

جامعة المثنى  
كلية الإدارة والاقتصاد  
قسم إدارة الأعمال  
المرحلة الرابعة - إدارة المحافظ الاستثمارية  
المحاضرة الرابعة - نظرية وإدارة المحافظ الاستثمارية  
أستاذ المادة م . د علي سعود آل طلال

**المبحث الثالث: قرارات المحافظ الاستثمارية وعملية التنويع**

ترتبط أهمية قرارات إدارة المحفظة في كونها قرارات تعتمد بالدرجة الأولى على كفاءة مدير المحفظة الاستثمارية وخبرته في تطبيق نظرية المحفظة، وهي مسؤولية يتحملها بالنيابة عن غيره لقاء أتعاب مرتفعة وعليه تقع مسؤولية إعداد البرامج الاستثمارية والموازنة بين المتغيرين الأساسيين وهما الحصول على العوائد بأقل درجة من المخاطر.

كما يعمل مدير المحفظة على المحافظة على القيمة الحقيقية لرأس المال المستثمر لأنه كما هو معروف أن رأس المال يحمل مفهومين هما رأس مال المستثمر التشغيلي ورأس المال النقدي ورأس المال النقدي يقاس بطريقتين أولاهما اعتماد وحدة النقد الاسمية أي رأس المال النقدي والثاني اعتماد وحدة قياس ثابتة لقياس تأثير التغير في الأسعار أي الوصول إلى رأس المال الحقيقي، وهنا لا بد من أن تكون وحدة القياس هي وحدة النقد المستخدم كالدينار مثلاً أو وحدة قياسية للتغير في الأسعار وهذه تمثل وحدة النقد المعدلة بالأرقام القياسية للأسعار المعتمدة، إن الأرقام القياسية للأسعار تأخذ إما على أساس المستوى العام للأسعار وهذا يحدث في الظروف الطبيعية أو أرقام قياسية للأسعار تخص أنشطة قطاع معين أو قد تكون على شكل أسعار قياسية متداخلة. إن كل قرار لإدارة المحفظة ينعكس سلباً أو إيجاباً على أرباح المحفظة .

وان أهم القرارات التي تتخذها إدارة المحفظة هي كما يلي:

**أولاً:** قرار المزج أو تنويع الأصول.

**ثانياً:** اختيار الأدوات الاستثمارية الملائمة لأهدافها

**ثالثاً:** قرار توقيت عمليات الشراء والبيع.

## • أولاً: قرار المزج أو تنويع الأصول

التنويع في مجالات التمويل وإدارة المخاطر هي تقنية ذات صلة بالتحوط، والتنويع عبارة عن مزج مجموعة واسعة من الأدوات الاستثمارية داخل حقيبة واحدة برأس مال واحد لأنه أثبت الواقع أن الاستثمار في أداة واحدة يؤدي إلى ارتفاع تأثير التقلبات والمخاطر على عوائد المستثمر بسبب اقتصر استثماراته على أداة واحدة، أما في حالة كون المحفظة الاستثمارية تتكون من عدد من الأدوات الاستثمارية فإن أي تغير في أسعار وعوائد أداة معينة سوف لن يكون مؤثراً على عوائد المحفظة ككل خاصة إذا كان معامل الارتباط بين الأدوات المكونة للمحفظة سالباً والتنويع يقلل من مخاطر الاستثمار.

**مثال بسيط** عن أهمية التنويع وخاصة في المجال الاقتصادي لنفرض أن شركة لديها إمكانية على إنتاج المظلات وقد اكتفت في إنتاج المظلات المطرية فعند انحباس الأمطار يقل الطلب على المظلات المطرية وسيتوقف البيع وبالتالي تخسر الشركة جميع إيراداتها ولكنها لو انتجت مظلات مطرية ومظلات شمسية فعند انحباس الأمطار ستقوم ببيع المظلات الشمسية وبذلك تقلل من خسائرها بسبب التنويع ويحدث هذا أيضاً في المحفظة الاستثمارية إذا كانت المحفظة تتكون من أداة واحدة فإن احتمال الخسارة مرتفع أما إذا تضمنت المحفظة عدد من الأدوات فإن الخسارة ستكون بسيطة إذا انخفض سعر احد هذه الأدوات. **وهناك ثلاث**

**استراتيجيات يمكن استخدامها في عملية التنويع وهي:**

1. تضمين مكونات المحفظة الاستثمارية أنواع متعددة من الأدوات المالية، مثل الأسهم وصناديق الاستثمار المشترك والسندات. نظراً لاختلاف المخاطر في الأوراق المالية فإن المحفظة يمكن توزيعها إلى مجموعة متنوعة من صناديق الاستثمار المشتركة التي تعتمد استراتيجيات مختلفة في الاستثمار (different mutual fund investment strategies)، مثل الصناديق التي تهدف إلى تحقيق النمو (growth funds)، والصناديق المتوازنة (balanced funds)، صناديق رؤوس الأموال الصغيرة، وصناديق رؤوس الأموال الكبيرة (large funds). صناديق المؤشرات المالية. وعندما تتكون حقيبة الاستثمار من أدوات متنوعة فإن مستويات المخاطر تنخفض، فالخسائر الكبيرة في مجال معين يقابلها أرباح في مجالات أخرى.

2. تختلف الأوراق المالية الخاصة بكل قطاع (by industry) أو حتى جغرافياً (by geography) وهذا يؤدي إلى تخفيض المخاطر إلى أدنى حد من تأثير التغيرات في القطاع أو مكان الاستثمارات المحددة.

3. تنويع الاستثمارات من خلال المزج بين الاستثمارات المحلية والدولية (mixing investments between domestic and international) عن طريق الاستثمار وتنويع المحفظة الاستثمارية على كثير

من البلدان، وبذلك فإن أي أحداث داخل بلد معين سيكون أقل تأثير على مجمل الاستثمار في المحفظة الاستثمارية للمستثمر.

على الرغم من التنوع يقلل من المخاطر في المحافظ الاستثمارية إلا أنه لا يقلل بالضرورة من العوائد، ونتيجة لذلك يمكن أن يكون التنوع وفق لمفهوم التمويل عبارة عن وجبة غذاء مجانية.

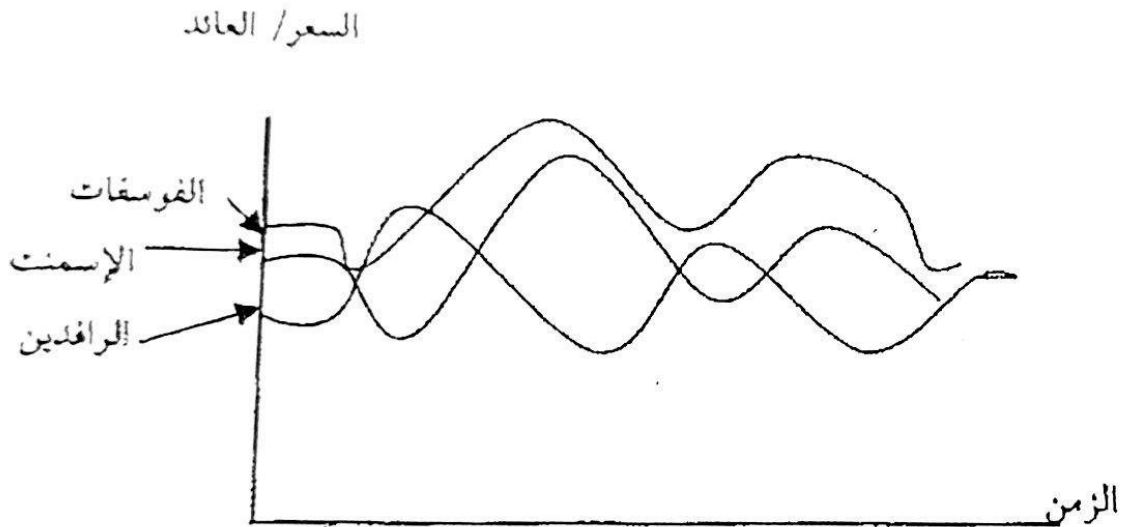
## أنواع التنوع

نظرا لتعدد أدوات ومجالات الاستثمار فإن عمليات التنوع أو المزج بين هذه الأدوات يمكن أن تكون على نوعين هما:

1. التنوع الأفقي.
2. التنوع العمودي أو الرأسي.

### 1. التنوع الأفقي

التنوع الأفقي هو عندما تتضمن المحفظة أدوات من نفس النوع من الأوراق المالية أو الأدوات الاستثمارية، ويمكن أن يكون التنوع واسع النطاق مثل الاستثمار في عدد من الأسهم في نفس الفرع أو القطاع أو أسهم قطاعات مختلفة كما هو في هذا المثال فإن الاستثمار في أسهم كل من الشركة العربية للاسمنت وشركة الفوسفات وبنك الرافدين يعد تنوع أفقي والتنوع الأفقي يؤدي إلى انخفاض مخاطر الاستثمار فإذا انخفض سعر سهم الشركة العربية للاسمنت فقد لا ينخفض سعر سهم بنك الرافدين لأن معامل الارتباط بين قطاع الصناعة سالب مع قطاع البنوك وبذلك تنخفض المخاطر على المحفظة التي تنتوع أدواتها أفقيا كما مبين في الشكل رقم (7).



## 2. التنوع الراسي

التنوع الراسي هو الاستثمار بين الأنواع المختلفة من الأوراق المالية و يمكن أن يكون التنوع واسع جدا مثل تنوع مكونات المحفظة لتشمل السندات والأسهم، او أكثر من الأدوات المختلفة الأخرى، مثل تنوع الاستثمارات في مختلف أنواع الأوراق المالية سواء أكانت ثابتة الدخل أو متغيرة الدخل قليلة المخاطر أم مرتفعة المخاطر، والتنوع الراسي سيكون من خلال استثمار بعض الأموال في الأسهم الدورية أو في أسهم المضاربة أو في أسهم الدخل والاستثمار في السندات سواء أكانت سندات حكومية خالية من المخاطر أم سندات حكومية طويلة الأجل أو في سندات الشركات العريقة أو سندات ذات الدخل مرتفعة المخاطر او الاستثمار في المشتقات المالية مرتفعة المخاطر.

ويحقق كلا التنوعان هدف تخفيض المخاطر إذ ان التنوع الأفقي يقلل من المخاطر بالرغم من أن الاستثمار سيكون في أدوات متجانسة ذات طبيعة متشابهه ولكن ممكن أن يكون معامل الارتباط سالب بينها فيتم تقليل المخاطر، فالتنوع الراسي يذهب إلى ابعد من ذلك إذ أنه يحمي من مخاطر السوق و / أو التغيرات الاقتصادية.

يعتبر قرار التنوع من القرارات الإستراتيجية التي يتخذها مدير المحفظة ويعتمد التنوع على تحديد خط المزج (Combination) ( Lines بين الأدوات المختارة من خلال تحديد العائد المتوقع والمخاطر لكل أداة استثمارية يتم اختيارها.

ان التنوع هو جوهر نظرية المحفظة الاستثمارية وعلى إدارتها إن تفاضل بين العائد والمخاطر إذا ما أرادت ان تصل إلى تطبيق مفهوم الاستثمار الكفاء والذي يعني الحصول على مخرجات أو عوائد بأقل قدر من الفاقد في الموارد المستخدمة أي المخاطر التي هي احتمالات التقلب في العائد والتنوع كما ذكرنا يساهم في تخفيض درجة تقلب العوائد.

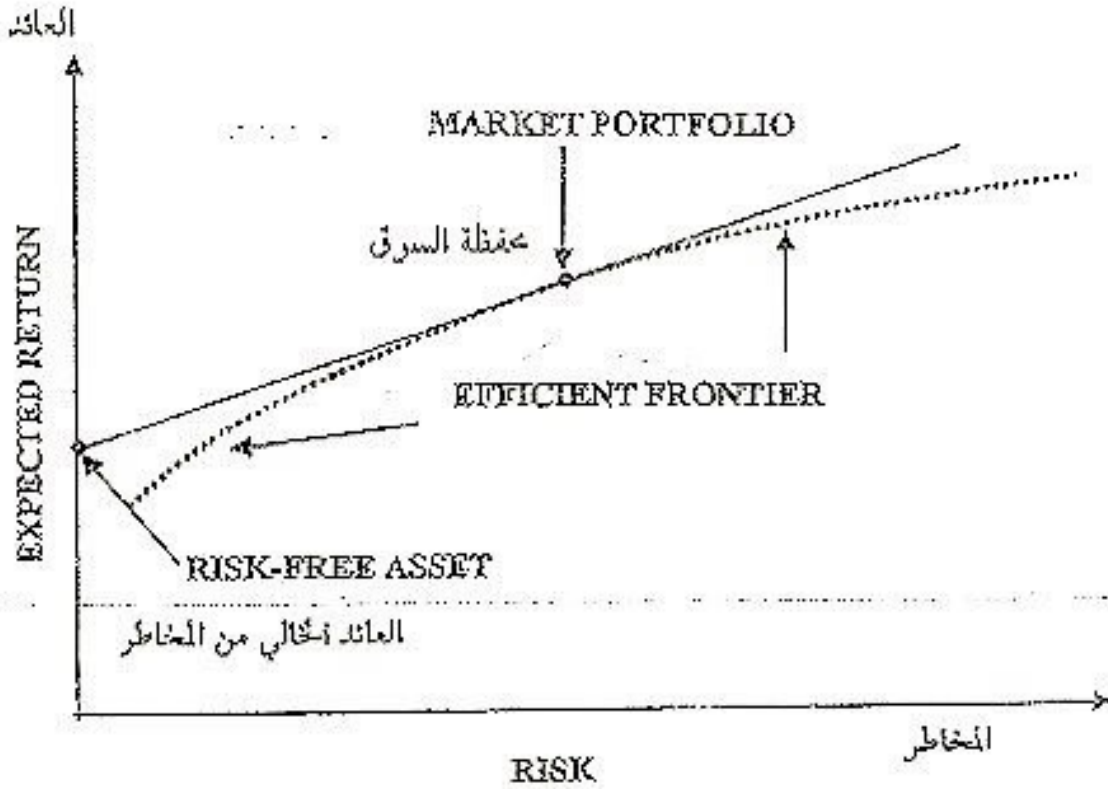
إن قرار التنوع يقوم على أساس قواعد الهيمنة أو السيطرة ( Dominance Principle ) الذي جاء به والتي تقضي بما يلي:

1. عند تساوي العائد من بين الأوراق المالية المتاحة فان الاختيار يكون للبديل الذي يتعرض عائه لأقل درجة مخاطر.

2. عند تساوي المخاطر للأوراق المالية المتاحة فان أفضلها هو البديل الذي يتوقع إن يحقق أقصى عائد.

والشكل رقم (8) يبين طبيعة التنوع في ضوء قواعد الهيمنة، وكذلك يبين لنا هذا الشكل المحافظ التي تقع على النقطة التي تحت المنحنى وبعد الخط المستقيم إذ تمثل المحافظ غير الكفوءة، وهناك محافظ أخرى مع نفسه

ولكن أقل من مخاطر العائد. على طول الخط العمودي، وهناك حقائب أخرى أن يكون لها نفس المخاطر ولكن تحقيق عائدات أعلى.



ويكمل كفاءة التنويع عنصر آخر لا يقل أهمية وهو الوزن النسبي لمساهمة كل أداة في رأسمال المحفظة، كما أن عملية المزج تتأثر أيضا بمعامل الارتباط بين الأدوات الاستثمارية التي ستتكون منها المحفظة ومدى كون علاقة الارتباط موجبة أو سالبة وأنواع الأصول أو فئات الأصول الاستثمارية التي تتشكل منها المحفظة والشكل رقم ( 8 ) يبين خط التجميع لمحفظة استثمارية والعناصر المؤثرة عليه.

ونعني بقرار التنويع هو تنويع مكونات المحفظة حسب الأدوات والقطاعات التي تنتمي إليها هذه الأدوات وتحديد الأدوات التي نستثمر فيها الأموال في كل قطاع أو شركة (مثلاً تختار أسهم أو سندات أو أسهم في قطاع زراعي، صناعي... الخ) وجميع عمليات التنويع تؤثر على عوائد ومخاطر المحفظة وكذلك ما يتعلق بالقرار الرئيسي ( Major Mix Decision ) في تحديد الوزن النسبي لكل أداة استثمارية في هيكل المحفظة أي تحديد النسبة المئوية من إجمالي أصول المحفظة التي ستخصص للاستثمار في الأصول المتنوعة ومقدار النسبة المتبقية على شكل سيولة.

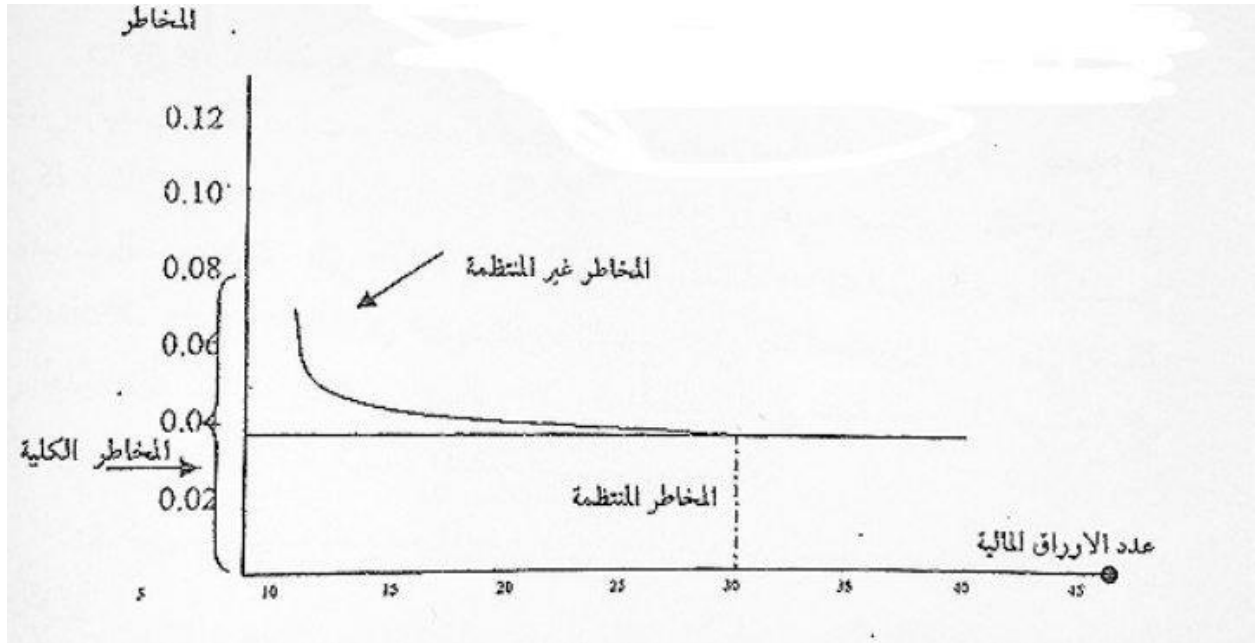
ويمكن تصنيف التنويع إلى نوعين هما التنويع الساذج والتنويع الايجابي لماركوتز:

### 1. التنويع الساذج أو البسيط ( Simple or Naive Diversification )

إن أصل موضوع التنويع يهدف إلى تخفيض المخاطر دون أن يكون لذلك أي أثر عكسي على العائد، ويقوم التنويع الساذج على فكرة إن المحفظة التي تشمل على ثلاثة أوراق مالية تصدرها ثلاث شركات مختلفة أكثر تنوعا من محفظة تشتمل على ورقتين ماليتين والمحفظة التي تشتمل على أربع أوراق مالية لأربع شركات وهي أكثر تنوعا من محفظة تحتوي على ثلاثة أوراق مالية وان ذلك أفضل للمستثمرين وان سبب التنويع يعود إلى أن المخاطر غير المنتظمة تشكل نسبة 50 % من المخاطر الكلية والتي يمكن تجنبها بالتنويع لان المخاطر غير المنتظمة يمكن التخلص منها من خلال زيادة تشكيل مكونات المحفظة من عدد أكبر من الأدوات الاستثمارية.

والشكل رقم ( 10 ) يبين تأثير زيادة عدد الأوراق المالية أو الأدوات الاستثمارية على مخاطر المحفظة الكلية والمخاطر غير المنتظمة، إذ بعد أن يكون عدد الأوراق المالية في المحفظة 25 سهم مثلا سوف تنخفض المخاطر الكلية الى 6 % وتصبح المخاطر غير المنتظمة معدومة تقريبا، إن ذلك يعني بان التنويع لحد عدد 25 سهم كافي للتخلص من المخاطر غير المنتظمة وعليه فان التنويع يجب أن يكون محدودا إذ ان المغالات في عملية التنويع له عيوبه أيضا.

شكل رقم ( 10 ) يبين تأثير التنويع على مخاطر المحفظة.



## 2. التنوع الايجابي أو تنوع ماكوتز ( Markowitz )

إن عملية التنوع العشوائي أو البسيط المشار إليه في الفقرة أعلاه قد يؤدي إلى رفع تكاليف التنوع المتمثلة في صعوبة وارتفاع كلفة إدارة المحفظة التي تتكون من أعداد كبيرة من الأدوات الاستثمارية في قطاعات وأنشطة مختلفة بسبب الحاجة إلى خبرات عالية في تخصصات مختلفة إضافة إلى زيادة عدد مرات البيع والشراء لهذه الأدوات والكلف الناجمة عن ذلك، كل هذا أدى إلى التفكير في تقنين عملية التنوع من خلال اختيار أدوات استثمارية أو أوراق مالية ذات معامل ارتباط سالب بين عوائده حتى يتحقق الهدف الأساسي من عملية التنوع وهو تخفيض المخاطر إلى أدنى حد ممكن للمحفظة.

وقد بين ماكوتز أن مخاطر المحفظة لا تعتمد فقط على مخاطر الأوراق المالية التي تتكون منها بل تتأثر أيضا بالعلاقة التي تربط بين عوائد هذه الأوراق المالية مما يتطلب الدقة في اختيار الأوراق المالية التي تتكون منها المحفظة بعد مراعاة طبيعة الارتباط بين العوائد المتولدة عن مكونات المحفظة، وقد بين أن العلاقة العكسية بين عوائد الأوراق المالية المكونة للمحفظة تؤدي إلى تخفيض مخاطرها إلى أدنى حد ممكن مقارنة بين العلاقة الطردية بين عوائد الأوراق المالية، وبالتالي فإن التنوع الكفاء للمحفظة يكون من خلال اختيار أوراق مالية يكون معامل الارتباط بينها سالب وليس موجب.

إن التنوع يعتمد على استخدام التغيرات ومعامل الارتباط بين الأوراق المالية المختارة حيث أن التغير هو مقياس مطلق أو أساسي لكل زوج من الأرقام نتيجة علاقته مع بعضهم البعض خلال الوقت .

### ثانياً: اختيار الأدوات الاستثمارية الملائمة لأهداف المحفظة

تعد عملية انتقاء الأوراق المالية التي ستتكون منها المحفظة من أهم الخطوات بعد تحديد رأسمال المحفظة والنسبة المئوية لكل ورقة أو أداة، وتتخذ هذه القرارات في ضوء عوامل متعددة أهمها تقييم الأصول وإعداد أسس اختيار الأدوات وضمها إلى المحفظة

وحتى نستطيع اختيار الأدوات أو الأوراق المالية وضمها إلى المحفظة الاستثمارية لابد من معرفة طبيعة الشركة التي نحن بصدد شراء أوراقها المالية من حيث منتجاتها وموقعها التنافسي في القطاع الذي تنتمي إليه ومدى تنوع منتجاتها وإمكانيات التوسع المستقبلي المنظور وكفاءة الإدارة ودقة البيانات والمعلومات ودرجة الشفافية وطبيعة المالكون للشركة، وحجم الأرباح ومعدلاتها والسلسلة الزمنية لتوزيع الأرباح ودورها في السوق أي هل تتمتع بالقيادة والقدرة الائتمانية للشركة وتأثر الشركة بالقرارات الحكومية وقيمة سهمها في السوق ونسب النمو التي تحققها الشركة سواء في أرباحها أو قيمة سهمها أو في نمو استثماراتها

وبرامجها الآتية والمستقبلية ومدى تأثير الدورات الاقتصادية من تضخم وانكماش على نتائجها وعوائدها ومدى توفر السيولة والفوائض المالية مع ضرورة دراسة نتائج التحليل الفني والاتجاهات المستقبلية للشركة. بالإضافة إلى تحليل البيئة الخارجية، العائد المتوقع، رغبة المستثمر، درجة المخاطر وعلى هذا الأساس يتطلب ان يكون القرار شامل ودقيق وان أي قرار جديد في تغيير الأصول يجب أن يكون بتوقيت جيد وأن يكون الهدف منه تحقيق أكبر عائد وفق درجة المخاطر المحسوبة.

### **ثالثاً: قرار التوقيت الاستثماري ( Timing )**

إن اتخاذ قرار البيع أو الشراء من القرارات الأساسية لإدارة المحفظة الاستثمارية، فان تجسيد مقولة ماذا نشترى يعتمد على مفاهيم أساسية نعتمدها عند الشراء فالإجابة على السؤال ماذا نشترى لابد من تحليل العوامل الفنية التي تبين مدى اتجاه السعر إلى الأعلى أو الأسفل وأين تقع نقطة صعوده الثانية مقارنة بالصعود الأولي وهل السهم أكثر قوة مقارنة بالسهم في السوق.

وحتى نجيب على السؤال متى نشترى لابد من معرفة اتجاه منحنى السوق ومدى احتمال تحسن الأسعار وكذلك لابد من معرفة مدى كون السوق في المراحل النهائية للصعود أو انه متجه نحو الهبوط المتواصل وكذلك مدى ابتعاد سعر السهم عن قيمته الحقيقية.