

أولاً: الإطار النظري لنظرية المحفظة:

في نهاية الخمسينات وبداية الستينات بدأ المهتمون بشؤون الاستثمار، يركزون على المخاطر التي تتعرض لها المحفظة المالية، وقد بدأ ذلك في أعمال " هاري ماركويتز " Harry Markowitz"، حيث قام " ماركويتز " بتطوير طريقة لحل مشكلة المحفظة المالية من خلال مقالة له سنة 1952 بعنوان *Journal of Finance*، حيث قدم مقارنة تسمى بمقاربة (معدل التباين) ⁽¹⁾ والذي نال عليها جائزة نوبل سنة 1990، ثم بدأ آخرون بتطويرها. ففي سنة 1962 طور (SHARP) نظرية المحفظة باستخدام (نموذج المؤشر المفرد) الذي يستخدم عند وجود عدد كبير من الأوراق المالية، وفي عام 1979 جاء (Ross) بنظرية الأسعار المرجحة والتي تعتمد على المقارنة بين العائد والمخاطرة لاختيار الأوراق المالية، ولاسيما عندما تتساوى عوائد الأوراق المالية يتم اختيار الأوراق المالية الأقل مخاطرة، واستمرت الدراسات والإضافات لنظرية المحفظة المالية إلى غاية يومنا هذا. ⁽²⁾

وتعرف نظرية المحفظة بأنها نظرية معيارية تعني بالقرارات المالية الرشيدة التي يتخذها المستثمرون لإيجاد التوازن بين عائد وخطر الاستثمار في موجودات معينة (مادية أو مالية) وتصف هذه النظرية المستثمر بالرشد، إذ يسعى لاختيار المحفظة الكفاءة من بين البدائل المتاحة له، كما تستند على أسس النظرية الاقتصادية في تفسير سلوك المستهلك لتفسير سلوك المستثمر، وبالتالي فطبقاً للنظرية الاقتصادية نجد أن المستهلك يهدف إلى الموازنة بين منفعته وسعر شرائه لسلعة معينة بهدف الحصول على أكبر قدر ممكن من المنفعة في حدود دخل محدود، وبهذا نجد المستثمر يتبع نفس المبدأ تقريبا من خلال هذه النظرية لبناء محفظته المالية، وبهذا يصبح المستثمر الرشيد هو المستثمر الذي يوازن بين العائد والخطر للاستثمارات البديلة ليحصل على أكبر عائد ممكن في حدود موارده المتاحة، وبأقل قدر من المخاطر بالاعتماد على مبدأ التنوع. ⁽³⁾

ثانياً: تعاريف حول محفظة الأوراق المالية :

تحتل محفظة الأوراق المالية مكانة بارزة في أسواق رأس المال، وتزداد أهمية مكانتها من يوم لآخر نظراً للتطورات الهامة التي تشهدها هذه الأسواق وتنوع أدواتها المالية، الأمر الذي أدى إلى زيادة الاهتمام بها أكثر فأكثر، وهذا ما أدى إلى تعدد تعريفاتها.

(1) محمد علي إبراهيم العامري، الإدارة المالية المتقدمة، إثراء للنشر والتوزيع، الأردن، الطبعة الأولى، 2010، ص: 23.

(2) شرين بدري توفيق البارودي، العوامل المؤثرة في إنشاء المحافظ الاستثمارية دراسة تطبيقية على عدد من المصارف الخاصة في بغداد، مجلة العلوم

الاقتصادية والإدارية، المجلد 21، العدد 86، 2015، ص: 370.

(3) محمد علي إبراهيم العامري، مرجع سبق ذكره، ص: 24.

1- التعريف الأول: تعرف على أنها مجموعة من الأصول المالية التي لها قيم ملموسة مثل العقارات، الذهب، الفضة و المشاريع الاقتصادية، وأخرى غير ملموسة مثل الأسهم والسندات و أدوات الخزينة والمشتقات المالية، تعود ملكيتها إلى شخص طبيعي أو معنوي، وتختلف من حيث قيمتها، عائدها، مدة استحقاقها و نوعها، ويتم اختيارها بعناية ودقة فائقة من خلال الاعتماد على خاصية التنوع، وذلك بغرض تعظيم عائدها وتدنيه خطرهما.(1)

2- التعريف الثاني: وتعرف على أنها مجموعة اختيارات من الأوراق المالية، تشكل مزيجا متجانسا من هذه الأوراق، يتم اختيارها بعناية وبدقة فائقة، لتحقيق مجموعة من الأهداف والغايات، لذلك نجدها تتكون من عدد مناسب من الأوراق المالية تتباين وتختلف من حيث القيمة ومعدل العائد المتولد عنها ومدة استحقاقها.(2)

3- التعريف الثالث: يمكن تعريف المحفظة المالية على أنها تشكيلة من أدوات الاستثمار تتكون من أصلين أو أكثر وتخضع لإدارة شخص مسؤول عنها يسمى مدير المحفظة، الذي يكون إما مالكا أو مؤجرا فقط، وتتنوع المحافظ حسب أصولها إلى ثلاثة أنواع منها محفظة ذات الأصول المالية ومحفظة ذات الأصول الحقيقية وأخيرا محفظة ذات الأصول المختلطة وهي النوع الغالب.(3)

من خلال التعاريف السابقة يمكن أن نعرفها على أنها تشكل مجموعة من الأدوات الاستثمارية، سواء كانت أدوات مالية مكونة من أسهم أو سندات أو كانت مكونة من أدوات حقيقية والتي تشمل العقارات والمعادن النفيسة (ذهب وفضة)، ويتم إدارتها من طرف مسير (مدير المحفظة)، حيث تهدف المحفظة المالية إلى تحقيق أكبر عائد بأقل مخاطرة ممكنة.

رابعاً: أهداف المحفظة المالية :

يحقق تكوين محفظة الأوراق المالية عدداً من الأهداف وتتمثل في الاستثمار الطويل أو القصير الأجل وكذا طبيعة الداخل المتوقع من الاستثمار في ضوء الخطط المالية المستقبلية، وفي ضوء ذلك يتم اختيار نوع الورقة المالية التي تتناسب مع الأهداف، ومن هذه الأهداف:(4)

- حماية الأموال المستثمرة من هبوط قيمتها الشرائية نتيجة التضخم.
- تحقيق عائد دوري ودخل إضافي ناتج من الأرباح الرأسمالية للبيع بأكبر من القيمة الشرائية.

(1) محسن أحمد الخضيري، كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة، إيتراك للنشر و التوزيع، مصر ، 1999 ، ص:65

(2) محمد صالح الحناوي، تحليل و تقييم الأسهم و السندات، مرجع سبق ذكره، ص:267

(3) ناظم محمد نوري الشمري و طاهر فاضل البياتي، مرجع سبق ذكره، ص:26

(4) محمد سويلم، إدارة البنوك و بورصات الأوراق المالية، مرجع سبق ذكره، ص: 382.

- التأمين ضد المخاطر ولا سيما مخاطر انخفاض القوة الشرائية.⁽¹⁾
 - توفير مصدر آخر للسيولة يتم اللجوء إليه عند الحاجة حيث يمكن بيع الأوراق المالية عند الحاجة للحصول على النقدية السائلة بدلاً من قيام البنك بالاقتراض.
 - تقليل مخاطر التعرض للضرائب على إيرادات القروض، حيث أن الإيرادات الناتجة من الأوراق المالية معفاة من الضرائب، وبالتالي يمكن تعويض جانباً من الضرائب المدفوعة على إيرادات محفظة القروض.⁽²⁾
 - قابلية الورقة المالية للتسويق وقدرة المحفظة على تداولها في السوق المالي بمعنى إمكانية تحويل الأوراق المالية في المحفظة إلى سيولة عند الحاجة.
 - التنوع والمزج بين الأوراق المالية وتحديد نسبة مساهمة كل ورقة مالية في رأس مال المحفظة.
 - المحافظة على القيمة الحقيقية لرأس المال المحفظة المالية من خلال السعي إلى تقليل واجتناب بعض أنواع المخاطر.
 - تأمين الحصول على دخل مستمر ومتواصل للمحفظة المالية لتلبية احتياجات المستثمرين وتسديد مصاريف التشغيلية للمحفظة المالية
 - ضرورة الحفاظ على قدر من السيولة لمواجهة توقعات العسر والتعثر المالي من خلال الاستثمار في أدوات مالية لها القابلية على التحويل إلى نقد بسهولة دون خسارة.⁽³⁾
- ومن هنا نرى أن أهداف تكوين محفظة الأوراق المالية متعددة فقد يكون الهدف مزيج من بعض أو كل هذه الأهداف، حيث يسعى المستثمر إلى تحقيق تلك الأهداف من خلال سياسة الاستثمار المبنية على خطة التي تعتبر بمثابة مرشد واضح لفلسفة وأهداف الاستثمار في السوق.

المطلب الثاني: تسيير محفظة الأوراق المالية:

يسعى المستثمر الرشيد إلى تكوين محفظة مالية مثلى تتوافق مع ميولاته واتجاهاته وإمكانياته، وهذا يتطلب منه توفر آليات وأطر لتسيير هذه المحفظة تسييراً جيداً قائم على قواعد وقوانين مضبوطة، يجب أن تمر بعدة مراحل لكي يحقق المدير النتائج المرجوة من تشكيلة المحفظة التي تسعى إلى تحقيق التوازن الأمثل الذي يحقق النتائج المرجوة من خلال تعظيم الأرباح وتقليل المخاطر قدر الإمكان .

1) (Lawrenle Gitman, Michael Joelink : **Investissement et marchés financiers**, person éducation, 9ème édition, paris,2005, p:162

(2) جلال إبراهيم العبد، إدارة محفظة الأوراق المالية، الإسكندرية، دار الجامعية طبع ونشر وتوزيع، 1999، ص: 3.

(3) شرين بدري توفيق البارودي، مرجع سبق ذكره، ص: 374.

ثالثاً: العوامل التي يجب مراعاتها عند تسيير المحفظة المالية:

هناك عدة عوامل نذكر منها:⁽¹⁾

1- مدى التقلبات في معدل الفائدة: يرتبط الاستثمار في الورقة المالية ليس فقط بمعدل العائد، ولكن أيضاً بمدى الاستقرار في معدل العائد واتجاهات هذا السعر في الأجلين القصير والطويل أيضاً.

2- مدى التقلبات في سعر الورقة المالية ذاتها: فكلما كان سعر الورقة المالية يزداد في السوق بشكل تراكمي، فإن هذا أدى إلى الاحتفاظ بها، فالزيادة التراكمية التي تطرأ على القيمة السوقية للورقة تشجع المستثمرين على طلبها نظراً لما تحققه من ربح رأسمالي.

3- تأثير تآكل القوة الشرائية للنقود: في حالة التضخم، الاحتفاظ بالنقود أمر غير رشيد، لذا يزداد إقبال الأفراد على الاستثمار في الأصول العينية والأوراق المالية، خاصة تلك التي ترفع قيمتها السوقية مع ازدياد قيمة الأصول التي سبق شراؤها بأسعار منخفضة.

رابعاً: خطوات تسيير المحفظة المالية: لتسيير المحفظة المالية توجد خطوات تتمثل في ما يلي:⁽²⁾

- تحديد الأهداف الأساسية من تكوين المحفظة.
- دراسة الظروف الداخلية للمؤسسة المالية من خلال:
 - ✓ التنسيق بين متطلبات السيولة والربحية.
 - ✓ تحديد نسبة المخاطر.
 - ✓ احتمال لجوء المؤسسة المالية إل رهن الأوراق المالية.
- تحليل الظروف الخارجية المحيطة بالمؤسسة المالية، كأسعار الفائدة و الصرف والتضخم.
- وضع السياسات العامة للمحفظة والتي تشمل على:
 - ✓ تحديد حجم المحفظة بالاستناد إلى مستوى الطلب على النقود وعلى مقدار الربح المتوقع تحقيقه وتوقيت هذا الربح.
 - ✓ وضع أسس لتنوع الأوراق المالية التي تكون منها المحفظة.
 - ✓ ضوابط عمليات البيع والشراء للأوراق المالية مثل عدم البيع أثناء انخفاض الأسعار وعدم الشراء أثناء ارتفاع الأسعار.

(1) جمال ناجي، إدارة محفظة الأوراق المالية، المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع، لبنان، 1998، ص:66.

(2) نفس المرجع السابق، ص:68.

• المتابعة والتنفيذ.

• تقييم أداء المحفظة والوقوف على إيرادات كل نوع من أنواع أدوات الاستثمار المكونة لها.
خامسا: استراتيجيات إدارة المحفظة المالية: توجد عدة استراتيجيات يؤدي إتباعها إلى تقليل المخاطر المرتبطة بالمحفظة المالية ومن أهم هذه الاستراتيجيات نجد:

1- استراتيجية اختيار الأوراق المالية: يكون اختيار نوع الأوراق المالية حسب السياسة التي سوف ينتهجها المستثمر فإن اتبع (سياسة متحفظة) فإنه يفضل ثبات الدخل وعدم التعرض للخسارة في القيمة السوقية، وبالتالي فإنه سيقدر شراء السندات من الدرجة الأولى مثل السندات الحكومية، والأسهم الممتازة، فهذه الأوراق تمتاز بثبات دخلها، وعدم تقلب أسعارها إلا قليلا، أما في حالة إتباع سياسة غير متحفظة أي المضاربة، فإنه سيقدر شراء الأوراق المالية التي تحمل درجة كبيرة من المخاطر المالية، مثل الأسهم العادية التي تمتاز بالتغيير المستمر في دخلها، وقيمتها السوقية، لأن الاستثمار في هذا النوع من الأوراق يتيح للمستثمر تحقيق الأرباح الكبيرة في الدخل، والقيمة السوقية.

2- استراتيجية إعادة توزيع مخصصات المحفظة: هي تلك الاستراتيجية التي تقوم على إعادة توزيع نسب الموارد المالية الموجهة للاستثمار في أسهم منشآت قطاع معين لحساب أو على حساب أسهم المنشآت التي تنتمي إلى القطاعات الأخرى، ومن الشائع تقسيم أسهم القطاعات في أربع مجموعات، أسهم منشآت حساسة للتغيير في أسعار الفائدة كأسهم البنوك والمؤسسات المالية الأخرى، وأسهم المنشآت المنتجة للسلع المعمرة والتي يطلق عليها الأسهم الدورية كأسهم شركات إنتاج الثلجات، وأسهم السلع الرأسمالية وهي أسهم المنشآت المنتجة للسلع الرأسمالية كالآلات والعتاد، ثم الأسهم الدفاعية كأسهم شركات الأدوية والأغذية، وتقوم هذه الاستراتيجية على انتقال بين أسهم المجموعات خلال فترات الكساد والرواج لأسهم هذه المجموعات.⁽¹⁾

3- استراتيجية توقيت السوق: تقوم على إعادة توزيع مخصصات المحفظة بين الأسهم العادية والأصول المالية الأخرى، بعبارة أخرى تقتضي تلك الاستراتيجية بأنه يمكن للمستثمر أن يحقق أرباحا غير عادية أو يقلل المخاطرة لو أنه أدرك متى يدخل إلى سوق الأسهم متى يستمر ومتى يصبح من الأفضل له الخروج منها موجها حصيلة بيع الأسهم إلى أصول مالية قصيرة الأجل كالودائع المصرفية وأذونات الخزنة، وعندما تتحسن الظروف يقوم بتسيير تلك الاستثمارات

(1) منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر: الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات، مرجع سبق ذكره، ص: 445.

لإعادة استخدامها في شراء الأسهم، كما تقتضي تلك الاستراتيجية بأنه في حالة توقع رواج في سوق الأسهم يمكن للمستثمر أن يقترض لتدعيم المخصصات الموجهة للاستثمار في الأسهم العادية.

4- استراتيجية مواجهة خطر سعر الفائدة: أما فيما يخص مواجهة المستثمر لمخاطر سعر الفائدة عند تكوين المحفظة المالية فهي أكثر تعقيدا من المخاطر المالية لأن هذه الأخيرة تكون نفسها بالنسبة لدخل الأوراق المالية، وكذا قيمتها السوقية، أما في حالة مخاطر سعر الفائدة فإن السندات طويلة الأجل أكثر استقرارا في الدخل من السندات قصيرة الأجل، وهذا لا يظهر إلا في حالة استهلاك هذه السندات، وإعادة استثمار الحصيلة في السندات مرة أخرى، وكأن سعر الفائدة قد ارتفع فبذلك تزداد قيمة الدخل، أي أن ثبات الدخل يتوقف على طريقة ترتيب مواعيد استحقاق السندات في المحفظة من سندات ذات تواريخ استحقاق واحدة أو متقاربة في خلال فترة قصيرة، بل يكون الترتيب بحيث أن جزء معين من هذه السندات يستحق في بداية كل عام أو عامين، أما إن انتهج سياسة متحررة، فإنه سيترتب مواعيد استحقاق السندات في تاريخ واحد، أو تواريخ متقاربة خلال فترة قصيرة وهذه السياسة لا تتبع إلا إذا توقع المستثمر ارتفاعا في سعر الفائدة في المستقبل من ناحية أخرى ونظرا لأن أسعار السندات طويلة الأجل تتقلب أكثر من أسعار السندات قصيرة الأجل، فإن المستثمر المتحفظ يحدد الاستثمار في السياسات قصيرة الأجل أما السياسة المتحررة فتحبذ الاستثمار في السندات طويلة الأجل، لأنها تعطي الفرصة للحصول على ربح من ارتفاع القيمة السوقية في حالة انخفاض سعر الفائدة.⁽¹⁾

5- استراتيجية جودة الاستثمارات: تؤكد القواعد المصرفية على ضرورة التزام البنك بالتعامل في أوراق مالية ذات جودة عالية ضماناً لحقوق المودعين، وبمقتضى ذلك يتعين الابتعاد عن الأوراق التي يتعرض عائدها الدوري لتقلبات شديدة، وكذلك الابتعاد عن الاستثمارات التي تتعرض قيمتها السوقية للانخفاض. ويحمل هذا الاتجاه إلى دعوة البنوك لكي تزيد استثماراتها في السندات على حساب صكوك الملكية (الأسهم). وفي هذا السياق يتم ترتيب الأوراق المالية داخل كل قسم بحيث تكون الأولوية للأوراق المالية الحكومية ثم المضمونة من الحكومة، وأخيراً الأوراق غير الحكومية.⁽²⁾

(1) محمد حامد محمد، تكوين محافظ الأوراق المالية وإدارتها، مكتبة عين شمس، القاهرة، 1997، ص:2.

(2) عادل محمد رزق، مرجع سبق ذكره، ص:71.

المطلب الثالث: مفاهيم حول المحفظة المالية المثلى:

بداية لابد من الإشارة إلى أن مفهوم المحفظة المالية المثلى هو مفهوم نسبي وليس مطلق، لأن المثالية هنا قد تكون من وجهة نظر مستثمر معين فقط، لأن لكل مستثمر ميول واتجاهات تختلف عن ميول واتجاهات مستثمر آخر، مما يجعل محفظة مثلى لمستثمر معين قد تكون غير مثلى لمستثمر آخر والعكس صحيح.

أولاً: تعاريف حول المحفظة المالية المثلى:

1- التعريف الأول: هي التي تحقق للمستثمر أكبر قدر من الإشباع، والتي تحقق الموازنة بين العائد والمخاطرة، فقد يرغب المستثمر في تحقيق عائد متواضع مقابل مخاطرة محدودة، والعكس قد يرغب في تحقيق عائد أعلى مصحوباً بمخاطر أعلى.⁽¹⁾

2- التعريف الثاني: هي تلك المحفظة من بين المحافظ التي تتناسب مع نموذج دالة التبادل ما بين العائد والمخاطرة، ومنه المحفظة المثلى هي التي تحقق توازن للمستثمرين بين العائد والأمان، وتتميز أصولها بقدر كافي من التنوع الإيجابي، بالإضافة إلى انه يجب أن تحقق أدوات المحفظة حداً من السيولة أو القابلية للتسويق التي تمكن المدير من إجراء أية تعديلات جوهرية.⁽²⁾

3- التعريف الثالث: المحفظة المالية المثلى هي تلك المحفظة التي تتكون من تشكيلة متنوعة ومتوازنة من الأصول أو الأدوات المالية، وبكيفية تجعلها الأكثر ملائمة لتحقيق أهداف المستثمر، مالك المحفظة أو من يتولى إدارتها، أو بمعنى آخر هي التشكيلة التي تحقق أكبر عائد مع مستوى مخاطرة مقبول، وبالتالي نستطيع القول أنّ المحفظة المثلى هي التي تتوفر فيها المواصفات التالية:

• تحقيق توازن للمستثمرين بين العائد والأمان.

(1) أرشد فؤاد التميمي و أسامة عزمي سلام، مرجع سبق ذكره ، ص:190.

(2) صالح محمد الحناوي وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص:283.

• تتميز أصولها بقدر كافي من التنوع الإيجابي.

أن تحقق أدوات المحفظة حدّاً من السيولة أو القابلية للتسويق التي تمكن المدير من إجراء أية تعديلات جوهرية.⁽¹⁾

ثانياً: عناصر بناء المحفظة المالية المثلى : تقوم عملية بناء المحفظة المثلى للمستثمر الرشيد على ثلاثة مبادئ أساسية هي:⁽²⁾

• اختيار المحفظة ذات المخاطرة الأقل في حالة تساوي العائد.

• اختيار المحفظة ذات العائد الأعلى في حالة تساوي درجة المخاطرة.

• اختيار المحفظة ذات الأعلى عائد و الأقل مخاطرة في باقي الحالات.

وللوصول إلى المحفظة المالية المثلى، يجب معرفة العناصر التي يبرزها الشكل رقم 01.

1- المجموعة الممكنة (المتاحة): عند دمج عدد من الأوراق المالية في المحفظة وينسب استثمارية مختلفة يتكون ما يسمى (بالمجموعة المتاحة)، حيث تمثل جميع المحافظ التي من الممكن بناؤها من مجموعة الأوراق المالية ، وتتخذ غالباً المجموعة المتاحة شكل المظلة في فضاء العائد والمخاطرة.⁽³⁾ والذي يمثله المنحنى المغلق (A,B,N,M,E,G,H) في الشكل رقم 01

2- مفهوم الحدّ الكفوء: من أجل اختيار مجموعة من الأوراق المالية لا بد من الاستناد لمقاييس الاستثمار المزدوج و المتمثلة فيما يلي:

1-2- مبدأ عدم التشبع: ويقصد به أنّ المستثمر يفضل دائماً الاستثمار الذي يحقق أقصى عائد ممكن، وعند المفاضلة بين استثمارين نختار الاستثمار ذو العائد الأكبر.

2-2- فرضية كراهية المخاطرة: يعني أنه لو أتاحت للمستثمر المفاضلة بين استثمارين متساويين من حيث العائد فسوف يختار أقلّها مخاطرة.⁽⁴⁾

تعرف هذه المقاييس بمقاييس العائد و المخاطرة، فهي لا تؤدي إلى اختيار إحدى الأوراق المالية فحسب بل تؤدي إلى اختيار مجموعة من الأوراق، وذلك بتحديد منحنى المحفظة والذي يسمى

(1)عبد العزيز شويش عبد الحميد و أسوءاء الدين قادر عمر، إدارة محفظة الأوراق المالية وفقاً لاستراتيجية الشراء بالاحتفاظ دراسة تطبيقية في سوق العراق

للأوراق المالية، مجلة جامعة كركوك للعلوم الإدارية والاقتصادية، المجلد 5، العدد 1، 2015، ص:99.

(2) محمد مطر، فايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر، الطبعة الأولى، الأردن، 2005، ص:194.

(3) جليل كاظم مدلول العارضي وزيد عبد الزهرة جعفر، مرجع سبق ذكره، ص 258.

(4) غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، دار المناهج للنشر والتوزيع، الأردن، 2009، ص:103.

بالخط الفعال وهو الخط الذي يصل بين النقاط التي لها أعلى عائد وبنفس درجات المخاطرة، أي يمثل ناتج توليفات مختلفة من العائد و المخاطرة لمحفظة كفئة لمستثمر معين.

وبالتالي يمكن أن نعرف الحد الكفوء بأنه يمثل أفضل مجموعة محافظ متاحة للمستثمرين من مجموعة المحافظ الممكنة، حيث تعطي للمستثمر عائداً أعلى لمقدار معين من المخاطر⁽¹⁾، والذي يمثله المنحنى (B,N,M,E) في الشكل رقم 01.

3- منحنيات السواء: وهي عبارة عن أداة تستخدم لتحديد سلوك المستثمر⁽²⁾ والذي تمثله المنحنيات (I_1, I_2, I_3) في الشكل رقم 01 وهي تمثل تفضيلات المستثمرين للمحافظ من حيث العائد والمخاطرة، إذ أن كل منحنى يمثل البدائل التي يقبل بها المستثمر (I_1) من حيث العائد والمخاطرة ولا يقبل بها المستثمر (I_2) والذي له التفضيلات الخاصة به من حيث العائد والمخاطرة، والتي تتمثل على منحنى (I_2) ، وكذلك الحال للمستثمر (I_3) الذي يفضل المحافظ الواقعة على منحنى (I_3) ، وهكذا تتم العملية إلى غاية الوصول إلى التفضيلات المثلى.

3-1- خصائص منحنيات السواء: لمنحنيات السواء عدة خصائص نذكر منها:⁽³⁾

• اتجاه منحنى السواء من الأسفل إلى الأعلى ومن اليمين إلى اليسار، يعكس العلاقة الطردية بين المخاطرة و العائد.

• مستوى منحنيات السواء هابط من أعلى لأسفل، بمعنى أنّ المستثمر إذا لم يجد محفظة مثلى وفقاً للمنحنى (I_1) ، فإنه سيضطر للتنازل و البحث عنها في المنحنى (I_2) أو (I_3) ، من الشكل الأول.

• أن جميع المحافظ التي تقع على منحنى سواء معين لها جاذبية متساوية من وجهة نظر المستثمر.

• المحفظة التي تقع على منحنى سواء أعلى، هي أكثر جاذبية للمستثمر عن أيّ محفظة أخرى تقع على منحنى سواء يقع أسفله، و بلغة الاقتصاديين المنحنى الأعلى يكون أكبر منفعة من الأسفل.

4- توازن المستثمر: يتبين من الشكل رقم 01 كلا من المجموعة الممكنة للمحافظ المحفوفة بالمخاطر (المنطقة المضللة) ومجموعة منحنيات السواء (I_1, I_2, I_3) لمستثمر معين، حيث تمثل

(1)الدوري مؤيد عبد الرحمان، إدارة الاستثمار والمحافظ الاستثمارية، دار إثراء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010، ص:226.

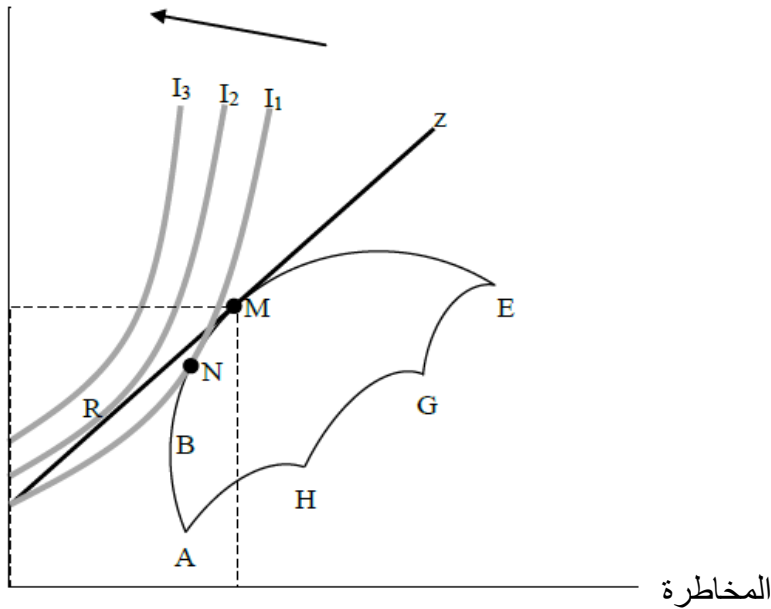
(2)عبد العزيز شويش عبد الحميد وأسوءها الدين قادر عمر، مرجع سبق ذكره، ص:102.

(3) أرشد فؤاد التميمي وأسامة عزمي سلام، مرجع سبق ذكره، ص:196.

النقطة (N) والواقعة عند تماس المنحني (I_1) مع الحد الكفوء، وتعتبر اختياراً ممكناً للمحفظة، وهي النقطة الواقعة على محافظ حد الكفاءة، حيث يحصل المستثمر على أعلى عائد ممكن لكمية مخاطرة معينة وأقل درجة مخاطرة لعائد متوقع معين، إلا أن المستثمر يستطيع أن يشكل محفظة أفضل من المحفظة (N) فيمكن أن يصل إلى منحني سواء أعلى، إضافة إلى المجموعة الممكنة للمحافظ المثلى.⁽¹⁾

الشكل رقم 01: يمثل مبادئ بناء المحفظة المالية المثلى

العائد



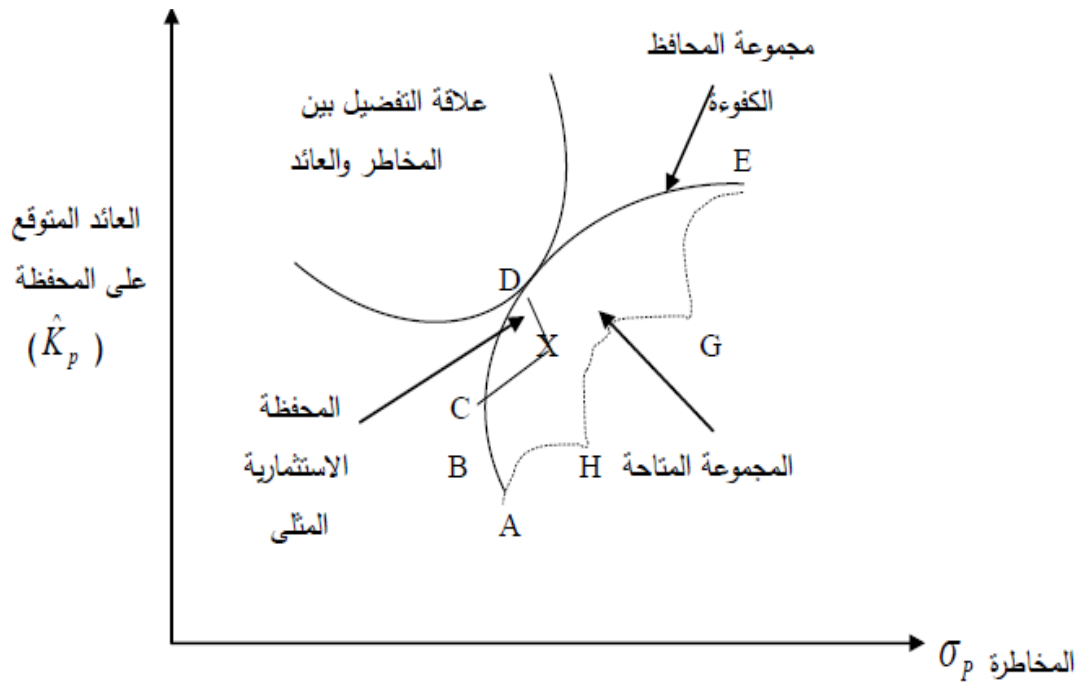
المصدر: عبد العزيز شويش عبد الحميد و أسو بهاء الدين قادر عمر،
مرجع سبق ذكره، ص:104

ثالثاً: تحديد المحفظة المالية المثلى:

لتحديد المحفظة المثلى يجب أولاً تحديد مجموعة المحافظ الممكنة ومنه يمكن تحديد المحافظ الكفوءة، ومنه نستطيع اختيار المحفظة المثلى من بين المحافظ الكفوءة، ويمكن توضيح ذلك في الشكل التالي:

الشكل رقم 02 : محافظ الاستثمار الممكنة، الكفوءة، الممكنة، والمحفظة المثلى

(1)عبد العزيز شويش عبد الحميد و أسو بهاء الدين قادر عمر، مرجع سبق ذكره، ص:103



المصدر: هشام طلعت عبد الحكيم و عماد عبد الحسين دلول، تشكيل الاستثمارات المثلى للأسهم العادية باستخدام نموذج الترتيب البسيط، منشورات كلية الإدارة والاقتصاد، جامعة المستنصرية، 2014، ص:6.

يتضح من الشكل رقم 02 أن مجموعة المحافظ الكفاءة هي تلك المجموعة الواقعة على الخط المحدب (B,C,D,E)، وأن مجموعة المحافظ الواقعة إلى يسار المجموعة الكفاءة هي غير ممكنة، لأنها تقع خارج المجموعة المتاحة، كما أن مجموعة المحافظ الواقعة إلى يمين الحد الكفاءة هي محافظ غير كفاءة، لأن هناك محافظ أخرى تعطي عوائد أعلى عند نفس الدرجة من المخاطرة أو مخاطرة أقل عند نفس الدرجة من العائد، فمثلاً نجد أن المحفظة (X) هي أقل كفاءة من المحافظتين (C) و (D)، وهكذا فإن المحفظة (X) هي أقل كفاءة من المحافظ الواقعة على المنحني (C,D)، لأن كل منهما ذات مخاطرة مساوية أو أقل وعائداً مساوياً أو أعلى⁽¹⁾.

وتعتمد محفظة الاستثمار المثلى على علاقة التفضيل ما بين العائد والمخاطرة، وتتحدد بنقطة التماس (D) بين منحنى مجموعة المحافظ الكفاءة وأعلى منحنى المستثمر أقل تجنباً للمخاطرة، وكانت منحنيات السواء التي تمثل علاقة تفضيلية أكثر تحديداً وكانت محفظة الاستثمار المثلى أقرب إلى الجزء الأعلى من المجموعة الكفاءة، أي أنها تتسم بدرجة مخاطرة مرتفعة وعائد متوقع مرتفع، وكلما كان المستثمر أكثر تجنباً للمخاطرة كانت منحنيات السواء الخاصة به ترتفع بحدّة أي (ذات

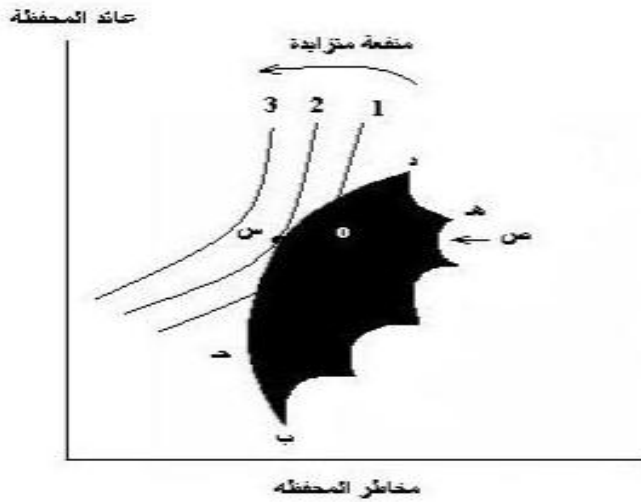
1) (Brigham, F, Eugen and Gapenski, C, Louis, Intermediate, Financial Management, 5th ed. The Dryden Press, 1996,P:391

ميل كبير) وكانت محفظة الاستثمار الأمثل اقرب إلى الجزء الأدنى من المجموعة الكفوءة، أي كانت تتميز بدرجة مخاطرة منخفضة وعائد متوقع منخفض⁽¹⁾

رابعاً: اختيار المحافظ الكفوءة حسب تصنيف المستثمرين من ناحية العائد والمخاطر.

1- المحفظة الخطرة المثلى للمستثمر الذي ينفر من المخاطر:

الشكل رقم 03 : المحفظة الخطرة المثلى للمستثمر الذي ينفر من المخاطر:



المصدر: علاء الدين الرقاتي و احمد عمر القيشاوي، مرجع سبق ذكره، ص:28.

التحليل: فرض المستثمر الذي يبغض المخاطر يقضي بأن المستثمر لا يقبل أن يتحمل وحدة إضافية من المخاطر إلا إذا كان يقابلها قدر من العائد يفوق ما حصل عليه في مقابل وحدة المخاطر السابقة بمعنى (إن كل وحدة مخاطر إضافية يعوضه عنها قدر أكبر من العائد مقارنة عن ذي قبل)، وحسب الشكل أعلاه نلاحظ النقطة (س) والتي من صفاتها:

● هي النقطة التي يبدأ فيها ميل منحنى الحد الكفوء في التناقض .

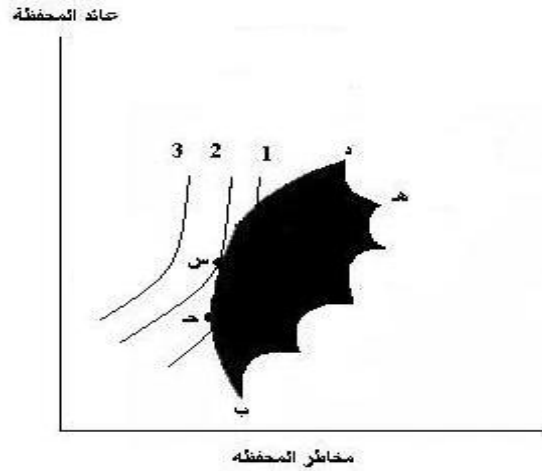
● بلغة الاقتصاد (هي نقطة تماس الحد الكفوء مع منحنى السواء للمستثمر).

ويفضل المستثمر المحفظة التي تمثل نقطة تلاقي الحد الكفوء مع منحنى السواء الأعلى ، ولكن قد لا تتاح للمستثمر تلك المحفظة التي تقع على منحنى سواء أعلى فيختار المستثمر المحفظة التي تتسيد المحافظ الأخرى .

2- المحفظة الخطرة المثلى للمستثمر المتشدد في كراهيته المخاطر:

الشكل رقم 04: المحفظة الخطرة المثلى للمستثمر المتشدد في كراهيته المخاطر

(1) هشام طلعت عبد الحكيم وعماد عبد الحسين دلول، مرجع سبق ذكره، ص: 7

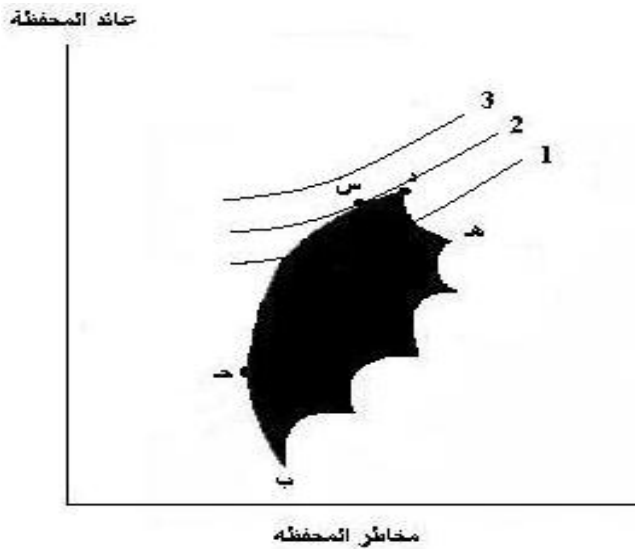


المصدر: علاء الدين الرقاتي و احمد عمر القيشاوي، مرجع سبق ذكره، ص:29.

نجد أن نقطة (س) وقعت عند مستوى أدنى مما كانت عليه و أن ميل الحد الكفوء عند هذه النقطة أكبر أي (يرفض قبول وحدة إضافية من المخاطر، إلا بحصوله على عائد يفوق العائد الذي يطلبه المستثمر في مقابل وحدة إضافية مماثلة من المخاطر)، ونلاحظ أن ميل الحد الكفوء عند النقطة التي يحدث فيها التماس بين منحنى السواء والحد الكفوء هي أعلى ميل ممكن .

3- المحفظة الخطرة المثلى للمستثمر الأقل كراهية للمخاطر:

الشكل رقم 05: المحفظة الخطرة المثلى للمستثمر المتشدد في كراهيته للمخاطر



المصدر: علاء الدين الرقاتي و احمد عمر القيشاوي، مرجع سبق ذكره، ص:30.

وهو المستثمر المتساهل في كراهيته للمخاطر ونلاحظ أن (س) تقع عند نقطة أعلى على الحد الكفوء، وهذا يعني أن المستثمر لا يمانع في قبول وحدة إضافية من المخاطر، في مقابل عائد أقل من العائد الذي يطلبه المستثمر.

المطلب الرابع: استراتيجية تنويع محفظة الأوراق المالية:

إن التشكيل الجيد للمحفظة يتطلب جميع أنواع الأوراق المالية، أي ذات خصائص متنوعة من ناحية النوع والأشكال والقطاعات من مؤسسات متنوعة وتواريخ الاستحقاق، لأنه في حالة انخفاض الأسعار أو وقوع أزمة لنوع معين أو تشكيلة معينة خاصة بمؤسسة معينة أو مجموعة من المؤسسات، فإنه يتم اقتسام توزيع المخاطر بين هذه الأوراق من خلال المؤسسات الأخرى، وبالتالي الأضرار تكون قليلة من خلال مبدأ التنويع باختيار التشكيلات المختلطة من الأدوات والأوراق المختلفة.

أولاً: مفهوم تنويع محفظة الأوراق المالية:

في الاستثمار كلمة التنويع تأتي ملازمة لكلمة محفظة، فالتنويع يعني الاستثمار في أكثر من أصل سواء كان مالي أو سلعي، والهدف الرئيسي للتنويع في الاستثمار هو التقليل من المخاطر عند مستوى معين من العائد، ويفيد التنويع في تقليل الخسائر التي قد يتعرض لها الاستثمار فأن انخفاض قيمة أصل قد يقابله ارتفاع في قيمة أصل آخر، وبالتالي فأن المستثمر يعظم منفعته من الاستثمار في ضوء تنويع محفظته، والتنويع يمكن أن يتم بطرق متعددة كثيرة منها العشوائي ومنها بالطرق العلمية المدروسة، فعلى سبيل المثال يمكن أن يكون التنويع عن طريق الاستثمار في:

- الأسهم والسندات.
- النقد والمعادن الثمينة.
- العملات.
- المشتقات

ثانياً: تعاريف حول التنويع في المحفظة المالية:

1- التعريف الأول: يقصد بالتنويع التعدد والتنوع في المحفظة المالية فيما بين استثمارات قصيرة الأجل واستثمارات طويلة الأجل في أصول مالية متنوعة ولمؤسسات متعددة في قطاعات اقتصادية مختلفة محلياً و/أو دولياً، لتخفيض حجم المخاطر التي يمكن أن تتعرض لها المحفظة⁽¹⁾

(1) عصام فهد العريبد، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، دمشق، دارالرضا، للنشر، 2002، ص:79.

2- التعريف الثاني: هو القاعدة الأساسية التي تركز عليها مفهوم المحفظة ويجب على مدير المحفظة أن يراعي كلفة التنوع والإدارة والصيانة والمعلومات المطلوبة عن مكونات المحفظة.⁽¹⁾

ثانياً: أنواع التنوع في المحفظة المالية: للتنوع المحفظي عدة أنواع نذكر منها:

1- التنوع الساذج: ويقصد بالتنوع الساذج الاختيار العشوائي للأصول المالية المكونة للمحفظة المالية، دون دراسة وتحليل هذه الأصول، وفلسفة التنوع الساذج هي أنه كلما زاد عدد الأصول المالية بالمحفظة المالية، ينخفض حجم المخاطر الكلية لها، فمع كل أصل مالي إضافي تقلص المخاطر غير المنتظمة إلى أن تقترب من الصفر، لأن محفظة الأوراق المالية التي تتكون من سندات أصدرتها ثلاث مؤسسات يتعرض عائدها لمخاطر أقل من المخاطر التي تتعرض لها محفظة أخرى تتكون من سندات أصدرتها مؤسسات، ويمكن التعبير عن أسلوب التنوع الساذج بالحكمة القائلة "لا تضع كل البيض في سلة واحدة". قد يأخذ التنوع الساذج صورة تتمثل في وضع حدا أقصى للمبالغ المستثمرة في إصدار واحد، كأن يقوم المصرف مثلاً ألا يزيد حجم الأموال المستثمرة في أي إصدار عن (5%) من مجموع مخصصات المحفظة، وهذا لعدم تركيز موارد المصرف في عدد محدود من الاستثمارات لضمان التخلص من الجانب الأكبر من المخاطر، خاصة ما اشتملت المحفظة على استثمارات مختارة عشوائياً يتراوح عددها بين 10 و 15 نوع، على أن يؤخذ في الحسبان عدم المغالاة⁽²⁾، في تنوع مكونات المحفظة، لما لذلك من آثار عكسية أهمها:⁽³⁾

- صعوبة إدارة المحفظة بسبب كثرة المنشأة المصدرة و ضرورة تحليل المركز المالي لها.
- تكاليف عالية للبحث عن استثمارات جديدة لضمها للمحفظة.
- ارتفاع تكاليف شراء الاستثمارات، فالتنوع الكبير يعني شراء كمية صغيرة من كل إصدار وهذا يؤدي بدوره إلى ارتفاع متوسط المادة المدفوعة للسماسة.
- اتخاذ قرارات مالية غير سليمة، كالأستثمار في أوراق مالية غير جيدة.

نتيجة لهذه النقائص التي شابت هذا الأسلوب من التنوع (المغالي) الساذج، حاول بعض الخبراء اقتراح تنوع آخر أكثر دقة يقوم على أساس من القياس والتحديد، فكان الباحث هاري ماركويتز أول من بادر بذلك في إطار " نظرية المحفظة المالية والتنوع المثالي".

(1) عبد الغفار حنفي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية الإبراهيمية، الإسكندرية، 2005، ص:545.

(2) منير إبراهيم مندي، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 2003، ص:272.

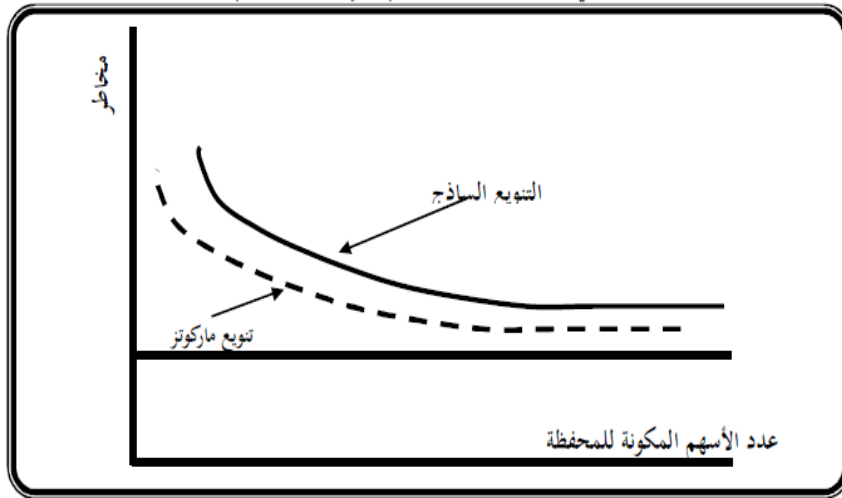
(3) حيدر نعمة الفرجي، أثر التنوع الدولي في عائد ومخاطر المحفظة الدولية (دراسة تطبيقية)، المجلة العراقية للعلوم الاقتصادية، العدد 26، 2008، ص:77.

2- التنوع المثالي (تنوع ماركويتز الكفوء): حيث قدمه البروفسور الأمريكي هاري ماركويتز والحائز على جائزة نوبل بالاقتصاد عام 1990 صاحب نظرية المحفظة المالية على أن يتم اختيار الأصول المالية للمحفظة المالية بناء على دراسة وتحليل معامل الارتباط بين العوائد المختلفة لهذه الأصول، لأنه فإذا كانت العلاقة طردية بين عوائد الأصول، ارتفعت درجة المخاطر. والعكس بالعكس، وكلما انخفضت قيمة معامل الارتباط بين عوائد الأصول المكونة للمحفظة المالية، انخفضت مخاطر هذه المحفظة، والعكس صحيح، إذن التنوع الكفوء هو تنوع يأخذ في اعتباره ثلاثة أمور غاية في الأهمية هي:

- المخاطر الكلية لمحفظة الاستثمار.
- الفروض الخمسة لنظرية المحفظة المالية.
- العائد المتوقع على المحفظة في ظل اختلاف الأوزان النسبية للأصول المالية المكونة للمحفظة.⁽¹⁾

وللتمييز بين التنوع الساذج وتنوع ماركويتز يمكن أن نستعين بالشكل التالي:

الشكل رقم 06: التنوع الساذج وتنوع ماركويتز



المصدر: جليل كاظم مدلول العارضي و زيد عبد الزهرة جعفر، مرجع سبق ذكره،

ص:247

ويتضح من خلال الشكل السابق أن تنوع ماركويتز هو أدق من التنوع الساذج، لأن التنوع الساذج يتم باختيار الأوراق المالية بطريقة عشوائية، أما تنوع ماركويتز يكون اختيار الأوراق المالية بموجبه بناء على علاقة ارتباط بين العوائد للأوراق المالية المكونة له.

(1) محمد سوليم، إدارة البنوك وبورصات الأوراق المالية، الشركة العربية للنشر والتوزيع، 1992، ص:96.

3- التنوع الدولي: يقصد به الاستثمار في أصول ومنتجات مالية أجنبية بما فيها النقد الأجنبي

والعملات، وذلك للتحوط من مخاطر تقلب أسعار الأصول المالية في السوق المحلي.⁽¹⁾

4- تنوع جهة الإصدار: ويقصد به عدم توجيه مكونات المحفظة نحو أصول مالية تصدرها شركة واحدة وإنما يجب توجيهها إلى عدة شركات.

5- تنوع تواريخ الاستحقاق: يقصد به تنوع استثمار مخصصات المحفظة في أنواع مختلفة من الأوراق المالية طويلة وقصيرة الأجل للتقليل من الخسائر، غير أن الاستثمار في السندات يترتب عليه تقلبات كثيرة في العائد السنوي المتحصل عليه من الاستثمار في الأوراق المالية الأخرى، ومن جهة أخرى فإن الاستثمار في السندات الطويلة الأجل يساهم في استقرار العائد المتولد عن تلك السندات، إلا أن أسعار هذه الأخيرة قيمتها السوقية تتعرض لتقلبات شديدة نتيجة لتقلبات أسعار الفائدة في السوق.⁽²⁾ وبالتالي توجد علاقة بين أسعار الفائدة في السوق وبين القيمة السوقية للسندات، ويتم إتباع سياسة تنوع و توزيع الأموال المستثمرة في المحفظة بين السندات طويلة الأجل والسندات قصيرة الأجل، وتوجد ثلاث أنواع من ذلك النوع من التنوع وهي:⁽³⁾

1-5- الأسلوب الهجومي: يقوم ذلك الأسلوب على التحول المستمر من السندات قصيرة الأجل إلى السندات طويلة الأجل وفقاً للظروف، أي وفقاً للاتجاهات المتوقعة لأسعار الفائدة، فإذا أشارت التنبؤات إلى أن أسعار الفائدة في طريقها إلى الارتفاع، فإن على مدير المحفظة أن يسارع ببيع السندات طويلة الأجل واستخدام حصيلتها في شراء سندات قصيرة الأجل، وإذا تحققت تلك التنبؤات وارتفعت أسعار الفائدة يتمكن البنك من استخدام الحصيلة من شراء استثمارات جديدة تحمل أسعار فائدة مرتفعة، ولا يلجأ البنك إلى استخدام ذلك الأسلوب إلا إذا كانت إدارة الاستثمار على درجة عالية من الكفاءة.

2-5- تدرج تواريخ الاستحقاق: ويقصد بها توزيع مخصصات المحفظة على استثمارات ذات تاريخ استحقاق متدرج ويقضي هذا الأسلوب قيام إدارة البنك بوضع حد أقصى لتاريخ الاستحقاق الذي يمكن قبوله، وبعد ذلك تقوم إدارة المحفظة بوضع هيكل لتواريخ الاستحقاق توزع على أساسه الموارد المتاحة للاستثمار.

(1) هوراي سويسبي وغالية ملك ، أثر التنوع الدولي على خصائص المحفظة المالية دراسة ميدانية لمجموعة من الأسواق المالية، مجلة الباحث، العدد 13، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، 2013، ص:50.

(2) عادل محمد رزق، الاستثمارات في البنوك والمؤسسات المالية من منظور إداري ومحاسبي، دار طبية، القاهرة، 2004، ص:78.

(3) منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر: الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات، مرجع سبق ذكره، ص:229، 236.

3-5- التركيز على الاستثمارات قصيرة الأجل وطويلة الأجل: ويقوم ذلك الأسلوب على التركيز على الاستثمارات قصيرة الأجل وطويلة الأجل مع استبعاد الأوراق المالية متوسطة الأجل (من ثلاث سنوات إلى أقل من سبعة سنوات)، ويرجع ذلك أن الاستثمارات قصيرة الأجل تسهم في مواجهة متطلبات السيولة، بينما تسهم الاستثمارات طويلة الأجل في الوفاء بمتطلبات الربحية حيث تساعد على تحقيق أرباح رأس مالية أكبر في حالة انخفاض الفائدة، أما الاستثمارات متوسطة الأجل فلا تسهم في تعظيم هذا أو ذلك، إذ تقع بينهما، ويقتضي هذا الأسلوب من التنوع على توزيع اعتمادات المحفظة مناصفة بين الاستثمارات قصيرة الأجل والاستثمارات طويلة الأجل، فتوقعات وتنبؤات إدارة المحفظة هو المحدد الحاسم لتوزيع الأموال المستثمرة في المحفظة على استثمارات تتفاوت آجال استحقاقها بين قصير وطويل الأجل.