

جامعة المثنى

كلية الإدارة والاقتصاد

قسم إدارة الأعمال

المرحلة الرابعة - إدارة المحافظ الاستثمارية

المحاضرة الثالثة - نظرية وإدارة المحافظ الاستثمارية

أستاذ المادة م . د علي سعود آل طلال

**المبحث الأول: نظرية المحفظة الاستثمارية: (Investment Portfolio Theory)**

**أولاً: مفهوم نظرية المحفظة الاستثمارية**

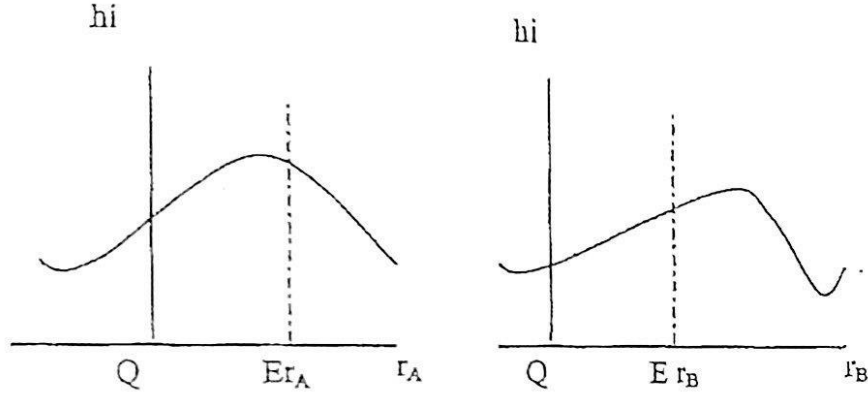
تقوم نظرية المحفظة الحديثة ( MPT ) على العلاقة مع خط سوق رأس المال وعلى كيفية الاستخدام الرشيد والتنويع الأمثل للأوراق المالية ضمن مكونات المحفظة، وكيف ينبغي ان تتحسب للأصول الخطرة حسب طبيعة الأصول والتغير في الأسعار.

تقوم المفاهيم الأساسية للنظرية على تنويع هاري ماركويتز ( Markowitz ) الذي أشار إلى أهمية كفاءة التنويع، و بناء نموذج تسعير الأصول الرأسمالية ومعاملات الفا وبيتا وخط سوق رأس المال ولخط سوق الأوراق المالية.

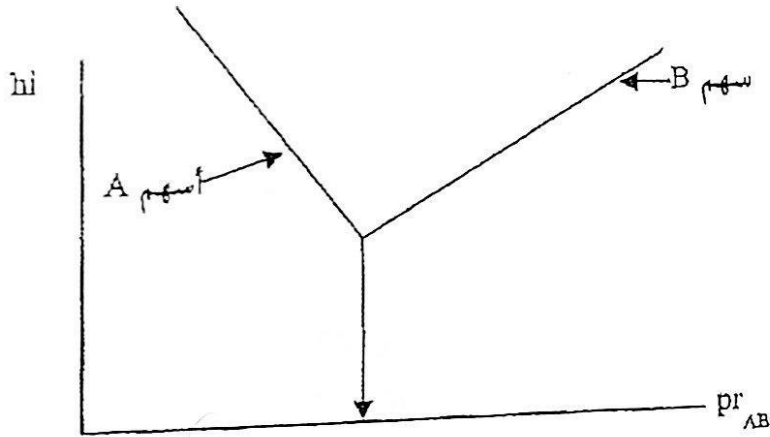
إن عائد الأصول المكونة للمحفظة الاستثمارية يعتبر متغير عشوائي، وإن نموذج نظرية المحفظة الحديثة ( MPT models ) يقوم على أساس مزج الأصول مما يؤدي إلى أن يكون عائد المحفظة متغير عشوائي ومن المتوقع أن نحصل على قيمة متوقعة لهذا العائد تعتمد على التغير الحاصل في المخاطر التي تقاس بالانحراف المعياري لعائد المحفظة. وتبني نظرية المحفظة على أساس التنويع والعلاقة بين العائد والمخاطر إضافة إلى الاهتمام بالسيولة واحتساب درجة المخاطر ودرجة ابتعادها عن الانحراف للعوائد.

**ويمكن تعريف نظرية المحفظة الاستثمارية بأنها تلك النظرية التي تقوم على مزج ورقنين ماليين أو أكثر مع بعضها في حقيبة استثمارية واحدة من خلال توزيع المبالغ المستثمرة في رأسمال المحفظة على هذه الأوراق باهمية نسبية تتلاءم مع أهداف المحفظة بهدف تخفيض مخاطر الاستثمار ورفع القيمة السوقية لرأسمالها، أي تنويع الأدوات الاستثمارية في المحفظة بصورة تتلاءم مع أهداف المستثمرين وإدارة المحفظة، ويأخذ التنويع بعين الاعتبار مقدار العوائد المتحققة عن كل أداة أو أصل مالي في المحفظة ومدى المخاطر الناجمة عن الانحراف بين العائد الفعلي والعائد المتوقع من خلال استخدام أدوات إحصائية في قياس درجة المخاطر لهذه العوائد.**

على فرض بأننا نملك ورقتين ماليتين مع معرفة التوزيع الاحتمالي لهما وكما مبين في الشكل رقم ( 1 ).



الشكل رقم (2)



لغرض تكوين محفظة استثمارية سيتم توزيع رأسمالنا بين هاذين السهمين، والسؤال هو كيف سيظهر لنا شكل التوزيع الاحتمالي المتوقع لعائد المحفظة بعد دمجها في هذه المحفظة، وهنا سوف نحصر الموضوع في خاصية التوزيع لمعدل العائد المتوقع والانحراف المعياري باعتباره مقياس لدرجة المخاطر التي يتعرض لها السهمين أو عوائدهما ومن خلال ذلك سنجد كيفية توقع المخاطر ومعدل العائد المتوقع للمحفظة من خلال الاعتماد على خصائص الأوراق المالية المكونة لها.

فإذا كان رأسمال المحفظة 10000 دينار وإننا سنخصص 3000 دينار للسهم A و 7000 دينار للسهم B وكان معدل العائد للسهم (A) 8% وان معدل العائد للسهم (B) 5% فما هو معدل المرجح العائد للمحفظة المذكورة.

إن معدل العائد للمحفظة هو حاصل جمع العائد النقدي للسهمين A + B

$$\text{دينار } 240 = 3000 \times 8\%$$

$$\text{دينار } 350 = 7000 \times 5\%$$

وان العائد للمحفظة =  $590 = 350 + 240$  دينار ويمكن استخراج العائد بطريقة أخرى وكما يلي:

$590 = (3000 \times 8\%) + (7000 \times 5\%)$  دينار حيث أن معدل العائد هو عبارة عن العائد مضروب في المبلغ المستثمر في الورقة المالية مقسوم على رأسمال المحفظة:

$$\text{معدل العائد للمحفظة} = \left\{ \frac{3000}{10000} \times 8\% \right\} + \left\{ \frac{7000}{10000} \times 5\% \right\} = \frac{590}{10000} = 5.9\%$$

اي إن معدل العائد للمحفظة لفترة محددة هو المتوسط لعائد الأوراق المالية مضروب في الوزن النسبي في رأسمال المحفظة لكل ورقة ماليه والتي هي عبارة عن نسبة الأموال المستثمرة في كل ورقة مالية وان مجموع هذه الأوزان يجب ان تكون 1 صحيح أو 100 % ويمكن ان تحصل على الوزن النسبي لكل ورقة مالية في المحفظة كما يلي:

$$\frac{\text{مقدار المبلغ المستثمر في الورقة المالية}}{\text{إجمالي رأسمال المحفظة}} = \text{الوزن النسبي للورقة}$$

وتهتم إدارة المحفظة بدرجة سيولة الأوراق المالية أي مدى إمكانية تحويل هذه الأوراق إلى نقد بدون خسارة، كما أن نظرية المحفظة تؤكد على العلاقة بين الأوراق المالية المختلفة بعضها مع البعض الآخر عند تطبيق مبدأ المزج. ونقصد بالتنوع الايجابي وليس التنوع الساذج أي نقوم بتنوع الأدوات الاستثمارية من خلال إيجاد علاقة بينها لتحقيق أعلى عائد بأقل درجة خطر وبما يتناسب مع الأهداف الاستثمارية. ويجب المراقبة والمتابعة عند الإقدام على قرار البيع والشراء في المحفظة لان قرار البيع أو الشراء إما يحقق ربح أو خسارة للمستثمر.

**ثانياً: مكونات المحفظة الاستثمارية:**

تعتمد مكونات المحفظة الاستثمارية على الأدوات الاستثمارية المتاحة في السوق، ونظراً لانفتاح السوق العالمي وانتشار مظاهر العولمة فقد تتكون المحفظة من أدوات استثمارية من السوق الدولي والسوق المحلي،

وفي ضوء هذا الواقع فان مفهوم المحفظة الاستثمارية توسع بحيث أصبح يعني بان المحفظة تتكون من جميع الاصول الاستثمارية التي تتاح في الأسواق العالمية والمحلية سواء أكانت هذه الأصول مادية حقيقية أو مالية عبارة عن أوراق مالية، والمفهوم الآخر للمحفظة هو الذي يركز على الأصول المالية فقط ويحصر المحفظة الاستثمارية بالأوراق المالية التي تتكون منها وفيما يلي توضيح عن طبيعة الأصول المكونة للمحفظة الاستثمارية وكما يلي:

## 1. أصول مادية ( Physical Assets )

هي أصول حقيقية ملموسة مثل الاستثمار في العقارات و في المشاريع الصناعية والزراعية أو المتاجرة بالمعادن النفيسة كالذهب والفضة، ويمكن ان تكون الإيرادات الناجمة عنها عبارة عن إيرادات جارية فقط مثل الإيرادات الناجمة عن الاستثمار في المشاريع الصناعية أو إيرادات جارية ورأسمالية مثل العوائد الناجمة عن الاستثمارات في العقارات أو إيرادات رأسمالية فقط كالعوائد الناجمة عن الاستثمار في الذهب والنحاس ومن أهم خصائصها انخفاض درجة سيولتها وحاجتها إلى خبرات متنوعة لعدم تجانسها وتحمل كلفة الخزن والنقل أو التحويل.

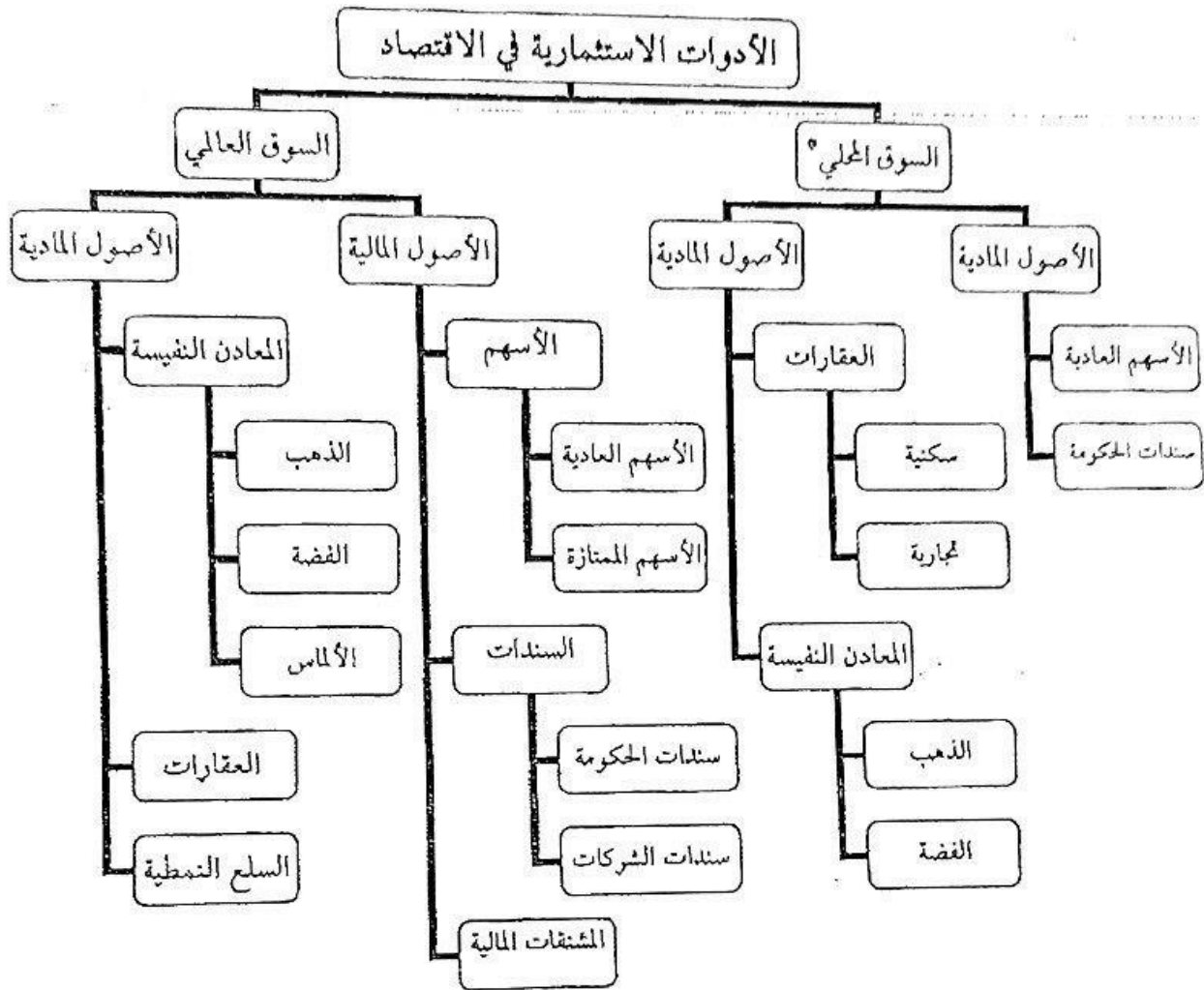
## 2. اصول مالية: ( Financial Assets )

هي عبارة عن أوراق مالية تمنح شهادة بملكية هذه الأوراق تبين حقوق حاملها وتخوله حق المطالبة بكل أو جزء من قيمة الأصل الحقيقي الصادرة عنه شهادة الملكية أو قيمة الورقة المالية والأرباح الرأسمالية والجارية الناجمة عنها، وتتميز هذه الأوراق بتمثلها النسبي في طريقة تحرك الأسعار وطبيعة الأرباح التي تحققها وإدارتها من خلال عمليات الشراء والبيع وتتصف الأسواق التي تتعامل بها بالتنظيم مع توفر الخبرات والاستشارات من قبل المؤسسات والشركات والصناديق الاستثمارات المالية الوسيطة للمساعدة أو القيام بالاستثمار بدلاً عن المستثمر الفرد ومن قبل مختلف شرائح المستثمرين، وتتميز بارتفاع مخاطرها نتيجة لطبيعة البيئة التي تتعامل بها ومدى تأثيرها بعناصر المخاطر الداخلية والخارجية، وبسرعة تسيلها وتتمتع الأسواق المالية التي تتعامل بها هذه الأوراق بحسن تنظيمها وإدارتها، وهي من الأدوات سهلة الحمل والانتقال مما لا يؤدي إلى تحملها أية كلف إضافية في نقلها ولكنها تتحمل كلفة عمولة البيع أو الشراء المدفوعة إلى الوسطاء الماليين الذين ينفذون صفقات البيع والشراء بين المستثمرين.

و تتكون المحفظة عادة من الأصول المحلية لسهولة إدارتها ميدانيا ولكن التطور في استخدام تكنولوجيا المعلومات والانترنت سهل إضافة الأصول المالية الدولية إلى مكونات المحفظة المحلية ومن الممكن أن يتم

الاستثمار في الأصول المالية والمادية في المحفظة ولو أن أغلب المحافظ تركز على مفهوم الاستثمارات المالية لتجانسها مما يسهل إدارتها.

وفي كل الأحوال يجب ان لا تقل الأدوات الاستثمارية المكونة للمحفظة عن أداتين فأكثر، وتختلف عملية المزج أو التنويع في المحفظة حسب الغاية أو الهدف المطلوب تحقيقه من إدارة المحفظة والمستثمرين المساهمين فيها في آن واحد، والشكل التالي يبين الأدوات الاستثمارية المتاحة في السوق المحلي والدولي. مكونات السوق المحلي والدولي من الأدوات الأستثمارية.



وعادة تتكون المحفظة من أدوات ذات عوائد ومخاطر تتلاءم مع أهداف المستثمر وتوفر الحماية الكاملة للأموال المستثمرة من المفاجآت غير المتوقعة التي تحدث في السوق المالي.

## المبحث الثاني: إدارة المحافظ الاستثمارية:

### أولاً: مفهوم إدارة المحافظ الاستثمارية:

إدارة المحفظة هي تلك الأنشطة التي تعمل على جذب وتوظيف الموارد المالية بطريقة تؤدي إلى تعظيمها من خلال الاستثمار في أدوات استثمارية تتلاءم مع أهداف المحفظة التي هي أساساً ترجمة لأهداف المستثمر. إن طبيعة هذه الأنشطة تتمثل في كيفية الحصول على رأس المال للمحفظة وزيادته وتحديد أهداف المحفظة من عملية الاستثمار وحصر الأوراق المالية والأدوات الأخرى التي تستثمر بها أموالها، وعادة تكون هذه الأدوات عبارة عن أوراق مالية لشركات وعلى إدارة المحفظة أن تدرس عدد من العوامل الرئيسية التي تعتبرها شروط أساسية لقبول أوراقها المالية، كما سنعرض ذلك بالتفصيل لاحقاً ثم عرض البدائل الاستثمارية في ضوء عمليات التحليل والتنبؤ التي تقوم بها إدارة المحفظة والعمل على اختيار الأدوات الاستثمارية المناسبة في ضوء العلاقة بين العائد والمخاطر لكل أداة ثم تحديد الأدوات التي سيتم ضمها إلى المحفظة الاستثمارية، وبعد ذلك توزيع رأسمال المحفظة على هذه الأدوات أو الأوراق المالية المختارة بوزن نسبي يحقق أقصى عائد بأقل درجة مخاطر استناداً إلى نظرية المحفظة بالتنوع الإيجابي لأدواتها من خلال اختيار أوراق مالية يكون معامل الارتباط بين عوائدها سالب، وبذلك فإن مهمة إدارة المحفظة كبيرة جداً لكونها تقرر اختيار التوقيت الملائم لاتخاذ قرار البيع والشراء للأوراق المالية وطبيعة المزج بين الأدوات المختارة. إن كل قرار بيع أو شراء يعني تحقيق ربح أو خسارة للمحفظة الاستثمارية، وهذا يعني أن على إدارة المحفظة أن تحقق تشكيلة من الأدوات الاستثمارية تهدف إلى تحقيق أكبر عائد ممكن بأقل درجة مخاطر محسوبة. وهنا تبرز مهارة مدير المحفظة ( Portfolio Manager ) في تطبيق نظرية المحفظة في المزج والاستفادة من مزاياه في تخفيض المخاطر وتعظيم العائد المتوقع للمحفظة.

يتم تحريك الاستثمارات المالية في المحافظ الاستثمارية من خلال إدارتها من قبل مدراء محترفين وقد توسع الاستثمار في الأموال من خلال المحافظ الاستثمارية بشكل كبير جداً فعلى سبيل المثال شكلت إدارة المحافظ المحترفة 20% من قيمة التعاملات في مجال الملكية في أمريكا عام 1970 وازدادت النسبة إلى 60% عام 1995 لأن امتلاك أسهم في محافظ تدار من قبل إدارة كفاءة محترفة يمثل الطريق الأسهل والأقل كلفة لخلق التنوع الواسع في الاستثمارات.

ويمكن أن تدار أموال المستثمرين من خلال المحفظة باعتبارها جزء من رأسمال المحفظة وتسمى المحافظ المختلطة أو تدار بطريقة الحسابات المنفصلة (separate accounts) وهي المحافظ الاستثمارية التي تدار بواسطة إدارة محترفة ولكنها مملوكة من مستثمر واحد وتكون أصوله منفصلة عن أصول المحفظة الأخرى. أي أن المؤتمنين على هذه المحافظ يطلبون إدارة الاستثمار من خلال عزل أوراقهم المالية عن الأدوات

الاستثمارية الأخرى التي تدار من قبل المستشار وتسمى محافظ استثمارية ذات حسابات منفصلة خاصة شبيهه بالمحافظ المختلطة التي تدار بواسطة المستشارين ولكن أصولها منفصلة معزولة قانونا عن بقية الأصول الأخرى التي تدار من قبل المستشار، والسبب في ذلك هو رغبة المستثمر في وضع قيود على أنواع الأوراق المالية التي تحتفظ بها محفظته والتي تختلف عن طبيعة المحفظة المختلطة مثل عدم رغبة المستثمر الاستثمار في محافظ لدول درجة المخاطر بها مرتفعة أو لأسباب أخرى.

وتعتمد إدارة المحفظة الاستثمارية مفهوم التنوع الإيجابي أساس في عملها بهدف تحقيق أكبر عائد ممكن مع استخدام الأدوات والوسائل الرياضية والإحصائية في قياس المخاطر ومحاولة تجنبها بهدف الوصول إلى أقل مخاطر مدروسة، كما تعمل إدارة المحفظة على رفع درجة السيولة بدون خسائر تذكر.

### ثانياً: خطوات إدارة المحافظ الاستثمارية: Portfolio Management Steps

لغرض نجاح عملية الاستثمار في المحفظة لابد من تحديد الخطوات التي يقوم بها مدير المحفظة الذي يقوم بإدارة أموال المستثمرين بكفاءة.

**ولغرض إدارة المحفظة الاستثمارية بكفاءة يتطلب الأمر ما يلي:**

**الخطوة الأولى:** تحديد حجم رأسمال المحفظة وعادة تتكون المحفظة الاستثمارية من رأسمال يتم تحديده في ضوء الأهداف التي ترغب المحفظة تحقيقها ويفضل أن يكون رأسمال المحفظة ممول بالملكية وليس بالاقتراض.

**الخطوة الثانية:** في إدارة المحفظة هو التخطيط للمحفظة والذي يعتمد على تحديد أهداف المحفظة في تحقيق أقصى عائد بأقل درجة مخاطر، مع تحقيق السيولة بالإضافة إلى المحافظة على رأس المال الحقيقي والحصول على تدفقات داخلية مستمرة وتحقيق هدف المزج بين الأصول المكونة للمحفظة على وفق المخاطر التي يقبل بها المستثمرين.

**إن تعمل إدارة المحفظة على** تحقيق رغبة المستثمر وميوله في العائد والمخاطر فإن تحديد هدف تحقيق نمو في رأس مال المحفظة سوف يستبعد الأدوات الاستثمارية التي تحقق مكاسب آنية وجارية ويكون التوجه نحو تحقيق مكاسب مستقبلية.

**كما إن مهمة التخطيط تركز** على اعتماد أسلوب اختيار البدائل الاستثمارية واتخاذ السياسات الاستثمارية لتحقيق كفاءة إدارة المحفظة من خلال توفير الموارد البشرية المتخصصة بالاستثمار والتي تتحمل المسؤولية في إعداد البرامج الاستثمارية والقيام بالموازنة بين الحصول على العائد والمحافظة على قيمة الأصل وتحقيق

الزيادة في القيمة والتحوط من مخاطر التضخم والاعتبارات الضريبية، ويتم وضع هذه العناصر في نموذج واحد يعرض على المستثمر لسهولة فهمها والإلمام بها.

**ولا بد للخطوة أن تتضمن** استراتيجيات للاستثمار للمرحلة المقبلة القصيرة والبعيدة المدى ورؤية ورسالة المحفظة والخطط التنفيذية التي تتوصل من خلالها المحفظة إلى تحقيق أهدافها القصيرة والبعيدة المدى.

**الخطوة الثالثة:** القيام بتحليل الاستثمارات وهنا لا بد من قيام إدارة المحفظة: بالتحليل الاقتصادي الشامل والتحليل القطاعي ثم تشخيص أولي للأوراق المالية التي سيتم ضمها إلى مكونات المحفظة ثم يعقب ذلك القيام بالتحليل المالي لكل ورقة مالية يتم اختيارها.

**الخطوة الرابعة:** في إدارة المحفظة يكون من خلال اتخاذ قرار اختيار مكونات المحفظة أي اختيار الأدوات الاستثمارية والتشكيلة المناسبة وبعد ذلك اتخاذ قرار المزج الرئيسي للأصول التي تتكون منها المحفظة. وبعد بناء المحفظة تستمر إدارتها في مراقبة السوق وحركة الأسعار للأصول والأوراق المالية ارتفاعاً والخفضاً وتأثير ذلك على المحفظة وقيمتها وعوائدها وطبيعة القرارات التي ستتخذها بهذا الشأن، ونقصد بها متابعة الأحداث المحيطة بالبيئة الاستثمارية وباستمرار وهذا يعتبر عامل مهم وأساس لإدارة المحفظة الاستثمارية وكذلك لا يقل أهمية عن الرقابة المستمرة على الأدوات الاستثمارية المتكونة منها هذه المحفظة. ويتم تقييم الإنجازات التي لفتتها إدارة المحفظة خلال الفترة وقياس كفاءة القرارات المتخذة وتحديد الإيجابيات فيها والسلبيات ومقارنة الإنجازات والنتائج بالأهداف التي ترغب المحفظة تحقيقها.

### **ثالثاً: سياسة إدارة المحفظة الاستثمارية:**

#### **1. سياسة المخاطر (السياسة الهجومية):**

تتميز هذه السياسة بسرعة جني الأرباح الرأسمالية الاستثنائية وتستغل إدارة المحفظة عادة وجود اختلاف بين القيمة السوقية للأدوات المالية المختارة وبين قيمتها الحقيقية أو العادلة. ونتيجة هذه السياسة هو الحصول على الأرباح الرأسمالية نتيجة لإعادة تقييم أصول هذه الإدارة باستمرار. وتتميز هذه السياسة بارتفاع درجة المخاطر نظراً للمتغيرات الاقتصادية المؤثرة على الأدوات المختارة في هذه المحفظة.

المطلوب من إدارة المحفظة وخبرائها الدقة عند اتخاذ القرار خوفاً من تحقيق خسائر كبيرة لأن تحقيق هدف الحصول على ربح رأسمالي عالي سيقابله درجة خطر عالية، وتستمر هذه المحفظة باتخاذ السياسات التي تحقق هدف الحصول على الربح الرأسمالي.



## 2. سياسة المحفظة الدفاعية (المحافظة):

وهي تلك السياسة التي تتبناها إدارة المحفظة تلبية لرغبة المستثمرين المحافظين فتكون حساسة للمخاطر فتمنح الأولوية لعنصر الأمان على حساب العائد.

فتركز إدارة المحفظة على اختيار الأدوات الاستثمارية ذات الدخل الثابت أو شبه الثابت ولذلك نطلق عليها تسمية محافظ الدخل وتعطي إدارة المحفظة أهمية نسبية كبيرة للأدوات الاستثمارية ذات المخاطر المنخفضة عند مشاركتها في رأس المال، وعموماً تكون مكوناتها عبارة عن أدوات مالية صادرة عن الشركات الكبيرة العريقة مستقرة أو لسندات الحكومة أو سندات مضمونة حيث تشكل هذه الأدوات ما بين 60\_80% من رأسمال المحفظة وكما هو معروف تتميز هذه الأدوات بالعائد الجاري الثابت نسبياً ولفترة طويلة وبدرجة مخاطر منخفضة وقد تقوم إدارة المحفظة باختيار هذه السياسة عندما تشعر بوجود مؤشرات اقتصادية تعكس توجه الاقتصاد نحو الكساد أو الركود الاقتصادي.

## 3. السياسة الهجومية الدفاعية (متوازنة):

تمزج هذه السياسة بين المحافظة والمخاطرة ولذلك ستخدم بشكل كبير من قبل اغلب مدراء المحافظ الاستثمارية كونها تتلاءم مع رغبات المستثمرين الرشيديين الذين يركزون على تحقيق الاستقرار النسبي في العائد. والحصول على أرباح معقولة بمخاطر مقبولة وعليه ستقوم سياسة المحفظة على أساس توزيع رأسمالها إلى قسمين الأول هو:

1. الاستثمار في الأدوات الاستثمارية ذات العائد المرتفع ودرجة المخاطر العالية.

2. سوف يتجه نحو اختيار أدوات استثمارية ذات دخل ثابت والتي لا تتأثر كثيراً بتقلبات السوق.

وهنا نقول بان هذه السياسة توفر المرونة العالية لإدارة المحفظة في اختيار وتشكيل المحفظة وفق الأهمية النسبية لكل أداة وهنا سيعمل الخبراء في إدارة المحفظة على زيادة الأدوات الاستثمارية ذات العائد المرتفع عند حصول الازدهار والرواج الاقتصادي والعكس صحيح.