

المحور الخامس: استراتيجية بناء محفظة مالية كفؤة

نهدف من خلال هذا المحور معرفة سياسات واستراتيجيات واسس بناء محفظة مالية كفؤة والتي تهدف الى تحقيق التوازن بين العائد والمخاطرة التي تحقق رغبة المستثمرين على اختلاف ميولهم.

1. بناء المحفظة المالية :

بناء المحفظة المالية هو عملية استراتيجية تهدف إلى تنويع الاستثمارات لتحقيق التوازن بين المخاطر والعوائد. يتطلب ذلك اختيار مجموعة من الأصول المالية مثل الأسهم، السندات، النقد، والعقارات بناءً على الأهداف المالية، مستوى المخاطرة المقبول، والإطار الزمني للاستثمار، حيث يسعى المستثمر أو مدير المحفظة إلى تكوين أو بناء المحفظة المالية المثلى التي تتوافق مع ميولاته واتجاهاته وبالرغم من كون هذا المفهوم نسبي وليس مطلق، فالمحفظة المثلى بالنسبة لمستثمر رشيد تكون غير مثلى بالنسبة لمستثمر مخاطر والعكس بالعكس، وذلك لاختلاف ميولات واتجاهات كل منهما، فهي من وجهة نظر المستثمر الرشيد تلك المحفظة التي تتضمن تشكيلة متنوعة من الأصول والتي تحقق أعلى عائد بأقل مخاطرة ممكنة. ومن أجل بناء أو تكوين محفظة مالية ينبغي على المستثمر أن يأخذ بعين الاعتبار بعض المبادئ والقيود والضوابط.

1.1 مبادئ تكوين المحفظة المالية: من أجل تكوين محفظة مالية ينبغي الأخذ بالمبادئ التالية:

- **مبدأ القياس الكمي:** مبدأ القياس الكمي لبناء المحفظة المالية يستند إلى استخدام تقنيات رياضية وإحصائية لتحليل الأصول وتوزيعها في المحفظة بطريقة تقلل المخاطر وتزيد العوائد المتوقعة. يهدف هذا النهج إلى اتخاذ قرارات استثمارية مبنية على بيانات وتحليل موضوعي بدلاً من الاعتماد على الحدس أو التحليل النوعي فقط.

- **مبدأ التنوع:** مبدأ التنوع في بناء المحفظة المالية هو استراتيجية تهدف إلى تقليل المخاطر من خلال توزيع الاستثمارات عبر مجموعة متنوعة من الأصول المختلفة. الفكرة الأساسية وراء التنوع هي أنه من خلال الاستثمار في أصول متعددة، يمكن تقليل تأثير الأداء السلبي لأحد الأصول على المحفظة ككل، ويعني ذلك أن تتضمن المحفظة أنواعاً مختلفة من الأوراق المالية المتداولة في السوق، بالإضافة إلى تحديد

نسبة كل نوع منها إلى القيمة الإجمالية للمحفظة. وفي هذا الصدد تجدر الإشارة إلى أنه لا يجب المبالغة في التنوع، إذ ينصح الخبراء على أن تكون المحفظة مكونة من 20 إلى 30 ورقة مالية فقط، لأن كثرة التنوع قد يؤدي إلى مشاكل منها:

- ارتفاع تكاليف إدارة المحفظة سواء من حيث استخدام المتخصصين في التحليل المالي والفني لمكونات المحفظة بجانب ارتفاع تكاليف البحث عن استثمارات جديدة.
- صعوبة إدارة المحفظة من حيث الحاجة إلى التحليل المستمر للمركز المالي و تتبع ربحية عدد كبير من الشركات المصدرة للأوراق التي تتضمنها المحفظة.
- صعوبة اتخاذ قرارات استثمارية سليمة لأن المغالاة في التنوع قد يدفع المستثمر إلى استثمار أمواله في أوراق مالية ذات مخاطر لا تتناسب مع العائد المتوقع.
- **مبدأ الارتباط** : ويقصد به درجة الارتباط بين عوائد الأوراق المالية المختلفة التي تتكون منها المحفظة، حيث و حسب ماركويتز فإنه كلما كان معامل الارتباط بين عوائد الأوراق المالية سالب ويقترّب من (1) كلما كانت المحفظة أكثر كفاءة وبالتالي انخفاض التذبذب في عوائدها.

1.2. **ضوابط وقيود تكوين المحفظة المالية**: يخضع المستثمر أو مدير المحفظة عند تكوين المحفظة لمجموعة من الضوابط والقيود يمكن إيجازها فيما يلي:

- **ضوابط و قيود زمنية**: هي عوامل مهمة يجب مراعاتها عند بناء وإدارة المحفظة لضمان تحقيق الأهداف المالية المتوقعة في إطار زمني محدد. هذه الضوابط الزمنية تساعد المستثمرين في اختيار الأصول المناسبة، تحديد استراتيجيات الاستثمار، وضبط مستوى المخاطر بناءً على الفترة الزمنية المستهدفة.
- **ضوابط و قيود مالية**: وتتمثل في حجم الأموال المتاحة للمستثمر والتي من خلالها يتم شراء الأوراق المالية والقيام بعمليات التنوع في المحفظة. إذ كلما كانت الأموال المتاحة كبير كلما كانت القدرة على تنوع المحفظة أكبر.
- **ضوابط و قيود ضريبية**: ينبغي على المستثمر عند تكوين محفظته المالية أن يكون على دراية بكل الامتيازات والإعفاءات الضريبية التي تستفيد منها بعض الشركات أو القطاعات ومدتها حتى يتمكن من الاستفادة منها
- **ضوابط وقيود الحاجة إلى السيولة**: هو قيد يضعه صاحب المحفظة ويلزم المدير به، ويتمثل في إمكانية إجراء تسييل جزء أو كامل المحفظة في الأجل القصيرة دون التعرض لخسائر كبيرة، مما يجعل مدير المحفظة يختار أنواع معينة من الأوراق المالية التي تمكنه من تحقيق هذا القيد كالأسهم والسندات التي يكون الطلب عليها كبير في السوق.

• **ضوابط وقيود المخاطرة:** على المستثمر أن يختار الأوراق المالية التي تتناسب فيها درجة المخاطرة مع قدرته على تحملها.

2. **إدارة المحفظة المالية:** إدارة المحفظة هي مجموعة الأنشطة التي تعمل على اختيار الأوراق المالية التي تتلاءم مع أهداف المحفظة التي يرغب فيها المستثمر.

2.1. **سياسات إدارة المحفظة المالية:** يمكن أن نميز بين السياسات التالية:

• **السياسة الهجومية:** يكمن الهدف الرئيسي من هذه السياسة في تحقيق الأرباح الرأسمالية بفعل التقلبات التي تحدث في أسعار السوقية للأوراق المالية التي تتكون منها المحفظة، حيث يتبنى هذه السياسة مدراء المحافظ المضاربون الذين يفضلون عنصر العائد على عنصر الأمان، أي أن اهتمام المستثمر يكون موجها نحو تنمية رأس المال المستثمر أكثر منه من استمرارية الدخل المتدفق من الاستثمار. وتعتبر الأسهم العادية أفضل أدوات الاستثمار لهذا النوع من المحافظ. ويطلق على المحفظة التي تتبع هذه السياسة اسم محافظ رأس المال أو محافظ النمو.

• **السياسة الدفاعية:** يركز المستثمر اهتمامه وفق هذه السياسة على أدوات الاستثمار ذات الدخل الثابت كالسندات والأسهم الممتازة، ويتبنى هذه السياسة المستثمر الذي يكون متحفظا بشكل كبير اتجاه عنصر المخاطرة، فهو يعطي أولوية مطلقة لعنصر الأمان على حساب عنصر العائد، ويطلق على المحفظة التي تتبع هذه السياسة بمحفظة الدخل.

• **السياسة المتوازنة (الهجومية والدفاعية):** هي سياسة تجمع بين أدوات الاستثمار قصيرة الأجل ذات السيولة العالية كأذونات الخزنة وأدوات الاستثمار طويلة الأجل كالسندات والأسهم العادية، ويتبنى هذه السياسة غالبية المستثمرين الذين يرغبون في تحقيق استقرار نسبي في المحفظة يؤمن عوائد مقبولة عند مستويات معقولة من المخاطرة، حيث تتضمن أصول متنوعة بطريقة تحقق للمحفظة حدا أدنى من الدخل الثابت، مع ترك الفرصة لجني أرباح رأسمالية متى أتاحت الفرصة لذلك، ويطلق على المحفظة التي تتبع هذه السياسة بالمحفظة المتوازنة.

• **سياسة التحوط:** في هذه الحالة يلجأ المستثمر إلى تكوين محفظة مالية وقائية، أي تتكون من المشتقات المالية وذلك بغرض نقل المخاطرة الناتجة عن عدم ثبات أسعار العديد من العناصر، كأسعار الفائدة، أسعار الصرف وأسعار الأسهم، كما قد يلجأ البعض إلى التعامل بها لغرض المضاربة، وذلك من خلال الاستراتيجيات التالية:

• **شراء خيار شراء:** يلجأ المستثمر إلى هذا النوع وذلك لأنه يتميز برفع مالي كبير، ويمنح إمكانية الاستفادة من ارتفاع الأسعار، ذلك أن شراء خيار لايتطلب سوى دفع مكافأة تمثل نسبة صغيرة من

سعر الأصل، مما يجعل إمكانية التعرض للمخاطرة منخفضة، كما يعتبر شراء خيار شراء حلاً ملائماً لمستثمر يتوقع ارتفاعاً في الأسعار، لكنه لا يملك الأموال الكافية لشراء الأصل مما يتيح له الوقت الكافي للحصول على الأموال اللازمة وفي نفس الوقت الاستفادة من الارتفاع المسجل في الأسعار، إلا أن الأمر هذا يتطلب الحذر والدقة الشديدة لإختيار هذا الخيار.

- **بيع خيار شراء:** أي أن المستثمر يلتزم بتسليم الأصل واستلام سعر التنفيذ، ويستعمل هذا النوع من الخيار في حال توقع المستثمر بانخفاض في سعر الأصل، مع العلم بأن إمكانية انخفاض قيمة الأصل محل العقد تمكن المستثمر من إعادة شراء خيار الشراء، وبيع الأصل ، أما إذا ارتفع سعر الأصل فيمكنه إعادة شراء خيارات الشراء وبيع خيارات شراء أخرى جديدة بسعر تنفيذ مرتفع.

- **شراء خيار بيع:** يستعمل المستثمر هذا النوع من الخيارات إذا توقع انخفاض في سعر الأصل، أو إذا أراد التأمين على المحفظة المالية، أو لحماية بيع خيارات الشراء، وحتى يتمكن المستثمر من تحقيق ذلك لا بد عليه أن يعتمد في اختيار سعر تنفيذ الخيار وكذا استحقاقه على التنبؤ الأقرب للواقع فيما يتعلق بتغير اتجاه سعر الأصل.

- **بيع خيار بيع:** يعتمد المستثمر على هذا النوع من الأدوات المالية إذا كان يرغب في ارتفاع في عائد محفظته المالية، وبالتالي العمل على شراء الأصل محل العقد بسعر أقل أو يساوي سعر اليوم، فإذا انخفضت أسعار السوق يقوم بتنفيذ البيع ويخسر، إلا أنه يعوضها جزئياً من المكافأة المتحصل عليها، أما إذا ارتفعت الأسعار فسيتم التخلي عن الخيار، وبالتالي يكون الربح هنا عبارة عن مبلغ مكافأة بيع الخيار. (بوزيد ، 2007)

2.2. أسس إدارة المحافظ المالية:

تتم إدارة المحفظة المالية واتخاذ القرارات الاستثمارية بناءً على مجموعة من الأسس وهي:

- **التخطيط:** وذلك من خلال تحديد قائمة الأصول التي تلائم أهداف المستثمر. التوقيت: وذلك من خلال معرفة التوقيت المناسب لشراء وبيع الأوراق المالية والتي تسمح بعظيم الأرباح وتجنب الخسائر.
- **التعقل:** هو أن تكون قرارات المستثمر عقلانية بما يمكنه من تجنب المخاطرة أو أن تكون المخاطرة في حدود إمكانياته وقدراته.
- **المتابعة:** يتطلب إدارة المحفظة ضرورة المتابعة الدائمة لأوضاع السوق والتغيرات والتقلبات التي تطرأ على أسعار الأوراق المالية بهدف تجنب مخاطر انخفاض قيمتها. الاعتماد على المتخصصين يتطلب

إدارة المحفظة المالية مهارة و خبرة كافية، وفي حالة عدم توفرها في المستثمر الفرد يصبح من الأفضل له الاستعانة بالمؤسسات المالية والوسطاء التي تقوم بإدارة المحافظ المالية للغير مقابل عمولة.

2.3. استراتيجيات إدارة المحافظ المالية

تنقسم جميع أنماط إدارة محافظ الأسهم إلى فئتين هما (صافي و البكري، 2012):

3.2.1. الإدارة السلبية (الساكنة): وهي إستراتيجية تبنى على اعتقاد المستثمر بكفاءة السوق وأن

الأوراق المالية مقومة بقيمتها العادلة، ومن تم فلا جدوى من إجراء تغييرات مستمرة في مكونات المحفظة بهدف تحقيق أرباح غير عادية، طالما أن هذه الأخيرة لا تتحقق في السوق الكفاء إلا بالصدفة والحظ، إذ يشتري المستثمر الأسهم المكونة للمؤشر والاحتفاظ بها لفترة طويلة لتحقيق نفس عائد المؤشر (عائد السوق) وبالتالي فهو يحاول ربط أداء المحفظة بأداء أحد المؤشرات (محاكاة المؤشر) وليس التغلب عليه، وتتطلب هذه الإستراتيجية مراجعة المحفظة بين الحين والآخر وذلك لضرورة إعادة استثمار الأرباح المحققة، ولأن الأسهم المكونة للمؤشر قد تكون عرضة للتغير بسبب الاندماج أو الخروج لتحل أسهم أخرى مكانها، ومن أبرز صور تنفيذ إستراتيجية الإدارة السلبية ما يلي:

- **إستراتيجية الشراء والاحتفاظ :** هي إحدى صور الإدارة السلبية، تقوم على الشراء والاحتفاظ طويل الأجل لمكونات المحفظة التي تحقق هدف المستثمر في إطار مستوى المخاطرة التي يكون مستعدا لتحملها، كما يقوم المستثمر بإجراء تغيير في مكونات المحفظة كلما كانت ضرورة لذلك، كأن يبدي قدرة على تحمل مخاطر أكبر أو مخاطر أقل، ولا يعد توقيت الدخول والخروج من السوق مشكلة في ظل هذه الإستراتيجية، طالما أن أسعار الأوراق المالية في السوق تعكس قيمتها العادلة، وإنما يكون البيع والشراء في حالة الرغبة في تغيير مكونات المحفظة أو الحاجة إلى النقود.
- **استراتيجيات المؤشرات:** يطلق عليها أيضا أسلوب المحاكاة الكاملة، و تقوم على بناء محفظة مالية تتكون من جميع الأوراق المالية التي تدخل في تكوين مؤشر ما و بنفس النسب التي يعتمدها هذا المؤشر، وهو ما يساعد على تعقب أداء المؤشر وبالتالي تحقيق نفس معدل عائد السوق. غير إنها قد لا تحقق نتائج مثلى بسبب:

- ارتفاع تكلفة إعادة تكوين المحفظة المالية والذي يفوق عادة العائد الإضافي المتولد بسبب الحاجة إلى الاستثمار في عدد كبير من الأوراق المالية (عينة المؤشر).

- إعادة استثمار الأرباح قد لا تكون ممكنة وتحافظ على النسب المعتمدة في المؤشر بدقة كما يتحمل المستثمر عمولات إضافية على إعادة الاستثمار.

وعلى الرغم من سهولة بناء محفظة مالية تحاكي أداء مؤشر ما وأدائه، إلا أن هناك طرق أسهل لتحقيق ذلك وهي تتلاءم مع حاجة صغار المستثمرين كما تتخفف تكاليفها عن الطريقة السابقة، ويكون من خلال شراء وحدات صناديق الاستثمار المرتبطة بأحد المؤشرات أو من خلال شراء وثائق صناديق المؤشرات المتداولة.

• **إستراتيجية العينة:** وهي تتجاوز مشكلة العدد الكبير للأوراق المالية في المحفظة، حيث يمكن تطبيق تقنيات العينة على إدارة المحافظ السلبية، وذلك بأن يشتري المستثمر عينة تمثل الأسهم المدرجة في المؤشر، بحيث الأسهم التي ترتفع نسبة تمثيلها في المؤشر يرتفع أيضا وزنها في المحفظة بينما ينخفض وزن الأسهم التي يكون تمثيلها في المؤشر، وفي هذه الحالة لا يتوقع أن تكون عوائد المحفظة مطابقة تماما لعوائد المؤشر .

3.2.2. الإدارة الايجابية (الإدارة النشطة)

تهدف إدارة المحفظة الايجابية إلى تحقيق عائد يتجاوز عائد محفظة المؤشر السلبية وبالتالي التغلب على أداء السوق الممثل بمؤشر معين، وهي تبنى على اعتقاد أن الأوراق المالية في السوق لا تعكس قيمتها الحقيقية أو العادلة خلال بعض الفترات الزمنية على الأقل، وأنه يمكن من خلال البحث المستمر وتحليل مكونات السوق التحليل الأساسي) شراء أسهم مقيمة بأقل من قيمتها الحقيقية وبيعها عندما ترتفع أسعارها السوقية، كما يمكن استخدام التحليل الفني للتنبؤ بحركة الأسعار في المستقبل بناء على حركة الأسعار التاريخية وتحديد توقيت الدخول والخروج المناسبة.

وفي هذه الإستراتيجية أيضا يعطي المستثمر أوزانا أكبر لقطاعات معينة في السوق توخيا لتحقيق زيادات سعريه في أسهمها، وبالتالي تكون مخاطر المحفظة أكبر من مخاطر محفظة السوق (المؤشر) كما يحتم على المستثمر السعي إلى تحقيق عائد أكبر من عائد السوق بهامش عريض لتعويضه عن المخاطر المرتفعة. وتعتمد الإدارة الايجابية ثلاث استراتيجيات في محاولة تحقيق عائد يتجاوز عائد السوق هي:

• **إستراتيجية اختيار الأوراق المالية:** تقوم إستراتيجية اختيار الأوراق المالية على ضرورة القيام بالتحليل الأساسي والتحليل الفني، كما تقوم على تقييم الأوراق المالية لإيجاد القيمة الحقيقية للأوراق المالية ومقارنتها بقيمتها السوقية، واتخاذ القرار المناسب بشأن مكونات المحفظة المالية.