

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

المحاضرة 10: الاستراتيجيات النشطة والساكنة لبناء وإدارة محافظ الأصول

إدارة محافظ الأصول

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

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

الإدارة السلبية (Passive Management)

شهدت الصناديق المدارية بأسلوب الإدارة الساكنة نمواً سريعاً وبلغت أحجاماً كبيرة. بحلول عام 2011، شكلت الأصول الموجودة في المحافظ الساكنة حوالي 13% من إجمالي الأصول التي تديرها شركات الاستثمار.

أبسط مثال على الإدارة الساكنة هو صندوق المؤشر (Index Fund)، الذي يهدف إلى تكرار أداء مؤشر محدد جيداً للأصول العادي، 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 قُيل مؤشر S&P 500 كديل مناسب للمحفظة السوقية للأصول ذات المخاطر. قد تكون المبررات العملية أكثر وضوحاً، 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 تُبني بهذه الطريقة. يواجه مدعيو 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 500 وفقاً لنسبها في السوق؟ أم يستثني بعض الأسهم ذات الوزن السوقى 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 الداخلية؟ كلما زادت كمية النقد المحافظ بها، انخفضت تكاليف المعاملات، ولكن في المقابل يكون تتبع المؤشر أقل دقة.

- هناك ثلاثة طرق مستخدمة بشكل شائع لتكوين صندوق المؤشر (Index Fund)، وكل منها يقدم توازناً مختلفاً بين الدقة في تكرار المؤشر (Accuracy in Duplicating the Index) وتكاليف المعاملات (Transaction Costs). يمكن تلخيص هذه الطرق كما يلي:

- الاحتفاظ بكل سهم وفقاً 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 عدداً معيناً من الأسهم (مثل 300 سهم) والتي تتبع المؤشر بأفضل شكل ممكن بناء على الأداء التاريخي. وتنستخدم الخوارزميات الرياضية القياسية (Standard Mathematical Programming Algorithms) لتحقيق ذلك.

- اختيار مجموعة أصغر من الأسهم وفقاً لخصائص محددة مسبقاً: يتم العثور على مجموعة أصغر من الأسهم تطابق المؤشر من حيث النسبة المستثمرة في مجموعة من الخصائص المحددة مسبقاً. وتشمل الخصائص المستخدمة بشكل شائع: القطاع (Industry)، الصناعة (Sector)، الجودة (Quality)، وحجم الرسملة (Size of Capitalization).

على الرغم من أن بعض صناديق المؤشرات تقوم بتكرار أوزان السوق بدقة، إلا أن العديد منها يستخدم مزيجاً من الطريقة الأولى مع الطريقة الثانية أو الثالثة.

- مطابقة أوزان السوق (Market Weight Matching) تُستخدم غالباً من قبل الصناديق التي تتبع مؤسراً يشمل أسهم الشركات ذات الرسملة السوقية الكبيرة، مثل مؤشر S&P 500.

- بالنسبة للصناديق التي تتبع مؤسراً أوسع نطاقاً (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 المتبقى من المؤشر.

بالنسبة لمعظم المؤشرات، نظراً لأن عدداً قليلاً من الأسهم (مثل 20%) يشكل أكثر من نصف القيمة السوقية للمؤشر، فإن هذا النهج يعتبر منطقياً وبديهياً.

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

توجد صناديق مؤشرات تتبع معظم المؤشرات الرئيسية، مثل **مؤشر بورصة نيويورك (NYSE) ومؤشر Wilshire 5000** للأوراق المالية للمعاملات المرتبطة بتكرار مؤشر أوسع نطاقاً، غالباً 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 ستختلف عن المؤشر بشكل عام. فصناديق المؤشرات لها رسوم إدارة، وتتكبد تكاليف المعاملات في إدارتها. ومع ذلك، هناك عاملان يساعدان في تحسين الأداء.

أولاً، في بعض الأحيان كان مؤشر S&P يغفل عن توزيعات الأرباح للأوراق المالية الصغيرة عند حساب العائد على المؤشر، وبالتالي يُقلل من العائد الفعلي.

ثانياً، تقوم صناديق المؤشرات دائمًا بتسلیم الأوراق المالية عندما تُعرض الشركة شرائطها بسعر أعلى من سعر السوق (مثلًا في حالات الاندماج أو إعادة شراء الأوراق المالية)، بينما لا يفعل بعض المستثمرين ذلك. لذا، يحصل صندوق المؤشرات على سعر أعلى لبعض أسهمه مقارنة بما يفترض 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 مطابقاً تماماً 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 وتتكبد تكاليف المعاملات. كما أن صناديق المؤشرات المتاحة للمستثمرين الأفراد تحتفظ بموقف نقدی لتسوية التدفقات النقدية. نتيجة لذلك، تكون معاملات بيتا (β) لهذه الصناديق أقل قليلاً من واحد بالنسبة للمؤشر الذي يتبعونه. وهذا يعني أيضًا أنها عموماً تؤدي بشكل أفضل قليلاً في الأسواق الهابطة وأداءً أسوأ قليلاً 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 بمبرر نظري يعتمد جزئياً على نموذج تسعير الأصول الرأسمالية البسيط (CAPM) يجب أن تكون قادرین بسهولة على تصميم صندوق مؤشر استناداً إلى أي من النماذج الأخرى التي تم دراستها.

من الممكن بناء صناديق مؤشرات استناداً 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 صحيحاً مؤخراً). كان **الشذوذ في الأوراق المالية الصغيرة (Small Stock Anomaly)** أحد المبررات لمؤشر أكثر تنوعاً. كما أدى الشذوذ في الأوراق المالية إلى إنشاء صناديق مؤشرات للأوراق المالية الصغيرة (ذات الرسمية

السوقية المنخفضة)، مثل الصناديق التي تتبع مؤشر Wilshire 4500 الذي يستثنى S&P 500، أو مؤشر Frank Russell 2000 الذي يستثنى 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 جزئياً على الانحرافات غير المفسرة من النظرية بدلاً من النظرية نفسها.

ظهرت أيضاً 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 بأذون 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 تتنقل بين أسواق النقد (Cash) والعقود 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 ترافق 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 للتميز بين استراتيجية البناء الساكنة والنশطة 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 بالنسبة التي يمثلها في مؤشر S&P 500 أي اختلف عن هذه النسبة يمثل رهاناً يستند إلى توقع.

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

- متوقعي 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.

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

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

على عكس من **متوقع السوق (Market Timing)** ، يبحث مدددو الأوراق المالية (Security Selection) عن الأوراق المالية المقيدة بأقل من قيمتها، والأساليب المستخدمة لجمع هذه الأوراق في محافظ استثمارية مثلها.

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

طريقة أخرى تُستخدم بشكل شائع في إدارة المحافظ هي اختيار القطاع أو الصناعة (Sector or Industry Selection) غالباً 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 نسبياً (مع وجود بعض الغموض في كيفية تقسيم الأسهم إلى صناعات)، فإن التقسيم حسب القطاعات أكثر غموضاً.

يمكن للشركات تقسيم الأسهم إلى قطاعات بعدها طرق:

1. **التصنيف الصناعي العربي (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) ، والثباتes(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 تم 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، وفقاً لتغير توقعاتهم حول القطاعات المقيدة بأقل أو أكثر من قيمتها.

يجب التمييز بين اختيار الصناعة أو القطاع (Industry or Sector Selection) و اختيار 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 دائماً الأسهم من داخل قطاع أو مجموعة صناعات واحدة. هؤلاء يطلق عليهم **المديرون المتخصصون (Specialized Managers)** ، ومن الأمثلة على ذلك: مدير و أسمهم النمو

(Technology Stock Managers) ، مدиро أسمهم المراافق (Growth Stock Managers) ، مدирو أسهم التكنولوجيا (Utility Stock Managers) .

هناك سببان للتخصل: الاعتقاد بأن القطاع مقيم بأقل من قيمته بشكل دائم أو الاعتقاد بأن فريق العمل لديه قدرة أفضل على اختيار الأسهم المقيدة 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 والتخصل (Complexity and Specialization). يمكن للعميل الاستثمار في القطاعات التي لا يغطيها المدير المتخصص من خلال استخدام مدربين نشطين آخرين أو محفظة ساكنة تغطي هذه القطاعات (والتي تُعرف غالباً 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 أبداً. لتحقيق الإدارة النشطة فعاليتها، يجب أن تتغلب على بعض التكاليف التي ترافقها. يجب أن يكون المحتوى التنبؤي للتوقعات المستخدمة في الإدارة النشطة كبيراً 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 للتنوع(Diversifiable Risk):** بحكم طبيعتها، تحتوي المحفظة النشطة على مخاطر قابلة للتنوع أكثر من صندوق المؤشر (الذي تكون مخاطر التنوع 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 جداً 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 جزءاً 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 المحفظة 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 مستمرة 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 جداً على أن الأداء المتفوق يمكن التنبؤ به.