

مقدمة

بعد ظهور نظرية المحفظة الحديثة وما تبعه من أبحاث ودراسات حولها أصبحت عملية اتخاذ قرارات الاستثمار ترتبط بشكل وثيق بإدارة المخاطر المختلفة المصاحبة للاستثمار، كما تم تدعيمهما بالعديد من النماذج الرياضية والإحصائية التي تهدف إلى بناء توقعات مستقبلية حول العائد والمخاطر تقلل عدم اليقين وتسهل اتخاذ القرارات، ولعل أبرزها علاقة تم ربطها مع عالم المال والأعمال كانت مع علم الإحصاء والاحتمالات، فمن خلالها يتم الاعتماد على المعلومات والبيانات التاريخية لمختلف الأدوات المالية والاستثمارية من أجل رسم صورة لقيمتها المستقبلية. وكان هناك بعض الجدل حول جدوى الاعتماد على المعلومات والبيانات التاريخية لبناء صورة مستقبلية، وهي العملية التي ينظر لها البعض على أنها محاكاة خاطئة لألعاب الحظ والقمار، باعتبار أن نتائج هذه الأخيرة معروفة مسبقاً بدقة تامة وحساب توقعاتها منطقي جداً، بينما تخضع المعلومات والبيانات التاريخية لحركة الأسواق المالية ومن خلالها الأوراق المتداولة فيها إلى تأثيرات مختلفة كالأفعال والسلوكيات البشرية أو حتى الأحداث العشوائية، ما يجعل نتائجها المستقبلية غير معروفة بدقة بل ومجهولة في كثير من الأحيان، وبالتالي فإن من العبث النظر إلى التاريخ على أنه يعيد نفسه، والا كيف تبرر الالتهيارات والأزمات التي تلحق الأسواق المالية لأسباب كثيرة ما تختلف عبر الزمن. ورغم ما ذكرناه إلا أن العديد من التجارب والدراسات أثبتت نجاعة تلك النماذج في التوقع بالنتائج التي يمكن أن تحدث في المستقبل، ونجحت في شرح كثير من المسارات المستقبلية بناء على بيانات تاريخية. وهو ما جعل المستثمرين ومن خلالهم المدراء الماليين يعتمدون على النظريات الحديثة التي تناولت المحفظة المالية، وما يرتبط بها من دراسة العائد وإدارة المخاطر، وهو ما سنحاول التطرق إليه في هذا المقياس.

الفصل الأول الإطار النظري للاستثمار في المحفظة المالية

إدارة المحافظ هي مزيج من الفن والعلم يساعد في اتخاذ القرارات المتعلقة بالاستثمار، بما يضمن تحقيق الأهداف المرجوة، من خلال تخصيص الأموال في أصول (مختلف الأوراق المالية والأصول الأخرى) يميزها التناسق بين المخاطر والعائد المقابل، ما يعني أنها عملية تتطلب إدارة مجموعة واسعة من المعلومات المتاحة وتحويلها إلى استثمارات ناجحة في محفظة تحقق رغبات واحتياجات الجهة المستثمرة، وهي عملية ليس سهلة، خاصة أن هناك الكثير من التفاصيل التي لا بد من أخذها بعين الاعتبار، وسنحاول في هذا الفصل التطرق إلى المفاهيم المتعلقة بالاستثمار والمحفظة المالية وخصائصها وأنواعها.

أولا مفهوم الاستثمار

يرتبط مصطلح "الاستثمار" بأنشطة مختلفة، هدفها المشترك هو "توظيف" الأموال (النقود، أصول مملوكة فعلا، قروض ومدخرات) خلال فترة زمنية لتنمية ثروة المستثمر، وهو يعني التخلي عن الاستهلاك اليوم والتوجه الى الاستثمار أملا في زيادة حجم الاستهلاك المستقبلي بزيادة الثروة.

يقوم الناس خلال مختلف فترات بكسب وإنفاق المال، ونادراً ما يتساوى دخلهم النقدي الحالي مع رغبتهم الاستهلاكية تماما، ففي بعض الأوقات قد يكون لديهم أموال أكثر مما يريدون إنفاقه، وفي أوقات أخرى قد يرغبون في الشراء بأكثر مما يمكنهم دفعه، وهذه الاختلالات تؤدي إلى قيامهم إما بالاقتراض أو الادخار لتعظيم منافعهم. عندما يتجاوز الدخل الحالي رغبات الاستهلاك الحالي، يميل الناس إلى حفظ الفائض. يمكنهم القيام بأي من هذه الأشياء مع هذه المدخرات. أحد الاحتمالات هو وضع المال تحت مرتبة أو دفنه في الفناء الخلفي حتى بعض الوقت المستقبلي عندما تتجاوز رغبات الاستهلاك الدخل الحالي. عندما يستردون مدخراتهم من المرتبة أو الفناء الخلفي، يكون لديهم نفس المبلغ الذي ادخروه.

إن المنفعة الحدية المضحى بها من خلال استهلاك أقل (بقليل) اليوم وشراء المزيد من الأصول يجب أن تعادل المنفعة الحدية المتحصل عليها من استهلاك المزيد من عوائد الأصول في المستقبل.

يعرف بنيامين جراهام *Benjamin Graham* (والد قيمة الاستثمار) الاستثمار بأنه: "عملية الاستثمار هي العملية التي -بناءً على تحليل شامل- تعد بسلامة رأس المال وعائد مرضي، والعمليات التي لا تلي هذه المتطلبات هي مضاربة"¹.

وفقاً لجراهام، يتكون الاستثمار بشكل متساوٍ من ثلاثة عناصر:

1. يجب عليك إجراء تحليل أساسي شامل للشركة وتدقق في سلامة أعمالها قبل أن تشتري أسهمها؛
2. يجب أن تحمي نفسك بتروحي من الخسائر الجسيمة؛
3. يجب أن تطمح إلى أداء "ملائم *adequate*" وليس استثنائي *extraordinary*.

ويقترن الاستثمار بالمفاهيم التالية:

- المدة: الإيرادات المنتظرة تمتد في الزمن.
- المردودية: قبول استبدال مبلغ حاضر بسلسلة من الإيرادات يفترض أن مجموعها يفوق المبلغ الأولي المنفق.
- الخطر: الإيرادات ومبلغ الزيادة ما هي إلا أمل وليست أمراً مؤكداً، فهناك خطر عدم تحقق هذه الزيادات، بل خطر عدم تغطية الإيرادات المنتظرة للمبلغ المنفق ابتدائياً.

¹ B. Graham, D.L. Dodd, *Security analysis*, Sixth Edition, The McGraw-Hill Companies, States, 2009, p 106.

إن الحديث عن الاستثمار يقودونا إلى الحديث عن أنواع المستثمرين والذي يرتبط هو الآخر بطريقة تعاملهم مع الخطر، حيث يختلف لدى كل مستثمر مستوى الخطر الذي يكون على استعداد لتحمله مقابل الحصول على العائد، مما يضعنا أمام ثلاث أنواع من المستثمرين، مستثمر حذر ومستثمر مغامر ومستثمر محايد.

1. مستثمر حذر: هو الذي ينفر من المخاطرة، ودائماً ما يفضل في قراراته تحمل المخاطر الأقل على المخاطر الأكبر عندما تكون بقية العناصر المتعلقة بالاستثمار متساوية، ولا يقبل أي مخاطر إضافية إلا إذا حصل على تعويض مقابلها، وهو كمستثمر عقلاني (يعتبر رشيد) عندما يزداد العائد المتوقع الإضافي لتحمل مخاطرة إضافية (متساوية) يلجأ إلى "التنويع" اتباعاً لمبدأ السلامة، فيتجنب الاستثمار (أو الادخار) في شكل واحد بل يخصص مدخراته بما يؤدي لإنشاء محفظة تسمح بتقليل فرصة وقوع المخاطر قدر الإمكان.

2. مستثمر مغامر (متهور *plunger*): وهو محب للمخاطرة ويسعى وراءها حتى عندما يتوقع انخفاض العائد الإضافي لتحمل مخاطر إضافية (متساوية)، ودائماً ما يفضل في قراراته تحمل المخاطر الأكبر إذا قابلها عائد مهما كان ضئيلاً عندما تكون بقية العناصر المتعلقة بالاستثمار متساوية، فقرارته تتسم بالجرأة التي تتجلى في المخاطرة بنسبة كبيرة من رأس المال في استثمار (صفقة) واحد ما يرفع من فرصة وقوع المخاطر.

3. مستثمر محايد: يأخذ موقفاً وسطاً بين النفور من المخاطرة والسعي إليها، فهو لا يبالي بالمخاطر ولا تؤثر على قراراته المتخذة، أي لا يفكر وفقاً لمستواها كما لا يسعى لتجنبها ولا لتحمل المزيد منها. أغلب النظريات المالية تفترض بشكل عام أن المستثمرين لا يبحثون عن المخاطر وليسوا محايدين لها، إلا أن الواقع يثبت وجود المستثمرين ذوو نزعة البحث عن المخاطر، بل إن السلوك البشري يثبت أكثر من ذلك من خلال أشخاص يقبلون عائداً سلبياً متوقعاً في مقابل إثارة المخاطر المالية مثل لاعبو اليانصيب أو المقامرة في الكازينوهات. كما أن البعض يفرق بين المستثمر والمضارب، فيخرج بذلك المضارب كنوع مختلف نظراً لبعض الفروقات بينه وبين المستثمر، وبشكل عام تختلف خصائص المستثمر عن المضارب على النحو التالي:

الفرق بين خصائص المستثمر والمضارب

المستثمر <i>Investor</i>	المضارب <i>Speculator</i>	
أفق تخطيط أطول نسبياً، تكون فترة تملك أداة الاستثمار عادة سنة واحدة على الأقل.	أفق تخطيط قصير جداً، تكون فترة تملك أداة الاستثمار بضعة أيام أو بضعة أشهر.	أفق التخطيط Planning horizon
عادة لا يتحمل أكثر من المخاطر المعتدلة، نادراً ما يقبل عن علم مخاطر عالية.	عادة ما يكون على استعداد لتحمل مخاطر عالية.	الميل للمخاطرة Risk disposition
يسعى عادة إلى معدل عائد متواضع يتناسب مع المخاطر المحدودة التي يتحملها.	يبحث عن معدل عائد مرتفع مقابل المخاطرة العالية التي يتحملها.	تطلعات العائد Return expectation
يولي أهمية أكبر للعوامل الأساسية ويحاول إجراء تقييم دقيق لآفاق المؤسسة.	يعتمد بشكل أكبر على الإشاعات والرسوم البيانية الفنية وعلم نفس السوق.	أساس اتخاذ القرارات Basis for decisions
عادة ما يستخدم أمواله الخاصة ويتجنب الأموال المقرضة.	عادة ما يلجأ إلى الاقتراض (يمكن أن يكون مبالغ كبيرة جداً) لدعم موارده الشخصية.	الرافعة المالية Leverage

Source: (Chandra, 2012, p. 4).

ثانياً مفهوم المحفظة المالية

قبل التطرق الى المحفظة المالية لا بد من الحديث عن المحفظة الاستثمارية (*Investment Portfolio*) والتي تعني مجموعة متعددة من الأصول قد تكون أصولاً حقيقية (ذهب، عقارات، مصانع، سيارات، منزل، وما إلى ذلك) وقد تكون أصولاً مالية (ودائع بنكية، وسندات، وأسهم، مشتقات وما إلى ذلك)، قد يتم تكوين المحفظة من خلال سلسلة من القرارات العشوائية أو قد يتم ذلك من خلال تخطيط مدروس ودقيق، وتتميز كل محفظة استثمارية بعنصرين الأول **مكوناتها** والثاني **أوزان مكوناتها**.

أ- المكونات: ويقصد بها الأصول التي تتكون منها المحافظ الاستثمارية، وتكون عادة من العناصر التالية:

1. أصول حقيقية *Real assets*: وهي أصول مادية لها قيمة جوهرية بسبب جوهرها وخصائصها، وهي أصول ملموسة مثل العقارات والأراضي والمشاريع والسلع والمعادن النفيسة (الذهب والفضة)، وتتميز بانخفاض درجة سيولتها وحاجتها إلى خبرات متنوعة لعدم تجانسها وتحمل تكلفة التخزين أو النقل أو التحويل، غالباً ما تتحرك في اتجاهات معاكسة للأصول المالية.

2. أصول مالية *financial assets*: وهي عبارة عن الأوراق المالية التي تمنح حاملها 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 عنه، وتتميز بتمائلها النسبي في طريقة تحرك الأسعار وطبيعة الأرباح التي تحققها، كما تتميز بارتفاع مخاطرها نتيجة البيئة التي تتعامل بها.

فالمحفظة الاستثمارية تمتاز باختلاف أصولها من حيث النوع والجودة، فمن حيث النوع يمكن أن تحتوي على أصول حقيقية (الأصول التي لها قيمة اقتصادية ملموسة مثل العقارات والذهب والفضة والمشاريع الاقتصادية)، وعلى أصول مالية (الأسهم والسندات، وسندات الخزانة)، أما من حيث الجودة فيمكن أن تحتوي على أصول منخفضة العوائد لكنها منخفضة المخاطر، وأخرى مرتفعة المخاطر مرتفعة العوائد.



الشكل رقم (1) مكونات المحفظة الاستثمارية

مفهوم المحفظة المالية:

يقصد بها المحافظ الاستثمارية التي كل مكوناتها هي أصول مالية وليس فيها أية أصول حقيقية.

ب- أوزان مكونات المحفظة: يمثل وزن المكون w_i نسبة الميزانية المستثمرة في الأصل i إلى إجمالي الميزانية المستثمرة في كل الأصول (المحفظة)، حيث:

$$w_i = \{w_1, w_2, w_3, \dots, w_n\}$$

$$\sum_{i=1}^n w_i = w_1 + w_2 + w_3 + \dots + w_n = 1$$

$$w_i = \frac{N_i P_i}{N_1 P_1 + N_2 P_2 + N_3 P_3 + \dots + N_n P_n} / i = 1 \dots n$$

N_i هو عدد الأوراق من الأصل i .

P_i هو سعر الأصل i .

• مثال:

إذا كانت ميزانية استثمارك الخاص تبلغ 1.000.000 دينار جزائري، مقسمة على ثلاثة أصول (أسهم): 200 سهم من الأسهم أ، و 1000 سهم من الأسهم ب، و 750 سهماً من الأسهم ج، أسعارها على التوالي 500 دج، 600 دج، 400 دج لكل سهم.

حينها ستكون أوزان محفظتك ملخصة في الجدول التالي:

السهم i	عدد الأسهم N_i	سعر السهم P_i	المبلغ المستثمر في السهم $N_i P_i$	وزن السهم في المحفظة w_i
أ	200	500 دج	100,000 دج	10%
ب	1,000	600 دج	600,000 دج	60%
ج	750	400 دج	300,000 دج	30%
المجموع			1,000,000 دج	100%

ثالثاً أنواع المحافظ المالية

يمكن تقسيم المحافظ إلى العديد من الأنواع، وطبعاً تختلف باختلاف المعيار المعتمد في التصنيف، وسنحاول توضيح

تلك المعايير والأنواع فيما يلي:

أ- من حيث الأهداف:

الخطوة الأولى في إدارة المحافظ المالية هي وضع الأهداف الرئيسية التي يسعى المستثمر إلى تحقيقها، وبالتالي يمكن أن

تصنف المحافظ إلى أنواع حسب هذه الأهداف ومنها:

1. محفظة هجومية Aggressive Portfolio: تسمى أيضا محفظة النمو (*growth portfolio*) وتهدف إلى تعزيز النمو من خلال تحمل مخاطر أكبر، لأن البحث عن الاستثمارات التي تتميز بالنمو (لها عوائد محتملة مرتفعة) يتطلب قبول المخاطر المحتملة المرتبطة بها والتي ستكون مرتفعة أيضا، وهي عادة ما تتجلى في الشركات الصغيرة والفتية التي تتمتع بإمكانيات أكبر للنمو مقارنة بالشركات الكبيرة، أو الاستثمار في القطاعات والصناعات النامية مثل صناعة التكنولوجيا، لأنها تحقق عوائد رأسمالية تؤدي إلى نمو أموال المحفظة وزيادتها، وتعتمد هذه المحفظة على أوراق مالية مثل سندات المضاربة (*speculative-grade bond*) وهي سندات منخفضة التصنيف وعالية المخاطر، أو الأسهم العادية الحساسة للدورة الاقتصادية، لذلك تعد إدارة المخاطر أمراً بالغ الأهمية ومفتاح النجاح عند إنشاء محفظة هجومية، من أجل الحفاظ على الحسائر عند الحد الأدنى وجني الأرباح.

2. محفظة دفاعية Defensive Portfolio: تسمى أيضا محفظة الدخل (*income portfolio*) وتهدف إلى تأمين دخل منتظم من استثمارات آمنة نوعاً ما (عائد ثابت منخفض بدل عائد رأسمالي)، تعتمد هذه المحفظة على الأوراق المالية التي تعطي عائداً (دخلاً) سنوياً ثابتاً سواء أكان مصدره توزيعات الأرباح أو الفوائد، عادة ما تتجلى في شهادات الإيداع (*certificates of deposit*) أو السندات عالية التصنيف (*investment grade bond*) مثل السندات الحكومية المصنفة AAA، أو الأسهم الدفاعية، وهي أسهم تعمل بشكل جيد سواء في الأوقات السيئة أو الأوقات الجيدة، لضعف حساسيتها لدورات الاقتصادية، وهي تخص الشركات التي تصنع منتجات ضرورية للحياة اليومية، ويفضل المستثمرون المتحفظون تكوين مثل هذه المحافظ.

3. المحفظة المتوازنة balanced portfolio : تسمى أيضا المحفظة المختلطة (*growth-income portfolio*) تسعى إلى تحقيق التوازن بين الحفاظ على رأس المال مع دخل ثابت وتعزيز النمو، أي أنها تهدف إلى تأمين رأس المال مع دخل منتظم، وفي نفس الوقت التركيز على بعض الأوراق التي تعطي عوائد عالية وتؤدي إلى نمو وزيادة أموال المحفظة المالية.

ب- من حيث نوع الأوراق:

يمكن أن تصنف المحافظ إلى أنواع حسب نوع الأوراق التي تتضمنها ومنها:

- 1. محفظة ملكية equity portfolio:** وتسمى أيضا محفظة أسهم وهي محفظة تتشكل بشكل كامل من الأسهم، وتعتمد عوائدها على أداء الأسهم المستثمرة فيها (ارتفاع الأسعار أو انخفاض الأسعار) في سوق الأسهم. وهي محفظة لديها القدرة على توليد عوائد كبيرة كما أن المخاطر المرتبطة بها تكون أعلى نسبياً.
- 2. محفظة ديون debt portfolio:** وهي محفظة تتشكل بشكل أساسي من الأوراق المالية ذات الدخل الثابت مثل السندات (*bonds*) وأذون الخزينة (*treasury bills*)، وهي بذلك تحقق دخل منتظم (الفائدة وزيادة رأس المال) بأقل قدر من المخاطر.

3. **محفظة مختلطة *Mixed Asset Portfolio***: وهي محفظة تتشكل من مزيج من أوراق الملكية وأوراق الدين.

ج- من حيث الآجال:

يمكن أن تصنف المحافظ إلى أنواع حسب آجال الأوراق التي تتضمنها ومنها:

1. **محفظة قصيرة الأجل *Short-Term Portfolio***: وهي محفظة موجهة للمستثمرين الذين يتوقعون أن

يحتاجوا إلى أموالهم على المدى القصير (في غضون خمس سنوات) أو المدى المتوسط (5-10 سنوات)، تتشكل من أدوات السوق النقدي (شهادات الإيداع) وبعض أدوات السوق المالي (السندات قصيرة الأجل).

2. **محفظة متوسطة الأجل *intermediate-Term portfolio***: وهي محفظة موجهة للمستثمرين الذين

يتوقعون أن يحتاجوا إلى أموالهم على المدى المتوسط (5-10 سنوات)، تتشكل من أدوات السوق المالي (السندات متوسطة الأجل والأسهم).

3. **محفظة طويلة الأجل *long -Term Portfolio***: وهي محفظة موجهة للمستثمرين الذين يتوقعون أن

يحتاجوا إلى أموالهم على المدى الطويل (أكثر من 10 سنوات) تتشكل من أدوات السوق المالي (السندات طويلة الأجل والأسهم).

رابعا خطوات بناء المحفظة

لإنشاء محفظة جيدة، يجب على المستثمر أو المدير المالي مراعاة الخطوات التالية:

1. تحديد الهدف من المحفظة

أول خطوة لنجاح بناء المحفظة هو معرفة ما يرغب المستثمر في تحقيقه من امتلاكها، لأن الموازنة بين المخاطر والعوائد المحتملة تحتاج إلى تحديد أهداف المستثمر من المحفظة، حتى يتم تحديد واختار الأصول (*asset allocation*) المناسبة لتحقيق تلك الأهداف حسب درجة الاستعداد لتحمل المخاطر، كما يجب معرفة المدة التي ينوي المستثمر الاحتفاظ فيها بمحفظته، ويجب مراعاة بعض العوامل عند اتخاذ قرارات بناء المحفظة أهمها:

- عمر المستثمر (*investor's age*).
- مدة الاستثمار (*duration*).
- قدرته على تحمل المخاطر (*risk tolerance*).
- مقدار رأس المال المستثمر (*Invested capital*).
- احتياجات رأس المال المتوقعة للمستقبل (*capital needs*).
- موارد المستثمر الأخرى (*Other resources*).

2. تحديد إستراتيجية المحفظة

يجب تحديد نوع إستراتيجية المحفظة المناسبة، أي الاختيار بين جعلها محفظة هجومية عالية العوائد عالية المخاطر، أو جعلها محفظة دفاعية منخفضة المخاطر منخفضة العوائد، بناء على معلومات الخطوة السابقة المتعلقة بالعوائد المطلوبة ومستوى تحمل المخاطر والذي يحدد طريقة اختيار الأصول تطبيقاً لمبدأ مفاضلة العائد والمخاطرة (*the risk/return tradeoff*).

(Everyone would like to reap high returns year after year, but if you can't sleep at night when your investments take a short-term drop, chances are the high returns from those kinds of assets are not worth the stress)

3. تقسيم المبلغ المستثمر على فئات الأصول *Divide capital*

بمجرد تحديد نوع إستراتيجية المحفظة المناسبة وبالتالي الأصول التي سيتم الاعتماد عليها، تبدأ عملية تقسيم رأس المال المستثمر بين فئات تلك الأصول المناسبة (أسهم وسندات) ثم تقسيم فئات الأصول المختلفة إلى فئات فرعية (لها مخاطر وعوائد محتملة مختلفة)، فعند تحديد حجم رأس المال المستثمر في فئة الأسهم يتم تقسيمه بين مختلف فئات الأسهم (حسب القطاعات والشركات وبين الأسهم المحلية والأجنبية)، في حين يتم تقسيم رأس المال المستثمر المخصص لفئة السندات بين السندات قصيرة الأجل والسندات طويلة الأجل، وبين السندات الحكومية وسندات الشركات).

4. التقييم المستمر للمحفظة *Portfolio Assessment*

بمجرد الحصول على مختلف فئات الأصول المشكلة للمحفظة تبدأ مرحلة متابعتها وتحليلها من أجل تقييمها وإعادة توازنها كلما دعت الحاجة استجابة للتغيرات في ظروف السوق والتحركات في أسعار الأصول من جهة، واستجابة للتغيرات في بعض العوامل المرتبطة بالمستثمر التي ذكرناها في الخطوة الأولى والتي يجب مراعاتها في قرارات بناء المحفظة (الوقت، والاحتياجات، وتحمل المخاطر ورأس المال وغيرها)

5. إعادة التوازن للمحفظة *Rebalancing Portfolio*

بمجرد تقييم المحفظة حسب الظروف والتغيرات يتم تحديد الأصول المالية التي تحتاج إلى تعديل، سواء بتغيير وزنها في المحفظة أو بيعها كلياً، ثم تحديد الأوراق المالية الجديدة التي لابد من شرائها مع الأخذ بعين الاعتبار لكل الآثار المترتبة عن إعادة التخصيص، مثل الآثار الضريبية لبيع الأصول في هذا الوقت بالذات. كما يقول المثل القديم، "لا تضع كل بيضك في سلة واحدة." المفتاح إلى محفظة ناجحة هو تنويع الاستثمارات. عندما تكون بعض الاستثمارات في حالة انخفاض، قد يكون البعض الآخر في ارتفاع. يساعد امتلاك مجموعة واسعة من الاستثمارات على تقليل المخاطر الإجمالية للمستثمر.