية يمكن أن ينجم عنه مخاطر عديدة ، بعضها مخاطر يمكن التخلص منها عن طريق تكوين المحافظ المالية والبعض الاخر مخاطر منتظمة لا يمكن التخلص منها عن طريق تكوين المحافظ المالية، ومن خلال ما سبق يمكن تقسيم المحور إلى ما يلي:

- مفهوم التنويع في الاستثمار.

- أسس تنويع المحفظة المالية.

1- مفهوم التنويع في الاستثمار:

يعتبر التنويع الوسيلة التي يلجأ إليها المستثمر للحماية من الأخطار، فاستثمار الفرد لجميع مدخراته في سهم شركة واحدة في أي بلد من بلدان العالم يتصف بدرجة كبيرة من المجازفة، لأن مثل هذا الاستثمار هو بعيد كل البعد عن التنويع، وبالتالي يكون عرضة لجميع أو أغلب الأخطار المذكورة.

كما يقصد بالتنويع توزيع المبلغ المراد استثماره على أكثر من أصل بدل من أصل واحد، لتحقيق عائد مجزي وتخفيض مخاطر الاستثمار، والهدف من التنويع هو الحد من المخاطرة دون التضحية بالعائد، كذلك يعرف على أنه توزيع الاستثمار على عدد من الأصول للتخلص من بعض المخاطر وليس كلها، ومن خلال ما سبق يتبين بأن التنويع هو عدم الاقتصار على أصل إستثماري واحد و إنما الاستثمار بتشكيلة متنوعة من الأصول بهدف تقليل المخاطر[1].

2- أسس تنويع المحفظة المالية:

يمكن حصر أسس تنويع المحافظ المالية فيما يلي:

- تنويع جهة الاصدار.
- تنويع تواريخ الاستحقاق.

2-1- تنويع جهة الاصدار:

ينقسم هذا النوع إلى التنويع الساذج وتنويع ماركويتز **MARKOWITZ** .

- التنويع الساذج:

يقوم أسلوب التنويع الساذج أو ما يطلق عليه بأسلوب التنويع البسيط simple diversification على فكرة أساسية مؤداها أنه كلما زاد تنويع الاستثمارات التي تتضمنها المحفظة، انخفضت المخاطر التي يتعرض لعها عائدها، فالمحفظة التي تتكون من عدد كبير من الأسهم، يتعرض عائدها لمخاطر أقل من المخاطر التي تتعرض لها محفظة أخرى تتكون من عدد أقل من الأسهم، ويمكن التعبير عن أسلوب التنويع الساذج بالحكمة التي تقول لا تضع ك ما تملكه من بيض في سلة واحدة not putting all the eggs in one basket.

[1] توفيق عوض توفيق شبير، بناء محافظ استثمارية باستخدام نماذج تقييم آداء الأسهم، دراسة تطبيقية تحليلية مقارنة على أسهم الشركات المدرجة في بورصة فلسطين، مذكرة ماجستير، تخصص محاسبة وتمويل، الجامعة الاسلامية، غزة، فلسطين، 2015، ص 32.

وقد يأخذ التنويع الساذج صورة تتمثل في وضح حد أقصى للمبالغ المستثمرة في إصدار واحد، كأن يقرر المستثمر مثلا ألا يزيد حجم الأموال المستثمرة في أي إصدار عن 5% من مخصصات المحفظة، وذلك كوسيلة لعدم تركيز الموارد في أسهم عدد محدود من المنشآت، وفي هذا الصدد تشير دراسة إلى أن أسلوب التنويع الساذج يضمن التخلص من الجانب الأكبر من المخاطر غير المنتظمة بينما لا يسهم في تخفيض المخاطر المنتظمة، أي المخاطر المتعلقة بالظروف العامة سواء كانت اقتصادية أو اجتماعية أو غيرها.

كما يمكن للمستثمر أن يتخلص كلية من المخاطر غير المنتظمة أو الجانب الكبير منها إذا تضمنت المحفظة حوالي 15 ورقة مالية، ومن المقترح أن لا يغالي المستثمر في تنويع مكونات المحفظة، إذ يمكن أن تترتب على المغالاة آثار سلبية[1].

– تنويع ماركويتز:

يقوم تنويع ماركويتز على فكرة مؤداها أن مخاطر المحفظة لا تتوقف فقط على مخاطر الاستثمارات التي تشمل عليها، بل تتوقف كذلك على العلاقة التي تربط عوائد تلك الاستثمارات وهذا يعني ضرورة الاختيار الدقيق للاستثمارات التي تشتمل عليها المحفظة، ذلك بمراعاة طبيعة الارتباط بين العوائد المتولدة عنها، فعندما تكون هناك علاقة طردية بين عوائد الاستثمارات التي تتكون منها المحفظة فإن المخاطر التي تتعرض لها تكون أكبر مما لو كانت تلك العوائد مستقلة لا ارتباط بينها، أو توجد بينها علاقة عكسية، وهذا الاسلوب في التنويع قد ينجح ليس فقط في التخلص من المخاطر الخاصة بل والتخلص من جزء من المخاطر العامة[2].

2-2- تنويع تواريخ الاستحقاق:

تنقسم أساليب التنويع حسب تواريخ الاستحقاق إلى ثلاثة أساليب[3]:

-الأسلوب الهجومي:

يقوم هذا الأسلوب على تحول المستثمر من الأوراق المالية قصيرة الأجل إلى أوراق مالية طويلة الأجل والعكس وفقا للاتجاهات المتوقعة لأسعار الفائدة ، فإذا أشارت التوقعات إلى ارتفاع أسعار الفائدة يسارع المستثمر لبيع الأوراق طويلة الأجل، واستخدام حصيلتها لشراء أوراق قصيرة الأجل قبل حدوث ارتفاع فعلي في أسعار الفائدة ، أما إذا توقع انخفاض في سعر الفائدة فان عليه أن يقوم ببيع الأوراق المالية قصيرة الأجل واستبدالها بأوراق مالية طويلة الأجل.

[1] منير ابراهيم عندي، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية، دار المعرفة الجامعية، الاسكندرية، 2011،ص 384، 385.
[2] تكوين وإدارة محافظ الأوراق المالية وصناديق الاستثمار، مطبوعة جامعية، كلية الاقتصاد والعلوم السياسة، قسم الاقتصاد، جامعة القاهرة، دون سنة نشر، ص 07.
[3] محمد مطر، فايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر، الأردن، 2005، ص ص 180، 181، 559.

إن نجاح هذه السياسة يعتمد على مدى صحة التوقعات ، فإذا تحققت توقعات المستثمر فانه يضمن تحقيق الأهداف المرجوة من التبديل ، أما إذا كانت التوقعات مخالفة لما يحدث فعلا فان المستثمر قد يتعرض لخسائر كبير ة ، لذا يتوقع عدم لجوء المستثمر لمثل هذا ا لأسلو ب الهجومي في إدارة المحفظة ما لم يكن على درجة عالية من الكفاءة والمعرفة بشؤون الاستثمار.

-أسلوب تدرج تواريخ الاستحقاق:

يقصد به توزيع مخصصات المحفظة على استثمارات ذات تواريخ استحقاق متدرجة ويقتضي هـــذا الأسلوب قيام المستثمر بوضح حد أقصى لتاريخ الاستحقاق الذي يمكن قبوله، بعد ذلك يقوم بوضع هيكل لتواريخ الاستحقاق توزع على أساسه الموارد المالية المتاحة، فلو أن المستثمر يخطط لاستثمار ١٠ مليـــون، وأقصى تاريخ استحقاق هو ١٠ سنوات فانه يوزع مخصصات المحفظة على ١٠ أجزاء كل جزء يستحق في تاريخ يختلف عن الأجزاء الأخرى ١٥ وحسب هذه الاستراتيجية فانه بعد عام يحصل المستثمر على قيمـــة الأوراق المالية التي تستحق خلال سنة ويقوم باستثمارها من جديد في أوراق تستحق خلال ١٠ ســـنوات وهكذا.

تتمثل مزايا هذا الأسلوب في توفير السيولة وتحقيق الربح للمستثمر في نفس الوقـــت ، حيـــث أن استرداد قيمة الأوراق المالية قصيرة الأجل يوفر السيولة للمستثمر، واستثمار الأموال في الأوراق طويلة الأجل يحقق هدف استقرار العائد.

-أسلوب التركيز على الأوراق القصيرة و الطويلة الأجل:

يعتمد هذا الأسلوب على توزيع الاستثمارات على الأوراق المالية قصيرة الأجل(من سنة إلى ثلاثة سنوات) والأوراق المالية طويلة الأجل(من سبعة إلى ١٠ سنوات) ، ويعود السبب في ذلك إلى أ ن الأوراق المالية قصيرة الأجل توفر السيولة للمستثمر في حين أن الأوراق المالية طويلة الأجل تحقق للمستثمر استقرار العائد وتوفر له فرصة تحقيق أرباح رأسمالية إذا انخفض سعر الفائدة.

أما الأوراق المالية متوسطة الأجل (من أربعة إلى ستة سنوات) فهي لا تحقق أيا من هدفي السيولة أو الربحية لذلك فانه يجب تجنب الاستثمارات في هذا النوع من الأوراق. إن الواقع العملـــي يشـــير إلى أ ن تنويع الاستثمارات بين الآجال القصير والأجل الطويل يعتمد على توقعات سعر الفائـــدة كمـــا في حالـــة الأسلوب الهجومي، فإذا توقع المستثمر ارتفاع أسعار الفائدة يجب عليه التركيز على الأوراق المالية قصـــيرة الأجل، وإذا توقع انخفاض أسعار الفائدة يجب عليه التركيز على الأوراق المالية طويلة الأجل.

خلاصة المحور الثالث:

يعد التنويع من بين الآليات التي يلجأ إليها المستثمر من أجل التقليل من المخاطر، فهناك من يرغب في تنويع أصول المحفظة من حيث تواريخ الاستحقاق، والبعض الآخر يعتمد على زيادة الأصول المكونة للمحفظة من أجل تقليل المخاطر أو ما نسميه بالتنويع الساذج، أما بالنسبة لماركويتز فيرتكز التنويع بالنسبة إليه على العلاقة العكسية ما بين عوائد المحفظة التي يمكن أن تخلص المستثمر من المخاطر.

قائمة مراجع المحور الثالث:

1. جامعة القاهرة، تكوين وإدارة محافظ الأوراق المالية وصناديق الاستثمار، مطبوعة جامعية، كلية الاقتصاد والعلوم السياسة، قسم الاقتصاد، القاهرة، دون سنة نشر.
2. توفيق عوض توفيق شبير، بناء محافظ استثمارية باستخدام نماذج تقييم آداء الأسهم، دراسة تطبيقية تحليلية مقارنة على أسهم الشركات المدرجة في بورصة فلسطين، مذكرة ماجستير، تخصص محاسبة وتمويل، الجامعة الاسلامية، غزة، فلسطين، 2015.
3. محمد مطر، فايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر، الأردن، 2005.
4. منير ابراهيم عندي، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية، دار المعرفة الجامعية، الاسكندرية، 2011.

المحور الرابع:
منحنى الاستثمارات المثلى

مقدمة المحور الرابع:

تعتبر المحافظ المثلى بأنها كل محفظة تضم تشكيلة متنوعة ومتوازنة من الأصول المالية، وتكون قـــادرة على تحقيق أهداف صاحبها ورغباته والتي تختلف باختلاف ميوله لتحمل المخاطرة، فالمحفظة المثلى للمستثمر المحايد تختلف عن المحفظة المثلى للمضارب وتخلف كذلك عن المحفظة المثلى للمتحفظ، ومن خلال هذا المحور سوف نتطرق إلى ما يلي:

- **تعريف المحفظة المثلى.**
- **منحنيات السواء.**
- **الخط الفعال Effiecient frontier.**
- **موقع المحفظة المثلى.**

1- تعريف المحفظة المثلى:

مصطلح المحفظة المثلى يعني كونها كذلك من وجهة نظر مستثمر معين فقط، لأنه يوجد مستثمر لـــه من الميول والاتجاهات ما قد يختلف عن ميول واتجاهات مستثمر آخر، مما يجعل محفظة مثلى بالنسبة لمســـتثمر رشيد وليكن (س) غير مثلى بالنسبة لمستثمر مخاطر مثلا (صالح) والعكس[1].

بناءا على ما سبق يمكن تعريف المحفظة المثلى بشكل عام بأنها:

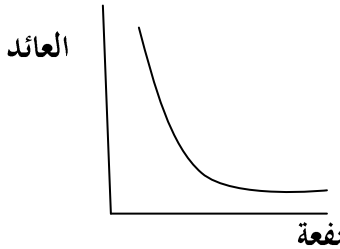
هي تلك المحفظة التي تتكون من تشكيلة متنوعة ومتوازنة من الأصول والأدوات الاستثمارية التي تجعلها أكثر ملائمة لتحقيق أهداف المستثمر أو من يتولى إدارتها[2].

وكما ذكرنا سابق فإن أي مستثمر له منحنى منفعة يبين سلوكه نحو عائد الاستثمار ومخاطره، ولكن أنماط المستثمرين تختلف حيث يمكن تقسيمها إلى ثلاثة أنماط[3]:

1-1- مستثمر متحفظ تجاه المخاطرة A VENTER RISK:

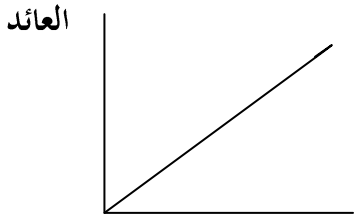
وهو المستثمر العادي الذي يمكن أن يطبق عليه قانون المنفعة الحدية المتناقصة، أي أن المستثمر في هذه الحالة يحقق منفعة حدية متناقصة مع زيادة دخله حيث أن المنفعة أو الاشباع الذي يتحقق نتيجة حصوله على أول دينار من العائد يكون أعلى من الدينار الثاني والدينار الثالث يكون أقل منفعة وأقل اشباع من الـــدينار الثاني وهكذا، أي أن المنفعة تتناقص كلما زاد العائد، فالعلاقة بين العائد والمنفعة علاقة عكسية، لكن العلاقة ما بين العائد والمخاطرة لهذا النمط من المستثمرين علاقة طردية أي كلما زاد العائد زادت المخاطر وكلمـــا زادت المخاطرة زادت العوائد أي أن المستثمر متحفظ بمعنى لا يقبل في تحمل مخاطر إلا إذا توقـــع أن هنـــاك عائد يغطي تحمله لهذه المخاطر و الشكل التالي يبين ما تم التطرق لإليه سابق حول هذا النوع من المستثمرين.

شكل رقم (01): علاقة العائد مع المنفعة بالنسبة لمستثمر متحفظ اتجاه المخاطرة



[1] محمد مطر، المحافظ الاستثمارية الاسس النظرية والعملية لبناء وإدارة المحافظ، مرجع سابق، ص 189.
[2] قاسم نايف علوان، إدارة الاستثمار (بين النظرية والتطبيق)، دار الثقافة، الاردن، ط1، 2009.، ص 194.
[3] غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، دار المناهج للنشر والتوزيع، الأردن، 2015 .

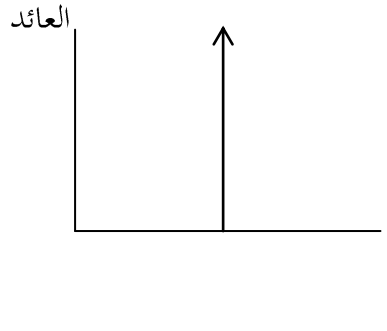
الشكل رقم (02) : علاقة العائد مع المخاطرة بالنسبة لمستثمر متحفظ اتجاه المخاطرة



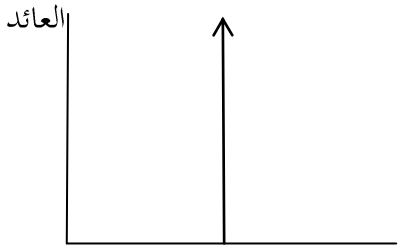
1-2- مستثمر محايد تجاه المخاطرة RISK NEUTRAL:

المنفعة أو الاشباع هنا لا يتغير بل ثابت، إن العلاقة بين العائد والمنفعة خد مستقيم مهما تغير العائد فالمنفعة أو الاشباع ثابت وهذا يعني أن المنفعة التي يحصل عليها من الدينار الأول هي المنفعة نفسها أو الاشباع الذي يحصل عليها في الدينار الثاني والثالث والرابع ...الخ، وبالمقابل فإن سلوك المستثمر بالنسبة للمخاطرة ثابت أي أن المخاطرة ثابتة مهما تغير الدخل وهذا يكسر القاعدة الرئيسية في الاستثمار وهو كلما كان العائد مرتفعا تكون المخاطرة عالية، وهذا النوع من المستثمر موجود في الحياة العملية ولكن وجوده محدود إلى حد ما فلا يقاس عليه، ويقاس على هؤلاء المستثمرين أمثال رجال السياسة والأمراء الذين لا يهمهم العائد أو المخاطرة، والشكل التالي يوضح العلاقة ما بين المنفعة والعائد والمخاطرة بالنسبة للمستثمر المحايد اتجاه المخاطرة.

الشكل رقم (03): علاقة العائد مع المنفعة بالنسبة للمستثمر المحايد اتجاه المخاطرة



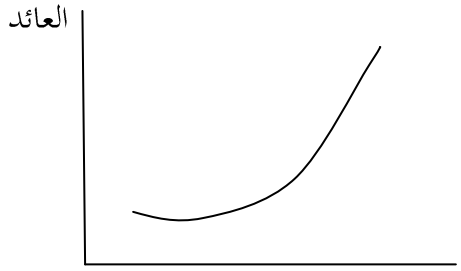
الشكل رقم (04): علاقة العائد مع المخاطرة بالنسبة للمستثمر المحايد تجاه المخاطرة



1-3- مستثمر عاشق للمخاطر RISK LOVER:

إن المستثمر يحقق منفعة متزايدة كلما زاد العائد، أي أن المنفعة الحدية من الدينار التالي المحقق تزيد عن الدينار الأول ومنفعة الدينار الثالث تزيد عن منفعة الدينار الثاني وهكذا، أي أن العلاقة بين المنفعة والعائد علاقة طردية كلما زاد العائد زادت المنفعة أما العلاقة بين العائد والمخاطرة فهي علاقة عكسية أي أن المستثمر لا يكترث لوجود المخاطرة ما دام العائد يرتفع، لا بل يقلل من أهمية المخاطرة فكلما زاد العائد قلت أهمية المخاطرة بالنسبة لهذا المستثمر، والشكل التالي يوضح ذلك.

الشكل رقم (05): علاقة العائد مع المنفعة بالنسبة للمستثمر العاشق للمخاطرة



2- منحنيات السواء:

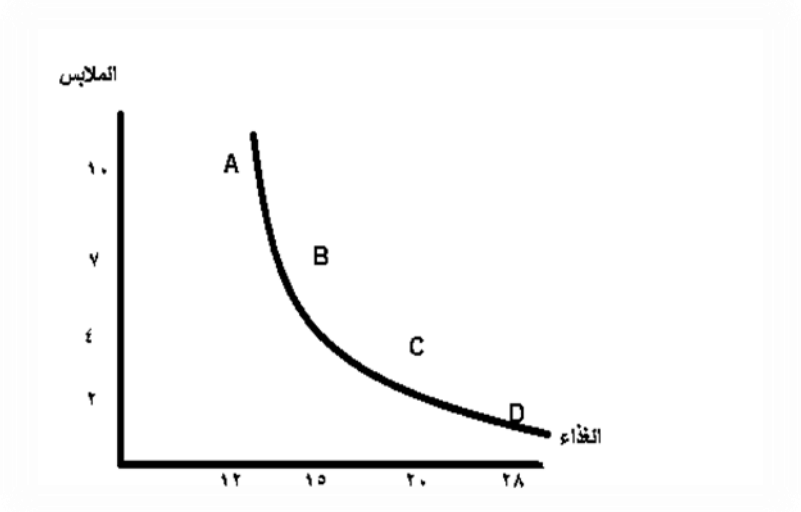
2-1- تعريف منحنيات السواء:

يعرف منحنى السواء بأنه مجموعة من النقاط التي تمثل كل نقطة منها مستوىً اشباعياً معيناً يتساوى مع المستويات التي تمثلها نقاط المنحنى الأخرى .

ومن اجل ذلك يطلق على منحنى السواء تسمية منحنى الإشباع المتماثل، أي المنحنى الذي تكون جميع نقاطه ذات مستوى إشباعي متساوي.

المجموعة	الغذاء	الملابس
A	12	10
B	15	7
C	20	4
D	28	2

من الجدول نلاحظ أن المستهلك يكون عند مستوى إشباعي واحد سواء استهلك (12 وحدة غذاء + 10 وحدات ملابس) أو (15 وحدة غذاء + 7 وحدات ملابس) أو (20 وحدة غذاء + 4 وحدات ملابس) أو (28 وحدة غذاء + 2 وحدة ملابس) ، أي إن المستوى الاشباعي على هذا المنحنى هو واحد (سواء) . أي إن كل مجموعة تعطي المستهلك نفس الشعور بالإشباع ، ومن هذا الجدول نستطيع رسم المنحنى.

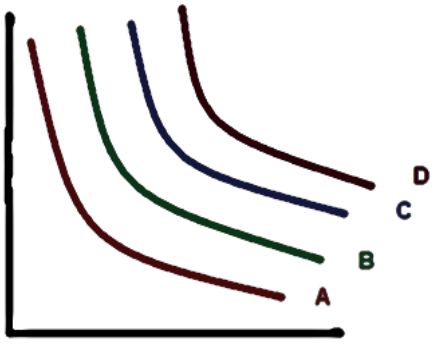


من خلال الشكل السابق نلاحظ ان المستوى الاشباعي عند النقطة (A) يساوي المستوى الاشباعي عند النقطة (B) وهذا يساوى المستوى عند النقطة (C) وهو مساوٍ للنقطة (D) .

2-2- خارطة السواء:

من الرسم البياني الآتي نجد ان منحنى السواء A يمثل مجموعة من النقاط التي تعطي كل واحدة منها مستوى إشباعي مساوي للمستوى الذي تمثله اية نقطة على المستوى وهو يمثل مستوى إشباعي اقل من

المستوى الذي تمثله نقاط المنحنى B وهذه اقل من نقاط المنحنى c وكذلك هذه اقل من منحنى D اي انه كلما ابتعد المنحنى يمينا عن نقطة الأصل كلما كان مستوى الإشباع اعلى [1].

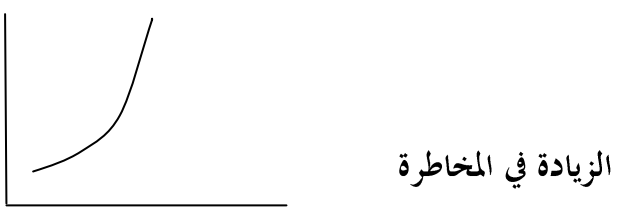


2-3- خصائص منحنيات السواء:

هناك خصائص هامة تميز منحنيات السواء منها[2]:

- منحنيات السواء تتجه دائما إلى الأعلى، جهة اليمين وهذا معناه أن منحنى السواء الثاني أحسن من الأول والثالث أفضل من الثاني وهكذا.
- يعكس مفهوم التحدب مبدأ تناقص معدل الاحلال ما بين سلعتين بمعنى أنه كلما زادت الوحدات التي يستهلكها في X زادت الوحدات التي عليه التضحية من Y .
- منحنيات السواء لا تتقاطع أبدا وتقاطعهما غير منطقي سبب ذلك أن الأعلى هي الأكثر تفضيلا.

ويمكن تطبيق هذه المنحنيات من أجل ربط العلاقة بين المخاطر ونظرية العائد التي تعكس مدى رغبة المستثمر في تحمل المخاطرة مقابل عائد مقبول، حيث يكون منحنى السواء بالنسبة للمستثمر كما يلي:

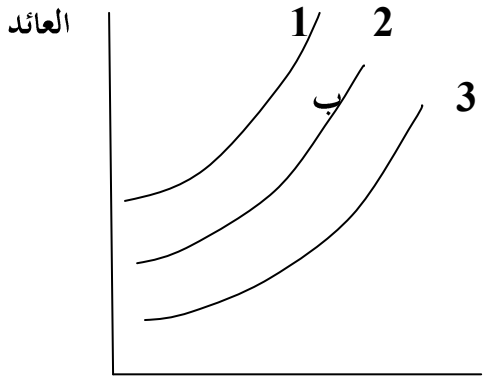


[1] جاب الله مصطفى، محاضرات في التحليل الاقتصادي الجزئي، مدعمة بأمثلة محلولة، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد بوضياف – المسيلة، دون سنة، ص 16، 17.
[2] مرجع نفسه، ص 16، 17.

يشير المنحنى أعلاه المتعلق بالمستثمر بأنه يختلف إلى حد ما عن منحنيات السواء التي تحـــد ســـلوك المستهلك في اختيار السلع والخدمات، حيث أن المنحنى بالنسبة للمستثمر يعكس العلاقة بين العائد والمخاطرة والتي تعتبر علاقة طردية، ويعني أن كل زيادة في العائد تقود إلى زيادة في المخاطرة، وبعبارة أخرى لا يتحمل المستثمر أي جزء من المخاطرة إلا إذا حصل على زيادة في معدل العائد، ويتوقف مقدار هذه الزيـــادة علـــى نوعية وطبيعة المستثمر ، ومقدار الاشباع الذي يرغب تحقيقه.

و إذا أردنا رسم خريطة السواء بالنسبة للمستثمرين لا بد من معرفة رغبات المستثمر في تحمل زيادة المخاطرة مقابل زيادة في معدل العائد، كما هو ظاهر في المنحنى التالي[1]:

الشكل رقم ( ) : منحنى خريطة السواء بالنسبة للمستثمر



يمثل الشكل السابق خريطة سواء المستثمر و التي تعكس ميولـــة أو ســـلوكه في مقايضـــة العائـــد بالمخاطرة، وكما تظهر فيه تتجه منحنيات السواء من الاسفل إلى الاعلى ومن اليسار إلى الـــيمين لـــتعكس العلاقة الطردية ما بين بين العائد والمخاطرة والتي تجعل المستثمر يطلب عائد أعلى مقابل أي زيادة في درجـــة المخاطرة، كما يمكن أن نلاحظ أن مستوى منحنيات السواء هابط من الأعلى إلى الأسفل، بمعنى أن المستثمر إن لم يحصل على محفظته المثلى على منحنى السواء رقم 1 فإنه يجده في المنحنى رقم 2 عن طريق تنازله عـــن العائد والمخاطرة وهكذا.

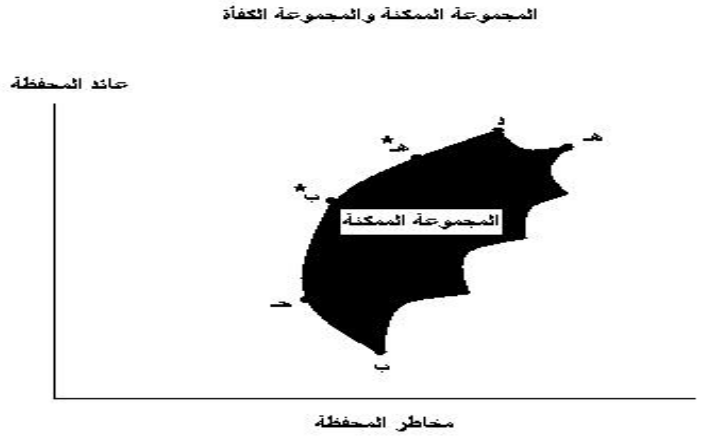
[1] غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، مرجع سابق، ص95.

3- الخط الفعال Effiecient frontier:

تقوم عملية بناء المحافظ المثلى للمستثمر الرشيد على ثلاثة مبادئ رئيسية وهي:

- **إذا خير المستثمر بين محفظتين استثماريتين تحققان نفس العائد ولكن مع اختلاف درجة المخاطرة المصاحبة لكل منهما، فإنه سيختار حينئذ المحفظة ذات المخاطرة الأقل.**
- **وإذا خير بين محفظتين استثماريتين بنفس درجة المخاطرة ولكن مع اختلاف العائد المتوقع من كل منهما، فإنه سيختار حينئذ المحفظة ذات العائد الأعلى.**
- **أما إذا خير بين محفظتين استثماريتين وكانت الأولى منهما مثلا أعلى عائد وفي الوقت نفسه أقل مخاطرة من الثانية، فإنه بالتأكيد سيختار المحفظة الأولى.**

ولبناء المحفظة الاستثمارية المثلى على هذه المبادئ الثلاثة، يتطلب الأمر من المستثمر أو من مدير المحفظة أن يحدد أولا ما يعرف بمنحنى المحافظ المثلى والذي يطلق عليه بمصطلح **الحد الفعال** والذي يمثل النقاط الممثلة لمجموعة المحافظ المثلى ويرسم عن طريق تحليل العلاقة القائمة ما بين عنصر المخاطرة والعائد، وذلك من واقع بيانات تاريخية لهذين العنصرين وفي مجالات استثمار مختلفة، وذلك مع افتراض أن جميع أدوات الاستثمار هي من النوع الخطر ولا يوجد بينها أدوات خالية من المخاطر[1]، والتي تظهر من خلال الشكل التالي:



[1] محمد مطر، فايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل، الاردن، 2005، ص 208، 209.

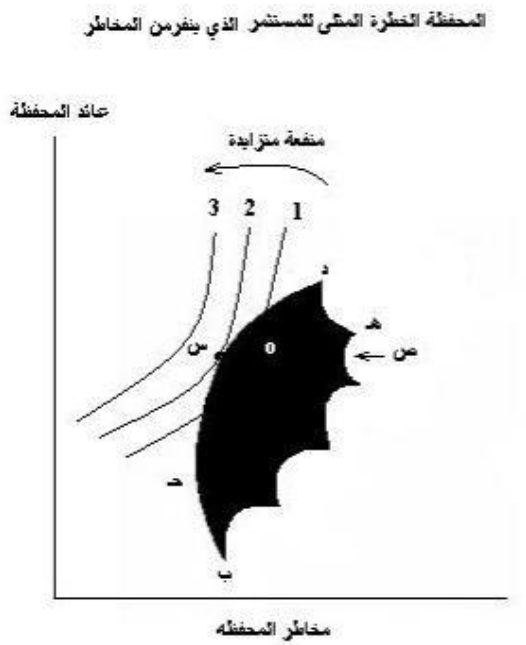
من خلال الشكل نلاحظ أن النقطة ب* والنقطة ه* تمثلان نقطة الخط الفعال، والتي تحقق أكبر عائد وأقل مخاطر، مقارنة بالنقطة ب و النقطة ح و النقطة د وه، مثال على ذلك بالنسبة للنقطة ب فهي تمثل أقل عائد ممكن مع أكبر المخاطر وهي في هذه الحالة لا تستوفي شروط نقاط الخط الفعال.

4- موقع المحفظة المثلى:

حددنا سابقا موقع الحد الكفء أو المحافظ والتوليفات التي تتسم بالكفاءة، والأن تأتي مرحلة أخرى وهي مرحلة موقع المحفظة المثلى على الحد الكفء، و لتحديد المحفظة المثلى يتم جمع مجموعة المحافظ الكفؤة و منحنيات السواء، حيث تمثل النقطة التي يتم فيها تماس منحى الحد الفعال ، و منحنى السواء الخاص بالمستثمر المحفظة المثلى، و التي تحقق للمستثمر أعلى عائد، و أعلى مستوى للرضي الذي يمكن أن يصل إليه المستثمر، كما هو مبين في الشكل التالي:

4-1- المحفظة الخطرة المثلى للمستثمر الذي ينفر من المخاطر:

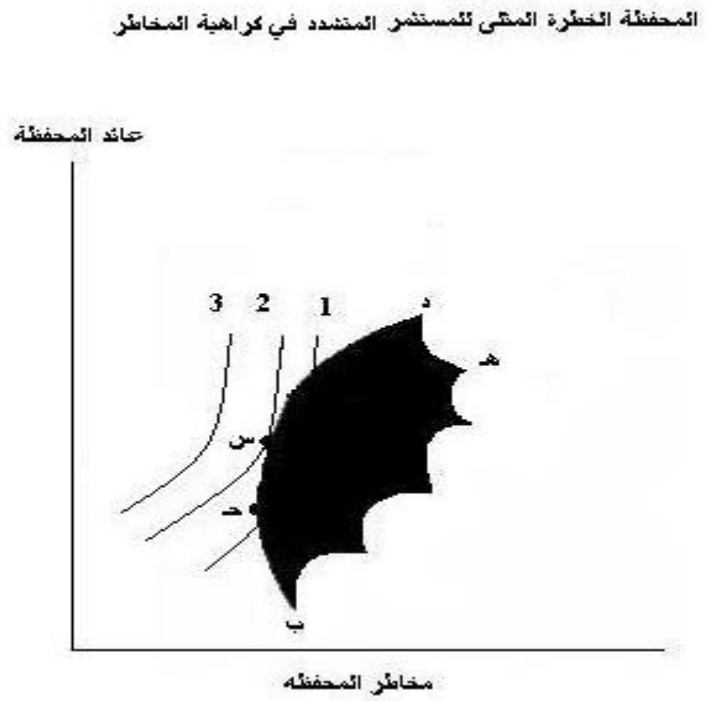
بالنسبة للمستثمر الذي يبغض المخاطر لا يقبل أن يتحمل وحدة إضافية من المخاطر إلا إذا كان يقابلها قدر من العائد يفوق ما حصل عليه في مقابل وحدة المخاطر السابقة بمعنى (إن كل وحدة مخاطر إضافية يعوضه عنها قدر أكبر من العائد مقارنة عن ذي قبل).لذلك منحنى المحفظة المثلى تظهر كما في الشكل التالي:



من خلال الشكل أعلاه نلاحظ النقطة (س) هي التي تمثل نقطة المحفظة المثلى لهذا النوع من المستثمرين والتي من صفاتها :

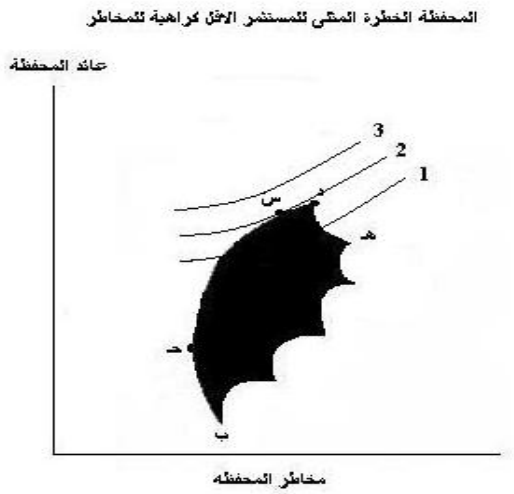
- هي النقطة التي يبدأ فيها ميل منحنى الحد الكفء في التناقص .
- هي نقطة تماس الحد الكفء مع منحنى السواء للمستثمر).

4-2- المحفظة الخطرة المثلى للمستثمر المتشدد في كراهيته المخاطر :



من خلال الشكل نلاحظ أن نقطة (س) تمثل نقطة المحفظة المثلى لأنها وقعت عند مستوى أدنى مما كانت عليه و أن ميل الحد الكفء عند هذه النقطة أكبر، أي يرفض المستثمر المتشدد في كراهيته للمخاطر قبول وحدة إضافية من المخاطر ، إلا بحصوله على عائد يفوق العائد الذي يطلبه المستثمر في مقابل وحدة إضافية مماثلة من المخاطر .ونلاحظ أن ميل الحد الكفء عند النقطة التي يحدث فيها التماس بين منحنى السواء والحد الكفء هي أعلى ميل ممكن .

4-3- المحفظة الخطرة المثلى للمستثمر الأقل كراهية للمخاطر:



نلاحظ من خلال الشكل بأن النقطة (س) تمثل نقطة المحفظة المثلى لأنها تقع في الأعلى بالنسبة للمنحنى الخط الفعال (الكفء)، وهذا يعني أن المستثمر لا يمانع في قبول وحدة إضافية من المخاطر في مقابل عائد أقل من العائد الذي يطلبه المستثمر[1].

[1] أحمد عمر القيشاوي، تقرير حول الحد الكفء في نظرية المحفظة، الجامعة الاسلامية، غزة، ديسمبر 2004، ص ص 26-28.

خلاصة المحور الرابع:

إن تحديد نقطة المحفظة المثلى يمر بمراحل بدءا من تحديد نقاط الخط الفعال بناءا على عائد ومخاطر المحافظ، ثم تأتي مرحلة تحديد منحنيات السواء، لتأتي مرحلة أخيرة لتحديد نقطة المحفظة المثلى بناءا على تقاطع منحنيات السواء للمستثمر مع منحنى الخط الفعال، هذا ويمكن الاشارة بأن نقطة المحافظ المثلى تختلف باختلاف أنماط المستثمرين.

قائمة مراجع المحور الرابع:

1. محمد مطر، المحافظ الاستثمارية الاسس النظرية والعملية لبناء وإدارة المحافظ، مرجع سابق.
2. قاسم نايف علوان، إدارة الاستثمار (بين النظرية والتطبيق)، دار الثقافة، الاردن، ط1، 2009.
3. غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، دار المناهج للنشر والتوزيع، الأردن، 2015.
4. جاب الله مصطفى، محاضرات في التحليل الاقتصادي الجزئي، مدعمة بأمثلة محلولة، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد بوضياف – المسيلة، دون سنة.
5. محمد مطر، فايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل، الاردن، 2005.
6. أحمد عمر القيشاوي، تقرير حول الحد الكفء في نظرية المحفظة، الجامعة الاسلامية، غزة، ديسمبر 2004.

المحور الخامس:

نموذج شارب والعلاقة بين العائد والمخاطرة في الإستثمار الفردي واستثمار السوق

مقدمة المحور الخامس:

عند قياس أداء المحفظة، يجب على المستثمر أن يأخذ في عين الاعتبار كل من العائد الـــذي حققـــه والمخاطرة التي تحملها .وبالتالي، مهما كانت المقاييس المستعملة، يجب أن تتضمن هذه المعامـــل .بالنســـبة للعائد، يجب التركيز على العائد الكلي للمستثمر والذي يتضمن كل من مكون الدخل ومكـــون الأربـــاح الرأسمالية.

1- مؤشر شارب:

هو نسبة الفائض في العائد على المحفظة للمخاطرة الكلية؛ وتقاس هذه الأخيرة بالانحراف المعياري . وكلما كانت النسبة مرتفعة، كلما كان أداء المحفظة أفضل[1]، ولقد طور شارب هذه النسبة وفق المعادلة التالية[2]:

$$Charpe\ ratio = (u - r)/SDp$$

حيث تعبر u عن متوسط العائد الكلي على المحفظة

وتعبر r عن متسوسط العائد الخالي من المخاطرة

أما SDp فهي تعبر عن الانحراف المعياري للمحفظة والتي تعبر عن مخاطر المحفظة.

أو يمكن الاعتماد على القانون التالي والذي يمكن الاعتماد عليه في حساب نسبة شارب وكذا في حل التمارين، وهو نفس القانون السابق ما عدى وجود اختلاف في الترميز، وهو كما يلي[3]:

$$index\ sharpe = \frac{\overline{TR_P} - \overline{RF}}{SD_P}$$

حيث:

$\overline{TR_P}$

تمثل متوسط العائد الكلي على استثمارات المحفظة .

$\overline{RF}$

متوسط معدل العائد الخالي من المخاطرة.

SD_P *الانحراف المعياري للعائد على المحفظة.*

$\overline{TR_P} - \overline{RF}$

. علاوة المخاطرة على المحفظة

مثال 01:

ليكن لديك مجموعة من المعطيات حول محفظتين A و B:

[1] رياض دهال، الأدوات المالية، جسر التنمية، 2003، ص 11، 12، تاريخ التحميل 2015/02/02: **http://www.arab-api.org/develop_1.htm**

[2] PHILIP J, Mc Donnell, optimal portfilio modeling, new jersey,Canada, 2008, page 47.

[3] رياض دهال، الأدوات المالية، جسر التنمية، 2003، ص 11، 12، تاريخ التحميل 2015/02/02: **http://www.arab-api.org/develop_1.htm**

السنة	المحفظة A	المحفظة B	عائـــــد السوق	معدل العائد الخالي مـــن المخاطرة
2003	26.3	25.4	24.2	4.7
2004	14.2	21.7	14.1	4.3
2005	17.5	9.2	6.5	4.5
2006	18.7	8.4	9.3	5.8
2007	23.6	18.5	11.5	6.2
2008	27.5	14.2	17.4	6.5
2009	7.9	5.4	3.7	7.8
المتوسط $\overline{TR_P}$	19.3	14.6	12.3	$\overline{RF}$=5.6
الانحـــراف المعياري SD_P	6.4	6.9	6.4	
معامل beta	1.3	0.9	1	

– أحسب مؤشر شارب للمحفظتين وللسوق؟

الحل:

$$index\ sharpe A = \frac{19.3-5.6}{6.4} =$$

$$index\ sharpe\ B = \frac{14.6-5.6}{6.9} = 1.30$$

$$index\ sharpe\ MARKET = \frac{12.3-5.6}{6.4} = 1.04$$

مثال02:

يوضح الجدول التالي العائد لثلاث محافظ مالية، وكذا متوسط العائد للمؤشر العام لسوق المال في مصر وكذا العائد الخالي من المخاطر خلال تسعة سنوات من سنة (1998- 2006) [1]:

[1] محمد صالح الحناوي، طارق الشهاوي، الاستثمار في سوق الاوراق المالية، دار التعليم الجامعي، الاسكندرية، مصر، 2013، ص 191، 192.

معدل العائد الخالي من الخطر %	متوسط العائد للمؤشر العام لسوق المال المصري %	عائد المحفظة C %	عائد المحفظة B %	عائد المحفظة A %	السنة
7.9	26-	33-	16-	37.7	**1998**
5.8	36.9	30	39.4	39.6	**1999**
5	23.6	18.2	34.3	11.1	**2000**
5.3	7.2-	7.3-	6.9-	12.7	**2001**
7.2	6.4	4.9	3.2	20.9	**2002**
10	18.2	30.9	28.9	35.5	**2003**
11.5	31.5	34.7	24.1	57.6	**2004**
14.1	4.8-	6	0	7.8	**2005**
10.7	20.4	33	23.4	22.8	**2006**

- أحسب مؤشر شارب للمحفظتين وللسوق؟

الحل:

- حساب مؤشر شارب للمحافظ و السوق:

معدل العائد الخالي من الخطر %	متوسط العائد للمؤشر العام لسوق المال المصري %	عائد المحفظة % C	عائد المحفظة % B	عائد المحفظة % A	السنة
7.9	26-	33-	16-	37.7	**1998**
5.8	36.9	30	39.4	39.6	**1999**
5	23.6	18.2	34.3	11.1	**2000**
5.3	7.2-	7.3-	6.9-	12.7	**2001**
7.2	6.4	4.9	3.2	20.9	**2002**
10	18.2	30.9	28.9	35.5	**2003**
11.5	31.5	34.7	24.1	57.6	**2004**

2005	7.8	0	6	4.8-	14.1
2006	22.8	23.4	33	20.4	10.7
المتوسط $\overline{TR_P}$	17.1	14.5	13	11	8.6
SD_P الانحراف المعياري	28.1	19.7	22.8	20.5	-
معامل **beta**	1.2	0.92	1.4	1	-

يوضح الجدول السابق المتوسط الحسابي والانحراف المعياري لعائد المحافظ الثلاثة وكذا مؤشر السوق، ويمكن حساب مؤشر شارب للمحافظ والسوق كما يلي:

$$index\ sharpeA = \frac{17.1 - 8.6}{28.1} = 30.2$$

$$index\ sharpe\ B = \frac{14.5-8.6}{19.7} = 29.9$$

$$index\ sharpe\ C = \frac{33 - 8.6}{22.8} = 19.3$$

$$index\ sharpe\ MARKET = \frac{11 - 8.6}{20.5} = 11.7$$

خلاصة المحور الخامس:

يعتبر مؤشر شارب من بين المقاييس التي يمكن الاعتماد عليها في قياس عائد ومخاطر المحافظ الماليـــة، وهو نسبة العائد في المحفظة إلى المخاطرة الكلية، كما يمكن الاعتماد عليه في المفاضلة ما بين المحافظ عنما يريد المستثمر أن يقوم بالاختيار ما بين المحافظ في بداية الاستثمار.

قائمة مراجع المحور الخامس:

1- رياض دهال، الأدوات المالية، جسر التنمية، 2003، ص 11، 12، تاريخ التحميل 2015/02/02:**http://www.arab-api.org/develop_1.htm**

2- PHILIP J, Mc Donnell, optimal portfilio modeling,new jersey,Canada, 2008, page 47.

3- محمد صالح الحناوي، طارق الشهاوي، الاستثمار في سوق الاوراق المالية، دار التعليم الجامعي، الاسكندرية، مصر، 2013، ص 191، 192.

المحور السادس:
صناديق الاستثمار

مقدمة المحور السادس:

عادة ما ينصح المستثمر الذي يمتلك مدخرات محدودة، بأن يستثمرها بنفسه في أوراق مالية، نظرا لاحتمال عدم كفاية تلك المدخرات لبناء تشكيلة من تلك الأوراق، يكون من شأنها تخفيض حجم المخاطر التي قد تتعرض لها مدخراته، فوفقا لأساسيات الفكر في مجال الاستثمار، لا ينبغي على المستثمر أن يوجه مدخراته لشراء ورقة مالية واحدة تصدرها منشأة معينة بل عليه شراء تشكيلة من الأوراق تصدرها عدد من المنشآت، لكي يتحقق له القدر من التنويع الذي يوفر له حماية مناسبة ضد تقلبات القيمة السوقية لمكونات تلك التشكيلة أو ما يطلق عليه بالمحفظة المالية، وبلغة أكثر عمومية، لا ينبغي أن يضع المرء كل ما يملك من بيض في سلة واحدة.

ولا يعتبر صغر حجم المدخرات السبب الوحيد لإحجام المستثمرين عن الاستثمار المباشر في الأوراق المالية، من خلال بناء محافظ خاصة فهناك مستثمرين تتوافر لديهم موارد مالية تمكنهم من شراء تشكيلة مناسبة من تلك الأوراق، إلا أنهم يحجمون عن ذلك إما لعدم توافر الخبرة والمعرفة لإدارة مثل هذه التشكيلة أو لعدم توفر الوقت الكافي لديهم، ولتلبية احتياجات هؤلاء أنشئت صناديق استثمار تتولى نيابة عنهم بناء و إدارة تشكيلات من الأوراق المالية أو ما يطلق عليه بالمحافظ العامة، تتيح لهم شراء عدد من الحصص في تلك المحافظ بما يتناسب مع ما يتوافر لديهم من موارد مالية . ومن خلال هذا المحور سوف نتطرق إلى ما يلي:

1- نشأة صناديق الاستثمار وتطورها التاريخي:

- تعريف صناديق الاستثمار.

3- أهمية صناديق الاستثمار.

4- أنواع صناديق الاستثمار.

5- مزايا الاستثمار في صناديق الاستثمار.

6- أركان إنشاء صناديق الاستثمار ومختلف الأطراف المكونة لتنظيمه.

7- العوامل المؤثرة في اختيار الصندوق.

8- آليات الاستثمار في صناديق الاستثمار.

9- محتويات المستندات الخاصة بالصندوق:

1- نشأة صناديق الاستثمار وتطورها التاريخي:

تعود فكرة إنشاء صناديق الاستثمار إلى سنوات قديمة جدا، ومرت بالعديد من التطورات والتغييرات التي طرأت على عالم الاقتصاد والمال في العالم حتى وصلت إلى ماهي عليه الآن، وقد بدأ تنفيذ فكرة صناديق الاستثمار على مستوى العالم في أوربا وتحديدا في هولندا التي ظهرت بها أول الصناديق الاستثمارية في سنة 1822، تلتها إنجلترا في سنة 1872، غير أن البداية الحقيقية للصناديق الاستثمارية بالمفاهيم القائمة الآن تحققت في الولايات المتحدة سنة 1924، وذلك حينما تم انشاء أول صندوق في بوسطن على يد أساتذة جامعة هارفرد الأمريكية، واستمرت بعدها في التوسع والتنوع داخل الولايات المتحدة وخارجها، وحدث ذلك بشكل لافت بعد الحرب العالمية الثانية حتى وصلت في سنة 1966 إلى نحو 550 صندوقا استثماريا، بلغ معها صافي أصولها نحو 50 مليار دولار أمريكي، واستمرت بعد ذلك في التزايد بشكل أكثر تسارعا حتى وصل إجمالي أصولها في النصف الثاني من التسعينيات الميلادية إلى نحو 5 تريليونات دولار أمريكي، يوجد منها 50% في الولايات المتحدة، ونحو 25% منها في أوربا، ونحو 10% منها في اليابان، ونحو 15% في بقية دول العالم.

وبالنسبة للعالم العربي فقد خاض التجربة نفسها بنسب متفاوتة من النجاح والاقبال، واتسمت أغلب تلك التجارب بأسبقية صدور الصناديق الاستثمارية على صدور الانظمة والتشريعات اللازمة، وقد جاءت الكويت ثاني دولة عربية بعد السعودية، حيث بدأت تجربتها مع صناديق الاستثمار في عام 1985، ثم تبعتها بعض الدول العربية بعد نحو عقد من الزمن والتي تمثلت في مصر والبحرين وعمان في عام 1994 ، ثم المغرب في عام 1995، ثم لبنان والجزائر في سنة 1996، وأخيرا الأردن في 1997، ومن المتوقع أن تخوض بقية الدول العربية التجربة نفسها بعد النجاح والنتائج الجيدة الذي لاقته صناديق في تلك البلدان، وفي مختلف دول العالم وخاصة الدول النامية[1].

2- تعريف صناديق الاستثمار MUTUAL FUNDS :

تعد صناديق الاستثمار أحد وسائل الاستثمار لصغار المستثمرين ممن ليس لديهم الأموال اللازمة لتكوين محفظة كبيرة من الأوراق المالية ولا يتمتعون بالخبرة الكافية للاستثمار بالأسواق المالية وليس لديهم الوقت الكاف لمتابعة استثماراتهم بصفة متواصلة، وصناديق الاستثمار عبارة عن شركات تجمع أموالا من عدد كبير من المستثمرين وتقوم إدارة الصندوق باستثمار هذه الأموال في مختلف أنواع الأوراق المالية مقابل وثائق تصدر للمستثمرين تمثل كل

[1] قاسم نايف علوان، مرجع سابق، ص 215، 216.

وثيقة من هذه الوثائق حصة المستثمر بالتبعية في كل الأوراق المالية التي يستثمر فيها الصندوق، بما يحقق التنوع في الاستثمارات وتوزيع المخاطر وتقليل حجمها وآثارها[1].

3- أهمية صناديق الاستثمار:

تكمن أهمية صناديق الاستثمار فيما يلي[2]:

3-1- الادارة المحترفة للمحافظ المالية:

إن وجود إدارة محترفة ومتخصصة في مجال إدارة الأوراق المالية يمثل أهم ما تقدمه صناديق الاستثمار للمستثمر، ففي البحث عن سلوك أغلب المستثمرين في الاسواق المالية لا يجدون الوقت أو لا يملكون المال والمعرفة والخبرة اللازمة لإدارة محفظة أوراق مالية.

هذه الخبرة التي تبدأ بتحديد دالة منفعة المستثمر ودرجة تفصيلية لكل من العائد والمخاطرة وتنتهي بتحديد عدد ونوع الاوراق ونسبة كل نوع من الأوراق في محفظة الأوراق المالية والحفاظ على ذلك بشكل دائم ومستمر.

هذه الخبرة غالبا لا تتوفر لدى المستثمر الفرد ولكن تستطيع صناديق الاستثمار توفير هذه الخبرات المتفرغة لإدارة المحافظ المالية التي يكونها الصندوق، إضافة إلى القدرة التفاوضية العالية لصندوق الاستثمار والتي تفيد بشكل كبير عند التفاوض على حجم العمولة التي تطلبها بيوت الوساطة ، ويترتب على ذلك تخفيض تكاليف تداول الأوراق المالية.

3-2- القدرة على تكوين محفظة الأوراق المالية التي تتصف بالكفاءة:

إن الفكر المالي في مجال تكوين محافظ الأوراق المالية يحدد متغيرين أساسيين يعتمد عليهما في تكوين أي محفظة استثمار في الأوراق المالية، وهما العائد والمخاطرة. وأمام المستثمر استراتيجيتين أساسيتين يمكن اتباعها وهما تعظيم العائد في حدود درجة معينة من الخطر والثانية تدنية المخاطرة في حدود مستوى معين من العائد، ولاتباع أحد هاتين الاستراتيجيتين فلا بد أن يتوافر للمستثمر القدرة لتكوين محفظة تتماثل مع محفظة السوق ثم اختيار الأوراق المالية التي تشكل محفظة الأوراق المالية التي تحقق الاستراتيجية الخاصة به.

[1] هشام ابراهيم، مقدمة عن سوق الأوراق المالية، الهيئة العامة للرقابة المالية، 2010، ص 07، تاريخ التحميل 2017/02/02: **www. Efsa.gov.eg**
[2] خيري الجزيري، إدارة المنشآت والأسواق المالية، القاهرة، مصر، 2000، ص ص 204-207.

والقدرة على تكوين محفظة تشتمل على كل الأوراق المتاحة في السوق لا يتوافر للمستثمر الفرد ولكن هذه القدرة تتوافر لدى صندوق الاستثمار.

وعلى ذلك فعند شراء المستثمر على سبيل المثال لسهم واحد من الاسهم المصدرة من طرف صناديق الاستثمار، يكون في هذه الحالة قد نوع استثماراته على الرغم من شرائه لسهم واحد.

3-3- المرونة:

تتيح صناديق الاستثمار وخاصة المفتوحة للمستثمر إمكانية التحول من صندوق استثماري لآخر مع تغير أهدافه واستراتيجيات الاستثمار الخاص به.ففي فترة معينة قد تكون ظروف المستثمر جيدة وتمكنه من قبول درجة عالية من المخاطرة في سبيل الحصول على عائد أعلى، فإذ تغيرت هذه الظروف وأصبح المستثمر في وضع لا يتمكن معه من قبول المخاطرة بدرجة عالية فإن الاستثمار في صناديق الاستثمار تمكن المستثمر من الانتقال أو التحول من صندوق لآخر مع ظروفه وأهدافه الاستثمارية.

3-4- تنشيط سوق الأوراق المالية:

يمكن لصناديق الاستثمار أن ترفع من كفاءة الأسواق المالية عن طريق حمل عبئ إدارة محفظة الأوراق المالية، وزيادة جذب المدخرات، التي تؤدي بدورها إلى زيادة أوامر العرض و الطلب وزيادة عمق السوق.

4- أنواع صناديق الاستثمار:

تنقسم صناديق الاستثمار إلى مجموعة من الأنواع يمكن تصنيفها من حيث الطبيعة والطرح وطبيعة الاصول المكونة لها وكذا الأهداف المقرر الوصول إليها من طرف الصندوق والتي يمكن عرضها كما يلي:

4-1- أنواع الصناديق من حيث طبيعتها:

تنقسم صناديق الاستثمار من حيث الطبيعة إلى ما يلي: [1]

- صندوق استثماري مفتوح:

[1]. ALAN NORTHCOTT, How to invest in mutual funds and earn High rates of return safely,Atlantic publishing, Florida, 2009, page 27, 28.

صندوق استثمار ذو رأس مال متغير، تزداد وحداته بطرح وحدات جديدة أو تنقص باسترداد مالكي الوحدات لبعض وحداتهم أو كلها، ويحق لمالكي الوحدات في هذا الصندوق استرداد قيم وحداتهم فيه وفقاً لصافي قيمتها في أيام التعامل الموضحة في شروط الصندوق وأحكامه(ومذكرة معلومات الصندوق العام)وفقاً للائحة صناديق الاستثمار. ومن ذلك - على سبيل المثال وليس الحصر(:-صناديق الأسهم، صناديق أسواق النقد، صناديق أدوات الدين.)

– صندوق استثماري مغلق(مقفل)

أي صندوق استثمار لا يكون صندوق استثمار مفتوح، بل يكون غالباً ذا رأس مال محدد، ولا يسمح فيه باسترداد الوحدات إلا عند نهاية مدة الصندوق المفصح عنها في الشروط والأحكام أو عند بيع الوحدات لمستثمرين آخرين.

ويجوز لصناديق الاستثمار المغلقة زيادة رأس مالها بالدعوة إلى الاشتراك في الصندوق إذا كانت الشروط والأحكام تجيز ذلك. ومن ذلك - على سبيل المثال لا الحصر (:-صناديق الاستثمار العقارية، صناديق حماية رأس المال.)

4-2- أنواع الصناديق من حيث الطرح:[1]

– صندوق عام :

هو صندوق استثمار مؤسس في المملكة ويمكن طرح وحداته من قبل مدير الصندوق على مستثمرين في المملكة وفقاً لأحكام الباب الرابع من لائحة صناديق الاستثمار بأي طريقة غير الطرح الخاص.

– صندوق خاص :

هو صندوق استثمار مؤسس في المملكة وليس صندوقاً عاماً ويمكن طرح وحداته على مستثمرين في المملكة وفقاً لأحكام الباب الخامس من لائحة صناديق الاستثمار.

– صندوق أجنبي :

هو صندوق استثمار مؤسس خارج المملكة تُطرح وحداته طرحاً خاصاً على مستثمرين في المملكة وفقاً لأحكام الباب السادس من لائحة صناديق الاستثمار.

[1] هيئة السوق المالية، صناديق الاستثمار، ص ص 05-07، المملكة العربية السعودية، تاريخ التحميل 2018/09/05: cma.org.sa

4-3- تصنيفات الصناديق من حيث طبيعة الأصول المكونة لها:

تصنَّف الصناديق من حيث طبيعة الأصول المكونة لمحافظها الاستثمارية إلى:

- **صناديق الأسهم :**

هي صناديق تستثمر بصفة رئيسة في أسهم الشركات المدرجة في الأسواق المالية سواء أكانت محلية أم دولية أم إقليمية.

- **صناديق أسواق النقد :**

صندوق استثمار يتمثل هدفه الوحيد في الاستثمار في الأوراق المالية قصيرة الأجل وصفقات سوق النقد وفقاً للائحة صناديق الاستثمار.

- **صناديق أدوات الدين :**

هي صناديق تَستَثمر في أدوات الدين مثل الصكوك والسندات التي تُصدرها الشركات والجهات الحكومية وشبه الحكومية أو أيّ جهة أخرى يحقّ لها إصدار أيّ نوع من أدوات الدين.

- **الصناديق المتعددة الأصول :**

هي صناديق تستثمر في عدة أنواع من الأصول، مثل الأسهم والسندات والصكوك وصفقات أسواق النقد ووحدات الصناديق الاستثمارية الأخرى.

- **الصناديق القابضة :**

هي صناديق استثمارية هدفها الاستثماري الرئيس استثمار جميع أصولها في صناديق استثمارية أخرى.

- **الصناديق المغذية :**

صناديق استثمار هدفها الاستثماري الرئيس استثمار جميع أصولها في صندوق استثمار آخر.

- **الصناديق المتوازنة :**

هي صناديق استثمارية تجمع في أصولها بين الأسهم والسندات، وتخصص جزءاً من استثماراتها لأدوات المالية قصيرة الأجل.

- **صناديق الاستثمار العقارية المقفلة :**

برنامج استثمار عقاري مشترك يهدف إلى إتاحة الفرصة للمستثمرين فيه للمشاركة جماعيا في أرباح البرنامج ، ويديره مدير الصندوق مقابل رسوم محددة .وتعمل هذه الصناديق وفقاً للأغراض التالية:

- التطوير الأولي ثم البيع.

- التطوير الإنشائي ثم البيع.
- التطوير الأولي أو الإنشائي بهدف الإيجار مدةً زمنيةً محددةً ثم البيع.

- صندوق المؤشر المتداول :

صندوق مؤشر تُتداول وحداته في السوق أو سوق أوراق مالية أخرى معتمدة من قبل الهيئة.

- صندوق المؤشر :

صندوق استثمار يتمثل هدفه الاستثماري الرئيس في تتبع أداء مؤشر محدد.

- الصناديق العقارية المتداولة:

صناديق استثمار عقارية مطروحة طرحاً عاماً تُتداول وحداتها في السوق المالية السعودية، ويتمثل هدفها الاستثماري في الاستثمار في عقارات مطورة تطويراً إنشائياً، قابلة لتحقيق دخل دوري وإيجاري، وتوزَّع نسبة محددة من صافي أرباح الصندوق نقداً على مالكي الوحدات في هذا الصندوق خال فترة عمله، وذلك بشكل سنوي بحد أدنى.

4-4- أنواع الصناديق وفقا للأهداف المقررة:

- صناديق النمو:

وهي عبارة عن صناديق تكون بقصد تحقيق مكاسب رأسمالية (أرباح رأسمالية) تؤدي إلى نمو رأس مال الصندوق، أي أن الغرض منها ليس السعي لتحقيق عائد منتظم وإنما المضاربة من أجل تحقيق الأرباح الرأسمالية[1].

- صناديق الدخل:

وهي صناديق تكون الأولوية لعملية سداد دخل للمستثمرين بها، هذا الدخل ينشأ عن العائد الناتج عن السندات أو الودائع أو أرباح الأسهم أو ايجار العقارات التي تحوزها الصناديق، كما يراعى فيها أيضا تحقيق نمو في رأس المال، ولكن بنسبة أقل من صناديق النمو.

[1] حمزة محمود الزبيدي، مرجع سابق، ص 52.

– الصناديق المتوازنة أو المختلطة:

وهي صناديق تهدف إلى تحقيق عائد دوري وفي ذات الوقت تهدف إلى تحقيق بعض النمو الرأسمالي، ويتم ذلك من خلال الاستثمار في مزيج من الأصول التي تدر دخل وتلك التي لها فرص للنمو، وهي عادة ما تكون سندات وأسهم، وتجدر الاشارة هنا إلى أن تحقيق عائد دوري أو عائد رأسمالي أو كلاهما يواجه العديد من المخاطر [1].

، الدخل، الدخل والنمو، ادارة الضريبة، ذات الاهداف المزدوجة، المتحفظة والهجومية.

5- مزايا الاستثمار في صناديق الاستثمار:

يمكن تقسيم المزايا التي تحققها صناديق الاستثمار إلى نوعين هما[2]:

5-1- المزايا على مستوى الأفراد المستثمرين:

تحقق صناديق الاستثمار للأفراد المستثمرين عددا من المزايا يمكن اجمالها كما يلي:

– التنويع الكفؤ للاستثمارات:

وذلك من خلال توزيع الاستثمارات بين العديد من الأدوات الاستثمارية، وفقا لنظريات الاستثمار فعلى سبيل المثال فإن توزيع الأموال المستثمرة في أكثر من مجال استثماري أي تجنب وضع البيض في سلة واحدة يخفض من درجة المخاطرة، وهو المبدأ الذي تستند إليه معظم سياسات صناديق الاستثمار، كما أن وجود عدد كبير من المستثمرين في صندوق استثماري واحد يتيح الفرص بشكل أكبر لتنويع الاستثمارات، والذي بدوره يساعد على تخفيض درجات المخاطرة بشكل عام عن طريق تخفيض المخاطر المتعلقة بالصندوق إلى الحد الأدنى، إضافة إلى تحسين معدلات الربحية.

– الاستفادة من خبرات الادارة المتخصصة:

توجد شرائح كبيرة من المجتمع تتوافر لديها مدخرات صغيرة ومتوسطة وفي أحيان محدودة كبيرة، غير أن نقص الخبرة والدراية والمعرفة بأساليب الاستثمار الحديثة يمنع في الغالب تلك الشرائح من الدخول أو الاستفادة من الفرص الاستثمارية المتاحة، ولذلك يمكن للصناديق الاستثمارية من خلال ما تملكه من كفاءات متخصصة في المجالات الاستثمارية الحديثة، أن تقوم بإدارة تلك الأصول الاستثمارية نيابة عن الأفراد المستثمرين وبأفضل الطرق وبأقل تكلفة وجهد على الأفراد.

---

[1] سارة حسني، دليل المستثمر لتنويع أدوات وآليات الاستثمار، الهيئة العامة للرقابة المالية، 2010، ص 36، تاريخ التحميل 2017/02/02: **www.Efsa.gov.eg**

[2] قاسم نايف علوان، مرجع سابق، ص ص 221- 224.

– المرونة والملائمة:

في صناديق الاستثمار المفتوحة، يحق للمستثمر أن يحول استثماراته من صندوق إلى آخر مقابل رسوم ضئيلة مقارنة بالخدمات المقدمة له، هذه المرونة من شأنها أن تخدم المستثمر في حالة تغير أهدافه خلال الفترة، كما يمكنه أن يبقي رأس المال المستثمر ويسحب الدخل المتحقق منه إذا رغب بذلك، أو سحب مستحقاته على دفعات، أو شراء أسهم جديدة له على دفعات وهكذا.

– الاعفاء من الأعباء الادارية:

من المعلوم أن إتمام صفقات وعمليات الاستثمار في البورصات العالمية يتم مقابل عمولة معينة، وتنخفض نسبة هذه العمولة بارتفاع حجم الصفقة، وحيث تتوافر لدى صناديق الاستثمار أصول استثمارية كبيرة يمكن لها ابرام الصفقات الكبيرة بعمولات متدنية والاستفادة من اقتصاديات الحجم، وهو ما يوفر الكثير من التكاليف والأعباء على المستثمر، هذا عدا إعفائه من بعض الرسوم والتكاليف الإدارية.

– توافر السيولة:

فيما يتعلق بالصناديق المفتوحة، يمكن لأي مستثمر في تلك الصناديق تقديم طلب استرداد قيمة اشتراكه لمدير الصندوق في أي وقت، ومن ثم يمكنه الحصول على المبلغ خلال الفترة المحددة في الاتفاق، كما يمكنه بيعه في السوق الثانوية.

– ادارة حسابات المستثمر:

مثل القيام بإعداد سجل الضرائب المستحقة عليه، وإعادة استثمار التوزيعات المستحقة له، وما شابه ذلك من خدمات.

5-2- المزايا على مستوى الاقتصاد الوطني :

تتمثل المزايا التي تحققها صناديق الاستثمار على المستوى الوطني وفق الآتي:

- تمثل صناديق الاستثمار إحدى قنوات تحويل مدخرات الأفراد من أموال معطلة في الاقتصاد إلى أموال نشطة، تساهم في رفع مستوى الاستثمارات المتاحة في الاقتصاد.
- المساعدة في ترشيد قرارات المستثمرين مما يساهم في رفع كفاءة الاستثمارات الوطنية.

- تساهم صناديق الاستثمار في تنشيط حركة أسواق رأس المال والمساهمة في المحافظة على توازن السوق وكفاءته، وتوفير الحماية للمستثمرين والسوق من الانخفاض المفاجئ.
- دعم برامج التخصيص في الدول النامية.
- الحث على إنشاء شركات جديدة سواء شركات تقوم بإدارة هذه الصناديق أم شركات تحصل على التمويل اللازم لعملها من العمليات النهائية لهذه الصناديق، وهذا يساعد على اتساع قاعدة السوق المالية بشكل عام.

6- أركان إنشاء صناديق الاستثمار ومختلف الأطراف المكونة لتنظيمه:

6-1- أركان إنشاء صناديق الاستثمار:

يعتمد وجود الصندوق الاستثماري على ركنين أساسيين وهما[1]:

- المستثمرون:

وهم المالكون لوحدات الاستثمار المصدرة من طرف الصندوق، ويمكن أن تكون سندات أو حصص أو غير ذلك.

- مجلس الادارة:

ويتم انتخابه من قبل مالكي الوحدات، وهو مسؤول عن الاشراف العام على الصندوق، ومن واجباته مراقبة أداء كل من شركة توظيف الأموال أو مستشار الاستثمار، ولمجلس الادارة الحق في تجديد أو رفض التعاقد مع مستشار الصندوق سنويا.

6-2- الأطراف المكونة لتنظيم الصندوق:

يخضع الصندوق الاستثماري إلى مجموعة من المتطلبات التنظيمية المتعارف عليها دوليا وتنص عليها الجهات الرقابية والإشرافية وهي توفير العناصر التالية[2]:

- مؤسس الصندوق:

و هو الطرف الذي يتولى إنشاء الصندوق، ويمكن أن يكون عبارة عن شركة مالية أو دولة أو شخص طبيعي.

[1] هشام أحمد عبد الحي، الصناديق والصكوك الاستثمارية الاسلامية، دار المعارف، الاسكندرية، مصر، 2010، ص 73.
[2] المرجع السابق، ص ص 73-78.

– مدير الصندوق (مدير الاستثمار):

تلزم القوانين المصرفية الجهة المنشئة للصندوق بأن تعهد بإدارته إلى شركة مستقلة ذات خبرة ودراية في هذا المجال، ويطلق على هذه الشركة اسم مدير الاستثمار وهذه الشركة مهمتها توظيف و إدارة أموال صندوق الاستثمار بصفتها مسؤولة عن إدارة أموال عملائها على أن تكون الادارة المسؤولة عن هذه الصناديق مستقلة عن الادارة المسؤولة عن استثمار الأموال الأخرى الخاصة بالبنك كما تتميز شركات الادارة بأن غرضها يكاد ينحصر في جميع الدول في إدارة مال الصندوق الذي تنشئه، ويمكنها إدارة أكثر من صندوق استثماري بشرط مسك حسابات منفصة لكل وعاء، وبذلك تعتبر هذه الجهة هي المخولة بإدارة الصندوق أو الصناديق وتوجيه الاستثمار وفقا لأحكام نظام كل صندوق وقرارات جهة الاشراف، والقوانين السائدة، كما أنها هي التي تمثل الصندوق قانونا في علاقاتها مع الغير وأمام القضاء، ومن الأعمال التي تقوم بها ما يلي:

- إعداد دراسة اقتصادية لنشاط معين أو مشروع أو مشاريع معينة بحيث تبين جدوى الاستثمار في ذلك المجال، وقد يكون هذا المجال الاستثمار في أسهم الشركات، وفي العقارات، أو في قطاع تجاري أو صناعي أو في بلد معين أو غيرها من المجالات التي تتحقق فيها الجدوى الاقتصادية والمالية.
- إعداد نظام إدارة الصندوق ونشرة الاكتتاب، وتتضمن هذه الوثائق تحديدا لأغراض الصندوق وطبيعة نشاطه و أهدافه الإستثمارية، ودرجة مخاطر الاستثمار، كما تبين مختلف حقوق والتزامات الجهة المصدرة و المستثمرين، وكل ما يتعلق بكيفية الاكتتاب وشروطها، وتقييم أصول الصندوق وتوزيع أرباحه أو خسائره، وضوابط الاسترداد، ومواعيدها ومختلف العلاقات المترتبة على انشاء الصندوق وكيفية احتساب الأتعاب والعمولات، وشروط تصفية الصندوق والطريقة التي تتم بها.
- الحصول على موافقة جهة الاشراف على انشاء الصندوق وذلك بتقديم الطلب متضمنا المعلومات والمستندات المطلوبة.
- بعد ابرام التعاقدات اللازمة مع الأطراف الأخرى التي يساهم كل منها في أحد الجوانب المتعلقة بعمل الصندوق، وبعد الحصول على الترخيص من جهة الاشراف، تبدأ شركة الادارة بتقسيم رأس مال الصندوق الاستثماري إلى وحدات أو حصص مشاركة أو صكوك متساوية القيمة الاسمية بحيث يكون امتلاكها عبارة عن المشاركة في ملكية حصة من رأسمال الصندوق.

– أمين الاستثمار:

في غالب الاحيان يكون أمين الصندوق عبارة عن بنك، من مهامه حفظ الاصول الاستثمارية التي تتكون منها محفظة الاستثمار، وينفذ التعليمات الصادرة من مدير الصندوق بشأن الصكوك المالية المودعة لديه من بيع وشراء واستبدال وغير ذلك، كما يعهد إليه بتسوية العلاقات المالية التي تنشأ بين مدير الاستثمار والمستثمرين.

من المهام الرئيسية المنوطة بأمين الاستثمار مراقبة مدير الصندوق ومتابعته في تنفيذ السياسة الاستثمارية المثلى، ويتقاضى أمين الاستثمار عمولة تؤخذ على شكل نسبة مئوية من القيمة السوقية لصافي أصول الصندوق، وتتجه معظم الأنظمة إلى إلزام الصندوق بأن يكون الأمين جهة مستقلة عن المدير مع مراعاة أن تكون أموال الصندوق وحقوقه مفرزة عن أعمال المصرف الخاصة به، وأن يفرد للصندوق حسابات مستقلة عن أنشطة أخرى أو ودائع مصرفية لا علاقة لها بالصندوق.

– مستشار الاستثمار:

وهو شركة أو هيئة مالية متخصصة في مجال الاستثمار والتحليل المالي، وهذه الشركة تشترط وجودها قوانين بعض الدول للتعاون مع مدير الصندوق، ودورها يتمثل في إسداء النصيحة لشركة توظيف أموال الصندوق في المجالات الأكثر جدوى، والمساعدة في اتخاذ القرارات الخاصة بالبيع والشراء لأصول الصندوق، وتقاسم مع مدير الصندوق أتعاب الادارة.

ولكن هناك قوانين دول أخرى تسمح بأن يقوم بهذا الدور الشركة المديرة للصندوق بحيث تستفيد بالكامل من أتعاب الادرة دون إشراف طرف آخر معها في ذلك.

7– العوامل المؤثرة في اختيار الصندوق

7–1– رسوم صناديق الاستثمار (تكاليف الاستثمار):

تتطلب عملية إنشاء صناديق الاستثمار نفقات عديدة، يتم تسديدها إما مستقلة أو تحميلها على الوحدات الاستثمارية، كما يتطلب حسن سير استمرارية الصندوق القيام بالتحفظ على بعض المبالغ لدى الصندوق تحسبا لتلافي مخاطر متوقعة، من بين هذه الرسوم ما يلي[1]:

[1] هشام أحمد عبد الحي، مرجع سابق، ص 81، 82.

– الرسوم على المشتركين:

إن عمليات توظيف أموال الصندوق في مجالات الاستثمار تحتاج إلى تكلفة يتم حسابها، ويتم بعد ذلك توزيع التكلفة على الوحدات، فيلحق كل وحدة تكلفة ضئيلة، تكون في نشرية الاكتتاب وفق أربعة أساليب:

- فرض الرسوم عند ابتداءا عند الاشتراك.
- فرض الرسوم عند الخروج من الصندوق.
- ربط الرسوم بمدة بقاء المستثمر في الصندوق بحيث تتناقص تلك الرسوم بقدر ما تطول تلك المدة.
- لا يقوم صندوق الاستثمار بفرض رسوما على الدخول والخروج.

– رسوم الادارة:

يحصل المدير في كل أنواع الصناديق على رسوم مقابل إدارته، ويقتطع أجره بالنسبة المتفق عليها، وتتراوح أجور الادارة غالبا بين واحد بالمئة إلى خمسة بالمئة من القيمة الصافية لأصول الصندوق، وبالتالي فإن أجور المدير تزداد كلما كبر حجم أصول الصندوق وهذا إدا كان عمل مدير الصندوق على أساس عقد الوكالة بالاستثمار، وينص عقد الوكالة وقت استحقاق الأجرة فقد تكون في نهاية كل ربع سنة، أو على حسب الاتفاق.

فإذا اعتبرنا المدير وكيلا عن المستثمرين فهي وكالة بأجر، ولا بد أن يكون الأجر معلوما مقدما لصحة الوكالة، وأما إن كانت إدارة الاستثمار على أساس المضاربة فلا يأخذ نسبته المتفق عليها من الربح إلا في نهاية عقد المضاربة.

8– آليات الاستثمار في صناديق الاستثمار:

يمر الاستثمار في صناديق الاستثمار بسلسلة من الاجراءات والمراحل لتحقيق الهدف منه، بدءا من قرار اختيار الصندوق الأمثل، وحتى انتهاء الصندوق وتصفيته. وفيما يلي بيان تسلسلي بالآلية والمراحل التي يمر بها الاستثمار بالصندوق وأهم عوامل ومتطلبات كل مرحلة[1]:

– اختيار الصندوق:

تحرص البنوك والمؤسسات الاستثمارية والافراد، على انشاء أنواع متعددة من الصناديق الاستثمارية للتوافق مع أكبر عدد من رغبات المستثمرين، ويتأثر اختيار المستثمرين لأي من الصناديق على قدرته في تحقيق التوازن بين المخاطر والعائدات.

[1] المرجع السابق، ص ص 97- 101.

9- محتويات المستندات الخاصة بالصندوق:

يلتزم مدير الصندوق بتوفير المستندات الخاصة بكل صندوق، وهي تحتوي على معلومات تفصيلية تساعد المستثمر على اختيار الصندوق الذي يحقق أهدافه الاستثمارية .وتشتمل مستندات الصندوق على كل من[1]:

- شروط الصندوق وأحكامه:

تتضمن شروط الصندوق وأحكامه العامة الأسس التي سيدخل مالكو الوحدات المحتملون بناءً عليها في علاقات تعاقدية مع مدير الصندوق فيما يتعلق بالاستثمار المطروح عليهم، وتوضح الشروط والأحكام - على سبيل المثال وليس الحصر -أهداف الصندوق ، ومدته، وعملته، ومقابل الخدمات والعمولات والأتعاب، بالإضافة إلى سياسة التوزيع(حيثما ينطبق.)

- مذكرة المعلومات:

تتضمن مذكرة المعلومات جميع المعلومات الضرورية لتمكين مالكي الوحدات المحتملين من اتخاذ قرار مدروس ومبني على معلومات كافية بخصوص الاستثمار المطروح عليهم.، وتحتوي - على سبيل المثال وليس الحصر - على سياسات الاستثمار وممارساته، والمخاطر الرئيسة للاستثمار في الصندوق، والتقويم والتسعير، بالإضافة إلى بند معلومات عامة يتضمن على سبيل المثال وليس الحصر توضيح الفئة المستهدفة للاستثمار، وبيان يتعلق بسياسة توزيع الأرباح، وبيان يوضح الأداء السابق للصندوق مع المقارنة بأداء المؤشر الاسترشادي على مدار السنوات الخمس الماضية أو منذ التأسيس(حيثما ينطبق.)

- ملخص المعلومات الرئيسة:

يتضمن ملخص المعلومات الرئيسة المعلومات المتعلقة بخصائص صندوق الاستثمار لمساعدة مالكي الوحدات ومالكي الوحدات المحتملين على فهم طبيعة صندوق الاستثمار والمخاطر المرتبطة بالاستثمار فيه بشكل معقول؛ لتمكينهم من اتخاذ قرار استثماري مدروس ومبني على معلومات كافية .ويتضمن الملخص – على سبيل المثال وليس الحصر- المعلومات الرئيسة حول صندوق الاستثمار، والمخاطر المرتبطة بالاستثمارات، بالإضافة إلى البيانات السابقة المتعلقة بأداء صندوق الاستثمار وفقاً لما ورد في مذكرة المعلومات.

[1] هيئة السوق المالية، المادة التوعيوية الخاصة ب صناديق الاستثمار، ص 12، تاريخ التحميل 2019/02/02: **www.cma.org.sa**

خلاصة المحور السادس:

إن صناديق الاستثمار من بين المؤسسات المالية التي تساعد المستثمرين على تكوين محافظ مالية منخفظة المخاطر ومرتفعة العائد باعتمادها على إدارة متخصصة في تسيير المحافظ التي تكونها، تنقسم بدورها إلى أنواع متعددة تختلف من سوق إلى آخر من صناديق مغلقة إلى صناديق مفتوحة إلى صناديق دخل ونمو.

يمكن أن ينشأ صناديق الاستثمار أو دولة أو شخص طبيعي، وفق مراحل تحددها الأسواق المالية وتضع شروطها، هذا وتنقسم المحافظ المكونة من طرف الصندوق على أساس السياسة المتبعة من طرفه.

قائمة مراجع المحور الخامس:

1- هشام ابراهيم، مقدمة عن سوق الأوراق المالية، الهيئة العامة للرقابة المالية، 2010، ص 07، تاريخ التحميل 2017/02/02: **www. Efsa.gov.eg**

2- خيري الجزيري، إدارة المنشآت والأسواق المالية، القاهرة، مصر، 2000، ص ص 204-207.

3- ALAN NORTHCOTT, How to invest in mutual funds and earn High rates of return safely,Atlantic publishing, Florida, 2009, page 27, 28.

4- هيئة السوق المالية، صناديق الاستثمار،المملكة العربية السعودية، ص ص05-07، تاريخ التحميل 2018/09/05: cma.org.sa

5- سارة حسني، دليل المستثمر لتنويع أدوات وآليات الاستثمار، الهيئة العامة للرقابة المالية، 2010، ص 36، تاريخ التحميل 2017/02/02: **www. Efsa.gov.eg**

6- هشام أحمد عبد الحي، الصناديق والصكوك الاستثمارية الاسلامية، دار المعارف، الاسكندرية، مصر، 2010، ص 73

7- هيئة السوق المالية، المادة التوعيوية الخاصة ب صناديق الاستثمار، ص 12، تاريخ التحميل 2019/02/02:**www.cma.org.s**

المحور السابع:

استراتيجية بناء المحافظ المالية ونماذج تقييم المحافظ الاستثمارية

مقدمة المحور السابع:

تعتبر المحفظة الاستثمارية بأنها تشكيلة من الأصول المالية وغير المالية، تحقق عائد للمستثمر وتجنبه من المخاطر غير المنتظمة بأنواعها، ولكي تحقق المحافظ الاستثمارية هذا الهدف لأي مستثمر كان لابد من أن يختار المستثمر المحافظ الاستثمارية ذات الأداء الجيد، وهناك أسلوبين لقياس أداء المحافظ الاستثمارية وهما الاسلوب البسيط والاسلوب العلمي أو المزدوج. ومن خلال هذا المحور سوف نتطرق إلى ما يلي:

1- استراتيجية بناء المحافظ المالية.

2- نماذج تقييم المحافظ الاستثمارية.

1- استراتيجية بناء المحافظ المالية:

الاستثمار كغيره من القرارات المصيرية التي تحتاج إلى تخطيط واع، ولكي تضع خطة لاستثماراتك في البورصة، فيجب أن تحدد أمرين: الأول، هو أين أن تقف الأن؟ والأمر الثاني، هو أين تريد أن تذهب؟
الأمر الأول، يتعلق بالمركز المالي في الوقت الحالي.
الأمر الثاني، يرتبط بأهدافك المالية واحتياجاتك في المستقبل.

وحتى يعرف المستثمر أين يقف، يجب أن تتأكد من أن دخلك يكفي لتغطية مصروفاتك المعيشية، فالمستثمر الواعي يستثمر فقط الاموال التي تزيد عن احتياجاته الأساسية، ويدرك أن الاستثمار في سوق الاوراق المالية يستلزم فترة طويلة الأجل، كما يجب أن يحتفظ باحتياطي لمواجهة أي ظروف طارئة، حتى يضمن توفر السيولة الكافية لتغطية الاحتياجات، ولتحديد أين يريد أن يصل المستثمر لا بد أن تتوفر لديه المعرفة والدراية والدراسة التي تعتبر أولى خطوات اختيار الاوراق المالية المكونة للمحافظ المالية، فلا بد على المستثمر أن يبذل الجهد و والوقت لمعرفة الأنواع المختلفة من الأوراق المالية وإذا ما استقر رأي المستثمر في أوراق مالية لشركات معينة تبدأ عملية تحديد استراتيجية الاستثمار.

- يتوقف نجاح الاستراتيجية على الشخص الذي يستخدمها، وفقا لمعلوماته وخبرته وقدرته على التعامل مع السوق، فقد يكون للمستثمر هدف محدد من استثماراته تصلح معه استراتيجية استثمار لا تصلح مع شخص آخر، مثال على ذلك قد يكون المستثمر غير متفرغ لمتابعة تحركات وسلوك الاسهم في محفظته فيتخذ استراتيجية استثمار طويلة الأجل، في حين قد يرى مستثمر آخر أن المضاربة القصيرة الاجل تحققه أهدافه الاستثمارية.

- لا تصلح جميع الاستراتيجيات لكل ظروف السوق، فهناك استراتيجية للسوق الصاعد، لا يصلح استخدامها في السوق الهابط، أو السوق المتذبذب.

- لا يمكن لأي مستثمر أن يلتزم باستراتيجية معينة بالدرجة التي تجعله لا يرى حقيقة أنه يخسر أمواله، فتحقيق عائد من الاستثمار هو الذي يحدد مدى تحقيق الاستراتيجية للأهداف المرجوة منها.

- لا بد على المستثمر أن يتخذ الوقت الكافي لإيجاد الاستراتيجية الناجحة الخاصة به، والتي تلائم شخصيته وأسلوب حياته ومستوى دخله.

- معظم استراتيجيات تنمية المال في البورصة تتركز على استراتيجيتين وهما استراتيجية طويلة الأجل

تعتمد على الاستثمار في أسهم الدخل وتتسم بالتحفظ وهي تسمى استراتيجية (الشراء والاحتفاظ).والثانية استراتيجية قصيرة الاجل والتي تتسم بالجرأة والرغبة في تحقيق الثراء السريع وهي تعتمد على التعامل وفقا لاتجاهات السوق اعتمادا على التحليل الفني و التنبؤ بأسعار الأسهم والبيع والشراء (عدم الاحتفاظ بالورقة مدة طويلة).

- لا تخلوا أي استراتيجية للاستثمار في الاسواق المالية من المخاطر، وكلما زادت المخاطر زادت الربحية.
- عادة ما تكون استراتيجية الاستثمار التي يتم اختيارها هي مزيج ما بين مجموعة من استراتيجيات مختلفة.

أنواع الاستراتيجيات: تتعدد الاستراتيجيات وتتنوع وفق نظرة المستثمر وسوف نعرض بعض أنواع الاستراتيجيات.

– الشراء بغرض الاحتفاظ:

يجب على اي مستثمر أن يكون لديه في محفظته اسهم احتفاظ، وعادة ما يكون سهما لا حدى الشركات القوية التي تعمل في صناعة تقليدية مثل البترول، البنوك، شركات التأمين...الخ. يفضل المستثمرون هذه الاستراتيجية لتنمية مالهم بأقل مجهود. ولان هذه الاستراتيجية تمكن المستثمر من مراقبة أوراقه المالية دون مراقبة السوق ككل و الميزة الاخرى أن المستثمر غير مضطرا الى دفع عمولات للوسيط بشكل مستمر ، لان عملية البيع والشراء ليست مستمرة ، وهناك ميزة اخرى كذلك وهي ان حدوث احداث سلبية في السوق لا تجعل المستثمر يتنازل عن الورقة لأنه يتبع التغيرات الاساسية السلبية في اسهم الشركات التي يحتفظون بها.

– استراتيجية تحقيق الاحلام:

تعتمد هذه الاستراتيجية على الشراء أثناء انخفاض الاسعار، بل إن المستثمر يترقب خصوصا أسهم الشركات القوية عند الانخفاض وفي هذه الحالة يمكن للمستثمر أن يشتري أسهم لشركات كان يتمنى شرائها من قبل، ليبيعها عند ارتفاع سعرها مستقبلا محققا عوائد مرتفعة.

– استراتيجية الاستثمار في الأسهم التي انهارت أسعارها:

تعتمد هذه الاستراتيجية على شراء أسهم لشركات انخفضت أسعارها إلى القاع، بسبب ظروف سياسية أو اقتصادية أز نتيجة حدوث أزمات في البورصة، أو نتيجة عوامل بالشركة في حد ذاتها، يتمثل الخطر الذي ينجم عن هذه الاستراتيجية في أن المستثمر لا يعرف بالظبط متى يصل سعر السهم إلى القاع، وكذلك سعر السهم

يستغرق وقتا طويلا لارتفاع مجددا لتحقيق الارباح.

– استراتيجية الشراء في الاسهم التي انحسرت عنها الأضواء:

تتسم الاسواق المالية عامة والبورصات خاصة بمى يسمى بالدورات، فعادة ما يركز المستثمرين على شركات معينة مهملين شركات أخرى تتراجع أسعارها بتراجع الطلب عليها، وهناك مستثمرين يفظلون الاستثمار فيها وذلك باتباع استراتيجية الشراء في الاسهم التي انحسرت عنها الأضواء.

2– نماذج تقييم المحافظ الاستثمارية:

تنقسم نماذج تقييم المحافظ الاستثمارية إلى أسلوبين وهماالاسلوب البسيط والاسلوب العلمي أو المزدوج، وفيما يلي شرح لهذين النوعين:

2–1– الأسلوب البسيط:

وهو أسلوب يعتمد على حساب معدل العائد على الأموال المستثمرة كأساس لتحديد كفاءة آداء الشركات، يعتمد على المعلومات المنشورة عن قيمة الأصل الصافية للسهم وكذلك الأرباح الإرادية والرأسمالية الموزعة، دون الأخذ بعين الاعتبار البيانات الخاصة بدرجة المخاطر والأمان لهذه الاستثمارات ويتم التعبير عنه بالمعادلة التالية[1]:

$$R = P_1 - P_2 + D$$

حيث أن P_1 تمثل سعر بيع أصول المالية .

P_2 تمثل سعر شراء الأصول المالية المكونة للمحفظة.

D تمثل توزيعات العوائد من طرف الشركات المصدرة للأصل المالي.

2–2– الأسلوب العلمي أو المزدوج:

يعتمد الأسلوب العلمي أو المزدوج على تقييم الاستثمارات من خلال العائد والمخاطرة معا وليس كالأسلوب البسيط الذي يعتمد على معدل العائد فقط، وهناك العديد من النماذج التي تعتمد على الأسلوب العلمي أو المزدوج لقياس أداء المحافظ الاستثمارية وهي كما يلي:

2–2– 1– مقياس ترينورTREYNOR INDE:

[1] توفيق عوض شبير، بناء محافظ إستثمارية باستخدام نماذج تقييم آداء الأسهم، دراسة تطبيقية تحليلية مقارنة على أسهم الشركات المدرجة، تخصص المحاسبة والتمويل، الجامعة الاسلامية، غزة، 2015، ص 57

يركز مقياس ترينور على مخاطر السوق ومعامل بيتا معتمدا على منحنى السوق، مبينا العلاقة ما بين العائد المتوقع للمحفظة ومعامل بيتا، ويعتبر مقياس ترينور أكثر دقة من مقياس شارب لاعتماده بالدرجة الأولى على خصائص كل ورقة، ومعامل بيتا لكل ورقة مع ايجاد معامل بيتا المرجح للمحفظة.

اعتمد مقياس ترينور على إمكانية السيطرة على المخاطر غير المنتظمة بواسطة التنويع الجيد والكفؤ الذي سبق الاشارة إليه حيث يوجد أسلوبان في التنويع وهما أسلوب ساذج وأسلوب ماركوويتز.

كما أشار بأن التنويع والادارة الكفؤة يمكن أن تستطيع التغلب على المخاطر غير المنتظمة والتي اعتبرها ترينور غير موجودة خصوصا إذا أردنا تقييم أداء مدير محفظة يشترط بأن يكون متخصصا في الاستثمار في الأوراق المالية وقادرا على التحليل أكثر من قدرة المستثمر العادي لذلك فإن المعيار الذي يجب أن يستند إلى المخاطر المنتظمة والتي هي ممثلة في معامل بيتا للمحفظة، ويتم تحديد آداء المحافظ الاستثمارية بواسطة النموذج الرياضي التالي[1]:

$$T_N = \frac{R_N - R_F}{B_N}$$

حيث أن:

$\mathbf{T_N}$ تمثل مقياس ترينور لأداء المحافظ المالية.

$\mathbf{R_N}$ معدل عائد المحفظة.

$\mathbf{R_F}$ العائد الخالي من المخاطر.

$\mathbf{B_N}$ معامل بيتا (مخاطر المحفظة).

حسب مقياس ترينور كلما زاد العائد الإضافي الذي تحققه محفظة الأوراق المالية نظير كل وحدة من وحدات المخاطر المنتظمة يكون أداء المحفظة أفضل، ويعاب على هذا النموذج أن دقة الترتيب والتصنيف للمحافظ تعتمد على فرضية تقييم الاستثمارات من خلال طريقة التنويع المثالي للمحافظ والتي يمكن من خلالها القضاء على المخاطر غير المنتظمة والمتعلقة بالشركة نفسها وهذا غير دقيق من الناحية العملية[2].

[1] غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، دار المناهج للنشر والتوزيع، الأردن، 2015، ص 214.

[2] توفيق عوض شبير، مرجع سابق، ص 59.

مثال: عرضت عليك خمس محافظ مالية، معدل العائد ومعامل بيتا لكل محفظة كما يلي:

المحفظة	معدل العائد	معامل beta
A	7	8
B	6	5
C	9	7
D	11	10
E	8	6

إذا علمت أن معدل العائد على الاستثمار خالي من المخاطر هو 6% كما أن معدل خط السوق كما يلي:

معدل العائد المتوقع = العائد الخالي من المخاطرة+ معامل Beta

معدل العائد المتوقع = 6+ Beta 0.5

المطلوب:

- ترتيب آداء مدراء المحافظ تنازليا.
- تصنيف هذا الآداء إلى الجيد، مقبول، غير مقبول.

الحل:

يمكن ترتيب آداء مدراء المحافظ **تنازليا** باستخدام نموذج ترينور التالي:

$$T_N = \frac{R_N - R_F}{B_N}$$

$$\text{أداء مدير المحفظة } A = \frac{R_N - R_F}{B_N} = \frac{6-7}{8} = 0.125$$

$$\text{أداء مدير المحفظة } B = \frac{R_N - R_F}{B_N} = \frac{6-6}{5} = 0$$

$$\text{أداء مدير المحفظة } C = \frac{R_N - R_F}{B_N} = \frac{6-9}{7} = 0.4285$$

$$0.50 = \frac{6-11}{10} = \frac{R_N - R_F}{B_N} = \boldsymbol{D}\text{أداء مدير المحفظة}$$

$$0.3334 = \frac{6-8}{6} = \frac{R_N - R_F}{B_N} = \boldsymbol{E}\text{أداء مدير المحفظة}$$

ومنه يمكن ترتيب مدراء المحافظ وفق الجدول التالي:

المحفظة	مقياس الأداء	الترتيب
E	0.5	1
C	0.4215	2
D	0.3334	3
A	0.125	4
B	0	5

2- لتصنيف أداء مدراء المحافظ الاستثمارية لابد من استخدام معادلة خط السوق:

2-1- تصنيف أداء مدير المحفظة A:

عائد السوق = معدل العائد الخالي من المخاطرة + معامل المخاطرة

$$8 \times 0.5 + 6 =$$

= 10 أكبر من 7%

نلاحظ أن معدل عائد المحفظة أقل من معدل عائد السوق، ومنه نقول أن أداء مدير المحفظة A غير جيد.

2-2- تصنيف أداء مدير المحفظة B:

عائد السوق = معدل العائد الخالي من المخاطرة + معامل المخاطرة

$$5 \times 0.5 + 6 =$$

= 8.5 أكبر من 6%

نلاحظ أن معدل عائد المحفظة أقل من معدل عائد السوق، ومنه نقول أن أداء مدير المحفظة B غير جيد.

2-3- تصنيف أداء مدير المحفظة C:

عائد السوق = معدل العائد الخالي من المخاطرة + معامل المخاطرة

$$7 \times 0.5 + 6 =$$

= 9.5 أكبر من 9%

نلاحظ أن معدل عائد المحفظة أقل من معدل عائد السوق، ومنه نقول أن أداء مدير المحفظة C غير جيد.

2-4- تصنيف أداء مدير المحفظة D:

عائد السوق = معدل العائد الخالي من المخاطرة + معامل المخاطرة

$$10 \times 0.5 + 6 =$$

11 = 11 =

نلاحظ أن معدل عائد المحفظة يساوي معدل عائد السوق، ومنه نقول أن أداء مدير المحفظة D مقبول.

2-5- تصنيف أداء مدير المحفظة E:

عائد السوق = معدل العائد الخالي من المخاطرة + معامل المخاطرة

$$6 \times 0.5 + 6 =$$

9 =

نلاحظ أن معدل عائد المحفظة أكبر من معدل عائد السوق، ومنه نقول أن أداء مدير المحفظة D جيد[1].

[1] غازي فلاح المومني، مرجع سابق، ص ص 215-218.

2-2-2- مقياس جنسن JENSEN INDEX :

اقترح جنسن نموذجا في عام 1968 م لقياس أداء المحافظ الاستثمارية عرف بمعامل ألفا، حيث يرى أن العائد المتوقع لمحفظة المستثمر قد يتجاوز تلك التي يتنبأ بها نموذج CPAM ، ويقوم هذا النموذج على أساس إيجاد الفرق بين مقدارين للعائد، الأول يمثل الفرق بين متوسط عائد المحفظة ومتوسط معدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر، ويطلق على هذا المقدار العائد الإضافي، أما المقدار الثاني فيتمثل في حاصل ضرب معامل بيتا في الفرق بين متوسط عائد السوق ومتوسط العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر، ويسمى علاوة مخاطر السوق، فإذا كانت ألفا موجبة فهذا يعني أن الأداء جيد، واذا كانت سالبة فهذا يعني أن الأداء منخفض، أما إذا كانت ألفا صفر فهذا يعني عائد التوازن، حيث لا يختلف في الواقع عائد المحفظة عن عائد السوق، ويُعبر عن هذا النموذج بالمعادلة التالية[1]:

$$\alpha = (RP - RF) - b(RM - RF)$$

α معامل ألفا

RP عائد المحفظة الاستثمارية

Rf العائد الخالي من المخاطرة

RM عائد محفظة السوق(مؤشر السوق)

- إذا كانت **α** أكبر من الصفر، فهذا يعني أن قيمة (العائد على المحفظة – العائد الخالي من المخاطر) أكبر مما يستحق وهذا يعني أن أداء المحفظة أعلى من أداء السوق وإن هذه المحفظة تسبق السوق في آدائها.

- إذا كانت **α** أقل من الصفر فهذا يعني أن أداء المحفظة أقل من آداء السوق ويكون آدائها غير جيد.

- إذا كانت **α** تساوي صفر فإن أداء هذه المحفظة مقبول وآدائها يوازي أداء السوق[2].

[1] توفيق عوض شبير، مرجع سابق، ص 61.
[2] غازي فلاح المومني، مرجع سابق، ص 219.

خلاصة المحور السابع:

هناك مجموعة من الاستراتيجيات التي يمكن أن يتخذها المستثمر في المفاضلة بين مجموعة من المحافظ وتتماشى الاستراتيجية وفق نظرة المستثمر للمخاطرة والعائد، فهناك استراتيجيات استثمارية طويلة المدى تناسب المستثمر العادي واستراتيجيات قصيرة المدى تناسب المضارب.

هذا وتنقسم نماذج تقييم المحافظ الاستثمارية إلى أسلوبين وهماالاسلوب البسيط وهو الاسلوب الذي يعتمد على حساب معدل العائد على الاموال المستثمرة والاسلوب العلمي أو المزدوج والذي يعتمد على تقييم الاستثمارات من خلال العائد والمخاطرة معا وليس كالأسلوب البسيط الذي يعتمد على تقييم معدل العائد فقط.

قائمة مراجع المحور السابع:

1- توفيق عوض شبير، بناء محافظ إستثمارية باستخدام نماذج تقييم آداء الأسهم، دراسة تطبيقية تحليلية مقلرنة على أسهم الشركات المدرجة، تخصص المحاسبة والتمويل، الجامعة الاسلامية، غزة، 2015.

2- غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، دار المناهج للنشر والتوزيع، الأردن، 2015.

قائمة المراجع

أولا– مراجع باللغة العربية:

أ – الكتب:

1. أحمد عمر القيشاوي، تقرير حول الحد الكفء في نظرية المحفظة، الجامعة الاسلامية، غزة، ديسمبر 2004.
2. حسين علي خربوش ...وآخرون، ‘دارة المحافظ الاستثمارية، دار زهران، الأردن، 2010.
3. حمزة محمود الزبيدي، الاستثمار في الأوراق المالية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، ط1، الأردن، 2004.
4. خيري الجزيري، إدارة المنشآت والأسواق المالية، القاهرة، مصر، 2000، ص ص 204-207.
5. شقيري موسى ...وآخرون، إدارة الاستثمار، دار المسيرة، الاردن، ط1، 2012.
6. غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، دار المناهج للنشر والتوزيع، الأردن، 2015 .
7. قاسم نايف علوان، إدارة الاستثمار (بين النظرية والتطبيق)، دار الثقافة، الاردن، ط1، 2009.
8. متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، دار الفكر، عمان، الاردن، 2009.
9. محروس حسن، الأسواق المالية و الاستثمارات المالية، كلية التجارة، جامعة عين الشمس، دون طبعة، دون سنة نشر.
10. محمد عبد الرحمن سلمان، تحليل و مناقشة العائد والمخاطرة في ظل قرار التوليفة المثلى، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية، العدد 48، بغداد، 2016.
11. محمد على ابراهيم العامري، إدارة محافظ الاستثمار، دار اثراء للنشر والتوزيع، الأردن، ط1، 2013.
12. محمد مطر، الأسس النظرية والعملية لبناء و إدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر، الأردن، 2016.
13. محمد مطر، فايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر، الأردن، 2005.
14. منى قاسم، دليل الاستثمار في البورصة المصرية والبورصات العربية، الدار المصرية اللبنانية، القاهرة، 2007.
15. منير ابراهيم عندي، أساسيات الاستثمار وتحليل الأوراق المالية، دار المعرفة الجامعية، الاسكندرية، 2011.

ب- رسائل و أطروحات جامعية:

1.بوزيد سارة، أدارة محفظة الأوراق المالية على مستوى البنك التجاري – دراسة حالة بنك BNP PARIBA، مذكرة لنيل شهادة الماجستير، تخصص إدارة مالية، جامعة منتوري، قسنطينة، الجزائر، 2007.

2.توفيق عوض توفيق شبير، بناء محافظ استثمارية باستخدام نماذج تقييم آداء الأسهم، دراسة تطبيقية تحليلية مقارنة على أسهم الشركات المدرجة في بورصة فلسطين، مذكرة ماجستير، تخصص محاسبة وتمويل، الجامعة الاسلامية، غزة، فلسطين، 2015.

3.جاب الله مصطفى، محاضرات في التحليل الاقتصادي الجزئي، مدعمة بأمثلة محلولة، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد بوضياف – المسيلة، دون سنة.

4.سعيدي فاطمة الزهراء، أثر العولمة المالية على الأسواق المالية العربية، رسالة دكتوراه، تخصص نقود ومالية، جامعة الجزائر، 2013.

ج- المجلات و المطبوعات الجامعية:

1. جامعة القاهرة، تكوين وإدارة محافظ الأوراق المالية وصناديق الاستثمار، مطبوعة جامعية، كلية الاقتصاد والعلوم السياسة، قسم الاقتصاد، القاهرة، دون سنة نشر.

2. سعيدي فاطمة الزهراء، المحافظ الاستثمارية، المطبوعة الثانية، جامعة المدية، 2018.

3. سعيدي فاطمة الزهراء، محاضرات في الأسواق المالية المعمقة، مطبوعة مقدمة لطلبة السنة الثالثة ليسانس تخصص اقتصاد نقدي وبكي، جامعة المدية، 2015.

د- المواقع الالكترونية:

1. هشام ابراهيم، مقدمة عن سوق الأوراق المالية، الهيئة العامة للرقابة المالية، 2010، ص 07، تاريخ التحميل 2017/02/02: **www. Efsa.gov.eg**

2. هيئة السوق المالية، المادة التوعيوية الخاصة ب صناديق الاستثمار، ص 12، تاريخ التحميل 2019/02/02:**www.cma.org.sa**

3. رياض دهال، الأدوات المالية، إصدارات جسر التنمية،ص17،تاريخ التحميل2007/04/30:

www.arab-api.org\develop_1.htm

3. سارة حسني، دليل المستثمر لتنويع أدوات وآليات الاستثمار، الهيئة العامة للرقابة المالية، 2010، ص 36، تاريخ التحميل 2017/02/02: **www. Efsa.gov.eg**

4. هيئة الأوراق المالية والسلع، الاستثمار في الأسهم العوائد والمخاطر، الامارات العربية المتحدة، ص 60، تاريخ الاطلاع 2017/05/02 **www.sca.ae** :

5. هيئة السوق المالية، صناديق الاستثمار،المملكة العربية السعودية، ص ص05-07، تاريخ التحميل 2018/09/05: cma.org.sa

ثانيا – مراجع باللغة الأجنبية:

أ– الكتب:

1- Jack clark Francis ,Dongcheol Kim , modern portfolio theory ,Hoboken, new jersey, Canada, 2013

2- hain levy , stochastic dominance ; investment ; decision ;making under uncertainty ,third edition, springer, ,2016,page

3- PHILIP J, Mc Donnell, optimal portfilio modeling,new jersey,Canada, 2008, page 47.

4- ALAN NORTHCOTT, How to invest in mutual funds and earn High rates of return safely,Atlantic publishing, Florida, 2009, page 27, 28.