

الميدان	العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية والعلوم المالية والمحاسبية	الفرع	العلوم المالية والمحاسبية
التخصص	مالية المؤسسة	المستوى	ماستر
السداسي	الأول	السنة الجامعية	2025/2024
التعرف على المادة التعليمية			
اسم المادة	إدارة المحافظ المالية	وحدة التعليم	الأساسية

المحاضرة 10: الاستراتيجيات النشيطة والسائنة لبناء وإدارة محافظ الأسهم

إدارة محافظ الأسهم

في سنوات الأخيرة، كان من السهل مناقشة أنماط إدارة الأسهم العادية. كان المدير إما مديرًا سائنا (Passive Manager) أو مديرًا نشطًا (Active Manager). المدير السائنا يحتفظ بمؤشر السوق مثل مؤشر S&P 500 (the Standard and Poor's)، بينما يقوم المدير النشط بأي شيء آخر.

على الرغم من سهولة مناقشة أنماط إدارة الإستثمارات بهذه الطريقة، فإن هذا النهج يتجاهل التطورات الحديثة في مجال الإدارة السائنة. بدلًا من ذلك، نقوم بالتمييز بين الإدارة النشيطة والإدارة السائنة بناءً على ما إذا كانت الإجراءات تعتمد على بيانات التوقعات (Forecast Data). كما سنرى، حتى مع هذا التعريف، يصبح الخط الفاصل بين الإدارة السائنة والنشطة غير واضح بشكل كاف.

الإدارة السلبية (Passive Management)

شهدت الصناديق المدارة بأسلوب الإدارة السائنة نموًا سريعًا وبلغت أحجامًا كبيرة. بحلول عام 2011، شكّلت الأصول الموجودة في المحافظ السائنة حوالي 13% من إجمالي الأصول التي تديرها شركات الاستثمار.

أبسط مثال على الإدارة السائنة هو صندوق المؤشر (Index Fund)، الذي يهدف إلى تكرار أداء مؤشر محدد جيدًا للأسهم العادية، مثل مؤشر S&P 500. يقوم الصندوق بشراء كل سهم في المؤشر بنفس النسبة التي يمثلها في المؤشر. على سبيل المثال، إذا كانت شركة IBM تشكل 4% من المؤشر، فإن الصندوق يستثمر 4% من أمواله في أسهم شركة IBM.

يمكن اعتبار نموذج تسعير الأصول الرأسمالية القياسي (Sharpe-Lintner-Mossin Capital Asset Pricing Model - CAPM) الأساس النظري لمثل هذه الصناديق، إذا قُبل مؤشر S&P 500 كبديل مناسب للمحفظة السوقية للأصول ذات المخاطر. قد تكون المبررات العملية أكثر وضوحًا؛ إذ تفوقت صناديق المؤشرات على أكثر من 50% من المدراء النشطين. في عام 2010، قدرت إحدى الشركات الكبرى التي تقيم أداء المديرين أنه على مدى السنوات العشرين السابقة، تفوق مؤشر S&P على أكثر من 70% من المدراء النشطين.

على الرغم من أن التكرار الدقيق (Exact Replication) هو التقنية الأبسط لبناء صندوق مؤشر، فإن العديد من صناديق المؤشرات لا تُبنى بهذه الطريقة. يواجه مديرو صناديق المؤشرات سلسلة من القرارات أثناء تصميم الصندوق. تشمل هذه القرارات المفاضلة بين الدقة في تتبع المؤشر (Tracking Error) وتكاليف المعاملات. هل يشتري المدير جميع الأسهم الـ 500 وفقًا لنسبتها في السوق؟ أم يستثني بعض الأسهم ذات الوزن السوقي الأصغر لتوفير تكاليف المعاملات؟، كيف يُعاد استثمار الأرباح الدورية لتحقيق التوازن بين توفير تكاليف المعاملات وتقليل الأخطاء في تتبع المؤشر؟، كم من النقد يجب الاحتفاظ به لتلبية عمليات السحب أو التدفقات النقدية الداخلة؟ كلما زادت كمية النقد المحتفظ بها، انخفضت تكاليف المعاملات، ولكن في المقابل يكون تتبع المؤشر أقل دقة.

- هناك ثلاث طرق مستخدمة بشكل شائع لتكوين صندوق المؤشر (Index Fund) ، وكل منها يقدم توازنًا مختلفًا بين الدقة في تكرار المؤشر (Accuracy in Duplicating the Index) وتكاليف المعاملات (Transaction Costs). يمكن تلخيص هذه الطرق كما يلي:
- الاحتفاظ بكل سهم وفقًا لنسبته في المؤشر: يقوم المدير بشراء كل سهم مدرج في المؤشر بنفس الوزن الذي يمثله في المؤشر.
- تكوين محفظة رياضية باستخدام عدد محدد من الأسهم: يتم تكوين محفظة لا تتجاوز عددًا معينًا من الأسهم (مثل 300 سهم) والتي تتبع المؤشر بأفضل شكل ممكن بناءً على الأداء التاريخي. وتُستخدم الخوارزميات الرياضية القياسية (Standard Mathematical Programming Algorithms) لتحقيق ذلك.
- اختيار مجموعة أصغر من الأسهم وفقًا لخصائص محددة مسبقًا: يتم العثور على مجموعة أصغر من الأسهم تطابق المؤشر من حيث النسبة المستثمرة في مجموعة من الخصائص المحددة مسبقًا. وتشمل الخصائص المستخدمة بشكل شائع: القطاع (Sector) ، الصناعة (Industry) ، الجودة (Quality) ، وحجم الرسملة (Size of Capitalization).
- على الرغم من أن بعض صناديق المؤشرات تقوم بتكرار أوزان السوق بدقة، إلا أن العديد منها يستخدم مزيجًا من الطريقة الأولى مع الطريقة الثانية أو الثالثة.
- مطابقة أوزان السوق (Market Weight Matching) تُستخدم غالبًا من قبل الصناديق التي تتبع مؤشرًا يشمل أسهم الشركات ذات الرسملة السوقية الكبيرة، مثل مؤشر S&P 500.
- بالنسبة للصناديق التي تتبع مؤشرًا أوسع نطاقًا (مثل مؤشر Wilshire 5000) ، يتم مطابقة أوزان الأسهم ذات الرسملة السوقية الكبيرة بدقة، ثم تُستخدم إحدى الطرق الأخرى لتحديد مجموعة فرعية من الأسهم ذات الرسملة السوقية الصغيرة لتغطية الجزء المتبقي من المؤشر.
- بالنسبة لمعظم المؤشرات، نظرًا لأن عددًا قليلًا من الأسهم (مثل 20%) يشكل أكثر من نصف القيمة السوقية للمؤشر، فإن هذا النهج يعتبر منطقيًا وبديهيًا.

على الرغم من أن صندوق المؤشرات المصمم لتتبع **مؤشر S&P** هو أداة استثمارية شائعة، إلا أن المديرين سعوا لتحسينه فور إنشائه تقريبًا. كانت الطريقة الأكثر وضوحًا لتحسينه هي العثور على بديل أفضل يمثل **محفظة السوق (Market Portfolio)**.

توجد صناديق مؤشرات تتبع معظم المؤشرات الرئيسية، مثل **مؤشر بورصة نيويورك (NYSE)** و**مؤشر Wilshire 5000** للأسهم. لكن، نظرًا للتكاليف العالية للمعاملات المرتبطة بتكرار مؤشر أوسع نطاقًا، غالبًا ما تُستخدم تقنية أو أكثر لتقليل عدد الأسهم المطابقة للمؤشر أثناء تصميم صندوق المؤشر واسع النطاق.

في البداية، قد يتوقع المرء أن معظم صناديق المؤشرات ستتخلف عن المؤشر بشكل عام. فصناديق المؤشرات لها رسوم إدارة، وتتكدس تكاليف المعاملات في إدارتها. ومع ذلك، هناك عاملان يساعدان في تحسين الأداء.

أولًا، في بعض الأحيان كان مؤشر S&P يغفل عن توزيعات الأرباح للأسهم الصغيرة عند حساب العائد على المؤشر، وبالتالي يقلل من العائد الفعلي.

ثانيًا، تقوم صناديق المؤشرات دائمًا بتسليم الأسهم عندما تعرض الشركة شرائها بسعر أعلى من سعر السوق (مثلًا في حالات الاندماج أو إعادة شراء الأسهم)، بينما لا يفعل بعض المستثمرين ذلك. لذا، يحصل صندوق المؤشرات على سعر أعلى لبعض أسهمه مقارنة بما يُفترض عند حساب العائد على المؤشر.

بسبب هذه العوامل، فإن بعض الصناديق منخفضة التكلفة قد تفوقت على المؤشر الذي تتبعه على مدار فترات طويلة من الزمن.

لا يوجد صندوق مؤشر يقدم أداءً مطابقًا تمامًا لأداء المؤشر الذي يتبعه على أساس شهري أو سنوي. تؤدي التدفقات النقدية الداخلة من المستثمرين، ودفع توزيعات الأرباح، والاستجابة للتغيرات في تركيب المؤشر إلى تغيير في الموقف النقدي وتكبد تكاليف المعاملات. كما أن صناديق المؤشرات المتاحة للمستثمرين الأفراد تحتفظ بموقف نقدي لتسوية التدفقات النقدية. نتيجة لذلك، تكون معاملات بيتا (Beta) لهذه الصناديق أقل قليلًا من واحد بالنسبة للمؤشر الذي يتبعونه. وهذا يعني أيضًا أنها عمومًا تؤدي بشكل أفضل قليلًا في الأسواق الهابطة وأداء أسوأ قليلًا في الأسواق الصاعدة. رغم هذه الفروقات، تحقق العديد من صناديق المؤشرات عوائد تقترب من 0.05% لكل ربع سنة من المؤشر الذي تتبعه.

تتمتع صناديق المؤشرات بمربر نظري يعتمد جزئيًا على نموذج تسعير الأصول الرأسمالية البسيط (CAPM) يجب أن نكون قادرين بسهولة على تصميم صندوق مؤشر استنادًا إلى أي من النماذج الأخرى التي تم دراستها.

من الممكن بناء صناديق مؤشرات استنادًا إلى أي من نماذج CAPM غير القياسية أو نظرية تسعير بالمراجعة (APT) التي تم مناقشتها من قبل. على سبيل المثال، يمكن بناء صناديق استثمارية ذات حساسية مختلفة تجاه التضخم.

أدرك مجتمع الاستثمار أن **مؤشر Wilshire 5000** كان يميل، على مدى فترات زمنية طويلة، إلى تحقيق عائد أعلى من **مؤشر S&P 500** (على الرغم من أن هذا لم يعد صحيحًا مؤخرًا). كان **الشذوذ في الأسهم الصغيرة (Small Stock Anomaly)** أحد المبررات لمؤشر أكثر تنوعًا. كما أدى الشذوذ في الأسهم إلى إنشاء صناديق مؤشرات للأسهم الصغيرة (ذات الرسملة

السوقية المنخفضة)، مثل الصناديق التي تتبع **مؤشر Wilshire 4500** الذي يستثني **S&P 500**، أو **مؤشر Frank Russell** 2000 الذي يستثني أعلى 1000 سهم.

تبع ذلك استراتيجيات جديدة في الإدارة الساكنة. على سبيل المثال، هناك محافظ ساكنة تقوم بشراء الأسهم التي تتمتع بنسبة **سعر إلى ربح (P/E)** منخفضة. يعتمد تصميم هذه المحافظ جزئيًا على الانحرافات غير المفسرة من النظرية بدلًا من النظرية نفسها.

ظهرت أيضًا ابتكارات أخرى. إحدى الابتكارات الشائعة تستخدم **التسعير غير الصحيح المؤقت عبر أنواع الأسواق** لزيادة العائد على صندوق المؤشر. يمكن لصندوق المؤشر أن يحتفظ بالأوراق المالية بشكل مباشر أو يمكنه أن يحتفظ بـ **أذون الخزانة (T-bills)** وعقد آجل على المؤشر ليظل في نفس وضع المخاطرة والعائد. إذا كانت العقود الآجلة أقل من قيمتها، فإن **أذون الخزانة بالإضافة إلى العقود الآجلة** ستتفوق على صندوق المؤشر الذي يحتفظ بالأسهم بشكل مباشر. بعض صناديق المؤشرات تعتمد على الفرضية القائلة بأن العقود الآجلة ستظل تحت قيمتها في المتوسط، وتحاول التفوق على الاحتفاظ بالأوراق المالية بشكل مباشر من خلال الاحتفاظ دائمًا بأذون الخزانة والعقود الآجلة.

بعض صناديق المؤشرات تنتقل بين أسواق **النقد (Cash)** و**العقود الآجلة (Futures)** للاستفادة من أي تسعير غير صحيح مؤقت قد يظهر بين السوقين.

هل هذه منتجات لإدارة الساكنة أم النشطة؟ لقد أصبح الخط الفاصل غير واضح. على الرغم من أن أول صناديق المؤشرات كانت تشتري محفظة من الأسهم لتتبع المؤشر وتقوم فقط بإعادة استثمار الأموال، فإن بعض الصناديق الأحدث تراقب باستمرار ظروف **المراجحة (Arbitrage)** بين سوق النقد والعقود الآجلة وتنتقل بينهما. بذلك، أصبح هناك **استمرارية من المنتجات**. الخط الذي يتم رسمه بين الإدارة النشطة والساكنة يعتبر أمرًا **تعسفيًا** إلى حد ما.

النظرة الحديثة للتمييز بين استراتيجية البناء الساكنة والنشطة **يدخل فيها التوقع (Forecasts)**. إذا كان المدير يتداول بناءً على قاعدة آلية باستخدام البيانات الماضية، فإننا نسميها **إدارة ساكنة (Passive Management)** أما إذا قام المدير بتوقع أي شيء وتصرف بناءً على هذا التوقع، فإننا نسميها **إدارة نشطة (Active Management)**.

الإدارة النشطة (Active Management)

تشمل الإدارة النشطة اتخاذ موقف مختلف عن ذلك الذي سيتم اتخاذه في محفظة ساكنة، بناءً على توقعات حول المستقبل. يجب اتخاذ قرار بشأن المحفظة الساكنة الأنسب لأهداف المستثمر. لتبسيط العرض، فلنفترض أننا اتخذنا هذا القرار وحددنا أن المعيار الملائم (Benchmark) هو محفظة **S&P 500** الوضع المحايد هو الاحتفاظ بكل سهم بالنسب التي يمثلها في مؤشر **S&P 500** أي اختلاف عن هذه النسب يمثل رهانًا يستند إلى توقع.

على الرغم من عدم وجود اتفاق عالمي حول تصنيفات أنماط الإدارة النشطة، نجد أنه من المفيد تقسيم المديرين النشطين إلى ثلاث مجموعات:

- **متوقعو السوق (Market Timers)**: يغيرون قيمة بيتا (Beta) للمحفظة بناءً على توقعاتهم حول أداء السوق. يتم ذلك إما عن طريق تغيير بيتا لمحفظة الأسهم (باستخدام الخيارات أو العقود الآجلة أو عن طريق استبدال الأوراق المالية)، أو بتغيير المبلغ المستثمر في السندات قصيرة الأجل.

- **محددو القطاعات (Sector Selectors):** يركزون على تخصيص الاستثمارات بناءً على أداء القطاعات المختلفة.

- **محددوا الأوراق المالية (Security Selectors):** يركزون على اختيار الأوراق المالية الفردية التي يُتوقع أن تتفوق في الأداء.

على عكس من **متوقعي السوق (Market Timing)** ، يبحث **محددو الأوراق المالية (Security Selection)** عن الأوراق المالية المقيّمة بأقل من قيمتها، والأساليب المستخدمة لجمع هذه الأوراق في محافظ استثمارية مثلى.

المستثمرون الذين يمارسون اختيار الأوراق المالية يراهنون على أن الأوزان السوقية للأوراق المالية ليست النسب المثلى للاحتفاظ بكل ورقة مالية. لذلك، يزدون الوزن (أي يقومون برهان إيجابي (positive bet)) على الأوراق المالية التي تُقيّم بأقل من قيمتها، ويخفضونه على الأوراق المالية التي تُقيّم بأكثر من قيمتها. معظم مديري الأسهم النشطين يمارسون اختيار الأوراق المالية كجزء أساسي من استراتيجياتهم.

طريقة أخرى تُستخدم بشكل شائع في إدارة المحافظ هي **اختيار القطاع أو الصناعة (Sector or Industry Selection)** غالبًا ما يُعرف هذا الأسلوب الاستثماري باسم **تدوير القطاعات (Sector Rotation)** يشبه هذا الأسلوب اختيار الأوراق المالية **(Security Selection)**، باستثناء أن وحدة الاهتمام هنا هي الصناعة أو القطاع. بناءً على التحليل، يتم اتخاذ رهانات إيجابية أو سلبية على قطاع معين.

على الرغم من أن تقسيم مجموعة الأسهم حسب الصناعات واضح نسبيًا (مع وجود بعض الغموض في كيفية تقسيم الأسهم إلى صناعات)، فإن التقسيم حسب القطاعات أكثر غموضًا.

يمكن للشركات تقسيم الأسهم إلى قطاعات بعدة طرق:

1. **التصنيف الصناعي العريض (Broad Industrial Classification):** مثل القطاعات الصناعية والمالية والخدمات العامة.

2. **التصنيف حسب المنتجات الرئيسية (Major Product Classification):** مثل السلع الاستهلاكية، السلع الصناعية، والخدمات.

3. **الخصائص المدركة (Perceived Characteristics):** مثل النمو، الدورية (Cyclical) ، والثبات (Stable) ، تشمل الخصائص الأخرى المستخدمة لتقسيم الأسهم إلى قطاعات: الحجم، العائد، أو الجودة.

4. **الحساسية للظواهر الاقتصادية الأساسية (Sensitivity to Basic Economic Phenomena):** مثل الأسهم الحساسة لتغيرات أسعار الفائدة أو الأسهم الحساسة لتغيرات أسعار الصرف.

التحليل الذي تتم مناقشته هنا يتضمن اختيار تصنيف أو أكثر من هذه التصنيفات بوزن يزيد (أو يقل) عن الأوزان السوقية، بناءً على الأداء المتوقع. **المديرون** الذين يمارسون هذا النوع من التحليل يقومون بتدوير الأوزان الزائدة (Overweighting) أو الناقصة (Underweighting) للقطاعات أو الصناعات في محافظهم الاستثمارية مع مرور الوقت، وفقًا لتغير توقعاتهم حول القطاعات المقيّمة بأقل أو بأكثر من قيمتها.

يجب التمييز بين اختيار الصناعة أو القطاع (Industry or Sector Selection) واختيار الأوراق المالية (Security Selection) ، حيث يركز المدير الذي يختار الأوراق المالية على اختيار الأسهم داخل قطاع واحد فقط. العديد من المديرين لا يقومون بتدوير الاستثمار بين القطاعات المختلفة مع مرور الوقت، بل يختارون دائمًا الأسهم من داخل قطاع أو مجموعة صناعات واحدة. هؤلاء يُطلق عليهم المديرون المتخصصون (Specialized Managers) ، ومن الأمثلة على ذلك: مديرو أسهم النمو

(Growth Stock Managers) ، مديرو أسهم المرافق (Utility Stock Managers) ، مديرو أسهم التكنولوجيا (Technology Managers).

هناك سببان للتخصص: الاعتقاد بأن القطاع مقيم بأقل من قيمته بشكل دائم أو الاعتقاد بأن فريق العمل لديه قدرة أفضل على اختيار الأسهم المقيّمة بأقل من قيمتها في هذا القطاع أو الصناعة مقارنة بأي قطاع آخر. على الرغم من صعوبة تبرير السبب الأول، يمكن تبرير السبب الثاني في عالم يتزايد فيه التعقيد والتخصص (Complexity and Specialization). يمكن للعميل الاستثمار في القطاعات التي لا يغطيها المدير المتخصص من خلال استخدام مديريين نشطين آخرين أو محفظة ساكنة تغطي هذه القطاعات (والتي تُعرف غالبًا باسم صندوق الإكمال (Completion Fund)).

الإدارة السلبية مقابل الإدارة النشطة (Passive Versus Active Management)

لن يتم حسم الجدل حول الإدارة السلبية مقابل الإدارة النشطة خلال عمر هذا الإصدار من الكتاب، وربما أبدًا. لتحقيق الإدارة النشطة فعاليتها، يجب أن تتغلب على بعض التكاليف التي ترافقها. يجب أن يكون المحتوى التنبؤي للتوقعات المستخدمة في الإدارة النشطة كبيرًا بما يكفي للتغلب على التكاليف التالية:

1. **تكلفة دفع أجور المتنبئين:** سواء في شكل رواتب أو عبر رسوم إدارة أعلى يفرضها المديرون النشطون مقارنة بالمديرين السلبيين.

2. **تكلفة المخاطر القابلة للتنويع: (Diversifiable Risk)** بحكم طبيعتها، تحتوي المحافظ النشطة على مخاطر قابلة للتنويع أكثر من صندوق المؤشر (الذي تكون مخاطر التنويع فيه قريبة من الصفر). لذا يجب تعويض المستثمر عن تحمله لهذه المخاطر.

3. **تكلفة أعلى للمعاملات: (Higher Transaction Cost)** تتطلب القرارات النشطة معدل دوران أعلى مقارنة بالاستراتيجيات ذات معدل دوران منخفض جدًا مثل **الشراء والاحتفاظ (Buy and Hold)** التي تتبعها صناديق المؤشرات.

4. **تحمل الضرائب على الأرباح الرأسمالية في وقت مبكر بالنسبة للمستثمرين الخاضعين للضرائب:** بموجب القوانين الضريبية الحالية، يتم احتساب الأرباح أو الخسائر الرأسمالية لأغراض ضريبية عندما يقوم الصندوق ببيع الأسهم أو عندما يبيع المستثمر جزءًا أو كل حصته في الصندوق. تحتوي صناديق المؤشرات على معدل دوران منخفض للغاية، مما يعني أن المستثمر الخاضع للضريبة يدفع الحد الأدنى من ضرائب الأرباح الرأسمالية حتى يقوم ببيع جزء من الصندوق. أما المحافظ النشطة، فعادة ما يكون لديها معدل دوران أعلى بكثير، مما يؤدي إلى تكبد المستثمرين ضرائب على الأرباح الرأسمالية حتى إذا كانوا يرغبون في الاحتفاظ بأموالهم مستثمرة بالكامل. على الرغم من أن **صناديق المؤشرات (Index Funds)** قد تفوقت على معظم المديرين النشطين، فإن غالبية المستثمرين الذين يستعينون بمديرين نشطين يعتقدون أنهم قادرون على اختيار المدير الذي سيتفوق على المؤشر. يستمر هذا الاعتقاد بالرغم من وجود أدلة قليلة جدًا على أن الأداء المتفوق يمكن التنبؤ به.