

الفصل الأول: أساسيات حول محفظة الأوراق المالية

تقوم السياسة الاستثمارية للمحفظة المالية على فكرة المزج بين توليفات من البدائل المالية وذلك بهدف تحقيق قدر من التنوع بغرض تعظيم العائد المتوقع من المحفظة المالية وتوفير الحماية ضد تقلبات أسعار مكونات هذه المحفظة.

I. مدخل مفاهيمي للمحفظة المالية

يعتمد المستثمر في عملية تشكيله لمحفظة المالية المثلى على مجموعة من المبادئ الأساسية، هذه المبادئ الأساسية تتعلق في جانب منها بالعلاقة بين العائد والمخاطرة للمحفظة المالية. وحتى يصل المستثمر إلى المنفعة الأساسية من تشكيل المحفظة المالية فإنه من المفيد أن يعتمد على استراتيجيات وسياسات مرتبطة بالتنوع في المحافظ المالية.

1- ماهية المحفظة المالية وأهميتها

تتبع أهمية المحفظة المالية من فكرة التنوع التي تبنى على أساسها ويتحدد بناء عليها مفهومها.

1-1- نشأة المحفظة المالية

يعد المحلل الأمريكي ماركويتز (Markowitz) أول من وضع الأسس لنظرية المحفظة الاستثمارية سنة 1952، وقد قدم أول فكرة عن المحفظة ونشر بحثاً سمي "اختيار المحفظة" وبين فيه كيف يتم بناء المحفظة الاستثمارية المثلى التي تحقق عائد متوقع أعلى مع مستوى معين من المخاطر. وقد طور شارب (Sharpe) نظرية المحفظة سنة 1962 باستخدام تقنية أخرى سميت "بنموذج المؤشر المفرد" (Single-Index Model) عندما نتاح أوراق مالية بأعداد كبيرة، وفي طور ذلك طور شارب ولنتر سنة 1966 نموذج عرف باسم "خط تسعير الأصول الرأسمالية" وأصبح معياراً لقياس كفاءة المحفظة الاستثمارية. بعدها طور روس (Ross) سنة 1976 النموذج المذكور إلى نموذج "الأسعار المرجحة" الذي يقوم على أساس اختيار البدائل من بين الأوراق المالية الأقل خطراً وهكذا. وخلال الفترة اللاحقة لفترة السبعينات من القرن العشرين توالى الإضافات لنظرية المحفظة، وخاصة بعد التطورات الاقتصادية وارتفاع قيمة الفوائد المالية لدى الشركات والبنوك وصناديق التوفير وتم إنشاء شركات الاستثمارات المالية التي تدير الأموال من خلال صناديق أو محافظ بهدف توظيف هذه الأموال التوظيف الأفضل.

2-1- تعريف المحفظة المالية

يعرفها المفكر الأردني محمد صالح جابر بأنها "تعبير يطلق على مجموعة ما يملكه الفرد من أصول (موجودات) شريطة أن يكون الهدف من هذا الامتلاك تنمية القيمة السوقية لها وتحقيق التوظيف الأمثل لما تمثله هذه الأصول من أموال".

من التعريف أعلاه يمكن تقسيم المحافظ حسب الأصول المملوكة إلى ثلاثة أنواع:

- **محافظ تختص في الأصول المالية:** وهي محافظ تقتصر مكوناتها على الأصول المالية كالأسهم والسندات، شهادات الإيداع وعقود المشتقات المالية...

- **محافظ تختص في الأصول الحقيقية:** وهي محافظ تكون مكوناتها هي أصول حقيقية كالذهب والفضة والبلاتين... (معادن ثمينة) وعقارات وسلع.

- **محافظ تختص في الأصول المالية والأصول الحقيقية (مختلطة):** أي أن رأس مال المحفظة يكون موزع على الأصول المختلفة التي ورد ذكرها سابقاً.

3-1- أهمية المحفظة المالية

إن التطور الذي حصل في طبيعة الأدوات المالية وما تتطلبه من خيارات كبيرة في إدارتها، إضافة إلى توفر الفوائض المالية لدى الشركات والمستثمرين الأفراد وتطور مفاهيم الاستخدام الأمثل للفوائض المالية لدى مختلف الشركات بمختلف القطاعات وكذلك الحال لدى الأفراد، وتوسع عمل بنوك الاستثمار والصناديق المشتركة أدى إلى أن يكون ذلك سبب في ارتفاع أهمية المحافظ المالية. كما أن طبيعة بعض المؤسسات تتطلب أن يكون لديها محافظ استثمارية وهذه الشركات هي شركات التأمين، المؤسسات غير الربحية، الشركات الاستثمارية، صناديق التقاعد، صناديق التوفير. ويتطلب عمل هذه الوحدات توفير السيولة وتحقيق الأرباح لزيادة إمكاناتها المالية وضمان بقائها، مما يستلزم تكوين محافظ مالية لاستثمار الفوائض من رؤوس أموالها وللفترات التي تساعد على الحصول على عائد وتوفير السيولة في الوقت نفسه.

2- أهداف تشكيل المحفظة المالية ومراحل بنائها

سيتم التعرض إلى كل من أهداف تشكيل المحفظة المالية ومراحل بنائها في العناصر الموالية.

1-2- أهداف تشكيل المحفظة المالية

إن الهدف الرئيسي لأي مستثمر هو الوصول إلى محفظة مالية مثالية، أي تحقيق أكبر عائد عند مستوى خطر معين، أو تحقيق أقل مستوى خطر ممكن عند مستوى عائد ثابت. وبالتالي فإن الهدف الرئيسي للمستثمر وهو يشكل محفظته المالية هو الحصول على أحسن توليفة من العائد والخطر. ومن أهم الأهداف التي يطمح لها المستثمر ويرغب في الوصول إليها من خلال استثمار أمواله في المحافظ المالية ما يلي:

- **تعظيم الربح:** إذا كان الربح أولوية في سلم أفضليات المستثمر ، فهذا دليل على أنه سوف يعمل على تكوين محفظة مالية ذات مستوى عالي من المخاطرة.

- **تحقيق الأمان المستقبلي:** وهذا بتشكيل محفظة تتكون من أوراق مالية تعمل بمثابة احتياطي متراكم تزداد قيمته مع الأيام، وفي مثل هذه الحالات عادة ما يتم اللجوء إلى محفظة مالية تتكون من سندات صادرة عن الحكومة أو المؤسسات المستقرة ذات العائد المتوازن.

- **تحقيق النمو:** أي تحقيق قيمة مضافة لرأس المال الموظف، وفي مثل هذه الحالة يعمل المستثمر على البحث عن المجالات التي تحقق له هذا الهدف، مما يجعله يلجأ إلى أسهم الشركات التي يميل مجلس إدارتها إلى التوسع وزيادة خطوط الإنتاج أو الرأسمال أو الأرباح.

- **تحقيق مكانة في المجتمع الاقتصادي:** من خلال حيازة مجموعات متنوعة من الأدوات المالية التي يتم تدويرها بشكل كفاء وفعال، مما يكسب وينتج عنه مكانة مرموقة في المجتمع.

- **التأثير على قرارات الجمعية العامة للمساهمين:** الحصول على عدد أكبر من الأسهم يزيد في سلطة المساهم داخل الشركة، وبالتالي زيادة قدرته على التدخل في قرارات التغيير.

- **مواجهة الالتزامات المستقبلية:** أي هدف تحقيق السيولة لتغطية الالتزامات الخارجية.

وفي الواقع لا يمكن فصل هدف من الأهداف السابقة من هدف آخر، حيث الهدف من تشكيل محفظة الأوراق المالية هو مزيج من الأهداف السابقة، وتتحدد درجة أولوية كل هدف منها وفقا لاحتياجات وطبيعة المستثمر صاحب المحفظة والإستراتيجية المتبناة من قبله.

2-2- مراحل بناء المحفظة المالية

بناء المحفظة المالية يمر بعدة مراحل، سيتم تلخيص هذه المراحل فيما يلي:

أ- **اختيار الأفق الزمني:** يمكن القول بأن نماذج بناء المحفظة المالية تحدد مدة زمنية معينة لحمل الأسهم، ولا يتم خلال هذه المدة أية صفقة على الأسهم، وقد تم تحديد الحد الأدنى للأفق الزمني

مع المعلومات المتوفرة وتكلفة تحليل تلك المعلومات بـ06 أشهر إلى سنة واحدة وقد يمتد إلى سنتين، وتحت أغلب الظروف فإن أفق السنة الواحدة هو الحل الملائم، إذ لا يمكن التنبؤ بالتغيرات الاقتصادية بشكل دقيق بحيث تكون تقديرات العائد وتكلفة التحليل قريبة من الواقع، ويذهب في هذا الاتجاه كل من (kritzman) و(Rich)، حيث يؤكدان على ضرورة وجود مدة زمنية مناسبة وتنمية الاستثمار ليصل إلى مرحلة توليد العائد.

ب- تهيئة المدخلات الحساسة: تعتبر هذه المرحلة مرحلة تهيئة المعلومات والمدخلات الحساسة من أهم المراحل، باعتبار أن مخرجات هذه المرحلة تكون مدخلات للمرحلة التالية في بناء وتشكيل المحفظة المالية التي تحقق رغبات المستثمر من حيث العائد والخطر، ولذلك يعد التحديد الدقيق للمتغيرات التي تقيس العائد المتوقع والمخاطرة للورقة المالية ذات أمر مهم جدا فيما يتعلق بإجراءات بناء المحفظة.

ج- نموذج تقدير المحفظة المالية: هناك العديد من الدراسات التي قام بها الباحثون والكتاب والتي أسفرت عن نماذج ونظريات في مجال بناء وإدارة المحافظ المالية، هذه الأخيرة التي تساعد مدير المحفظة على بناء محافظ مالية وإدارتها بناء على رغبات المستثمرين ومراقبة التطورات التي تحدث على خصائص المحفظة نتيجة لتطورات خصائص مكوناتها.

3- أنواع المحافظ المالية والسياسات المتبعة للاستثمار فيها

هناك أنواع للمحافظ المالية ومجموعة من السياسات المتبعة للاستثمار فيها.

3-1- أنواع المحافظ المالية

يمكن تقسيم المحافظ المالية حسب نوعية الأوراق المالية المكونة لها إلى ثلاثة أنواع هي:

أ- محفظة الدخل (The Income Portfolio): هي تلك المحافظ التي تهدف إلى تحقيق أعلى عائد بأقل درجة من المخاطر وتحصل على الدخل النقدي من الأوراق المالية التي يحتفظ بها المستثمر في محفظته لأغراض تحقيق العائد من الفوائد التي تدفع للسندات أو التوزيعات النقدية للأسهم الممتازة أو الأسهم العادية ذات المخاطر المنخفضة. وعلى هذا فإن وظيفة مدير المحفظة هي تحقيق أعلى معدل للدخل النقدي الثابت والمستقر للمستثمر وتخفيض المخاطر بقدر الإمكان. وفي هذا الإطار قدمت مراكز الدراسات والبحوث دراسات عن كل نوع من الأسهم وعلى المستثمر أن يختار إن كان هدفه الدخل:

- أن يشتري الأسهم التي ترتفع عائداتها وعادة ما تكون الأسهم الممتازة ذات الدخل المستقر والمرتفع وقليلة المخاطر؛

- أكثر أنواع الأسهم العادية التي يحتفظ بها في مثل هذه المحافظ هي أسهم الدخل التي تهدف إلى تحقيق دخل جاري ويكون ذلك إذا تم اختيار أسهم الشركات القوية الراسخة التي لا تتأثر بتقلبات السوق.

- كما وترتفع عائدات السندات بمختلف أنواعها خاصة منها الحكومية أو سندات الشركات العريقة والتي لا تتعرض لتقلبات كبيرة، نظرا لأنها مقابل سعر فائدة عالي وبأقل وقت.

وهناك مؤشرات تصدرها البيوت المالية والشركات المتخصصة في السوق تمنح المستثمر تصنيف للأدوات المالية تظهر فيه أسهم وسندات الدخل للمستثمر ليختار منها.

ب- محفظة النمو (The Growth Portfolio): وهي عبارة عن المحفظة التي تهتم في أسهم الشركات النامية، وهي تلك الشركات التي تنمو أرباحها وتزداد سنة بعد سنة. يتطلب شراء الأسهم التي ينتظر لها نمو عال ضمن محفظة النمو تطبيق الأسس العامة في إدارة المحافظ المالية وأن تتمتع إدارة مثل هذه المحافظ بالنشاط والمتابعة المستمرة ومراقبة السوق والظروف الاقتصادية بشكل عام وحركة الأسعار في الأسهم بصورة دقيقة وواضحة، حيث أن مفهوم الربح يفترض تحقيق عوائد أعلى من تلك التي يحققها السوق بشكل عام، ولذلك فإن اختيار هذه المحفظة يتطلب عناية كبيرة لتحقيق هذا الهدف.

ج- المحفظة المختلطة (The Mixed Portfolio): وهي المحفظة التي يقوم تركيب مكوناتها على مزيج بين الأوراق المالية قليلة المخاطرة مع الأوراق المالية الأخرى التي تحقق دخل عال ولكن بها مخاطرة عالية، هي في الواقع تكون في الوسط بين محفظة الدخل ومحفظة النمو. ويمكن تقسيم رأس مال المحفظة إلى قسمين قسم لأسهم الدخل وقسم لأسهم النمو، وهي بالتالي تلبى احتياجات المستثمرين الذين يرغبون في عائد دوري وفي نفس الوقت يرغبون في تحقيق نمو مطرد في استثماراتهم.

3-2- السياسات المتبعة للاستثمار في المحافظ المالية

السياسة الاستثمارية هي مجموعة القواعد المرشدة في عملية صنع واتخاذ القرارات المالية والاستثمارية، وتختلف السياسات الاستثمارية من محفظة مالية لأخرى نظرا لاختلاف أهداف المستثمرين وأنماطهم. وبالتالي يمكن حصر هذه السياسات الاستثمارية في:

أ- **السياسة المتحفظة أو الدفاعية (Conservative or Defensive Policy):** تتسم هذه السياسة بالتحفظ الشديد تجاه مخاطر الاستثمار، وتستهدف هذه السياسة توفير عاملي الأمان والاستقرار. ولهذا يكون الاستثمار غالبا في الأصول المالية ذات العائد الثابت والمنتظم (السندات طويلة الأجل، الأسهم الممتازة المستقرة العائد وأيضا الأسهم العادية للشركات الراسخة في السوق والتي تأثر عوائدها قليل بتقلبات السوق) بما يضمن دخلا ثابتا ومنتظما على المدى الطويل.

ب- **السياسة الهجومية (Aggressive Policy):** تهدف هذه السياسة لكسب الأرباح السريعة العالية لذلك تكون محتويات المحفظة المالية من الأسهم النامية التي تحقق أرباحا عالية ولكن هذه الأسهم تحمل بالمقابل أيضا مخاطر عالية بسبب تأثرها الشديد بالتغيرات الاقتصادية المختلفة، ويطلب من مدير المحفظة أن يكون دقيقا في اتخاذ قراراته، حيث أن عملية اختيار الأسهم النامية عملية صعبة ودقيقة، مع الأخذ بعين الاعتبار أن كل شركة تمر في مراحل نمو حتى تصل إلى مرحلة معينة تبدأ معها في السكون أو الثبات ثم مرحلة التنازل العكسي. ويلجأ المستثمرون إلى تبني هذه السياسة خلال الظروف التي تلوح فيها المؤشرات بازدهار اقتصادي محتمل، ثم يتم بعد ذلك انتظار ارتفاع الأسهم النامية في فترات لاحقة مما يوفر الفرصة للحصول على الأرباح.

ج- **السياسة المتوازنة (Balanced Policy):** تعتبر هذه السياسة وسطا بين النمطين السابقين، ويتبناها أغلبية المستثمرين الذين يراعون تحقيق استقرار نسبي في محافظهم، وتتكون قاعدتها الأساسية من تشكيلة متوازنة من أدوات مالية ذات ربحية عالية والمخاطرة مرتفعة، بالإضافة إلى أدوات مالية أخرى ذات شبه دخل ثابت والتي لا تتغير بتقلبات السوق، مما يتيح للمستثمر انتهاج سياسة مرنة في إحلال أصولها وفقا لتقلب أسعار الأدوات المالية من جانب وحالة النشاط الاقتصادي من جانب آخر.