



مطبوعة بيداغوجية تحت عنوان:

محاضرات في إدارة المحافظ الاستثمارية

تخصص: إدارة أعمال

موجهة لطلبة : السنة الثالثة

قسم: علوم التسيير

من إعداد الدكتور: عماروش خديجة إمان

السنة الجامعية: 2016/2017

فهرس المحتويات

III	قائمة الأشكال والجداول
أ	المقدمة العامة

الفصل الأول : مفهوم سوق رأس المال

1	تمهيد الفصل الأول
2	أولاً: ماهية سوق رأس المال
8	ثانياً: كفاءة سوق رأس المال
15	ثالثاً: مؤشر سوق رأس المال
27	خلاصة الفصل الأول

الفصل الثاني : الأصول المتداولة في سوق رأس المال

28	تمهيد الفصل الثاني
29	أولاً: السندات
35	ثانياً: الأسهم والأوراق المالية الهجينة
43	ثالثاً: المشتقات المالية
52	خلاصة الفصل الثاني

الفصل الثالث : مدخل إلى المحافظ الاستثمارية

53	تمهيد الفصل الثالث
54	أولاً: مفاهيم أساسية للمحفظة الاستثمارية
59	ثانياً: خصائص المحفظة الاستثمارية
75	ثالثاً: العوامل المؤثرة على مستوى مخاطرة المحفظة الاستثمارية
81	خلاصة الفصل الثالث

الفصل الرابع : نماذج قياس العلاقة بين عائد ومخاطرة المحفظة الاستثمارية

82	تمهيد الفصل الرابع
83	أولاً: نموذج ماركويتز
88	ثانياً: نموذج تسعير الأصول المالية
96	ثالثاً: نموذج تسعير المراجعة
	خلاصة الفصل الرابع

الفصل الخامس : الخطوات والسياسات المتبعة لإدارة المحافظ الاستثمارية

100	تمهيد الفصل الخامس.....
101	أولاً: نشأة، تعريف وأهمية إدارة المحافظ الاستثمارية.....
102	ثانياً: خطوات وطرق إدارة المحافظ الاستثمارية.....
112	ثالثاً: السياسات المتبعة لإدارة المحافظ الاستثمارية والشركات المعنية بذلك.....
120	خلاصة الفصل الخامس.....
121	الخاتمة العامة.....
121	قائمة المراجع.

قائمة الأشكال والجداول

قائمة الأشكال

رقم الشكل	عنوانه	الصفحة
1	التمثيل البياني لمنحنى الحدّ الفعّال	84
2	التمثيل البياني لمنحنيات السّواء للمستثمر	85
3	تحديد المحفظة الاستثمارية المثلى	86

87	التمثيل البياني لمنحنى الحدّ الفعّال (ADC)	4
90	التمثيل البياني لخط الحدّ الفعّال	5
92	التمثيل البياني لخط سوق رأس المال	6
94	التمثيل البياني لخط سوق الأوراق المالية	7

قائمة الجداول

رقم الجدول	عنوانه	الصفحة
1	مزايا وعيوب العقود المستقبلية	48
2	مزايا وعيوب عقود المبادلة	51

إنّ كلمة محفظة استثمارية تعني حقبة أو كيسا من الأدوات سواء كانت تلك الأدوات حقيقية أو مالية، وبما أن مؤسّسو نظرية المحفظة الاستثمارية اعتمدوا في نماذجهم وتحاليلهم على محافظ مالية فقط، فإنّ المقصود بالمحافظ الاستثمارية أصبح يشمل تلك المحافظ التي تتكوّن من مجموعة من الأصول المالية بهدف تعظيم القيمة السوقية للمحفظة. ولما كان الأمر كذلك، فإنّ بيئة الاستثمار في المحافظ الاستثمارية تتجسّد في سوق رأس المال التي تعدّ من بين أهمّ مؤشرات قياس تطوّر الدّول، إذ تتميّز تلك الأسواق بكونها أكثر حيوية وتنظيماً من الأسواق الأخرى (أسواق النّقد). ومع ارتفاع السيولة والفوائض المالية في مثل هذه الأسواق، أضحت المحافظ الاستثمارية بحاجة إلى إدارة متخصصة يوكل إليها الحرص على الاستثمار الأمثل للموارد المالية، ومن هنا ظهرت فكرة إدارة المحافظ الاستثمارية وتطوّرت مع تطوّر محيطها الاستثماري.

وفي هذا الإطار من الدراسة، تسعى هذه المطبوعة إلى تحقيق الأهداف التالية:

* تحسيس طالب إدارة الأعمال، بأهمية دراسة مقياس إدارة المحافظ الاستثمارية، كمجال من مجالات الإدارة الذي يمكن أن يصادف حياته المهنية، خاصّة وأنّ هذا المجال مرتبط بأسواق رأس المال، وكما سبق وأن أشرنا أعلاه إلى أنّ أسواق رؤوس الأموال وبالتحديد البورصات تعدّ من أهمّ مؤشرات قياس تطوّر دولة ما، فلا مفرّ من دراسة هذا المقياس إذا أردنا أن نساير النّقد والتطوّر الاقتصادي والمالي للدّول، حيث نجد طالب إدارة الأعمال من أوّل حصة يتساءل عن الجدوى من دراسة هذا المقياس ويتحجّج بأنّه مقياس ليس له علاقة بتخصّصه في نظره.

* تمكين الطالب من فهم محتوى إدارة المحافظ الاستثمارية.

* المساهمة في إثراء مراجع البحث في مجال إدارة المحافظ الاستثمارية، لأنّه وعلى حدّ علمنا هناك نقص في المراجع المتعلقة بإدارة المحافظ الاستثمارية خاصّة باللغة العربية.

ولقد اعتمدنا على المنهج الوصفي والمنهج التحليلي عند إعدادنا لهذه المطبوعة، وذلك بالاستناد على مختلف المراجع ذات الصّلة بالموضوع خاصّة منها المتعلقة بإدارة المحافظ الاستثمارية وأسواق رؤوس الأموال. كما اقتضت الدّراسة تقسيم عملنا إلى خمسة فصول.

حيث سنتناول في الفصل الأوّل مفهوم سوق رأس المال، وهذا بالتطرّق إلى نشأة سوق رأس المال، تعريفها وظائفها، أهميتها وتصنيفاتها، بالإضافة إلى التعرّض لكفاءة ومؤشر سوق رأس المال.

في حين سنخصّص الفصل الثاني لدراسة الأصول المالية المتداولة في سوق رأس المال والتي تشكّل في نفس الوقت الأصول المكوّنة للمحفظة الاستثمارية، وذلك من خلال تقسيم تلك الأصول إلى ثلاث مجموعات تشمل: السندات، الأسهم والأوراق المالية الهجينة والمشتقات المالية.

بينما سنعرض في الفصل الثالث مدخلا للمحفظة الاستثمارية، وذلك على إثر تطرّقنا لكل من: نشأة المحفظة الاستثمارية، تعريفها، أهدافها، أنواعها، عائدها ومخاطرتها. وسنهتمّ في الفصل الرابع بدراسة نماذج تحديد العلاقة بين عائد ومخاطرة المحفظة الاستثمارية والتي ارتأينا تصنيفها إلى ثلاثة نماذج رئيسية هي: نموذج ماركويتز، نموذج تسعير الأصول المالية ونموذج تسعير المراجعة.

أمّا الفصل الخامس، فلقد خصّصناه لمحاولة الإلمام بالخطوات والسياسات المتّبعة في إدارة المحافظ الاستثمارية، وذلك بعد تقديم لمحة عن نشأة إدارة المحافظ الاستثمارية، بالإضافة إلى التعريف بإدارة المحافظ الاستثمارية وإبراز أهميتها.

تمهيد الفصل الأول:

تعتبر سوق رأس المال بمثابة أهمّ المعايير التي يقاس بها تطور الدّول، إضافة إلى كونها تشكّل محيط الاستثمار في المحافظ الاستثمارية، لذا نرى من المناسب تخصيص هذا الفصل للإلمام بهذا المحيط من حيث تعريفه، أهميته وظائفه، تصنيفاته، كفاءته ومؤشراته.

وستنعرّض لهذا الجانب من الدّراسة من خلال ثلاثة عناصر مقسّمة كما يلي :

أولاً: ماهية سوق رأس المال

ثانياً: كفاءة سوق رأس المال

ثالثاً: مؤشر سوق رأس المال

أولاً: ماهية سوق رأس المال

1- نشأة سوق رأس المال:¹

إنّ وجود أصناف مختلفة من النقد أدّى إلى ظهور مهنة جديدة وهي: الصرّافة، أي بيع العملات ببعضها، حيث كلف حكام اليونان القديمة الصرّافين في عام 527 قبل الميلاد بتبديل عملات الزائرين للمدن التي يوجدون فيها، وانتشرت هذه المهنة وتطورت بشكل سريع في اليونان آنذاك، وبعد ذلك في الامبراطورية الرومانية. ولكن بعدها ومع دخول أوروبا في مرحلة العصور المظلمة والنظام الاقطاعي اندثرت هذه المهنة، ثم عادت للظهور مع عصر التنوير في الجمهوريات الايطالية كجنوة وفنيسيا وفلورنسا، حيث لقّب العاملون بتلك المهنة بالمصرفيّون، وبعد ذلك احتلّت مدينة بروج البلجيكية في بداية القرن الرابع عشر المركز الأوّل فيما يتعلّق بالمعاملات المصرفية، ولقد جرت العادة في تلك الفترة أن تجتمع العائلات الستة الأكبر العاملة في مجال الصرّافة في منزل الرئيس من أجل دراسة عمليات بيع السلع وشرائها، ومن ثم كتابة بوالص التأمين إضافة إلى كل ما يمتّ بالصلة لعمليات بيع النقود وشراءها، وقد ارتبط ذلك باسم " فاندربورز"، وقد تحوّل اسم السيد

¹ زكريا عيسى سلامة الشنطاوي، الآثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية من منظور الاقتصاد الإسلامي، الطبعة الأولى، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، 2009، ص ص: 33-34.

"بورز" إلى "بورص" بالفرنسية أي البورصة باللغة العربية أو سوق التداول، والتي تمثل الجزء الرئيسي لسوق رأس المال. ويعتبر المؤرخون عام 1339م بمثابة العام الذي ولد فيه مفهوم البورصة نسبة إلى اسم السيد "فاندر بورز"، الذي كان يستقبل رجال الأعمال وخاصة ممثلي رجال المصارف الإيطالية في منزله. وفي عام 1595م، ظهرت بورصة ليون الفرنسية الأقدم والأكثر أهمية آنذاك في فرنسا، إذ أنّ بورصة باريس لم تحظ بالأهمية القصوى إلا ابتداء من عام 1639م عندما ظهر إلى الوجود عملاء الصّرف الذين تخصصوا في موضوع حسم الكمبيالات التجارية، وتأكد هذا النجاح بعد مئة عام تقريبا (1724م) عند إصدار التنظيم الملكي لبورصة باريس. أما بورصة لندن فلقد وجدت منذ بداية القرن السابع عشر إلى جانب البورصات الأوروبية الأخرى وكذلك بورصة "وول ستريت" الأمريكية التي وجدت في نهاية القرن السابع عشر وبداية القرن الثامن عشر، وبقيت بورصة باريس لمدة طويلة في المركز الثاني عالميا بعد بورصة لندن، ومع نهاية عقد الثمانينات إلى يومنا هذا أمكن ملاحظة تغيير ترتيب البورصات الدولية لصالح الولايات المتحدة الأمريكية واليابان من حيث حجم رؤوس الأموال المتداولة فيها، بحيث عادت المرتبة الأولى من فترة لأخرى بالتناوب إمّا لبورصة نيويورك أو لبورصة طوكيو، تاركة وراءها أهم البورصات الأوروبية مثل: بورصة لندن، فرانكفورت وباريس.

2- تعريف سوق رأس المال:

تستمدّ سوق رأس المال مفهومها من مفهوم السوق بشكل عام، فالسوق بالمعنى الشامل تمثل الوسيلة التي يلتقي من خلالها البائع والمشتري بغض النظر عن المكان المادي للسوق، وهذا يعني أنّ السوق لا تنحصر في مكان جغرافي محدّد، بل يكفي لقيامها وجود وسائل اتصال فعّالة بين البائع والمشتري¹ و عليه تعرّف سوق رأس المال بأنّها الإطار الذي تلتقي من خلاله وحدات الاستثمار مع وحدات الادّخار لعقد صفقات متوسطة وطويلة الأجل بصورة قروض مباشرة أو من خلال الاكتتاب في مختلف الأصول المالية،² حيث يتّضح من هذا التعريف أنّ السّمة الأساسية لهذه السوق هي المخاطرة العالية كون أدواتها المالية تستحق لمدة تتجاوز السنة، وبالتالي فإنّ المستثمر في هذه السوق يعطي الأولوية لعنصري العائد المحقق من الاستثمار في مختلف الأصول المالية والمخاطرة الناجمة عنه، حيث أنّ المستثمر العقلاني يطلب عائدا أعلى على الأدوات المالية ذات المخاطرة الأعلى.³

كما تعرّف سوق رأس المال أيضا على أنّها عبارة عن نظام يتمّ بموجبه الجمع بين البائعين والمشتريين لنوع معيّن من الأصول المالية أو لأصل مالي معيّن، إذ يمكنهم إتمام عمليات البيع والشراء عن طريق السماسرة والشركات العاملة في هذا المجال، إمّا من داخل السوق أو من خارجها وذلك باستخدام مختلف وسائل الاتصال.⁴ وبناء على التعريفين أعلاه يمكن استخلاص أنّ سوق رأس المال هي المجال الذي يجمع بين أصحاب الفائض المالي وأصحاب العجز المالي بهدف تنفيذ مختلف الصفقات المالية المتوسطة والطويلة الأجل مع وجود وسطاء متخصصين.

3- وظائف سوق رأس المال:⁵

تؤدي سوق رأس المال وظيفتها التمويلية والاستثمارية بشكل عام من خلال قيامها بتيسير مهمّة انتقال الموارد المالية من المقرضين إلى المقترضين أو من قبل الذين لديهم فائض مالي إلى الذين لديهم عجز مالي، الأمر الذي يترتب عليه زيادة حجم الاستثمارات في الاقتصاد الوطني، وبالتالي زيادة دخول الأفراد ومن ثمّ زيادة درجة الرفاهية في المجتمع، وبشكل أكثر تفصيل، يمكن إبراز أهمّ وظائف سوق رأس المال في النقاط التالية:

- جلب رؤوس الأموال من المدّخرين أو الممولّين وفتح قنوات الاستثمار أمام المستثمرين.
- جمع المدّخرات المالية باتجاه خلق الاستثمارات المالية وزيادة الإنتاج.
- تيسير سبل البيع والشراء بين المتعاملين كافة والمحافظة على قدر معيّن من السيولة.

¹ عباس كاظم الدعيمي، السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، الأردن، 2010، ص: 118.

² عباس كاظم الدعيمي، نفس المرجع أعلاه، ص: 144.

³ أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية: إطار في التنظيم وتقييم الأدوات، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، 2010، ص: 92.

⁴ عباس كاظم الدعيمي، نفس المرجع أعلاه، ص: 119-120.

⁵ فيصل محمود الشواورة، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية: الأسس النظرية والعملية، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2008، ص: 59.

- نشر الوعي الاستثماري بين المدّخرين والمقترضين.
- إيجاد سوق مستمرة من خلال الحرص على توفير مشترين وبائعين دائمين.
- تخفيض تكاليف انتقال الأموال بين المستثمرين.
- المساعدة على التنبؤ باتجاهات الأسعار وحجم الإنتاج في المستقبل.
- توفير المعلومات وتحقيق عوائد مجزية لكل من المقرضين والمقترضين.

4- أهمية سوق رأس المال:

- تتجلى أهمية سوق رأس المال في العناصر التالية:¹
- تعدّ سوق رأس المال الوسيلة الأساسية التي تمكّن المدّخرين من توجيه مدّخراتهم إلى الاستثمار في القطاعات الاقتصادية المختلفة.
- يساعد وجود سوق رأس المال على تلافي الآثار التضخمية من خلال تمويل المشروعات دون الإفراط في خلق النقْد.
- منح القروض بتكلفة مناسبة مقارنة بالاقتراض الخارجي.
- الدور الحيوي الذي تلعبه سوق رأس المال في تطوير منشآت الأعمال ونموّها كونها تمثل قناة تدفّق الأموال، التي تضمّ الأسهم بأنواعها وأدوات المديونية المتوسطة والطويلة الأجل.
- إضفاء صفة العمق والاتساع للأصل المالي والمرونة النسبية في تسهيلها، لأنّ تنظيم سوق رأس المال يزيد من سرعة تداول الأصول المالية، فضلا عن أنّه يوفرّ استمرارية وقيمة عادلة لتلك الأصول.
- التعامل بالعملات القابلة للتحويل، ممّا يسمح لسوق رأس المال بالتحوّل من سوق إقليمية إلى سوق دولية، وهذا ما يؤدي إلى نموّ الحركة الاقتصادية.

5- أقسام سوق رأس المال:

تتجرّأ سوق رأس المال إلى نوعين رئيسيين هما:

1-5- السّوق الحاضرة أو الفورية:

تعرف هذه السّوق بالحاضرة أو بالفورية لأنّ تداول الأصول المالية -والمتمثلة أساسا في الأسهم، السندات والأوراق المالية الهجينة- فيها يتمّ بصورة فورية بين البائعين والمشتريين،² بمعنى أنّ زمن عقد الصفقة فيها هو نفسه زمن تنفيذها. وتتفرّع هذه السّوق وفقا لطبيعة عملها إلى قسمين هما:

1-1-5- السّوق الأولية (سوق الإصدار):

هي السّوق التي تباع بها الإصدارات الجديدة من الأصول المالية، أي أنّها السّوق التي تباع فيها أو تصدر فيها الأصول المالية لأوّل مرّة.³ وبالتالي فإنّ هذه السوق تختصّ بإصدار وطرح الأصول المالية للاكتتاب فيها من قبل الجمهور لتمويل مشروعات جديدة أو للتوسّع في مشروعات قائمة وذلك من خلال زيادة رأسمالها، وهذا يعني أنّ المؤسسات التي تحتاج إلى أموال يمكنها إصدار عدد من الأصول المالية وطرحها للاكتتاب،⁴ وتجدر الإشارة هنا إلى أنّه يمكن أن تطرح هذه الإصدارات المالية للاكتتاب العام أو الخاص وهذا ما يعطي فرصة لجميع الأفراد والمؤسسات التي لديها فوائض مالية في المشاركة في توفير الأموال، فإذا طرح الإصدار لعامة المستثمرين من أفراد ومؤسسات يسمّى بالطّرح أو الاكتتاب العام، أمّا إذا طرح الإصدار لمستثمر مباشر رئيسي مثل شركات التأمين أو صناديق الاستثمار أو عدد محدود من المؤسسات المالية أو يكون مقتصرًا على المؤسسين فقط، فيسمّى الطّرح في هذه الحالة بالطّرح أو الاكتتاب الخاص أو المغلق.⁵ ويتم بيع أو إصدار الأصول المالية في السّوق الأولية وفقا لأحد الأساليب التالية:⁶

أ- أسلوب البيع المباشر:

1 عباس كاظم الدعيمي، مرجع سبق ذكره، ص: 146.

2 زكريا عيسى سلامة الشنطاوي، مرجع سبق ذكره، ص: 40.

3 أمين عبد العزيز حسن، الأسواق المالية، دار قباء الحديثة للطباعة والنشر والتوزيع، القاهرة، 2007، ص: 23.

4 زكريا عيسى سلامة الشنطاوي، مرجع سبق ذكره، ص: 41.

5 دريد كامل آل شبيب، إدارة المحافظ الاستثمارية، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الأردن، 2010، ص: 102.

6 فيصل محمود الشواربة، مرجع سبق ذكره، ص: 55-56.

يعتمد هذا الأسلوب على قيام الشركات المصدرة ببيع أصولها المالية بنفسها وبشكل مباشر إلى المستثمرين الطبيعيين والمعنويين في السوق دون تدخل وسطاء ومقابل الحصول على الثمن النقدي، وذلك لتوفير الوقت والجهد وعدم الالتزام بالتسجيل في البورصة، إلا أنه قد يترتب على هذا الأسلوب تكاليف عالية وقيود معتبرة تفرض على الشركات المصدرة للأصول المالية باعتبار هذه الأخيرة شركات مقترضة، بالإضافة إلى عدم كفاية أو توفر الخبرة التسويقية المناسبة لدى تلك الشركات.

ب- أسلوب المزاد العلني:

يتجسد هذا الأسلوب في دعوة المستثمرين المحتملين لتقديم الكميات المراد بيعها من الأصول المالية وسعر البيع، حيث يتم قبول الأصول المالية صاحبة السعر الأعلى ثم الأقل إلى أن يتم بيع كامل الإصدار.

ج- أسلوب البيع غير المباشر:

وفقا لهذا الأسلوب، فإنه يتولى عملية تصريف الأصول المالية في السوق الأولية نيابة عن الشركات المصدرة لتلك الأصول طرف ثالث وهو الوسيط، وذلك من أجل تفادي التكاليف العالية والشروط القاسية وتجنب الوقوع في المشاكل الناجمة عن عدم كفاية الخبرة التسويقية لتلك الشركات، ولكن في المقابل عليها تحمل ما قد يترتب على ذلك من تكاليف وعمولات إضافية لا بد وأن يتقاضاها الوسيط والذي عادة ما يكون بنكا استثماريا أو بنكا تجاريا.

5-1-2- السوق الثانوية (سوق التداول):

تختص هذه السوق بالتعامل في الأصول المالية التي تم إصدارها أو طرحها في السوق الأولية والتي تم توزيعها سواء بشكل مباشر أو بواسطة أحد الوسطاء الماليين.¹ وبالتالي تعرف السوق الثانوية على أنها سوق تداول الأصول المالية المتوسطة والطويلة الأجل بيعة وشراء بسعر السوق، أي أنها السوق التي يتم فيها التداول بين المستثمرين بعضهم بعضا ويكون التعامل فيها بأصول مالية مصدرة مسبقا وبيعها للمستثمرين، وعليه فإن التعامل في هذه السوق لا يعدو أن يكون نقلا لملكية تلك الأصول المالية من مستثمر لآخر.² وتنقسم السوق الثانوية بدورها إلى سوقين هما: السوق المنظمة والسوق غير المنظمة.

أ- السوق المنظمة:

تعرف هذه السوق بالسوق الرسمية أو ببورصة الأصول المالية، والبورصة هي المكان الذي تجري فيه المعاملات على الأصول المالية في أوقات محددة وبواسطة أشخاص مؤهلين لهذا العمل وهم الوسطاء، ووفق إجراءات وقوانين ونظم محددة.³ وبناء على هذا التعريف، فإنه يلاحظ أن هذه السوق تتميز بالعديد من السمات والخصائص والتي سنهتم بإبراز أهمها في النقاط التالية:

- وجود مكان محدد للتعامل بالأصول المالية ووجود إجراءات محددة لتداول تلك الأصول، كما أن تسجيل الأصول المالية في هذه السوق يكون وفقا لقواعد محددة.⁴
- أوقات الدوام في هذه السوق محددة وفقا لشروط وضوابط معروفة لجميع المتعاملين بها، كما تشترط البورصة لعمليات التداول أشخاصا محددين للقيام بذلك يطلق عليهم "الوسطاء"، ونجدهم يخضعون لشروط وأنظمة البورصة عند قبولهم كأعضاء فيها. بالإضافة إلى حرص هذه السوق على توفير الحماية اللازمة لحقوق المتعاملين وتعزيز الثقة بالبورصة، لأنها تخضع لإشراف جهات رقابية رسمية تكون موجهة مباشرة من الحكومة.⁵

ب- السوق غير المنظمة:

يطلق على هذه السوق أيضا سوق ما فوق كاونتر «over-the-counter»، كما يطلق عليها مصطلح السوق الموازية أو السوق غير الرسمية، وتعرف هذه السوق على أنها سوق المفاوضات غير الرسمية وغير المركزية، والتي يجري التعامل فيها بصفة أساسية على الأصول المالية غير المقيدة في جداول أسعار السوق المنظمة. وبالتالي هي سوق تتم المعاملات فيها خارج نطاق البورصة، وليس لها مكان محدد لإجراء المعاملات،

¹ عباس كاظم الدعيمي، مرجع سبق ذكره، ص: 148.

² أمين عبد العزيز حسن، مرجع سبق ذكره، ص: 25.

³ زكريا عيسى سلامة الشنطاوي، مرجع سبق ذكره، ص: 45.

⁴ زكريا عيسى سلامة الشنطاوي، نفس المرجع أعلاه، ص: 45.

⁵ زياد رمضان ومروان شموط، الأسواق المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، مصر، 2008، ص ص: 91-92.

فهي تضم شبكة من شركات الوساطة المالية وبعض التجار الذين يحتفظون بكميات من الأصول المالية المختلفة للتعامل بها بيعة وشراء خارج القواعد والإجراءات التي تفرضها البورصة ولا تخضع لرقابتها وأنظمتها.¹ كما تعرف هذه السوق أيضا على أنها عبارة عن شبكة اتصالات متطورة تربط بين الوسطاء المنتشرين جغرافيا، بحيث تتدفق عبر هذه الشبكة كل أوامر تنفيذ الصفقات بيعا أو شراء على الأصول المالية غير المدرجة في السوق المنظمة وعلى أساس التفاوض على السعر. وهكذا يتضح من هذا التعريف أن السوق غير المنظمة ليس لها هيكل تنظيمي ومؤسسي محدد، كما أن الأصول المالية المتداولة فيها لا تتوفر بها شروط الإدراج في السوق المنظمة وفي الغالب تعود تلك الأصول المالية لشركات صغيرة ومحلية والتي يمتلك معظم أسهمها المؤسسين أو أفراد العائلة. إلا أنه في بعض الأحيان هناك شركات كبيرة ومعروفة تفضل الإدراج في السوق غير المنظمة، وذلك تجنباً للانكشاف على المنافسين عبر عمليات الإفصاح والإبلاغ عن المعلومات.²

ويتضح من التعريفين أعلاه أن السوق غير الرسمية تتميز أيضا بمجموعة من الخصائص أهمها:

- ليس لها مكان محدد للتعامل بالأصول المالية، إذ هي عبارة عن شبكة اتصالات.
- الأصول المالية المتداولة فيها غير مسجلة بالسوق المنظمة ولا تخضع لرقابة وأنظمة هذه الأخيرة.
- تنفذ الصفقات فيها على أساس أسلوب التفاوض على السعر.

و تجدر الإشارة هنا إلى أن هذه السوق تتضمن سوقين فرعيين هما: السوق الثالثة والسوق الرابعة، حيث تتكون السوق الثالثة من السماسرة غير الأعضاء في السوق المنظمة، إلا أنه يتم التعامل فيها بأصول مالية مقيّدة في السوق المنظمة، وهكذا تعدّ السوق الثالثة سوقا غير رسمية تتعامل بأصول مالية مقيّدة في السوق الرسمية. ويرجع السبب في قيام مثل هذا النوع من الأسواق إلى الصعوبات المالية التي غالبا ما تقابل المؤسسات المشتركة بعضوية البورصة عند بيعها لكميات كبيرة من الأصول المالية المقيّدة في البورصة، ولذلك قامت المؤسسات غير العضوة بالبورصة بالولايات المتحدة الأمريكية بإنشاء أسواق غير رسمية يجري التعامل فيها على بعض الأصول المالية المقيّدة في جداول أسعار السوق الرسمية،³ وذلك لخدمة تلك المؤسسات على تخفيض العمولات من الصفقات كونها لا تتحمل أية رسوم تسجيل أو عضوية كما هو الحال بالنسبة للسماسرة المسجلين في السوق المنظمة.⁴ أما السوق الرابعة فتشمل المؤسسات الكبيرة والأفراد الذين يتعاملون فيما بينهم مباشرة ومن دون وساطة في شراء وبيع الأصول المالية، وذلك للحد من العمولات التي يدفعونها للسماسرة، خاصة في الصفقات الكبيرة، وبالتالي يتم التعامل في هذه السوق من خلال شبكة اتصال إلكترونية تتحدد من خلالها الأسعار وفقا لحجم التعامل.⁵ كما يجري التعامل في هذه السوق على الأصول المالية المقيّدة وغير المقيّدة في البورصة، حيث أنه من أهم مزايا هذه السوق السرعة في إتمام الصفقات وانخفاض التكاليف نسبيا.⁶

وفي الأخير، وبعد تناولنا لتعريف السوق المنظمة وغير المنظمة، نرى من المناسب أن نوضح بعض المصطلحات بخصوص أهم الأعضاء المؤهلين للتعامل في مثل هذه الأسواق، والذين قد يعتبرهم الكثيرون أنهم يقومون بنفس الوظيفة ولكنهم في الحقيقة يمارسون مهام مختلفة وهم: السماسرة أو الوسطاء، التجار، سماسرة السماسرة والمتخصصون.⁷

❖ السماسرة أو الوسطاء: وهم الأشخاص الذين يعملون لحساب المستثمرين مقابل عمولات الخدمة وغيرها من الأتعاب المهنية.

❖ التجار: وهم الأشخاص الذين يعملون لحسابهم الشخصي مقابل مكاسب الفروقات بين أسعار البيع والشراء أو العكس.

¹ زياد رمضان ومروان شموط، نفس المرجع أعلاه، ص: 93.

² أرشد فؤاد التميمي، مرجع سبق ذكره، ص: 103-104.

³ سمير عبد الحميد رضوان حسن، أسواق الأوراق المالية بين المضاربة والاستثمار وتجارة المشتقات وتحرير الأسواق: دراسة واقعية للأزمة المالية العالمية، دار النشر للجامعات، مصر، 2009، ص: 70.

⁴ أرشد فؤاد التميمي، نفس المرجع أعلاه، ص: 105.

⁵ عباس كاظم الدعيمي، مرجع سبق ذكره، ص: 150.

⁶ أرشد فؤاد التميمي، نفس المرجع أعلاه، ص: 105-106.

⁷ فيصل محمود الشواورة، مرجع سبق ذكره، ص: 58.

- ❖ سمسرة السمسرة: وهم الأشخاص الذين يعملون لحساب السمسرة الوكلاء نتيجة لتزايد أحجام التعامل ويطلق عليهم سمسرة العامة.
- ❖ المتخصصون: وهم الأشخاص الذين يلتزمون في بيع وشراء أصل محدد أو مجموعة أصول مالية معينة ويقومون بدور التاجر والسمسار في نفس الوقت.

2-5- السوق الآجلة:

تعدّ السوق الآجلة من مظاهر التطور الحديث في أسواق رؤوس الأموال الدولية، إذ بدأ التعامل بأدوات هذه الأسواق في الكثير من الأسواق العالمية، وذلك بهدف التحوط ضدّ مخاطر تقلبات أسعار الفائدة، أسعار الصرف وأسعار الأسهم على وجه الخصوص، بحيث يتمّ في هذه السوق عقد الاتفاقيات ما بين مؤسستين أو ما بين مؤسسة مالية ومنشأة أعمال على إتمام بيع أصل مالي أو شرائه في وقت لاحق مقابل سعر معيّن¹. وفي هذه الحالة زمن عقد الصفقة يكون مغايراً لزمن تنفيذها. كما أنّ الأصول المالية المتداولة في هذه السوق يطلق عليها "المشتقات المالية" أو "المنتجات المالية المشتقة" وتشمل أساساً: العقود المستقبلية، العقود الآجلة، عقود الخيارات وعقود المبادلة، بحيث سنهتمّ بشرح هذه المنتجات المالية بشيء من التفصيل، وذلك في فصلنا الثاني تحت عنوان الأصول المالية المتداولة في سوق رأس المال.

ثانياً: كفاءة سوق رأس المال

1- تعريف ومتطلبات سوق رأس المال الكفاءة :

1-1- تعريف سوق رأس المال الكفاءة:

إنّ مصطلح كفاءة سوق رأس المال ليس مصطلحاً مطلقاً وإنّما هو مصطلح نسبيّ يتحدّد بمدى طبيعة العلاقة بين أسعار الأصول المالية المتداولة في السوق من جهة وبين المعلومات المتاحة للمتعاملين من الشركات المدرجة من جهة أخرى. وبالتالي فإنّ مضمون كفاءة سوق رأس المال يعني مدى انعكاس المعلومات على الأسعار السوقية للأصل المالي بشكل كامل وسريع، سواء تمثّلت تلك المعلومات في القوائم المالية أو في المعلومات المنشورة بوسائل الإعلام أو في السجل التاريخي لسعر الأصل المالي في الأيام أو الأسابيع أو السنوات الماضية أو في تحليلات أو تقارير آثار الحالة الاقتصادية على إدارة المنشأة، ففرضية السوق الكفاءة تنصّ على أنّ السعر السوقية للأصل المالي هو سعر صحيح ويقدم إشارة دقيقة وصحيحة على اتجاه كفاءة تخصيص الموارد طالما أنّ سعر الأصل المالي يعكس كافة المعلومات المتاحة والتي من شأنها أن تؤثر على قيمته السوقية، وعليه فإنّه في ظل السوق الكفاءة تكون القيمة السوقية للأصل المالي هي قيمة عادلة تعكس تماماً قيمته الحقيقية. وفي هذا الصدد، فإنّ السوق الكفاءة هي تلك السوق التي تحقق تخصيصاً كفواً للموارد الانتاجية وبما يضمن توجيه تلك الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية².

كما يقصد بسوق رأس المال الكفاءة، تلك السوق التي تتمتع بقدر عالٍ من المرونة بما يسمح بتحقيق استجابة سريعة في أسعار الأصول المالية طبقاً للتغيرات في نتائج تحليل البيانات والمعلومات المتدفقة إلى السوق، وهذا ما يؤدي في نهاية الأمر إلى تحقيق التّعادّل بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية للأصل المالي، بالإضافة إلى توفير السيولة اللازمة في السوق والتي من شأنها أن تتيح للمستثمر إمكانية التخلّص من الأصل المالي الذي يمتلكه دون أن يضطرّ إلى تقديم تنازلات قد يترتب عليها خسائر مالية³.

كما أنّه هناك من يرى أنّ سوق رأس المال الكفاءة تعني بأنّ جميع المعلومات الجديدة متوفّرة بشكل رخيص وسريع وواسع للمستثمرين، وأنّ هذه المعلومات تضمّ كلّ ما هو معروض ومناسب لتقييم الأصول المالية، وأنها منعكسة بشكل سريع في أسعارها⁴.

بناءً على ما سبق يمكن استخلاص تعريف شامل لسوق رأس المال الكفاءة، بحيث يمكن تعريفها على أنّها تلك السوق التي تنعكس فيها المعلومات الواردة إليها بشكل كامل وسريع على الأسعار السوقية للأصول المالية المتداولة فيها، وبالتالي فإنّه في ظلّ سوق رأس المال الكفاءة تكون القيمة السوقية للأصل المالي قيمة عادلة تعكس تماماً قيمته الحقيقية. وفي هذا الصدد، فإنّ سوق رأس المال الكفاءة هي سوق التخصيص الأمثل للموارد. كما

¹ عباس كاظم الدعيمي، مرجع سبق ذكره، ص: 150.

² عباس كاظم الدعيمي، مرجع سبق ذكره، ص: 199-201.

³ السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، الطبعة الأولى، دار الفكر للنشر والتوزيع، الأردن، 2010، ص: 101.

⁴ محمد علي إبراهيم العامري، الإدارة المالية المتقدمة، الطبعة الأولى، إثراء للنشر والتوزيع، الأردن، 2010، ص: 116.

يمكن أن يشمل تعريف سوق رأس المال الكفاءة أيضاً، تلك السوق التي تتمتع بقدر عال من المرونة، بالإضافة إلى توفير السيولة اللازمة وتوفير المعلومات الجديدة بشكل واسع وسريع وغير مكلف للمستثمرين.

1-2-1- متطلبات كفاءة سوق رأس المال:

لكي تتحقق كفاءة سوق رأس المال ويتحقق بذلك التخصيص الكفاء للموارد الاقتصادية وتوجيهها نحو الاستخدامات ذات المنفعة القصوى، ينبغي توافر المتطلبات أو العناصر التالية:

1-2-1-1- كفاءة التسعير أو الكفاءة الخارجية:

يقصد بكفاءة التسعير أنّ المعلومات الجديدة تصل إلى المتعاملين في السوق بسرعة وبدون فاصل زمني كبير، وهذا ما يجعل أسعار الأصول المالية مرآة تعكس كافة المعلومات المتاحة، بالإضافة إلى أنّ هذه المعلومات تصل إلى المتعاملين دون أن يتحملوا في سبيلها تكاليف باهضة، وهذا ما يعني أنّ الفرصة متاحة للجميع للحصول على تلك المعلومات. كما أنّه ينبغي أن تكون تلك المعلومات صادقة مع إمكانية الحصول عليها في اللحظة نفسها بمعنى أنّ تسعير الأصل المالي قائم على أساس المعلومات الصادقة وليس على أساس الإشاعات، وبالتالي فإنّ أسعار سوق رأس المال الكفاءة في الخارج هي الأسعار التي تمثل في أيّ وقت القيمة الحقيقية (العادلة) للأصل المالي أو التقدير الأمثل لقيمته الحقيقية، وبهذا يصبح التعامل في تلك السوق بمنزلة لعبة عادلة، فالجميع لديهم الفرصة نفسها لتحقيق الأرباح، وبالتالي يصعب على أيّ منهم أن يحقق أرباحاً غير عادية على حساب الآخرين.¹ ولما كان تحقيق أرباح غير عادية في مثل هكذا سوق أمر صعب تحقيقه، إلاّ أنّه أيضاً ليس أمراً مستحيلاً، فقد يمتنى مستثمر عديم الخبرة أو كسول بخسائر فادحة نظراً لدخوله السوق دون تحليل للمعلومات المتاحة، غير أنّ هذا لا يرجع إلى نقص كفاءة السوق بل يرجع إلى جهل وكسل المستثمر ذاته. كذلك قد يستطيع عدد محدود من الأفراد استخدام وسائلهم الخاصة للحصول على المعلومات قبل غيرهم واستخدامها في تحقيق أرباح غير عادية، إلاّ أنّه في ظل السوق الكفاءة لا يمكن لهؤلاء الأفراد أن يحصلوا على الدوام على تلك المعلومات ويحققوا بسببها أرباحاً طائلة، لأنّ أيّ وسيلة للكسب المميّز في أيّ مجال من مجالات الحياة- تدمر نفسها بمجرد أن تصبح معروفة لدى عدد كبير من المتعاملين.²

1-2-2-1- كفاءة التشغيل أو الكفاءة الداخلية:

تعني كفاءة التشغيل قدرة السوق على خلق التوازن بين العرض والطلب دون أن يتحمل المتعاملون فيها تكلفة عالية للسّمسة ودون أن يتاح للتجار والمتخصصين (صناع السوق) فرصة لتحقيق هامش مغال فيه. وبعد تناولنا لتعريف كفاءة التسعير والتشغيل، تجدر الإشارة إلى أنّ كفاءة التسعير تعتمد إلى حدّ كبير على كفاءة التشغيل، بحيث أنّه حتى تعكس قيمة الأصل المالي المعلومات الواردة، ينبغي أن تكون التكاليف التي يتحملها المستثمرون لإتمام الصفقة عند حدودها الدنيا، وهذا ما يشجّع هؤلاء المستثمرون على بذل الجهد للحصول على المعلومات الجديدة وتحليلها مهما كان حجم التأثير الذي تحدثه تلك المعلومات على السعر الذي يباع به الأصل المالي.³

1-2-3-1- الكفاءة التنظيمية للسوق:

ترتبط الكفاءة التنظيمية بالإطار التنظيمي والتشريعي لسوق رأس المال، بالإضافة إلى الرقابة الفعالة على أعمال السوق، وعليه فإنّ الكفاءة التنظيمية تتحدّد من خلال العناصر التالية:

- توافر إطار تنظيمي واضح لسوق رأس المال، والذي من شأنه أن يحدّد سلطة ومسؤولية القائمين على إدارة شؤون هذه السوق، لاستخدامها في الأغراض المشروعة لتنظيم الاستثمار وليس للمضاربة، وكذلك من أجل تفادي عمليات الاكتتاب الوهمية للأصول المالية المطروحة لأول مرة والارتفاع المفنّعل للأسعار.
- تنظيم مهمّة الوساطة والرقابة عليها، إذ يودّي ذلك إلى التّحديد الواضح لاختصاصات الوسطاء والسّماسرة وتحملهم المسؤولية المهنية اللازمة عند عقد الصفقات، وقيامه بدورهم في خدمة المتعاملين بالسّوق والإعلان عن أسعار العرض والطلب على مختلف الأصول المالية.
- ملائمة التشريعات القانونية للتوسّع الطبيعي للسّوق وحجم التداول فيها، مع الالتزام بتطبيق تلك التشريعات.

¹ عباس كاظم الدعيمي، مرجع سبق ذكره، ص: 209-210.

² عبد الغفار حنفي، استراتيجيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2007، ص: 183.

³ عبد الغفار حنفي، نفس المرجع أعلاه، ص: 184.

⁴ عباس كاظم الدعيمي، نفس المرجع أعلاه، ص: 211.

- الرقابة الفعّالة من طرف الأجهزة المختصة، إذ يجب أن تباشر الأجهزة الرقابية المعنية رقابتها المستمرة وفي الأوقات المناسبة على أعمال السوق.

1-2-4- الكفاءة الفنية للسوق:¹

- تعني الكفاءة الفنية للسوق تنوّع أدوات الاستثمار مع الحرص على تطبيق نظام المزاد المكتوب عند تداول الأصول المالية، وهكذا فإنّ هذه الكفاءة تتحقّق بتوافر العنصرين المواليين:
- تعدّد أدوات الاستثمار، بحيث تظهر أهمية تنوّع أدوات الاستثمار في سوق رأس المال في تفادي كثير من الأزمات والهزّات الاقتصادية، وذلك لما يوفّره التنوّع في الأصول المالية من توزيع لمخاطر الاستثمار.
- العمل بنظام المزاد المكتوب في التداول، إذ يؤدّي هذا النظام إلى نظام موحد له أسعاره التي يعكسها العرض والطلب على جميع الأصول المالية، كما يسمح ذات النظام بتفادي الخضوع لرغبات الوسطاء وضغوطاتهم في تحديد أسعار خاصّة بهم.

1-2-5- الأمان:²

- يقصد به توفير الحماية اللازمة ضدّ المخاطر التجارية وغير التجارية التي يتعرّض لها المستثمرون في سوق رأس المال.

2- أهمية سوق رأس المال الكفاءة:

- إنّ لسوق رأس المال الكفاءة أهمية بالغة لكلّ من الاقتصاد والمجتمع الاستثماري، ويتجلّى ذلك من خلال ما يلي:³

- توجيه وإرشاد المستثمرين نحو الخيارات الاستثمارية بشكل صحيح، إذ أن أسعار الأصول المالية المحدّدة في ظل السوق الكفاءة تعكس كلّها جميع المعلومات المناسبة والمتوقّرة، وبالتالي فهي بمنزلة إشارات دقيقة للقيم الحقيقية للأصول المالية.
- إنسانية تدقّق أوامر البيع والشراء للأصول المالية المتداولة في سوق رأس المال الكفاءة، ومن ثمّ توجّه رأس المال نحو المجالات الاستثمارية المنتجة أو المربحة، وذلك كون أنّ المعلومات في السوق الكفاءة متاحة للجميع في ذات اللحظة ومن دون تكاليف أو بحدّها الأدنى.
- التسعير العادل للأصول المالية المتداولة، ففي ظلّ سوق رأس المال الكفاءة، يتوقّع مشتري الأصل المالي أن يدفع السعر العادل مقابل الأصل المالي الذي يشتريه، وبالمقابل فإنّ البائع يتوقّع الحصول على السعر العادل مقابل ما قام ببيعه، وبالتالي فليس هناك مشتري أو بائع بإمكانه تحقيق عوائد غير عادية من معاملاته المتداولة، ممّا يعني أنّ السوق الكفاءة هي السوق التي تعكس تماما القيم الحقيقية للأصول المتداولة.
- استمرار حالة التوازن في ظلّ سوق رأس المال الكفاءة طالما أنّ الأسعار السوقية فيها تكون مساوية للأسعار الحقيقية لها، وذلك بسبب توافر المعلومات بشكل رخيص ويسير وواسع ممّا يسمح لجميع المتعاملين أو المستثمرين من الحصول عليها واستخدامها في صياغة توقّعاتهم المستقبلية.
- الحدّ من حالات المضاربة المالية، إذ أنّ أسعار سوق رأس المال الكفاءة تستجيب للمعلومات الجديدة والصحيحة ولا تستجيب للمعلومات غير الصحيحة التي ربّما تستخدم لتحقيق عوائد غير عادية، فكّما كان مقدار الاستجابة للمعلومات صحيحة وموضوعية، فإنّ ذلك يؤدي إلى استقرار الأسعار وانخفاض المخاطرة الكليّة وازدياد الثقة بسوق رأس المال، ممّا يسهّل عملية تدقّق رؤوس الأموال وتمويل الاستثمارات الجديدة، وبالتالي فإنّ كفاءة سوق رأس المال تتسبّب في إعادة توزيع الدّخل والثروة بشكل عادل بين المشاركين فيه.

3- أنواع ومستويات الكفاءة في سوق رأس المال:

3-1- أنواع كفاءة سوق رأس المال:

¹ عباس كاظم الدعيمي، مرجع سبق ذكره، ص: 212.

² عباس كاظم الدعيمي، نفس المرجع أعلاه، ص: 212.

³ عباس كاظم الدعيمي، نفس المرجع أعلاه، ص: 202-203.

لقد رأينا سابقاً أنّ مصطلح كفاءة سوق رأس المال ليس مصطلحاً مطلقاً وإنّما هو مصطلح نسبيّ، وعليه فإنّه في واقع الأمر لا توجد كفاءة كاملة أو تامّة لسوق رأس المال وإنّما توجد كفاءة نسبية أو اقتصادية لسوق رأس المال، ولذلك لا بدّ من مناقشة هذين النوعين من الكفاءة في ما يلي:

3-1-1 الكفاءة الكاملة أو التامة لسوق رأس المال:

يقصد بالكفاءة الكاملة لسوق رأس المال عدم وجود فاصل زمني بين تحليل المعلومات الجديدة الواردة إلى السوق وبين الوصول إلى نتائج محدّدة بشأن سعر الأصل المالي وهو ما يضمن التغيّر الفوري في السعر بما يعكس ما تحمله تلك المعلومات من أنباء سارّة أو غير سارّة، كما تحمل الكفاءة الكاملة في معناها أيضاً أنّه لا يوجد فاصل زمني بين حصول مستثمر ما ومستثمر آخر على تلك المعلومات، ومن ثمّ لن تتاح الفرصة لأيّ منهما لتحقيق أرباح غير عادية.¹ وهنا يجب توقّر شروط أساسية في سوق رأس المال حتى تتسم هذه السوق بالكفاءة الكاملة وهي:²

- تماثل المعلومات، وهذا يعني أن تكون المعلومات الاستثمارية متاحة للجميع بالقدر نفسه وفي الوقت نفسه ودون تكاليف، وإلاّ تحوّلت السّوق إلى سوق احتكار.
- عدم وجود قيود على التّعامل مثل تكاليف المعاملات أو ضرائب أو غيرها.
- حرية الدّخول والخروج من وإلى السّوق، بمعنى حرية إقامة مشاريع جديدة وعدم وجود تكاليف إفلاس قانونية أو محاسبية تنتج عن تصفية الاستثمارات.
- للمستثمر الحقّ في بيع أو شراء الكمية التي يريدّها من الأصول المالية بسهولة ويسر.
- وجود عدد كبير من المستثمرين، بما يؤدّي إلى عدم تأثّر تصرّفات بعضهم على أسعار الأصول المالية.
- اتّصاف المستثمرين بالرّشد، أي أنّهم يسعون إلى تعظيم المنفعة التي يحصلون عليها من جرّاء استغلال ثرواتهم.

والجدير بالذكر هنا أنّه في الواقع الميداني قد لا تتحقّق هذه الشروط كلّها، فمثلاً قد لا تكون المعلومات الاستثمارية متاحة للجميع بالقدر نفسه وفي الوقت نفسه ودون تكاليف، كما قد توجد هناك قيود على التّعامل أو قيود على الدّخول والخروج من وإلى السّوق في ظلّ وجود عدد محدود من المستثمرين، إلاّ أنّه في ظلّ إمكانية توقّر شرط اتّصاف عدد كبير من المستثمرين بالرّشد الاقتصادي وسعيهم إلى تعظيم مكاسبهم قد يكون من الأنسب أن نتحدّث على نوع آخر من الكفاءة وهو الكفاءة الاقتصادية.

3-1-2 الكفاءة الاقتصادية لسوق رأس المال:

تعني الكفاءة الاقتصادية لسوق رأس المال احتياج المستثمر لبعض الوقت منذ وصول المعلومات إلى السّوق حتى تنعكس آثار تلك المعلومات على أسعار الأصول المالية. ففي ظلّ الكفاءة الاقتصادية، تكون أسعار الأصول المالية في السّوق (الأسعار السّوقية) من وقت وصول المعلومات إلى حين استعمالها من قبل المستثمرين بعيدة عن الأسعار الحقيقية، فذلك قد تكون هناك فرصة تحقيق عوائد غير عادية وذلك خلال فترة قصيرة ريثما يتمّ استعمال هذه المعلومات من قبل المستثمرين وتقترب الأسعار السّوقية من الأسعار الحقيقية.³

3-2-1 مستويات الكفاءة في سوق رأس المال:

تندرج كفاءة سوق رأس المال إلى ثلاثة مستويات مختلفة وذلك باختلاف نوعيّة المعلومات المستخدمة في هذه السّوق، فنجد: المستوى الضّعيف للكفاءة، المستوى شبه القوي للكفاءة والمستوى القوي للكفاءة. وفي ما يلي توضيح لهذه المستويات:

3-2-1-1 المستوى الضّعيف لكفاءة سوق رأس المال:

يعرف هذا المستوى بفرضية الصّيغة الضّعيفة لكفاءة سوق رأس المال، والتي تقضي بأن تكون المعلومات التاريخية التي جرت في الماضي بشأن ما طرأ من تغيّرات في أسعار الأصول المالية وعلى حجم التّعامل منعكسة بالكامل على الأسعار الحالية، وبالتالي لا يمكن الاستفادة من تلك المعلومات للتنبؤ بالتغيّرات المستقبلية في الأسعار، ممّا يعني بأنّ أيّ محاولة للتنبؤ بما سيكون عليه سعر السهم مثلاً في المستقبل من خلال دراسة التغيّرات التي حدثت في الماضي هي مسألة عديمة الجدوى. بمعنى آخر، فإنّ المستوى الضّعيف لكفاءة سوق

¹ أمين عبد العزيز حسن، مرجع سبق ذكره، ص: 240.

² السيد متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص: 104-105.

³ غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، دار المناهج للنشر والتوزيع، الأردن، 2015، ص: 132.

رأس المال هو المستوى الذي تعكس فيه أسعار الأصول المالية كافة المعلومات الواردة إلى السوق، والتي لا يمكن استعمالها من قبل كل أو بعض المتعاملين لتحقيق أرباح غير عادية، لأنه وبكل بساطة هذه المعلومات أصبحت معروفة لدى الجميع. ومنه يمكن وصف السوق بأنها ذات كفاءة ضعيفة عندما لا يستطيع أي مستثمر أن يحقق أرباحاً غير عادية نتيجة لوجود معلومات تاريخية.¹

3-2-2- المستوى شبه القوي لكفاءة سوق رأس المال:

يطلق على هذا المستوى أيضاً فرضية الصيغة الشبه القوية لسوق رأس المال، والتي تعني أن أسعار الأصول المالية في لحظة معينة تعكس كافة المعلومات المتاحة والمتوقعة للجميع بشكل علني (المعلومات العامة المتاحة للجميع) بما في ذلك الحركة التاريخية للأسعار.² وإذا ما كانت تلك المعلومات منعكسة بشكل كامل، سريع وغير متحيز على الأسعار الحالية للأصول المالية، فإنه من غير المجدي للمشاركين في هذه السوق البحث عن فرص تحقيق عوائد غير عادية، لأن جميع المشاركين يستخدمون المعلومات نفسها كونها متوقعة بشكل علني. إلا أن هذا المستوى من الكفاءة يشير أيضاً إلى إمكانية تحقيق عوائد غير عادية لفئة قليلة من المشاركين الذين يملكون معلومات سرية، وذلك على المدى القصير فقط، لأنه سرعان ما تصبح تلك المعلومات متوقعة لدى الجميع فيما بعد.³

3-2-3- المستوى القوي لكفاءة سوق رأس المال:

يعرف هذا المستوى أيضاً بفرضية الصيغة القوية لسوق رأس المال، والتي تقتضي أن الأسعار الحالية للأصول المالية تتأثر بجميع المعلومات العامة والمتاحة للجميع بشكل علني، وكذلك بالمعلومات التي تمثلها قنوات ذات صلة مباشرة بمصدر المعلومة. وهذا يعني أنه من غير الممكن لأي مستثمر أن يحقق أرباحاً غير عادية على حساب مستثمرين آخرين، حتى لو كان هناك من يملك معلومات خاصة (سرية غير معلنة)، ويعود السبب في ذلك إلى أن التغيرات في أسعار الأصول المالية هي تغيرات عشوائية مستقلة. بعبارة أخرى، أنه في ظل فرضية الصيغة القوية لسوق رأس المال، لا تتوفر فرصة لنشأة ما يعرف بظاهرة احتكار المعلومات من لدن فئة معينة تمكنها من تحقيق أرباح غير عادية، وهذا يعني أن القيمة المتوقعة للأرباح غير العادية ستكون في هذه الحالة صفراً، لأن الأسعار السائدة في السوق ستكون في مثل هذه الأحوال معادلة تماماً لقيمتها الحقيقية.⁴

ثالثاً: مؤشر سوق رأس المال

1- تعريف واستخدامات مؤشر سوق رأس المال:

1-1- تعريف مؤشر سوق رأس المال:

يقصد بمؤشر سوق رأس المال تلك القيمة الرقمية التي تقيس التغيرات الحادثة في سوق رأس المال بصفة عامة وتلك التي تطرأ على أسعار الأصول المالية على وجه الخصوص، ويتم تكوين المؤشر وتحديد قيمته في مرحلة البداية، ثم يتم مقارنة تلك القيمة بعد ذلك بأي نقطة رسمية. وعليه فإن مؤشر سوق رأس المال يمثل مقياساً شاملاً لاتجاه السوق بما أنه يعكس الاتجاه العام لتحركات أسعار الأصول المالية، كما أنه يعدّ من الوسائل المهمة التي يسترشد بها المستثمرون في أسواق رؤوس الأموال المحلية والدولية من أجل توقيت استثماراتهم وتنفيذها، وكذلك في رصد التطورات التي تشهدها تلك الأسواق ودرجة فعاليتها، وبالتالي التعرف على اتجاهات الأداء فيها ومقارنة أدائها بأداء غيرها من الأسواق.⁵

1-2- استخدامات مؤشر سوق رأس المال:

تبرز أهم استخدامات مؤشر سوق رأس المال في ما يلي:

- إعطاء فكرة سريعة عن أداء المحفظة الاستثمارية، حيث يمكن للمستثمر أو لمدير الاستثمار تكوين وجه مقارنة بين التغير في عائد المحفظة الاستثمارية -إيجاباً أو سلباً- مع التغير الذي طرأ على مؤشر سوق رأس المال وذلك دون الحاجة إلى متابعة أداء كل أصل مالي على حدى، خاصة إن كانت استثماراته في صناعة معينة لها مؤشر خاص بها، حينئذ يكون من الأفضل له متابعة ذلك المؤشر.⁶

1 السيد متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص: 107-108.

2 عباس كاظم الدعيمي، مرجع سبق ذكره، ص: 205.

3 محمد علي ابراهيم العامري، مرجع سبق ذكره، ص: 124-125.

4 عباس كاظم الدعيمي، مرجع سبق ذكره، ص: 206-207.

5 عباس كاظم الدعيمي، نفس المرجع أعلاه، ص: 174-175.

6 السيد متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص: 194.

- الحكم على أداء المديرين المحترفين، وذلك من خلال مقارنة عوائد المحافظ الاستثمارية التي يديرها بعائد السوق الذي يعكسه مؤشر سوق رأس المال، حيث يتوقع من المدير المحترف أن يحقق عائداً أعلى من عائد السوق.¹
- التنبؤ بالحالة التي ستكون عليها السوق في المستقبل، حيث أنه إذا تمكن المحللون الماليون والاقتصاديون من معرفة طبيعة العلاقة بين المتغيرات الاقتصادية وبين المتغيرات التي تطرأ على مؤشرات سوق رأس المال، فإنهم قد يتمكنون من التنبؤ مسبقاً بما ستكون عليه حالة السوق في المستقبل، كما أن إجراء تحليل فني وتاريخي للمؤشرات التي تقيس حالة السوق قد تكشف على وجود نمط للتغيرات التي تطرأ عليها، وإذا ما توصل المحللون الماليون والاقتصاديون إلى معرفة هذا النمط، يمكنهم عندئذ التنبؤ بالتطورات المستقبلية لاتجاه حركة الأسعار في السوق.²
- تقدير مخاطرة المحفظة، ونقصد هنا نوع معين من المخاطرة وهو المخاطرة المنتظمة أو العامة، والتي يصعب السيطرة عليها لأنها مرتبطة بظروف السوق ككل، حيث يقدر هذا النوع من المخاطرة بالاعتماد على معدل العائد للمحفظة الاستثمارية ومعدل عائد السوق الذي يقاس بدوره بواسطة مؤشر سوق رأس المال.³

2- أنواع مؤشرات سوق رأس المال وكيفية بنائها:

2-1- أنواع مؤشرات سوق رأس المال:

تشمل مؤشرات سوق رأس المال نوعين رئيسيين هما:

2-1-1- المؤشرات البسيطة:

يقصد بمؤشرات سوق رأس المال البسيطة، تلك المؤشرات التي يعتمد تقديرها على متغيرات الحساب كما هي بدون ترجيح أي دون ضربها بأي شيء، سواء كانت هذه المتغيرات عبارة عن كمية، سعر أو قيمة.⁴ وبالتالي نجد من أهم مزايا هذه المؤشرات هي بساطة طريقة حسابها، في حين يكمن عيبها الرئيسي في أنها تعطي نفس الأهمية أو الوزن لجميع الأصول المالية المكونة للمؤشر، مما يجعل هذا النوع من المؤشرات غير دقيق، وهذا ما ساهم في ظهور النوع الثاني من المؤشرات وهي المؤشرات المرجحة.

2-1-2- المؤشرات المرجحة:

يعتمد هذا النوع من المؤشرات عند تقديره أساساً على الأوزان النسبية، أي أنه لا يولي نفس الأهمية لجميع الأصول المالية المكونة للمؤشر، وعليه تكون المؤشرات المرجحة موزونة أو مرجحة بمقدار معين وقد يشمل هذا المقدار إما أسعار الأصول المالية أو قيمة الأصول المالية.⁵

2-2- كيفية بناء مؤشرات سوق رأس المال:

يعتمد بناء مؤشرات سوق رأس المال على المراحل التالية:

2-2-1- اختيار عينة كافية لتمثيل مؤشر سوق رأس المال:⁶

تعرف العينة، فيما يتعلق ببناء مؤشر سوق رأس المال، بأنها مجموعة من الأصول المالية المستخدمة لحساب ذلك المؤشر، وينبغي أن تكون العينة المختارة من ثلاثة جوانب وهي: الحجم، الاتساع والمصدر.

- **الحجم:** ويعني عدد الأصول المالية المستخدمة لحساب مؤشر سوق رأس المال، بحيث كلما كان عدد الأصول المالية التي يشملها المؤشر أكبر، كلما كان المؤشر أكثر تمثيلاً وصدقاً لواقع سوق رأس المال.
- **الاتساع:** ويقصد به أن تغطي العينة المختارة مختلف القطاعات الاقتصادية المشاركة في السوق، وعلى ذلك فإن المؤشر الذي يستهدف قياس حالة السوق ككل ينبغي أن يتضمن أصولاً مالية لمنشآت في كل قطاع من القطاعات المكونة للاقتصاد القومي دون تمييز. أما إذا كان المؤشر خاصاً بصناعة معينة، حينئذ تقتصر العينة على الأصول المالية للمنشآت المكونة لتلك الصناعة فقط.

¹ السيد متولي عبد القادر، نفس المرجع أعلاه، ص: 194.

² السيد متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص: 194.

³ غازي فلاح المومني، مرجع سبق ذكره، ص: 268.

⁴ زياد رمضان ومروان شموط، مرجع سبق ذكره، ص: 164.

⁵ زياد رمضان ومروان شموط، نفس المرجع أعلاه، ص: 168.

⁶ السيد متولي عبد القادر، نفس المرجع أعلاه، ص: 196.

- **المصدر:** أي مصدر الحصول على أسعار الأصول المالية التي يبني عليها المؤشر، والذي يجب أن يتمثل في سوق رأس المال نفسها بما أنها تعدّ أساس تداول تلك الأصول.

2-2-2- تحديد الأوزان النسبية بالنسبة للمؤشرات المرجحة:

تمثل الأوزان النسبية عند بناء مؤشر سوق رأس المال تلك القيمة النسبية للأصل المالي الواحد بصفة عامّة داخل العيّنة، وهناك ثلاثة مداخل شائعة لتحديد الأوزان النسبية كما يلي:

- **مدخل الوزن على أساس السعر:** يستند هذا المدخل على ترجيح مؤشر سوق رأس المال بنسبة سعر الأصل المالي الواحد للمنشأة إلى مجموع أسعار الأصول المالية الفردية الأخرى التي يقوم عليها المؤشر، ويعاب على هذا المدخل أنّ الوزن النسبي يقوم على سعر الأصل المالي وحده في حين أنّ السعر بمفرده قد لا يكون مؤشرا على أهمية المنشأة أو حجمها.¹
- **مدخل الأوزان المتساوية:** وذلك بإعطاء قيمة نسبية متساوية لكل أصل مالي داخل المؤشر،² ويؤخذ على هذا المدخل أنّ الأوزان النسبية لجميع الأصول المالية المكوّنة للمؤشر متساوية، في حين أنّ المنشآت تختلف فيما بينها في الأحجام خاصّة في عدد الأصول المالية المصدرة ورأس المال، فكيف تؤخذ لها أوزان متساوية؟ ضف إلى ذلك أنّ هذه الأوزان في حدّ ذاتها ستختلف باختلاف أسعار الأصول المالية في الفترات القادمة.³
- **مدخل الأوزان حسب القيمة:** يقوم هذا المدخل على إعطاء وزن لكل أصل مالي داخل مؤشر سوق رأس المال على أساس القيمة السوقية الكلية لعدد الأصول المالية المكوّنة لذلك المؤشر، وهذا يعني تجنّب العيب الأساسي في مدخل الوزن على أساس السعر، إذ لم يعد سعر الأصل المالي هو المحدّد الوحيد للوزن النسبي،⁴ بالإضافة إلى تفادي عيوب مدخل الأوزان المتساوية، وذلك بتحديد وزن خاصّ بكلّ أصل مالي داخل المؤشر على حدى.

2-2-3- حساب قيمة مؤشر سوق رأس المال:

تتعدّد طرق حساب قيمة مؤشر سوق رأس المال أساسا وفقا لنوع المؤشر إذا ما كان بسيطا أو مرجّحا كما يلي:

أ- حساب قيمة مؤشر سوق رأس المال في حالة المؤشرات البسيطة:

في حالة المؤشرات البسيطة، توجد ثلاثة صيغ مختلفة لتحديد قيمة المؤشرات وهي: الصيغ المبنية على أساس الأسعار، الصيغ المبنية على أساس الكميات والصيغ المبنية على أساس القيم، وتجدر الإشارة هنا إلى أنّ هذه الصيغ تعتمد كلّها نفس قاعدة الحساب بشرط أخذ المتغيّر المناسب في كل مرّة، أي أنّه إذا أردنا حساب المؤشر على أساس السعر نأخذ متغيّر الحساب هو السعر، أمّا إذا رغبت في تقدير المؤشر على أساس الكمية نأخذ متغيّر الحساب هو الكمية، في حين إذا أردنا حساب المؤشر على أساس القيم نعتبر متغيّر الحساب هو القيمة والتي تنتج عن حاصل ضرب السعر بالكمية. لذا نرى من المناسب أن نقدّم أمثلة توضيحية على إحدى هذه الصيغ ولتكن صيغ حساب المؤشر على أساس القيم بما أنّها تشمل أسعار وكميات الأصول المالية المكوّنة للمؤشر في نفس الوقت، أي أنّ قيمة المؤشر لن تحدّد على أساس السعر فقط أو على أساس الكمية فقط.⁵ إنّ تحديد قيمة المؤشر البسيط على أساس القيم يعتمد على أحد العلاقات التالية:

- **علاقة مؤشر القيمة البسيط:** تقتضي هذه العلاقة تحديد قيمة المؤشر من خلال نسبة مئوية يتمّ استخراجها عن طريق حاصل قسمة قيمة أصل مالي معيّن في الفترة الحالية وتسمى بفترة المقارنة على قيمة نفس الأصل المالي في فترة سابقة وتسمى بفترة الأساس، مع أخذ نفس الوحدة لقيمة الأصل المالي في فترة المقارنة وفترة الأساس.⁶

مثال 1:

¹ السيد متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص: 196.

² السيد متولي عبد القادر، نفس المرجع أعلاه، ص: 196.

³ غازي فلاح المومني، مرجع سبق ذكره، ص: 273.

⁴ السيد متولي عبد القادر، نفس المرجع أعلاه، ص: 196.

⁵ زياد رمضان ومروان شموط، مرجع سبق ذكره، ص: 162.

⁶ زياد رمضان ومروان شموط، نفس المرجع أعلاه، ص: 162.

إذا كانت قيمة أصل مالي معيّن في هذا اليوم 1000 دج، بينما كانت قيمته في اليوم الماضي 750 دج.

المطلوب:

استخرج (ي) قيمة مؤشر القيمة البسيط؟

الحل:

$$\text{قيمة مؤشر القيمة البسيط} = \frac{1000}{750} \times 100\% = 133,33\%$$

وتعني هذه القيمة أعلاه، أن قيمة الأصل المالي اليوم قد ارتفعت بمقدار 33,33% ممّا كانت عليه في اليوم الماضي وهو يوم الأساس.

- **علاقة مؤشر القيم التجميعي البسيط:** وفقا لهذه العلاقة تحسب قيمة المؤشر على أساس نسبة مجموع قيم عدة أصول مالية في فترة المقارنة إلى مجموع قيم نفس الأصول المالية في فترة الأساس، مع اعتبار نفس الوحدة لقيمة الأصول المالية في فترة المقارنة وفترة الأساس، وذلك لتوحيد قاعدة المقارنة.¹

مثال 2:

فيما يلي قيم خمسة أوراق مالية خلال فترتين مختلفتين:

الوحدة: دج

الأصل المالي i	الفترة (X)	الفترة (Z)
A	125	186
B	147	150
C	200	291
D	350	345
E	281	301

المطلوب:

أحسب (ي) قيمة مؤشر القيم التجميعي البسيط علماً أنّ الفترة (X) هي فترة الأساس؟ مع التعليق على النتائج؟

الحل:

$$\text{قيمة مؤشر القيم التجميعي البسيط} = \frac{301 + 345 + 291 + 150 + 186}{281 + 350 + 200 + 147 + 125} \times 100\% = 115,41\%$$

وهذا معناه أنه في فترة المقارنة (الفترة (Z))، هناك زيادة في قيمة الأصول المالية مجتمعة قدرها: 15,41% عمّا كانت عليه في فترة الأساس (الفترة (X)).

- **علاقة المؤشر النسبي البسيط للقيم:** تقوم هذه العلاقة على حساب المؤشر النسبي البسيط للقيم على أساس متوسط منسوب القيم لعدد من الأصول المالية كما يلي:²

$$\text{قيمة المؤشر النسبي البسيط للقيم} = \frac{1}{n} \times \left[\frac{\sum_{i=1}^n \frac{P_i}{P_0}}{n} \right] \times 100\%$$

حيث أنّ:

م₂: مجموع قيم الأصول المالية المكوّنة للمؤشر في فترة المقارنة.

م₁: مجموع قيم الأصول المالية المكوّنة للمؤشر في فترة الأساس.

ن: عدد الأصول المالية المكوّنة للمؤشر.

مثال 3:

لنأخذ نفس معطيات المثال السابق، ولنحاول تحديد قيمة المؤشر النسبي البسيط للقيم في الآتي:

الحل:

لدينا خمسة أصول مالية، وبالتالي فإن:

¹ زياد رمضان ومروان شموط، مرجع سبق ذكره، ص: 165.

² زياد رمضان ومروان شموط، نفس المرجع أعلاه، ص: 167.

$$\text{قيمة المؤشر النسبي البسيط للقيم} = \frac{1}{5} \times \left[\frac{301+345+291+150+186}{281+350+200+147+125} \right] \times 100 = 23,082\%$$

وهذا يعني أن كلّ أصل مالي داخل المؤشر ارتفعت قيمته بمتوسط قدره: 3,082% في فترة المقارنة عمّا كانت عليه في فترة الأساس.

ب- حساب قيمة مؤشر سوق رأس المال في حالة المؤشرات المرجّحة:

يرتبط تحديد قيمة مؤشرات سوق رأس المال في حالة المؤشرات المرجّحة بالمداخل الثلاثة للأوزان النسبية الموضحة سابقاً، وعليه توجد ثلاثة طرق رئيسية لتقدير قيمة تلك المؤشرات وهي:

- **الطريقة المبنية على الوزن على أساس السّعر:** وفقاً لهذه الطريقة، فإنّه يتمّ تحديد قيمة مؤشر سوق رأس المال من خلال حساب الوزن النسبي لكلّ أصل مالي داخل المؤشر أولاً، ثم بعد ذلك يتمّ تقدير قيمة المؤشر من خلال قسمة مجموع حاصل ضرب وزن الأصل المالي i في سعره يوم المقارنة على مجموع حاصل ضرب وزن الأصل المالي i في سعره يوم الأساس.¹

مثال 4:

ليكن مؤشر معيّن متكوّن من خمسة أصول مالية A، B، C، D، و E، وأنّ أسعار تلك الأصول المالية في يوم الأساس هي: 20 دج، 15 دج، 30 دج، 25 دج و 35 دج على الترتيب.

المطلوب:

استخرج (ي) قيمة المؤشر وفقاً لطريقة الوزن على أساس السّعر؟

الحل:

لحساب قيمة المؤشر وفقاً لطريقة الوزن على أساس السّعر، نقوم أولاً بتحديد الأوزان النسبية لكل أصل مالي داخل المؤشر كما يلي:

$$\text{الوزن النسبي للأصل المالي } i = \frac{\text{سعر الأصل المالي } i}{\text{مجموع أسعار الأصول المالية}} \times 100\%$$

وعليه فإنّ:

$$\text{الوزن النسبي للأصل المالي A} = \frac{20}{125} \times 100\% = 16\%$$

$$\text{الوزن النسبي للأصل المالي B} = \frac{15}{125} \times 100\% = 12\%$$

$$\text{الوزن النسبي للأصل المالي C} = \frac{30}{125} \times 100\% = 24\%$$

$$\text{الوزن النسبي للأصل المالي D} = \frac{25}{125} \times 100\% = 20\%$$

$$\text{الوزن النسبي للأصل المالي E} = \frac{35}{125} \times 100\% = 28\%$$

ومن ثمّ يمكن حساب قيمة المؤشر يوم الأساس كما يلي:

$$\text{قيمة المؤشر يوم الأساس} = \frac{\text{مجموع حاصل ضرب وزن الأصل المالي } i \text{ في سعره يوم الأساس}}{\text{مجموع حاصل ضرب وزن الأصل المالي } i \text{ في سعره يوم الأساس}} \times 100\%$$

$$\begin{aligned} &= 100\% \times \frac{35 \times 0,28 + 25 \times 0,2 + 30 \times 0,24 + 15 \times 0,12 + 20 \times 0,16}{35 \times 0,28 + 25 \times 0,2 + 30 \times 0,24 + 15 \times 0,12 + 20 \times 0,16} \\ &= 100\% \end{aligned}$$

¹ غازي فلاح المومني، مرجع سبق ذكره، ص: 270.

أما إذا افترضنا أنّ أسعار الأصول المالية أعلاه (A، B، C، D و E)، قد تغيّرت في اليوم الموالي إلى: 25 دج، 10 دج، 25 دج، 30 دج و 40 دج على التوالي، فإنّ الأوزان النسبية الجديدة لكل أصل مالي تصبح كما يلي:

$$\text{الوزن النسبي للأصل المالي A} = \frac{25}{130} \times 100\% = 19,23\%$$

$$\text{الوزن النسبي للأصل المالي B} = \frac{10}{130} \times 100\% = 7,69\%$$

$$\text{الوزن النسبي للأصل المالي C} = \frac{25}{130} \times 100\% = 19,23\%$$

$$\text{الوزن النسبي للأصل المالي D} = \frac{30}{130} \times 100\% = 23,08\%$$

$$\text{الوزن النسبي للأصل المالي E} = \frac{40}{130} \times 100\% = 30,77\%$$

في حين أنّ قيمة المؤشر في اليوم الموالي تحدّد كما يلي:

$$\text{قيمة المؤشر في اليوم الموالي} = \frac{\text{مجموع حاصل ضرب وزن الأصل المالي i في سعره في اليوم الموالي}}{\text{مجموع حاصل ضرب وزن الأصل المالي i في سعره يوم الأساس}} \times 100\%$$

$$= 100\% \times \frac{40 \times 0,3377 + 30 \times 0,2308 + 25 \times 0,1923 + 10 \times 0,0769 + 25 \times 0,1923}{35 \times 0,28 + 25 \times 0,2 + 30 \times 0,24 + 15 \times 0,12 + 20 \times 0,16} = 114,13\%$$

وهذا يعني أنّ قيمة المؤشر في اليوم الموالي قد ارتفعت بنسبة 14,13% مقارنة بيوم الأساس، وذلك لأن معظم أسعار الأصول المالية المكوّنة لهذا المؤشر شهدت زيادة في اليوم الموالي ليوم الأساس.

- **الطريقة المبنية على الأوزان المتساوية:** تفترض هذه الطريقة أن يحسب مؤشر سوق رأس المال على افتراض استثمار مبالغ متساوية عند بداية تكوينه، وعليه يعتمد لتقدير قيمته على تحديد وزن نسبي يساوي الواحد للأصل المالي صاحب الأقلّ سعر، ثمّ تعيين الوزن النسبي لأيّ أصل مالي يتكوّن منه المؤشر، وذلك من خلال حاصل قسمة قيمة الأصل المالي صاحب الأقلّ سعر على سعر الأصل المالي المعني، وبعد ذلك يتمّ في الأخير حساب قيمة المؤشر من خلال ضرب الأوزان النسبية لكل أصل مالي في سعره السوقي.¹

مثال 5:

مؤشر معيّن متكوّن من ثلاثة أصول مالية A، B و C، وأن أسعار تلك الأصول المالية في يوم الأساس كانت: 70 دج، 10 دج و 30 دج على الترتيب.

المطلوب:

استخرج (ي) قيمة المؤشر وفقا لطريقة الأوزان المتساوية؟

الحل:

لتحديد قيمة المؤشر وفقا لطريقة الأوزان المتساوية، نتّبع الخطوات التالية:

✍ جعل الوزن النسبي للأصل المالي صاحب السّعر الأصغر يساوي الواحد ($\frac{10}{10}$)، إذن الوزن النسبي للأصل المالي B يساوي واحد.

✍ تحديد الوزن النسبي للأصول المالية الأخرى، حيث أنّ الوزن النسبي للأصل المالي A يساوي ($\frac{1}{7} = \frac{10}{70}$)،

في حين الوزن النسبي للأصل المالي C يساوي ($\frac{1}{3} = \frac{10}{30}$).

¹ عباس كاظم الدعيمي، مرجع سبق ذكره، ص: 185.

حساب قيمة المؤشر يوم الأساس كما يلي:

$$\begin{aligned} \text{قيمة المؤشر في يوم الأساس} &= \frac{1}{3} \times 30 + 1 \times 10 + \frac{1}{7} \times 70 \\ &= 10 + 10 + 10 \\ &= 30 \end{aligned}$$

إذن من الممكن أن نلاحظ هنا أنّ بداية تكوين هذا المؤشر تستخدم مبالغ متساوية لجميع الأصول المالية داخل المؤشر.

لنفترض الآن أنّ سعر الأصل المالي C قد ارتفع إلى 60 دج في اليوم الموالي مع بقاء سعري الأصلين A و B على حالهما، في هذه الحالة فإنّ قيمة المؤشر في اليوم الموالي تحدّد كما يلي:

$$\begin{aligned} \text{قيمة المؤشر في اليوم الموالي} &= \frac{1}{3} \times 60 + 1 \times 10 + \frac{1}{7} \times 70 \\ &= 20 + 10 + 10 \\ &= 40 \end{aligned}$$

نلاحظ أنّ قيمة المؤشر قد ارتفعت بزيادة سعر الأصل المالي C، إلا أنّ الأوزان النسبية للأصول المالية داخل المؤشر قد اختلفت، وهذا ما ذكرناه سابقاً كأحد عيوب هذه الطريقة.

• **الطريقة المبنية على الأوزان حسب القيمة:** يتم حساب مؤشر سوق رأس المال وفقاً لهذه الطريقة على أساس القيمة المرجّحة للأصول المالية داخل المؤشر، وذلك باتّباع المراحل التالية:¹

1- إيجاد القيمة السوقية لكل أصل مالي داخل المؤشر، وذلك من خلال ضرب الكميات بالأسعار.
2- تحديد الوزن النسبي لكل أصل مالي داخل المؤشر، وذلك عن طريق حاصل قسمة قيمة الأصل المالي المعني على القيمة السوقية الكلية للأصول المالية المكوّنة للمؤشر.
3- احتساب قيمة المؤشر من خلال قسمة مجموع حاصل ضرب وزن الأصل المالي i في سعره يوم المقارنة على مجموع حاصل ضرب وزن الأصل المالي i في سعره يوم الأساس.

مثال 6:

لدينا مؤشر معيّن يشمل ثلاثة أصول مالية A، B و C، حيث أنّ أسعار وعدد تلك الأصول المالية في اليوم الأوّل والثاني من شهر سبتمبر 2016 ملخّصة في الجدول التالي:

الأصل المالي i	اليوم الأوّل من سبتمبر 2016		اليوم الثاني من سبتمبر 2016	
	كمية الأصل المالي i	سعر الأصل المالي i	كمية الأصل المالي i	سعر الأصل المالي i
A	80	11	80	10
B	130	20	130	15
C	250	30	250	25

المطلوب:

أحسب (ي) قيمة المؤشر في اليوم الثاني من شهر سبتمبر 2016 وفقاً لطريقة الوزن على أساس القيمة وعلمنا أنّ اليوم الأوّل هو يوم الأساس؟

الحل:

لحساب قيمة المؤشر حسب طريقة الوزن على أساس القيمة، يجب تحديد القيمة السوقية لكل أصل مالي داخل المؤشر أولاً، ثمّ تعيين الوزن النسبي لكل أصل مالي داخل المؤشر، وهذا ما سنوضّحه في الجدول الآتي:

الأصل المالي i	اليوم الأوّل من سبتمبر 2016		اليوم الثاني من سبتمبر 2016	
	قيمة الأصل المالي i	وزن الأصل المالي i	قيمة الأصل المالي i	وزن الأصل المالي i

¹ عباس كاظم الدعيمي، مرجع سبق ذكره، ص: 183.

8,89%	800	8,01%	880	A
21,67%	1950	23,68%	2600	B
69,44%	6250	68,31%	7500	C
100%	9000	100%	10980	المجموع

ثم بعد ذلك يمكن تحديد قيمة المؤشر في اليوم الثاني من شهر سبتمبر 2016 كما يلي:

$$\text{قيمة المؤشر} = \frac{\text{مجموع حاصل ضرب وزن الأصل المالي i في سعره في اليوم الثاني}}{\text{مجموع حاصل ضرب وزن الأصل المالي i في سعره يوم الأساس}} \times 100\%$$

$$= \frac{25 \times 0,6944 + 15 \times 0,2167 + 10 \times 0,0889}{30 \times 0,6831 + 20 \times 0,2368 + 11 \times 0,0801} \times 100\% = 82,34\%$$

وهذا يعني أنّ قيمة المؤشر في اليوم الثاني من شهر سبتمبر 2016 قد انخفضت بنسبة 17,66% مقارنة بيوم الأساس، وذلك يعود لانخفاض قيم الأصول المالية في مجملها في اليوم الموالي ليوم الأساس بسبب تدهور أسعار تلك الأصول المالية في معظمها مع بقاء الكميات على حالها.

3- لمحة عن بعض المؤشرات العالمية:

يمكن تصنيف المؤشرات العالمية إلى ثلاث مجموعات كما يلي:

3-1- مؤشرات أسواق رؤوس الأموال الأمريكية:

من أهم مؤشرات أسواق رؤوس الأموال الأمريكية نجد مؤشرين أساسيين هما:

3-1-1- مؤشر S&P 500 :

يمكن تفصيل هذا المؤشر إلى جزئين، حيث أنّ الجزء الأول هو S&P وهو اختصار لكلمتين باللغة الانجليزية هما Standard and Poors، أمّا الجزء الثاني فيشمل الرقم 500 وهو مأخوذ من عدد الشركات التي يغطيها هذا المؤشر، والتي يتم التعامل بأسهمها في بورصة نيويورك وأسواق ما فوق الكاونتر، والتي تمثل في الواقع حوالي 80% من مجموع الشركات. وبذلك فهو مؤشر يكاد يكون شاملاً لجميع الشركات والقطاعات التي يتم تداول أسهمها في تلك البورصة وفي الأسواق غير الرسمية.¹

3-1-2- مؤشر داو جونز الصناعي:²

هو مؤشر متخصص في الصناعة، حيث تمّ إعداده لأول مرة سنة 1884م من طرف الباحث تشارلز داوجونز على أساس عينة مكونة من 9 أسهم صناعية، ثم في عام 1898م ارتفعت تلك العينة إلى 12 سهماً صناعياً، لتصبح 20 سهماً سنة 1916م، ثم لتستقرّ على 30 سهماً صناعياً مدرجاً في بورصة نيويورك سنة 1928م إلى يومنا هذا، ويعتبر هذا المؤشر من أقدم المؤشرات في العالم وأكثرها شيوعاً رغم قدمه وصغر حجم العينة به، وذلك نظراً للاعتبارات التالية:

- ارتفاع القيمة السوقية للشركات المكونة لهذا المؤشر.
- قدم وعراقة الشركات الداخلة في هذا المؤشر.
- الشركات المكونة لهذا المؤشر تعدّ من الشركات الكبيرة الحجم، وذلك بسبب كبر عدد أسهمها وحجم تداولها، هذا بالإضافة إلى أنّ تلك الأسهم تتداول يومياً.

3-2- مؤشرات أسواق رؤوس الأموال الآسيوية:

يعدّ مؤشر نيكاي 225 الياباني من أبرز المؤشرات في أسواق رؤوس الأموال الآسيوية، فهو مؤشر يقيس قوّة ونشاط أكبر 225 شركة يابانية مدرجة في بورصة طوكيو، ولا ينفرد حساب هذا المؤشر بقطاع معيّن،

¹ زياد رمضان ومروان شموط، مرجع سبق ذكره، ص: 169.

² غازي فلاح المومني، مرجع سبق ذكره، ص: 276-277.

بل يعتمد على حركة السوق بشكل عام. وقد بدأ مؤشر نيكاي 225 عمله في السابع من شهر سبتمبر من عام 1950م، حيث تتبنى صحيفة نيهون كيزاي شيمبون احتساب قيمته يوميا.¹

3-3- مؤشرات أسواق رؤوس الأموال الأوروبية:

تشمل أهم مؤشرات أسواق رؤوس الأموال الأوروبية ثلاثة مؤشرات رئيسية سنهتم بتقديمها في الآتي:²

3-3-1- مؤشر FT-SE 100:

مؤشر FT-SE 100 هو اختصار للاسم الرسمي: Financial Times-Stock Exchange 100، حيث أن Financial Times هو عنوان لجريدة تصدر في لندن وتتولى تحديد قيمة هذا المؤشر، في حين أن Stock Exchange تعني بالعربية البورصة، أما الرقم 100 فيمثل أكبر 100 شركة مدرجة في بورصة لندن، ولقد تم إدخالها في حساب هذا المؤشر بعد التأكد من توفر شروط معينة أهمها:

- أن تكون الشركة شركة مساهمة عامة.
- أن يتمركز مقر الشركة في بريطانيا وذلك لغايات ضريبية.
- أن يتاح 25% من أسهم الشركة على الأقل للجمهور ليستثمر فيها، على أن لا تكون تلك الأسهم ملكا لشخص واحد أو لمؤسسة واحدة.
- أن يتم تداول أسهم الشركة في ما لا يقل عن 100 يوم عمل خلال الشهور الإثني عشر الماضية.

3-3-2- مؤشر DAX 30:

هو مؤشر ألماني يحسب على أساس أسعار أسهم أكبر ثلاثين شركة يتم تداولها في بورصة فرانكفورت، ولقد بدأ استعمال هذا المؤشر لأول مرة سنة 1987م شاملا لـ: 1000 شركة كانت داخلية في حسابه، ثم استقر عدد الشركات المكونة له فيما بعد على 30 شركة إلى يومنا هذا، بحيث يتم اختيار تلك الشركات على الأسس التالية:

- حجم أعمال الشركة.
- حجم أرباح الشركة.
- عدد فرص العمل التي توفرها الشركة.

3-3-3- مؤشر CAC 40 الفرنسي:

يحسب هذا المؤشر في بورصة باريس على أساس أسعار الأسهم الحرة المتاحة للتداول لـ: 40 شركة تمثل الشركات التي يتم تداول أسهمها في السوق، والمقصود هنا بالأسهم الحرة المتاحة للتداول أنها أسهم غير مملوكة من طرف مالكيين ثابتين أو دائمين، وهذا يعني أنها تمثل أسهم الشركة مطروحا منها أسهم المالكين الدائمين ويدخل ضمن ذلك ما يلي:

- الأسهم المملوكة لشركات أخرى.
- الأسهم المملوكة للمؤسسات.
- الأسهم المملوكة للحكومة أو لمؤسسات حكومية.
- الأسهم المملوكة من طرف أشخاص لهم اتفاقيات مهمة مع الشركة، بالإضافة إلى تفاصيل أخرى ذات العلاقة بالقانون التجاري الفرنسي وغيره من القوانين الفرنسية ذات الصلة.

وفي الأخير تجدر الإشارة إلى وجود بعض المؤشرات العربية التي تحاول جاهدة محاكاة المستوى العالمي منها: مؤشر سوق عمان المالي بالأردن، مؤشر بنك أبو ظبي الوطني بالإمارات العربية المتحدة، مؤشر البحرين المالي، مؤشر سوق الكويت للأصول المالية، مؤشر مازي بالمغرب، المؤشر العام للأصول المالية بالمملكة العربية السعودية، مؤشر مسقط للأصول المالية بسلطنة عمان ومؤشر بلوم بلبنان،... إلخ.³

خلاصة الفصل الأول:

¹ تاريخ آخر اطلاع (2016/16/12) nikkei-225-نيكاي-مؤشر-تعرف-الى/ www.fxcc.ae/blog

² زياد رمضان ومروان شموط، نفس المرجع أعلاه، ص: 177-180.

³ عباس كاظم الدعيمي، مرجع سبق ذكره، ص: 196-199.

من خلال دراستنا لهذا الفصل توصلنا إلى مجموعة من النتائج والتي سنهتم بإبرازها فيما يلي:

- سوق رأس المال هي المجال الذي يجمع بين أصحاب الفائض المالي وأصحاب العجز المالي بهدف تنفيذ مختلف الصفقات المالية المتوسطة والطويلة الأجل مع وجود وسطاء متخصصين.
- تؤدي سوق رأس المال وظيفة أساسية تضمن من خلالها انتقال الموارد المالية من أصحاب الفوائض المالية إلى الذين لديهم عجز مالي، الأمر الذي يترتب عليه زيادة حجم الاستثمارات في الاقتصاد الوطني، وبالتالي زيادة دخول الأفراد ومن ثم زيادة درجة الرفاهية في المجتمع.
- تشمل سوق رأس المال أسواقا حاضرة يكون فيها زمن إمضاء العقود هو نفسه زمن تنفيذ الصفقات، وأسواق آجلة تمضي فيها العقود في تاريخ معين ويؤجل التسليم والاستلام فيها لتاريخ مستقبلي، بحيث تصنف الأسواق الحاضرة إلى أسواق أولية تعنى بإصدار الأصول المالية لأول مرة، ثم تنقل تلك الأصول المالية إلى أسواق تعرف بأسواق التداول والتي تنقسم بدورها إلى أسواق منظمة للتعامل وأخرى غير منظمة أو أسواق للمفاوضات غير الرسمية. أما الأسواق الآجلة، فنجدتها تنظم إلى أسواق العقود المستقبلية، أسواق العقود الآجلة، أسواق الخيارات وأسواق عقود المبادلة.
- يحتل مصطلح كفاءة سوق رأس المال مكانة هامة في أسواق رؤوس الأموال، حيث أن مضمون كفاءة سوق رأس المال يعني مدى انعكاس المعلومات على الأسعار السوقية للأصول المالية بشكل كامل وسريع. وعليه فإن مصطلح الكفاءة هو مصطلح نسبي وليس مطلق يرتبط بالمدة الزمنية اللازمة لانعكاس المعلومات الواردة إلى السوق على أسعار الأصول المالية. حيث أن الواقع الميداني يفرض وجود نوع معين من كفاءة سوق رأس المال وهي الكفاءة الاقتصادية، والتي تقضي بضرورة مرور فترة زمنية معينة لانعكاس المعلومة على سعر الأصل المالي في السوق، وبالتالي لا وجود لكفاءة كاملة في الواقع التطبيقي والتي تستند في تحليلها إلى انعدام تلك الفترة الزمنية.
- يعتبر مؤشر سوق رأس المال عن تلك القيمة الرقمية التي تقيس التغيرات الحادثة في سوق رأس المال بصفة عامة وتلك التي تطرأ على أسعار الأصول المالية على وجه الخصوص، ونجده يلعب دورا هاما في إدارة المحافظ الاستثمارية، حيث أنه يمكن من إعطاء فكرة عن أداء المحفظة الاستثمارية، الحكم على أداء المديرين المحترفين، التنبؤ بالحالة التي ستكون عليها السوق في المستقبل، بالإضافة إلى المساهمة في تقدير المخاطرة المنتظمة أو العامة للمحفظة الاستثمارية.

تمهيد الفصل الثاني:

تقوم إدارة المحافظ الاستثمارية على قرارات المزج بين عنصري العائد المحقق من الاستثمار في المحافظ الاستثمارية و المخاطر الناجمة عنه، وبما أنّ تلك المحافظ الاستثمارية تشمل مجموعة من الأصول المالية والتي تعدّ في نفس الوقت أصولاً متداولة في سوق رأس المال، نرى من المناسب أن ندرس تلك الأصول بالتفصيل وذلك بهدف اتخاذ قرارات سليمة للاستثمار في محافظ معينة، حيث أنّ معرفة مدير المحفظة بتشكيلة، خصائص ومزايا و عيوب الأصول المالية المكوّنة لمحفظته تساعد على تطوير أدائه.

ومحاولة منّا الإلمام بهذا الإطار من الدراسة، قمنا بتقسيم هذا الفصل إلى العناصر التالية:

- أولاً: السندات
- ثانياً: الأسهم والأوراق المالية الهجينة
- ثالثاً: المشتقات المالية

أولاً: السندات

1- تعريف السند وخصائصه:

1-1- تعريف السند:

السند هو التزام مالي تعاقدى مكتوب يتعهد بموجبه المقترض (مصدر السند) بدفع مبلغ معين من المال بتاريخ معين (القيمة الاسمية للسند) إلى حامله، بالإضافة إلى تسديد الفائدة المستحقة على القيمة الاسمية بتاريخ معينة. وعليه يعدّ السند أداة دين أو اقتراض يطرح في سوق رأس المال لأجل متوسط وطويلة معبراً عن مديونية أو قرض للغير بقيمة إسمية وبمعدل فائدة محدد بتاريخ استحقاق محدد أيضاً.¹ كما يعرف السند على أنه أصل مالي قابل للتداول وذو قيمة إسمية واحدة تصدره شركات المساهمة وتطرحه للحصول على قرض تتعهد بموجبه بسداد أصل القرض وفوائده في تواريخ محددة.² ويمثل السند أيضاً أحد الأصول المالية التي تشكّل مديونية على مصدرها والتي تضمن في العادة دخلاً ثابتاً لحاملها. يتّضح من التعريف أعلاه أنّ عملية إصدار السند تصاحبها معلومات مهمّة تتعلّق بما يلي:

¹ فيصل محمود الشواورة، مرجع سبق ذكره، ص: 75-76.

² محمد مطر وفايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر، الأردن، 2005، ص: 97.

- **القيمة الإسمية للسند:** وهي القيمة المدونة على السند والتي يتعهد مصدر السند بردها لحامل السند عند حلول موعد الاستحقاق.¹
- **الكوبون (فائدة السند):** وهو عبارة عن الدّخل الذي يحصل عليه حامل السند، ويتحدّد معدّله بأسعار الفائدة السّائدة في السّوق.² مثلاً: لدينا سند بقيمة إسمية 120 دج ومعدّل الفائدة على هذا السند يقدر بـ: 10%، وبالتالي فإنّ قيمة الكوبون أو فائدة السند في هذه الحالة تكون مساوية إلى 12 دج (120 x 10%) تدفع مثلاً في نهاية كلّ سنة إلى حامل السند حتى يحين موعد استحقاق السند.
- **تاريخ الاستحقاق:** هو التاريخ الذي تقوم فيه الشركة المصدرة للسند بإتمام سداد القيمة الإسمية للسند والفوائد المترتبة على هذا السند.³

2-1- خصائص السند:

- يمكن إبراز الخصائص الرئيسيّة للسند فيما يلي:⁴
- السند أداة دين، بحيث يمنح السند لحامله على الشركة المصدرة حقّ مديونية.
- السند أداة استثمار ثابتة الدّخل، وذلك لأنّ حامله يتقاضى في العادة فائدة دورية ثابتة لا تتأثر بنتيجة الشركة من ربح أو خسارة.
- محدوديّة الأجل، بحيث يصدر السند بأجل محدّد يستحق بحلوله وينصّ عليه صراحة في عقد الإصدار، كما يعتبر أجل السند عنصراً هاماً في تحديد معدّل الفائدة على السند وسعره السّوقي.
- القابلية للتداول، إذ تساهم هذه الخاصية بتوفير سيولة إضافية في السّوق الثانوية خاصّة بالنسبة للسندات الطويلة الأجل.

2-أنواع السندات:

يمكن تصنيف السندات طبقاً لعدة معايير، فمن حيث الجهة المصدرة لهذه السندات، نجد سندات حكومية وسندات أهلية، أمّا حسب شكل الإصدار، فنجد سندات إسمية وسندات لحاملها، في حين حسب القابلية للاستدعاء، نجد سندات غير قابلة للاستدعاء وأخرى قابلة للاستدعاء، بينما حسب القابلية للتحويل، نجد سندات غير قابلة للتحويل وسندات قابلة للتحويل، أمّا حسب طبيعة الفائدة، نجد سندات ذات فائدة ثابتة وسندات ذات فائدة متغيّرة، كما يمكن تصنيف السندات حسب الضمانات المقدّمة إلى سندات مضمونة وأخرى غير مضمونة، في حين يمكن تقسيمها أيضاً على أساس المعيار الزّمني إلى سندات قصيرة الأجل وأخرى متوسطة وطويلة الأجل وعلى أساس العملة والبلد التي تصدر فيها هذه السندات إلى سندات محلية، أجنبية وأخرى دولية. وفيما يلي شرح لهذه الأنواع:

- **السندات الحكومية:** هي سندات تصدر عن الدّولة ومؤسساتها، ومن أمثلتها نجد سندات الخزينة، بحيث تمتاز هذه السندات بكونها أكثر أماناً بالنسبة للمستثمر وأكثر سيولة مقارنة بالسندات الأخرى، وذلك لأنّها غالباً ما تكون مضمونة بسلطة الحكومة ومؤسساتها، كما أنّ أهمّ ميزة للسندات الحكومية أنّها تصدر في أغلب الأحوال مقرونة بشرط الإعفاء الضريبي لفوائدها من ضرائب الدّخل.⁵
- **السندات الأهلية:** هي السندات التي تصدر عن المؤسسات المالية أو شركات المساهمة العاملة في القطاع الخاصّ، ومن أمثلتها ما يعرف بالسندات العادية. وتمتاز هذه السندات بأنّها تصدر بمعدّلات فائدة أعلى من معدّلات الفائدة على السندات الحكومية، وبالمقابل يعاب على هذه السندات أنّ حاملها أكثر تعرّضاً من حامل السند الحكومي لما يعرف بمخاطر الائتمان، والمترتبة على احتمال عجز الجهة المصدرة عن الوفاء بالدين وفوائده. لذلك وبغرض توفير بعض الحماية للمستثمر فيها تصدر هذه السندات في كثير من الأحيان مضمونة، أو نجد عقد إصدارها يتضمّن أحياناً شرط التّعجيل في سداد الدين، والذي مفاده أنّه في حالة توقّف المدين على دفع قسط الفائدة حسب الجدول المحدّد ولو لمرة واحدة، حينئذ يستحقّ دفع الدين كاملاً.⁶

¹ السيد متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص: 140.

² السيد متولي عبد القادر، نفس المرجع أعلاه، ص: 140.

³ محمد قاسم خصاونة، أساسيات الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار الفكر ناشرون وموزعون، الأردن، 2011، ص: 141.

⁴ محمد مطر وفايز تيم، نفس المرجع أعلاه، ص: 99-100.

⁵ محمد مطر وفايز تيم، مرجع سبق ذكره، ص: 100.

⁶ محمد مطر وفايز تيم، نفس المرجع أعلاه، ص: 101.

- **السندات الإسمية:** يكون السند إسمياً متى حمل اسم مالكه، بحيث يوجد سجل خاص بملكية هذه السندات لدى الجهة المصدرة. ويمكن للسندات الإسمية أن تكون مسجلة بالكامل ويشمل التسجيل هنا كلاً من أصل الدين وفوائده، لذا لا يصرف أي منهما إلا بشيك يحمل اسم صاحب السند وعن طريق البنك، كما يمكن أن تكون مسجلة تسجيلاً جزئياً ويقتصر التسجيل هنا على أصل الدين فقط، أما الفائدة فتأخذ شكل كوبونات ترفق بالسند مثل ما هو الحال عليه في السندات لحاملها وتنزع منه بمجرد استحقاقها لتحصيلها من البنك مباشرة.¹
- **السندات لحاملها:** هي سندات تصدر بدون اسم مصدرها، وتنتقل ملكية هذه السندات بمجرد الاستلام، ويكون لحاملها الحق في الحصول على فائدة السند عند استحقاق هذه الأخيرة، بحيث تحصل الفوائد على السندات بمجرد نزع الكوبون المرفق بالسند وتقديمه للبنك المكلف من طرف الشركة بتسديد هذه الفوائد، كما يمكن لحاملها أيضاً استلام القيمة الإسمية للسند (أصل الدين) عند حلول موعد استحقاقه من البنك مباشرة. (وتسمى أيضاً سندات الكوبون).²
- **السندات غير القابلة للاستدعاء:** هي السندات التي يكون لحاملها الحق بالاحتفاظ بها لحين انتهاء أجلها، ولا يجوز للجهة المصدرة المطالبة بها لأي سبب من الأسباب. والأصل أن تكون السندات غير قابلة للاستدعاء إلا إذا نصّ على قابلية استدعائها بصراحة في عقد الإصدار.³
- **السندات القابلة للاستدعاء:** هي السندات المقترنة بشرط الاستدعاء، وتصدر عادة بعلاوة استدعاء لغرض تشجيع المستثمرين على شراءها وبمعدلات فائدة أعلى من معدلات فائدة السندات غير القابلة للاستدعاء. وتختلف السندات القابلة للاستدعاء فيما بينها حسب المهلة المسموح خلالها بالاستدعاء، فنجد سندات تكون قابليتها للاستدعاء مطلقة، وفي هذه الحالة يكون للجهة المصدرة حرية مطلقة في استدعاء السند في أية لحظة تريد بعد إصداره، وهذا النوع من السندات نادر التعامل به، كما نجد سندات الاستدعاء ذات الأجل المحدد وهي الأكثر شيوعاً من سابقتها، وهي سندات تمنح حاملها مهلة حماية من الاستدعاء تتراوح من 5 إلى 10 سنوات من تاريخ إصدارها، وبذلك لا يجوز للشركة المصدرة استدعاء السند قبل مضي هذه المهلة، ولكن بمجرد انتهاء تلك المهلة تصبح حريتها مطلقة في استدعائه، وتجدر الإشارة هنا إلى أنه كلما طالت مهلة حماية السند كلما انخفض معدل الفائدة والعكس بالعكس، فمثلاً سند قابل للاستدعاء بعد 5 سنوات من إصداره يصدر بمعدل فائدة أعلى من سند من نفس الفئة يكون قابلاً للاستدعاء بعد 8 سنوات.⁴
- **السندات غير القابلة للتحويل:** هي السندات التي لا يحق لحاملها تحويلها إلى أسهم عادية مهما كانت الظروف، وعليه فإن هذا النوع من السندات يصدر بمعدلات فائدة أعلى من معدلات فائدة السندات القابلة للتحويل. والأصل أن تكون السندات غير قابلة للتحويل مثلما هو الحال بالنسبة لشروط الاستدعاء إلا إذا نصّ على قابلية تحويلها بصراحة في عقد الإصدار.⁵
- **السندات القابلة للتحويل:** تعتبر قابلية السند للتحويل ميزة لحامل السند، وهي بذلك عكس قابليته للاستدعاء والتي تعتبر ميزة لمصدر السند، حيث أن السندات القابلة للتحويل هي سندات تصدر بنص صريح في عقد الإصدار يعطي لحاملها الحق في تحويل سندات إلى أسهم عادية خلال مهلة محددة وبسعر محدد للسهم الواحد، فمثلاً: إذا صدر سند بقيمة اسمية 1000 دج وكان قابلاً للتحويل إلى أسهم عادية بسعر 40 دج للسهم الواحد خلال مدة 3 سنوات من تاريخ إصداره، فإن لحامل هذا السند الحق في تحويله في أية لحظة خلال الفترة المسموح بها للتحويل وهي 3 سنوات إلى 25 سهماً عادياً، وذلك نتيجة حاصل قسمة القيمة الإسمية للسند على سعر السهم الواحد.⁶
- **السندات ذات الفائدة الثابتة:** هي السندات التي تكون الفائدة عليها أو قيمة كوبونات ثابتة طيلة مدة القرض.⁷

¹ محمد مطر وفايز تيم، مرجع سبق ذكره، ص: 102.

² محمد مطر وفايز تيم، نفس المرجع أعلاه، ص: 101.

³ زياد رمضان ومروان شموط، مرجع سبق ذكره، ص: 110.

⁴ زياد رمضان ومروان شموط، نفس المرجع أعلاه، ص: 110-111.

⁵ زياد رمضان ومروان شموط، مرجع سبق ذكره، ص: 112.

⁶ زياد رمضان ومروان شموط، نفس المرجع أعلاه، ص: 112-113.

⁷ فيصل محمود الشواورة، مرجع سبق ذكره، ص: 78.

- **السندات ذات الفائدة المتغيرة:** هي السندات التي تكون الفائدة عليها متغيرة بتغيير معدلات الفائدة السائدة في السوق.¹
- **السندات المضمونة:** هي السندات التي تعطي لحاملها الحق في الحصول على أصل معين يكون محل ضمان (والذي يكون في العادة أصلاً حقيقياً: آلات، مباني، تجهيزات،... إلخ)، وذلك في حالة توقف المدين عن الوفاء بأصل السند أو بفائدته أو بهما معاً.²
- **السندات غير المضمونة:** هي تلك السندات التي يعتمد فيها الدائن (المقرض) فقط على تعهد المصدر بالدفع، ويكون الضمان الوحيد لحملة هذه السندات حق الأولوية الذي يمتاز به على الدائنين الآخرين للشركة المصدرة. وعليه فإن الاستثمار في السندات غير المضمونة يحمل المستثمر درجة عالية من المخاطرة تجعله يتطلع إلى تحقيق عائد أعلى مما يحققه في السندات المضمونة، وهذا ما يجعل معدلات الفائدة عليها أعلى نسبياً من معدلات الفائدة على السندات المضمونة.³
- **السندات القصيرة الأجل:** هي السندات التي لا يتجاوز أجلها سنة واحدة، وتعتبر أداة تمويل قصيرة الأجل ويتم تداولها في السوق النقدية.
- **السندات المتوسطة والطويلة الأجل:** هي السندات التي يزيد أجلها عن سنة، وتتداول في سوق رأس المال، وتصدر بمعدلات فائدة أعلى من تلك السندات القصيرة الأجل.⁴
- **السندات الدولية:** هي السندات التي تصدر في بلد ما بعملة أجنبية تختلف عن عملته الأصلية ولصالح مقترض أجنبي.⁵
- **السندات الأجنبية:** هي السندات التي تصدر لصالح مقترض أجنبي ولكن بنفس عملة البلد الذي تصدر فيه.⁶
- **السندات المحلية:** هي السندات التي تصدر في بلد ما بعملته الأصلية ولصالح مقترضين محليين.⁷

3- مزايا وعيوب الاستثمار في السندات:

يمكن عرض أهم مزايا وعيوب الاستثمار في السندات لكل من الشركة المصدرة والمستثمر في الآتي:

3-1 مزايا وعيوب الاستثمار في السندات بالنسبة للشركة المصدرة:⁸

3-1-1 مزايا الاستثمار في السندات من وجهة نظر الشركة المصدرة:

للاستثمار في السندات مزايا كثيرة للشركة المصدرة يمكن إبرازها في ما يلي:

- تستطيع الشركة المصدرة خصم الفوائد المدفوعة على السندات من الضريبة المستحقة باعتبار فوائد السندات نفقة مقبولة ضريبياً عند احتساب الدخل الخاضع للضريبة.
- المرونة الإضافية التي تحصل عليها الشركة من خلال التمويل بالسندات، حيث أن حامل السند لا يحق له التصويت أو التدخل في شؤون الشركة.
- قابلية السند للاستدعاء تشكل ميزة بالنسبة للشركة المصدرة، حيث أن حق استدعاء السند يمنح الشركة المصدرة الحق في استدعاء السند خاصة إذا انخفضت أسعار الفائدة السوقية وهذا ما سيرفع من قيمة السند، أما في حال ارتفاع الفائدة السوقية، والذي ينجم عنه انخفاض في قيمة السند، فإن الشركة المصدرة لا تقوم باستدعاء السند وتستمر في دفع فائدة كوبونية أقل من سعر الفائدة السوقية.
- ثبات التكلفة التي تتحملها الشركة المصدرة، حيث أنه مهما بلغت أرباح الشركة أرقاما قياسية، فإن ذلك لا يعطي حملة السندات الحق في الحصول على عوائد أعلى، بعكس التمويل بالأسهم الذي يميزه ضغط حملة الأسهم على إدارة الشركة لرفع نسبة أرباحهم الموزعة في حال ما إذا حققت الشركة المصدرة أرباحاً عالية.

¹ فيصل محمود الشواورة، نفس المرجع أعلاه، ص: 78.

² زياد رمضان ومروان شموط، نفس المرجع أعلاه، ص: 109.

³ زياد رمضان ومروان شموط، نفس المرجع أعلاه، ص: 109-110.

⁴ زياد رمضان ومروان شموط، نفس المرجع أعلاه، ص: 109.

⁵ محمد مطر وفايز تيم، مرجع سبق ذكره، ص: 104.

⁶ محمد مطر وفايز تيم، نفس المرجع أعلاه، ص: 104.

⁷ فيصل محمود الشواورة، مرجع سبق ذكره، ص: 78.

⁸ محمد قاسم خصاونة، مرجع سبق ذكره، ص: 152-153.

- المرونة في استغلال مصادر التمويل الأخرى، حيث تستطيع الشركة المصدرة للسندات التوجّه نحو مصادر التمويل الأخرى مثل: القروض المصرفية أو إصدار أسهم جديدة أو غير ذلك.

3-1-2- عيوب الاستثمار في السندات من وجهة نظر الشركة المصدرة:

- تتمحور مساوئ الاستثمار في السندات بالنسبة للشركة المصدرة في النقاط التالية:
- تمثل السندات التزاما على الشركة المصدرة، وبالتالي فإنّ عجز الشركة عن سداد قيمة السندات وفوائدها في مواعيد الاستحقاق يعرّض الشركة إلى مخاطر الإفلاس، كما أنّ مبلغ الفوائد المدفوع بشكل دوري يشكل ضغطا على الموارد المالية للشركة بصفة عامّة وللشركات التي هي في بداية تأسيسها والشركات التي تعاني من مشاكل مالية بصفة خاصّة.
- محدودية الاستفادة من السندات، حيث تتضمن العديد من التشريعات المصرفية قيودا على الاستثمار في السندات من حيث كمية الإصدار ومن حيث شراء السندات ذات التصنيف الائتماني المتدني.
- إنّ قيام الشركة برهن جزء من موجوداتها مقابل إصدار السندات يمثل عبئا وتقييدا لحرية الشركة في التصرف بموجوداتها.
- تعرّض الشركة المصدرة إلى ضغوط على مقدار السيولة المتاحة لديها، حيث أنّ تخصيص مبلغ ثابت ودوري لتسديد قيمة فائدة السندات قد يؤدي إلى خلق مشكلة في السيولة لدى الشركة المصدرة خاصّة في أوقات العسر المالي والاقتصادي.

3-2- مزايا وعيوب الاستثمار في السندات بالنسبة للمستثمر أو حامل السند:

توفّر السندات لحاملها مزايا عديدة أهمّها:¹

- ميزة ثبات واستمرارية العائد، كون أنّ كوبون السند واجب الدّفع بغض النّظر عن نتيجة أعمال الشركة المصدرة.
- الأمان في استرداد المبلغ المستثمر، فالسند يصدر في الغالب مضمونا إمّا بأصل محدّد من أصول الشركة أو بجملة من أصولها، بالإضافة إلى امتياز حامل السند بالأولوية في استيفاء دينه على الشركة عند تسهيل أصولها سواء بسبب التّصفية أو بسبب الإفلاس.
- توفّر بعض أنواع السندات (الحكومية مثلا) لحامل السند ميزة الإعفاء الضريبي.
- قابلية السندات للتحويل إلى أسهم عادية تعدّ ميزة بالنسبة للمستثمر لاسيما إذا تعلّق الأمر بارتفاع الأسعار السّوقية للأسهم العادية عن سعر التحويل.

ويعاب على الاستثمار في السندات بالنسبة للمستثمر، أنّ حامل السند ليس له حقّ التّصويت أو الاشتراك في إدارة الشركة في الظروف العادية، كما أنّ الدّخل الثابت الذي يحصل عليه المستثمر بصفة دورية قد يتأثر بظروف التضخّم، ممّا يقلّل من القوّة الشرائية لهذا الدّخل.²

ثانيا: الأسهم والأوراق المالية الهجينة

تمثل الأسهم أوراق ملكية تثبت امتلاك حائزها لجزء أو كلّ رأس مال الشركة وتنقسم كلاسيكيا إلى نوعين هما: الأسهم العادية والأسهم الممتازة. أمّا الأوراق المالية الهجينة فهي أدوات مالية تجمع بين خصائص الأسهم والسندات في نفس الوقت. وفيما يلي توضيح لهذه الأنواع من الأصول المالية:

1- الأسهم العادية:

1-1- تعريف الأسهم العادية وخصائصها:

1-1-1- تعريف الأسهم العادية:

¹ محمد مطر وفايز تيم، مرجع سبق ذكره، ص: 116.

² (تاريخ آخر اطلاع 2016/10/23) <http://www.accdiscussion.com/acc6579.html>

تعرف الأسهم العادية على أنها أداة ملكية تصدر عن شركات المساهمة، وهي عبارة عن صكوك متساوية القيمة وقابلة للتداول في بورصة الأصول المالية بالطرق التجارية، حيث تمثل مشاركة في رأس مال إحدى الشركات، والذي يتكوّن من مجموع الحصص النقدية والعينية، كما ترتب لحامليها حقوقاً عديدة من أهمها: حق الحصول على الأرباح، حق التصويت في الجمعية العامة، حق الاكتتاب في الأسهم الجديدة، حق توقّف مسؤوليته عند حدود ملكيته وحق فحص السجلات والقوائم المالية. وبالتالي فإنّ الأسهم العادية تعدّ من أدوات الملكية بعكس السندات التي تعتبر من أدوات الدين، ومن حيث دخلها (توزيعات الأرباح) فهو متغيّر على خلاف السندات التي يمتاز دخلها (الفوائد) على الأغلب بالثبات. أما بالنسبة لدرجة الأمان فهي أقلّ أماناً من السندات والأسهم الممتازة أي أنّ درجة مخاطرتها عالية.¹ ويمكن للسهم العادي أن يشمل قيماً عديدة سنهتّم بشرحها في الآتي:

- **القيمة الاسمية للسهم:** هي القيمة المدوّنة على قسيمة السهم، ويتمّ تحديدها من قبل الشركة المصدرة للأسهم ويكون منصوص عليها في عقد تأسيس الشركة، وهي ثابتة لا تتغيّر إلا إذا قرّرت الجمعية العامة غير العادية عكس ذلك.²
- **القيمة الدفترية للسهم:** هي حاصل قسمة حقوق المساهمين على عدد الأسهم العادية، بحيث تشمل حقوق المساهمين رأس المال المدفوع، الاحتياطات والأرباح المحتجزة، وتتغيّر هذه القيمة من سنة لأخرى بسبب تغيّر حقوق المساهمين أو عدد الأسهم العادية أو كليهما معاً.³
- **القيمة السوقية للسهم:** هي قيمة تداول السهم في سوق رأس المال وهي تتحرّك صعوداً أو هبوطاً حسب عوامل العرض والطلب على هذا السهم، بحيث تلعب الظروف الاقتصادية ونتائج أعمال الشركة بالإضافة إلى المضاربات دوراً رئيسياً في التأثير على هذه القيمة.⁴
- **القيمة العادلة أو الحقيقية للسهم:** هي القيمة التي يستحقّها السهم فعلاً، ويتمّ تحديدها باستخدام طرق عديدة أهمّها طريقة التدفّقات النقدية المخصومة أو المستحدثة، حيث يتمّ خصم التدفّقات النقدية المتوقّعة من السهم باستخدام معدل خصم مناسب (معدل العائد المطلوب من قبل المستثمرين) وصولاً إلى القيمة العادلة للسهم.⁵ وتكمن أهمية هذه القيمة في أنها تسمح بتحديد ما إذا كان السهم ذو تسعير مضخمّ في حالة كون القيمة السوقية للسهم أعلى من قيمته الحقيقية أو ذو تسعير منخفض في الحالة العكسية.⁶
- **القيمة التصفوية للسهم:** هي القيمة التي يتوقّع المساهم أن يحصل عليها عند تصفية الشركة، وبعبارة أخرى فإنّ القيمة التصفوية للسهم تمثل نصيب السهم الواحد من موجودات الشركة بعد التصفية وتسديد حقوق الدائنين، وتحسب وفقاً للعلاقة التالية:⁷

قيمة حصيلة بيع موجودات الشركة - الالتزامات المدفوعة للدائنين

قيمة السهم عند التصفية =

عدد الأسهم المصدرة

2-1-1- خصائصها:

- انطلافاً من تعريف الأسهم العادية السابق، يمكن استخلاص أهمّ السمات التي يمتّع بها هذا الصنف من الأصول المالية في النقاط التالية:
- **الأسهم العادية أداة ملكية محدودة المسؤولية:** أي أنّ المساهم في الشركة مسؤول فقط بمقدار مساهمته في رأس مال الشركة، ففي حال إفلاس الشركة، فإنّ خسارة حملة الأسهم العادية تتحدّد بمقدار حصّتهم في رأس مال الشركة، حيث أنّ إفلاس الشركة لا يصل إلى الممتلكات الشخصية للمساهم، إذ يوجد فصل تامّ بين مساهمة المساهم وممتلكاته الشخصية في شركات المساهمة بعكس الأنواع الأخرى من الشركات مثل: شركات التوصية وشركات التضامن.⁸

¹ فيصل محمود الشواورة، مرجع سبق ذكره، ص: 78-79.

² عنايات النجار ووفاء الشريف، دليل المتعاملين في بورصة الأوراق المالية، المنظمة العربية للتنمية الإدارية، القاهرة، 2006، ص: 29.

³ عنايات النجار ووفاء الشريف، نفس المرجع أعلاه، ص: 29.

⁴ محمد قاسم خصاونة، مرجع سبق ذكره، ص: 159.

⁵ عنايات النجار ووفاء الشريف، مرجع سبق ذكره، ص: 29.

⁶ أرشد فواد التميمي، مرجع سبق ذكره، ص: 161.

⁷ محمد قاسم خصاونة، مرجع سبق ذكره، ص: 159-160.

⁸ محمد قاسم خصاونة، نفس المرجع أعلاه، ص: 158.

- **الأسهم العادية متساوية القيمة:** يقصد بذلك أنّ إصدار شركة المساهمة من الأسهم العادية يكون بقيم متساوية، فلا يجوز إصدار أسهم عادية عن نفس الشركة بقيم مختلفة.¹
- **الأسهم العادية قابلة للتداول:** توفر هذه الخاصية للسهم مرونة كبيرة في سوق رأس المال، ممّا يسمح بالتنازل عنه بالطرق التجارية دون الحاجة لاتباع طرق الحوالة المدنية والتي تتطلب ضرورة قبول الشركة المصدرة للحوالة أو إبلاغها بها. كما تعتبر خاصية التداول صفة مطلقة بالنسبة لأسهم شركات المساهمة، إلا أنّ القوانين التجارية في معظم الأحيان تضع شروطاً خاصة على عملية التداول بقصد الحدّ من عمليات المضاربة غير المشروعة بالأسهم، منها على سبيل المثال عدم السّماح للمؤسّسين بأن يتصرّفوا في أسهمهم إلاّ بعض مضيّ سنتين على تأسيس الشركة نهائياً أو بعد توزيع نسبة مئوية محدّدة من أرباحها على المساهمين.²
- **حقّ الفضلة:** ويقصد به أنّه في حال إفلاس الشركة، فإنّ حملة الأسهم العادية يحصلون على ما تبقى من موجودات الشركة بعد التصفية (إن وجد) أي بعد تسديد كافة الالتزامات الخاصة بالدائنين وبحملة الأسهم الممتازة. أمّا بالنسبة للعائد فإنّ حملة الأسهم العادية يحصلون على حصة من الدّخل كتوزيع للأرباح، وذلك بعد استقواء حملة الأسهم الممتازة لحصّتهم من تلك الأرباح، وهذا في حالة ما إذا قرّرت إدارة الشركة توزيع جزء منه على المساهمين.³

2-1- أنواع الأسهم العادية:

- يمكن تقسيم الأسهم العادية حسب شكل إصدارها إلى: أسهم إسمية، أسهم لحاملها وأسهم لأمر، كما تصنّف الأسهم العادية حسب الحصة التي يدفعها المساهم إلى: أسهم نقدية، أسهم عينية وأسهم مختلطة. وفيما يلي شرح لهذه الأنواع من الأسهم:
- **الأسهم الإسمية:** هي أسهم تصدر باسم صاحبها، ويتطلّب انتقال ملكيتها القيد في سجلّ المساهمين للشركة المصدرة.⁴
 - **الأسهم لحاملها:** يكون السهم لحامله عندما يصدر بشهادة لا تحمل اسم صاحبها، وبهذا تكتسب ملكية هذا النوع من الأسهم بمجرد استلامها.⁵
 - **الأسهم لأمر:** هي أسهم يذكر فيها اسم صاحبها مقترناً بشرط الأمر، ويتم انتقال ملكية هذا النوع من الأسهم عن طريق التطهير وبدون الحاجة للرجوع للشركة المصدرة.⁶
 - **الأسهم النقدية:** هي الأسهم التي يدفع مقابل الحصول عليها مساهمة نقدية.
 - **الأسهم العينية:** هي أسهم تمثل حصّة عينية من رأس مال الشركة على شكل أراضي، مباني، تثبيّنات مادية أو معنوية، مخزونات،... إلخ.⁷
 - **الأسهم المختلطة:** هي الأسهم التي تدفع قيمتها بمزيج من الحصص النقدية والعينية.
 - **الأسهم العادية للأقسام الانتاجية:** إنّ الأصل أن يكون للشركة الواحدة مجموعة واحدة من الأسهم العادية ترتبط التوزيعات فيها بالأرباح التي تحقّقها الشركة ككلّ، غير أنّ شركة "جنرال موتورز" بالولايات المتحدة الأمريكية هي أوّل من قام بإصدار مجموعتين إضافيتين من الأسهم العادية إلى جانب الأسهم العادية للشركة، حيث أصدرت ذات الشركة مجموعة من الأسهم العادية أطلق عليها "الفئة E"، ارتبطت فيها التوزيعات التي يحصل عليها حاملوها بالأرباح التي يحقّقها قسم إنتاج أنظمة المعلومات الإلكترونية، كما قامت أيضاً بإصدار مجموعة أخرى من الأسهم العادية أطلق عليها "الفئة H"، اقترنت فيها التوزيعات التي يحصل عليها حاملوها بالأرباح التي يحقّقها قسم إنتاج أجزاء الطائرات.

¹ زياد رمضان ومروان شموط، مرجع سبق ذكره، ص: 97.

² زياد رمضان ومروان شموط، مرجع سبق ذكره، ص: 97.

³ أرشد فواد التميمي، مرجع سبق ذكره، ص: 154.

⁴ محمد مطر وفايز تيم، مرجع سبق ذكره، ص: 79.

⁵ محمد مطر وفايز تيم، نفس المرجع أعلاه، ص: 79.

⁶ محمد مطر وفايز تيم، نفس المرجع أعلاه، ص: 80.

⁷ فيصل محمود الشواورة، مرجع سبق ذكره، ص: 82.

⁸ أمين عبد العزيز حسن، مرجع سبق ذكره، ص: 40-41.

- **الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصصة:** إنّ القاعدة في التوزيعات التي يحصل عليها حملة الأسهم العادية هي كون تلك التوزيعات لا تعدّ من بين المصاريف التي يجب خصمها قبل حساب الضريبة، إلا أنّ الولايات المتحدة الأمريكية قامت بإصدار تشريع ضريبي يسمح للمنشآت التي تتبع حصة من أسهمها العادية إلى العاملين بها في ظلّ خطة معينة لمشاركتهم في ملكية المنشأة بخصم التوزيعات على تلك الأسهم من الإيرادات قبل حساب الضريبة.
- **الأسهم العادية المضمونة:** إنّ حامل السهم العادي في الأصل ليس له الحق في الرجوع إلى الشركة التي أصدرته، وذلك في حالة انخفاض قيمته السوقية، غير أنّه في عام 1984م ظهرت لأول مرة في الولايات المتحدة الأمريكية أسهم عادية تعطي لحاملها الحق في مطالبة الشركة بالتعويض إذا ما انخفضت القيمة السوقية للسهم إلى حدّ معيّن خلال فترة محدّدة عقب الإصدار، حيث يحصل المستثمر على عدد من الصكوك يطلق عليها حقوق التعويض، وذلك مقابل الأسهم المشتراة، ويطلق على الأسهم والحقوق معا مصطلح الوحدات، كما يطلق على المستثمر فيها اسم حامل الوحدة، ويمكن أن يباع السهم والحق منفصلين عن بعضهما وذلك خلال الفترة المحدّدة للمطالبة بالتعويض.

1-3-3- مزاي وعيوب الاستثمار في الأسهم العادية:¹

1-3-3-1- مزاي الاستثمار في الأسهم العادية:

يمكن عرض محاسن الاستثمار في الأسهم العادية في النقاط التالية:

- إصدار الأسهم العادية لا يمثل التزاما على الشركة المصدرة سواء تعلّق الأمر بدفع مبالغ محدّدة أو بتحديد تاريخ استحقاق لها، حيث أنّ توزيع الأرباح يكون بعدما تحقّق الشركة أرباحا وبعد موافقة الجمعية العامّة على توصيات مجلس الإدارة بتوزيع تلك الأرباح، وهذا بعد خصم الاحتياطات اللازمة مثل: الاحتياطي الاجباري.
- لحملة الأسهم العادية الحقّ في انتخاب أعضاء مجلس الإدارة الذين يقومون بدورهم بتعيين مدراء الشركة، والذين يتولّون تسيير أعمال الشركة. كما أنّ لحملة الأسهم العادية الحقّ في تعيين مدقّق حسابات الشركة، بحيث يكون لكل سهم صوت واحد.
- يكون لحملة الأسهم العادية الأولويّة في الاكتتاب في الأسهم الجديدة التي تصدرها الشركة، وهو ما يسمّى بحق الاكتتاب الخاصّ، والذي من شأنه أن يحافظ على الكتلة التصويتية لحملة الأسهم العادية ومنع تسرّب جزء من الثروة إلى مساهمين جدد.
- إنّ التمويل باستخدام إصدارات الأسهم العادية يعتبر توسيعا لحقوق الملكية، وهذا ما يسمح بتخفيض خطر الرافعة المالية ويعزّز القدرة الائتمانية للشركة.

1-3-3-2- عيوب الاستثمار في الأسهم العادية:

يمكن إدراج مساوئ الاستثمار في الأسهم العادية فيما يلي:

- قد يؤدّي التمويل من خلال إصدار الأسهم العادية إلى توسيع قاعدة الملكية، وهذا ما سينعكس سلبا على إدارة الشركة من حيث إمكانية تغيير مجلس إدارة الشركة بإضافة ملاك جدد للشركة.
- لا تعتبر الأرباح الموزّعة على حملة الأسهم العادية من المصاريف المقبولة ضريبيا بعكس الفوائد المدفوعة على القروض والسندات، وبالتالي فإنّ الشركة لا تستفيد من تخفيض الأعباء الضريبية، بل على العكس فإنّ الأرباح الموزّعة تخضع في بعض التشريعات الضريبية المطبّقة إلى ضريبة التوزيع، كما أنّ الدّخل المتأتّي للأفراد من هذه التوزيعات يخضع للضريبة باعتباره مصدرا من مصادر الدّخل.
- إنّ عملية طرح الأسهم العادية للاكتتاب العامّ تحتاج إلى وجود مؤسسات وساطة مالية تتولّى إعداد نشرة الإصدار وطرح الأسهم للإصدار الأوّلي، ويكون هذا مقابل عمولات ومصاريف تتحمّلها الشركة المصدرة وتدفعها إمّا مقدّما أو تطرحها من حصيلة الاكتتاب.

2- الأسهم الممتازة:

1-2- تعريف الأسهم الممتازة وخصائصها:

¹ محمد قاسم خصاونة، مرجع سبق ذكره، ص ص: 160-161.

2-1-1- تعريف الأسهم الممتازة:

تعتبر الأسهم الممتازة أداة من أدوات الملكية توفر لحملتها مزايا خاصة لا يتمتع بها حملة الأسهم العادية، فمن حيث الأرباح يحصل حامل السهم الممتاز على نصيب سنوي ثابت يحدّد إما في شكل نسبة مئوية ثابتة من القيمة الإسمية للسهم أو في صورة مبلغ محدّد، بحيث يكون لحامل السهم الممتاز الحقّ في الحصول على نصيبه من تلك الأرباح قبل حامل السهم العادي ولكن بشرط إصدار قرار التوزيع من الجمعية العامة بعد توصية من مجلس الإدارة. ومن جانب آخر، يكون لحملة الأسهم الممتازة مركز سابق لمركز حملة الأسهم العادية في استيفاء حقوقهم من أصول الشركة في حالة الإفلاس أو في حالة حلّ الشركة.¹

انطلاقاً من التعريف أعلاه، يمكن تصنيف الأسهم الممتازة ضمن الأوراق المالية الهجينة، حيث أنّها تقع بين السندات والأسهم العادية، فهي تشبه السندات في أنّ لها توزيعات ثابتة تدفع دورياً (سنوياً في العادة)، وتشبه الأسهم العادية في أنّها لا تحمل فترة استحقاق محدّدة وأنّ أصحابها يعتبرون من ملاك الشركة. ومن ناحية أخرى، تختلف الأسهم الممتازة عن السندات في أنّ توزيعات الأرباح الدورية والثابتة تدفع من صافي الربح بعد سداد جميع الالتزامات (ما عدا توزيعات الأسهم العادية) وأنّ هذه التوزيعات ليست ملزمة للشركة مثل فوائد السندات، كما تختلف الأسهم الممتازة عن الأسهم العادية في أنّ حملة الأسهم الممتازة ليس لهم الحقّ في التصويت في الظروف العادية.² أمّا بالنسبة لقيم السهم الممتاز، فإنّ للسهم الممتاز قيمة إسمية، قيمة دفترية، قيمة سوقية، قيمة عادلة وقيمة تصفوية شأنه في ذلك شأن السهم العادي، غير أنّ القيمة الدفترية للسهم الممتاز تتمثل في قيمة الأسهم الممتازة كما تظهر في دفاتر الشركة مقسومة على الأسهم المصدرة من الأسهم الممتازة، وأنّ لحملة الأسهم الممتازة الأولوية على حملة الأسهم العادية في أموال التصفية.³

2-1-2- خصائصها:

تنتمى الأسهم الممتازة ببعض خصائص الأسهم العادية مثل قابليتها للتداول بالطرق التجارية ومحدودية مسؤولية المساهم الممتاز بقدر عدد الأسهم التي يحملها في الشركة، بالإضافة إلى مجموعة من المميزات التي تنفرد بها الأسهم الممتازة والتي تشمل ما يلي:

- تصدر الأسهم الممتازة بفئات وقيم إسمية مختلفة ويحصل حملة الأسهم الممتازة على نصيبهم من أرباح الشركة المقرّر توزيعها قبل حملة الأسهم العادية، وقد تتراكم هذه الأرباح لتسديدها في السنوات اللاحقة.⁴
- يتمتع حملة الأسهم الممتازة بحقّ الأولوية على حملة الأسهم العادية فيما يتعلّق بالأموال الناتجة عن تصفية الشركة.⁵
- حملة الأسهم الممتازة ليس لهم حقّ التصويت في مجلس الإدارة وانتخاب أعضائه في العادة. كما أنّه لا يوجد للأسهم الممتازة فترة استحقاق، لكنّها قد تكون قابلة للاستدعاء ضمن صناديق تخصّصها الشركات بهدف استهلاك السهم وإطفاءه إمّا بسعر السوق أو بسعر استدعاء يحدّد مسبقاً أو حسب ظروف الشركة والسوق.⁶
- إمكانية تحويل الأسهم الممتازة إلى أسهم عادية ضمن شروط يتفق عليها مسبقاً وتذكر في شهادة السهم سواء بخصوص مدة التحويل أو سعر التحويل، ويترك عادة خيار التحويل لحامل السهم الممتاز، وحيثما تتاح أمامه فرصة تحقيق أرباح رأسمالية لاسيما عندما تكون الأسعار السوقية للأسهم العادية للشركة مرتفعة عن سعر التحويل.⁷

2-2- أنواع الأسهم الممتازة:

¹ زياد رمضان ومروان الشموط، مرجع سبق ذكره، ص: 102.

² أمين عبد العزيز حسن، مرجع سبق ذكره، ص: 42.

³ محمد عوض عبد الجواد وعلي ابراهيم الشديفات، الاستثمار في البورصة: أسهم، سندات، أوراق مالية، دار الحامد، الأردن، 2006، ص: 99.

⁴ أرشد فؤاد التميمي، مرجع سبق ذكره، ص: 179.

⁵ السيد متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص: 148.

⁶ أرشد فؤاد التميمي، نفس المرجع أعلاه، ص: 179.

⁷ أرشد فؤاد التميمي، نفس المرجع أعلاه، ص: 179-180.

إلى جانب الأسهم الممتازة التقليدية والتي تشمل الأسهم الإسمية، الأسهم لحاملها، الأسهم لأمر، الأسهم النقدية، الأسهم العينية والأسهم المختلطة كما وضّحناه سابقاً بالنسبة للأسهم العادية، نجد هناك أنواعاً أخرى من الأسهم الممتازة والتي سنهتم بشرحها في ما يلي:¹

• الأسهم الممتازة المشاركة في الأرباح:

يقصد بها تلك الفئة من الأسهم الممتازة التي توفر لحاملها ميزة إضافية لحق الأولوية في توزيع الأرباح، وذلك بإعطائه أيضاً الحق في مشاركة المساهمين العاديين في الأرباح الموزعة إما بالكامل أو جزئياً وذلك بعد أن يحصل على حقوقه من الأرباح من عملية التوزيع الأولي.

• الأسهم الممتازة المجمعة للأرباح:

هي فئة من الأسهم الممتازة تضمن لحاملها الحق في الحصول على نصيبه من الأرباح عن سنوات سابقة حققت فيها الشركة أرباحاً لكنها لم تعلن عن توزيعها لسبب من الأسباب، وهذا بخلاف السهم العادي الذي لا يضمن لحامله مثل هذا الحق، إذ يسقط حق المساهم العادي في المطالبة بتوزيعات سنوات سابقة، كما يسقط بالمثل حق حامل السهم الممتاز غير المجمّع للأرباح. وبالتالي إذا ما حققت الشركة أرباحاً في سنة من السنوات، ولكنها لم تعلن عن توزيع أرباح على المساهمين، فإن حامل السهم الممتاز المجمّع للأرباح يحتفظ بحقه في الحصول على نصيبه من تلك الأرباح وذلك في العام الذي تعلن فيه الشركة توزيع أرباح على المساهمين.

• الأسهم الممتازة القابلة للتحويل:

تعتبر قابلية السهم الممتاز للتحويل إلى سهم عادي ميزة لحامل هذا النوع من الأسهم، حيث أنها تتيح له أفضلية الحصول على نصيبه من الأرباح قبل المساهم العادي، وفي الوقت نفسه توفر لحاملها أيضاً وخلال فترة زمنية محدّدة الفرصة لتحويل هذه الأسهم إلى أسهم عادية إذا ما ارتفع السعر السوقي للسهم العادي عن سعر التحويل، ممّا يحقق له أرباحاً رأسمالية.

• الأسهم الممتازة القابلة للاستدعاء:

إن قابلية الأسهم الممتازة للاستدعاء تعطي للشركة المصدرة الحق في إلزام المساهم الذي يحمل هذا النوع من الأسهم بردها للشركة بسعر محدّد وعلى مدار فترة زمنية محدّدة من تاريخ الإصدار، ممّا يوفر ميزة للشركة المصدرة نفسها بأن يكون لها الحق في استهلاك هذه الأسهم إذا ما شعرت بأن لديها فائضاً من الأموال يمكنها من تضيق قاعدة المساهمين الممتازين لحساب المساهمين العاديين. وتجدر الإشارة إلى أنه غالباً ما يصدر شرط القابلية للاستدعاء مقترناً بشرط القابلية للتحويل إلى أسهم عادية، وذلك على اعتبار أن شرط القابلية للتحويل من صالح المساهم، في حين يعتبر شرط القابلية للاستدعاء من صالح الشركة المصدرة.

2-3- مزاي وعيوب الاستثمار في الأسهم الممتازة:

2-3-1- مزاي الاستثمار في الأسهم الممتازة:

يتميز الاستثمار في الأسهم الممتازة بالمزايا التالية:²

- إصدار الأسهم الممتازة يضمن سيطرة الإدارة دون تدخل الآخرين، فلا يحقّ لحامل هذه الأسهم التصويت في الجمعية العامة مثلها مثل السندات.
- إصدار الأسهم الممتازة لا يتطلب من المنشأة رهن عقاراتها أو أصولها.
- لا تتطلب الأسهم الممتازة تخصيص مبالغ محدّدة لسدادها، وهذا بخلاف السندات التي تعتبر ديناً على المؤسسة يلزمها بسدادها بعد مرور فترة زمنية معيّنة.
- تضمن الأسهم الممتازة لحاملها دخلاً ثابتاً وأكثر استقراراً من دخل الأسهم العادية.
- يتمتع حملة الأسهم الممتازة بالأولوية في الحصول على توزيعاتهم من الأرباح، كما لهم حقّ الأسبقية في استلام الأموال الناتجة عن تصفية الشركة مقارنة بحملة الأسهم العادية، ولكنهم يأتون في المرتبة الثانية بعد حملة السندات بالنسبة لحالة التصفية.

2-3-2- عيوب الاستثمار في الأسهم الممتازة:

¹ زياد رمضان ومروان الشموط، مرجع سبق ذكره، ص: 103-104.

² (تاريخ آخر اطلاع 2016/11/05) <http://www.accdiscussion.com/acc6579.html>

رغم ما تتمتع به الأسهم الممتازة من مزايا، إلا أنها لا تخلو من بعض العيوب والتي سنهتم بإبرازها في الآتي:¹

- ارتفاع تكلفة الأسهم الممتازة مقارنة بتكلفة السندات، وذلك لعدم إمكانية خصم الأرباح الموزعة على حملة هذه الأسهم من الوعاء الضريبي، ومن ثم لا تحقق الشركة المصدرة وفورات ضريبية.
 - يتعرض حملة الأسهم الممتازة إلى مخاطر أكبر من تلك التي يتعرض لها المقرضون، ومن ثم يطالبون بمعدل أعلى للعائد.
 - إلزامية توزيعات الأرباح لفئة معينة من الأسهم الممتازة، حيث أنه في العادة ليس لحملة الأسهم الممتازة الحق في المطالبة بنصيبهم من الأرباح إلا إذا قررت الإدارة توزيعها، إلا أن حملة الأسهم الممتازة المجمعة للأرباح يحتفظون بحقوقهم في الحصول على مستحقاتهم من أرباح السنوات اللاحقة إذا ما تقرر توزيع أرباح على المساهمين.
- وفي الأخير وبما أننا أتينا على ذكر الأوراق المالية الهجينة سابقاً، على اعتبار الأسهم الممتازة أحد أنواعها، نرى من المناسب تعريف هذه الأوراق المالية وإبراز أشكالها الأخرى في العنصر الموالي.

3- الأوراق المالية الهجينة:

3-1- تعريفها:

بالإضافة إلى أدوات الملكية وأدوات الدين بمختلف أنواعها، توجد هناك أنواع أخرى من الأصول المالية المتداولة في سوق رأس المال، والتي لا يمكن اعتبارها لا أسهما ولا سندات، لأنها تجمع بين خصائصهما معا وتعرف بالأوراق المالية الهجينة، وبالتالي فإن لهذه الأصول بعض خصائص الأسهم، كما تحمل في نفس الوقت بعض خصائص ومميزات السند.

انطلاقاً من التعريف أعلاه، يمكن استخلاص أنه يكفي وجود خاصية واحدة مشتركة على الأقل بين النوعين (الأسهم والسندات) لكي تسمى الورقة المالية ورقة هجينة.

3-2- أنواعها:

- تشمل أهم أشكال الأوراق المالية الهجينة إضافة إلى الأسهم الممتازة السلفة الذكر ما يلي:²
- **سندات المساهمة:** هي أصول مالية تتداول بنفس الشكل الذي تتداول به الأسهم والسندات، بحيث تشمل عوائدها إلزامياً جزأين: جزء ثابت وهو ما يجعلها تشبه السندات، وجزء متغير وهو ما يجعلها تشبه الأسهم. فهي في الأصل عبارة عن سندات، وبما أنها تشترك مع الأسهم في خاصية العائد المتغير، فإنه يطلق على هذا النوع من السندات: أوراقاً مالية هجينة.
 - **شهادات الاستثمار:** تمنحها المؤسسات العمومية التي تمتلك حق إصدار الأسهم، وتمثل هذه الشهادات ما تمثله الأسهم، إلا أنها تمنح لحاملها حق الحصول على نسبة ثابتة من الأرباح المحققة بصفة منتظمة، وهذا ما يجعلها تشبه السند. وبالتالي تعتبر شهادات الاستثمار أوراقاً مالية هجينة لأن هذا النوع من الشهادات عبارة عن أسهم تشترك مع السندات في خاصية ثبات العائد.

ثالثاً: المشتقات المالية

1- تعريف المشتقات المالية وخصائصها:

1-1- تعريف المشتقات المالية:

يمكن فهم مدلول المشتقات المالية على ضوء مقارنتها بمدلول الأصول المالية الأساسية أو الأصلية، فالأصول المالية الأساسية أو الأصلية تشمل تلك الأصول التي تظهر في قائمة الميزانية والتي يترتب على اقتنائها حدوث تدفق نقدي يتخذ صورة مدفوعات نقدية يسددها من يرغب في تملكها أو حيازتها مقابل مقبوضات نقدية يحصل عليها من يبيعها أو من يصدرها، كما يتم إطفائها عادة إما عند بيعها أو عند انتهاء أجلها، ومن أمثلتها

¹ أمين عبد العزيز حسن، مرجع سبق ذكره، ص: 46.

² تاريخ آخر اطلاع (2016/11/14) <http://www.startimes.com/?t=25792837>

الأسهم والسندات وغيرها من أدوات الدين أو أدوات الملكية. أما المشتقات المالية، فهي أصول مالية لا تدرج في قائمة الميزانية، لأنها وإن كانت تنشئ التزاما متبادلا مشروطا، إلا أنها إما لا تسبب أي تدفق نقدي مبدئي، أو أنها تسبب في تدفق نقدي ضئيل نسبيا.¹ وعليه يمكن تعريف المشتقات المالية على أنها عبارة عن عقود مالية تتعلق بفقرات خارج الميزانية، وتحدد قيمتها بقيم واحد أو أكثر من الأصول المالية الأساسية المرتبطة بها.² كما يمكن تعريف المشتقات المالية على أنها عبارة عن عقود فرعية تبنى أو تشتق من عقود أساسية لأدوات استثمارية أصلية كالأسهم، السندات، العملات الأجنبية، السلع، إلخ، لتنشأ عن تلك العقود الفرعية أدوات استثمارية مشتقة، وذلك في نطاق ما اصطلح عليه بالهندسة المالية.³

1-2- خصائص المشتقات المالية:

يمكن إدراج خصائص المشتقات المالية في العناصر التالية:⁴

- هي عقود مالية، بحيث يتضمن العقد الواحد: تحديد سعر معين لتنفيذ الصفقة في المستقبل، تحديد الكمية التي يطبق عليها السعر، تحديد المدة التي ينفذ فيها العقد، تحديد الشيء محل العقد، والذي قد يكون سعر فائدة محدد، سعر أصل مالي معين، سعر عملة أجنبية معينة، سعر سلعة معينة، إلخ.
- يتم تسويتها في تاريخ مستقبلي.
- لا تتطلب استثمارات مبدئية أو تتطلب مبلغا مبدئيا صغيرا مقارنة بقيمة العقود.
- تعتمد قيمتها على الأصل موضوع العقد، بحيث تشتق قيمتها من قيمة الأصل محل العقد ولذلك سميت بالمشتقات.

2- أنواع المشتقات المالية:

تنقسم عقود المشتقات المالية إلى العقود الفرعية التالية: عقود الخيارات، العقود المستقبلية، العقود الآجلة وعقود المبادلة، وفيما يلي شرح لهذه الأنواع:

1-2- عقود الخيارات:

1-1-2- تعريفها:

يعرف عقد الخيار على أنه اتفاق بين طرفين أحدهما مشتري للخيار والآخر بائع أو محرر للخيار، والذي بموجبه يكون للطرف الأول أي المشتري الحق في أن يشتري -إذا ما رغب في ذلك دون التزام عليه- من الطرف الثاني أي المحرر، أو أن يبيع -إذا ما رغب في ذلك دون التزام عليه- للطرف الثاني أصلا معيناً أو أداة مالية معينة بسعر معين ومحدد وفي تاريخ معين أو خلال فترة زمنية معينة حسب الاتفاق، وذلك مقابل أن يقوم الطرف الأول (أي المشتري) بدفع علاوة أو مكافأة معينة للطرف الثاني (أي البائع) يطلق عليها: علاوة أو سعر الخيار، وهذا ما يسمح له (للتطرف الأول) بتنفيذ العقد من عدمه، فنجده ينفذ عقد الخيار في حالة ما إذا صحت توقعاته، ولا ينفذه في الحالة العكسية، ويكون بذلك قد خسر القيمة المدفوعة سابقا (مبلغ حق الخيار). وتسري عقود الخيارات عادة على الأصول المالية كالأسهم والسندات وكذلك على مؤشرات أسواق رأس المال، كما تسري أيضا على العملات الأجنبية.⁵

1-2-2- أنواعها:

تضم عقود الخيارات أصنافا عديدة وذلك وفقا للمعايير التالية:

أ- عقود الخيارات حسب نوع عقد الخيار:

وفقا لهذا المعيار نجد نوعين رئيسيين من عقود الخيارات هي:⁶

- **عقد خيار الشراء:** هو عقد بين طرفين، يمنح فيه محرر الخيار لمشتري الخيار (مشتري خيار الشراء) الحق في الاختيار بين شراء أصل معين أو عدم شرائه وذلك في تاريخ مستقبلي محدد و بسعر محدد مسبقا في العقد ومقابل ذلك (حق الخيار) يحصل محرر الخيار على علاوة الخيار من المشتري.

¹ محمد مطر وفايز تيم، مرجع سبق ذكره، ص: 254.

² محمد قاسم خصاونة، مرجع سبق ذكره، ص: 223.

³ محمد مطر وفايز تيم، نفس المرجع أعلاه، ص: 254-255.

⁴ السيد متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص: 238-239.

⁵ محمد مطر وفايز تيم، مرجع سبق ذكره، ص: 256.

⁶ طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية، الطبعة الأولى، الدار الجامعية للنشر، مصر، 2010، ص: 45.

وبطبيعة الحال فإنّ مشتري الخيار سوف ينفذ العقد ويشترى الأصل إذا ما ارتفع السعر المستقبلي عن سعر التنفيذ المحدّد في العقد.

- **عقد خيار البيع:** هو عقد بين طرفين، يمنح فيه محرّر الخيار لمشتري الخيار (مشتري خيار البيع) الحقّ في الاختيار بين بيع أصل معيّن أو عدم البيع وذلك في تاريخ مستقبلي محدّد وبسعر محدّد مسبقاً في العقد ومقابل ذلك (حقّ الخيار) يحصل محرّر الخيار على علاوة الخيار من المشتري. وبطبيعة الحال فإنّ مشتري الخيار سوف ينفذ العقد ويبيع الأصل محلّ العقد إذا ما انخفض السعر المستقبلي عن سعر التنفيذ المحدّد في العقد.

ب- عقود الخيارات تبعا لتاريخ تنفيذ العقد:

تقسّم عقود الخيارات وفقا لتاريخ تنفيذ العقد إلى ما يلي:¹

- **عقود الخيار الأمريكية:** هي عقود يسمح فيها لمشتري العقد بأن يستعمل حقّه في الاختيار، وذلك بتنفيذ العقد في أيّ وقت خلال فترة سريان العقد.
- **عقود الخيار الأوروبية:** هي عقود يسمح فيها لمشتري العقد بأن يستخدم حقّه في اختيار تنفيذ العقد فقط في تاريخ انتهاء صلاحية العقد.

ج- عقود الخيارات حسب التغطية:

تتفرّع عقود الخيارات حسب معيار التغطية إلى نوعين أساسيين هما:²

- **عقود الخيار المغطاة:** هي عقود يمتلك فيها محرّر العقد الأصول موضوع العقد، وعليه فإنّه يستطيع أن يغطّي التزامه بالبيع إذا ما اختار مشتري العقد تنفيذه، وهذا في حالة ما إذا كان العقد خيار شراء، أو لديه السيولة النقدية الكافية للوفاء بالتزاماته في حالة تنفيذ العقد وكان العقد خيار بيع.
- **عقود الخيار غير المغطاة:** هي عقود لا يمتلك فيها محرّر العقد الأصول موضوع العقد، وبالتالي إذا ما اختار مشتري العقد تنفيذه، فإنّ محرّر العقد سيضطرّ إلى شراء الأصل محلّ العقد من السوق ثمّ تسليمه للمشتري، وهذا في حالة ما إذا كان العقد خيار شراء. أمّا بالنسبة لعقود خيار البيع غير المغطاة، فهي عقود لا يملك فيها محرّر العقد السيولة النقدية الكافية للوفاء بالتزاماته إذا ما طُلب بتنفيذ العقد.

د- عقود الخيارات حسب الربحية:

وفقا لهذا المعيار نجد ثلاثة أنواع من عقود الخيارات كما يلي:³

- **عقود الخيار المربحة:** هي عقود يكون فيها سعر التنفيذ إيجابيا في علاقته بالسعر السوقي للأصل موضوع العقد، بحيث نجد عقود خيار الشراء المربحة وهي العقود التي يكون فيها سعر تنفيذ العقد أقلّ من القيمة السوقية للأصل محلّ العقد، كما نجد أيضا عقود خيار البيع المربحة وهي العقود التي تكون فيها القيمة السوقية للأصل محلّ العقد أقلّ من سعر تنفيذ العقد على ذلك الأصل.
- **عقود الخيار غير المربحة:** هي عقود يكون فيها سعر التنفيذ غير إيجابي في علاقته بالسعر السوقي للأصل موضوع العقد. وتنقسم هذه العقود إلى عقود خيار الشراء غير المربحة، والتي تشمل العقود التي تكون فيها القيمة السوقية للأصل موضوع العقد أقلّ من سعر تنفيذ العقد على ذلك الأصل، بالإضافة إلى عقود خيار البيع غير المربحة، وهي العقود التي تكون فيها القيمة السوقية للأصل محلّ العقد أكبر من سعر تنفيذ العقد على الأصل ذاته.
- **عقود الخيار المتعادلة أو المتكافئة:** هي العقود التي يكون فيها سعر التنفيذ تقريبا مساويا للسعر السوقي للأصل محلّ العقد.

2-3- مزايا وعيوب عقود الخيارات:⁴

توفّر عقود الخيارات للمستثمرين فيها نوعين من المزايا هما:

- **المضاربة،** وذلك عن طريق تمكين المتعاملين فيها من استخدام مبالغ قليلة من الأموال للمتاجرة في سوق رأس المال. فالطرف الأول من العقد أي مشتري الخيار يتمكن عن طريق دفع العلاوة التي تمثل عادة نسبة ضئيلة من القيمة الاجمالية للعقد من المضاربة بكميات كبيرة من الاستثمارات. كما يمكن

¹ طارق عبد العال حماد، نفس المرجع أعلاه، ص: 45-46.

² سمير عبد الحميد رضوان حسن، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، الطبعة الأولى، دار النشر للجامعات، مصر، 2005، ص: 191.

³ طارق عبد العال حماد، مرجع سبق ذكره، ص: 47-49.

⁴ محمد مطر وفايز تيم، مرجع سبق ذكره، ص: 268-269.

للطرف الآخر من العقد أي محرر الخيار من المضاربة عن طريق استغلال الرفع المالي بدفع هامش ضئيل نسبيا لببت السمسرة الذي يقوم بدور الوسيط، وذلك لتأمين الوفاء بالتزامه لمشتري الخيار.

- التحوط من مخاطر انخفاض أسعار أصول المحافظ الاستثمارية. فإذا كان لدى أحد المستثمرين مثلاً محفظة للأسهم وكان يتوقع انخفاض أسعار الأسهم أو الأسهم التي يمتلكها، ما عليه في هذه الحالة سوى اللجوء إلى سوق الخيارات ليقوم بشراء خيار البيع، وبذلك يضمن عدم تجاوز الخسارة المتوقعة حداً معيناً يتمثل عادة في الفرق بين السعر السوقي للأسهم بتاريخ العقد وسعر التنفيذ المحدد حسب شروط العقد.

ورغم المزايا التي تحققها عقود الخيارات للمستثمرين فيها، فإنها تحملهم في المقابل درجة عالية من المخاطرة مع مراعاة أنّ القسط الأكبر من هذه المخاطرة يقع على كاهل محرر الخيار، لأن مشتري الخيار يحدد سلفاً مقدار الخسارة التي يدفعها لمحرر الخيار، وذلك لأنّ شروط العقد كما ذكرنا سابقاً تجعل زمام المبادرة بتنفيذ الخيار أم عدم تنفيذه حسب رغبته، وذلك على خلاف ما عليه حال المحرر الذي لا يملك سوى الرضوخ لرغبة المستثمر.

2-2- العقود المستقبلية:

2-2-1- تعريفها:

يمثل العقد المستقبلي التزاماً متبادلاً بين طرفين يفرض على أحدهما أن يسلم الآخر أو يستلم منه وبواسطة طرف ثالث (الوسيط)، كمية محددة من أصل معين أو سلعة معينة في مكان محدد وزمان محدد وبموجب سعر محدد.¹ كما يعدّ العقد المستقبلي عبارة عن عقد معياري (نمطي) منظم بواسطة بورصة منظمة، يشمل اتفاقاً بين مشتر وبائع الآن (أو في الزمن صفر) على تبادل أصل معين مقابل نقد، وذلك في تاريخ لاحق وبسعر يحدّد الآن.²

وتجدر الإشارة هنا إلى أنّ المقصود بنمطية العقود المستقبلية هو توحيد خمسة عناصر أساسية هي:³

- * وحدة التعامل (الكمية والوحدة التي تقاس بها مكونات العقد).
- * شروط تسليم الأصل محلّ العقد.
- * حدود تقلّب أسعار الأصل محلّ العقد.
- * حدود المعاملات (عدد العقود التي يمكن أن تكون بيد مستثمر واحد).
- * الهامش المبدئي الذي يدفعه كلاً من البائع والمشتري للوسيط الذي يتعامل معه، وهذا بالنسبة للأصول من نفس النوع، بحيث تختلف قيمة هذا الهامش باختلاف الأصل محلّ العقد وتتراوح نسبته ما بين 5% و15% من قيمة العقد.

2-2-2- أنواعها:

تنقسم العقود المستقبلية إلى عدّة أنواع من العقود وفقاً لنوع الأصل أو السلعة محلّ التعاقد، فنجد العقود المستقبلية المالية والعقود المستقبلية على السلع. وفيما يلي توضيح لهذه الأنواع من العقود:⁴

- أ- العقود المستقبلية المالية: هي عقود مستقبلية تسري على مؤشرات الأسهم، العملات وأسعار الفائدة.
- ب- العقود المستقبلية على السلع: هي عقود مستقبلية يجري التعامل فيها على مجموعة من السلع الحقيقية مثل: الحبوب والزيوت، الماشية واللحوم، السلع الغذائية، القطن، المعادن والخشب.

2-2-3- مزايا وعيوب العقود المستقبلية:

توفّر العقود المستقبلية للمتعاملين فيها إيجابيات معينة وتحقق لهم في نفس الوقت مجموعة من المساوئ، وهذا ما سنحاول إبرازه في الجدول التالي:

الجدول رقم 1: مزايا وعيوب العقود المستقبلية

المزايا	العيوب
---------	--------

¹ السيد متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص: 253.

² طارق عبد العال حماد، مرجع سبق ذكره، ص: 105.

³ السيد متولي عبد القادر، نفس المرجع أعلاه، ص: 256.

⁴ محمد مطر وفايز تيم، مرجع سبق ذكره، ص: 271-272.

للم عقود مستقبلية هي عقود نمطية مما يسهل تداولها في الأسواق المنظمة.	للم عقود مستقبلية هي عقود نمطية مما يسهل تداولها في الأسواق المنظمة.
للم تمتاز العقود المستقبلية بسيولة معتبرة، وهذا ما يسمح ببيعها بسهولة ودون تحمّل خسائر كبيرة.	للم تمتاز العقود المستقبلية بسيولة معتبرة، وهذا ما يسمح ببيعها بسهولة ودون تحمّل خسائر كبيرة.
للم وجود غرفة مقاصة في السوق المنظمة تعمل على تقليل المخاطر الائتمانية الناتجة عن التعامل بالعقود المستقبلية.	للم وجود غرفة مقاصة في السوق المنظمة تعمل على تقليل المخاطر الائتمانية الناتجة عن التعامل بالعقود المستقبلية.
للم محدودية ساعات التعامل في السوق المنظمة للعقود المستقبلية.	للم محدودية ساعات التعامل في السوق المنظمة للعقود المستقبلية.
للم فرض حدود دنيا وعليا على أسعار العقود المستقبلية، وهذا ما يؤدي إلى صعوبة بيعها وتسجيلها في المدى القصير.	للم فرض حدود دنيا وعليا على أسعار العقود المستقبلية، وهذا ما يؤدي إلى صعوبة بيعها وتسجيلها في المدى القصير.
للم هي عقود نمطية ومحددة الشروط من طرف البورصة، ولا تخضع لرغبات أطراف العقد.	للم هي عقود نمطية ومحددة الشروط من طرف البورصة، ولا تخضع لرغبات أطراف العقد.

المصدر: هشام فوزي دباس العبادي، الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على استراتيجيات الخيارات المالية، الطبعة الأولى، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، 2008، ص ص: 68-69.

2-3- العقود الآجلة:

2-3-1- تعريفها:

تعرّف العقود الآجلة على أنّها اتفاق بين طرفين لشراء أو بيع أصل معيّن في وقت محدّد في المستقبل بسعر يتحدّد يوم الاتفاق (أو في الزّمن صفر)، ولا يتمّ تداولها في البورصات عادة.¹ وفي هذا الصّدّد، فإنّ العقود الآجلة تتوافق مع العقود المستقبلية من حيث أنّ كلاهما من العقود الملزمة والمبرمة في الزّمن صفر، بينما يتمّ التسليم والاستلام في تاريخ لاحق يحدّد وقت إمضاء العقد. في حين تختلف العقود الآجلة عن العقود المستقبلية في مجموعة من النقاط والتي سنهتمّ بإدراجها فيما يلي:²

- يجري التعامل على العقود الآجلة في السوق غير المنظمة بينما يجري التعامل على العقود المستقبلية في السوق المنظمة.
- العقود المستقبلية جميعها نمطية في بنودها وشروطها خلافا للعقود الآجلة التي تجري تفاصيلها وفقا لرغبة وتفضيلات المتعاقدين.
- تخضع العقود المستقبلية للتسويات اليومية وفقا لحركة واتّجاهات الأسعار، وعليه فإنّ رصيد كلّ من المتعاقدين من الرّبح والخسارة يحدّد يوميا، بينما لا تخضع العقود الآجلة لنظام التسوية اليومية في الغالب.
- يقوم طرفي التّعاقّد في العقود المستقبلية بإيداع هامش مبدئي لدى غرفة المقاصة كضمان لتنفيذ العقد من كلا الطرفين في المستقبل، كما يقوم المتعاقدين أيضا بدفع هامش آخر يعرف بـ: هامش الوقاية والذي يمثل الرّصيد الذي يتعيّن الحفاظ عليه كحدّ أدنى بعد كلّ عملية تسوية، فإذا انخفض الرّصيد عن الحدّ المقرّر فإنّه يتعيّن زيادة ذلك الرّصيد إلى الحدّ المطلوب (في الغالب هو حدّ الهامش المبدئي)، بينما لا يوجد التزام على المتعاقدين في العقود الآجلة بإيداع مثل هذه الهوامش.

2-3-2- أنواعها:

تشمل العقود الآجلة نوعين رئيسيين هما:³

- أ- **العقود الآجلة لأسعار الفائدة:** هي عقود تستخدم في الحماية ضدّ تقلّبات أسعار الفائدة، وهنا يكون الاتفاق على سعر فائدة عن قرض معيّن يحصل عليه في المستقبل ويتمّ تثبيت سعر الفائدة من تاريخ الاتفاق حتى تاريخ التّنفيد.
- ب- **العقود الآجلة لأسعار الصّرف:** تستعمل هذه العقود للحماية ضدّ مخاطر تقلّبات أسعار صرف العملات الأجنبية، وهي عبارة عن اتفاق بين طرفين لشراء أو بيع كمية معيّنة من عملة أجنبية مقابل عملة محلية، وذلك في تاريخ أجل وبسعر يتمّ الاتفاق عليه عند كتابة العقد ويتمّ تثبيته حتى تاريخ التّنفيد.

2-3-3- مزايا وعيوب العقود الآجلة:

تمتاز العقود الآجلة بمرونة التّفاوض على الشروط المرغوبة من طرفي العقد وسهولة استخدامها نسبيا، إلا أنّه يعاب عليها تعرّض طرفي العقد لمخاطرة الائتمان، والتي تنتج عن عدم قدرة أحدهما بالوفاء بالتزاماته،

¹ السيد متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص: 258.

² محمد قاسم خصاونة، مرجع سبق ذكره، ص: 229.

³ بن رجم محمد خميسي، المنتجات المالية المشتقة: أدوات مستخدمة لتغطية المخاطر أم لصناعتها، الملتقى الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، سطيف، أكتوبر 2009، ص ص: 5-6.

كما أنها تعتبر أقل سيولة من عقود المشتقات المالية الأخرى، لأنها لا تتوفر على إمكانية الخروج من عقد معين إلا بإيجاد عقد آخر يحل محله ويقبله الطرف الآخر.¹

2-4- عقود المبادلة:

2-4-1- تعريفها:

عقد المبادلة هو اتفاق بين طرفين أو أكثر لتبادل سلسلة من التدفقات النقدية خلال فترة زمنية مستقبلية، بحيث ترتبط هذه التدفقات النقدية عادة بأدوات الدين أو بقيمة عملات أجنبية، ولذلك يوجد نوعين أساسيين للمبادلات هما: مبادلات أسعار الفائدة ومبادلات العملة.² كما أن عقد المبادلة هو عقد ملزم لطرفي العقد على عكس ما هو معروف في عقود الخيارات، كما أنه عقد يسوّى على فترات دورية (شهرية، ربع سنوية، نصف سنوية و سنوية) على خلاف العقود المستقبلية التي تتم تسويتها يوميًا وعلى عكس العقود الآجلة أيضا والتي تتم تسويتها مرة واحدة عند استحقاقها.³

2-4-2- أنواعها:

تتنوع عقود المبادلات كما أشرنا سابقا إلى نوعين رئيسيين هما:

أ- عقود مبادلات أسعار الفائدة:

يقضي هذا النوع من العقود بأن يوافق أحد الأطراف الدّاخل في المبادلة على أن يدفع سلسلة من معدّلات الفائدة الثابتة، وفي نفس الوقت يستلم سلسلة من التدفقات النقدية التي تعتمد على معدّلات الفائدة المتغيرة، ويطلق على هذا الطرف: دافع معدّل الفائدة الثابت، وفي المقابل يوافق الطرف الآخر الدّاخل في المبادلة على استلام سلسلة من معدّلات الفائدة الثابتة مقابل دفع سلسلة من معدّلات الفائدة المتغيرة، ويسمى هذا الطرف: دافع معدّل الفائدة المتغير.⁴

ب- عقود مبادلات العملات:

تنشأ عقود مبادلات العملات عندما يقوم أحد أطراف المعاملة بتقديم أصل معين بعملة معينة لطرفه الآخر الدّاخل في المعاملة، وذلك بغرض تبادل كمية مساوية من عملة أخرى بشرط أن يدفع كلّ طرف في المعاملة فائدة على العملة التي يستلمها في المبادلة، بحيث يمكن أن تكون هذه الفوائد مدفوعة بمعدّلات ثابتة أو متغيرة.⁵ ويستخدم هذا النوع من العقود إمّا لمساواة عملة الأصول بعملة الخصوم أو لإصدار الديون في الأسواق الأجنبية.⁶

2-4-3- مزايا وعيوب عقود المبادلة:

تتمتع عقود المبادلات بمجموعة من المزايا وتتنّصف بجملة من العيوب كما يبيّنه الجدول الموالي:

الجدول رقم 2: مزايا وعيوب عقود المبادلة

المصدر: هشام فوزي دباس العبادي، مرجع سبق ذكره، ص: 92.

المزايا	العيوب
للم تحقق هيكل اقتراض بالتكاليف المرغوبة. للم تمكن المقترضين من الحصول على مصادر تمويل جديدة. للم يمكن استعمالها في التحوط من مخاطر تقلب أسعار الفائدة وأسعار صرف العملات الأجنبية. للم تتمتع بمرونة معتبرة نسبياً ويمكن تصميمها حسب رغبة المتعاملين.	للم لا تخضع لرقابة السوق المنظمة. للم يصعب إلغاؤها أو تسهيلها في أغلب الأحيان. للم تنطوي على مخاطر ائتمانية كبيرة. للم يصعب تقدير المخاطر الناتجة عنها. للم تكون في معظم الأحيان معقدة.

¹ طارق عبد العال حماد، مرجع سبق ذكره، ص: 108.

² طارق عبد العال حماد، مرجع سبق ذكره، ص: 205.

³ عباس كاظم الدعيمي، مرجع سبق ذكره، ص: 153.

⁴ طارق عبد العال حماد، نفس المرجع أعلاه، ص: 207.

⁵ طارق عبد العال حماد، نفس المرجع أعلاه، ص: 212.

⁶ محمد صالح الحناوي وآخرون، الاستثمار في الأوراق المالية وإدارة المخاطر، المكتب الجامعي الحديث للنشر، مصر، 2007، ص: 297.

وفي الأخير تجدر الإشارة إلى أنه في بعض الأحيان يمكن أن نجد مزيجا من اثنين من المشتقات المالية أو أكثر، وهو ما يعرف بمشتقات المشتقات، مثل: عقود المبادلات الخيارية، عقود المبادلات المستقبلية،... إلخ.¹

خلاصة الفصل الثاني:

انطلاقاً مما تناولناه في هذا الفصل، تمكنا من استنتاج أن الأصول المالية المتداولة في سوق رأس المال تشمل: السندات، الأسهم العادية، الأوراق المالية الهجينة كالأسهم الممتازة، بالإضافة إلى المشتقات المالية. حيث تمثل السندات أداة دين أو اقتراض يطرح في سوق رأس المال لأجل متوسطة وطويلة معبرا عن مديونية أو قرض للغير بقيمة إسمية وبمعدل فائدة محدد بتاريخ استحقاق محدد أيضا. بينما تعتبر الأسهم العادية أداة ملكية تثبت مشاركة أصحابها في رأس مال إحدى الشركات وترتب لهم حقوقا عديدة من أهمها: حق الحصول على الأرباح، حق التصويت في الجمعية العامة، حق الاكتتاب في الأسهم الجديدة، حق توقف مسؤوليته عند حدود ملكيته وحق فحص السجلات والقوائم المالية. وعليه فإن الأسهم العادية تعدّ من أدوات الملكية بعكس السندات التي تعتبر من أدوات الدين، ومن حيث دخلها (توزيعات الأرباح) فهو متغير على خلاف السندات التي يمتاز دخلها (الفوائد) على الأغلب بالثبات، أما بالنسبة لدرجة الأمان فهي أقلّ أمانا من السندات والأسهم الممتازة أي أن درجة مخاطرتها عالية.

كما أنه من خلال ما تطرقنا إليه في هذا الفصل، توصلنا إلى أن الأسهم الممتازة تعدّ أيضا أداة من أدوات الملكية، إلا أن هذه الأخيرة تضمن لحملتها الحصول على نصيب سنوي ثابت من الأرباح ولا تسمح لهم بالتدخل في إدارة الشركة والاطلاع على مركزها المالي. الأمر الذي حسم في تصنيف الأسهم الممتازة ضمن الأوراق المالية الهجينة التي لا يمكن اعتبارها لا أسهما ولا سندات، لأنها تجمع بين خصائصهما معا. كما تتدرج تحت هذا الصنف أصول مالية أخرى مثل: شهادات المساهمة وسندات الاستثمار.

أما فيما يخص المشتقات المالية، فإنها عبارة عن عقود مالية تتعلق بفقرات خارج الميزانية، وتحدد قيمتها بقيم واحد أو أكثر من الأصول المالية الأساسية المرتبطة بها كالأسهم، السندات، العملات الأجنبية، السلع،... إلخ، لتنشأ عن تلك العقود الفرعية أدوات استثمارية مشتقة، وذلك في نطاق ما اصطلح عليه بالهندسة المالية تشمل أساسا: عقود الخيارات، العقود المستقبلية، العقود الآجلة و عقود المبادلة.

¹ السيد متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص: 240.

تمهيد الفصل الثالث:

يعتبر مصطلح المحافظ الاستثمارية أحد أهم المصطلحات في مجال الاستثمار بصفة عامة وفي مجال الاستثمار في أسواق رؤوس الأموال بصفة خاصة، وذلك نظرا لما تحقّقه تلك المحافظ من عوائد وأرباح رأسمالية من شأنها رفع القيمة السوقية للمحفظة الاستثمارية. وفي هذا الصدد، سنخصّص هذا الفصل للإحاطة بنشأة المحافظ الاستثمارية، التعريف بالمحافظ الاستثمارية، وكيفية احتساب عوائدها ومخاطرها، بالإضافة إلى التطرّق للعوامل المؤثرة على مستوى المخاطرة في المحافظ الاستثمارية، وذلك من خلال ثلاثة عناصر مقسّمة كما يلي:

أولاً: مفاهيم أساسية للمحفظة الاستثمارية

ثانياً: خصائص المحفظة الاستثمارية

ثالثاً: العوامل المؤثرة على مستوى مخاطرة المحفظة الاستثمارية

أولاً: مفاهيم أساسية للمحفظة الاستثمارية

1- نشأة المحفظة الاستثمارية¹

تعود نشأة المحفظة الاستثمارية لسنة 1952م عندما قام المحلل الأمريكي ماركويتز (H.Markowitz) بوضع أسس نظرية المحفظة الاستثمارية، وذلك في بحث بيّن فيه كيف يتمّ بناء المحفظة الاستثمارية المثلى التي تحقق عائداً متوقّعا أعلى مع مستوى معيّن من المخاطر، وقد طوّر شارب (W.Sharpe) بعد ذلك نظرية المحفظة الاستثمارية سنة 1962م، وذلك باستحداث نموذج عرف بنموذج المؤشر المفرد في حالة توقّر أصول مالية بأعداد كبيرة، أي اهتمّ بماذا سيحصل عندما يتمّ اعتماد نموذج المحفظة الاستثمارية المثلى لكافة المستثمرين وكيف يؤثر ذلك على أسعار الأصول المالية في السوق، وفي ضوء ذلك عمل شارب ولنتنر (Sharpe et Lintner) سنة 1966م على تطوير نموذج جديد عرف باسم نموذج خط تسعير الأصول المالية وأصبح ذلك النموذج معياراً لقياس كفاءة المحفظة الاستثمارية. ثم قام بعد ذلك روس (S.Ross) سنة 1976م بتعديل النموذج السابق إلى نموذج أو نظرية تسعير المراجعة التي تقوم على أساس اختيار البدائل من بين مجموعة من الأصول المالية بالمقارنة بين العائد والمخاطر، وهكذا توالى الإضافات على نظرية المحفظة خلال

¹ دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص:14.

الفترة اللاحقة لفترة السبعينات من القرن العشرين، وخاصة بعد ارتفاع قيمة الفوائض المالية لدى الشركات والبنوك وصناديق التوفير، وتم إنشاء شركات الاستثمارات المالية التي تدير الأموال من خلال صناديق أو محافظ بهدف استغلال تلك الأموال استغلالاً أمثلاً.

2- تعريف المحفظة الاستثمارية:

تعني كلمة محفظة في معاجم اللغة في الأصل كيساً كبيراً أو صغيراً من الجلد أو القماش تحفظ فيه قطع من النقود والأوراق المهمة الأخرى، ومن هنا جاءت تسمية المحافظ الاستثمارية لتدلّ على نفس المعنى، حيث يمكن أن تتكوّن المحفظة الاستثمارية من مجموعة من الأصول المالية كالأسهم، السندات، الأوراق المالية الهجينة والمشتقات المالية، كما يمكن أن تتشكّل المحفظة الاستثمارية من مجموعة من الأصول الحقيقية كالعقار، الذهب، الفضة،... إلخ. من خلال هذا الطرح، يمكن تعريف المحفظة الاستثمارية بأنها عبارة عن كلّ ما يملكه الفرد من أصول حقيقية أو مالية من أجل تنمية قيمتها، ولهذا لا يدخل ضمن تعريف المحفظة الاستثمارية ما يملكه الفرد لاستعمالاته الشخصية كالبيت والسيارة وغيرها.¹ وهكذا يمكن تقسيم المحفظة الاستثمارية حسب الأصول المملوكة إلى ثلاثة أقسام هي:²

- محافظ تختصّ في الأصول المالية كالأسهم، السندات، الأوراق المالية الهجينة والمشتقات المالية.
- محافظ تختصّ في أصول حقيقية كالذهب، الفضة، السلع، العقارات،... إلخ.
- محافظ مختلطة تختصّ بالأصول المالية والحقيقية معاً.

والجدير بالذكر هنا أنّ التركيز سيكون على المحافظ ذات الأصول المالية، لذلك تسمّى أيضاً بالمحافظ المالية، وذلك كون أنّ نظرية المحفظة ومختلف تطبيقاتها الميدانية قامت على المحافظ المالية من خلال محاولة اختبار أعلى عائد وأقلّ المخاطر الناجمة عن الاستثمار في الأصول المالية المختلفة.³

كما أنّ هناك من يطلق مفهوماً عاماً على المحفظة الاستثمارية، والذي مفاده أنّها تلك المحفظة التي تتكوّن من مجموعة مختلفة من الأدوات الاستثمارية سواء كانت تلك الأدوات ذات استثمارات مالية أو حقيقية. ومن هنا يمكن القول أنّ المفهوم العامّ للمحفظة الاستثمارية يطلق على مجموع ما يملكه المستثمرون من أصول وموجودات مالية وحقيقية شريطة أن يكون الهدف من هذا الامتلاك هو تنمية القيمة السوقية للمحفظة الاستثمارية. أمّا المفهوم المختصّ للمحفظة الاستثمارية، فيقصد به تلك المحفظة التي تتكوّن جميع أصولها من استثمارات مالية فقط، حيث أنّه أصبح هناك اتفاق لدى المختصّين بالعلوم المالية والمصرفية بأنّ مفهوم المحافظ الاستثمارية يقتصر فقط على المفهوم المختصّ،⁴ ويرجع ذلك لاعتبارات عدّة سنهتّم بعرضها فيما يلي:⁵

- إنّ الأصول المالية تعدّ من أبرز أدوات الاستثمار في الوقت الحاضر.
- للأصول المالية أسواق على درجة عالية من الكفاءة والخبرة والتطوّر والتنظيم.
- انخفاض تكاليف المتاجرة بالأصول المالية نسبياً.

بناءً على ما سبق، يمكن استخلاص أنّ المحفظة الاستثمارية عبارة عن تشكيلة من الأدوات الحقيقية والمالية. ولكن بما أنّ نظرية المحفظة قامت على دراسات ميدانية شملت المحافظ المالية فقط، فإنّ مصطلح المحفظة الاستثمارية ارتبط ارتباطاً وثيقاً بالمحافظ المالية، وأصبح المقصود بالمحفظة الاستثمارية مجموع ما يملكه المستثمرون من أصول مالية من أسهم، سندات، أوراق مالية هجينة ومشتقات مالية بهدف تنمية القيمة السوقية للمحفظة.

3- أهداف المحفظة الاستثمارية:⁶

هناك عدّة أهداف من جرّاء تكوين المحفظة الاستثمارية، والتي يمكن تقسيمها إلى أهداف رئيسية وأخرى فرعية. بحيث تتمثل الأهداف الرئيسية للمحفظة الاستثمارية في تحقيق أقصى العوائد إلى جانب مستويات دنيا

¹ غازي فلاح المومني، مرجع سبق ذكره، ص: 17.

² غازي فلاح المومني، نفس المرجع أعلاه، ص: 17-18.

³ غازي فلاح المومني، مرجع سبق ذكره، ص: 18.

⁴ عباس كاظم الدعيمي، مرجع سبق ذكره، ص: 217-219.

⁵ عباس كاظم الدعيمي، نفس المرجع أعلاه، ص: 219.

⁶ غازي فلاح المومني، نفس المرجع أعلاه، ص: 20-21.

من المخاطرة، بالإضافة إلى ضمان السيولة اللازمة للمنشأة خوفا من وقوعها في خطر الصعوبات المالية وخطر الإفلاس، والمقصود بالسيولة هنا مبلغ نقدي يوضع جانبا لمواجهة الطوارئ، حيث أن مدير المحفظة الجيد والتاج هو الذي يستطيع أن يحقق أعلى عائد في ظل أدنى مستوى من المخاطرة، و يستطيع كذلك أن يحتفظ بمقدار معين من السيولة يمكن من حماية المنشأة من أي حالة عسر مالي.

أما عن الأهداف الفرعية للمحفظة الاستثمارية فتشمل ما يلي:

- **الحفاظ على رأس المال الأصلي:** مهما كانت المخاطر التي يمكن أن تتعرض لها إدارة المحافظ الاستثمارية، فيجب على مدير المحفظة أن يأخذ احتياطاته بأن لا تصل الخسارة إلى رأس المال، وذلك باستخدام الأسس السليمة في اختيار الأصول المالية للمحفظة.
- **استقرار تدفق النقد:** على مدير المحفظة الاستثمارية اختيار أصول مالية تحقق دخلا شبه ثابت، وذلك لضمان معدل معين من استمرار تدفق النقد إلى المحفظة.
- **النمو في رأس المال:** يجب أن يضع مدير المحفظة الاستثمارية نصب عينيه هدف تنمية رأس مال المحفظة، وهو الهدف الذي يتم على أساسه تعظيم القيمة السوقية للمحفظة.
- **التنوع:** يمكن أن نعتبر تنوع الأصول المالية داخل المحفظة الاستثمارية هدفا من أهداف المحفظة، حيث أنه من أهم الوسائل لتقليل المخاطر التي يمكن أن تقع على المحافظ الاستثمارية.
- **القابلية لتحويل استثمارات المحفظة إلى سيولة:** وهنا يجب على مدير المحفظة أن يختار أصولا مالية قابلة للتحويل إلى سيولة في أي وقت وبدون أن يتحمل على ذلك خسائر.

4- أنواع المحافظ الاستثمارية:

يمكن تقسيم المحافظ الاستثمارية إلى ثلاثة أنواع رئيسية هي:¹

4-1- محفظة الدخل:

هي المحفظة التي تتكون من أصول مالية تدر عائدا نقديا ثابتا، سواء كان مصدره توزيعات الأرباح للأسهم التي تدفع عنها توزيعات منتظمة، مثل: الأسهم الممتازة، أو الفوائد التي تدفع لحملة السندات. وعلى هذا الأساس، فإن وظيفة هذه المحفظة هي تحقيق أعلى معدل للدخل النقدي الثابت والمستقر للمستثمر وتخفيض المخاطر بقدر الإمكان.

4-2- محفظة النمو:

هي المحفظة التي تشمل أسهما تحقق نموًا متواصلا في الأرباح، وبهذا هي تهدف إلى تحسين القيمة السوقية للمحفظة باستمرار، فهي تلبي احتياجات المستثمرين الذين لا يرغبون في عائد دوري، بل هؤلاء الذين يرغبون في تحقيق نمو متواصل في استثماراتهم.

4-3- المحفظة المختلطة:

هي المحفظة التي تضم أصولا مالية مختلفة، يتميز بعضها بتحقيق الدخل، وبعضها الآخر بتحقيق النمو، ويعتبر هذا النوع من المحافظ المفضل لدى المستثمرين الذين يتطلعون إلى المزج بين المزايا والمخاطر التي تصاحب كل نوع من هذه المحافظ.

5- مبادئ تكوين المحافظ الاستثمارية:

يتطلب تكوين المحافظ الاستثمارية توزيع المبلغ المتاح للاستثمار بنسب معينة على مزيج من الاستثمارات المتنوعة في الأصول المالية المتداولة في سوق رأس المال، بشكل يتلاءم مع تفضيلات المستثمر من حيث قبوله لدرجة معينة من المخاطرة وعائد مناسب، ولتحقيق ذلك يجب أن يركز تكوين المحفظة الاستثمارية على المبادئ التالية:²

5-1- مبدأ القياس الكمي:

ويعني ذلك إمكانية قياس العائد المتوقع من الاستثمارات المالية التي تتضمنها المحفظة الاستثمارية باستخدام القيمة المتوقعة مع إمكانية قياس درجة المخاطرة المصاحبة للمحفظة عن طريق الأساليب الإحصائية (التباين والانحراف المعياري ومعامل الاختلاف)، ولكي يتحقق ذلك يجب توفير بيانات عن العائد المحقق من سلسلة

¹ السيد متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص: 208-209.

² أمين عبد العزيز حسن، مرجع سبق ذكره، ص: 209-211.

زمنية ماضية عن كلّ نوع من الاستثمارات وعن العائد والظروف الاقتصادية المتوقعة في المستقبل والمؤثرة في العائد المتوقع من كلّ نوع من الاستثمارات المكوّنة للمحفظة.

5-2- مبدأ التنويع:

ويقصد بذلك أن تتضمن المحفظة الاستثمارية أنواعا مختلفة من الاستثمارات في الأصول المالية المختلفة المتداولة في سوق رأس المال، والتي تحقق درجات معينة من العائد مقابل مستويات معينة من المخاطرة. ولكن يجب تجنب المغالاة في التنويع حيث يترتب عليه العديد من المشاكل والتي سنتطرق إليها بالتفصيل لاحقا في العنصر الأخير من هذا الفصل.

5-3- مبدأ الشمول:

يعني هذا المبدأ أن تتكوّن المحفظة الاستثمارية من كلّ أنواع الأصول المالية المصدرة والمتداولة في سوق رأس المال من أسهم، سندات، أوراق مالية هجينة ومشترقات مالية، حتّى يتحقّق عائد مستقرّ نسبيا للمستثمر مع انخفاض درجة المخاطرة إلى الحدّ الذي يقبله المستثمر. إلّا أنّ هذا المبدأ يواجه نفس المشاكل التي يواجهها المستثمر عند اتباع مبدأ التنويع، أي أنّه لا يجب الإفراط في شمولية الأصول المالية المكوّنة للمحفظة الاستثمارية.

5-4- مبدأ الارتباط:

يهدف هذا المبدأ إلى التقليل من درجة المخاطرة المصاحبة لتكوين المحفظة الاستثمارية في ضوء درجة الارتباط بين العوائد المحقّقة من الاستثمار في الأصول المالية التي تصدرها إحدى الشركات والعائد المحقّق من أصول مالية تصدرها شركات أخرى. فكلّما انخفض معدل الارتباط بين العوائد المحقّقة من الأصول المالية المكوّنة للمحفظة الاستثمارية، دلّ ذلك على انخفاض درجة المخاطرة لانخفاض التباين والانحراف المعياري. وهذا ما سنبينه من خلال المثال 7 من هذا الفصل.

6- ضوابط تكوين المحافظ الاستثمارية:

عند تكوين المحافظ الاستثمارية، يحتاج مدير المحفظة إلى تحديد مسبق لعدّة ضوابط أو قيود يقوم بمناقشتها مع مالك المحفظة حتّى يضمن مطابقة المحفظة المكوّنة لرغبات واحتياجات هذا الأخير. ويمكن تحديد هذه الضوابط فيما يلي:¹

6-1- الضوابط الزمنية:

يقصد بالضوابط الزمنية المدى الزمني الذي يرغب مالك المحفظة الاستثمارية فيه مستثمرا أمواله، حيث أنّه كلّما زادت مدّة الاستثمار، كلّما اتّسع مدى الحركة أمام مدير المحفظة، وكلّما كان قادرا على القيام بعمليات التنويع والتوزيع للأصول المالية التي ستحتويها المحفظة الاستثمارية بشكل سليم وأكثر فعالية.

6-2- الضوابط الرأسمالية:

ترتبط بالضوابط الرأسمالية بكمية الأموال المتاحة لمدير المحفظة، والتي يتمّ من خلالها شراء وحيازة الأصول المالية وتكوين التوليفة أو المزيج المناسب من الأصول المالية، وكلّما كانت الأموال والموارد المالية المتاحة لمدير المحفظة كثيرة، كلّما كانت قدرته على الشراء أو تمويل شراء مزيج مناسب من الأصول المالية أكبر وأكثر توافقا. هذا فضلا عن أنّ وفرة الأموال تمكّن مدير المحفظة من انتهاز الفرص السانحة للحصول على الأصول المالية المتاحة بسعر مغر، وعدم الاضطرار إلى بيع ما لديه من أصول في وقت غير مناسب تحت ضغط الحاجة إلى المال لدواعي توفير سيولة معينة لشراء تلك الأصول المالية.

6-3- ضوابط الحاجة إلى تسهيل المحفظة الاستثمارية:

غالبا ما يضع مالك المحفظة الاستثمارية قيودا على مدير المحفظة في شكل إمكانية تسهيل المحفظة بالكامل، أو جزء كبير منها، وبشكل فجائي، أو في الأجل القصير لاعتبارات معينة لعلّ أهمّها احتياج مالك المحفظة للسيولة، وهذا ما يجعل مدير المحفظة يتخيّر أنواعا معينة من الأصول المالية التي تحقّق له هدف مالك المحفظة فيما يخصّ هذا القيد.

6-4- الضوابط والقيود الضريبية والالتزامية:

كثيرا ما تعرض بعض القوانين أو التشريعات مزايا وإعفاءات ضريبية معينة على أصول مالية محدّدة، أو على أنشطة ذات طابع خاص، أو على شركات لذاتها، أو على مناطق جغرافية معينة، وقد تكون هذه

¹ السيد متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص: 231-233.

الإعفاءات لفترات زمنية منصوص عليها أو نظير تحقيق شرط من الشروط. ومن ثمّ على مدير المحفظة في البورصة أن يكون على علم ودراية بكلّ تلك المزايا والإعفاءات الضريبية، وأن يأخذها بعين الاعتبار عند تكوينه لمحفظة استثمارية معيّنة، وذلك بهدف اختيار أحسن المحافظ المتاحة. كما أنّه على مدير المحفظة كذلك أن يحيط علماً بوقت انتهاء تلك المزايا، حيث أنّ ذلك قد يؤثر كثيراً على القدرة الإيرادية وربحية المشاريع، وبالتالي تهتزّ قيمة الأصول المالية ومدى جاذبيتها في البورصة تبعاً لذلك.

5-6- ضوابط المخاطر:

تتنوّع وتختلف درجة تحمّل وتقبّل المخاطر من فرد إلى آخر، ومن مستثمر إلى آخر، ومن ثمّ فإنّ استعداد الفرد المستثمر للحصول على عائد مرتفع يعني في اللحظة ذاتها استعداده لتحمل مخاطر عالية مقابل الحصول على ذلك العائد. وبالتالي يجب على مدير المحفظة عند تكوينه لمحفظة استثمارية معيّنة أن يختار الأصول المالية التي تتناسب درجة مخاطر الاستثمار فيها مع استعداد المستثمر وقدرته على قبول وتحمل تلك المخاطر.

6-6- الضوابط النفسية والمعنوية:

يمكن لنفسية ومعنوية مالك المحفظة الاستثمارية أن تتحكّم في توجّهاته وقراراته الاستثمارية، وذلك من خلال التأثير على إدراكاته وقدرته على رؤية الأمور واستشفاف الفرص الاقتصادية والاستثمارية المتاحة في البورصة.

ثانياً: خصائص المحفظة الاستثمارية

تشمل خصائص المحفظة الاستثمارية عنصرين أساسيين هما: العائد والمخاطرة. وسنحاول من خلال هذا العنصر التطرّق إلى عائد ومخاطرة أصل مالي واحد أولاً، ثمّ عائد ومخاطرة المحفظة الاستثمارية. حيث أنّه من أجل تقدير عائد ومخاطرة المحفظة الاستثمارية، يجب تقدير عائد ومخاطرة كل أصل مالي داخل المحفظة الاستثمارية.

1- عائد ومخاطرة أصل مالي واحد:

1-1- عائد أصل مالي واحد:¹

يمكن تعريف عائد أصل مالي واحد على أنّه التدفّق النقدي الحقيقي الذي يحصل عليه المستثمر خلال فترة زمنية معيّنة، حيث يتمّ التعبير عنه بشكل نسبي من تكلفة الاستثمار في بداية الفترة، ويسمّى بالعائد لفترة الاقتناء. ويمكن حساب العائد لفترة الاقتناء بالمعادلة التالية:

$$\text{العائد لفترة الاقتناء} = \frac{(\text{سعر البيع} - \text{سعر الشراء}) + \text{التوزيعات النقدية خلال الفترة}}{\text{سعر الشراء}}$$

ويتمّ قياس هذا العائد لفترة واحدة فقط، ويفترض هذا التعريف بأنّ التوزيعات النقدية تتمّ في نهاية الفترة.

كما يمكن قياس عائد أصل مالي واحد لعدّة فترات غالباً باستخدام طريقة الوسط الحسابي الذي يمثل حاصل قسمة مجموع العوائد على عدد الفترات كما يلي:

$$\bar{R} = \frac{\sum_{t=1}^n R_t}{n}$$

مع أنّ:

$\bar{R}$: العائد المتوسط لأصل مالي معيّن.

R_t : العائد الفعلي للفترة t .

n : عدد الفترات.

¹ فايز سليم حدّاد، الإدارة المالية، الطبعة الثالثة، دار الحامد للنشر والتوزيع، الأردن، 2010، ص ص: 128-137.

وتجدر الإشارة هنا، إلى أنّ الطريقتين أعلاه تعتمدان معلومات تاريخية لقياس عائد أصل مالي واحد، إلا أنّ قياس عائد أصل مالي معيّن في حالة معلومات مستقبلية، يعتبر أكثر أهمية من قياسه في حالة المعلومات التاريخية، وذلك نظراً لأنّ المستثمرين والمدراء الماليين يقيمون مشاريع استثمارية مستقبلية خاصّة عند تكوين المحافظ الاستثمارية، حيث يتمّ في هذه الحالة تقدير احتمال حدوث القيم المتوقعة للمشاريع الاستثمارية بناء على تجربة سابقة أو بناء على حدس واجتهاد متّخذ القرار. ويتمّ هنا حساب العائد المتوقع لأصل مالي معيّن كما يلي:

$$E(R) = \sum_{j=1}^n R_j \times P_j$$

حيث أنّ:

$E(R)$: العائد المتوقع لأصل مالي معيّن.

R_j : عائد الأصل المالي في الحالة الاقتصادية j .

P_j : احتمال حدوث الحالة j .

n : عدد الحالات الاقتصادية.

1-2- مخاطرة أصل مالي واحد:

1-2-1- تعريف المخاطرة وأنواعها:

يقصد بالمخاطرة درجة عدم التأكد وعدم انتظام العوائد المتوقّعة تحقيقها مستقبلاً، والخوف من وقوع خسائر من الاستثمار في أصل مالي معيّن.¹

كما تعرّف المخاطرة على أنّها لحظة وقوع حادث غير مرغوب فيه أو فرصة التعرّض للخسارة، أو هي العائد الذي يستلمه المستثمر والذي لا يمكن تحديده بدقة نظراً لوجود أكثر من مخرجات أو عوائد محتملة للاستثمار.²

ويمكن تقسيم المخاطرة لكلّ نوع من الأصول المالية إلى نوعين رئيسيين هما:³

أ- المخاطر المنتظمة:

هي المخاطر التي تؤثر على السوق ككلّ دون استثناء، بمعنى آخر هي مخاطر عامّة شاملة لجميع الأصول المالية، وقد تكون هذه المخاطر بسبب الظروف الاقتصادية (كتغيّر سعر الفائدة ومعدّل التضخم)، أو بسبب الظروف السياسية كالاضطرابات والحروب أو بسبب ظروف أخرى كالزلازل، ولا يمكن تفادي هذه المخاطر بأيّ طريقة من الطرق، وإتّما من الممكن تحديد مصادر هذه المخاطر فقط، والتي يمكن إبرازها فيما يلي:

- **مخاطر سعر الفائدة:** يرتبط هذا النوع من المخاطر بأسعار الفائدة على السندات وخاصّة عندما تتوجّه هذه الأخيرة نحو الارتفاع، وبالتالي في هذه الحالة سيحوّل جزء من رأس المال المستثمر في الأصول المالية الأخرى إلى الاستثمار في السندات، وهذا ما يقلّل الطلب على هذه الأوراق المالية الأخرى (مثل: الأسهم).

- **مخاطر التضخم:** يقصد بالتضخم التغيّر في القوة الشرائية للعملة، وبالتالي فإنّ مخاطر التضخم تكون ناتجة أساساً عن احتمال حدوث انخفاض في القوة الشرائية للعملة، فإذا ارتفع معدّل التضخم، فإنّ هذا يدلّ على انخفاض القدرة الشرائية للعملة، وهذا ما سينعكس سلباً على الأصول المالية الطويلة الأجل، والتي تكون القيمة التي تستردّ بها محدّدة بمبلغ معيّن عند استحقاقها، مثل: السندات الطويلة الأجل، وبالتالي سيقوم المستثمر بتصفية استثماراته في السندات وتوجيهها إلى أصول مالية أكثر ربحية مثل: الأسهم، كون أنّ هذه الأخيرة تعبّر عن حصة في الشركة وهذه الأخيرة مكوّنة من أصول حقيقية تشكّل في معظم الأحيان حماية للمستثمر من مخاطر القوة الشرائية لوحدة التقد.

¹ غازي فلاح المومني، مرجع سبق ذكره، ص: 70.

² دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص: 87.

³ غازي فلاح المومني، مرجع سبق ذكره، ص: 71-73.

- **مخاطر السوق:** هي المخاطر التي تصاحب وقوع أحداث غير متوقعة مثل: الحروب، الزلازل وغيرها من المخاطر التي تقع على كافة السوق، ويكون من الصعب السيطرة عليها أو تفاديها.

ب- المخاطر غير المنتظمة:

هي عبارة عن المخاطر المنفردة التي تقع على شركة معينة يتأثر فيها سعر الأصول المالية لهذه الشركة (خاصة الأسهم)، ولا يتأثر بها السوق بشكل عام، ويمكن السيطرة على هذا النوع من المخاطر وتفايدها من خلال التنويع في الاستثمار وتوزيع رأس المال على عدد كبير من الأصول المالية المختلفة، ومن أهم مصادر هذا النوع من المخاطر نجد ما يلي:

- **المخاطر الصناعية:** هي المخاطر التي تقع على نوع معين من الصناعات كظهور اختراعات جديدة أو ظهور منافسين جدد أو عدم قدرة الصناعة على منافسة جودة الصناعات الأخرى.
- **مخاطر سوء الإدارة:** هي تلك المخاطر التي تنتج عن القرارات الإدارية الخاطئة، مما ينعكس سلباً على نشاط الشركة، وبالتالي على أسعار أسهم هذه الشركة في سوق رأس المال، أو قد تنتج عن المشاكل التي تقوم بين أعضاء مجلس الإدارة أو المشاكل التي تقع داخل الشركة كاضطرابات العمال.

1-2-2- طرق قياس مخاطرة أصل مالي واحد:

يمكن قياس مخاطرة أصل مالي واحد بطريقتين كما يلي:

أ- قياس مخاطرة أصل مالي واحد في حالة معطيات تاريخية:

تتعلق المخاطرة هنا بعدم تجانس العوائد، لأن حدوث تلك العوائد يكون متأكد منه، وعليه فإن أقرب مقياس للمخاطرة في هذه الحالة هو التباين أو الانحراف المعياري خاصة في حالة تساوي المتوسطات الحسابية لعوائد الأصول المراد المقارنة بينها. أما إذا كان المتوسط الحسابي لعوائد الأصول المالية غير متساو، فمن الأفضل الاعتماد على معامل الاختلاف. والقاعدة هنا هي أنه كلما ارتفع الانحراف المعياري أو معامل الاختلاف المرتبط بأصل مالي معين، كلما ارتفعت درجة المخاطرة المتعلقة بهذا الأصل والعكس صحيح. ويتم قياس الانحراف المعياري ومعامل الاختلاف وفقاً لهذه الطريقة كما يلي:¹

$$V(R_t) = \frac{\sum_{t=1}^n (R_t - \bar{R})^2}{n-1}$$

$$\Rightarrow \sigma_{R_t} = \sqrt{\frac{\sum_{t=1}^n (R_t - \bar{R})^2}{n-1}}$$

$$CV = \frac{\sigma_{R_t}}{\bar{R}}$$

حيث أن:

$V(R_t)$: تباين الأصل المالي.

R_t : العائد الفعلي للفترة t.

$\bar{R}$: العائد المتوسط للأصل المالي.

n: عدد الفترات.

σ_{R_t} : الانحراف المعياري للأصل المالي.

CV: معامل الاختلاف.

¹ فايز سليم حداد، مرجع سبق ذكره، ص: 132-133.

كما يمكن اعتماد مقياس بيتا في هذه الحالة لقياس نوع واحد من المخاطر وهو المخاطر المنتظمة فقط كما يلي:¹

$$\beta_i = \frac{\text{cov}(R_i, R_m)}{\sigma_{R_m}^2} = \frac{r_{im} \times \sigma_{R_i} \times \sigma_{R_m}}{\sigma_{R_m}^2} = \frac{r_{im} \times \sigma_{R_i}}{\sigma_{R_m}}$$

$$\Rightarrow \beta_i = \frac{\sum_{t=1}^n (R_{it} - \bar{R}_i)(R_{mt} - \bar{R}_m)}{\sum_{t=1}^n (R_{mt} - \bar{R}_m)^2}$$

حيث أن:

- β_i : معامل بيتا للأصل المالي i.
- $\text{cov}(R_i, R_m)$: التباين المشترك بين عائد الأصل المالي i وعائد السوق.
- $\sigma_{R_m}^2$: تباين عائد السوق.
- σ_{R_i} : الانحراف المعياري لعائد الأصل المالي i.
- σ_{R_m} : الانحراف المعياري لعائد السوق.
- r_{im} : معامل الارتباط بين عائد الأصل المالي i وعائد السوق.
- R_{it} : العائد الفعلي للأصل المالي i خلال الفترة t.
- $\bar{R}_i$: العائد المتوسط للأصل المالي i.
- R_{mt} : العائد الفعلي للسوق خلال الفترة t.
- $\bar{R}_m$: العائد المتوسط للسوق.
- n: عدد الفترات.

- فإذا كان $\beta_i = 1$ ، فهذا يعني أنّ عائد الأصل المالي i سوف يتقلب وفقاً لتقلب عائد المحفظة السوق.
- وإذا كان $\beta_i < 1$ ، فهذا يعني أنّ عائد الأصل المالي i سيكون أقلّ تقلباً من عائد المحفظة السوق.
- وإذا كان $\beta_i > 1$ ، فهذا يعني أنّ عائد الأصل المالي i سيكون أكثر تقلباً من عائد المحفظة السوق.

مثال 1:

فيما يلي جدول يوضح العائد المحقق من الاستثمار في سهم شركة معينة خلال أربع سنوات:

السنوات	1	2	3	4
عائد السّهم	35%	20%	10%	15%
عائد السوق	30%	18%	15%	25%

¹ غازي فلاح المومني، مرجع سبق ذكره، ص ص: 75-83.

المطلوب: قدر (ي) العائد المتوسط من الاستثمار في سهم الشركة أعلاه، الانحراف المعياري، معامل الاختلاف ومعامل بيتا؟

الحل:

تقدير العائد المتوسط من الاستثمار في سهم الشركة أعلاه، الانحراف المعياري، معامل الاختلاف ومعامل

بيتا:

👉 **تقدير العائد المتوسط من الاستثمار في سهم الشركة أعلاه:**

لدينا:

$$\bar{R} = \frac{\sum_{t=1}^n R_t}{n}$$

$$\Rightarrow \bar{R} = \frac{0,35 + 0,20 + 0,10 + 0,15}{4}$$

$$\Rightarrow \bar{R} = 0,2$$

أي أن الاستثمار في سهم الشركة أعلاه يحقق للمستثمر أموالاً إضافية عن رأس ماله الأصلي بمعدل: 20%.

👉 **تقدير الانحراف المعياري ومعامل الاختلاف لسهم الشركة أعلاه:**
نعلم أن:

$$\sigma_{R_t} = \sqrt{\frac{\sum_{t=1}^n (R_t - \bar{R})^2}{n-1}}$$

$$\Rightarrow \sigma_{R_t} = \sqrt{\frac{(0,35 - 0,2)^2 + (0,2 - 0,2)^2 + (0,1 - 0,2)^2 + (0,15 - 0,2)^2}{3}}$$

$$\Rightarrow \sigma_{R_t} = 0,1080$$

وهذا يعني أن الاستثمار في سهم الشركة أعلاه ذو مخاطرة معتبرة نسبياً.

$$CV = \frac{\sigma_{R_t}}{\bar{R}} = \frac{0,1080}{0,2} = 0,54$$

أي أن المخاطرة لكل وحدة من العائد تقدر بـ: 0,54.

👉 **تقدير معامل بيتا لسهم الشركة أعلاه:**
نعلم أن:

$$\beta_i = \frac{\sum_{t=1}^n (R_{it} - \bar{R}_i)(R_{mt} - \bar{R}_m)}{\sum_{t=1}^n (R_{mt} - \bar{R}_m)^2}$$

$$\beta_i = \frac{n-1}{n-1}$$

كما أن:

$$\bar{R}_i = 0,2$$

وأن:

$$\bar{R}_m = \frac{\sum_{t=1}^n R_{mt}}{n} = \frac{0,88}{4} = 0,22$$

وسنستعين بالجدول التالي لإتمام باقي الحسابات:

السنوات	R_{it}	R_{mt}	$(R_{it} - \bar{R}_i)$	$(R_{mt} - \bar{R}_m)$	$(R_{it} - \bar{R}_i)(R_{mt} - \bar{R}_m)$	$(R_{mt} - \bar{R}_m)^2$
1	0,35	0,3	0,15	0,08	0,012	0,0064
2	0,2	0,18	0	-0,04	0	0,0016
3	0,1	0,15	-0,1	-0,07	0,007	0,0049
4	0,15	0,25	-0,05	0,03	-0,0015	0,0009
				المجموع	0,0175	0,0138

$$\Rightarrow \beta_i = \frac{\frac{0,0175}{3}}{\frac{0,0138}{3}} = \frac{0,005833}{0,0046} = 1,2681$$

نلاحظ أن $\beta_i > 1$ ، وهذا يعني أن عائد السهم أعلاه سيكون أكثر تقلباً من عائد المحفظة في السوق.

ب- قياس مخاطرة أصل مالي واحد في حالة معطيات مستقبلية:

في هذه الحالة، يتم اعتماد نفس مقاييس المخاطرة أعلاه لتقدير مخاطرة أصل مالي واحد ولكن بصيغ مختلفة كالآتي:¹

$$V(R) = \sum_{j=1}^n (R_j - E(R))^2 \times P_j$$

$$\Rightarrow \sigma_R = \sqrt{\sum_{j=1}^n (R_j - E(R))^2 \times P_j}$$

$$CV = \frac{\sigma_R}{E(R)}$$

حيث أن:

$V(R)$: تباين الأصل المالي.

R_j : عائد الأصل المالي في الحالة الاقتصادية j .

$E(R)$: العائد المتوقع للأصل المالي.

P_j : احتمال حدوث الحالة j .

n : عدد الحالات الاقتصادية.

σ_R : الانحراف المعياري للأصل المالي.

¹ فايز سليم حداد، مرجع سبق ذكره، ص: 137.

CV: معامل الاختلاف.

كما يمكن اعتماد مقياس بيتا أيضا في هذه الحالة لقياس المخاطر المنتظمة كما يلي:¹

$$\beta = \frac{\text{cov}(R, R_m)}{\sigma_{R_m}^2}$$

$$\Rightarrow \beta = \frac{\sum_{j=1}^n (R_j - E(R))(R_{mj} - E(R_m)) \times P_j}{\sum_{j=1}^n (R_{mj} - E(R_m))^2 \times P_j}$$

مع أن:

β : معامل بيتا للأصل المالي.

$\text{cov}(R, R_m)$: التباين المشترك بين عائد الأصل المالي وعائد السوق.

$\sigma_{R_m}^2$: تباين عائد السوق.

R_j : عائد الأصل المالي في الحالة الاقتصادية ج.

$E(R)$: العائد المتوقع للأصل المالي.

R_{mj} : عائد السوق في الحالة الاقتصادية ج.

$E(R_m)$: العائد المتوقع للسوق.

P_j : احتمال حدوث الحالة ج.

n : عدد الحالات الاقتصادية.

مثال 2:

يبين الجدول الموالي عائد سهم الشركة (س) وعائد السوق في ظل مجموعة من الأوضاع الاقتصادية المحتملة مع درجات احتمال حدوث كل حالة:

الحالة الاقتصادية	احتمال الحدث	عائد السهم	عائد السوق
ازدهار	25%	7%	10%
عادية	50%	10%	12%
انكماش	25%	12%	17%

المطلوب: أحسب (ي) العائد المتوقع من الاستثمار في سهم الشركة (س) مع تقدير مخاطرة الاستثمار فيه بناء على معيار الانحراف المعياري، معامل الاختلاف ومعامل بيتا؟

الحل:

حساب العائد المتوقع من الاستثمار في سهم الشركة (س)، الانحراف المعياري، معامل الاختلاف ومعامل

بيتا:

تقدير العائد المتوقع من الاستثمار في سهم الشركة (س):

لدينا:

$$E(R) = \sum_{j=1}^n R_j \times P_j$$

¹ تقار عبد الكريم، محاضرات في إدارة المحافظ الاستثمارية، جامعة امحمد بوقرة بومرداس، كلية العلوم الاقتصادية، التجارية وعلوم التسيير، 2017/2016.

$$\Rightarrow E(R) = 0,07 \times 0,25 + 0,1 \times 0,5 + 0,12 \times 0,25$$

$$\Rightarrow E(R) = 0,0975$$

أي أنّ الاستثمار في سهم الشركة (س) يحقق للمستثمر أموالاً إضافية عن رأس ماله الأصلي بمعدل: 75,9%.

👉 تقدير الانحراف المعياري ومعامل الاختلاف لسهم الشركة (س):
نعلم أنّ:

$$\sigma_R = \sqrt{\sum_{j=1}^n (R_j - E(R))^2 \times P_j}$$

الحالة الاقتصادية	P_j	R_j	$R_j - E(R)$	$(R_j - E(R))^2$	$(R_j - E(R))^2 \times P_j$
ازدهار	0,25	0,07	-0,0275	0,00075625	0,000189062
عادية	0,5	0,1	0,0025	0,00000625	0,000003125
انكماش	0,25	0,12	0,0225	0,00050625	0,000126562
				المجموع V(R)	0,000318749
				σ_R	0,0178

وهذا يعني أنّ الاستثمار في سهم الشركة (س) ذو مخاطرة منخفضة.

$$CV = \frac{\sigma_R}{E(R)} = \frac{0,0178}{0,0975} = 0,1826$$

أي أنّ المخاطرة لكل وحدة من العائد تقدّر بـ: 0,1826.

👉 تقدير معامل بيتا لسهم الشركة (س):
نعلم أنّ:

$$\beta = \frac{\sum_{j=1}^n (R_j - E(R))(R_{mj} - E(R_m)) \times P_j}{\sum_{j=1}^n (R_{mj} - E(R_m))^2 \times P_j}$$

كما أنّ:

$$\Rightarrow E(R) = 0,0975$$

وأنّ:

$$E(R_m) = \sum_{j=1}^n R_{mj} \times P_j$$

$$\Rightarrow E(R_m) = 0,1 \times 0,25 + 0,12 \times 0,5 + 0,17 \times 0,25$$

$$\Rightarrow E(R_m) = 0,119$$

وسنستعين بالجدولين المواليين لإتمام باقي الحسابات:

الحالة الاقتصادية	P_j	R_j	R_{mj}	$(R_j - E(R))$	$(R_{mj} - E(R_m))$	$(R_j - E(R)) \times (R_{mj} - E(R_m)) \times P_j$	$(R_j - E(R)) \times (R_{mj} - E(R_m))$
ازدهار	0,25	0,07	0,1	-0,0275	-0,019	0,000130625	0,0005225
عادية	0,5	0,1	0,12	0,0025	0,001	0,00000125	0,0000025
انكماش	0,25	0,12	0,17	0,0225	0,051	0,000286875	0,0011475
						0,00041875	المجموع

الحالة الاقتصادية	P_j	R_{mj}	$(R_{mj} - E(R_m))$	$(R_{mj} - E(R_m))^2$	$(R_{mj} - E(R_m))^2 \times P_j$
ازدهار	0,25	0,1	-0,019	0,000361	0,00009025
عادية	0,5	0,12	0,001	0,000001	0,00000005
انكماش	0,25	0,17	0,051	0,002601	0,00065025
				المجموع	0,000741

$$\Rightarrow \beta = \frac{0,00041875}{0,000741} = 0,5651$$

نلاحظ أن $\beta < 1$ ، وهذا يعني أن عائد سهم الشركة (س) سيكون أقلّ تقلباً من عائد المحفظة في السوق.

2- عائد ومخاطرة المحفظة الاستثمارية:

2-1- عائد المحفظة الاستثمارية:

يُعرف عائد المحفظة الاستثمارية على أنه عبارة عن المتوسط المرجح لعوائد الأصول المالية المشكّلة لها، ومنه تكون صيغة العائد الفعلي للمحفظة كما يلي:¹

$$R_p = \sum_{i=1}^n X_i R_i$$

حيث أن:

R_p : العائد الفعلي للمحفظة الاستثمارية.

X_i : نسبة الأموال المستثمرة في الأصل المالي i.

R_i : عائد الأصل المالي i.

n: عدد الأصول المالية المكوّنة للمحفظة.

وبذلك يمكن استنتاج العائد المتوقع للمحفظة، والذي يمثل المتوسط المرجح للعوائد المتوقعة للأصول المالية المشكّلة للمحفظة، ويعطى بالعلاقة التالية:²

$$E(R_p) = \sum_{i=1}^n X_i E(R_i)$$

حيث أن:

$E(R_p)$: العائد المتوقع للمحفظة الاستثمارية.

$E(R_i)$: العائد المتوقع للأصل المالي i.

مثال 3:

محفظة استثمارية برأس مال قدره: 100.000 دج موزعة على سهمين A و B، إذا علمت أن المعطيات المتعلقة بهذين السهمين ملخصة في الجدول التالي:

¹ دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص: 92.

² دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص: 92.

المعطيات	الأسهم	
المبلغ المستثمر في السهم i	60.000	A
العائد المتوقع للسهم i	0,3	0,01
	40.000	B

المطلوب: قدر (ي) العائد المتوقع من الاستثمار في المحفظة أعلاه؟

الحل:

حساب العائد المتوقع من الاستثمار في المحفظة الاستثمارية أعلاه: $E(R_p)$

لدينا:

$$E(R_p) = \sum_{i=1}^n X_i E(R_i)$$

$$E(R_p) = \sum_{i=1}^2 X_i E(R_i)$$

$$\Rightarrow E(R_p) = X_1 E(R_1) + X_2 E(R_2)$$

$$\Rightarrow E(R_p) = \frac{60.000}{100.000} 0,3 + \frac{40.000}{100.000} 0,01$$

$$\Rightarrow E(R_p) = 0,184$$

أي أنّ الاستثمار في المحفظة أعلاه يحقق للمستثمر أموالاً إضافية عن رأس ماله الأصلي بمعدل: 18,4%.

2-2- مخاطر المحفظة الاستثمارية:

إنّ المخاطرة الكلية للمحفظة الاستثمارية لا تمثل المتوسط المرجح للانحرافات المعيارية لأصولها المالية، وإنّما قد تكون أصغر أو تساوي أو أكبر من ذلك، وهذا يتوقف على التباين المشترك لعوائد الأصول المالية المكوّنة للمحفظة الاستثمارية. أمّا بالنسبة للمخاطر المنتظمة للمحفظة الاستثمارية، فيمكن أن تحدّد انطلاقاً من المتوسط المرجح لمعامل بيتا للأصول المالية المشكّلة للمحفظة الاستثمارية. وهكذا يمكن قياس مخاطر محفظة استثمارية من خلال التباين أو الانحراف المعياري، معامل الاختلاف ومعامل بيتا كما يلي:

أ- التباين أو الانحراف المعياري:

يتمّ قياس المخاطرة الكلية لمحفظة استثمارية مكونة من n أصل مالي وفق العلاقة التالية للتباين¹:

$$V(R_p) = \sigma_{R_p}^2 = \sum_{i=1}^n X_i^2 \sigma_{R_i}^2 + 2 \sum_{i=1}^n \sum_{j=1}^n X_i X_j \text{cov}(X_i, X_j)$$

مع أنّ:

$V(R_p)$: تباين عائد المحفظة.

n : عدد الأصول المالية المكوّنة للمحفظة.

X_i : نسبة الأموال المستثمرة في الأصل المالي i.

$\sigma_{R_i}^2$: تباين الأصل المالي i.

$\text{cov}(X_i, X_j)$: التباين المشترك بين عوائد المحفظة الاستثمارية كل اثنين على حدى، وتعطى صيغة التباين

المشترك بدلالة معامل الارتباط كما يلي:

¹ دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص: 95.

$$\text{cov}(X_i, X_j) = r_{ij} \times \sigma_{R_i} \times \sigma_{R_j}$$

مع أن:

r_{ij} : معامل الارتباط بين عائد الأصل المالي i وعائد الأصل المالي j .

ويمكن إيجاد الانحراف المعياري للمحفظة الاستثمارية ذات n أصل مالي من خلال الجذر التربيعي للتباين كما يلي:

$$\sigma_{R_p} = \sqrt{V(R_p)}$$

حيث أن:

σ_{R_p} : الانحراف المعياري لعائد المحفظة الاستثمارية.

وفي الأخير تجدر الإشارة إلى أنه كلما كان التباين أو الانحراف المعياري للمحفظة أعلى، كلما ارتفعت مخاطر الاستثمار في المحفظة.

مثال 4:

مستثمر عقلاني لديه محفظة استثمارية برأس مال قدره : 9.500.000 دج موزعة على ثلاثة أصول مالية A، B و C بنسبة 40%، 30% و 30% على الترتيب. علماً أن:

- العوائد المتوقعة لهذه الأصول المالية قدرت بـ : 0,15 ، 0,2 و 0,14 على التوالي.
- مخاطر الاستثمار في هذه الأصول المالية هي : 0,1 ، 0,25 و 0,16 على التوالي.
- معاملات الارتباط r_{AB} ، r_{AC} و r_{BC} تعطى كما يلي 0,2 ، 0,4 و 0,7 على الترتيب.

المطلوب :

1. تحديد العائد المتوقع من الاستثمار في هذه المحفظة ؟
2. تقدير مخاطر الاستثمار في المحفظة أعلاه على أساس الانحراف المعياري؟

الحل:

1. تحديد العائد المتوقع من الاستثمار في المحفظة أعلاه:

نعلم أن:

$$E(R_p) = \sum_{i=1}^n X_i E(R_i)$$

$$E(R_p) = \sum_{i=1}^3 X_i E(R_i)$$

$$\Rightarrow E(R_p) = X_1 E(R_1) + X_2 E(R_2) + X_3 E(R_3)$$

$$\Rightarrow E(R_p) = 0,4 \times 0,15 + 0,3 \times 0,2 + 0,3 \times 0,14$$

$$\Rightarrow E(R_p) = 0,162$$

أي أن الاستثمار في المحفظة أعلاه يحقق للمستثمر أموالاً إضافية عن رأس ماله الأصلي بمعدل : 16,2%.

2. تقدير مخاطر الاستثمار في المحفظة أعلاه على أساس الانحراف المعياري:

لدينا:

$$\sigma_{R_p} = \sqrt{\sum_{i=1}^n X_i^2 \sigma_{R_i}^2 + 2 \sum_{i=1}^n \sum_{j=1}^n X_i X_j \text{cov}(X_i, X_j)}$$

ولتقدير مخاطر الاستثمار في المحفظة أعلاه على أساس الانحراف المعياري، يجب أولاً حساب التباين المشترك بين عوائد المحفظة متنى متنى، بحيث أن:

$$\text{cov}(X_i, X_j) = r_{ij} \times \sigma_{R_i} \times \sigma_{R_j}$$

وبالتالي فإن:

$$\text{cov}(X_A, X_B) = r_{AB} \times \sigma_{RA} \times \sigma_{RB} = 0,2 \times 0,1 \times 0,25 = 0,05$$

$$\text{cov}(X_A, X_C) = r_{AC} \times \sigma_{RA} \times \sigma_{RC} = 0,4 \times 0,1 \times 0,16 = 0,064$$

$$\text{cov}(X_B, X_C) = r_{BC} \times \sigma_{RB} \times \sigma_{RC} = 0,7 \times 0,25 \times 0,16 = 0,028$$

وهكذا يمكن حساب الانحراف المعياري للمحفظة أعلاه كما يلي:

$$\sigma_{R_p} = \sqrt{(0,4)^2 \times (0,1)^2 + (0,3)^2 \times (0,25)^2 + (0,3)^2 \times (0,16)^2 + 2 \times \left(0,4 \times 0,3 \times 0,05 + 0,4 \times 0,3 \times 0,0064 + 0,3 \times 0,3 \times 0,028 \right)}$$

$$\Rightarrow \sigma_{R_p} = 0,1315$$

وفقا لنتيجة الانحراف المعياري أعلاه، يعتبر الاستثمار في هذه المحفظة ذو مخاطرة معتبرة نسبياً.

ب- معامل الاختلاف:

يمكن قياس مخاطرة المحفظة الاستثمارية انطلاقاً من معامل الاختلاف، وذلك بقسمة الانحراف المعياري للمحفظة على العائد المتوقع لتلك المحفظة، فكلما زاد معامل الاختلاف كلما زادت المخاطرة والعكس صحيح، وتعطى علاقة معامل الاختلاف للمحفظة الاستثمارية بالعلاقة التالية:¹

$$CV(R_p) = \frac{\sigma_{R_p}}{E(R_p)}$$

مثال 5:

إذا أخذنا نفس معطيات المثال السابق (المثال 4) لتقدير العائد المتوقع ومخاطرة المحفظة الاستثمارية، أحسب (ي) معامل الاختلاف.

الحل:

تقدير معامل الاختلاف وفقاً لمعطيات المثال السابق:
لدينا:

$$CV(R_p) = \frac{\sigma_{R_p}}{E(R_p)}$$

$$\Rightarrow CV(R_p) = \frac{0,1315}{0,162}$$

$$\Rightarrow CV(R_p) = 0,8117$$

أي أنّ المخاطرة لكل وحدة من العائد تقدر بـ: 0,8117.

ج- معامل β:

هو عبارة عن المتوسط المرجح لبيتا من الأصول المالية المكوّنة للمحفظة، حيث أنّ هذا المعامل يقيس المخاطر المنتظمة فقط للمحفظة، كون أنّ هذا النوع من المخاطر لا يمكن إلغاؤه من خلال التنويع، ويعطى بالعلاقة التالية:²

$$\beta_p = \sum_{i=1}^n X_i \beta_i$$

¹ دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص: 95.

² دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص: 96.

مع أن:

β_p : معامل بيتا للمحفظة.

X_i : نسبة الأموال المستثمرة في الأصل المالي i.

β_i : معامل بيتا للأصل المالي i.

- إذا كان $\beta_p = 1$ ، فإنّ مخاطرة المحفظة تساوي مخاطرة السوق.
- إذا كان $\beta_p < 1$ ، فإنّ مخاطرة المحفظة أقلّ من مخاطرة السوق.
- إذا كان $\beta_p > 1$ ، فإنّ مخاطرة المحفظة أكبر من مخاطرة السوق.

مثال 6:

إذا اعتمدنا نفس معطيات (المثال 4)، أحسب (ي) معامل β للمحفظة الاستثمارية علماً أنّ: $r_{Am} = 0,5$ ، $r_{Bm} = 0,4$ ، $r_{Cm} = 0,6$ و $\sigma_{Rm} = 0,1$.

الحل:

تحديد معامل β للمحفظة الاستثمارية:

لدينا:

$$\beta_p = \sum_{i=1}^n X_i \beta_i$$

ولحساب معامل β للمحفظة الاستثمارية، يجب أولاً تحديد معامل β لكل أصل مالي داخل المحفظة كما يلي:

نعلم أنّ:

$$\beta_i = \frac{r_{im} \times \sigma_{R_i}}{\sigma_{Rm}}$$

ومنه:

$$\beta_A = \frac{r_{Am} \times \sigma_{RA}}{\sigma_{Rm}} = \frac{0,5 \times 0,1}{0,1} = 0,5$$

$$\beta_B = \frac{r_{Bm} \times \sigma_{RB}}{\sigma_{Rm}} = \frac{0,4 \times 0,25}{0,1} = 1$$

$$\beta_C = \frac{r_{Cm} \times \sigma_{RC}}{\sigma_{Rm}} = \frac{0,6 \times 0,16}{0,1} = 0,96$$

وهكذا يمكن تحديد معامل β للمحفظة الاستثمارية على النحو الآتي:

$$\beta_p = \sum_{i=1}^n X_i \beta_i$$

$$\Rightarrow \beta_p = \sum_{i=1}^3 X_i \beta_i$$

$$\Rightarrow \beta_p = 0,4 \times 0,5 + 0,3 \times 1 + 0,3 \times 0,96$$

$$\Rightarrow \beta_p = 0,788$$

هذا يعني أنّ مخاطرة الاستثمار في المحفظة الاستثمارية أقلّ من مخاطرة السوق ككلّ.

ثالثاً: العوامل المؤثرة على مستوى مخاطرة المحفظة الاستثمارية

يمكن إدراج أهم العوامل التي تؤثر على مستوى مخاطرة المحفظة الاستثمارية فيما يلي:

1- معامل الارتباط بين عوائد الأصول المالية المكوّنة للمحفظة الاستثمارية¹:

تساهم درجة الارتباط بين عوائد الأصول المالية داخل المحفظة الاستثمارية بشكل كبير في تقليل المخاطرة، حيث أنّ معامل الارتباط هو مقياس يقيس نسبة التغير بين متغيرين اثنين، فإذا زاد أو نقص أحد المتغيرين انعكس ذلك على المتغير الآخر، حيث يكون هذا الانعكاس أو الأثر إيجابيًا أو سلبًا حسب قيمة معامل الارتباط التي تنحصر بين +1 و -1، فإذا كان معامل الارتباط موجباً انخفض أثره على تقليل المخاطرة، أما إذا كان معامل الارتباط معدوماً، فإنّ تأثيره على تقليل المخاطرة يكون أقوى من حالة الارتباط الموجب، في حين إذا كان معامل الارتباط سالباً، فإنّ تأثيره على تقليل المخاطرة يكون أكبر من الحالتين السابقتين. وفيما يلي توضيح لمختلف حالات معامل الارتباط وعلاقتها بتخفيض مستوى المخاطرة:

أ- حالة الارتباط الموجب:

في هذه الحالة يكون معامل الارتباط محصوراً بين 0 و +1 أي أكبر تماماً من الصفر وأصغر أو يساوي الواحد، فإذا كان معامل الارتباط بين عائدي أصلين ماليين مساوياً لـ +1، فهذا يعني أنّه إذا ارتفع عائد أصل مالي معيّن ارتفع معه عائد الأصل المالي الآخر بنفس المقدار ونفس النسبة، وتعدّ هذه الحالة من الارتباط غير مفضّلة نهائياً، حيث أنّها لا تقلّل من المخاطرة في حالة التنويع، بل يعتبر المستثمر في هذه الحالة كأنّه قام بشراء أصل مالي واحد ولم يقدّم بتنويع الأصول المالية داخل محفظته الاستثمارية. ولكن كلّما قلّ معامل الارتباط عن +1 واقترب من الصفر كان ذلك أفضل لتخفيف المخاطرة.

ب- حالة عدم الارتباط:

في هذه الحالة يكون الارتباط بين عائدي أصلين ماليين معيّنين مساوياً للصفر، أي لا يوجد أيّ ارتباط بين ذات الأصلين الماليين، وتعتبر هذه الحالة أفضل من سابقتها، فالتنويع بين عدد كبير من الأصول المالية داخل المحفظة الاستثمارية والتي ليس لها أيّ درجة ارتباط فيما بينها، يكون تأثيره على تخفيض المخاطرة أقوى من الحالة الأولى.

ج- حالة الارتباط السالب:

في هذه الحالة يكون معامل الارتباط محصوراً بين 0 و -1 أي أصغر تماماً من الصفر وأكبر أو يساوي -1، فإذا كان معامل الارتباط بين عائدي أصلين ماليين مساوياً لـ -1، فهذا يعني أنّه إذا زاد عائد أصل مالي معيّن انخفض معه عائد الأصل المالي الآخر بنفس المقدار ونفس النسبة، وتعتبر هذه الحالة من أفضل حالات الارتباط لتقليل المخاطرة. ولكن كلّما ابتعد معامل الارتباط عن -1 واقترب من الصفر كان تأثيره على تقليل المخاطرة أضعف.

مثال 7:

محفظة استثمارية برأس مال قدره: 200.000 دج موزّعة على سهمين A و B، وفقاً للمعطيات الملخصة في الجدول التالي:

المعطيات	الأسهم	
المبلغ المستثمر في السهم i	120.000	A
الانحراف المعياري لعائد للسهم i	0,07	A
	80.000	B
	0,65	B

المطلوب: قدر (ي) مخاطرة الاستثمار في المحفظة أعلاه بافتراض اختلاف معامل الارتباط على النحو التالي:

حالة 1: معامل الارتباط بين عائد السهم A و B : +1

حالة 2: معامل الارتباط بين عائد السهم A و B : +0,4

حالة 3: معامل الارتباط بين عائد السهم A و B : 0

حالة 4: معامل الارتباط بين عائد السهم A و B : -0,5

¹ غازي فلاح المومني، مرجع سبق ذكره، ص ص: 111-112.

حالة 5: معامل الارتباط بين عائد السهم A و B : 1-

الحل:

تقدير مخاطرة الاستثمار في المحفظة أعلاه في الحالات الخمس لمعامل الارتباط:

نعلم أن:

$$\sigma_{R_p} = \sqrt{\sum_{i=1}^n X_i^2 \sigma_{R_i}^2 + 2 \sum_{i=1}^n \sum_{j=1}^n X_i X_j \text{cov}(X_i, X_j)}$$

وأن:

$$\text{cov}(X_i, X_j) = r_{ij} \times \sigma_{R_i} \times \sigma_{R_j}$$

سنحاول تلخيص نتائج مخاطرة الاستثمار في المحفظة أعلاه في الحالات الخمس أعلاه في الجدول الموالي:

حالات الارتباط	حالة 1	حالة 2	حالة 3	حالة 4	حالة 5
مخاطرة المحفظة σ_{R_p}	0,3020	0,2795	0,2634	0,2417	0,2180

وفيما يلي توضيح لطريقة حساب مخاطرة المحفظة في الحالة 1، أما بالنسبة لباقي الحالات فنطبق نفس الطريقة:

لدينا:

$$\sigma_{R_p} = \sqrt{\sum_{i=1}^n X_i^2 \sigma_{R_i}^2 + 2 \sum_{i=1}^n \sum_{j=1}^n X_i X_j \text{cov}(X_i, X_j)}$$

$$\Rightarrow \sigma_{R_p} = \sqrt{(0,6)^2 \times (0,07)^2 + (0,4)^2 \times (0,65)^2 + 2 \times (0,6 \times 0,4 \times (1 \times 0,07 \times 0,65))}$$

$$\Rightarrow \sigma_{R_p} = 0,302$$

انطلاقاً مما سبق، وفي ظلّ ثبات نسبة الاستثمار في السهمين A و B وثبات الانحراف المعياري لعائديهما، نلاحظ أنّ مستوى مخاطرة المحفظة الاستثمارية المعنية بالدراسة يقلّ كلّما ابتعد معامل الارتباط عن +1 واقترب من -1، وهذا ما يؤيدّ ما ذكرناه سابقاً فيما يخصّ حالة الارتباط السالب والتأمّ على أنّها تمثل أحسن حالات الارتباط لتقليل مستوى المخاطرة.

2- التنويع في الأصول المالية المكوّنة للمحفظة الاستثمارية:

كلما نوعنا من الأصول المالية المشكّلة للمحفظة الاستثمارية، كلّما قلّ مستوى المخاطرة في تلك المحفظة الاستثمارية.¹ وفي هذا الصّدّد نرى من المناسب أن نتطرّق لمختلف أشكال تنويع المحافظ الاستثمارية، وذلك فيما يلي:

أ- تنويع جهة الإصدار:

يقصد بهذا النوع من التنويع بأن لا تكون الأصول المالية المكوّنة للمحفظة الاستثمارية مصدرة من جهة واحدة، بل يجب تنويع جهات إصدار تلك الأصول المالية. وفي هذا الإطار يوجد نوعان من التنويع:

• التنويع البسيط أو الساذج:

¹ غازي فلاح المومني، مرجع سبق ذكره، ص: 118.

يعتمد هذا النوع من التنوع على المثال الذي مفاده (لا تضع كل البيض في سلة واحدة)، إذ يقوم هذا التنوع على فكرة أنّ المحفظة الاستثمارية التي تشتمل على ثلاثة أصول مالية تصدرها ثلاثة مؤسسات مالية مختلفة هي أكثر تنوعاً من محفظة استثمارية تشتمل على أصولين ماليين لمؤسستين مختلفتين، والمحفظة التي تتكوّن من أربعة أصول مالية تصدرها أربع مؤسسات مختلفة هي أكثر تنوعاً من محفظة استثمارية مشكّلة من ثلاثة أصول مالية تصدرها ثلاث مؤسسات مختلفة وهكذا. وبالتالي فإنّ اختيار الأصول المالية المكوّنة للمحفظة الاستثمارية والمصدرة من مؤسسات مختلفة يجعل تلك المحفظة تتعرّض لمخاطر أقل¹. ولكن المختصّين في إدارة المحافظ الاستثمارية يرون أنّه يجب عدم المغالاة في الاعتماد على هذا النوع من التنوع لأنّ ذلك يمكن أن يؤدي إلى مجموعة من الانعكاسات السلبية على المحفظة الاستثمارية والتي سنهتم بإبراز أهمّها فيما يلي:

❖ صعوبة إدارة المحفظة الاستثمارية، حيث أنّ إدارة المحفظة الاستثمارية تقتضي التحليل المستمر للمركز المالي للمؤسسات المصدرة للأصول المالية، وعندما تتكوّن المحفظة الاستثمارية من أصول مالية أصدرتها مؤسسات عديدة تزداد صعوبة إدارتها².

❖ ارتفاع مستوى تكاليف شراء الأصول المالية، حيث أنّ مفهوم التنوع البسيط يستند إلى شراء أصول مالية مختلفة من مؤسسات مختلفة وبأسعار شراء مختلفة، وهذا ما يجعل تلك الأسعار أكبر منها في حالة شراء العديد من الأصول المالية من مؤسسة واحدة³.

❖ اتخاذ قرارات استثمارية غير سليمة، حيث أنّ المبالغة في التنوع البسيط يمكن أن يؤدي إلى ضعف إمكانية مدير المحفظة على التركيز عند اتخاذه لقرار الاستثمار في أصول مالية معيّنة، وذلك نظراً لأنّ زيادة عدد الأصول المالية وتنوعها يتطلب توقّر خبرات أكثر، وهذا ما لا يمكن تحقيقه نظراً لارتفاع تكلفة الموارد البشرية المتخصصة⁴.

• تنوع ماركويتز:

يقوم هذا النوع من التنوع على مبدأ الأخذ بعين الاعتبار لطبيعة العلاقة بين عوائد الأصول المالية التي تتشكّل منها محفظة استثمارية معيّنة، وذلك من خلال تحديد معامل الارتباط بين عوائد تلك الأصول المالية، فكما رأينا سابقاً، فإنّه عندما تكون العلاقة بين تلك العوائد إيجابية (مع عدم تجاوز قيمة هذا الأخير للحدّ الأقصى والذي يقدر بـ +1) كلما ارتفع مستوى المخاطر، وكلّما كان معامل الارتباط بين عوائد الأصول المالية المشكّلة للمحفظة الاستثمارية سالباً (مع عدم تجاوز الحدّ الأقصى لهذا الأخير والذي يحدّد بـ -1)، كلما أدّى ذلك إلى انخفاض مستوى المخاطرة التي تتعرّض لها المحفظة الاستثمارية⁵.

ب- تنوع تواريخ الاستحقاق:

يرتبط هذا النوع من التنوع بالأصول المالية التي تستحقّ في تاريخ معيّن، أي الأصول المالية التي يجب أن تسدّد قيمتها بالكامل بعد مرور فترة زمنية معيّنة وعند حلول تاريخ معيّن يعرف بتاريخ الاستحقاق، ولعلّ أحسن مثال على تلك الأصول المالية نجد السندات. وفي هذا الإطار هناك ثلاثة أساليب شائعة الاستخدام في تنوع تاريخ الاستحقاق هي:

• الأسلوب الهجومي⁶:

يرتكز هذا الأسلوب في تنوع تواريخ الاستحقاق على التحوّل المستمرّ من الأصول المالية القصيرة الأجل إلى أصول مالية طويلة الأجل والعكس، وذلك وفقاً للاتجاهات المتوقّعة لظروف السوق، فمثلاً: إذا أشارت التنبؤات إلى أنّ أسعار الفائدة في السوق في طريقها إلى الارتفاع، فإنّ على مدير المحفظة أن يسارع ببيع السندات الطويلة الأجل واستخدام حصيلتها في شراء سندات قصيرة الأجل، وذلك قبل أن يحدث ارتفاع فعلي في أسعار الفائدة. أما إذا أشارت التنبؤات إلى أنّ أسعار الفائدة في طريقها إلى

1 عباس كاظم الدعيمي، مرجع سبق ذكره، ص: 222-223.

2 أمين عبد العزيز حسن، مرجع سبق ذكره، ص: 225.

3 غازي فلاح المومني، نفس المرجع أعلاه، ص: 119.

4 دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص: 128.

5 دريد كامل آل شبيب، نفس المرجع أعلاه، ص: 128-129.

6 أمين عبد العزيز حسن، مرجع سبق ذكره، ص: 229-230.

الهبوط، حينئذ ينبغي على المستثمر المسارعة ببيع السندات القصيرة الأجل واستخدام حصيلتها في شراء سندات طويلة الأجل.

• أسلوب تدرّج تواريخ الاستحقاق:¹

يقصد بهذا الأسلوب توزيع رأس المال المخصّص للاستثمار في أصول مالية معينة على أصول مالية لها تواريخ استحقاق مختلفة. وتعدّ أفضل طريقة لتطبيق هذا الأسلوب طريقة تحديد الحدّ الأقصى لتاريخ استحقاق الأصول المالية المكوّنة للمحفظة الاستثمارية، والذي يمكن أن يقبله مدير المحفظة، وليكن هذا الحدّ مثلاً: 10 سنوات، فيتمّ توزيع رأس المال المخصّص للاستثمار في أصول مالية معينة على 10 سنوات، أي قسم من الأصول المالية يستحقّ بعد 9 سنوات وقسم آخر يستحقّ بعد 5 سنوات وقسم منها يستحقّ بعد 3 سنوات،... إلخ، حيث يتمّ توزيع رأس المال المخصّص للاستثمار في أصول مالية معينة على أصول مالية متفاوتة الاستحقاق مع عدم تجاوز الحدّ الأقصى المحدّد من طرف مدير المحفظة. وهكذا يمكن لهذا الأسلوب أن يحقق ما يلي:

١ السّولة، حيث أنّ وجود أصول مالية قصيرة الأجل في المحفظة الاستثمارية، يساعد على مواجهة احتياجات مدير المحفظة من السيولة.

٢ الرّبحية، حيث أنّ وجود أصول مالية طويلة الأجل في المحفظة الاستثمارية، يساهم في تحقيق نوع من الاستقرار في العوائد المتولّدة عن الاستثمار في تلك الأصول المالية.

٣ الحدّ من الخسائر الرأسمالية للمحفظة الاستثمارية، إذ أنّ وجود تشكيلة متنوّعة من الأصول المالية تقلّل من الخسائر الرأسمالية للمحفظة الاستثمارية، فمثلاً: لو كانت المحفظة الاستثمارية مشكّلة من سندات طويلة الأجل فقط وارتفع سعر الفائدة على تلك السندات، نتج عن ذلك انخفاض شديد في أسعار تلك السندات وفي قيمة المحفظة الاستثمارية، بينما وجود تشكيلة متنوّعة من السندات القصيرة، المتوسطة والطويلة الأجل يجنّب حدوث ذلك.

• أسلوب التركيز على الأصول المالية القصيرة والطويلة الأجل:²

يعتمد هذا الأسلوب على التركيز على الأصول المالية القصيرة والطويلة الأجل عند اختيار محفظة استثمارية معينة واستثناء الأصول المالية المتوسطة الأجل، حيث أنّ الأصول المالية القصيرة الأجل تساهم في تحقيق أكبر قدر من السيولة، وأنّ الأصول المالية الطويلة الأجل تساعد على تحقيق أكبر قدر من الرّبحية. ويمكن اتّباع نوع من المرونة في هذا النوع من التّنويع، فمثلاً: عندما يكون التنبؤ بانخفاض أسعار الفائدة وأنّ الكساد سيؤدّ الوضع الاقتصادي في السّنوات القادمة، فلا بدّ من تكثيف السندات الطويلة الأجل والتقليص من السندات القصيرة الأجل. أمّا إذا كان التنبؤ بارتفاع أسعار الفائدة وأنّ الرواج والازدهار سيميّز الوضع الاقتصادي في السّنوات القادمة، فلا بدّ من التقليل من السندات الطويلة الأجل وزيادة السندات القصيرة الأجل.

3- الأوزان النسبية للأصول المالية المكوّنة للمحفظة الاستثمارية:³

تؤثر الأوزان النسبية لكل أصل مالي من الأصول المالية داخل المحفظة الاستثمارية على مستوى المخاطرة في تلك المحفظة، حيث أنّه كلّما أعطينا الأصول المالية ذات العوائد العالية والتي تكون من شركات قوية وراسخة وتكون مخاطرها قليلة، القسم الأكبر من رأس المال، كلّما كان دخل المحفظة ووضعها أسلم وأحسن بالنسبة للمخاطرة.

خلاصة الفصل الثالث:

مكّنتنا دراستنا لهذا الفصل من الوصول إلى النتائج التالية:

• يقصد بالمحفظة الاستثمارية بصفة عامّة مجموعة من الأدوات الاستثمارية التي يمتلكها الفرد من أجل تنمية رأسماله، سواء كانت تلك الاستثمارات مالية أو حقيقية. أمّا المفهوم المختصّ والشائع للمحفظة

¹ غازي فلاح المومني، مرجع سبق ذكره، ص: 121.

² غازي فلاح المومني، مرجع سبق ذكره، ص: 121-122.

³ غازي فلاح المومني، نفس المرجع اعلاه، ص: 122.

الاستثمارية، فيشمل تلك المحفظة التي تتكوّن جميع أصولها من استثمارات مالية فقط، وذلك كون أنّ مؤسّسي ومطوّري نظرية المحفظة الاستثمارية بنوا نماذجهم وتحاليلهم على أساس محافظ مالية.

- يسعى الاستثمار في المحفظة الاستثمارية أساساً إلى تحقيق أقصى عائد مع تخفيض المخاطرة إلى أدنى درجة وضمان قدر معيّن من السيولة لمواجهة حالات الطوارئ. كما يهدف الاستثمار في المحفظة الاستثمارية أيضاً إلى الحفاظ على رأس المال الأصلي للمحفظة الاستثمارية، استقرار تدفّق النقّد، النموّ في رأس مال المحفظة، التنوّيع والقابلية لتحويل استثمارات المحفظة إلى سيولة.
- تصنّف المحافظ الاستثمارية إلى ثلاثة أنواع رئيسية هي: محافظ الدّخل، محافظ النموّ والمحافظ المختلطة، حيث أنّ المستثمرين في محافظ الدّخل يفضّلون عنصر الأمان على عنصر المخاطرة ويسعون إلى تحقيق عوائد دورية وثابتة على استثماراتهم، بينما المستثمرون في محافظ النمو يهدفون إلى تحقيق أرباح نامية على استثماراتهم ويفضّلون عنصر المخاطرة على عنصر الأمان. أمّا المحافظ المختلطة فنجدها تضمّ أصولاً مالية مختلفة، يتميّز بعضها بتحقيق الدّخل، وبعضها الآخر بتحقيق النموّ.
- يقوم الاستثمار في المحفظة الاستثمارية على عنصري العائد والمخاطرة، حيث يقصد بعائد المحفظة الاستثمارية ذلك المتوسّط المرجّح لعوائد الأصول المالية المشكّلة لها، في حين تمثل مخاطرة المحفظة الاستثمارية درجة عدم التأكّد وعدم انتظام العوائد المتوقّعة تحقيقها مستقبلاً والخوف من وقوع خسائر من الاستثمار في محفظة الأصول المالية.
- تقسّم مخاطرة المحفظة الاستثمارية إلى **مخاطر منتظمة** تقع على السّوق ككلّ ولا يمكن تجنّبها بأيّ طريقة من الطرق وأخرى **غير منتظمة** ترتبط بأصل مالي معيّن ويمكن تفاديها من خلال التنوّيع الجيّد في الأصول المالية المشكّلة للمحفظة الاستثمارية والإدارة الكفأة. كما يعتبر مقياس التباين أو الانحراف المعياري، معامل الاختلاف و معامل بيتا للمحفظة الاستثمارية من أنسب المقاييس لتقدير مخاطر الاستثمار في الأصول المالية وفي المحافظ الاستثمارية.
- يخضع مستوى المخاطرة في محفظة استثمارية معيّنة لتأثير مجموعة من العوامل أهمّها: معامل الارتباط بين عوائد الأصول المالية المكوّنة للمحفظة الاستثمارية، التنوّيع في الأصول المالية المشكّلة للمحفظة الاستثمارية والوزن النسبي لكل أصل مالي داخل المحفظة الاستثمارية.

تمهيد الفصل الرابع:

بعدما تطرّقنا في الفصل السابق إلى مفهوم عائد ومخاطرة المحافظ الاستثمارية وطرق قياسهما، سنخصّص هذا الفصل لدراسة النماذج التي اهتمت بتحديد العلاقة بين عائد المحفظة الاستثمارية ومخاطرتها. حيث تعود أولى المحاولات لتبيان طبيعة تلك العلاقة إلى الباحث الأمريكي ماركويتز سنة 1952م أين وضع الأسس النظرية لنموذجه وأثمرت جهوده بتأسيس نظرية عرفت بنظرية المحفظة. ثم جاء بعده عدد من الباحثين الذين طوّروا أعماله في هذا المجال أهمهم : شارب الذي يعود له تأسيس نموذج تسعير الأصول المالية سنة 1964م ورووس الذي وضع نموذج تسعير المراجعة. وبهدف الإحاطة بهذا الجانب من الدراسة، قسمنا هذا الفصل إلى العناصر التالية:

أولاً: نموذج ماركويتز

ثانياً: نموذج تسعير الأصول المالية

ثالثاً: نموذج تسعير المراجعة

أولاً: نموذج ماركويتز (نظرية المحفظة)

1- التعريف بالنموذج:¹

لقد قام " ماركويتز " بوضع أسس نموذجيه من خلال مقال له نشر سنة 1952 م، بحيث يعرف نموذج ماركويتز على أنه نموذج معياري يعنى بالقرارات المالية الرشيدة التي يتخذها المستثمرون لإيجاد التوازن بين عائد ومخاطرة الاستثمار في موجودات معينة مادية أو مالية. ويصف هذا النموذج المستثمر بالرشد، إذ يسعى لاختيار الاستثمار الأمثل من بين البدائل المتاحة له، كما يستند ذات النموذج على الأسس النظرية الاقتصادية في تفسير سلوك المستهلك والمرتبطة بالمنفعة ومنحنيات السواء بهدف تفسير سلوك المستثمر في المحافظ الاستثمارية.

وعليه فإنّه طبقاً للنظرية الاقتصادية نجد أنّ المستهلك يهدف إلى الموازنة بين منفعته وسعر شرائه لسلعة معينة بهدف الحصول على أكبر قدر ممكن من المنفعة في حدود دخل محدود، علماً أنّ المستهلك يتّبع مبدأ الرشادة الاقتصادية لبناء محفظته المالية، وبهذا يصبح المستثمر الرشيد هو المستثمر الذي يوازن بين العائد والمخاطرة للاستثمارات البديلة ليحصل على أكبر عائد وأقلّ مخاطرة ممكنة في حدود موارده المتاحة.

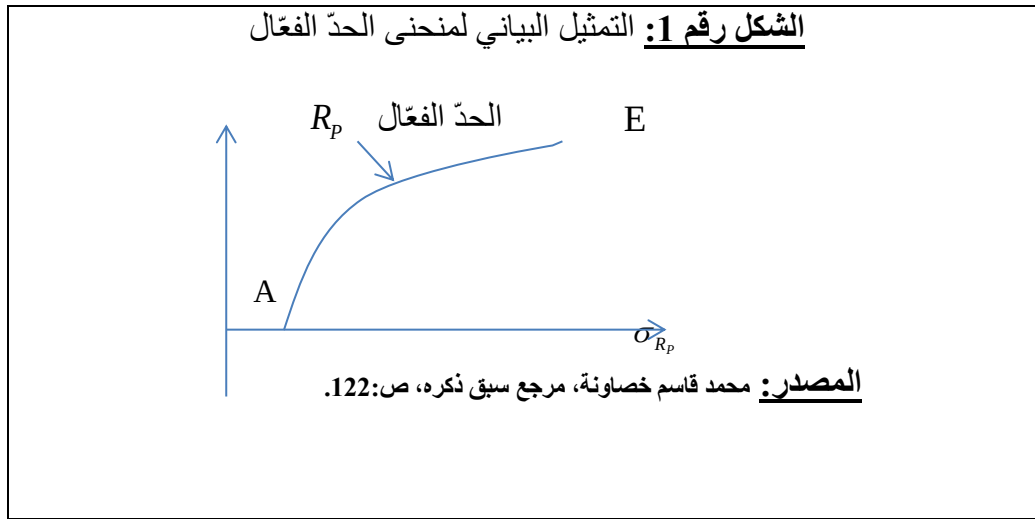
¹ فلاح حسن الحسني ومؤيد عبد الرحمان الدوري، إدارة البنوك: مدخل كمي استراتيجي معاصر، دار وائل للنشر والتوزيع، فلسطين، 2000، ص:

2-فرضيات النموذج:1

- * تقوم نظرية المحفظة على عدّة فرضيات أساسية ، من أهمّها مايلي:
- * يهدف المستثمر إلى تعظيم المنفعة المتوقعة لفترة واحدة، كما يعكس منحنى المنفعة الخاص بالمستثمر تناقص المنفعة الحدية لثروته.
- * ينظر المستثمر إلى البدائل الاستثمارية من منظور التوزيع الاحتمالي للعائد المتوقع من الاستثمار عبر الزمن.
- * يستند القرار الاستثماري على متغيرين أساسيين هما العائد والمخاطرة ويعتبر منحنى المنفعة دالة للعائد المتوقع وأيضا للانحراف المعياري للعائد.
- * إنّ محفظة "ماركويتز" تتكوّن من أصول مالية خطرة فقط.
- * ينظر المستثمر إلى كلّ المخاطر على أساس كونها تقلّب في العائد المتوقع.
- * يقوم المستثمر بتشكيل محفظته المالية بالاعتماد على موارده الذاتية.
- * إنّ المستثمر يقيم البدائل الاستثمارية على أساس تغطية المخاطر.
- بمعنى أنّه إذا كان المستثمر في مفاضلة بين بديلين استثماريين يتولّد عنهما نفس العائد ، فسوف يختار أقلّها مخاطرة وفي ذات السياق نجد أنّ المفاضلة بين إقتراحين لهما نفس المستوى من المخاطر ، سوف يسفر الإختيار على أعلاهما عائداً.

3- بناء النموذج:

اعتمادا على الفرضيات أعلاه، خلص ماركويتز إلى إمكانية بناء توليفات من الأصول المالية على أساس العائد والمخاطرة ، ومن بين هذه التوليفات توجد توليفة مهيمنة تسمى بالحدّ الفعّال تحقّق أقصى عائد في ظلّ مستوى معيّن من المخاطرة وتحقق أدنى مخاطر على مستويات مختلفة من العوائد المتوقعة، وعليه فإنّ مجموعة المحافظ التي تقابل هذين الشرطين يطلق عليها بالحدّ الفعّال² ويمكن تمثيله بيانيا كما يلي:



بعد أن تمّ تحديد الحدّ الفعّال، والذي يمثل في الشكل أعلاه المنحنى الممتد من النقطة A إلى النقطة E، يبقى الآن تحديد أيّ من تلك المحافظ الواقعة على الحدّ الفعّال سيختار المستثمر، أي ماهي المحفظة التي تمثل المحفظة المثلى لمستثمر معيّن.

لتحديد المحفظة المثلى لمستثمر معيّن استعان ماركويتز بالمفاهيم الاقتصادية والمتعلقة بالمنفعة الكلية والحدية ومنحنيات السواء. وفيما يلي توضيح لمراحل الوصول إلى تحديد المحفظة الاستثمارية المثلى:

1-3- المنفعة الكلية والمنفعة الحدية:

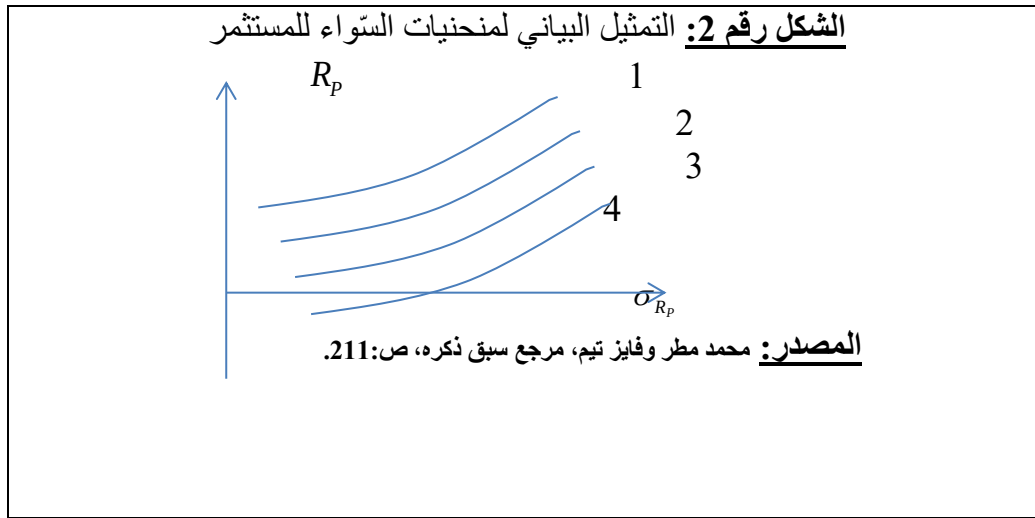
¹ فلاح حسن الحسني، نفس المرجع أعلاه، ص: 105.

² عباس كاظم الدغمي، مرجع سبق ذكره، ص: 228.

يقصد بالمنفعة الكلية ذلك المستوى من الاشباع الكلي الذي يحققه المستهلك في استهلاك عدد من الوحدات من سلعة أو خدمة ما خلال فترة زمنية معينة. أما المنفعة الحدية فهي تعبر عن كل زيادة تطرأ على المنفعة الكلية نتيجة استهلاك وحدة واحدة إضافية من سلعة أو خدمة محددة، وهذا ما يقودنا إلى قانون تناقص المنفعة الحدية، أي كلما زاد الاستهلاك بوحدة واحدة إضافية انخفضت قيمة المنفعة الحدية أو تددت قيمة الاشباع لكل وحدة، فمثلاً: لو كان أحد سائر في الصحراء ولم يكن لديه ماء، فإذا حصل على الماء فإن أول جرعة من الماء لا تقدر بثمن، والجرعة الثانية تكون قيمتها أقل وهكذا حتى تصبح آخر جرعة بدون قيمة، وأما إذا زادت الجرعات عن حاجته فتصبح قيمة المنفعة الحدية سالبة.¹ ولقد استفاد ماركويتز من مفهوم المنفعة الحدية في تطبيق نظرية المحفظة اعتماداً على العلاقة بين العائد والمخاطرة والمنفعة الحدية للعائد على الاستثمار، إذ يوجد لكل مستثمر منحنى منفعة معين يوضح ميله وسلوكه اتجاه عائد الاستثمار واتجاه المخاطر التي تحقق له أكبر إشباع ممكن. ويمكن أن نصل إلى معرفة رغبات المستثمر عن طريق جداول المنافع بالنسبة للمستثمر وهذا ما يتطلب رسم منحنيات السواء للمستثمر.²

2-3- منحنيات السواء:

تعكس منحنيات السواء درجة تفضيلات أو سلوك المستهلك من خلال المقايضة بين مجموعة تراكيب من السلع، حيث أنه لا يوجد فرق للمستهلك بين أن يستهلك 4 تفاحات و 3 برتقالات وبين أن يستهلك 6 تفاحات و برتقالة واحدة وهكذا. ويقصد بمنحنيات السواء للمستثمر أنه لا فرق للمستثمر الذي يمثل المنحنى بين مختلف التراكيب الموجودة على المنحنى، حيث تضم خريطة السواء عدداً لا متناهياً من منحنيات السواء وأن لكل مستثمر في العادة خريطة سواء يمثل فيها منحنى السواء الأعلى درجة إشباعاً أعلى، وكلما كان ميل منحنى السواء أكبر كلما كانت اتجاهات المستثمر فيما يتعلق بالمخاطرة أكثر سلبية.³ والشكل التالي يمثل منحنيات السواء للمستثمر:



يمثل الشكل أعلاه خريطة سواء لمستثمر معين والتي تعكس ميوله أو سلوكه في مقايضة العائد بالمخاطرة، وكما يظهر فيه تتجه منحنيات السواء من أسفل إلى أعلى ومن اليسار إلى اليمين لتعكس العلاقة الطردية بين العائد والمخاطرة والتي من مفادها أن يطلب المستثمر عائداً أعلى مقابل أية زيادة في درجة المخاطرة. كما يوضح الشكل أعلاه أيضاً أن مستوى الاشباع في منحنيات السواء متدرج من أعلى إلى أسفل، بمعنى أنه إذا لم يحصل مستثمر معين على محفظته المثلى على منحنى السواء رقم 1 مثلاً، سيضطر حينئذٍ للتنازل والبحث عنها على منحنى السواء رقم 2 وهكذا.⁴

3-3- المحفظة الاستثمارية المثلى:

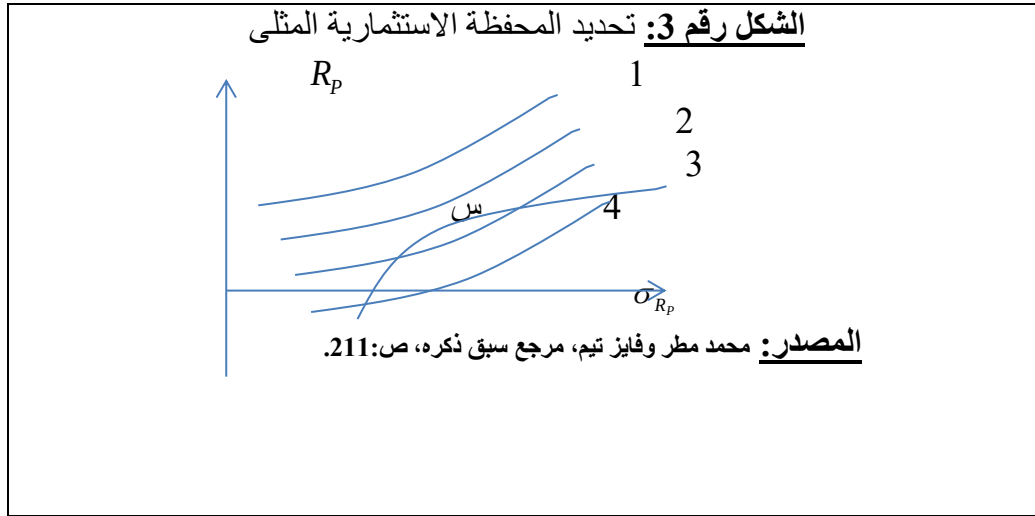
¹ غازي فلاح المومني، مرجع سبق ذكره، ص: 89-90.

² دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص: 156.

³ محمد قاسم خصاونة، مرجع سبق ذكره، ص: 123.

⁴ محمد مطر وفايز تيم، مرجع سبق ذكره، ص: 211.

استناداً إلى ما تقدّم من عرض لمفهوم الحدّ الفعّال، المنفعة ومنحنيات السّواء، فإنّ المحفظة الاستثمارية المثلى تتحدّد عند نقطة تماس أحد منحنيات السّواء للمستثمر مع منحنى الحدّ الفعّال.¹ وهذا ما يبيّنه الشكل الموالي:



من خلال الشكل أعلاه، فإنّ النقطة س تتحدّد عندها المحفظة الاستثمارية لمستثمر معيّن، وعليه فإنّه يمكن القول أنّ مفهوم المحفظة الاستثمارية المثلى هو مفهوم نسبي، فما يكون مثالي لدى مستثمر معيّن ليس بالضرورة أن يكون مثالياً لدى مستثمر آخر.² وفي الأخير يمكن تعريف المحفظة الاستثمارية المثلى على أنّها تلك المحفظة التي تستطيع إدارتها اختيار الأصول المالية التي تحقق أكبر عائد ممكن بأقلّ المخاطر.³

مثال 1:

لدينا خمسة محافظ استثمارية: A، B، C، D، و E بمعدّلات عائد ومخاطرة كما يلي:

المخاطرة	معدّل العائد	المحافظ الاستثمارية
0,05	0,01	A
0,2	0,15	B
0,25	0,2	C
0,1	0,15	D
0,25	0,1	E

المطلوب: رسم منحنى الحدّ الفعّال وتوضيح قواعد الهيمنة في اختيار المحفظة المثلى؟

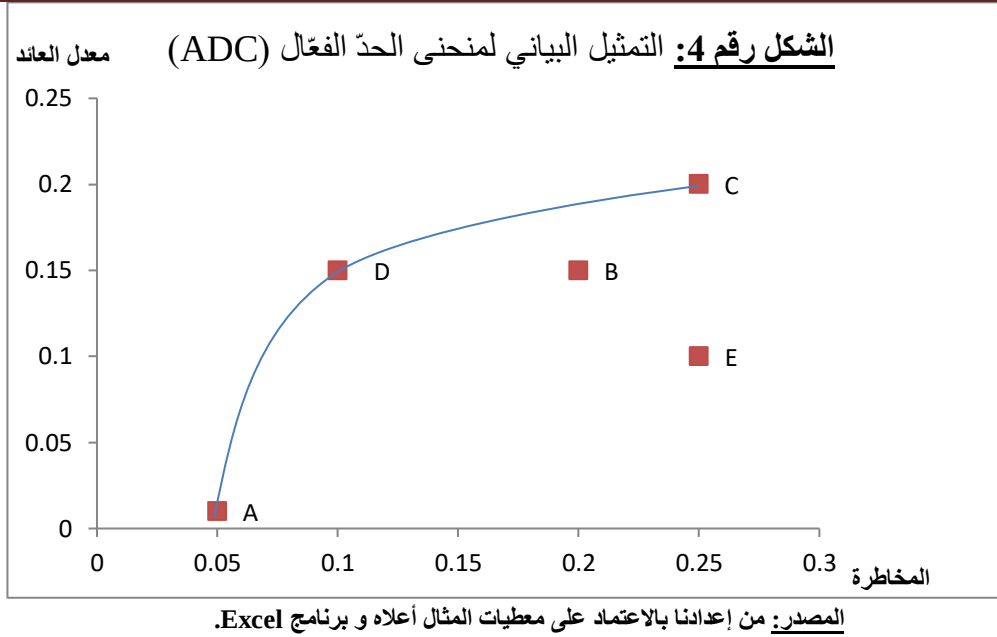
الحل:

بهدف رسم منحنى الحدّ الفعّال، سنختار المحافظ الاستثمارية التي تحقق أكبر عائد من أجل نفس مستويات المخاطرة، كما سنختار المحافظ الاستثمارية التي تحقق أدنى مستوى من المخاطرة في حالة تساوي العوائد. وعليه سيتم انتقاء المحفظة C على حساب المحفظة E، وذلك كون المخاطرة نفسها ولكنّ عائد المحفظة C أكبر من عائد المحفظة E. وكذلك يمكن الاستغناء عن المحفظة B واختيار المحفظة D، وذلك بسبب أنّ العائد نفسه وأنّ مخاطرة المحفظة D أقلّ من مخاطرة المحفظة B. وهكذا، فإنّ المنحنى (ADC) يمثل منحنى الحدّ الفعّال وهو المنحنى الذي يمرّ بين المحافظ الاستثمارية A، D، و C على الترتيب، وفيما يلي التمثيل البياني لهذا المنحنى:

¹ محمد مطر وفايز تيم، نفس المرجع أعلاه، ص: 212.

² محمد قاسم خصاونة، مرجع سبق ذكره، ص: 121.

³ دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص: 162.



أمّا إذا أردنا أن نحدّد ما هي المحفظة الاستثمارية المثلى، لا بدّ من الرجوع لمنحنيات السّواء ورسم منحنى الحدّ الفعّال أعلاه مع منحنيات السّواء، بحيث يكون أفضل اختيار للمستثمر (المحفظة الاستثمارية المثلى) عند نقطة تماس منحنى الحدّ الفعّال مع أحد منحنيات السّواء.

ثانياً: نموذج تسعير الأصول المالية

1- التعريف بنموذج تسعير الأصول المالية:

يعدّ نموذج تسعير الأصول المالية امتداداً لنظرية المحفظة التي أسّسها ماركويتز، بحيث تعود جهود تطوير هذا النموذج إلى الباحث شارب (W.Sharpe) وذلك سنة 1964م، حيث حاز آنذاك على جائزة نوبل للاقتصاد تقديراً لجهوده في صياغة ذلك النموذج. ويعتبر نموذج تسعير الأصول المالية من النماذج الرائدة في أسواق رؤوس الأموال كوسيلة تستخدم من قبل إدارة المحافظ الاستثمارية لتحليل العلاقة بين العائد والمخاطرة، بحيث أنّ المخاطرة التي يعتمدها هذا النموذج هي المخاطرة المنتظمة التي تتأثر بالظروف العامّة للسوق ولا يمكن إلغائها أو تفاديها بأيّ طريقة من الطرق والتي تعتمد معامل بيتا مقياساً لها.¹

كما يعدّ خط سوق الأوراق المالية بمثابة الخط البياني لتمثيل نموذج تسعير الأصول المالية الذي يقوم على مبدأ العلاقة بين العائد والمخاطرة، وأنّ العائد المطلوب على الاستثمار في أصل مالي معيّن أو محفظة استثمارية معيّنة يتكوّن من جزأين أساسيين هما:²

- العائد الخالي من المخاطرة باعتباره الحدّ الأدنى من العائد الذي يمكن تحقيقه دون مخاطر تذكر.
- علاوة المخاطرة باعتبار الاستثمار يحقق عائداً أكثر من العائد الخالي من المخاطرة، وتتحقّق هذه العلاوة بسبب قبول المستثمر بأن يتحمّل مستوى معيّن من المخاطر.

2- فرضيات نموذج تسعير الأصول المالية:

- يقوم نموذج تسعير الأصول المالية على مجموعة من الفرضيات كما يلي:
- كل الأصول المالية المتداولة في السوق قابلة للتجزئة مع السماح بالبيع على المكشوف. بالإضافة إلى انعدام تكاليف تنفيذ صفقات شراء وبيع الأصول المالية كالعمولات أو الرسوم وعدم وجود ضرائب على الدخل الناتج من الاستثمار في الأصول المالية للمحفظة.³
 - تجانس توقّعات المستثمرين فيما يخصّ العوائد المتوقّعة ومخاطر المحافظ الاستثمارية. كما أنّ جميع المستثمرين في السوق يستطيعون تشكيل المحفظة الاستثمارية التي يرونها المثلى بالنسبة لهم.⁴

¹ محمد قاسم خصاونة، مرجع سبق ذكره، ص: 125.

² دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص: 200.

³ P.Alphonse et autres, *gestion de portefeuille et marchés financiers*, édition Pearson Education, Paris, 2010, p: 96

⁴ P.Alphonse et autres, *ibid*, p: 96.

- لا توجد سيطرة على السوق من قبل المستثمرين في الأصول المالية، وذلك مهما بلغت مبيعاتهم أو مشترياتهم، أي هناك منافسة كاملة في السوق ولا يوجد فرد أو مجموعة تستطيع السيطرة على الأسعار في السوق. كما أنّ المستثمر في السوق يعتمد في قراره الاستثماري على عائد الأصل المالي وأيضا على مقدار المخاطرة المتحملة عن ذلك الأصل.¹
- جميع المستثمرين في السوق يستطيعون إقراض أو اقتراض أيّ مقدار من المال وبسعر فائدة يكون مساويا لمعدل العائد الخالي من المخاطرة (R_f) .²

3- استخدامات نموذج تسعير الأصول المالية:³

يستعمل نموذج تسعير الأصول المالية في ما يلي:

3-1- حساب تكلفة التمويل (معدل العائد المطلوب):

يعدّ تقدير تكلفة التمويل أو معدل العائد المطلوب على حق الملكية من الاستخدامات الأساسية لنموذج تسعير الأصول المالية، فهو من بين أفضل النماذج في حساب هذا المؤشر المالي، ويعود السبب في ذلك إلى أنّ حساب تكلفة التمويل بموجب هذا النموذج يأخذ بعين الاعتبار مخاطرة الظروف الاقتصادية العامة، وهذا لا يوجد في غيره من النماذج الأخرى. وتكتسي تكلفة التمويل المقدّرة وفقا لذات النموذج أهمية كبيرة عند اتخاذ مختلف القرارات المالية، لأنها تمثل أدنى حدّ من العائد المطلوب تحقيقه من وراء اتخاذ أيّ قرار مالي، حيث يجب إعادة النظر في القرارات المالية التي لا يتولّد عنها عائد يفوق أو يساوي الحدّ الأدنى لمعدل العائد المطلوب لتلك القرارات. لأنّ ذلك يعني أنّ نتيجة نشاط الشركة سوف لا تمكّنها من الاستمرار ومجاراة التغييرات البيئية، بل ستؤول إلى الهدر والضياع في مواردها المالية، وبالنتيجة التبيد في ثروة المالكين.

3-2- المفاضلة بين الهياكل المالية:

عند المفاضلة بين الهياكل المالية، فإنّه من البديهي اختيار ذلك الهيكل المالي الذي يحقق أقلّ معدل لتكلفة التمويل، أو ذلك الذي يحقق أكبر فرق موجب بين معدل العائد المتوقع والمطلوب، لذا تقتضي عملية المفاضلة بين الهياكل المالية البديلة قياس معدل العائد المتوقع عند كل هيكل مالي من هذه الهياكل، وكذلك معدل العائد المطلوب ومستوى المخاطرة المصاحبة له، وبالتالي الموازنة بين المخاطرة والعائد باعتبارهما الأساس في تحديد الهيكل المالي الأمثل.

3-3- اتخاذ قرارات الانفاق الاستثماري:

يساعد نموذج تسعير الأصول المالية كذلك على اتخاذ مختلف قرارات الانفاق الاستثماري، حيث أنّ قرار قبول أو رفض أيّ اقتراح استثماري يتوقّف على صافي القيمة الحالية للتدفقات النقدية لذلك الاقتراح، أي أنّه يتوقّف على حجم التدفقات النقدية المتولّدة عنه وعلى تكلفة الأموال التي ستستخدم في التمويل. ويعاب على الطريقة التقليدية في تقدير صافي القيمة الحالية أنّها لم تأخذ بعين الاعتبار أثر المخاطرة، وهذا ما استدركه نموذج تسعير الأصول المالية، حيث أنّ صافي القيمة الحالية يحدّد موزونا بمستوى المخاطر الناجمة عن اتخاذ قرار استثماري معيّن.

4- مراحل بناء نموذج تسعير الأصول المالية:

تدلّنا نظرية المحفظة لماركوفيتز أنّ لكلّ مستثمر منحنى حدّ فعّال، وذلك بسبب الاختلاف في التوقّعات فيما يخصّ العائد والمخاطرة، ولكن عند معرفة أنّ المستثمر يستطيع أن يقرض أو يقترض دون مخاطرة، فإنّ ذلك المنحنى الفعّال لماركوفيتز يحدث عليه تغيير رئيسي بحيث يتحوّل إلى خط مستقيم، ومن هنا برزت بواحد نموذج تسعير الأصول المالية في شكل نموذج عرف بالنموذج المبسّط لتسعير الأصول المالية أو نموذج خط سوق رأس المال، ليطوّر هذا الأخير بعد ذلك إلى نموذج خط سوق الأوراق المالية الذي يعبّر عن الشكل المتعارف عليه لنموذج تسعير الأصول المالية.⁴ وفيما يلي شرح لهذين النموذجين:

¹ غازي فلاح المومني، مرجع سبق ذكره، ص: 180.

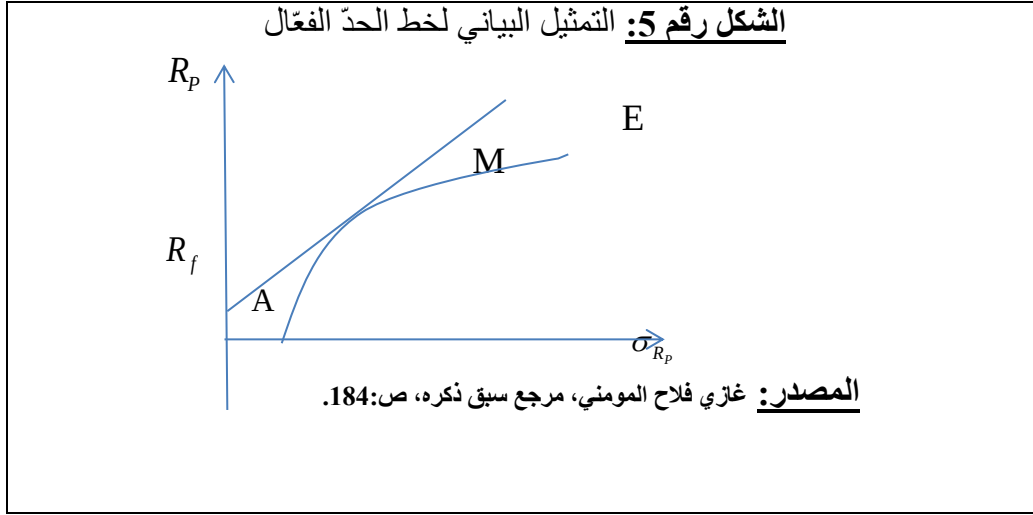
² غازي فلاح المومني، مرجع سبق ذكره، ص: 180.

³ محمد علي إبراهيم العامري، مرجع سبق ذكره، ص: 33-34.

⁴ غازي فلاح المومني، مرجع سبق ذكره، ص: 181.

1-4- نموذج خط سوق رأس المال:

في ظلّ هذا النموذج يتوقّع أن يتحوّل منحنى الحدّ الفعّال إلى خط مستقيم يمثل العلاقة بين العائد المتوقع والمخاطرة للمحافظ الفعّالة التي تقع عليه، معتمداً مقياس الانحراف المعياري لقياس المخاطرة،¹ كما يوضحه الشكل الموالي:



الشكل
منحنى
الحدّ

يمثل
أعلاه
الحدّ

(AE)

نأخذ بعين الاعتبار فرضية تجانس توقعات المستثمرين و تماثل ظروف الاقتراض والاقتراض، حيث أنّه إذا كانت توقعات المستثمرين متجانسة ويخضعون لنفس معدّل الاقتراض والاقتراض بسعر فائدة يكون مساوياً لمعدّل العائد الخالي من المخاطرة، يتحوّل منحنى الحدّ الفعّال إلى الخط المستقيم (R_f, M) ، ولذلك فإنّه عند الجمع بين أصول مالية عديمة المخاطرة ومجموعة من الأصول المالية الخطرة يتاح للمستثمر مجموعة من فرص الاستثمار التي تقع على خط مستقيم يبدأ من نقطة تقاطع هذا الخط مع المحور العمودي لمعدّل العائد، حيث تمثل المحافظ التي تقع على ذات الخط المستقيم محافظ أكثر فعالية من تلك التي تقع على المنحنى (AE) ما عدا المحفظة M، فهي محفظة مشتركة وهي أفضل الموجود حيث أنّها تحقق عائداً عالٍ بمخاطر قليلة، ولذلك سيحاول أيّ مستثمر أن يتحوّل من أيّ نقطة على المنحنى (AE) إلى النقطة M بما أنّها الأفضل بين النقاط الموجودة ليحقق أعلى عائد بأقل مخاطرة، وذلك عن طريق الاقتراض بنفس معدّل الاقتراض، وهكذا يتحقق التوازن في سوق رأس المال لتصبح المحفظة M شاملة لكل الاستثمارات الكفأة المتداولة في السوق، ولذلك تدعى بمحفظة السوق أو المحفظة المثلى.² وليعبّر الخط المستقيم (R_f, M) عن التمثيل البياني لخط سوق رأس المال (CML) والذي يمتدّ بالخط المستقيم من نقطة العائد الخالي من المخاطرة إلى المحفظة المثلى في النقطة M، ويعطى بالصيغة التالية:³

$$R_p = R_f + \frac{R_m - R_f}{\sigma_{R_m}} \times \sigma_{R_p}$$

حيث أنّ:

R_p : العائد المتوقع للمحفظة الاستثمارية.

R_f : العائد الخالي من المخاطرة.

R_m : العائد المتوقع للسوق.

σ_{R_m} : الانحراف المعياري لعائد السوق.

σ_{R_p} : الانحراف المعياري لعائد المحفظة الاستثمارية (المخاطرة الكلية للمحفظة الاستثمارية)

¹ غازي فلاح المومني، نفس المرجع أعلاه، ص: 181.

² غازي فلاح المومني، مرجع سبق ذكره، ص: 184-185.

³ دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص: 195.

انطلاقاً من النموذج أعلاه، يمكن استخلاص أنه إذا كانت المحفظة الاستثمارية التي تقع على خط سوق رأس المال تتكوّن من أصول خالية من المخاطر فقط، فإنّ معدل العائد المتوقّع وفقاً لنموذج خط سوق رأس المال سيكون عند العائد الخالي من المخاطرة. أمّا إذا تشكّلت المحفظة الاستثمارية الواقعة على خط سوق رأس المال من أصول لها مخاطر، فالمستثمر يتوقّع هنا الحصول على عائد إضافي يسمّى بعلاوة المخاطرة والتي يمكن حسابها كما يلي:¹

$$PR = R_m - R_F$$

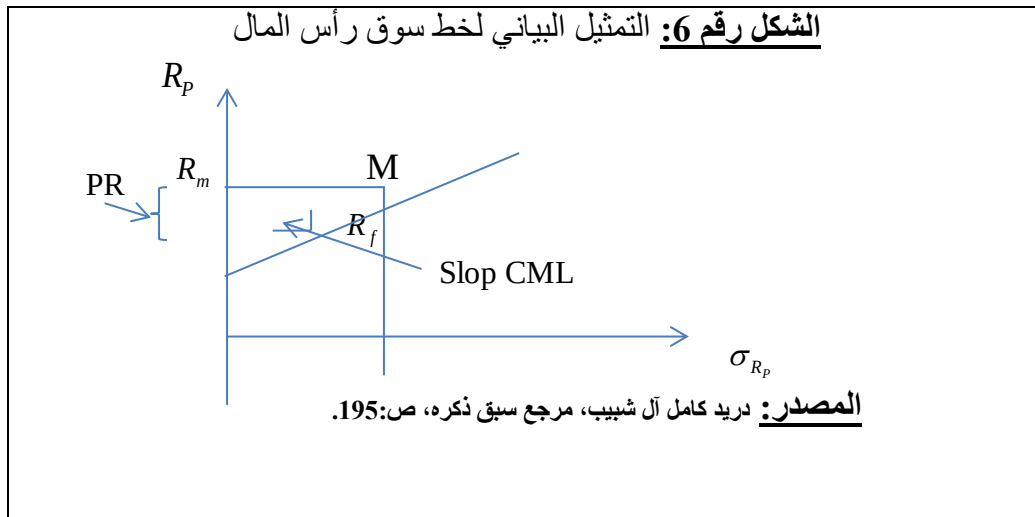
مع أنّ:

PR: تمثل علاوة المخاطرة.

كما أنّه، إذا كانت σ_{R_m} هي مخاطرة محفظة السوق، فإنّ ميل خط سوق رأس المال (Slop CML) يستخرج وفقاً للمعادلة التالية:

$$\text{Slop CML} = \frac{R_m - R_F}{\sigma_{R_m}}$$

وهذا ما يوضّحه تمثيل نموذج خط سوق رأس المال في الشكل التالي:



مثال 2:

إذا كان معدل العائد الخالي من المخاطرة 3% وكان العائد المتوقّع لمحفظة السوق 7% والانحراف المعياري لعائد محفظة السوق 16% والانحراف المعياري لعائد المحفظة الاستثمارية المختارة 6%.
المطلوب: قدر (ي) معدل العائد الذي يجب أن تحقّقه المحفظة الاستثمارية المختارة مع استخراج ميل خط سوق رأس المال؟

الحل:

تقدير معدل العائد الذي يجب أن تحقّقه المحفظة الاستثمارية المختارة:
نعلم أنّ:

$$R_p = R_f + \frac{R_m - R_F}{\sigma_{R_m}} \times \sigma_{R_p}$$

¹ دريد كامل آل شبيب، نفس المرجع أعلاه، ص: 192-193.

$$\Rightarrow R_p = 3 + \frac{7-3}{16} \times 6$$

$$\Rightarrow R_p = 4,5\%$$

وهذا يعني أنه إذا حققت المحفظة المختارة أعلاه عائداً أقل من 4,5%، فإنها تعدّ محفظة غير فعّالة.

✍ استخراج ميل خط سوق رأس المال:
لدينا :

$$Slop\ CML = \frac{R_m - R_F}{\sigma_{R_m}}$$

$$\Rightarrow Slop\ CML = \frac{7-3}{16}$$

$$\Rightarrow Slop\ CML = \frac{1}{4}$$

وهذا يعني أنّ المستثمر في المحفظة المختارة أعلاه يحصل على عائد إضافي مقداره ربع وحدة مقابل كل وحدة إضافية يتحمّلها من المخاطرة.

2-4- نموذج خط سوق الأوراق المالية:

بخلاف نموذج خط سوق رأس المال الذي يحدّد العلاقة بين العائد المتوقع والمخاطرة للمحافظ الفعّالة اعتماداً على الانحراف المعياري كمقياس للمخاطرة، فإنّ نموذج خط سوق الأوراق المالية يعبر عن معادلة نموذج تسعير الأصول المالية والتي تصف العلاقة بين العائد المتوقع والمخاطرة المنتظمة لكلّ المحافظ الفعّالة وغير الفعّالة مقاسة بمعامل بيتا، حيث أنّه بافتراض التنويع الكامل للمحافظ الاستثمارية، يمكن التخلّص من المخاطرة غير المنتظمة.¹ وعليه تعطى صيغة خط سوق الأوراق المالية والتي تتمثل في نفس الوقت معادلة نموذج تسعير الأصول المالية وفقاً للمعادلة التالية:²

$$R_i = R_f + \beta_i \times (R_m - R_f)$$

مع أنّ:

R_i : العائد المتوقع للأصل المالي i.

R_f : العائد الخالي من المخاطرة.

R_m : العائد المتوقع للسوق.

β_i : معامل بيتا للأصل المالي i.

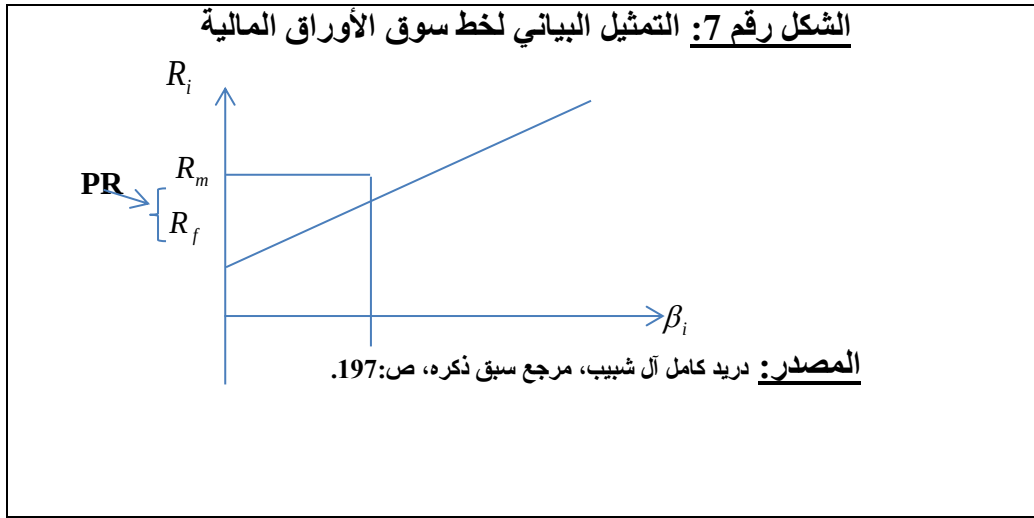
$(R_m - R_f)$: علاوة المخاطرة.

يتّضح لنا من المعادلة أعلاه أنّ العائد المتوقع لأصل مالي معيّن أو لمحفظة استثمارية معيّنة سيتكوّن من العائد الخالي من المخاطرة بالإضافة إلى حاصل ضرب علاوة المخاطرة بمعامل بيتا للأصل المالي أو للمحفظة الاستثمارية. كما يتبيّن من ذات المعادلة أنّ العلاقة بين العائد المتوقع من الاستثمار في أصل معيّن أو

¹ غازي فلاح المومني، مرجع سبق ذكره، ص: 188.

² دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص: 196.

في محفظة استثمارية معينة و المخاطر الناجمة عنه هي علاقة خطية و طردية، بحيث أنه كلما تحمّل المستثمر مخاطر أكبر يتوقع أن يحصل على عائد أكثر. وهكذا، فإنه لتمثيل معادلة خط سوق الأوراق المالية بيانيا سيعبر المحور العمودي عن معدل العائد المتوقع، في حين سيمثل المحور الأفقي مستوى المخاطرة مقاسا بمعامل بيتا. وهذا ما يوضّحه الشكل الموالي:



مثال 3:

إذا كان معامل بيتا لأصل مالي معين 1,2 وكان معدل العائد الخالي من المخاطرة 1% والعائد المتوقع لمحفظة السوق 9%.

المطلوب: حدّد (ي) معدل العائد الذي يجب أن يحققه الأصل المالي أعلاه؟ وهل سيقوم المستثمر بشراء المزيد منه أو سيبيعه أو سيحتفظ به؟

الحل:

لدينا:

$$R_i = R_f + \beta_i \times (R_m - R_f)$$

$$\Rightarrow R_i = 1 + 1,2 \times (9 - 1)$$

$$\Rightarrow R_i = 10,6\%$$

وهذا يعني أن الاستثمار في الأصل المالي أعلاه سيحقق عائدا قدره 10,6%، كما أن المستثمر سيقرّر شراء المزيد من ذات الأصل المالي لأنّ العائد المتوقع عليه أكبر من عائد محفظة السوق، وذلك كون أن معامل بيتا للأصل المالي أكبر من الواحد الصحيح. في حين أنه إذا كان معامل بيتا لأصل مالي معين أقلّ من الواحد، فإنّ العائد المتوقع على ذلك الأصل المالي سيكون أصغر من عائد محفظة السوق، وسيقرّر المستثمر بيعه. أمّا في حالة معامل بيتا للأصل المالي يساوي الواحد، فإنّ العائد المتوقع على ذلك الأصل المالي سيكون مساويا لعائد محفظة السوق وسيتخذ المستثمر قرار الاحتفاظ به.

والجدير بالذكر هنا، إلى أنه يمكن تطبيق نموذج تسعير الأصول المالية أيضا على المحافظ الاستثمارية، وذلك في اتخاذ قرار الاستثمار في محفظة معينة أو المقارنة بين مجموعة من المحافظ الاستثمارية، كما يوضّحه المثالين المواليين:

مثال 4:

إذا كان معامل بيتا لمحفظة استثمارية معينة 0,9 وكان معدل العائد الخالي من المخاطرة 2% والعائد المتوقع لمحفظة السوق 14%.

المطلوب: قدر (ي) معدل العائد المتوقع للمحفظة الاستثمارية أعلاه؟

الحل:

نعلم أن:

$$R_p = R_f + \beta_i \times (R_m - R_f)$$

$$\Rightarrow R_p = 2 + 0,9 \times (14 - 2)$$

$$\Rightarrow R_p = 12,8\%$$

أي أن الاستثمار في المحفظة الاستثمارية أعلاه سيحقق عائدا قدره 12,8%، وهو أقل من عائد محفظة السوق، وذلك كون أن معامل بيتا للمحفظة أصغر من الواحد. وعليه فإن المستثمر سيقدر بيع محفظته الاستثمارية أو مراجعتها بحيث يقوم بالتنازل عن الأصول المالية التي كانت السبب في انخفاض العائد المتوقع للمحفظة الاستثمارية عن عائد السوق واستبدالها بأصول أخرى أكثر ربحية.

مثال 5:

لتكن محفظتين استثماريتين A و B، فإذا كان معامل بيتا للمحفظة الاستثمارية A يقدر بـ 1,3 وللحفظ B يقدر بـ 0,7، وكان معدل العائد الخالي من المخاطرة 5% والعائد المتوقع لمحفظة السوق 15%.

المطلوب: أي المحفظتين سيختار المستثمر وفقا لنموذج تسعير الأصول المالية؟

الحل:

حساب العائد المتوقع للمحفظة الاستثمارية A:

لدينا:

$$R_p = R_f + \beta_i \times (R_m - R_f)$$

$$\Rightarrow R_{pA} = 5 + 1,3 \times (15 - 5)$$

$$\Rightarrow R_{pA} = 18\%$$

حساب العائد المتوقع للمحفظة الاستثمارية B:

لدينا:

$$R_p = R_f + \beta_i \times (R_m - R_f)$$

$$\Rightarrow R_{pB} = 5 + 0,7 \times (15 - 5)$$

$$\Rightarrow R_{pB} = 12\%$$

بناء على نتائج العائد المتوقع للمحفظتين الاستثماريتين A و B على الترتيب، فإن المستثمر سيختار المحفظة A، وذلك لأنها تحقق أكبر عائد متوقع.

وفي الأخير، يمكن القول أنه رغم أهمية نموذج تسعير الأصول المالية في مجال الإدارة المالية، فإنه يعاب عليه اعتماده على عامل مؤثر واحد وهو معامل بيتا كمقياس للمخاطرة المنتظمة، بينما يثبت الواقع الميداني تأثير معدل العائد المتوقع للاستثمار في المحافظ الاستثمارية بمجموعة أخرى من العوامل مثل: معدل الضريبة، معدل التضخم،... إلخ. كما أن جملة الفرضيات التي ارتكز عليها ذات النموذج قد قللت من قيمته في الواقع الميداني، ولقد حاول نموذج تسعير المراجعة الذي أتى كبديل لنموذج تسعير الأصول المالية تدارك تلك النقائص.

ثالثا: نموذج تسعير المراجعة

1- التعريف بنموذج تسعير المراجعة:

يبحث نموذج تسعير المراجعة أيضا في العلاقة بين العائد والمخاطرة، وهو يعتبر نموذجا متمما لنموذج تسعير الأصول المالية، وقد وضع رويس (S.Ross) الأسس النظرية لهذا النموذج سنة 1976م معتمدا في تحليله على فكرة أنّ العائد المتوقع من الاستثمار في المحفظة الاستثمارية يتأثر بمجموعة من العوامل.¹

2- فرضيات نموذج تسعير المراجعة:

- يستند نموذج تسعير المراجعة على مجموعة من الفرضيات هي:²
- يفترض نموذج تسعير المراجعة بأنّ تداول الأصول المالية في السوق يكون في ظلّ أجواء المنافسة الكاملة.
- يساهم العديد من المحللين والمتعاملين بدور كبير في التأثير على أسعار الأصول المالية في ظلّ ظروف التأكد لزيادة الثروة.
- جميع المستثمرين في السوق يفضلون زيادة ثروتهم في ظروف التأكد.
- يمكن التعبير عن العائد المتوقع من الاستثمار في الأصول المالية كدالة خطية في مجموعة من العوامل أو المؤشرات الرئيسية.

3- استخدامات نموذج تسعير المراجعة:

كما هو الحال بالنسبة لنموذج تسعير الأصول المالية، فإنّ نموذج تسعير المراجعة يستخدم في حساب معدل العائد المطلوب على الاستثمارات المالية خاصة منها الأسهم العادية، كما يستعمل في عملية المفاضلة بين الهياكل المالية، إذ يتم اختيار الهيكل المالي الذي يحقق أقلّ معدل لتكلفة التمويل أو ذلك الذي يحقق أكبر فرق موجب بين معدل العائد المتوقع والمطلوب. ويساعد نموذج تسعير المراجعة أيضا على اتخاذ قرارات الانفاق الاستثماري التي تتوقف على صافي القيمة الحالية لحجم التدفقات النقدية المتولدة، حيث أنّ الطريقة التقليدية تهمل أثر المخاطرة في حساب صافي القيمة الحالية.³

4- صياغة نموذج تسعير المراجعة:

يستخدم نموذج تسعير المراجعة ما يسمّى بنموذج العوامل، أي أنّ هذا النموذج يعتمد في تحليله على مجموعة من العوامل الرئيسية تشمل عوامل اقتصادية عامة وأخرى خاصة بالمنشأة التي تصدر الأصول المالية، بحيث يمكن التعبير عن العلاقة بين معدل العائد المتوقع للاستثمار وتلك العوامل وفقا للصيغة التالية:⁴

$$R_i = \alpha_i + \beta_1 (facteur1) + \beta_2 (facteur2) + \dots + \beta_n (facteur n) + bruit_i$$

حيث أنّ:

R_i : العائد المتوقع للأصل المالي i.

α_i : العائد المتوقع للأصل المالي i، إذا كان معدل التغير في العوامل الرئيسية مساويا للصفر.

β_n : درجة حساسية العائد على الأصل المالي i للتغيرات في العوامل الرئيسية المؤثرة.

$facteur n$: مجموعة العوامل أو المؤشرات التي تؤثر على عوائد الأصول المالية.

$bruit_i$: تأثير العوامل المرتبطة بالمنشأة على العائد. (المخاطرة غير المنتظمة).

بناء على العلاقة السابقة لنموذج تسعير المراجعة، فإنّ العائد المتوقع لأصل مالي معيّن يتأثر بمجموعة من العوامل الرئيسية العامة (والتي تمثل المخاطر المنتظمة) ومجموعة من العوامل الخاصة بالمنشأة (والتي تمثل المخاطر غير المنتظمة). وعليه يمكن القول أنّه نموذج حافظ في تحليله على مقياس بيتا للمخاطر المنتظمة، شأنه

¹ محمد مطر وفايز تيم، مرجع سبق ذكره، ص: 227.

² دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص: 207.

³ محمد علي إبراهيم العامري، مرجع سبق ذكره، ص: 57.

⁴ محمد مطر وفايز تيم، مرجع سبق ذكره، ص: 227-228.

في ذلك شأن نموذج تسعير الأصول المالية. إلا أنه لم يستطع حذف أو استثناء تأثير مجموعة من العوامل العامة والخاصة على معدل العائد المطلوب للاستثمار. وما يعاب على نموذج تسعير المراجعة هو عدم تحديده بالتفصيل لتلك العوامل التي تتأثر بها عوائد الأصول المالية.¹

مثال 6:

فيما يلي بيانات عن مجموعة من العوامل المؤثرة على سهم معين متاح للتداول في سوق رأس المال:

سعر الفائدة	معدل التضخم	الرافعة المالية
0,03	0,04	0,8

المطلوب: احسب (ي) العائد المتوقع على السهم أعلاه باستخدام نموذج تسعير المراجعة؟ علما أن معدل العائد الخالي من المخاطرة يقدر بـ 2%، المخاطرة غير المنتظمة تعطى بـ 1% وأن درجة حساسية العائد على ذات السهم للتغيرات في العوامل أعلاه تعطى بـ : 0,03، 0,04 و 0,05 على الترتيب.

الحل:

لدينا:

$$R_i = \alpha_i + \beta_1 (facteur1) + \beta_2 (facteur2) + \dots + \beta_n (facteur n) + bruit_i$$

$$\Rightarrow R_i = 0,02 + 0,03 (0,03) + 0,04 (0,04) + 0,05 (0,8) + 0,01$$

وهذا يعني أن العائد المتوقع للاستثمار في

$$\Rightarrow R_i = 7,25\%$$

السهم أعلاه وفقا لنموذج تسعير المراجعة هو: 7,25%

خلاصة الفصل الرابع:

استنادا لما تم التطرق إليه في هذا الفصل، توصلنا إلى أنه في مجال الإدارة المالية بصفة عامة، وفي حيز إدارة المحافظ المالية بصفة خاصة، توجد عدة نماذج انصبّ اهتمامها على دراسة العلاقة بين عائد ومخاطرة المحافظ الاستثمارية، إذ يعدّ الباحث الأمريكي ماركويتز السّبق لبناء نموذج لتحديد تلك العلاقة، اشتهر بنظرية المحفظة، وذلك سنة 1952م، توصل من خلاله إلى تبيان أن العلاقة بين العائد والمخاطرة هي علاقة طردية، بحيث استعان في تحليله على الأسس الاقتصادية المتعلقة بالمنفعة ومنحنيات السّواء. كما عمل ماركويتز أيضا من خلال نمودجه على تعريف المحفظة الاستثمارية المثلى على أنها تلك المحفظة التي تستطيع إدارتها اختيار الأصول المالية التي تحقّق أكبر عائد ممكن بأقلّ المخاطر، إضافة إلى كونها محفظة خاصة بمستثمر معين، فما يكون مثالي لدى مستثمر معين ليس بالضرورة أن يكون مثاليا لدى مستثمر آخر.

وبعد مرور فترة من الزمن وبالتحديد سنة 1964م، قام الباحث شارب بتطوير النموذج السابق إلى نموذج احتلّ هو الآخر مكانة هامة في علوم المالية وإدارة المحافظ الاستثمارية، وهو نموذج تسعير الأصول المالية، الذي يؤيدّ ماركويتز في كون أن العلاقة بين العائد والمخاطرة هي علاقة طردية ويضيف على ذلك أنها علاقة خطية في ظلّ فرضيات معينة. كما يعتمد هذا النموذج مقياس بيتا لتقدير المخاطرة المنتظمة، وذلك بحجة أن المخاطرة غير المنتظمة يمكن تفاديها من خلال التنوع الجيد للأصول المالية داخل المحفظة الاستثمارية.

وتواصلت الأبحاث في هذا المجال إلى أن قام الباحث روس سنة 1976م بتطوير نموذج مكمل لنموذج تسعير الأصول المالية، عرف بنموذج تسعير المراجعة الذي يستند في تحليله إلى أن العائد المتوقع من

¹ محمد مطر وفايز تيم، مرجع سبق ذكره، ص: 228.

الاستثمار في المحفظة الاستثمارية يتأثر بمجموعة من العوامل الاقتصادية العامة وتلك الخاصة بالمنشأة المصدرة للأصول المالية، وليس فقط بمعامل بيتا كما ورد في النموذج السابق. إلا أنه يعاب أيضا على هذا النموذج تركه للحدود مفتوحة أمام تحديد تلك العوامل، فنجد رويس من خلال صياغته لنموذج تسعير المراجعة لم يحدد بدقة العوامل المؤثرة على العائد المتوقع من الاستثمار في أصل مالي معين أو في محفظة استثمارية معينة.

وفي الأخير يمكن القول أنه رغم العيوب التي ألحقت بكل نموذج من النماذج أعلاه إلا أنها تبقى الركائز الأساسية في تحديد العلاقة بين عائد ومخاطر المحافظ الاستثمارية.

تمهيد الفصل الخامس:

بعدما خصّصنا فصلنا الأوّل من هذه المطبوعة لدراسة بيئة الاستثمارات في المحافظ الاستثمارية وهي سوق رأس المال، وبعدما تطرّقنا كذلك في فصلنا الثاني، الثالث والرابع إلى الأصول المالية المتداولة في سوق رأس المال والتي تشكّل في نفس الوقت الأصول المكوّنة للمحفظة الاستثمارية، المفاهيم الأساسية للمحفظة الاستثمارية من تعريف، أنواع، عائد ومخاطرة المحفظة الاستثمارية ونماذج تحديد العلاقة بينهما، سنهتم في هذا الفصل بعرض الخطوات والسياسات المتبعة لإدارة المحافظ الاستثمارية، وذلك من خلال ثلاثة عناصر مقسّمة كما يلي:

أولاً: نشأة، تعريف وأهمية إدارة المحافظ الاستثمارية

ثانياً: خطوات وطرق إدارة المحافظ الاستثمارية

ثالثاً: السياسات المتبعة لإدارة المحافظ الاستثمارية والشركات المعنية بذلك

أولاً: نشأة، تعريف وأهمية إدارة المحافظ الاستثمارية

1- نشأة إدارة المحافظ الاستثمارية:

كما رأينا سابقاً، فإنّ أوّل من كتب عن المحافظ الاستثمارية هو المحلل الأمريكي ماركويتز سنة 1952م، ثم جاء بعده عدد من الدارسين الذين طوّروا أعماله أمثال: شارب، كورن ولنتنر... إلخ. ومع نهاية الخمسينات والستينات من القرن العشرين وظهر عدد كبير من البنوك، الشركات المالية وصناديق الاستثمار التي تهدف إلى تجميع المدّخرات من الأفراد الذين لا يملكون المعرفة والخبرة لإدارة تلك المدّخرات، وقع على عاتق تلك البنوك والشركات المالية وصناديق الاستثمار استغلال تلك المدّخرات استغلالاً أمثلاً، ومن هنا نشأت فكرة إدارة المحافظ الاستثمارية. إلّا أنّ عدداً معتبراً من مدراء تلك البنوك والشركات المالية غير المتخصّصين قاموا بجمع مبالغ كبيرة من المدّخرات ولم يحسنوا استغلالها بسبب أنّ هؤلاء المدراء غير متخصّصين في إدارة المحافظ الاستثمارية ولم يطبّقوا الأسس العلمية في ذلك، وهذا ما أدّى إلى خروج عدد كبير من المؤسسات من السوق وبقاء ونجاح المؤسسات التي كان يديرها مدراء متخصصون فقط. الأمر الذي حفّز الباحثين والدارسين في مجال المحافظ الاستثمارية على التركيز أكثر على إدارة المحافظ الاستثمارية، بحيث أصبح هذا الموضوع يشكّل أحد أهمّ مواضيع الإدارة المالية، وأصبحت كليات العلوم الاقتصادية، العلوم التجارية وعلوم التسيير في الجامعات في العالم تدرّس مقياس إدارة المحافظ الاستثمارية.¹

¹ غازي فلاح المومني، مرجع سبق ذكره، ص : 18.

2- تعريف إدارة المحافظ الاستثمارية:

تعرف عملية إدارة المحافظ الاستثمارية بكلمتي المحفظة والإدارة، فالمحفظة هي عبارة عن مجموعة من الأصول المالية، والتي يكون الهدف منها تنمية القيمة السوقية للمحفظة أو الحصول على أرباح هذه الأصول، أما الإدارة فيقصد بها هنا جميع النشاطات المتعلقة بمحاولة تحقيق الهدف المحدد للمحفظة وبشكل ملائم، والتي تشمل: التخطيط، التنظيم، التوجيه والرقابة.¹

كما يقصد بإدارة المحافظ الاستثمارية، تلك الأنشطة التي تعمل على جذب وتوظيف الموارد المالية بطريقة تؤدي إلى تعظيم تلك الموارد بشكل يتلاءم مع أهداف المحفظة الاستثمارية التي هي أساسا ترجمة لأهداف المستثمر. حيث أن طبيعة تلك الأنشطة تشمل كيفية الحصول على رأس مال المحفظة الاستثمارية وزيادته وتحديد أهداف المحفظة من عملية الاستثمار وحصر الأصول المالية والأدوات الأخرى التي تستثمر بها أموالها، وعادة ما تكون تلك الأدوات عبارة عن مجموعة من الأصول المالية، وعلى إدارة المحفظة الاستثمارية أن تدرس عددا من العوامل الرئيسية التي تعتبرها شروطا أساسية لقبول تلك الأصول، ثم عرض البدائل الاستثمارية في ضوء التحليلات والتنبؤات التي تقوم بها إدارة المحفظة الاستثمارية والعمل على اختيار الأصول المالية المناسبة بناء على العلاقة بين العائد والمخاطرة لكل أصل مالي، ثم بعد ذلك يتم توزيع رأس مال المحفظة على الأصول المالية المختارة بوزن نسبي يضمن تحقيق أقصى عائد بأقل مستوى من المخاطرة، وبذلك فإن مهمة إدارة المحفظة الاستثمارية كبيرة جدا لكونها تقرر اختيار التوقيت الملائم لاتخاذ قرار البيع والشراء للأصول المالية المكونة للمحفظة الاستثمارية وطبيعة المزج بين الأصول المالية المختارة.²

انطلاقا مما سبق، يمكن استخلاص أن المقصود من إدارة المحافظ الاستثمارية مجموعة الأنشطة التي تهدف إلى تعظيم القيمة السوقية للمحفظة الاستثمارية مع التخصيص الأمثل للموارد، بحيث تشمل تلك الأنشطة كل عمليات: التخطيط، التنظيم، التوجيه والرقابة، وهذا ما يسمح لمدير المحفظة بمراجعة المحفظة الاستثمارية باستمرار وتقليل الانحرافات عن الأهداف المسطرة إلى أدنى حد ممكن.

3- أهمية إدارة المحافظ الاستثمارية:

إن تطور الأدوات الاستثمارية وما تتطلبه من خبرات لإدارتها، إضافة إلى ارتفاع الفوائد المالية لدى الشركات والمستثمرين الأفراد وتطور مفاهيم الاستخدام الأمثل للفوائد المالية لدى مختلف الشركات بمختلف القطاعات وكذلك الحال لدى الأفراد، وتوسع عمل بنوك الاستثمار والصناديق المشتركة أدى إلى أن يكون ذلك سببا في ازدياد أهمية إدارة المحافظ الاستثمارية. كما أن طبيعة بعض الشركات مثل: شركات التأمين، المؤسسات غير الربحية، صناديق التقاعد وصناديق التوفير يتطلب تكوين محافظ استثمارية لاستثمار الفوائد من رؤوس أموالها.

بناء على الطرح أعلاه، فإن إدارة المحافظ الاستثمارية تكتسي أهمية بالغة، وذلك نظرا للأسباب التالية:

- ارتفاع السيولة والفوائد المالية لدى المستثمرين الأفراد والشركات.
- توسع نشاط صناديق الاستثمار ومحافظ المؤسسات المالية كشركات التأمين، البنوك ووحدات الضمان الاجتماعي، بالإضافة إلى تنوع الأدوات الاستثمارية المتاحة المحلية والدولية.
- الاهتمام بالاستثمار الأمثل للموارد المالية المتاحة.

ثانيا: خطوات وطرق إدارة المحافظ الاستثمارية

1- خطوات إدارة المحفظة الاستثمارية: (النموذج العالمي لبناء وإدارة المحافظ الاستثمارية)

لغرض نجاح عملية الاستثمار في المحفظة، لا بد من تحديد الخطوات الرئيسية التي يقوم بها مدير المحفظة الذي يريد القيام بإدارة أموال المستثمرين بكفاءة، وفيما يلي عرض لأهم تلك الخطوات:

¹ غازي فلاح المومني، نفس المرجع أعلاه، ص: 18.

² دريد كامل آل شبيب، مرجع سبق ذكره، ص: 37.

³ دريد كامل آل شبيب، نفس المرجع أعلاه، ص ص: 16-17.

1-1- تخطيط المحفظة:¹

يعتبر تخطيط المحفظة أول خطوة من خطوات إدارة المحفظة الاستثمارية، وهو مطلب ضروري لسير عملية اتخاذ القرارات، إذ تسمح هذه الخطوة بتحديد موقع المستثمر، موقع مدير المحفظة، بالإضافة إلى قياس الاستثمار أو تحديد النظريات الاستثمارية المستعملة لتحقيق أهداف المحفظة كما يلي:

- **تحديد موقع المستثمر:** يتم تحديد موقع المستثمر من خلال تحديد رأس المال الذي ينوي المستثمر وضعه في المحفظة، إلى جانب تحديد أهداف هذا المستثمر من تكوين المحفظة، وذلك بمراعاة سلوك كل مستثمر اتجاه المخاطرة.
 - **تحديد موقع مدير المحفظة:** يتم تحديد موقع مدير المحفظة من خلال تحديد شخصيته، بحيث يجب أن يتمتع مدير المحفظة بشخصية مميزة قادرة على اتخاذ القرار المناسب وفي الوقت المناسب.
 - **وضع مقاييس للاستثمار:** يتم ذلك من خلال ترجمة ما يريد أن يحصل عليه المستثمر، وما يحاول مدير المحفظة تحقيقه، وذلك عن طريق شراء وبيع الأصول المالية للمحفظة، بحيث تعتمد هذه المرحلة على إيجاد مقاييس للعائد والمخاطرة، أي تحديد أي مستوى من المخاطر ممكن للمستثمر القبول به، وأي حد من العائد ممكن لإرضاء رغبات المستثمر.
- كما تشتمل خطوة تخطيط المحفظة الاستثمارية أيضاً، عملية تحديد طبيعة علاقات العمل والاتصالات بين المستثمر ومدير المحفظة نحو:
- نموذج الاتصال المعتمد مثل: عدد الجلسات الأسبوعية أو الشهرية أو الاتصالات الهاتفية وغيرها من طرق الاتصال المختلفة.
 - عدد المرات التي يجب على مدير المحفظة مراجعة الأصول المالية للمحفظة.
 - مدى اتصال مدير المحفظة الاستثمارية مع المستثمر لاستشارته قبل عملية أي تغيير أو تعديل في المحفظة.

2-1- تحليل الاستثمارات:

يتفرّع التحليل المتعلق بالاستثمار في المحافظ الاستثمارية إلى نوعين، فالتحليل الأول يعرف بالتحليل الأساسي، وهو التحليل الذي يقوم بتحليل المعلومات المالية والاقتصادية من أجل التنبؤ بأرباح المحفظة والمخاطر المصاحبة لهذه الأرباح، أما النوع الثاني، فيعرف بالتحليل الفني، وهو التحليل الذي يقوم على تحليل المعلومات التاريخية والتغيرات التي طرأت على أسعار الأصول المالية في السنوات السابقة من أجل إيجاد نمط لتغيرات الأسعار للسنوات القادمة.²

3-1- اختيار المحفظة:

تعدّ هذه الخطوة أول خطوة عملية في بناء وإدارة المحفظة الاستثمارية، حيث تتكوّن من ثلاثة قرارات رئيسية هي: قرار المزج الرئيسي للأصول المالية، قرار اختيار الأصول المالية وقرار التوقيت الاستثماري كما يلي:

- **قرار المزج الرئيسي:** وهو عبارة عن اتخاذ قرار مزج مجموعة واسعة من الأصول المالية داخل محفظة واحدة برأس مال واحد، ويسمى أيضاً قرار تنويع الأصول، بحيث يتم توزيع رأس المال على مجموعة متنوّعة من الأصول المالية مع مراعاة الحفاظ على جزء يبقى كنفدية يخصص للطوارئ أو للصقات السريعة، وتجدر الإشارة إلى أنّه يعتمد في توزيع رأس المال على نوعيّة المحفظة (هل هي محفظة الدّخل، محفظة النمو أو محفظة مختلطة).³
- **قرار اختيار الأصول المالية:** تعدّ عملية انتقاء الأصول المالية التي ستتكوّن منها المحفظة من أهمّ القرارات في إدارة المحفظة الاستثمارية، وحتى نستطيع اختيار الأصول المالية وضمّها إلى المحفظة

¹ غازي فلاح المومني، مرجع سبق ذكره، ص: 41-43.

² غازي فلاح المومني، نفس المرجع أعلاه، ص: 43.

³ غازي فلاح المومني، مرجع سبق ذكره، ص: 58.

الاستثمارية لا بدّ من معرفة طبيعة الشركة التي نحن بصدد شراء أصولها المالية من حيث منتجاتها، موقعها التنافسي في القطاع الذي تنتمي إليه، مدى تنوّع منتجاتها، إمكانياتها للتوسّع المستقبلي، كفاءة الإدارة، دقّة البيانات والمعلومات ودرجة الشفافية، طبيعة المالكين للشركة، حجم الأرباح ومعدّلاتها والسلسلة الزمنية لتوزيع هذه الأرباح، دور هذه الشركة في السوق، تأثرها بالقرارات الحكومية وقيمة أسهمها في السوق، نسب النموّ التي تحقّقها الشركة سواء في أرباحها أو في قيمة أسهمها أو في نموّ استثماراتها وبرامجها الآنية والمستقبلية، مدى تأثير الدورات الاقتصادية من تضخم وانكماش على نتائجها وعوائدها، مدى توفر السيولة والفوائض المالية مع ضرورة دراسة نتائج التحليل الفني والاتجاهات المستقبلية للشركة، بالإضافة إلى تحليل البيئة الخارجية (العائد المتوقع، رغبة المستثمر، درجة المخاطر،... إلخ)، وعلى هذا الأساس، فإنّ قرار اختيار الأصول المالية داخل المحفظة يجب أن يكون شاملاً ودقيقاً وأنّ أيّ قرار جديد في تغيير الأصول المالية يجب أن يكون بتوقيت جيّد وأن يكون الهدف منه تحقيق أكبر عائد وفقاً لدرجة المخاطر المحسوبة.¹

- **قرار التوقيت الاستثماري:** وهذا يعني أنّه بعد قرار اختيار الأصول المالية، يجب أن يكون قرار البيع والشراء لهذه الأصول المالية في التوقيت المناسب.²

1-4- تقييم أداء المحفظة الاستثمارية:

تتعلّق هذه الخطوة، بفحص القيمة السّوقية لأصول المحفظة خلال فترة زمنية معيّنة، وذلك للتأكّد من أنّ القيمة السّوقية المتحصّل عليها قد حققت أهداف المستثمر إلى حدّ ما، بالإضافة إلى التأكّد من تطبيق نظريات ومقاييس الاستثمار في المحفظة المالية بأسس سليمة. ويتمّ تقييم المحفظة الاستثمارية باتّباع خطوتين فرعيتين هما: **قياس الانجاز ومقارنة الانجاز**، بحيث يتمّ قياس الانجاز على أصل مالي واحد أو مجموعة من الأصول المالية، وفي كلتا الحالتين يعتمد قياس الانجاز على فحص القيمة السّوقية للأصول المالية في فترة زمنية معيّنة مع مقارنتها بفترة زمنية سابقة حتى يستطيع مدير المحفظة معرفة مدى التغيّر في القيمة السّوقية من فترة لأخرى. أمّا خطوة **مقارنة الانجاز**، فتعدّ كمحاولة للحكم على مدى صحة قرارات مدير المحفظة وعلى مدى نجاح هذه القرارات في تحقيق زيادة في ثروة المحفظة، ويمكن أن يتمّ ذلك بواسطة المقارنة بين هذه المحفظة والمحافظ الأخرى، أو بواسطة المقارنة بمعايير هامّة تقدّمها بعض شركات الخبرة أو من خلال مقارنتها بمعدّلات السّوق.³ وفي هذا الصدد نرى من المناسب أن نتعرّف فيما يلي على مجموعة المبادئ والنماذج التي تقوم عليها عملية تقييم أداء المحافظ الاستثمارية:

1-4-1- مبادئ تقييم أداء المحافظ الاستثمارية:

تخضع عملية تقييم أداء المحفظة الاستثمارية إلى جملة من المبادئ والتي تشمل ما يلي:

- يجب أن يكون قياس قيمة صافي أصول المحفظة الاستثمارية على أساس القيمة السّوقية أو على أساس القيمة العادلة لتلك الأصول، وليس على أساس تكلفتها التاريخية.
- الأخذ بعين الاعتبار حساسية أصول المحفظة الاستثمارية ممثلة بمعامل بيتا للمحفظة، وذلك بهدف التمكن من مقارنة الأداء الفعلي بالأداء المتوقع لاستثمارات المحفظة.
- عند احتساب العائد على الاستثمار المعتمد أساساً في تقييم أداء المحفظة الاستثمارية، يجب أن يعبر عن العائد الاجمالي للمحفظة الاستثمارية، والذي يشمل دخل أو إيراد الاستثمارات التي تشملها المحفظة الاستثمارية، مضافاً إليه المكاسب أو الخسائر الرأسمالية المحققة وغير المحققة والتي تنشأ عادة بفعل تقلّب القيمة السّوقية لتلك الاستثمارات.
- كما أنّه عند تحديد العائد على الاستثمار في المحفظة الاستثمارية، يجب ترجيحه بالبعد الزمني للتدفقات التّقدية المتوقعة من الاستثمارات المكوّنة للمحفظة. وهذا يعني وجوب احتساب القيمة المخصومة لتلك التدفقات بمراعاة توقيت حدوثها.
- يجب الأخذ بعين الاعتبار لعنصري العائد والمخاطرة معاً عند تقييم أداء محفظة استثمارية معيّنة.

¹ السيد متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص: 229.

² السيد متولي عبد القادر، نفس المرجع أعلاه، ص: 230.

³ غازي فلاح المومني، مرجع سبق ذكره، ص: 58-59.

⁴ محمد مطر وفايز تيم، مرجع سبق ذكره، ص: 185-186.

- يجب أن تكون الفترة الزمنية التي تنقضي بين كل عملية تقييم معتبرة نسبياً، وذلك لأنه كلما طالت تلك الفترة الزمنية، كلما زادت النتائج دقة وموضوعية. ولكن يجب كذلك عدم المبالغة في طول تلك المدة الزمنية، الأمر الذي من شأنه أن يقلل من الفوائد المحققة من عملية التقييم كأداة من أدوات المتابعة والرقابة.
- من الأحسن مقارنة أداء المحفظة الاستثمارية بأداء السوق، وذلك بهدف التمكن من الحكم على أداء محفظة استثمارية معينة.

1-4-2- نماذج تقييم أداء المحافظ الاستثمارية:

تشمل نماذج تقييم أداء المحافظ الاستثمارية ما يلي:

أ- نموذج شارب لتقييم أداء المحفظة الاستثمارية:

يقوم نموذج شارب لتقييم أداء المحفظة الاستثمارية على قياس المخاطرة الكلية للمحفظة الاستثمارية والتي تشمل كلاً من المخاطر المنتظمة وغير المنتظمة، باستخدام الانحراف المعياري. وعليه فإنّ هذا النموذج يحدّد في الواقع العائد الإضافي الذي تحقّقه محفظة الأصول المالية نظير كل وحدة من وحدات المخاطرة الكلية التي ينطوي عليها الاستثمار في المحفظة الاستثمارية.¹ ويصاغ نموذج شارب وفقاً للعلاقة التالية:²

$$S_p = \frac{R_p - R_f}{\sigma_{R_p}}$$

حيث أنّ:

S_p : أداء المحفظة الاستثمارية وفقاً لنموذج شارب.

R_p : عائد المحفظة الاستثمارية.

R_f : العائد الخالي من المخاطرة.

σ_{R_p} : الانحراف المعياري لعائد المحفظة الاستثمارية (المخاطرة الكلية للمحفظة الاستثمارية)

وتجدر الإشارة هنا إلى أنّ اعتماد الصيغة أعلاه لتقييم أداء المحافظ الاستثمارية، يمكن فقط من مقارنة أداء مجموعة من المحافظ الاستثمارية. أمّا إذا أردنا الحكم على أداء المحفظة بحدّ ذاتها هل هو: جيّد، مقبول أم غير مقبول، فإنّه يجب مقارنة عائد المحفظة الاستثمارية المعنيّة مع نتائج خط السوق والذي يعطى بالصيغة الموالية:³

$$R_p = R_f + \frac{R_m - R_f}{\sigma_{R_m}} \times \sigma_{R_p}$$

مع أنّ:

R_m : عائد السوق.

σ_{R_m} : الانحراف المعياري لعائد السوق.

فإذا كان عائد المحفظة الاستثمارية المعنيّة أكبر من نتيجة خط السوق، فإنّ أداء المحفظة الاستثمارية جيّد، وإذا كان مساوياً لنتيجة خط السوق، فإنّ أداء المحفظة الاستثمارية مقبول. أمّا إذا كان أصغر من نتيجة خط السوق، فإنّ أداء المحفظة الاستثمارية غير مقبول.

مثال 1:

فيما يلي العائد المرجّح والانحراف المعياري لمحفظتين استثماريتين:

المحفظة	العائد المرجّح	الانحراف المعياري للمحفظة
X	6,5%	0,8%

¹ السيد متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص: 223.

² غازي فلاح المومني، مرجع سبق ذكره، ص: 211.

³ غازي فلاح المومني، نفس المرجع أعلاه، ص: 213.

Y	7,3%	1,7%
---	------	------

المطلوب: إذا علمت أن معادلة خط السوق تعطى كما يلي: $R_p = 2 + 0,9 \times \sigma_{R_p}$

- 1- قارن (ي) بين أداء المحفظتين أعلاه وفقاً لنموذج شارب؟
- 2- حدّد (ي) نوعية أداء المحفظتين أعلاه؟

الحل:

1- ترتيب أداء المحفظتين أعلاه وفقاً لنموذج شارب:

بالنسبة للمحفظة X:

لدينا:

$$S_p = \frac{R_p - R_f}{\sigma_{R_p}}$$

$$\Rightarrow S_{p_x} = \frac{R_{p_x} - R_f}{\sigma_{R_{p_x}}}$$

$$\Rightarrow S_{p_x} = \frac{6,5 - 2}{0,8}$$

$$\Rightarrow S_{p_x} = 5,625$$

بالنسبة للمحفظة Y:

$$\Rightarrow S_{p_y} = \frac{R_{p_y} - R_f}{\sigma_{R_{p_y}}}$$

$$\Rightarrow S_{p_y} = \frac{7,3 - 2}{1,7}$$

$$\Rightarrow S_{p_y} = 3,12$$

وبالتالي، بناء على نتائج نموذج شارب لتقييم أداء المحافظ الاستثمارية، فإن أداء المحفظة X أفضل من أداء المحفظة Y.

تحديد نوعية أداء المحفظتين أعلاه:

2- لتحديد نوعية أداء المحفظتين أعلاه، يجب مقارنة عائديهما مع نتائج خط السوق كما يلي:

المحفظة	العائد المرجح	نتيجة خط السوق	نوعية الأداء
X	6,5%	$R_{p_x} = 2 + 0,9 \times 0,8 = 2,72\%$	أداء جيّد لأنّ $6,5\% > 2,72\%$
Y	7,3%	$R_{p_y} = 2 + 0,9 \times 1,7 = 3,53\%$	أداء جيّد لأنّ $7,3\% > 3,53\%$

انطلاقاً من النتائج أعلاه، نستخلص أنّ أداء كل من المحفظتين الاستثماريتين X و Y هو أداء جيّد، وذلك لأنّ عائديهما أكبر من نتائج خط السوق.

ب- نموذج تراينر لتقييم أداء المحفظة الاستثمارية:

يرتكز نموذج تراينر لتقييم أداء المحفظة الاستثمارية على الفصل بين المخاطر المنتظمة وغير المنتظمة، حيث يفترض هذا النموذج أنّه يمكن القضاء على المخاطر غير المنتظمة إذا اعتمدنا تنوعاً جيّداً للأصول المالية داخل المحفظة الاستثمارية. وعلى هذا الأساس يعتمد هذا النموذج على قياس المخاطر المنتظمة فقط والتي لا

يمكن إلغاؤها من خلال التنويع، وذلك باستخدام معامل بيتا كمقياس لمخاطرة المحفظة الاستثمارية.¹ وتعطى علاقة نموذج تراينر بالصيغة التالية:²

$$T_p = \frac{R_p - R_f}{\beta_p}$$

حيث أن:

T_p : أداء المحفظة الاستثمارية وفقاً لنموذج تراينر.

R_p : عائد المحفظة الاستثمارية.

R_f : العائد الخالي من المخاطرة.

β_p : معامل بيتا للمحفظة الاستثمارية.

تسمح لنا الصيغة أعلاه بمقارنة أداء مجموعة من المحافظ الاستثمارية فيما بينها. أمّا إذا رغينا في الحكم على أداء المحفظة بحدّ ذاتها، يتوجّب علينا مقارنة عائد المحفظة الاستثمارية المعنّية مع نتائج خط السوق كما رأينا سابقاً بالنسبة لنموذج شارب.

مثال 2:

فيما يلي معطيات عن العائد المرجّح و معامل بيتا لمحفظتين استثماريتين X و Y:

المحفظة	العائد المرجّح	معامل بيتا للمحفظة
X	7%	0,6
Y	17%	1,5

المطلوب: إذا علمت أنّ معادلة خط السوق تعطى كما يلي: $R_p = 2 + 9 \times \beta_p$

1- قارن (ي) بين أداء المحفّظتين أعلاه وفقاً لنموذج تراينر؟

2- حدّد (ي) نوعية أداء المحفّظتين أعلاه؟

الحل:

1- ترتيب أداء المحفّظتين أعلاه وفقاً لنموذج تراينر:

بالنسبة للمحفظة X:

لدينا:

$$T_p = \frac{R_p - R_f}{\beta_p}$$

$$\Rightarrow T_{p_x} = \frac{R_{p_x} - R_f}{\beta_{p_x}}$$

$$\Rightarrow T_{p_x} = \frac{7 - 2}{0,6}$$

$$\Rightarrow T_{p_x} = 8,33$$

بالنسبة للمحفظة Y:

$$\Rightarrow T_{p_y} = \frac{R_{p_y} - R_f}{\beta_{p_y}}$$

$$\Rightarrow T_{p_y} = \frac{17 - 2}{1,5}$$

$$\Rightarrow T_{p_y} = 10$$

¹ السيد متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص: 224.

² غازي فلاح المومني، مرجع سبق ذكره، ص: 215-218.

وعليه، اعتماداً على نتائج نموذج ترانير لتقييم أداء المحافظ الاستثمارية، فإنّ أداء المحفظة Y أحسن من أداء المحفظة X.

تحديد نوعية أداء المحفظتين أعلاه:

2- لتحديد نوعية أداء المحفظتين أعلاه، يجب مقارنة عائديهما مع نتائج خط السوق كما يلي:

المحفظة	العائد المرجح	نتيجة خط السوق	نوعية الأداء
X	7%	$R_{P_X} = 2 + 9 \times 0,6 = 7,4\%$	أداء غير مقبول لأنّ $7,4\% < 7\%$
Y	17%	$R_{P_Y} = 2 + 9 \times 1,5 = 15,5\%$	أداء جيّد لأنّ $15,5\% > 17\%$

اعتماداً على النتائج أعلاه، فإنّ أداء المحفظة الاستثمارية X غير مقبول، وذلك لأنّ عائدها المرجح أقلّ من نتيجة خط السوق. في حين أنّ أداء المحفظة الاستثمارية Y جيّد، وذلك لأنّ عائدها المرجح أكبر من نتيجة خط السوق.

ج- نموذج جنسن لتقييم أداء المحفظة الاستثمارية:

قدّم جنسن نموذجاً لتقييم أداء المحافظ الاستثمارية، عرف بمعامل ألفا (α). وتقوم فكرة هذا النموذج على إيجاد الفرق بين مقدارين من العائد هما:¹

- المقدار الأوّل يمثل الفرق بين عائد المحفظة وعائد الاستثمار الخالي من المخاطرة وهو ما يسمّى بالعائد الإضافي.
 - أمّا المقدار الثاني، فيعبّر عن حاصل ضرب معامل بيتا للمحفظة في الفرق بين عائد السوق والعائد الخالي من المخاطرة.
- وبالتالي فإنّ نموذج جنسن يعطى وفقاً للعلاقة الموالية:²

$$\alpha = (R_p - R_f) - \beta_p \times (R_m - R_f)$$

مع أنّ:

α : معلمة تشير إلى أداء المحفظة.

R_p : عائد المحفظة الاستثمارية.

R_f : العائد الخالي من المخاطرة.

β_p : معامل بيتا للمحفظة الاستثمارية.

R_m : عائد السوق.

استناداً لهذا النموذج، فإنّ تقييم أداء محفظة استثمارية معيّنة يتوقف على قيمة ألفا (α)، فإذا كانت هذه الأخيرة أكبر من الصفر، فإنّ أداء المحفظة الاستثمارية جيّد وهو أداء أعلى من أداء السوق. أمّا إذا كانت قيمة (α) مساوية للصفر، فإنّ أداء المحفظة الاستثمارية يكون موازياً لأداء السوق. في حين أنّه إذا كانت قيمة (α) أصغر من الصفر، فإنّ أداء المحفظة الاستثمارية في هذه الحالة يكون غير مقبول ويمثل أداء أقلّ من أداء السوق.³

مثال 3:

إذا أخذنا نفس معطيات (المثال 2) مع إضافة معلومة عن عائد السوق والذي يقدر بـ 11%:

¹ السيد متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص: 226.

² السيد متولي عبد القادر، نفس المرجع أعلاه، ص: 226.

³ غازي فلاح المومني، مرجع سبق ذكره، ص: 218.

المطلوب:

1- حدّد (ي) نوعية أداء المحفظتين الاستثماريتين X و Y وفقاً لنموذج جنسن؟

الحل:

بهدف تحديد نوعية أداء المحفظتين الاستثماريتين X و Y وفقاً لنموذج جنسن، يجب حساب قيمة المعلمة (α) كما يلي:
لدينا:

$$\alpha = (R_p - R_f) - \beta_p \times (R_m - R_f)$$

بالنسبة للمحفظة الاستثمارية X، فإن قيمة (α) تحسب كما يلي:

$$\alpha = (7 - 2) - 0,6 \times (11 - 2)$$

$$\Rightarrow \alpha = -0,4\%$$

وبالتالي، فإن أداء المحفظة الاستثمارية X غير مقبول لأن قيمة ألفا أصغر من الصفر.

أما فيما يخص المحفظة الاستثمارية Y، فإن قيمة (α) تحدّد على النحو التالي:

$$\alpha = (17 - 2) - 1,5 \times (11 - 2)$$

$$\Rightarrow \alpha = 1,5\%$$

وعليه، فإن أداء المحفظة الاستثمارية Y جيّد، وذلك لأن قيمة ألفا أكبر من الصفر.

5-1- مراجعة المحفظة:

تعتبر عملية مراجعة المحفظة المركز الرئيسي لعمل وإدارة المحفظة، وهو العنصر الذي يجعل إدارة المحفظة ديناميكية ومواكبة لتغيرات السوق.¹

2- طرق إدارة المحافظ الاستثمارية:

يمكن للمستثمر اختيار إحدى الطرق التالية لإدارة محفظته الاستثمارية:²

1-2- الإدارة المباشرة:

هذه الطريقة من الإدارة يقوم بها مالك المحفظة الاستثمارية، وتصبح معقدة كلما كانت سوق رأس المال أكثر تطوراً ويتداول فيها العديد من الأصول المالية، لأنه في هذه الحالة تتطلب إدارة المحفظة الاستثمارية الوقت والوسائل اللازمة لمتابعة تطور أسعار الأصول المالية والقيام بعمليات الشراء والبيع.

2-2- الإدارة بالوكالة:

في هذه الطريقة من إدارة المحافظ الاستثمارية، يقوم المستثمر بتوكيل شخص وسيط للقيام بإدارة المحفظة الاستثمارية لحساب مالكيها، بحيث يمكن لذلك الوسيط أن يتمثل في البورصة أو بنك معين أو مدير محفظة معين، وتتجسّد تلك الوكالة في شكل عقد يحدّد فيه بدقة مجال تطبيق الإدارة، كما يتم فيه تعيين مسؤوليات الأفراد المتعاقدة، وكذلك كيفية تسديد مستحقات مدير المحفظة.

3-2- الإدارة الجماعية:

تطبق هذه الطريقة من الإدارة من طرف هيئات التوظيف الجماعي للأصول المالية، حيث أنّ التنوّع الكبير لصناديق الاستثمار ذات رأس المال المتغير والصناديق الجماعية للتوظيف، يسمح بتكوين محافظ جيّدة لهيئات التوظيف الجماعي للأصول المالية، والتي تتلاءم واحتياجات المستثمرين.

4-2- الإدارة بالاستشارة:

يقصد بالإدارة بالاستشارة أن يقوم مالك المحفظة بطلب النصّح من مستشار مالي معين، حيث يتم ذلك بناء على الثقة بين المستثمر ومستشاره وليس بإبرام عقد بين الطرفين.

ثالثاً: السياسات المتبعة لإدارة المحافظ الاستثمارية والشركات المعنية بذلك

¹ غازي فلاح المومني، نفس المرجع أعلاه، ص: 59.

² السيد متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص: 230-231.

سنخصّص هذا العنصر للإحاطة بمختلف السياسات المتبعة لإدارة المحافظ الاستثمارية، بالإضافة إلى محاولة التعرّف على مجموعة الشركات المعنية بإدارة المحافظ الاستثمارية.

1- السياسات المتبعة لإدارة المحافظ الاستثمارية:

تختلف السياسات المتبعة لإدارة المحافظ الاستثمارية طبقاً لأهداف وغايات المحفظة الاستثمارية، ويمكن إبراز أهم هذه السياسات فيما يلي:¹

1-1- سياسة المخاطر (سياسة الهجوم):

تهدف هذه السياسة لكسب الأرباح السريعة العالية وتحمل مخاطر عالية، لذلك تتكوّن المحفظة في هذه الحالة من الأسهم التامة التي تحقق أرباحاً عالية إلى جانب تحمل مخاطر عالية بسبب تأثرها الشديد بالمتغيرات الاقتصادية المختلفة، حيث يستوجب على مدير المحفظة في هذه الحالة أن يكون دقيقاً في اتخاذ قراراته خوفاً من الوقوع في الخسائر، ويفضّل تطبيق هذه السياسة عندما يكون الاقتصاد في حالة رواج وازدهار، حيث أنّ المحفظة في هذه الحالة تحقق أرباحاً أعلى، وذلك لأنّها سريعة التأثير بالمتغيرات الاقتصادية، فهي تحقق أرباحاً عالية في حالة الرواج الاقتصادي، بينما تحقق أرباحاً قليلة أو خسائر في حالة الكساد.

1-2- السياسة المتحفظة (السياسة الدفاعية):

تسعى هذه السياسة لكسب أرباح شبه ثابتة بقليل من المخاطرة، ولذلك يعتمد مدير المحفظة بالدرجة الأولى على السندات والأسهم الممتازة، وبالتالي تكون العوائد ثابتة ولا تتأثر المحفظة في هذه الحالة كثيراً بالمتغيرات الاقتصادية وتقلبات أسواق رأس المال. ويفضّل تطبيق هذه السياسة عندما يكون الاقتصاد في حالة ركود وكساد.

1-3- السياسة المتوازنة:

هي عبارة عن سياسة مشتركة بين السابقتين، ويقوم مدير المحفظة عند اتباعه لهذه السياسة بتقسيم رأس المال إلى قسمين: قسم للأصول المالية ذات الربحية العالية والمخاطر العالية، والقسم الآخر للأصول المالية ذات الدّخل شبه الثابت، والتي لا تتأثر بتقلبات السوق، ويمكن أن تكون إدارة هذا النوع من المحافظ المختلطة مرنة، ففي حالة النشاط الاقتصادي والحركة القوية لسوق رأس المال، لا بدّ من زيادة نصيب رأس المال المخصص للمخاطر، وفي حالة الكساد والركود، يتوجب زيادة رأس المال الموجه إلى السندات والأسهم الدفاعية، ويفضّل تطبيق هذا النوع من السياسات في حالة عدم وضوح الرؤية للأوضاع الاقتصادية القائمة في البلاد.

2- الشركات المعنية بإدارة المحافظ الاستثمارية:

يمكن إدراج أبرز الشركات التي تمارس وتقوم بإدارة المحافظ الاستثمارية في الآتي:

1-2- شركات التأمين:²

تعتبر شركات التأمين من أهم شركات الادّخار وأكبرها حجماً في إدارة المحافظ الاستثمارية، والجدير بالذكر هنا أنّه يمكن تصنيف تلك الشركات إلى مجموعتين هما: شركات التأمين على الحياة وشركات التأمين الأخرى. وفيما يلي تقديم لهتين المجموعتين:

1-1-2- شركات التأمين على الحياة:

تعتبر شركات التأمين على الحياة من أهم شركات التوفير، حيث أنّها تسعى من خلال نشاطها إلى تحقيق هدفين رئيسيين يشمّلان التوفير من جهة، وتعويض الورثة في حالة الوفاة من جهة أخرى. ومن أجل أن تصل هذه الشركات إلى مبتغاهما، لا بدّ من أن تعمل على استثمار أقساط التأمين المحصّل عليها في مختلف المجالات (كالاستثمار في العقارات، الأسهم، السندات، ... إلخ)، وذلك بهدف زيادة قيمة تلك الأقساط ودفع الالتزامات المترتبة على الشركة.

¹ غازي فلاح المومني، مرجع سبق ذكره، ص ص: 23-24.

² غازي فلاح المومني، مرجع سبق ذكره، ص ص: 25-27.

2-1-2- شركات التأمين الأخرى:

يختلف هذا النوع من الشركات على النوع الأول، من حيث أنّ شركات التأمين الأخرى لا تعتبر شركات توفير، بل يتوجب على المؤمن دفع أقساط التأمين وعلى الشركة تعويضه في حالة وقوع الحادث المؤمن منه. وبالتالي فإنّ قوة هذا النوع من الشركات ترتبط بقدرتها على دفع التزاماتها عند وقوع الحوادث المؤمن منها، بحيث تستمد هذه الشركات قوتها من مدى استثمار أقساط التأمين المحصل عليها في محافظ استثمارية مختلفة لضمان السيولة العالية لدفع خدمات التأمين التي تقدّمها تلك الشركات. وعليه فإنّ الهدف الأساسي لإدارة المحافظ الاستثمارية في شركات التأمين هو الحصول على فوائد مالية من أجل دفع الالتزامات المترتبة على هذه الشركات كالتفقات والتعويض ودفع حسابات التوفير.

2-2- الشركات غير الربحية¹:

تنشأ الشركات غير الربحية لمساعدة قطاعات مختلفة من المجتمع وليس لتحقيق أرباح، فهي شركات تتكوّن مجمل إيراداتها من التبرعات، المنح والهبات. وعليه فإنّها بحاجة إلى إدارة محافظها الاستثمارية والمتضمنة لتلك الإيرادات الاستثمارية من أجل مساعدة قطاعات مختلفة من المجتمع والتي هي بحاجة ماسة إلى تلك المساعدات.

2-3- صناديق الاستثمار:

تعدّ صناديق الاستثمار أحد أهمّ سبل إدارة الأموال في شكل مجموعة من المحافظ الاستثمارية، لذا سنهتم من خلال هذا العنصر بتعريف تلك الصناديق، إبراز أهدافها وخصائصها، بالإضافة إلى محاولة الإلمام بشتى أنواع صناديق الاستثمار.

2-3-1- تعريف صناديق الاستثمار وأهدافها:

تعرف صناديق الاستثمار بأنّها وعاء مالي لتجميع مدّخرات الأفراد واستثمارها في الأصول المالية من طرف جهة ذات خبرة في إدارة محافظ تلك الأصول، فهي تعدّ أحد الأساليب الحديثة لإدارة الأموال، وذلك وفقاً لطلبات المستثمرين واحتياجاتهم للخدمة ودرجة تقبلهم للمخاطر.² كما تعرف هذه الصناديق أيضاً، على أنّها إحدى قنوات الاستثمار المهمّة في الأصول المالية، والتي تقوم بتجميع أموال المدّخرين واستثمارها نيابة عنهم في سلّة من الأصول المالية المختلفة من خلال إدارة مهنية متخصصة، مقابل إصدار وثائق تسمّى بوثائق الصندوق، وشراء وثيقة في صندوق الاستثمار يعني امتلاك المستثمر لسلّة من الأسهم أو السندات التي يمكن تداولها بصورة مستقلة عن أسهم الشركات التي يستثمر فيها الصندوق. وعليه فإنّ هذه الصناديق تركز على فكرة قيام عدد كبير من المستثمرين بتجميع مواردهم وإدارتها بمعرفة مؤسسات مالية متخصصة لتحقيق المزايا التي لا يمكن لهم تحقيقها منفردين، فضلاً عن أنّ المخاطر التي يتعرّض لها المستثمر في الصندوق تعتبر أقلّ من تلك التي قد تواجه من يستثمر أمواله في السّوق مباشرة، حيث أنّ ضخامة عدد الأصول المالية التي تحتفظ بها صناديق الاستثمار تخفّف من الآثار التي قد يخلفها تراجع أيّ منها على الأداء الكلي للمحفظة الاستثمارية، حيث يتم توزيع أموال الصندوق على عدد من الأصول المالية في المجالات المختلفة سواء من حيث التوزيع الجغرافي أو من حيث المجالات الاقتصادية المختلفة فتقلّ المخاطر الاستثمارية.³

انطلاقاً من التعريفين أعلاه، فإنّ صناديق الاستثمار تهدف إلى خدمة نوعين من المستثمرين، النوع الأول هم أصحاب المدّخرات الصغيرة الذين لا يملكون القدر الكافي من المال لتكوين محافظ استثمارية متنوعة، وهم يقومون بتجميع مدّخراتهم في هذه الصناديق وتوجيهها نحو استثمارات مناسبة تتلاءم مع حركة السّوق صعوداً أو نزولاً كي تحقق أهدافهم في الحصول على أرباح. أمّا النوع الثاني فهم المستثمرون الذين يصعب عليهم إدارة أموالهم بمفردهم والقيام باستثمار متنوّع مبني على قواعد معيّنة في تحليل اتجاهات السّوق والتنبؤ بالأسعار في المستقبل، فنجدهم يتجهون إلى شراء وثائق صناديق الاستثمار وذلك بهدف الحصول على أرباح أعلى من تلك التي يمكن أن يحصلوا عليها منفردين.⁴

2-3-2- خصائص صناديق الاستثمار:

¹ غازي فلاح المومني، مرجع سبق ذكره، ص ص: 27-28.

² أمين عبد العزيز حسن، مرجع سبق ذكره، ص: 73.

³ عنايات النجار ووفاء شريف، مرجع سبق ذكره، ص ص: 92-93.

⁴ مصطفى كمال طه وشريف مصطفى كمال طه، بورصات الأوراق المالية، دار الفكر الجامعي، الاسكندرية، 2009، ص: 125.

يمكن جمع الخصائص المميزة لصناديق الاستثمار في العناصر التالية:¹

• **التنوع الكفاء:**

تقوم صناديق الاستثمار بتنويع التشكيلة التي تتكوّن منها محفظة الأصول المالية، حيث تعتبر وثيقة الصندوق في حقيقة الأمر محفظة استثمارية مشكّلة من عدد كبير من الأصول المالية تصدرها جهات متعدّدة، وهذا ما يسهم في تخفيض المخاطر التي يتعرّض لها حملة هذه الوثائق.

• **المرونة:**

تحرص صناديق الاستثمار بصفة عامّة على توفير قدر من المرونة للمستثمرين، بحيث يحقّ للمستثمر أن يحوّل استثماراته من صندوق إلى آخر، وذلك مقابل رسوم ضئيلة، كما يستطيع المستثمر استرداد وثائقه كلياً أو جزئياً وذلك بسعر عادل، ويمكن للمستثمر أيضاً تصفية مستحقّاته دفعة واحدة أو على دفعات شهرية أو ربع سنوية أو نصف سنوية أو سنوية، كما يمكنه شراء وثائق الصندوق على دفعات خلال السنة أو خلال عدة سنوات.

• **الاستعانة بخبرات الإدارة المحترفة:**

تعمل صناديق الاستثمار والتي تتولّى إدارة الاستثمار على توجيه الموارد المتاحة إلى شراء أسهم وسندات الشركات ذات العوائد المرتفعة، ممّا لا يمكن أن يحققه المستثمر العادي الذي يستثمر أمواله بنفسه، حيث أنّ صناديق الاستثمار عادة ما تستخدم بعض المستشارين الاستثماريين المحترفين بما يمكنها من إدارتها واستثماراتها بمستوى عال من الكفاءة، بالإضافة إلى أنّ المركز التفاوضي للصندوق بشأن عمولة السمسرة عادة ما يكون قوياً وذلك لضمان الصفقات التي يبرمها.

• **تنشيط حركة أسواق رأس المال:**

تقوم صناديق الاستثمار بدور كبير في تنشيط حركة أسواق رأس المال نظراً لما تقدّمه من أدوات استثمارية متنوّعة من شأنها أن تناسب ظروف المستثمرين المحتملين.

• **إمكانية تحويل التوزيعات على وثائق الصندوق إلى حساب آخر أو إعادة استثمارها:**

نتيج بعض صناديق الاستثمار لحملة وثائق الصندوق إمكانية إضافة التوزيعات على وثائقهم إلى حساب جهة يحدّدها حامل الوثيقة بما يوفّر الوقت والجهد عليه، كما توفّر بعض صناديق الاستثمار العالمية إمكانية إعادة استثمار تلك التوزيعات في وثائق الصندوق نفسه.

2-3-3- أنواع صناديق الاستثمار:

تصنّف صناديق الاستثمار وفقاً لعدّة معايير، فنجدتها تختلف باختلاف طبيعة هذه الصناديق في حدّ ذاتها وطريقة تصريفها لوثائقها، كما تتعدّد أشكالها بتنوّع تشكيلة أصولها المالية وأهدافها. وفي ما يلي عرض لأهمّ أنواع هذه الصناديق:

أ- **أنواع صناديق الاستثمار حسب طبيعتها:**

تنقسم صناديق الاستثمار حسب طبيعتها إلى نوعين رئيسيين هما:²

• **صناديق الاستثمار ذات النهاية المغلقة:**

هي صناديق تتميز بثبات رأس مالها ولا يتمّ استرداد وثائقها إلّا في نهاية عمر الصندوق، وبالتالي فإنّ عدد الوثائق المتداولة فيها ثابت ولا يتغيّر، حيث أنّه بمجرد إغلاق باب الاكتتاب في وثائق هذا النوع من الصناديق، يظلّ عددها ثابتاً، وتنتقل ملكيتها من طرف إلى آخر من خلال بورصة الأصول المالية، ولا يتمكّن المستثمر من الشراء إلّا إذا كانت هناك عروض للبيع، ولا يمكن للمستثمر البيع إلّا إذا كانت هناك طلبات للشراء.

كما يتميّز هذا النوع من الصناديق بإمكانية وجود سعران للوثيقة، الأول هو سعر التقييم للصندوق من خلال حساب متوسط سعر الوثيقة من صافي أصول الصندوق، أمّا الثاني فهو السعر الذي يتحدّد في البورصة بناء على قوى العرض والطلب على الوثيقة.

• **صناديق الاستثمار ذات النهاية المفتوحة:**

هي صناديق ذات رأس مال متغيّر تبقي أبوابها دائماً مفتوحة لاستقبال مستثمرين جدد أو خروج مستثمرين قدامى على أساس آخر سعر معلن للوثيقة، وعلى هذا الأساس فإنّ حجم الصندوق قابل للزيادة أو النقصان،

¹ أمين عبد العزيز حسن، مرجع سبق ذكره، ص ص: 75-77.

² عنايات النجار ووفاء شريف، مرجع سبق ذكره، ص ص: 94-95.

بالإضافة إلى أنّ هذه الصناديق تتميز بتمكين مستثمريها من شراء وثائقها أو استردادها عن طريق الجهة المصدرة لها. والجدير بالذكر أنّه يوجد سعر واحد للوثيقة خلال اليوم في هذه الصناديق، وهو آخر سعر معلن عنه، حيث يتم تقييم محفظة الصندوق وقسمتها على عدد الوثائق القائمة، ويتم نشر هذه القيمة إمّا بشكل يومي أو أسبوعي، وتختلف هذه القيمة باختلاف قيمة ونوعية الأصول المالية المكوّنة للمحفظة وكذلك نتيجة لتغيّر عدد وثائق هذه الصناديق.

ب- أنواع صناديق الاستثمار وفقا لطريقة تصريف وثائقها:

يمكن التمييز بين نوعين من صناديق الاستثمار وفقا لطريقة بيعها لوثائقها كما يلي:¹

• الصناديق المحمّلة:

يقوم هذا النوع من الصناديق ببيع وثائقه عن طريق وسيط أو سمسار مقابل تحمّل المستثمرين فيها للفرق بين سعر الشراء وسعر البيع (تكلفة الدعاية والترويج) عند شرائهم لتلك الوثائق.

• الصناديق غير المحمّلة:

تعمل هذه الصناديق على بيع وثائقها مباشرة إلى المستثمرين دون الحاجة إلى وسطاء، وبالتالي لا يتحمّل المستثمرون فيها أيّة مصاريف إضافية للشراء.

ج- أنواع صناديق الاستثمار وفقا لتشكيلة أصولها المالية:

تنفّرع صناديق الاستثمار وفقا لتشكيلة أصولها المالية إلى أربعة أنواع رئيسية هي:²

• صناديق الأسهم العادية:

يشتمل هذا النوع من الصناديق على الأسهم العادية فقط، والتي تختلف فيما بينها باختلاف طبيعة وخصائص تلك الأسهم، فنجد صناديق تركز على الأسهم العادية التي تصدرها شركات تتسم بدرجة عالية من النمو، كما نجد صناديق أخرى تركز على الأسهم التي تصدرها المنشآت العاملة في صناعة معينة،...إلخ.

• صناديق السندات:

يقصد بها تلك الصناديق التي تتكوّن من سندات فقط، وفي هذا الصدد توجد السندات التي تصدرها منشآت الأعمال والسندات التي تصدرها الحكومة، كما نجد الصناديق التي تتكوّن من سندات تتباين من حيث الجودة والمخاطر والعائد بما يتناسب مع سلوك المستثمرين اتجاه المخاطرة.

• الصناديق المتوازنة:

تشتمل هذه الصناديق على مزيج من الأسهم العادية، الأسهم الممتازة والسندات التي تصدرها الحكومة ومنشآت الأعمال والسندات القابلة للتحويل إلى أسهم عادية ومختلف الأوراق المالية الهجينة والمشتقات المالية،...إلخ، ولذلك يطلق عليها أيضا الصناديق المتنوّعة.

• صناديق النقد:

تتكون هذه الصناديق من تشكيلة الأصول المالية القصيرة الأجل والتي عادة ما تتداول في سوق النقد، أي من خلال مؤسسات مالية كالمصارف التجارية وبيوت السمسرة المتخصصة في التعامل في تلك الأصول المالية، ومن أمثلة الأصول المالية القصيرة الأجل والشائعة التداول نجد: أنونات الخزينة، شهادات الإيداع والكمبيالات المصرفية،...إلخ.

د- أنواع صناديق الاستثمار حسب أهدافها:

تصنّف صناديق الاستثمار حسب الأهداف التي تسعى إلى تحقيقها إلى ما يلي:

• صناديق النمو:

تناسب هذه الصناديق مع المستثمرين الذين يرغبون في تحقيق عائد مرتفع مع مستوى مقبول من المخاطر، حيث تتكوّن أموال مثل هذه الصناديق من أسهم الشركات التي لا تصفّى خلال فترة قصيرة والتي يتوقع أن تحقّق نمواً بمعدل أعلى من المتوسط في المستقبل.³

¹ مصطفى كمال طه وشريف مصطفى كمال طه، مرجع سبق ذكره، ص: 127.

² أمين عبد العزيز حسن، مرجع سبق ذكره، ص: 81-82.

³ عبد الغفار حنفي، مرجع سبق ذكره، ص: 411.

• **صناديق الدّخل (صناديق الاستثمار ذات الإيراد):**

تتلاءم هذه الصناديق والمستثمرون الذين يرغبون في الحصول على إيراد ثابت ومستقر، لذلك تتكوّن استثمارات هذه الصناديق غالباً من السندات ذات الإيراد الدّوري وبمستويات متفاوتة من المخاطرة، حيث أنّه كلما زاد الاستثمار في نوع معيّن من السندات والذي يشمل السندات الحكومية خاصة، كلّما قلّت المخاطر عن تلك المحافظ التي تحتوي على نسبة كبيرة من سندات شركات القطاع الخاص.¹

• **الصناديق المتوازنة (صناديق الاستثمار ذات الإيراد والنمو):**

تتوافق هذه الصناديق مع المستثمرين الذين يسعون إلى تحقيق أرباح رأسمالية مع عائد مستقر، وبذلك نجد أنّ استثمارات هذه الصناديق تتكوّن من أسهم الشركات التّامية ومن السندات ذات العائد الثابت.²

• **صناديق الاستثمار المتخصصة:**

تهدف هذه الصناديق إلى الاستثمار في أسهم نوع معيّن من الصناعات أو الخدمات، وتستقطب المتفائلين بمستقبل هذه الصناعة أو الخدمة والمستعدين لتحمل كل المخاطر الناجمة عن هذا الاستثمار.³

• **صناديق سندات المحليات:**

تقوم هذه الصناديق بالاستثمار في السندات التي تصدرها البلديات والمحليات، والتي تعفى فوائدها من الضرائب.⁴

• **صناديق الاستثمار في الأصول العالية السيولة:**

تستثمر هذه الصناديق أموالها في الأدوات المالية المتداولة في سوق النقد، وبالتالي فإنّ هذه الصناديق تتميز بانخفاض درجة المخاطر وانخفاض العائد أيضاً، إلّا أنّها تنفرد بدرجة عالية من السيولة والأمان.⁵

• **صناديق المؤشرات:**

تعمل هذه الصناديق على الاستثمار في الأصول المالية التي يشملها أحد المؤشرات الشائعة الاستخدام، وبالتالي يسهل على المستثمرين متابعة أداء هذه الصناديق من خلال متابعة أداء المؤشر.⁶

• **صناديق الاستثمار العالمية:**

تسعى هذه الصناديق إلى استثمار أموالها في الأصول المالية التي يتمّ تداولها في أسواق رأس المال العالمية، كالأسواق الأمريكية، الأسواق الأوروبية وأسواق جنوب شرق آسيا، فهي بذلك تهدف إلى تنويع مخاطر الاستثمار في الأصول المالية، ولكنّها في الوقت نفسه تضيف نوعاً آخر من المخاطر وهو مخاطر أسعار الصّرف.⁷

• **صناديق الاستثمار الإسلامية:**

تهدف هذه الصناديق إلى تحقيق عوائد بشرط أن تكون غير ربوية، وبالتالي تندرج معظم أنواع هذه الصناديق تحت صناديق الأسهم، صناديق السندات والصناديق التّقدية بشرط أن تكون غير ربوية ومتوافقة مع الشريعة الإسلامية.⁸

خلاصة الفصل الخامس:

¹ عبد الغفار حنفي، نفس المرجع أعلاه، ص: 411.

² عبد الغفار حنفي، نفس المرجع أعلاه، ص: 412.

³ عنايات النجار ووفاء شريف، مرجع سبق ذكره، ص: 96.

⁴ عنايات النجار ووفاء شريف، نفس المرجع أعلاه، ص: 96.

⁵ عنايات النجار ووفاء شريف، نفس المرجع أعلاه، ص: 97.

⁶ عنايات النجار ووفاء شريف، نفس المرجع أعلاه، ص: 97.

⁷ محمد مطر وفايز تيم، مرجع سبق ذكره، ص: 243.

⁸ أمين عبد العزيز حسن، مرجع سبق ذكره، ص: 87.

سمحت لنا دراسة هذا الفصل بالخروج بالنتائج التالية:

- يقصد بإدارة المحفظة الاستثمارية، تلك الأنشطة المرتبطة بالتخطيط، التنظيم، التوجيه والرقابة على مجموعة من الأصول المالية التي تهدف إلى الحصول على أرباح.
- لإدارة المحفظة الاستثمارية أهمية بالغة تكتسبها من تطور الأدوات الاستثمارية وما تتطلبه تلك الأدوات من خبرات لإدارتها، إضافة إلى ارتفاع الفوائد المالية لدى الشركات والمستثمرين الأفراد وتطور مفاهيم الاستخدام الأمثل للفوائد المالية لدى مختلف الشركات بمختلف القطاعات وكذلك الحال لدى الأفراد.
- تشمل خطوات إدارة المحفظة الاستثمارية : تخطيط المحفظة، تحليل استثمارات المحفظة، اختيار أصول المحفظة، تقييم أداء المحفظة ثم مراجعة المحفظة الاستثمارية باستمرار، وتجدر الإشارة هنا إلى وجود ثلاثة نماذج شائعة الاستخدام لتقييم أداء المحافظ الاستثمارية هي: نموذج شارب، نموذج ترانير ونموذج جنسن.
- تتعدد طرق إدارة المحافظ الاستثمارية بين إدارة مباشرة يقوم بها مالك المحفظة الاستثمارية وبين إدارة بالوكالة يقوم فيها المستثمر بتوكيل شخص وسيط للقيام بإدارة محفظته لحسابه، أو إدارة جماعية للمحفظة من طرف هيئات التوظيف الجماعي للأصول المالية أو إدارة بالاستشارة، والتي يستند فيها مالك المحفظة إلى طلب التصح من مستشار مالي معين.
- يمكن لمدير المحفظة الاستثمارية أن يختار بين السياسة الهجومية، الدفاعية أو المتوازنة لإدارة محفظته، حيث أنّ سياسة المخاطر يعتمد عليها المدير الذي يهدف لكسب الأرباح السريعة العالية وتحمل مخاطر عالية، بينما تسعى السياسة الدفاعية لتحقيق أرباح شبه ثابتة بقليل من المخاطرة. أما السياسة المتوازنة فهي عبارة عن سياسة مشتركة بين الهجوم والدفاع، ففي حالة النشاط الاقتصادي والحركة القوية لسوق رأس المال، لا بدّ من زيادة نصيب رأس المال المخصّص للمخاطر، وفي حالة الكساد والركود، يتوجب زيادة رأس المال الموجه إلى السندات والأسهم الدفاعية.
- تقوم بإدارة المحافظ الاستثمارية مجموعة من الشركات المتخصصة مثل: شركات التأمين، الشركات غير الربحية وصناديق الاستثمار.

لقد حاولنا من خلال هذه المطبوعة تقديم محاضرات في مقياس إدارة المحافظ الاستثمارية. وبعد تناولنا لمختلف العناصر المقررة في برنامج ذات المقياس، توصلنا إلى جملة من النتائج، والتي يمكن تلخيص أهمها فيما يلي :

- تمثل سوق رأس المال إطار الاستثمار في المحافظ الاستثمارية، ويقصد بها الحيز الذي يجمع بين عارضي الأموال والطالبين عليها بهدف تنفيذ مختلف الصفقات المالية المتوسطة والطويلة الأجل مع وجود وسطاء متخصصين.
- يحتل مصطلح كفاءة سوق رأس المال مكانة هامة في أسواق رأس المال، حيث أنّ مضمون كفاءة سوق رأس المال يعني مدى انعكاس المعلومات على الأسعار السوقية للأصل المالي بشكل كامل وسريع.
- يعتبر مؤشر سوق رأس المال عن قيمة رقمية تقيس التغيرات الحادثة في سوق رأس المال بصفة عامة وتلك التي تطرأ على أسعار الأصول المالية على وجه الخصوص، ونجده يلعب دوراً هاماً في إدارة المحافظ الاستثمارية، حيث أنّه يمكن من إعطاء فكرة سريعة عن أداء المحفظة الاستثمارية، الحكم على أداء المديرين المحترفين، التنبؤ بالحالة التي ستكون عليها السوق في المستقبل، بالإضافة إلى المساهمة في تقدير المخاطرة المنتظمة للمحفظة.
- تضم الأصول المالية المتداولة في سوق رأس المال كلاً من: السندات، الأسهم العادية، الأوراق المالية الهجينة (كالأسهم الممتازة)، بالإضافة إلى المشتقات المالية، حيث تمثل السندات أداة دين على الشركة التي أصدرتها، بينما تعتبر الأسهم أداة ملكية. في حين أنّ الأوراق المالية الهجينة لا يمكن اعتبارها لا أسهما ولا سندات، لأنّها تجمع بين خصائصهما معاً. أمّا المشتقات المالية فهي عبارة عن عقود مالية تشتق قيمتها من قيمة الأصول الأساسية المرتبطة بها.
- تعرّف المحفظة الاستثمارية على أنها مجموعة من الأصول المالية التي تهدف إلى تنمية رأس مال المستثمر فيها.
- يقوم الاستثمار في المحفظة الاستثمارية على عنصرين العائد والمخاطرة، حيث يقصد بعائد المحفظة الاستثمارية ذلك الدّخل الإضافي الذي يتحصّل عليه المستثمر مقارنة برأسماله، في حين تمثل مخاطرة المحفظة الاستثمارية درجة عدم التأكّد وعدم انتظام العوائد المتوقع تحقيقها مستقبلاً.
- تشمل مخاطرة المحفظة الاستثمارية نوعين من المخاطرة هما: **المخاطرة المنتظمة** التي لا يمكن تجنبها بأيّ طريقة، والمخاطرة **غير المنتظمة** والتي يمكن تفاديها من خلال التنويع الجيد للأصول المالية داخل المحفظة. كما يعتبر مقياس التباين أو الانحراف المعياري، معامل الاختلاف ومعامل بيتا للمحفظة الاستثمارية من أنسب المقاييس لتقدير مخاطر الاستثمار في الأصول المالية وفي المحافظ الاستثمارية.
- تعود أبرز محاولات تحديد العلاقة بين عائد ومخاطرة المحفظة الاستثمارية إلى ماركويتز، شارب وروس الذين وضعوا الأسس النظرية لثلاثة نماذج رئيسية هي: نموذج ماركويتز (نظرية المحفظة)، نموذج تسعير الأصول المالية ونموذج تسعير المراجعة على الترتيب.
- يقصد بإدارة المحفظة الاستثمارية، تلك الأنشطة المرتبطة بالتخطيط، التنظيم، التوجيه والرقابة على مجموعة من الأصول المالية التي تهدف إلى الحصول على أرباح.
- تستند إدارة المحفظة الاستثمارية إلى تخطيط المحفظة، تحليل استثمارات المحفظة، اختيار أصول المحفظة، تقييم أداء المحفظة ثم مراجعة المحفظة الاستثمارية باستمرار.
- يمكن لمدير المحفظة الاستثمارية أن يختار بين السياسة الهجومية، الدفاعية أو المتوازنة لإدارة محفظته، حيث تسعى سياسة المخاطر لكسب الأرباح السريعة العالية وتحمل مخاطر عالية، بينما تهدف السياسة الدفاعية لتحقيق أرباح شبه ثابتة بقليل من المخاطرة. أمّا السياسة المتوازنة فهي عبارة عن سياسة مشتركة بين الهجوم والدفاع، ففي حالة النشاط الاقتصادي والحركة القوية لسوق رأس المال، لا بدّ من زيادة نصيب رأس المال المخصّص للمخاطر، وفي حالة الكساد والركود، يتوجّب زيادة رأس المال الموجه إلى السندات والأسهم الدفاعية.

وفي الأخير يمكن القول أن إدارة المحافظ الاستثمارية تشهد تطورا مستمرا بتطور بيئتها الاستثمارية، وعليه فإنّ محتوى هذا المقياس يبقى قابلا للتّعديل تماشيا مع التّغيّرات التي تطرأ على أسواق المال بصفة عامّة وعلى أسواق رؤوس الأموال بصفة خاصّة.

كما نرجو أن نكون قد وفّقنا في إعداد هذه المطبوعة وأن نكون أئمنا بكلّ ما يتعلّق بمقياس إدارة المحافظ الاستثمارية. كما نتطلّع أيضا إلى أن يستفيد منها طلبة السنوات المقبلة.

قائمة المراجع

قائمة المراجع باللغة العربية

أولاً : الكتب

1. آل شبيب دريد كامل، إدارة المحافظ الاستثمارية، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة، الأردن، 2010.
2. التميمي أرشد فؤاد، الأسواق المالية: إطار في التنظيم وتقييم الأدوات، دار اليازوري العلمية للنشر والتوزيع، الأردن، 2010.
3. حدّاد فايز سليم ، الإدارة المالية، الطبعة الثالثة، دار الحامد للنشر والتوزيع، الأردن، 2010.
4. حسن أمين عبد العزيز، الأسواق المالية، دار قباء الحديثة للطباعة والنشر والتوزيع، القاهرة، 2007.
5. الحسني فلاح حسن و الدوري مؤيد عبد الرحمان، إدارة البنوك: مدخل كمي استراتيجي معاصر، دار وائل للنشر والتوزيع، فلسطين، 2000.
6. حماد طارق عبد العال، المشتقات المالية، الطبعة الأولى، الدار الجامعية للنشر، مصر، 2010.
7. الحناوي محمد صالح وآخرون، الاستثمار في الأوراق المالية وإدارة المخاطر، المكتب الجامعي الحديث للنشر، مصر، 2007.
8. حنفي عبد الغفار، استراتيجيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2007.
9. خصاونة محمد قاسم، أساسيات الإدارة المالية، الطبعة الأولى، دار الفكر ناشرون وموزعون، الأردن، 2011.
10. الدعيمي عباس كاظم، السياسات النقدية والمالية وأداء سوق الأوراق المالية، الطبعة الأولى، دار صفاء للنشر والتوزيع، الأردن، 2010.
11. رضوان حسن سمير عبد الحميد، أسواق الأوراق المالية بين المضاربة والاستثمار وتجارة المشتقات وتحرير الأسواق: دراسة واقعية للأزمة المالية العالمية، دار النشر للجامعات، مصر، 2009.
12. رضوان حسن سمير عبد الحميد، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر ودور الهندسة المالية في صناعة أدواتها، الطبعة الأولى، دار النشر للجامعات، مصر، 2005.
13. رمضان زياد و شموط مروان ، الأسواق المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، مصر، 2008.
14. الشنطاوي زكريا عيسى سلامة ، الآثار الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية من منظور الاقتصاد الاسلامي، الطبعة الأولى، دار النفائس للنشر والتوزيع، الأردن، 2009.
15. الشواورة فيصل محمود، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية: الأسس النظرية والعملية، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر والتوزيع، الأردن، 2008.
16. العامري محمد علي ابراهيم، الإدارة المالية المتقدمة، الطبعة الأولى، إثراء للنشر والتوزيع، الأردن، 2010.
17. عبادي هشام فوزي دباس، الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على استراتيجيات الخيارات المالية، الطبعة الأولى، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، الأردن، 2008.

18. عبد الجواد محمد عوض و الشديفات علي ابراهيم، الاستثمار في البورصة: أسهم، سندات، أوراق مالية، دار الحامد ، الأردن، 2006.
19. السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، الطبعة الأولى، دار الفكر للنشر والتوزيع، الأردن، 2010.
20. المومني غازي فلاح، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، دار المناهج للنشر والتوزيع، الأردن، 2015.
21. النجار عنايات و الشريف وفاء ، دليل المتعاملين في بورصة الأوراق المالية، المنظمة العربية للتنمية الإدارية، القاهرة، 2006.

قائمة المراجع باللغة الفرنسية

A. Ouvrages :

1. Alphonse.P et autres, gestion de portefeuille et marchés financiers, édition Pearson Education, Paris, 2010.
2. Amelon.J-L, L'essentiel à connaître en gestion financière, 3^{ème} édition, édition Maxima, Paris, 2002.
3. Berk.J et Demarzo.P, finance d'entreprise, 1^{ème} édition, édition Pearson Education, Paris, 2008.
4. Berk.J et Demarzo.P, finance d'entreprise, 2^{ème} édition, édition Pearson Education, Paris, 2011.
5. Bouri.A, gestion financière, 2^{ème} édition, édition Reliure d'Art, Tunisie, 2007.
6. Brealy.R, Myers.S et Allen.F, principes de gestion financière, 8^{ème} édition, édition Pearson Education, Paris, 2006.

B. sites d'internet :

1. <http://www.accdiscussion.com/acc6579.html>.
2. <http://www.accdiscussion.com/acc6579.html>.