

## المحور الأول: مدخل للمحافظ المالية.

**هدف المحور الأول:** يعتبر موضوع الحوافظ المالية من المواضيع المهمة في الإدارة المالية جاء ليشبع رغبات المستثمرين وتلبية حاجاتهم، الذين يعتبرونها خط دفاع أول للوقاية ضد المخاطر المحتملة المرتبطة بالإستثمار المالي والحصول على عوائد مقبولة تحت إدارة واحدة، تعمل على بناء إستراتيجيات تضمن أقصى كفاءة من إستثمار الأدوات المعنية في ظل مناخ إستثماري ملائم تتوافر فيه فرص الربح، وولهذا ينحصر هدف هذا الدرس في الإحاطة بمضمون المحافظ، لاسيما التحكم في مختلف المصطلحات والمفاهيم المتعلقة بالمحافظ المالية.

**1- تعريف المحفظة المالية:** يركز التعريف اللغوي والإصطلاحي للمحفظة على الهدف منها وهو الحفاظ على الأشياء إلى جانب التعدد في مكوناتها. وعلى هذا الأساس فهي كل ما يملكه المستثمر من أصول وموجودات إستثمارية يكون الهدف من إمتلاكها هو تنمية القيمة السوقية و/أو المحافظة على القيم الإجمالية للثروة، وعليه نستنتج من التعريف السابق أن المحفظة الإستثمارية تمثل ما يملكه الفرد (المستثمر) من أصول حقيقية و/أو مالية بغرض تنمية و/أو المحافظة قيمتها (المحفظة)، وبالتالي لا يدخل ضمن المحفظة ما يملكه الفرد لإستعمالاته الشخصية كالبيت والسيارة وغيرها، وعلى هذا الأساس فإن المحفظة الإستثمارية مجموعة أو تشكيلة من الأصول قد تكون حقيقية أو مالية أو مزج بينهما، يقرر مستثمر معين تكوينها بهدف تحقيق عائد يتناسب مع مستوى معين من المخاطر من خلال تنويع مكوناتها.

**2- أهداف المحافظ المالية:** يمكن حصر أهم أهداف تشكيل المحافظ المالية في ما يلي:

- درجة عالية من الأمان والحفاظ على رأس المال الأصلي: يعني ذلك الحفاظ على المبلغ المستثمر مع تحقيق دخل دوري؛
- تحقيق دخل منتظم: ينبغي على المستثمر لتحقيقه أن تتضمن محفظته أصول ذات دخل منتظم كسندات الخزينة العمومية؛
- السيولة أو إستقرار تدفق النقد: يتحقق هذا الهدف عن طريق الملاءمة بين الأصول ذات تواريخ الإستحقاق قصيرة الأجل والأصول ذات الأجل طويل الأجل وذلك دون المخاطرة بتضمين المحفظة لأصول عالية المخاطرة؛
- النمو والزيادة في رأس المال: هو من الأهداف المهمة لأي محفظة مالية، يعني زيادة القيمة السوقية للمحفظة في المستقبل عن طريق الإستثمار في أصول ترتفع قيمتها السوقية بشكل دائم، من ضمنها أسهم الشركات التي تحقق معدلات مرتفعة بالمبيعات والأرباح؛
- التأثير على قرارات الجمعية العامة للمساهمين: لأن الحصول على عدد أكبر من الأسهم يزيد من قدرة المساهم في التأثير على قرارات الجمعية العامة للمساهمين.

3- شروط تكوين المحفظة المالية: ينبغي لنجاح تكوين المحفظة المالية أو عند إجراء أي تعديل على مكوناتها توافر مجموعة من الشروط المهمة يمكن أن نوجزها في الآتي:

- دراسة كل المعطيات والمعلومات المتوفرة عن كل من حالة السوق والأصول المختارة والبيئة الإستثمارية، والتي تمثل المدخل لإختيار الأصول المكونة للمحفظة المالية؛  
- إعداد خطط دقيقة لإختيار البدائل التي تحقق أهداف المستثمر لأجل الحفاظ على ربحية المحفظة وقيمتها السوقية؛

- تنوع الأصول المكونة للمحفظة بطريقة علمية لأجل توفير عنصر الأمان؛  
- التنبؤ بأداء المحفظة المالية بطرق علمية؛  
- دراسة حساسية الأصول المكونة للمحفظة تجاه المتغيرات الإقتصادية؛  
- إتباع منهجية وسياسة محددة مسبقا لإتخاذ القرارات الإستثمارية وتعديل هذه السياسة عند كل تغير في الظروف المحيطة وفي احتياجات المستثمر؛  
- توفير قدر كاف من السيولة النقدية لمواجهة الظروف المتغيرة في السوق للإستفادة من الفرص الإستثمارية المتاحة.

4- ضوابط تكوين المحفظة المالية: يستند عادة إستثمار المحفظة المالية إلى مجموعة من الضوابط نستطيع أن نشير إليها في النقاط التالية:

- إعتداد المستثمر قدر الإمكان على رأسماله الخاص في تمويل محفظته المالية دون اللجوء إلى الإقتراض؛  
- يتم تقسيم مكونات المحفظة بعد تحديد المستثمر لمستوى المخاطرة إلى أصول ذات مخاطرة منخفضة أو متدنية للحفاظ على السيولة والدخل المنتظم وأصول ذات مخاطرة عالية للحصول على العائد المرتفع؛  
- إجراء تغييرات أو تعديلات على المحفظة المالية كلما استدعت الضرورة إلى ذلك؛  
- تحقيق مستوى ملائم من التنوع خاصة المستند إلى أصول علمية دقيقة.  
- مقارنة أداء المحفظة المالية مع أداء مؤشرات السوق.

5- مبادئ تكوين المحفظة المالية: يتجلى جليا للمستثمرين الراغبين في تشكيل وتكوين محفظة مالية ناجحة أن ذلك يرتبط إرتباطا وثيقا بجملة من المبادئ نلخصها في ما يأتي:

5-1- مبدأ القياس الكمي: يعني إمكانية قياس العائد المتوقع من الإستثمارات المالية التي تتضمنها المحفظة المالية، إلى جانب قياس درجة المخاطرة المصاحبة للمحفظة عن طريق الأساليب الإحصائية كالإنحراف المعياري ومعامل الإختلاف، ولأجل ذلك ينبغي توفر بيانات عن العائد المحقق من سلسلة زمنية ماضية عن كل نوع من الإستثمارات والظروف الإقتصادية المتوقعة في المستقبل والمؤثرة في العائد المتوقع لكل نوع من الإستثمارات المكونة للمحفظة المالية.

5-2- مبدأ الشمول والتنوع: يدور هذا المبدأ حول إشتغال المحفظة المالية على معظم الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية من أسهم، سندات، سندات حكومية، أذونات خزينة... وغير ذلك حتى يتحقق عائد مقبول ومستقر نسبيا بأقل مخاطرة ممكنة.

5-3- مبدأ الإرتباط: يهدف إلى تخفيض أو تدنية درجة المخاطرة التي تصاحب تكوين المحفظة المالية بالنظر إلى درجة الإرتباط بين العوائد الفعلية من الأصول المالية المصدرة من جهات مختلفة، فكلما انخفض معامل الإرتباط بين عوائد الأصول المالية إنخفضت درجة المخاطرة تبعا لذلك نظرا لوجود علاقة طردية بينهما.

5-4- مبدأ الجودة: نقصد به إمكانية بيع أو شراء الأصل المالي في السوق دون أي عوائق أو خسائر، وتتوقف جودة الأصل المالي بمدى بعده عن المخاطرة الناتجة عن تقلبات السوق وقدرة كبيرة على تسويقه أو ترويجه.

5-5- مبدأ التنوع: يتمثل في عدم التركيز على نوع معين من الأصول المالية أو قطاع اقتصادي محدد أو سوق معينة أو بلد ما، وإنما اختيار تشكيلة من الأصول المالية تراعي توزيع المبلغ المستثمر على أصول مالية متنوعة ذات تواريخ استحقاق مختلفة (قصيرة، متوسطة وطويلة الأجل) صادرة عن جهات وقطاعات ومناطق ودول مختلفة.

6- قيود تكوين المحفظة المالية: تنطوي المحفظة المالية المراد تكوينها على مجموعة من القيود ينبغي للمستثمر أن يراعيها في ذلك، يمكن الإشارة في ما يلي:

6-1- القيود الزمنية: يتمثل هذا القيد في تحديد المستثمر ضمن أهدافه بشكل تقريبي للمدى الزمني لإستثمارته المالية، حتى يكون قادرا على القيام بعملية التنوع وتوزيع الأوراق المالية التي تحتويها المحفظة المالية، وإختيار التوقيت المناسب للقرار الإستثماري، بعبارة أخرى تحديد نوع المدى الزمني الملائم له (قصير متوسط أو طويل الأجل).

6-2- القيود المالية: أو القيود الرأسمالية، هذا حتى يتمكن المستثمر من شراء التوليفات الملائمة من الأصول المالية وإنتهاز الفرص المتاحة في السوق وعدم إضطراره لبيع بعضها في وقت غير ملائم أو مناسب بغرض تحقيق السيولة من جهة أخرى.

6-3- القيود الخاصة بالسيولة: يختصر هذا القيد في جعل المستثمر يختار أنواع معينة من الأصول المالية تستخدم في أي وقت لأجل الحصول على سيولة إن إضطر إلى ذلك، ولعل من أبرز تلك الأصول المالية ما يكون تاريخ إستحقاقها قصير الأجل.

6-4- قيود ضريبية وإلزامية: يلقي هذا القيد على عاتق المستثمر معرفة القوانين والتشريعات التي يمكن أن تعطي مزايا وإعفاءات ضريبية تؤثر في القرار الإستثماري في أصل معين، مع مراعاة إمكانية زوال هذه المزايا وتأثير ذلك على أداء المحفظة المالية ككل.

6-5- قيود المخاطرة: تعني إختيار المستثمر للأصول المالية التي تتناسب فيها درجة المخاطرة القادر على تحملها.

6-6- قيود نفسية ومعنوية: حيث أن ميول ورغبات المستثمرين بصفة عامة تتأثر بحالاتهم النفسية والعاطفية التي يأخذونها بعين الإعتبار عند تكوين وإدارة المحفظة المالية.

7- الهيكل التنظيمي للمحفظة المالية: يختلف الهيكل التنظيمي للمحفظة المالية حسب تنوع أغراضها، تبعاً لحجم استثماراتها ووفقاً لشروط عقد تكوينها، وبشكل عام يمكن تمييز الوظائف التالية:

7-1- مدير المحفظة: عادة ما تأخذ شكل إدارة متخصصة في شركة استثمارية متخصصة، تتولى إدارة المحفظة وتوجيه استثماراتها للمجالات المناسبة، ويصدر للمستثمرين مقابل حصصهم في المحفظة شهادات استثمارية.

7-2- أمين الاستثمار: يتمثل غالباً في مؤسسة مالية تختار من المؤسسات ذات السمعة الجيدة، تقوم بمهام الإشراف على المحفظة ومراقبة أعمال المدير، لذا يعتبر أمين الاستثمار بمثابة الوكيل عن حملة شهادات الاستثمار.

7-3- وكيل البيع: يعبر عن مجموعة من الوسطاء الذي يقومون بتوزيع شهادات الاستثمار التي تصدرها المحفظة، ويمكن أن يكون وكيل البيع مصرفاً أو شركة استثمار.

7-4- الهيئة الاستشارية: تضم مجموعة من الخبراء المتخصصين في الاستثمار والتحليل المالي، يعينهم مدير المحفظة بقصد تقديم الاستشارة له في إدارة المحفظة وتوجيه الاستثمارات نحو المجالات الملائمة.

8- تصنيفات المحافظ المالية: تصنف المحافظ المالية إلى عدة أنواع حسب المعيار المستخدم في التصنيف، وحسب معيار أهداف المحفظة المالية: تنقسم المحفظة حسبها إلى ثلاثة أقسام هي:

8-1- محافظ الدخل: تدعى كذلك بمحافظ العائد المنتظم التي تسعى إلى تحقيق دخل نقدي جاري عند مستوى محدد من المخاطرة، وتشكل المحفظة المالية ضمن هذا النوع من سندات حكومية وغير حكومية متوسطة وطويلة الأجل وأسهم الشركات الكبيرة والمستقرة نسبياً.

8-2- محافظ النمو: يطلق عليها أيضاً محافظ الربح، تهدف إلى تحقيق عائد رأسمالي وتحسين القيمة السوقية للمحفظة المالية، مثل الاستثمار في أسهم شركات النمو التي تتغير أسعارها في السوق وتحقق نمواً متواصلًا في الأرباح الرأسمالية للمحفظة المالية نتيجة ارتفاع أسعار هذه الشركات الراجع إلى تحقيقها نمواً مستمراً في الأرباح.

8-3- المحافظ المختلطة: تمزج بين محافظ الدخل ومحافظ النمو، وبالتالي فهي تضم مجموعات متنوعة من الأصول المالية مختلفة العائد والمخاطرة ويمكن أن تحقق عائد جاري و/أو رأسمالي، وتسمى عادة بالمحافظ الرشيدة ويفضلها المستثمر الرشيد أو العقلاني الذي يوازن بين العائد والمخاطرة.

9- سياسات تكوين المحافظ المالية: تعرف السياسة الاستثمارية بكونها مجموعة القواعد الإرشادية في عملية صنع واتخاذ القرارات الاستثمارية، وتختلف هذه السياسة الاستثمارية من محفظة لأخرى نظراً لإختلاف أهداف المستثمرين وأنماطهم، وهذه السياسات ما هي إلا انعكاس طبيعي لنمط وفكر المستثمر في إدارة المخاطر وتحقيق مستويات محددة من العائد، وعلى أساس ما تقدم يمكن التمييز بين أربعة سياسات استثمارية هي:

9-1- السياسة الهجومية: يتم الاعتماد على هذه السياسة التي تدعى أيضاً بسياسة المخاطرة لأنها سياسة مضاربة بحتة عندما يكون الهدف الرئيسي من المحفظة تحقيق أرباح رأسمالية سريعة ناتجة عن تقلبات معتبرة الأسعار، فالمستثمر في هذه الحالة لا يهتم سوى تحقيق أرباح مرتفعة بغض النظر عن حجم المخاطرة لأنه يفضل

العائد عن الأمان وبالتالي يتحمل درجات مرتفعة من المخاطرة، والنموذج الشائع لهذه للمحافظ التي تنتهج هذا النوع من السياسات هي محافظ النمو التي تهدف لجني عوائد عن طريق النمو الحاصل في قيم الأصول المالية، وغالبا ما يتم شراء أسهم الشركات التي تكون في بداية مرحلة نموها للحصول على أرباح رأسمالية مستقبلية ترجع لفترة إزدهار إقتصادي محتمل، وتعتبر الأسهم العادية من الأصول المالية المناسبة لهذا النوع من السياسات وتشكل قيمة 80% - 90% من قيمة المحفظة، وغالبا ما تكون هذه السياسة ناجحة في فترات الإزدهار او الرواج الإقتصادي.

9-2- **السياسة الدفاعية:** يعطى في هذه السياسة التي يطلق عليها أيضا السياسة المتحفظة لعنصر الأمان الأولوية على حساب عنصر العائد من خلال التركيز على الأصول المالية ذات الدخل الثابت، وعادة ما تستخدم هذه السياسة في تكوين وإدارة محافظ الدخل لأنها تتكون أساسا من أذون الخزينة، السندات الحكومية، السندات الخاصة المضمونة الطويلة الأجل وعقارات بنسب تتراوح بين 60% - 80% من رأسمال المحفظة وعليه فهي توفر دخل ثابت ومستمر لفترة طويلة وهامش مرتفع من الأمان على رأس المال المستثمر، وهي سياسة يتبناها المستثمرون المتحفظون جدا تجاه عنصر المخاطرة وتكون أكثر نجاحا عند اللجوء إليها في فترات الركود الإقتصادي.

9-3- **السياسة المتوازنة:** تتوسط هذه السياسة النمطين السالفي الذكر، وبالتالي يراعى فيها تحقيق توازن نسبي في المحفظة بين عنصري الأمان والعائد بواسطة تنويع رأسمال المحفظة بأصول مالية متنوعة تحقق للمستثمرين دخل ثابت دون حرمانهم من فرص تحقيق أرباح رأسمالية، ويتبنى غالبية المستثمرين هذه السياسة من خلال المزج بين الأصول المالية ذات العائد الثابت بهدف تحقيق الأمان والإستقرار في عوائد المحفظة المالية والأصول المالية ذات العائد المتغير بغرض تحقيق نمو رأسمالي والإستفادة من فروقات الأسعار، وتتسم هذه السياسة بنوع من المرونة حيث أنه في حالة الإزدهار الإقتصادي وارتفاع الأسعار يستطيع المستثمرون أن يبيعوا الأصول المالية قصيرة الأجل، بالمقابل في حالة الركود الإقتصادي وانخفاض الأسعار فإن العقارات والسندات طويلة الأجل ذات الدخل الثابت تخفض إمكانية خسارة المستثمرين لرأسهم.

9-4- **قاعدة الرجل الحريص:** تستهدف هذه السياسة تجنب المشكلات التي قد تؤثر على قدرة المحفظة المالية على النمو والإستقرار، وعليه يلجأ المستثمر إلى تلافي المشكلات التي قد يقابلها عند بناء المحفظة مثل إرتفاع كلفة المعاملات، التنويع غير الضروري، عدم الإستفادة من البدائل الإستثمارية المتاحة وعدم الإستفادة من تحليل المؤشرات المالية، وفي ضوء هذه القاعدة يتصرف المستثمر بحرص شديد حتى يتجنب المشكلات المشار إليها.

10- **سياسات تعديل المحفظة المالية:** تجبر الظروف المتمثلة في تقلبات أسعار الأصول المالية وتغيرها مستقبلا المستثمرين على إعادة النظر في هيكل المحفظة المالية ولكن دون المساس بإحتياجاتهم التي أخذت بعين الإعتبار عند تكوين المحفظة أول مرة، وغالبا ما تعدل (إعادة تكوين) المحفظة المالية على أساسين هما:

10-1- **تعديل المحفظة على أساس تقلبات الأسعار:** يمكن تقسيم سياسات إعادة تكوين المحفظة المالية حسب تقلبات أسعار الأصول المالية ضمن سياستين نوجزهما في التالي:

10-1-1-1- سياسة إعادة التكوين الدفاعية: غرض هذه السياسة الأساسي هو تقليل حجم الخسائر في المحفظة المالية الناجم عن تقلبات أسعار الأصول المالية في السوق، وطبقا لذلك فإن المستثمرين لا يرغبون في تحقيق أي ربح وفي نفس يرغبون بشدة في تجنب الخسائر وكل ما يريدونه هو الاحتفاظ بهيكل المحفظة المالية كما كونوها أول مرة، غير أنهم قد يضطرون للشراء أو البيع وفي هذه الحالة تتم العملية بالأسعار السائدة في السوق، كشراء أصول مالية جديدة أو إعادة استثمار بعض الأموال التي كانت مستثمرة في سندات حل ميعاد إستحقاقها، وقد يلجأون إلى بيع أصول مالية أخرى إذا أصبحت لا تتناسب مع أهدافهم، فقد يحدث أن تكون هذه الأصول من الدرجة الأولى وساء المركز المالي للشركة المصدرة لها وأصبحت من الدرجة الثانية، وهو الأمر الذي لا يتناسب مع رغبتهم وظروفهم الخاصة فيقررون بيعها، وباختصار فإنه مع تغيرات الأسعار فإن بعض الأصول التي كانت جذابة في الأصل لم تعد كذلك والعكس صحيح تماما، فيتربط على هذا رغبة المستثمرين في التخلص من غير الجذابة وإضافة الجذابة منها حسبهم.

10-1-2- سياسة إعادة التكوين المتحررة: تهدف هذه السياسة إلى تحقيق أرباح لمدة طويلة نسبيا من خلال تأجيل شراء الأصول المالية على أمل إنخفاض أسعارها وتأجيل البيع على أمل إرتفاع أسعارها مجددا، والأصول المالية التي تتناسب مع السياسة هي الأسهم العادية كما أن هذه السياسة تناسب المستثمرين الذي يستطيعون ترك رؤوس أموالهم مستثمرة لفترة طويلة في الأسهم، والذين أيضا لديهم قدر كبير من رؤوس الموال لإستثمارها في عدة أنواع من الأسهم لمدة طويلة حيث تتوزع المخاطر المالية بين هذه الأنواع من الأسهم.

10-2- تعديل المحفظة على أساس التنبؤات المستقبلية: توجد بالإضافة إلى سياسات تعديل المحفظة المالية على أساس تقلبات الأسعار سياسات أخرى تأخذ في الحسبان تعديل المحفظة المالية على أساس التنبؤ بأسعار الأصول المالية مستقبلا، فمن الطبيعي أن يهتم المستثمر بتقدير ما سيحدث لأسعار الأصول المالية وأن يضع تبعا لذلك سياسات ترمي إلى الإستفادة من هذا التنبؤ، ويمكن من خلال ما تقدم الإشارة إلى سياستين رئيسيتين بعين الإعتبار التنبؤات المستقبلية هما:

10-2-1- سياسة إعادة التكوين على أساس التنبؤ خلال الدورة الإقتصادية: تحتوي هذه السياسة على فكرة أساسية مفادها أن أسعار الأصول المالية تتحرك في نفس اتجاه الدورة الإقتصادية، ففي فترة الرواج ترتفع أسعار الأصول عموما ما يدفع بالمستثمرين إلى تعديل محفظتهم بالإستثمار في الأسهم العادية التي معاملات بيتا لديها أكبر من الواحد الصحيح والتقليل من السندات نظرا لأن اغلب المؤسسات في هذه الفترة تحقق أرباح متزايدة، وعندما يتوقع المستثمر إنتهاء فترة الرواج وبداية فترة الكساد (وصول الأسعار إلى حدودها القصوى مع ملاحظة بداية تراجعها، فإنه سيعمل على تعديل محفظته من خلال تقليل ما لديه من أسهم عادية وأوراق مالية من الدرجة الثانية وشراء بحصيلة البيع أوراق مالية من الدرجة الأولى ومعامل بيتا الخاص بها أقل من الواحد الصحيح مستفيدا من سعرها المنخفض، وعندما يتوقع المستثمر أن يصل إنخفاض الأسعار إلى أدنى مستوى وستتحسن الأحوال مستقبلا فإنه سيعدل محفظته كما تم الإشارة إليه أولا.

10-2-2- سياسة إعادة التكوين على أساس التنبؤ بسعر الفائدة: نعلم أن هناك علاقة عكسية بين تغير سعر الفائدة السوقي والقيمة السوقية للسندات، كما أن التغيرات التي تحدث في سعر الفائدة السوقي تؤثر بدرجة أكبر على أسعار السندات قصيرة الأجل، وعلى ضوء هذه المعلومات فإن سياسة تعديل المحفظة التي تقوم على أساس التنبؤ بسعر الفائدة السوقي مستقبلاً تقوم على التحول المستمر من السندات قصيرة الأجل إلى السندات طويلة الأجل وفقاً للإتجاهات المتوقعة لأسعار الفائدة السوقية، فإذا أشارت التنبؤات إلى أن أسعار الفائدة السوقية في طريقها إلى الإرتفاع (نتيجة إنتهاج البنك المركزي لسياسة استهداف التضخم مثلاً) فإنه على المستثمر أن يقلل من نسبة السندات طويلة الأجل في محفظته ويزيد من نسبة السندات قصيرة الأجل، ويحدث العكس تماماً في حالة توقع إنخفاض سعر الفائدة السوقي، ومن الملاحظ جلياً أن الأرباح التي تعود للمستثمر عند اتباع هذه السياسة ليست كبيرة ومن ناحية أخرى فإنه إذا ما أخطأ في تقديره لإتجاه سعر الفائدة السوقي مستقبلاً فإن خسائره تكون محدودة.