

المحور الخامس: المحفظة المالية المثلى

إن الميزة الركييزة في بناء المحافظ المالية هي التنوع، حيث يعمل المستثمر على اختيار مجموعة من الأصول المالية يهدف من خلال تجميعها إلى الحصول على أكبر عائد مع تدنية المخاطر إلى أقل درجة.

I. أسس ومبادئ إدارة المحفظة المالية

الاستثمار في الأوراق المالية يقوم على مجموعة من الأسس والمبادئ التي تضمن للمستثمر إذا ما اهتم بها تحقيق الأهداف المنوطة بتشكيله وإدارته لمحفظته المالية.

1- مفهوم إدارة المحفظة المالية وأهدافها

سوف يتم تناول كل من مفهوم إدارة المحفظة المالية وأهدافها.

1-1- نشأة إدارة المحفظة المالية

إن أول من كتب في المحافظ المالية هو المحلل الأمريكي ما ركويتز سنة 1952 ثم جاء بعده عدد من الدارسين والمحللين أمثال كورن (Coren) وشارب (Sharpe)، في الخمسينيات والستينيات من القرن العشرين ظهر عدد كبير من البنوك والشركات المالية هدفها الأساسي تجميع المدخرات من الأفراد الذين لا يستطيعون استثمارها من أجل توظيف هذه الأموال توظيفاً أمثل، وكان هناك عدد كبير من المدخرين وفوائض مالية كبيرة، حيث وقع على عاتق هذه البنوك استغلال هذه الأموال الاستغلال الأمثل، ولكن عدداً من مدراء البنوك والمؤسسات المالية غير المتخصصين في إدارة المحافظ لم يطبقوا الأسس العلمية لإدارة المحافظ ففشلوا في إدارتهم وخرج عدد كبير من هذه المؤسسات من السوق. وظلت المؤسسات المالية التي كان يديرها مدراء متخصصون طبقوا نظريات المحافظ المالية الحديثة في استثماراتهم المختلفة، لذلك نجحوا نجاحاً كبيراً في استثماراتهم مما دعا الباحثين والدارسين إلى التركيز على إدارة المحافظ.

2-1- تعريف إدارة المحفظة المالية

تقسم عملية إدارة المحفظة المالية إلى قسمين:

-**المستوى البسيط:** تعرف عملية إدارة المحفظة على المستوى البسيط بكلمتي المحفظة والإدارة. فالمحفظة هي الوعاء الذي يحوي على مجموعة من الأوراق المالية الهدف من وجودها هو تنمية قيمتها السوقية. والإدارة هي جميع النشاطات المتعلقة بمحاولة تحقيق الهدف المعين للمحفظة وبشكل ملائم وهي التخطيط، التنظيم، التوجيه والرقابة.

- **المستوى المتقدم:** تعتبر عملية إدارة المحفظة عملية صنع للقرارات بواسطة مراقبة تحركات عمليات الاستثمار.

3-1- أهداف إدارة المحفظة المالية

إن الميزة الركيزة في بناء المحافظ المالية هي التنوع، حيث يعمل المستثمر على اختيار مجموعة من الأصول المالية يهدف من خلال تجميعها إلى الحصول على أكبر عائد مع تدنية المخاطر إلى أقل درجة.

I. أسس ومبادئ إدارة المحفظة المالية

الاستثمار في الأوراق المالية يقوم على مجموعة من الأسس والمبادئ التي تضمن للمستثمر إذا ما اهتم بها تحقيق الأهداف المنوطة بتشكيله وإدارته لمحفظته المالية.

1- مفهوم إدارة المحفظة المالية وأهدافها

سوف يتم تناول كل من مفهوم إدارة المحفظة المالية وأهدافها.

1-1- نشأة إدارة المحفظة المالية

إن أول من كتب في المحافظ المالية هو المحلل الأمريكي ما ركويتز سنة 1952 ثم جاء بعده عدد من الدارسين والمحللين أمثال كورن (Coren) وشارب (Sharpe)، في الخمسينيات والستينيات من القرن العشرين ظهر عدد كبير من البنوك والشركات المالية هدفها الأساسي تجميع المدخرات من الأفراد الذين لا يستطيعون استثمارها من أجل توظيف هذه الأموال توظيفاً أمثل، وكان هناك عدد كبير من المدخرين وفوائض مالية كبيرة، حيث وقع على عاتق هذه البنوك استغلال هذه الأموال الاستغلال الأمثل، ولكن عدداً من مدراء البنوك والمؤسسات المالية غير المتخصصين في إدارة المحافظ لم يطبقوا الأسس العلمية لإدارة المحافظ ففشلوا في إدارتهم وخرج عدد كبير من هذه المؤسسات من السوق. وظلت المؤسسات المالية التي كان يديرها مدراء متخصصون طبقوا نظريات المحافظ المالية الحديثة في استثماراتهم المختلفة، لذلك نجحوا نجاحاً كبيراً في استثماراتهم مما دعا الباحثين والدارسين إلى التركيز على إدارة المحافظ.

1-2- تعريف إدارة المحفظة المالية

تقسم عملية إدارة المحفظة المالية إلى قسمين:

- **المستوى البسيط:** تعرف عملية إدارة المحفظة على المستوى البسيط بكلمتي المحفظة والإدارة. فالمحفظة هي الوعاء الذي يحوي على مجموعة من الأوراق المالية الهدف من وجودها هو تنمية قيمتها السوقية. والإدارة هي جميع النشاطات المتعلقة بمحاولة تحقيق الهدف المعين للمحفظة وبشكل ملائم وهي التخطيط، التنظيم، التوجيه والرقابة.

- **المستوى المتقدم:** تعتبر عملية إدارة المحفظة عملية صنع للقرارات بواسطة مراقبة تحركات عمليات الاستثمار.

1-3- أهداف إدارة المحفظة المالية

يمكن إجمال أهداف إدارة المحافظ المالية في:

- المحافظة على رأس المال الأصلي للمحفظة المالية.
- تحقيق العائد الأمثل للمحفظة بأقل مخاطر ممكنة.
- الحفاظ على قدر من السيولة من خلال الاستثمار في أدوات لها القابلية على التحويل إلى نقد بدون خسارة.
- تأمين الحصول على الدخل المتواصل إلى المحفظة وعلى دخل جاري لتلبية احتياجات المستثمرين وفقا لحاجتهم ولتسديد مصاريفها التشغيلية.
- المزج بين الأوراق المالية سواء بين الأسهم أو السندات أو من حيث نسبة مساهمة كل ورقة مالية في رأسمال المحفظة.
- قابلية الأوراق المالية للتسويق وقدرة إدارة المحفظة على تداولها في السوق المالي أي مدى إمكانية تحويل الأوراق المالية في المحفظة عند الحاجة للنقد إلى سيولة.

II. تسعير المخاطر: نموذج تسعير الأصول الرأسمالية

تولت بعده البحوث في هذا الشأن، حيث قام شارب بتطوير نموذج بديل لنموذج ماركويتز، والذي أظهرت الدراسات العلمية مدى التطور الذي حدث في وسائل تكوين وإدارة المحافظ المالية، حيث تم الانتقال من الأساليب المعقدة إلى الأساليب البسيطة الفهم، التي تساعد مدير المحفظة على بناء وإدارة المحافظ بناء على رغبات المستثمرين، ومراقبة التطورات التي تحدث على مستوى المحفظة نتيجة لتطورات خصائص موجوداتها، فبعد نموذج ماركويتز (النموذج الأول في تلك الوسائل) الذي اتصف بالتعقيد يعتمد على استجابة السوق كمقياس للمخاطر النظامية بيتا (Beta). وفي هذا البحث سوف يتم تناول نموذج تسعير الأصول الرأسمالية بشيء من التفصيل.

1- نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (Capital Assets Pricing Model)

يمثل نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية (CAPM) أحد الإسهامات التي جاءت بها نظرية المحفظة المالية، وقدم من قبل شارب سنة 1964، ويعد أحد الطرق التي أدخلت بموجبها المخاطرة في التحليل المالي.

ينطلق نموذج تسعير الأصول الرأسمالية من فرضية أن المستثمرين يتوفرون على المعلومات الضرورية لاتخاذ القرارات ويمتازون بالرشد، الأمر الذي يتيح لهم تعظيم عوائدهم الناتجة عن توظيف أموالهم. من جهة أخرى يسعى هؤلاء المستثمرون إلى تخفيض المخاطر الكلية المرتبطة بتوظيفاتهم.

تنقسم المخاطر الكلية إلى مخاطر منتظمة لا يمكن الحد منها بالتنوع ومخاطر غير منتظمة قابلة للتنوع أو يمكن الحد منها وتخفيضها بزيادة عدد الأصول المستثمر فيها.

ويهتم نموذج تسعير الأصول الرأسمالية بالمخاطر المنتظمة فقط دون المخاطر غير المنتظمة لأنه بإمكان المستثمر التخلص منها أو على الأقل التقليل منها بالتنوع بمعنى انه يتم تعويض المستثمر عن المخاطر التي لا يمكن تنويعها فقط.

وبذلك فإن نموذج تسعير الأصول الرأسمالية، يربط بين العائد المطلوب على الأصول المختلفة، أسهم عادية مثلا، وبين المخاطر المنتظمة التي لا توجد هناك إمكانية للتخلص منها بالتنوع، حيث تترك مهمة إدارة المخاطر غير المنتظمة للمستثمر نفسه. ويفترض أن يتم كل ذلك في أسواق مالية تعمل بمعايير عالية نسبيا أو ذات كفاءة معقولة. وبذلك يدرس النموذج العلاقة بين عائد الورقة المالية ومخاطرها كما يقوم بدراسة العلاقة بين عائد المحفظة المالية ومخاطرها أيضا، حيث يقوم المستثمر الذي هو في الغالب يبيغض المخاطرة بتشكيل محفظة تتكون من الأصل الخالي من المخاطر المتمثل في أدونات الخزينة ومجموعة من الأصول الخطرة الأخرى التي تختار حسب موقفه من المخاطرة. وبذلك يستعمل هذا النموذج في تقييم أو تسعير المخاطر المرتبطة بتلك الاستثمارات سواء بصورة فردية أو للمحفظة ككل.

2- فرضيات النموذج وبناء النموذج

سوف يتم إدراج فرضيات النموذج وأيضا بناء النموذج.

1-2- فرضيات النموذج

يقوم نموذج تسعير الأصول الرأسمالية على عدة فروض يتم تلخيصها في:

- تباع الأصول وتشتري بدون كلفة على عملية الشراء والبيع (كالعمولة والرسوم)؛
- يستطيع أي مستثمر مهما كان حجم رأس ماله أن يبيع أو يشتري في السوق؛
- لا يوجد ضريبة على الدخل الناتج من الاستثمار في الأصول الرأسمالية المقيمة على أساس هذا النموذج مهما كان العائد من توزيع الأرباح.
- لا يوجد سيطرة على السوق من قبل مستثمر مهما كانت حجم مبيعاته أو مشترياته (منافسة كاملة)؛
- المستثمر يعتمد في قراره الاستثماري على مقدار عائد الأصل وأيضا على مقدار المخاطرة المحققة على هذا الأصل.
- البيع على المكشوف مسموح به؛

- المستثمر يستطيع أن يقترض أو يقرض أي مقدار من المال بسعر فائدة يعادل سعر الفائدة على الأصول الخالية من المخاطر أو معدل الفائدة على السندات السائدة؛

- توقعات المستثمرين يجب أن تكون متجانسة وتعتمد على نفس الأسس من خلال المعلومات المتوفرة،

- جميع الأصول هي معروضة في السوق للشراء والبيع رغم وجود الصعوبات .

رغم هذه الفرضيات المختلفة حول نموذج تسعير الأصول الرأسمالية إلا أنه يقدم عملاً جيداً في تحديد أسعار الأصول في السوق.

2-2- بناء النموذج

يعبر نموذج تسعير الأصول الرأسمالية عن العلاقة بين العائد والمخاطرة باستعمال الانحراف المعياري أو المعامل بيتا كمقياس للمخاطرة. كما يعطي النموذج معدل العائد المطلوب على الاستثمارات الخطرة، سواء كانت ورقة مالية أو محفظة من الأوراق، انطلاقاً من العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر وعلاوة المخاطرة. ويعطى النموذج بالصيغة التالية في حالة المحفظة:

$$R_p = R_f + \frac{(R_m - R_f)}{\delta_m} \delta_p$$

حيث أن:

R_p : معدل العائد المطلوب للمحفظة الكفأة؛

R_f : معدل العائد الخالي من المخاطرة؛

R_m : معدل العائد المطلوب على الاستثمار في محفظة السوق*؛

δ_p : الانحراف المعياري لعوائد المحفظة المالية (مخاطرها)؛

δ_m : الانحراف المعياري لعوائد محفظة السوق؛

$R_m - R_f$: علاوة أو سعر مخاطر السوق؛

$\frac{R_m - R_f}{\delta_m}$: سعر أو علاوة وحدة المخاطر.