

## أساسيات التمويل الحديث

رحاب عادل صلاح الدين امين

مدرس مساعد بقسم المحاسبة - معهد المدينة العالي للإدارة والتكنولوجيا بشبرامنت

مثلت نظرية المحفظة الاستثمارية ثورة فكرية في عالم التمويل، والاستثمار. تتمثل أهميتها في القدرة على قياس المخاطر الناتجة من الاستثمار بشكل كمي (الشعراني، ٢٠١٥). ويعتبر أول من كتب في المحافظ الاستثمارية هو المحلل الأمريكي Markowitz عام ١٩٥٢، ثم تبعه العديد من الباحثين، وظهرت العديد من الدراسات مطلع الخمسينات، والستينات في بريطانيا، والولايات المتحدة. ووقع في هذه الفترة على عاتق البنوك في بداية الأمر إدارة أموال المودعين، واستغلالها الاستغلال الأمثل.

إن من المتعارف عليه في عالم المال والاستثمار ألا يضع المستثمر كل ما يمتلكه في ورقة مالية واحدة. وهناك مثل شعبي شائع يقول: "لاتضع كل البيض في سلة واحدة" (القاضي، ٢٠١٦). لذلك استهدفت هذه الدراسة وضع إطار نظري اعتماداً على الدراسات السابقة لمناقشة أبرز المفاهيم وأهمها.

### تعريف الاستثمار

يمكن إيضاح جوهر الاستثمار كما أشار إليه (Brown, & 2002Reilly) بأنه: هو أن يقوم شخص بتأجيل الإنفاق في الوقت الحالي على أمل تعظيم ثروته بالمستقبل حتى يتسنى له زيادة حجم إنفاقه مستقبلاً، إن هذا التغير بين حجمين الاستهلاك الحالي، والمستقبلي الذي يتوقعه الفرد يمثل معدل الفائدة الحقيقي، والذي يتم تحديده عن طريق مقدار العرض، والطلب في السوق، واستخلاصاً لما سبق يمكن تعريف الاستثمار على أنه: الالتزام الحالي باستخدام النقود لفترة زمنية معينة.

كما عرف (Bodie et al, 2012) الاستثمار على أنه: دفع مبلغ من المال، وتوقع جني فوائد منه في المستقبل.

على سبيل المثال: يمكن للفرد أن يشتري أسهم متوقعاً إن العائدات المستقبلية منها سوف تغطي وقت الاحتفاظ بالنقود، بالإضافة إلى وجود عائد على مخاطر الاستثمار، فالوقت الذي تم فيه احتجاز النقود من الممكن استغلال هذه النقود في فرص أخرى بديلة، فالمستثمر يضحي بشيء ذو قيمة الآن ويتوقع أن

يستفيد من هذه التضحية مستقبلاً، ويمكن أن تكمن هذه التضحية في هيئة استثمار في الأسهم، والسندات مثلاً.

وجدير بالذكر إن حالة عدم التأكد المحيطة بقدرة الفرد للحصول على العائد المتوقع مستقبلاً على الاستثمار يطلق عليها خطر الاستثمار، كما إن العائد الإضافي الذي يطلبه الفرد نظير حالة عدم التأكد يسمى علاوة الخطر بالإضافة إلى أهمية الأخذ في الحسبان معدلات التضخم المتوقعة.

ومن هنا يمكن الانتقال نحو دراسة أكثر الوسائل ذو جدوى للاستثمار، وهي الاعتماد على المحفظة الاستثمارية، كما سيتم عرضه لاحقاً.

### تعريف المحفظة الاستثمارية

عرفها كل من (Brown & Reilly, 2002) بأنها مجموعة من الأصول الاستثمارية بمجرد إنشاء المحفظة يتم تحديثها، أو إعادة توازنها عن طريق بيع الأوراق المالية الحالية، واستخدام العوائد لشراء أسهم أخرى، أو زيادتها من خلال أموال إضافية، أو تقليل حجم المحفظة حسب رغبة المستثمر.

ويرى (التميمي، ٢٠٠٧) إن محفظة الاستثمار هي عبارة عن أداة من أدوات الاستثمار المركبة المكونة من ورقتين على الأقل، وتختلف من حيث النوع (أسهم عادية، أسهم ممتازة، سندات، أي أوراق مالية) وللحكم عليها نحتكم إلى عنصرين وهما: العائد، والمخاطر لمعرفة جودة المحفظة.

فقد عرفها (شبير، ٢٠١٥) أنها عبارة عن أداة يمكن من خلالها الاستثمار في مجموعة متنوعة من الأصول سواء كانت أصول مالية، أو أصول حقيقية بهدف تقليل المخاطر وتحقيق أرباح رأسمالية، وإيرادية تنتج من الاستثمار في تلك الأصول، كما أشار إن المحفظة المثلى هي المحفظة التي تكون من مجموعة من الأصول التي ينتج عنها عائد معدل بالمخاطرة يفوق عائد محفظة السوق، أو عائد المحافظ البديلة.

وأشارت (عقيلة، ٢٠١٨) لتعريف محفظة الأوراق المالية بأنها مزيج من الأوراق المالية التي يتم اختيارها بعناية، ودقة لتحقيق أعلى عائد ممكن في ظل مستوى معين من الخطر، أو تحقيق درجة خطر في ظل مستوى معين من العائد.

وتستخلص الباحثة مما سبق أنه يمكن تعريف المحفظة الاستثمارية على أنها: هي مجموعة من الأصول سواء كانت من نوع واحد، أو أنواع متعددة طبقاً لاختلاف طبيعة الأصل نفسه، أما إن يكون حقيقياً

أو مالياً، ويتم تكوين المحفظة الاستثمارية عن طريق تجميع أكثر من ورقتين، أو أصلين بشكل عام، وتبنى طبقاً لسياسة سواء كانت هجومية، أو دفاعية، أو متوازنة بهدف تحقيق أعلى عائد، وأقل مخاطرة.

وبعد العرض السابق لمفهوم المحفظة الاستثمارية يتطلب هذا ضرورة معرفة أنواع الأصول التي تشملها المحافظ الاستثمارية.

### ما هي أنواع الأصول؟ أو مكونات المحفظة الاستثمارية

يتم تحديد الثروة المالية للمجتمع في نهاية المطاف من خلال السلع، والخدمات التي تم تقديمها بالاعتماد على الأصول الحقيقية للاقتصاد مثل: الأراضي، والمباني، والمعدات، وهناك نوع آخر من الأصول وهو الأصول المالية فهي وسيلة يتم استخدامها في الاقتصاديات المتقدمة لطرح المطالب على الأصول الحقيقية، أو يمكن القول أنها عبارة عن وسيلة لجذب الأصول المالية.

مثال: إذا لم تمتلك مصنعاً خاص بالسيارات (أصل حقيقي) ولكنك تريد الاستثمار في هذه الصناعة يمكنك شراء (أصول مالية) في هيئة أسهم، أو سندات مثلاً: يقوم مصنع السيارات بطرحها لتسهيل عملية تمويله، وبهذه الطريقة يمكن أن تستثمر ويكون لك دخل من صناعة السيارات، أما إن يكون في صورة فائدة، أو في صورة توزيعات أرباح، إلا أنه يجب التنويه إن عوائد المستثمرين بشكل عام تأتي من الأصول الحقيقية، والمالية (Brown & Reilly, 2002).

كما تمت الإشارة إلى أنواع الأصول بشكل عام في الدراسات التالية (القاضي، ٢٠١٦. شبير، ٢٠١٥. الشعراني، 2015. Brown & Reilly, 2002).

المحافظ ذات الأصول المختلطة	أصول مالية محافظ ذات أصول مالية	أصول مادية محافظ ذات الأصول الحقيقية
وهي التي تجمع بين الأصول الحقيقية، والأصول المالية. وهي النوع الأكثر انتشاراً.	هي عبارة عن أوراق مالية ذات عائد ثابت، أو متغير مثل: الأسهم، والسندات. -تتسم بتمثلها بشكل نسبي في تحريك الأسعار. -ارتفاع مخاطرها.	وهي الأصول الحقيقية الملموسة مثل: الاستثمار في العقارات، والمعادن، والسلع. -وتتميز بانخفاض سيولتها. -حاجتها لخبرات متنوعة لعدم تجانسها. -وجود تكلفة تخزين لها. -وجود تكلفة نقل لها. -وجود تكلفة تحويل لها.

وترى الباحثة، طبقاً لما تم عرضه في الدراسات السابقة من تصنيف لأصول المحفظة الاستثمارية، أن هناك علاقة تبادلية بين الأصول الحقيقية، والأصول المالية، فالأصول المالية تدعم، وتساهم في زيادة وتطوير، وتوسيع نطاق الاستثمار في الأصول الحقيقية، ومن جهة أخرى فإن الأصول الحقيقية تزيد، وتكون بمثابة ضامن للأصول المالية، وتعزز من موقف الشركة عند طلب تمويل من المستثمرين .

ولكن أكثر قرار يواجه المستثمرين المحترفين القادرين على الاختيار هو تحديد نوع المحفظة الاستثمارية، أما المستثمرين غير المحترفين يكون هذا القرار معتمداً على أشخاص أخرى، ويتم اتخاذه طبقاً لمدى قبول المستثمر لتحمل المخاطرة ومقدار ما يتطلع إليه من عائد .

لذلك يتوجب عرض ما آلت إليه الدراسات السابقة بشأن ما يتعلق بأنواع المحافظ الاستثمارية من وجهة نظر العديد من الباحثين .

### أنواع المحافظ الاستثمارية

يمكن تقسيم المحافظ حسب العديد من التقسيمات تبعاً لوجهات نظر الباحثين كما يلي :

من حيث الأهداف التي يسعى إليها المستثمر :

١ . محفظة الدخل ( العائد ) **Income Funds** : الهدف من هذه المحافظ هو محاولة تحقيق أعلى

معدل للعوائد سواء كانت طبيعية، ومتعارف عليها، أو من فرق الأسعار، وهنا يجب اختيار الورقة التي ستدر أعلى عائد من الممكن التركيز على اقتناء السندات ذات أعلى فائدة، والأسهم ذات توزيعات الأرباح العالية فتهدف إلى تحقيق دخل شهري ثابت .

٢ . محافظ الربح ( النمو ) **Growth Funds** : هدفها الحفاظ على معدل النمو، والعائد أيضاً، وغالباً

تكون مكونة من الأوراق المالية للشركات ذات المركز المالي الجيد والسمعة الجيدة .

٣ . محافظ مشتركة ( متنوعة ) **growth and income funds** : هي مزيج بين الأدوات مرتفعة،

ومنخفضة المخاطر بهدف الحصول على إيرادات جارية، ورأسمالية في نفس الوقت، ويفضلها قطاع عريض من المستثمرين .

٤ . محافظ السندات ذات المردود المرتفع **High yield bond funds** : تركز على الاستثمار في

السندات ذات المخاطر المرتفعة أملاً في الحصول على عائد مرتفع .

٥ . المحافظ العالمية **Global Funds** : وهي أما إن تستثمر في الأسهم التي يتم تداولها، أو صناديق الأسهم العالمية، أو السندات، أو صناديق السندات العالمية، بهدف تنويع مخاطر الاستثمار لكنها تضيف مخاطر سعر الصرف .

٦ . مخاطر سوق النقد **Money Market Funds** : تتميز باستثماراتها في الأوراق المالية قصيرة الأجل مثل : أذونات الخزانة، وشهادات الإيداع، والأوراق التجارية لتوفير أكبر قدر من السيولة، والحفاظ على رأس المال لكن العائد المتوقع منها منخفض .

إلا إن هناك وجهة نظر تؤيدها الباحثة : فقد أشار ( الحمداني، ٢٠١٣ ) أنه عادة ما يتم الاستحواذ على الأصول المالية من قبل المستثمرين على شكل محافظ استثمارية متنوعة بدلاً من التركيز على أصل واحد فقط، وهو ما ترتب عليه انخفاض أهمية نقص سعر سهم ما بالمحفظة مقارنة بالناتج الكلي للمحفظة، والعائد النهائي .

### يمكن تقسيم المحافظ حسب مالك المحفظة أيضاً إلي :

١ . محافظ عامة ( محافظ المؤسسات ) : هي محافظ استثمارية يتم طرحها للاكتتاب بشكل عام يمتلكها المساهم، ويكون له الحق في الإدارة بمقدار ما يمتلكه من أسهم، ويتم تكوينها من أدوات استثمارية متنوعة كالأسهم الممتازة، والعادية، والسندات، وشهادات الإيداع، والمعادن .

٢ . المحافظ الخاصة ( محافظ العملاء ) : يتم تشكيلها بناءً على المستثمر، ويكون دور مدير المحفظة دور تنفيذي .

٣ . صناديق التقاعد : هي عبارة عن محفظة مكونة من تشكيلة من الأوراق المالية مصدرها يكون مساهمين من أصحاب الأعمال عن طريق نسبة من ربح الشركة، أو نسبة من أجور العاملين .

### يمكن تقسيم المحافظ حسب الشركة إلي :

١ . المحافظ المقفلة أو المغلقة **Closed end investment companies** : يكتسب هذا النوع من المحافظ للشركات هذا الاسم نتيجة لثبات رأسماله بعد الاكتتاب فيه فلا يجوز للإدارة، أو للشركة عموماً أن تطرح حصصاً، أو أسهماً بهدف زيادة رأس المال، ولا يجوز أيضاً تخفيضه حيث لا يصرح للمساهمين الانسحاب إلا في حالة التصفية .

٢ . المحافظ المفتوحة **Open end investment companies** : اكتسب هذا النوع من المحافظ للشركات هذا الاسم لأنه متاح من الجانبين أي أنه يمكن زيادة، أو تخفيض رأس المال . كما يتيح للمساهمين الانسحاب في أي وقت بعد تاريخ الاكتتاب الأولى .

يمكن تقسيم المحافظ من حيث المحافظ المالية بناءً على الأدوات الاستثمارية إلى :

١ . محافظ الأدوات المالية: مثل الأسهم، والسندات، وشهادات الإيداع، والقروض، وباقي الأوراق المالية من أنواعها ما يلي :

- **محافظ الأسهم** : تحتوي على مجموعة من أسهم الشركات يتم اقتناؤها حسب مخاطر كل سهم القرار يرجع إلى المستثمر.

- **محافظ السندات** : وهي السندات الصادرة عن الشركات، أو الحكومة .

- **محافظ مختلطة** : تشمل تشكيلة من الأسهم العادية، الممتازة، وأوراق مالية أخرى مثل السندات .

- **محافظ الأوراق المستحدثة** : مثل حقوق السحب الخاصة، والمشتقات المالية .

- **محافظ المعادن الثمينة** : تشكل أساساً من الذهب، والفضة . ونظراً للمنافسة الشديدة في سوق الذهب، والفضة فإن أسعار الفائدة عليها تكون منخفضة، وتتمس بدرجة عالية من السيولة وتحقيق مكاسب رأسمالية مرتفعة .

٢ . محافظ العملات الأجنبية :

- **المحفظة النقدية** : مجموعة من ودائع وشهادات إيداع بالعملات الأجنبية .

- **المحفظة المركبة** : مجموعة من العملات الأجنبية مستثمرة في أوراق نقدية، ومالية متنوعة بالعملتين الأجنبية كالاستثمار بالدولار، واليورو، أو مزيج من العملات .

واستكمالاً للعرض السابق، فقد أشارت دراسات متعددة إلى افتراضات، وبديهيات التمويل الحديث، وناقش الباحثين تحديداً ٤ افتراضات بشكل شائع كما سيتم توضيحه .

**افتراضات وبديهيات التمويل الحديث**

تتمثل افتراضات التمويل الحديث في أربعة فروض أساسية كما أشار إليها (Bossaerts,2016) كما يلي:

### تنافسية أسواق المال:

معظم الأسواق المالية هي أسواق تنافسية فالمنافسين في الأسواق المالية سواء كانوا (أفراد / شركات) يتعاملون مع الأسعار كما هي دون تغيير.

مثال: على ذلك بفرض إن السعر الحالي لعقد بقيمة ١ دولار سيتم بيعه لمستثمر ما هو ٠.٩٠ هذا السعر ثابت، حتى إذا تم بيع مليون عقد لمستثمر آخر فإن ما سيتم تحصيله  $900000 = 0.90 \times 1000000$

### مبدأ إضافة القيمة Value Additivity:

يقصد به أن سعر مجموعة من العقود المالية يساوي مجموع أسعار العقد الواحد  $X$  الكمية

مثال: إذا كان هناك سندات خزانة قيمتها الاسمية ١٠٠٠ ج، ومعدل العائد ٨٪ سنوياً، يدفع كل ٦ شهور، وتاريخ استحقاقها سنة واحدة. فإن ذلك يعني أن هناك عقدين مالين الأول يقضي بحصول المستثمر على (٤٠ ج / وحدة) بعد ٦ شهور، والثاني (١٠٤٠ ج / وحدة) في نهاية السنة.

وإذا كان سعر العقد الأول  $P1 = 0.95$ ، وسعر العقد الثاني  $P2 = 0.90$ ، فإن القيمة الحالية لسندات الخزانة تبلغ:  $974 = 1040 \times 0.90 + 40$

وبالتالي فإن قيمة العقد المالي بالكامل ٩٧٤ تساوي مجموع كل عقد على حده، ولا يمكن انتهاك مبدأ Value Additivity بمعنى أنه لا يمكن أن يقوم المستثمر بشراء السند بأقل من هذه القيمة، حتى ولو قام بشراء عدد كبير من هذه السندات؛ حيث في هذه الحالة ستكون قيمة المحفظة، أو العقد المالي بالكامل أكبر من مجموع مكوناتها.

### افتراض عدم وجود سلوك المراجعة No-Arbitrage Assumption:

سلوك المراجعة: هو ذلك السلوك الذي يلجأ خلاله بعض المشاركين في السوق إلى تحقيق الاستفادة من فروق الأسعار القائمة بين أوراق مالية متجانسة، تحقق نفس التدفقات النقدية.

لذا، فإن افتراض عدم وجود سلوك المراجعة يقتضى بالضرورة عدم قدرة أي من المشاركين في السوق على تحقيق عوائد إضافية عن متوسط العوائد السائدة في السوق دون تحمل مخاطر إضافية. وهو ما يقتضى أن

تكون الأوراق المالية المتجانسة في خصائصها، ومخاطرها، وعوائدها، مسعرة بذات السعر، سواء داخل السوق الواحدة، أو بين الأسواق .

### افتراض كفاءة أسواق المال :

يقصد بالسوق الكفاء أن الأسعار في الأسواق المالية: تعكس معتقدات المستثمرين حول المستقبل بطريقة غير متحيزة، كما أنها تعكس جميع المعلومات في الأسواق المالية، وبالتالي فإن الأخبار السيئة (Bad news) لن تكون مفاجئة للمشاركين في السوق لأنهم على دراية تامة بأنها سوف تحدث ولكنهم فقط لا يعرفون توقيت حدوثها .

القيمة السوقية للأسهم (Market Price) تساوي القيمة الحقيقية لها، أي أن الأسهم ليست مقيمة بأقل، أو بأعلى من قيمتها .

ولن يتمكن المستثمرون من تحقيق أرباح، أو عوائد غير عادية، لأن جميع المعلومات متاحة للمستثمرين (لا يوجد عدم تماثل معلومات) .

### أهداف المحافظ الاستثمارية

الحفاظ على رأس المال الأصلي من المخاطر عن طريق تنويع الأوراق المالية، وكذلك الحفاظ على قدر من السيولة فعلى سبيل المثال: إن اختيار نوع من السندات التي تدر عائد ثابت يضمن وجود عائد مستمر، وأيضاً اختيار أوراق ذات نمو محتمل مستقبلاً .

### أهمية المحافظ الاستثمارية

تكمن أهمية المحافظ الاستثمارية في العديد من الأسباب يذكر منها ما يلي: (القاضي، ٢٠١٦ . شبير، ٢٠١٥)

- ١ . وجود فائض مالي لدى المنظمات، أو الأفراد .
- ٢ . الحاجة إلى توسع نشاط المنظمات، والأفراد .
- ٣ . وجود تنوع في الأدوات الاستثمارية المتاحة بعد انتشار العولمة، والانفتاح الاقتصادي والتطور التكنولوجي .
- ٤ . شيوع مبدأ الفرصة البديلة، والعمل على استغلال رأس المال الفائض أفضل استغلال أمثل .



٥ . وجود شركات ذات طبيعة خاصة تتعامل بالأموال مما ينتج عنه وجود سيولة عالية لديها كشرركات التأمين مما دفعها نحو التوجه للاستثمار .

### مهام إدارة المحافظ الاستثمارية

- ١ . تحديد أنواع الأصول الاستثمارية، وتحديد وزن كل منها .
- ٢ . تعزيز قيمة الأصول، والحفاظ على الربحية .
- ٣ . توفير أقصى حد من الأمان عن طريق الجمع بين العقلانية، والتحوط، والقدرة على تنويع الاستثمارات .
- ٤ . تحديد السياسة المناسبة للتعامل مع ظروف السوق .

### بناء المحفظة الاستثمارية المثلى

يوجد مجموعة من القواعد يتمثل أهمها في :

- ١ . إن المستثمر يقوم باختيار المحفظة ذات أقل درجة مخاطرة بين المحافظ في حالة وجود نفس العائد .
  - ٢ . إن المستثمر يختار المحفظة ذات أعلى عائد إذا كانت درجة المخاطرة مساوية بين محفظتين .
  - ٣ . إذا عرض على المستثمر محفظتين الأولى ذات عائد عالٍ أكثر من الثانية، ومخاطر أقل من الثانية فمنطقي اختيار الأولى .
- لذلك يجب على المستثمر أو مدير المحافظ إن يحدد أولاً منحنى المحافظ المثلى، أو كما يطلق عليه بعض الباحثين المنحنى الكفاء .

### مؤشرات تقييم أداء المحافظ الاستثمارية

هناك العديد من النماذج الرياضية الهادفة إلى اشتقاق مؤشرات لتقييم أداء المحافظ الاستثمارية أهمها :

- ١ . نموذج شارب Sharpe Model : يحسب بقسمة متوسط العائد الإضافي للمحفظة ( علاوة المخاطر) على الانحراف المعياري .
- ٢ . نموذج ترينور Treynor Model : يقوم هذا النموذج على أساس الفصل بين المخاطر المنتظمة وغير المنتظمة حيث يفترض أن المحافظ يتم تنويعها بشكل جيد فهو يركز على المخاطر المنتظمة فقط عن طريق استخدام معامل بيتا كمقياس لمخاطر المحفظة المالية .

٣. نموذج جينسنس **Jensens**: يعرف باسم ألفا يهتم بإيجاد مقدارين هما:

١. الفرق بين متوسط عائد المحفظة ومتوسط العائد على الاستثمار الخالي من المخاطرة وهو ما يسمى العائد الإضافي، أو علاوة مخاطر المحفظة.

ب. يمثل حاصل ضرب معامل بيتا في الفرق بين متوسط عائد المحفظة ومتوسط معدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطرة، والتي يمكن أن تسمى علاوة خطر السوق. (القاضي، ٢٠١٦).

### فروض نظرية المحفظة الاستثمارية

تتمثل فروض نظرية المحفظة الاستثمارية كما أشار إليها (الشعراني، ٢٠١٥) في خمسة افتراضات أساسية وهما:

١. ينظر المستثمر لكل بديل استثماري من نظرة التوزيع الاحتمالي للعائد المتوقع خلال فترة زمنية معينة.

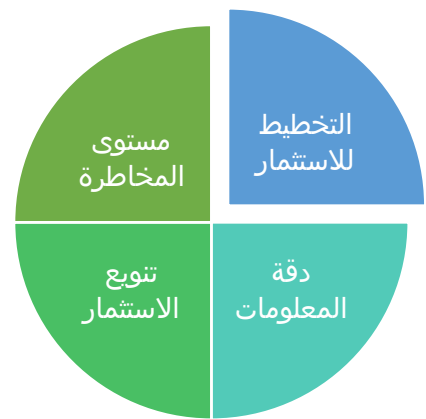
٢. يهدف المستثمر لتعظيم المنفعة.

٣. ينظر المستثمر للمخاطر على أنها تحدث تقلبات في العائد المتوقع.

٤. يبني المستثمر قراراته على متغيرين رئيسيين هما العائد، والمخاطرة.

٥. جميع المستثمرين يكرهون المخاطرة.

### المتطلبات الأساسية للاستثمار في المحافظ



### سياسات تكوين المحافظ الاستثمارية

١ . **السياسة الهجومية** : غالباً يلجأ إليها المستثمر المضارب مستهدفاً لتحقيق أعلى عائد فهو يعطى الأفضلية للربح على حساب الأمان، ويسمى هذا النوع من المحافظ المختلطة، أو محافظ رأس المال. وغالباً يتم تكوينها بنسبة ٨٠٪-٩٠٪ من الأسهم العادية، ويطلق عليها البعض الاستراتيجية النشطة، أو **Active Strategy**.

٢ . **السياسة الدفاعية** : يلجأ إليها المستثمرين المستهدفين تكوين دخل ثابت، ومستمر، وتميل إلى الاستحواذ على أدوات استثمارية كالسندات طويلة الأجل، والعقارات والأسهم الممتازة بعيداً عن التقلبات السعرية، وتوفير دخل ثابت، ويطلق عليها البعض الاستراتيجية المتحفظة **Passive Strategy**.

٣ . **السياسة المتوازنة** : هي نوع من السياسة الهجومية، والسياسة الدفاعية، ويتم تنويع المحفظة بين أدوات استثمارية عالية، ومنخفضة المخاطر ولها دخل شبه ثابت. ويفضل اتباعها في حالة عدم التأكد من الظروف الاقتصادية في البيئة المحيطة ويطلق عليها البعض الاستراتيجية المتوازنة **Balanced Strategy**.

كما أن هناك محددات مالية، وسلوكية لاستبعاد، أو اقتناء الأوراق المالية قد أشارت إليها (عقيلة، ٢٠١٨).

#### المحددات المالية

**مؤشرات اقتصادية** لمعرفة تأثيرها: السياسات المالية، والنقدية على تكوين محافظ الأوراق المالية، معدل النمو الاقتصادي، معدل نمو الاستثمار، معدل الضريبة، سعر الفائدة، سعر الصرف، الوفرة أو العجز بميزانية الحكومة.

**مؤشرات تقييم الصناعة** : طبيعة المنتج التي تقدمه، مصدر المنافسة التي تواجهه، تأثير تصنيف الصناعات، دورة حياة الصناعة، القوانين والتشريعات التي تحكم عمل الصناعة، تأثير الصناعة المملوكة للدولة بالكامل، تأثير الملكية الجزئية للشركة من قبل الدولة.

**مؤشرات تقييم أداء الشركات** : نسب السيولة، نسب النشاط، العائد على الأصول **ROA**، العائد على حقوق المساهمين **ROE**، نسب الربحية / مخاطر النشاط، التقلب في المبيعات، درجة الرفع

المالي (الدين إلى الأصول)، ربحية السهم، عائد السهم العادي، حصة السهم العادي من التوزيعات، مضاعف سعر السهم العادي.

مؤشرات تقييم القوائم المالية: تأثير الميزانية العمومية للشركة، قائمة الدخل، قائمة التدفقات.

### الحددات السلوكية

١. عند اتخاذ القرارات الاستثمارية يتم تحليل المعلومات من المستثمرين، والالتزام بها وعدم الخروج عنها.

٢. يتأثر السلوك الاستثماري بالإطار الذي يتداول بين أفراد المجتمع عن تحليل البيعة الاستثمارية.

٣. من خلال تجربتك بالسوق هناك ردود أفعال من المستثمرين يتناسب مع حجم الأحداث.

٤. عند تكرار عمليات البيع، والشراء الصحيحة يسيطر على المتداول شعور بالثقة الزائدة.

٥. أفضل التعامل في الأسهم التي تحقق عوائد كبيرة، حتى لو كانت نتائج الأعمال خاسرة.

٦. المستثمرين يتأثرون بأفكارهم ونظرتهم الذاتية أكثر من تحليلهم للمعطيات الاستثمارية.

٧. هناك ميل للتسرع في بيع الأسهم التي تحقق أرباح بسرعة.

٨. هناك ميل لدى المستثمرين عندما تهبط أسعار أسهم محفظتهم بالإبقاء على أسهمهم رغم انخفاض أسعارها.

٩. هناك حجب للمعلومات التي تتعارض مع الهدف الاستثماري.

١٠. أفضل انتقاء المعلومات التي تتفق مع الهدف الاستثماري.

١١. الاعتماد على آراء الأصدقاء عند اتخاذ القرار الاستثماري.

## قياس عائد ومخاطر المحفظة

كما أشار إليها (الحمداني، ٢٠١٣)

مخاطر المحفظة الاستثمارية	عائد المحفظة الاستثمارية
<p>يتم قياسه من خلال:</p> <p>1. - الانحراف المعياري للمحفظة.</p> <p>2. - معامل بيتا قياس المخاطر: إن مخاطر السوق لأي سهم يتم قياسها من خلال <math>\beta</math> coefficient الذي يتم تحديده وفق نموذج تسعير الأصول الرأسمالية <math>\text{Capital asset pricing model (CAPM)}</math> ودراسة، وتحديد مدى مساهمة سهم ما في المخاطر الكلية الخاصة بمحفظة استثمارية.</p>	<p>هو عبارة عن المتوسط المرجح لعوائد الأصول المكونة للمحفظة.</p> <p>أسلوب احتساب معدل العائد للمحفظة الاستثمارية</p> <p>1 - قياس معدل عائد مدة الاحتفاظ الشهرية.</p> <p>2 قياس معدل العائد المتوقع لمحفظة السوق.</p>
<p>التباين المشترك ومعامل الارتباط Covariance</p> <p>يعد من المقاييس الأساسية لتحليل مخاطر وعائد المحافظ الاستثمارية إذ أنه يمزج بين تباين عوائد أحد الأسهم وحساسية هذه العوائد لتقلبات عوائد الأسهم الأخرى</p>	

وبشكل عام فقد ناقش كل من (أحمد وعبد، ٢٠١٤) أسباب إدارة المخاطر، وأشاروا أنها رد فعل للظروف المالية، وغير المالية وتنتج بسبب اتجاه الشركات للتمويل بالملكية (مصادر تمويل خارجية) **External Equity** ذات تكلفة عالية، ومخاطر مرتفعة.

كما صنفوا المخاطر للأنواع التالية:

1. المخاطرة النظامية وغير النظامية **Systematic & un systematic** المخاطر النظامية أو مخاطر السوق **Market Risk** تؤثر على عدد كبير من الأصول. ويترتب عليها تغييراً في سلوك المستثمرين بسبب حدوث أحداث غير متوقعة ترتب عليها انخفاض أسعار الأوراق المالية إلى أقل من قيمتها الحقيقية المخاطر المنتظمة تنشأ من عوامل عامة مشتركة ليكون تأثيرها على كل الشركات، ولا يمكن تجنبها بالتنويع.
- المخاطرة غير النظامية أو المخاطرة الخاصة **Specific Risk** تؤثر على مجموعة صغيرة من الأصول، أو شركات معينة، أو بمعنى أوضح عدد محدود من الشركات. ويمكن تفادي المخاطرة اللانظامية بالتنويع باعتبارها مستقلة ناتجة من فشل أنظمة داخلية في شركات معينة.
2. مخاطر القوة الشرائية **Purchasing power risks**: احتمال حدوث انخفاض بالقوة الشرائية الاستثمار في الأوراق ذات الدخل الثابت (السندات) أكثر عرضة لمخاطر القوة الشرائية

- بالمقارنة بالدخل المتغير للأسهم، إن الاستثمار بالأصول الحقيقية **Real Assets** كالمباني، والعقارات أفضل وسيلة لتوفير الحماية من مخاطر انخفاض القوة الشرائية.
٣. مخاطر السيولة **Liquidity risk**: عدم القدرة على الوفاء بالالتزامات الجارية.
٤. المخاطر السياسية **Political risk**: ترتبط بإمكانية توقع السياسات مثال: تغير حكومة الدولة، وزيادة الضرائب.
٥. مخاطر أسعار الصرف **Foreign Exchange Risks**: اختلاف أسعار الصرف وتغيرها.
٦. مخاطر سعر الفائدة **Interest Rate Risks**: نتيجة اختلاف معدلات العائد المتوقعة عن الفعلية ترتبط بشكل عكسي مع الأوراق المالية التي لها معدل عائد ثابت تحديداً.
٧. مخاطر الأعمال **Business Risk** تدهور نتائج أعمال، أو أرباح، أو ظهور منافسين، أو اكتشاف ابتكارات مستحدثة.
٨. مخاطر ائتمانية **Credit Risks**.
٩. مخاطر التخلف عن الوفاء بالدين **DFefault** من قبل المدين مصدر الورقة.

## المراجع

## أولاً: المراجع العربية

١. أحمد، يوسف سعيد، عبده، محدولين محمد، (٢٠١٤). تقليل مخاطر الاستثمارات المالية. مجلة العلوم الادارية والاقتصادية. جامعة عدن كلية الاقتصاد والعلوم الادارية. العدد الرابع عشر. ٧٧-٩٤.
٢. التميمي، ارشد فؤاد مجيد ابراهيم، (٢٠٠٧). تصميم وإدارة محفظة الباسهم العادية للشركات المدرجة بسوق العراق للاوراق المالية دراسة تطبيقية. المجلة العربية للإدارة. المجلد السابع والعشرون. العدد الأول. ٣-٢٤.
٣. الحمدوني، إلياس خضير، (٢٠١٣). فاعلية التنوع في تخفيض مخاطرة المحفظة الاستثمارية دراسة في عينة من الشركات المساهمة المسجلة في سوق عمان لتبادل الأسهم. تنمية الرافدين. جامعة الموصل كلية الإدارة والاقتصاد. ٩-٣٥.
٤. الدسوقي، السيد إبراهيم، (١٩٨٦). توزيع محفظة استثمار قصيرة الأجل في ظل التضخم والتغير في اسعار الصرف. مجلة العلوم الادارية. جامعة الملك سعود كلية العلوم الادارية. المجلد الحادى عشر. العدد الثاني. ٢٨٩-٣٥٦.
٥. السعد، خالد محمد، (١٩٩٦). الاختيار الأمثل للمحافظ الاستثمارية لشركات التأمين الكويتية نموذج كمي. المجلة المصرية للدراسات التجارية. جامعة المنصورة كلية التجارة. المجلد العشرين العدد الرابع. ٦٠٧-٦٧٣.
٦. القاضي، لورين ابراهيم، (٢٠١٦). اثر كفاءة إدارة المحفظة الاستثمارية على ربحية البنوك التجارية دراسة اختبارية على البنوك التجارية الأردنية للفترة من ٢٠١٢-٢٠١٤. رسالة ماجستير. كلية الأعمال جامعة الشرق الأوسط.
٧. شبير، توفيق عوض، (٢٠١٥). بناء محافظ استثمارية باستخدام نماذج تقييم أداء الأسهم دراسة تطبيقية تحليلية مقارنة على اسهم الشركات المدرجة في بورصة فلسطين. رسالة ماجستير. كلية التجارة الجامعة الاسلامية غزة.
٨. الشعراي، بشار، (٢٠١٥). التنبؤ بأداء المحافظ الاستثمارية في سوق دمشق للاوراق المالية (مقارنة مع سوق عمان للاوراق المالية). رسالة ماجستير. كلية الاقتصاد قسم المصارف والتأمين. جامعة دمشق الجمهورية العربية السورية.

٩. صالح، وليد فهمي، (٢٠٠٥). تحليل اداء محافظ الاستثمار وتحديد نسبة الاشتراك في مؤسسة الضمان الاجتماعي في الأردن. المجلة الأردنية في إدارة الأعمال. الجامعة الاردنية عمادة البحث العلمي. المجلد الاول. العدد الأول. ٥٨-٤٤.
١٠. عقيلة، إبراهيم أدمين محمد، (٢٠١٨). محددات تكوين محافظ الأوراق المالية للمستثمر المؤسسي بالتطبيق على البورصة المصرية. المجلة العلمية للدراسات التجارية والبيعية. المجلد التاسع. العدد الأول.
١١. عمار، سنى محمد احمد، (١٩٩٣). دراسة تحليلية للمتغيرات الأساسية لمحفظة التأمينات العامة وتأثيرها على برنامج اعادة التأمين بالتطبيق على التأمين ضد الحريق. المجلة المصرية للدراسات التجارية. جامعة المنصورة كلية التجارة. ٢٤٣-٢١٧.
- ثانياً: المراجع الأجنبية:

12. Bodie, Z., Kane, A., & Marcus, A. J. (2012). Essentials of Investments 9th Edition. McGraw-Hill.
13. Bossaerts, P. (2016). Lectures on Corporate Finance Second edition.
14. Reilly, F. K., & Brown, K. C. (2002). Investment analysis and portfolio management.