

المحفظة الاستثمارية - تكوينها و مخاطرها

بن موسى كمال - جامعة الجزائر

كما تمتاز الأصول الحقيقية أو الاستثمارات الحقيقية بمجموعة من الخصائص منها⁵:

- عدم تجانسها لذلك فإنها تحتاج إلى نوع من الخبرة و التخصص في كل مجال من مجالاتها.
- منخفضة السيولة و ذلك لصعوبة تحويلها إلى نقد خلال فترة زمنية محددة و بدون حسارة.
- ارتفاع نفقاتها كنفقات النقل و التخزين.. الخ.

أما الاستثمارات المالية فيقصد بها الحقوق على الثروة و يترتب في حيازتها حق مالي يخول لصاحبها المطالبة بأصل حقيقي، و عادة ما يكون هذا الحق مرفق بصك أو مستند قانوني، و من أمثلة الاستثمارات في الأصول المالية الأوراق المالية المتداولة في أسواق النقد وأسواق رأس المال.

أما من حيث الجودة فيمكن أن تحتوي على أصول منخفضة العوائد و لكنها منخفضة المخاطر، و أخرى مرتفعة المخاطر كثيرة العوائد. و على الرغم من أن المحفظة الاستثمارية بمفهومها الواسع تشمل كل الموجودات والأصول الاستثمارية إلا أنها بمفهومها الضيق يمكن أن تكون أكثر تخصصا بحيث تشمل فقط بعض الأدوات الاستثمارية التي تهدف إلى تفادي المخاطر الكبيرة التي يمكن أن يتعرض لها الاستثمار عن طريق التنوع الذي يعتمد عليه مبدأ المحفظة مع ضمان حد مقبول من الدخل ونمو مضطرد من رأس المال بالإضافة إلى تحقيق أكبر قدر ممكن من مميزات الاستثمار الناجح أي زيادة القيمة السوقية لرأس المال.

- فمبدأ التنوع يقوم على نصيحة هامة وهي لا تضع البيض في سلة واحدة. حيث تهدف إدارة المحفظة إلى تحقيق التوازن بين الخطر والعائد، إن الخطر الكلي للمحفظة يتمثل في:⁶
- الخطر غير المنتظم: و هو الخاص بمحفظة بعينها.
 - الخطر المنتظم: هو الخاص بخطر السوق.

ويمكن تخفيض الخطر الأول عن طريق التنوع القطاعي للمحفظة (أي الاستثمار في عدد مختلف من قطاعات الاقتصاد الوطني)، أما الخطر الثاني فيمكن تخفيضه عن طريق التنوع الدولي (أي الاستثمار في البورصات الدولية المختلفة). تنقسم المحافظ الاستثمارية إلى نوعين رئيسيين:⁷

المحافظ الخاصة - محافظ العملاء

تمهيد : إن الهدف الأساسي من وراء كل عملية استثمارية هو تحقيق " العائد " و على ضوء هذا الهدف يتم تصميم الخطط المالية المستقبلية التي من خلالها يتم تحديد المعايير التي على أساسها يتم اختيار الاستثمار المناسب، و بالمقابل يخضع هذا الاستثمار لعنصر المخاطرة، فلا يخلو أي مشروع من عنصر المخاطرة، حتى أن الاحتفاظ بالأموال على شكل نقد سائل فيه مخاطرة، حيث لا يوجد أي ضمان بأن القوة الشرائية للعملة ثابتة. ولتفادي المخاطر التي تعترض الاستثمار في الأوراق المالية يتم اللجوء إلى ما يسمى بالتنوع، و هذا يعني أن يتم تشكيل محفظة متنوعة من حيث محتوياتها. فماذا نقصد بالمحفظة الاستثمارية ؟ و ما هي المعايير التي يتم على أساسها التفرقة بين محفظة وأخرى؟.

المحفظة الاستثمارية: هي كل ما يملكه المستثمر من أصول و موجودات استثمارية يكون الهدف من امتلاكه لها هو تنمية القيمة السوقية لها أو المحافظة على القيمة الإجمالية للثروة، فالمحفظة الاستثمارية هي أداة مركبة من أدوات الاستثمار و ذلك لأنها تتركب من أصليين أو أكثر¹، و يتم التفرقة بين محفظة و أخرى بسبب نوعية الاستثمارات التي تحتويها. أو " أنها عبارة عن مجموع القيم المنقولة المتمثلة في الأسهم و السندات و التي تكون بحوزة مالكها (المستثمر)... "².

كما يمكن أن تقترح تعريفاً آخر أكثر دقة و هو " أن المحفظة الأوراق المالية عبارة عن تلك التشكيلة، أو التعريف المعينة من عدة أوراق مالية (أسهم و سندات) مختلفة النوع، و تواريخ الاستحقاق، يحتفظ بها المستثمر، و يقوم بإدارتها للحصول على هدفين رئيسيين:³

- العائد المترتب عن الاستثمار في الأوراق المالية.
- إمكانية تحويل تلك الأوراق إلى سيولة جاهزة في حالة احتياج المستثمر لذلك.

تتميز المحفظة الاستثمارية باختلاف أصولها من حيث النوع، كما تختلف من حيث الجودة⁴، فمن حيث النوع يمكن أن تحتوي على أصول حقيقية و هي الأصول التي لها قيمة اقتصادية ملموسة مثل العقارات و الذهب و الفضة و المشاريع الاقتصادية، و على أصول مالية مثل الأسهم و السندات، و سندات الخزينة.

- وهناك محافظ متوازنة من الأسهم و أوراق مالية أخرى ذات دخل ثابت مثل السندات.¹²

- و فيما يتعلق بالأوراق المالية المستحدثة فهي مثل حقوق السحب الخاصة: وهي وحدات حسابية نقدية تعطي حاملها الحق في الحصول مقابلها على عملات قابلة للتحويل من أموال الدول الأعضاء المشاركين في إتفاقية وحدات حقوق السحب الخاصة لدى صندوق النقد الدولي. و عند ظهور وحدات حقوق السحب الخاصة عام 1970 أعطيت سعرا يعادل 0,888671 غ ذهب صافي. و على الرغم من أن وحدات حقوق السحب الخاصة قد وجدت في الأصل لإستعمالات الدول و البنوك المركزية. إلا أنه إنتشر إستعمالها و أصبحت تحظى بقبول واسع و أصبح بالإمكان إستعمالها على نطاق القطاع الخاص من خلال إيداع و قبول ودائع و إصدار شهادات إيداع و تنظيم قروض تحدد قيمتها بوحدات حقوق السحب الخاصة.¹³

- أما المعادن الثمينة : فهي بشكل أساسي من الذهب و الفضة. و من المعروف أن إستخدام الذهب قديم جدا، و إستخدم كعملة و بعد ذلك حلت تدريجيا العملات الورقية محل العملة الذهبية، و في عام 1971 إنتهى تقريبا إرتباط العملات بالذهب، خاصة بعد إعلان الرئيس الأمريكي نيكسون في أوت 71 على تخلي أمريكا عن نظام قاعدة الذهب، و يعتبر سوق لندن من أقدم أسواق الذهب و هناك أسواق أخرى في سويسرا و هونغ كونغ، و نيويورك، و توجد عادة للمحتفظين بالذهب الفرصة لإقراضه في الأسواق مقابل الحصول على الفائدة و نظرا للمنافسة الشديدة في أسواق الذهب، فإن أسعار الفائدة هذه تكون متدنية 0,5% - 0,75% سنويا.¹⁴

● محافظ العملات الأجنبية:

- المحفظة النقدية: تتكون في العادة من مزيج من ودائع أو شهادات إيداع بالعملات الأجنبية المختلفة تقدر قيمتها بمائة ألف دولار فما فوق.

المحفظة المركبة: تتكون من مزيج من العملات الأجنبية مستثمرة في أوراق نقدية و أوراق مالية مختلفة محمزة بالعملات الأجنبية و تقدر قيمتها بمليون دولار فأكثر، و المحافظ بالعملات الأجنبية ذات محاور رئيسية مختلفة منها :

محفظة المحور الأمريكي: وتتضمن الاستثمار بالدولار الأمريكي بشكل خاص، و الأورو دولار أي الدولار الأمريكي الموجود في أوروبا.

هي المحافظ التي يتم تشكيلها بناء على طلب العملاء و حسب رغبتهم، حيث يحدد المستثمر في هذا النوع من المحافظ مدير المحفظة الأدوات التي يرغب أن تتضمنها المحفظة ونسب توزيعها، و تعليمات إدارتها، بحيث يكون دور المدير دورا تنفيذيا، ينفذ تعليمات العميل. المستثمر. و يعمل وفق توجيهاته، و قد يترك العميل في هذا النوع من المحافظ أيضا لمدير محفظته حرية التصرف وفق ما تقتضيه ظروف السوق و متطلبات الاستثمار و المستحقات فيه، و الذي بدوره يجب أن يجعل هذه المحفظة قادرة على الموازنة بين الأمان و السيولة و الربحية حتى تفي المحفظة بأغراضها.⁸

المحافظ العامة - محافظ المؤسسات

هي محافظ مؤسسات عامة استثمارية مشكلة سلفا من أدوات استثمارية متنوعة، على شكل صناديق مشتركة و قد تكون على شكل شركات استثمارية ذات أسهم مطروحة للاكتتاب العام، و في هذه الحالة فإن المستثمر يعتبر مساهما في رأس المال، و لا يكون له دور في إدارة المحفظة إلا بالمقدر الذي توفره له ملكيته من أسهم. قد يكون عضو في مجلس الإدارة أو قد لا يكون.

و تقسم المحافظ بناء على الأدوات المستخدمة فيها إلى:⁹

- محافظ الأدوات النقدية.

- محافظ العملات الأجنبية.

● محافظ الأدوات النقدية : مثل الأسهم، السندات، شهادات الإيداع و إسناد القروض و الأوراق المستحدثة والمعادن الثمينة.

- بالنسبة لمحافظ الأسهم العادية : فهي تشمل على أسهم عادية فقط لكن هذه الأسهم تختلف فيما بينها بإختلاف سماتها، فهناك أسهم تصدرها شركات تتسم بدرجة عالية من النمو، وأخرى أسهم تصدرها منشآت عاملة في صناعة معينة، بل و ربما منشآت عاملة في منطقة جغرافية معينة و هكذا ... لذا فإن القرار الأول الذي ينبغي أن يتخذه المستثمر هو ما إذا كان يرغب في استثمار أمواله في أسهم عادية أم لا ؟ ... و إذا كانت الإجابة بنعم، حينئذ يصبح قراره التالي هو إختيار نوعية الأسهم التي يفضلها.¹⁰

- أما المحافظ بالسندات: فهي تتكون من سندات قد تكون صادرة من منشآت الأعمال أو صادرة من الحكومة بشكل يتسنى معه خدمة قطاع معين من المستثمرين. و قد تكون سندات مرتفعة الجودة.¹¹

تحديد معالم أساسية ترشده لاتخاذ قرار الاستثمار و تبدأ بتحديد المبتغى و قيمة الثروة التي يمكن أن يستغلها في الاستثمار المالي، ثم يقوم بتحديد قدراته على تحمل مختلف الخسائر المحتملة، و من هنا كان عليه أن يصنع سياسة استثمارية يدرس من خلالها كافة العوامل و يقوم بعملية تحليل الأوراق المالية، أي بعبارة أخرى تكوين أو بناء محفظة الأوراق المالية بهدف التعرف على تلك الأصول الواجب الاستثمار فيها، ثم تأتي عمليات التعديل في هيكل المحفظة حسب الظروف المستجدة. فما هي أنواع السياسات الاستثمارية التي يتخذها المستثمر عند تكوين المحافظ الاستثمارية، و كيف يتم تعديل هذه الأخيرة وفقا للظروف المستقبلية ؟

أهمية المحفظة في تحليل مخاطر الاستثمار.

تهدف المحفظة أساسا إلى تفادي مخاطر الاستثمار التي يمكن أن يتعرض لها المستثمر عند التركيز على أداة استثمار واحدة، و ذلك عن طريق التنوع مع ضمان حد مقبول من الدخل و تحقيق العوائد الإيجابية بالإضافة إلى زيادة القيمة السوقية لرأس المال¹⁷. ومخاطر الاستثمار كما ذكرنا هي مخاطر تتعلق في العمل أو في السوق أو في الفائدة... إلخ، فما هي أهمية المحفظة في تحليل مخاطر الاستثمار¹⁸؟

1. إن كانت مخاطر الاستثمار تتعلق في العمل و بالتالي بالقدرة على الوفاء، فعن طريق المحفظة يمكن للمستثمر أن يتفادى هذه المخاطر عن طريق تكوين المحفظة التي تشتمل على الأوراق المالية التي لا تتعرض لهذا النوع من المخاطر مثل السندات و الأذونات الحكومية.

2. إذا كانت مخاطر الاستثمار تتعلق في السوق بحيث يخشى المستثمر من الاتجاه العكسي لأسعار السوق و بالتالي انخفاض القيمة السوقية لرأس المال، ففي هذه الحالة يمكن تجنب مثل هذه المخاطر عن طريق الاستثمار في الأوراق المالية عالية الجودة مثل تلك الأوراق التي تعود إلى مؤسسات ذات تاريخ طويل في النجاح.

3. إذا كانت مخاطر الاستثمار تتعلق مثلا في سعر الفائدة و الخشية من تقلب سعر الفائدة لغير صالح المستثمر (مثلا عندما ترتفع أسعار الفائدة في السوق فإن قيمة السندات تقل و العكس عندما تنخفض أسعار الفائدة فإن قيمة السندات تزيد)، ففي هذه الأحوال يمكن اللجوء إلى الاستثمار قصير الأجل عوضا عن الاستثمار طويل الأجل¹⁹.

تكوين المحافظ الاستثمارية

محفظة المحور الأوروبي: و تتضمن الاستثمار بالعملة الأوروبية، الآن أصبحت هناك عملة واحدة هي الأورو. بالإضافة إلى الين الياباني.

محفظة المحور المختلط أو المتوازنة: و تتضمن الاستثمار بمزيج من عملات الاتجاهين الأمريكي و الأوروبي و يقع الاستثمار في حقوق السحب الخاصة ضمن هذا الاتجاه.

بالإضافة إلى هذه الأنواع يمكن أن نذكر أن هناك محافظ تختلف باختلاف تواريخ استحقاق الأوراق المالية المتكونة منها بين أوراق مالية طويلة أو قصيرة الأجل. كما أنه هناك محافظ تختلف حسب المخاطر، فهناك محافظ أوراق مالية ذات مخاطر و محافظ أوراق مالية خالية من المخاطر. و تدل الشواهد على أن السندات تنطوي على مخاطر أكبر بالمقارنة بسندات الخزينة و لا تزال الأسهم أكثر مخاطرة منها، و لاشك أن الاستثمارات ذات المخاطر عوائدها أعلى من تلك الأقل مخاطرة.

يمكن للمستثمرين تشكيل محفظة الأوراق المالية من مختلف الأصول الاستثمارية، و قد تشكل المحفظة من أصول خالية المخاطر مثل أذون الخزينة و بعض الأسهم العالية المخاطرة وهكذا. أما الأصول الخالية من المخاطر تعتبر أذون الخزينة الحكومية مثلا للاستثمارات المالية بالتقلبات في سعر الفائدة، و بذلك يمكن إهمال أثر التضخم لأن الاستثمار في هذا النوع لا يتجاوز عدة أسابيع أو عدة أشهر¹⁵.

رغم تنوع المحافظ من حيث التخصص أو من حيث الأصول، إلا أنه في أغلب الأصول تكون أصول المحفظة من النوع المختلط، وهذا ما يعكس على القرارات الاستراتيجية لمدير المحفظة الذي قد يكون مالكا للمحفظة أو ماجور و حينئذ تتفاوت صلاحياته في إدارتها وفقا لشروط العقد المبرم بينه و بين مالك أو مالكي المحفظة، و هو ما يعرف بقرار المرح للرئيس والذي يتم من خلاله تحديد التركيبة أو التشكيل الأساسية لأصول المحفظة، أي الوزن النسبي لكل أصل من أصول المحفظة منسوبا لرأسها الكلي، و تبرز في القرار مهارة المدير في تكوين تركيبة المحفظة إلى ما يعرف بتكوين " المحفظة المثلى " التي تتكون من تشكيلة متنوعة و متوازنة من الأصول و الأدوات الاستثمارية و بكيفية تجعلها الأكثر ملائمة لتحقيق أهداف المستثمر مالك المحفظة أو من يتولى إدارتها و يتحدد نمط المستثمر بشكل عام في ضوء متغيرين أساسيين يقوم عليهما أي قرار للاستثمار و هما¹⁶:

- العائد على الاستثمار ؛
- مستوى المخاطرة المقبولة.

إن عملية الاستثمار المالي تعد عملية جد معقدة إن تعتمد على دراسات دقيقة و تتطلب حكمة و جرأة المستثمر، لما تتوفر عليه من مخاطر متعددة يصعب التنبؤ بها. لهذا وجب على المستثمر

3- السياسة المتوازنة (الدفاعية و الهجومية) : يتبنى هذه السياسة غالبية المستثمرين بحيث يتم مراعاة تحقيق توازن نسبي، في المحفظة يؤمن عوائد معقولة عن مستويات معقولة من المخاطرة، لذلك يوزع رأس المال للمستثمر على أدوات استثمار متنوعة تتيح للمستثمر تحقيق دخل ثابت في حدود معقولة دون أن تحرمه فرصة تحقيق أرباح رأسمالية في حالة توفرها، و تكون القاعدة الأساسية لهذا النوع من المحافظ تشكيلة متوازنة من أدوات الاستثمار، أدوات استثمار قصيرة الأجل عالية السيولة مثل أدونات الخزينة مضاف إليها أدوات استثمار طويلة الأجل مثل العقارات، و الأسهم العادية و الممتازة أو سندات طويلة الأجل إلخ. مثل هذه المحفظة تتيح للمستثمر تحقيق الأرباح الرأسمالية في حالة ارتفاع الأسعار ويستطيع أن يبيع الأوراق قصيرة الأجل أما في حالة هبوط الأسعار فإن احتواء المحفظة على عقارات و أدوات أخرى سندات طويلة ذات دخل ثابت يخفض على المستثمر إمكانية الخسارة.

كيفية تكوين المحافظ الاستثمارية على أساس السياسات الاستثمارية :

يبدأ تكوين محفظة الأوراق المالية بتقدير المخاطر المالية، أي تقدير ما إذا كان المستثمر سيشتري أسهما، أو سندات، ثم أي نوع من الأسهم و السندات يقرر المستثمر شراءها، إذ أن الأوراق المالية تتعرض لدرجات مختلفة من المخاطر المالية، ثم إلى أي حد يمكنه توزيع، أو تركيز هذه المخاطر و يتم تكوين المحافظ الاستثمارية عن طريق :²²

1- اختيار الأوراق المالية : يكون اختيار نوع الأوراق المالية حسب السياسة التي سوف ينتهجها المستثمر فإن إتبع (سياسة متحفظة) فإنه يفضل ثبات الدخل و عدم التعرض للخسارة في القيمة السوقية، وبالتالي فإنه سيقدر شراء السندات من الدرجة الأولى مثل السندات الحكومية، و الأسهم الممتازة، فهذه الأوراق تمتاز بثبات دخلها، و عدم تقلب أسعارها إلا قليلا، أما في حالة إتباع سياسة غير متحفظة أي المضاربة، فإنه سيقدر شراء الأوراق المالية التي تحمل درجة كبيرة من المخاطر المالية، مثل الأسهم العادية التي تمتاز بالتغير المستمر في دخلها، و قيمتها السوقية، لأن الاستثمار في هذا النوع من الأوراق يتيح للمستثمر تحقيق الأرباح الكبيرة في الدخل، و القيمة السوقية.

2- توزيع المخاطر المالية : بعد اختيار نوع معين من الأوراق المالية مثل السندات فهذا لا يعني بالضرورة شراء هذه السندات من شركة واحدة، لأن ذلك يؤدي إلى تركيز المخاطرة المالية في إصدار معين، في حين أن شراء السندات لعدد كبير من وحدة

يمكن أن تكون هناك أنماط عديدة لتكوين المحافظ الاستثمارية، نختار منها نموذج بسيط على اعتبار أن المستثمر يسعى إلى تحقيق المحفظة الاستثمارية الأمثل: التي تعطي أكبر عائد ممكن بأدنى حد من المخاطرة.

تكوين المحافظ الاستثمارية على أساس النسب الأساسية لمزج أصول المحفظة :

الخطوة الأولى أو القرار الأول الذي يتخذه المستثمر في بناء المحفظة و هو تحديد النسب الأساسية لمزج أصول المحفظة، و الذي بموجبه يتحدد نوع الأصول و درجة جودتها، ثم نسبة كل أصل منها إلى القيمة الإجمالية للمحفظة²⁰. تكوين المحافظ الاستثمارية على أساس نسب المزج في كل أصل من أصول المحفظة. الخطوة الثانية على مستوى المجالات الفعلية و عليه أن يقرر المستثمر نسب المزج في كل أصل من أصول محفظته.

سياسات تكوين المحافظ الاستثمارية

أنواع سياسات تكوين المحافظ الاستثمارية : يمكن أن نميز بين ثلاثة سياسات لتكوين المحافظ الاستثمارية هي:²¹

- السياسة الهجومية (أو السياسة غير المتحفظة) ؛
- السياسة الدفاعية (أو السياسة المتحفظة) ؛
- السياسة المتوازنة (الهجومية الدفاعية).

1- السياسة الهجومية (أو السياسة غير المتحفظة) : يبنى المستثمر هذه السياسة عندما يكون هدفه الرئيسي جني أرباح رأس مالية بفعل التقلبات الحادثة في أسعار أدوات الاستثمار، بمعنى أن اهتمام المستثمر يكون موجها نحو تنمية رأس المال المستثمر أكثر من الاستثمار و يطلق على هذا النوع من المحافظ (محافظ رأس المال). و من أفضل أدوات الاستثمار المناسبة لهذا النوع من المحافظ هي الأسهم العادية حيث تشكل 80 % . 90 % من قيمة المحفظة، و يلجأ المستثمر إلى إتباع هذه السياسة في الفترات التي تظهر فيها مؤشرات الازدهار الاقتصادي، فعند شراء الأسهم العادية و الاحتفاظ بها تتحسن الأسعار و بذلك يحقق المستثمر الأرباح الرأسمالية بمجرد زيادة أسعار تلك الأسهم.

2- السياسة الدفاعية (السياسة المتحفظة) : يتبع المستثمر هنا سياسة عكس السياسة الأولى بحيث يكون متحفظا جدا اتجاه عنصر المخاطرة و ذلك بسبب تركيزه الشديد على عامل الأمان، بحيث يعطي المستثمر أهمية كبيرة لأدوات الاستثمار ذات الدخل الثابت و تشكل قاعدتها الأساسية السندات الحكومية و الأسهم الممتازة بنسبة تتراوح بين 60 % . 80 % .

الحالة فإنه من المهم أن يضع المستثمر خطة لإعادة النظر في تكوين المحفظة عند تقلبات الأسعار، و ذلك قبل أن تدهمه الأحداث ويضطر إلى وضع سياسة مرتجلة. ويمكن تقسيم سياسات إعادة تكوين محفظة الأوراق المالية إلى:²⁴

سياسة دفاعية: الغرض منها تقليل الخسائر في محفظة الأوراق المالية بسبب تقلبات الأسعار، و طبقا لهذه السياسة فإن المستثمر لا يرغب في تحقيق أي ربح و في نفس الوقت يرغب في تجنب الخسارة، و كل ما يريده هو الاحتفاظ بيهكل محفظته كما كونها لأول مرة، غير أنه يضطر للشراء أو البيع، و في هذه الحالة تتم العملية بالأسعار السائدة في السوق مثل شراء أوراق مالية جديدة للمحفظة أو إعادة استثمار بعض الأموال التي كانت مستثمرة في سندات حل ميعاد استحقاقها.

و قد يلجأ المستثمر إلى بيع أوراق مالية أخرى إذا أصبحت لا تتناسب مع أهدافه، فقد يحدث أن تكون هذه الأوراق من الدرجة الأولى و ساء المركز المالي للشركة المصدرة، وأصبحت هذه الأوراق من الدرجة الثانية، الأمر الذي لا يتناسب مع ظروف المستثمر الخاصة فيقرر بيعها، و باختصار فإنه مع تغيرات أسعار الأوراق المالية فإن بعضها التي كانت جذابة في الأصل لم تعد كذلك و العكس فيما يتعلق بأوراق لم تكن جذابة في الأصل و أصبحت جذابة و يترتب على ذلك أن المستثمر قد يرغب في التخلص من الأولى، و إضافة الثانية لمحفظته.

السياسة المتحررة: الغرض من هذه السياسة هي تحقيق أرباح لمدة طويلة أي تأجيل شراء الأوراق المالية على أمل انخفاض الأسعار، و كذا تأجيل البيع على أمل ارتفاع الأسعار ارتفاعا جديدا، والأوراق المالية التي تناسب هذه السياسة هي الأسهم العادية، كما أن هذه السياسة تناسب المستثمرين الذين يستطيعون ترك أموالهم مستمرة لمدة طويلة في الأسهم، و الذين لديهم قدر كبير من الأموال لاستثمارها في عدة أنواع من الأسهم لمدة طويلة حيث تتوزع المخاطر المالية بين هذه الأنواع من الأسهم.

2- تعديل محفظة الأوراق المالية حسب التنبؤات المستقبلية:

بالإضافة إلى وجود سياسات خاصة بتكوين محفظة الأوراق المالية و أخرى خاصة بتعديل المحفظة على أساس تغير أسعار الأوراق المالية، فإنه توجد سياسات أخرى لإعادة تكوين المحفظة على أساس التنسيق بتغيرات الأسعار.

إن المستثمر لا يقف ساكنا أمام تقلبات الأسعار الأوراق المالية إذا ما كان قادرا على تحقيق أرباحا، أو تجنب خسارة من خلال

الشركات يدل على توزيع المخاطر المالية للمحفظة لكن هذا وحده لا يكفي بل يجب أن تكون الأخطار غير متصلة ببعضها، كأن تكون أوراق مالية لشركات مختلفة النشاط، أو تنشط في مناطق جغرافية مختلفة، أو قد يتم تكوين محفظة من أوراق مالية حكومية و أخرى تصدرها الشركات. و توزيع المخاطر لا يعني تقليل درجة المخاطر التي تتعرض لها المحفظة، إنما يؤدي فقط إلى تحقيق درجة الثبات في الدخل، أو في القيمة السوقية للأوراق المالية أي تحديد درجة المخاطر المالية.

3- مواجهة مخطر سعر الفائدة: أما فيما يخص مواجهة المستثمر لمخاطر سعر الفائدة عند تكوين المحفظة المالية فهي أكثر تعقيدا من المخاطر المالية لأن هذه الأخيرة تكون نفسها بالنسبة لدخل الأوراق المالية، وكذا قيمتها السوقية أما في حالة مخاطر سعر الفائدة فإن السندات طويلة الأجل أكثر استقرارا في الدخل من السندات قصيرة الأجل، و هذا لا يظهر إلا في حالة استهلاك هذه السندات، وإعادة استثمار الحصيلة في السندات مرة أخرى، و كأن سعر الفائدة قد ارتفع فبذلك تزداد قيمة الدخل، أي أن ثبات الدخل يتوقف على طريقة ترتيب مواعيد استحقاق السندات في المحفظة من سندات ذات تواريخ استحقاق واحدة أو متقاربة في خلال فترة قصيرة، بل يكون الترتيب بحيث أن جزء معين من هذه السندات يستحق في نهاية كل عام أو عامين.²³

أما إن انتهج سياسة متحررة، فإنه سيجتنب مواعيد استحقاق السندات في تاريخ واحد، أو تواريخ متقاربة خلال فترة قصيرة و هذه السياسة لا تتبع إلا إذا توقع المستثمر ارتفاعا في سعر الفائدة في المستقبل. من ناحية أخرى و نظرا لأن أسعار السندات طويلة الأجل تتقلب أكثر من أسعار السندات قصيرة الأجل، فإن المستثمر المتحفظ يجتنب الاستثمار في السياسات قصيرة الأجل أما السياسة المتحررة فتحبذ الاستثمار في السندات طويلة الأجل، لأنها تهيئ الفرصة للحصول على ربح من ارتفاع القيمة السوقية في حالة انخفاض سعر الفائدة.

تعديل المحفظة الاستثمارية على أساس تقلبات الأسعار و التنبؤات المستقبلية

1- تعديل محفظة الأوراق المالية حسب تقلبات الأسعار:

كما سبق ذكره فإن تكوين محفظة الأوراق يتم وفقا لظروف و احتياجات كل مستثمر، وعلى أساس السياسة التي انتهجها سواء كانت السياسة متحفظة أو متحررة، لكن كثيرا ما تجبره الظروف المتمثلة في تقلبات أسعار الأوراق المالية على إعادة النظر في هيكل محفظة الأوراق المالية، و لكن دون المساس باحتياجاته التي أخذت بعين الاعتبار عن تكوين المحفظة أول مرة و في هذه

بعد طرح قيمة ديونها²⁷، " إن تقييم الأسهم بتدفقات الخزينة المولدة بواسطة الأصل الاقتصادي يكون عن طريق تقييم الأصل الاقتصادي أولاً ثم خصم قيمة الديون الصافية منه للحصول على قيمة الأموال الخاصة، و بتقسيم قيمة الأموال الخاصة على عدد الأسهم نجد قيمة السهم²⁸ .

إن المؤسسات ذات الأسهم تلجأ إلى إصدار سندات عندما تكون بحاجة لمبالغ كبيرة من الأموال والاستفادة من قروض مقابل هذه السندات التي تمثل حقوق على المؤسسة و هي الفائدة السنوية، و قيمة القرض. يمكن أن تكون للسند ثلاثة (03) قيم²⁹ :

أولاً- قيمة اسمية (C) : هي قيمة القرض التي يمثلها السند، و يتم حساب الفائدة بتطبيق معدل الفائدة (i) على هذه القيمة. ثانياً- سعر الإصدار (E) : قد يكون هذا السعر مساوياً للقيمة الإسمية و لكنه في غالب الأحيان أقل منها ($E < C$) و هذا لتشجيع المقرضين المحتملين على شراء السندات المقدمة فإذا كان $C = 1000$ و $E = 990$ ، فيشتري المقرض السند بسعر 990 و يأخذ فائدة محسوبة على أساس 1000 و تعويض قدره 1000.

ثالثاً- سعر التعويض R: من أجل تقديم مزايا أكبر للمقرضين و الزيادة في رغبتهم في الحصول على السندات يمكن وضع سعر تعويض أكبر من القيمة الإسمية للسند (C) أي أن: $R \geq C \geq E$

بهدف تجنب المستثمر في المحفظة عامل المخاطرة، اقترح بعض الخبراء فكرة " التنوع الكفاء "، و تنسب هذه الفكرة إلى ماركويتز الذي أدرجها ضمن نظريته في محفظة الأوراق المالية. حيث قام أساس هذه النظرية على ضرورة التنويع بعائد المحفظة و مخاطرة كل أصل قبل اتخاذ قرار التنويع، و بالاعتماد على هذه التقديرات يمكن للمستثمر أن يكون محفظته و ينوعها محققاً في ذلك أقل قدر من المخاطرة، و سنوضح هذه الفكرة أكثر فأكثر من خلال تناولنا لحثيات هذه النظرية و أسسها.

2-3- التنوع و محفظة الأوراق المالية : يقصد بالتنوع قرار المصرف الخاص بتشكيلة الاستثمارات التي تتكون منها المحفظة (سواء محفظة القروض أو الأوراق المالية). و من شأن التشكيل الجيد تخفيض درجة المخاطر التي يتعرض لها عائد المحفظة، دون أن يترتب على ذلك تأثير على حجم ذلك العائد. هذا و توجد أسس مختلفة للتنوع أو التشكيل من أهمها تنوع جهة الإصدار و تنوع تواريخ الاستحقاق³⁰. فالمخاطر أسس مختلفة للتنوع أو التشكيل من أهمها تنوع جهة الإصدار و تنوع تواريخ

هذه التقلبات و بالتالي فمن الطبيعي أن يهتم بتقدير ما سيحدث لأسعار الأوراق المالية و أن يصنع السياسات التي ترمي للاستفادة من هذا التنبؤ²⁵.

1-2- تعديل المحفظة على أساس التنبؤ بالأسعار خلال الدورة الاقتصادية : وحتوى هذه السياسة أن أسعار الأوراق المالية تتحرك في نفس اتجاه الدورة الاقتصادية، ففي فترة الراج ترتفع أسعار الأوراق المالية و عندما يبلغ هذا الارتفاع مداه يتوقع المستثمر انتهاء فترة الراج وبداية فترة الكساد التي سيصاحبها انخفاض الأسعار فيعمل المستثمر على تعديل محفظته بحيل سيقبل ما لديه من الأسهم العادية، و الأوراق المالية من الدرجة الثانية و يشتري بمحيلة البيع أوراقاً مالية من الدرجة الأولى، مستفيداً من سعرها المنخفض و في فترة الكساد تنخفض الأسعار، و يصل الانخفاض إلى مداه فيتوقع المستثمر أن تتحسن الأحوال في المستقبل فيعمل على تقليل ما بمحفظته للاستفادة من التغير في الأسعار المحتملة في المستقبل²⁶.

2-2- تعديل المحفظة على أساس التنبؤ بسعر الفائدة : لقد سبق و أن ذكرنا أن التغيرات التي تحدث في سعر الفائدة تؤثر بدرجة أكبر على أسعار السندات القصيرة الأجل و عليه فإن المستثمر إذا توقع انخفاض سعر الفائدة في السنة المقبلة فإنه يزيد نسبة السندات طويلة الأجل في محفظته، و يقلل السندات قصيرة الأجل، وهذا ليستفيد من ارتفاع أسعار السندات طويلة الأجل الناتج عن انخفاض سعر الفائدة. أما إذا توقع ارتفاعاً في سعر الفائدة في المستقبل، فإنه يقلل من نسبة السندات طويلة الأجل في محفظته و يزيد من نسبة السندات قصيرة الأجل، و هذا حتى يقلل الخسارة الناتجة عن انخفاض الأسعار في المستقبل و من الملاحظ أن الأرباح التي تعود على المستثمر في إتباع هذه السياسة ليست كبيرة من ناحية أخرى فإنه إذا أخطأ في تقديره لأسعار الفائدة في المستقبل فإن خسارته تكون محدودة.

في ظل التقلبات الاقتصادية الحديثة و الاتجاه نحو نظام اقتصادي جديد شعاره الشمولية والعمولة، و ما نتج عن ذلك من تفتح الأسواق و بروز الشركات المتعددة الجنسيات، بدأت في الانتشار ظاهرة تسمى ظاهرة اللاوساطة المالية، أين أصبح بإمكان الأفراد استثمار أموالهم مباشرة بدون الحاجة إلى وساطة البنوك التجارية لاستثمارها لهم. فصار بإمكان أي شخص اكتساب حصص في مؤسسة أو مؤسسات مختلفة عن طريق شراء أو الاستثمار في الأصول المالية، من هنا فإن ظاهرة اللاوساطة المالية توجب على الأفراد أن يكونوا على دراية بالوضعية المالية للمؤسسات التي سيستثمرون فيها أموالهم، و التي يعبر عنها بالقيمة المالية للمؤسسة التي تعرف على أنها " القيمة الاقتصادية للمؤسسة ما

ماركوبتير أول من بادر بذلك في إطار " نظرية المحفظة المالية " والتنويع الجيد. وعندما يذكر أحد الأفراد في الاستثمار في ورثة مالية جديدة، يكون من المفيد الأخذ في الاعتبار علاقة هذا الاستثمار و سندات، إلا أنه يمكن استخدام مفاهيم هذه النظرية في معالجة موضوع الإنفاق الرأسمالي.³⁵

أثبت ماركوبتير سنة 1952*، أن التنويع السابق " ساذج "، أي التنويع القائم على أساس زيادة الاستثمارات المكونة للمحفظة، لأنه قد لا يؤدي إلى تقليل المخاطرة، و جاءت نظريته ضمن ما يسمى " بالتنويع الكفاء " الذي يقوم على أساس تقدير العائد و المخاطرة للأوراق المالية التي تدخل ضمن المحفظة المالية. و لقد قام ماركوبتير بتقديم إسهام رائد في هذا المجال، إذ تناول مشكلة تكوين المحفظة المالية بمعلومية تقديرات المطلبن للعوائد المستقبلية المحتملة للأوراق المالية، و لقد برهن على أن كل من العائد و المخاطرة يجب أن يخضعها للبحث و الدراسة، و قدم إطارا للقياس الكمي لكليهما، و أظهر كيف يمكن أخذ العلاقة بين المخاطر و عائد الأوراق المالية في الحسبان عند تكوين المحفظة. و يبدي ماركوبتير بملاحظة أن العائد المستقبلي للورقة يمكن تقديره و أن المخاطرة تعادل التغير أو التباين في توزيع العوائد، و باستخدام هذه المتغيرات تمكن من تقديم إطار لتقدير المقدار الواجب حيازته من كل ورقة مالية عند تكوين المحفظة المالية.³⁶

تقييم العائد و المخاطرة :

تعتبر العلاقة بين المخاطرة الواجب قبولها و العائد المتوقع جوهرية بالنسبة لكافة قرارات الاستثمار و الإقراض الحديثة، و قد يبدو أنه كلما زادت درجة المخاطرة المتصدرة للاستثمار أو القرض كلما زاد معدل العائد المطلوب للتعويض عن تلك المخاطرة.

تقدير العائد : في عالم اليوم يستحيل فيه التأكد من أي شيء، لا يستطيع المستثمرون مسبقا معرفة معدل العائد الذي سيذره الاستثمار، و مع ذلك فإنهم يستطيعون صياغة توزيع احتمالي لمعدلات العائد المحتملة. و يمكن أن يكون التوزيع الاحتمالي إما موضوعي أو ذاتي، و يتم تشكيل التوزيع الاحتمالي الموضوعي عن طريق قياس البيانات التاريخية الموضوعية، أما التوزيع الذاتي أو غير الموضوعي فيتم تشكيله عن طريق وضع تخمينات شفوية تم تخصيص احتمالاتها لها، فبالنسبة للعائد التاريخي للمحفظة يمكن حسابه من العلاقة³⁷:

| |
|--|
| $\text{عائد المحفظة} = \frac{\text{القيمة السوقية للمحفظة في نهاية الفترة} - \text{القيمة السوقية للمحفظة بداية الفترة}}{\text{القيمة السوقية للمحفظة في أول الفترة}}$ |
|--|

الاستحقاق.³¹ فالمخاطر المنتظمة يتم تخفيضها عن طريق التنويع الدولي، أي الاستثمار في البورصات الدولية المختلفة (حيث يتم تخفيض الخسارة و الاستفادة من عوائد أعلى في بورصات عالمية: أمريكية، فرنسية، دولية)، أما المخاطر غير المنتظمة فيتم تخفيضها عن طريق التنويع القطاعي للمحفظة أي الاستثمار في عدد مختلف من قطاعات الاقتصاد الوطني.³² و بالتالي تنويع جهة الإصدار.

2-4- التنويع الساذج و ظهور الاتجاه الجديد : في إطار تنويع جهة الإصدار كحل لتحقيق مخاطر المحفظة المالية هناك أسلوبان لهذا التنويع: التنويع الساذج و تنويع ماركوبتير. فيقوم التنويع الساذج أو أسلوب التنويع البسيط على فكرة أساسية، هي أنه كلما زاد تنويع الاستثمارات التي تضمته المحفظة، انخفضت المخاطر التي يتعرض لها عائلها، فمحفظة الأوراق المالية التي من سندات أصدرتها ثلاث مؤسسات يتعرض عائلها لمخاطر أقل من المخاطر التي تتعرض لها محفظة أخرى تتكون من سندات أصدرتها مؤسستان³³. و هكذا ... و يمكن التعبير عن أسلوب التنويع الساذج بالحكمة القائلة " لا تضع كل البيض في سلة واحدة ". قد يأخذ التنويع الساذج صورة تتمثل في وضع حدا أقصى للمبالغ المستثمرة في إصدار واحد، كأن يقوم المصرف مثلا ألا يزيد حجم الأموال المستثمرة في أي إصدار عن (5 %) من مجموع مخصصات المحفظة و هذا لعدم تركيز موارد المصرف في عدد محدود من الاستثمارات.

- في هذا الصدد تشير الدراسة التي قام بها إلفنورشر إلى أن أسلوب التنويع الساذج يضمن التخلص من الجانب الأكبر من المخاطر ذات الصيغة الخاصة.

- مخاطر غير منتظمة، و ذلك إذا ما اشتملت المحفظة على استثمارات مختارة عشوائيا يتراوح عددها بين 10 و 15 نوع، على أن يؤخذ في الحسبان عدم المغالاة في تنويع مكونات المحفظة، لما لذلك من آثار عكسية أهمها:³⁴

أولا- صعوبة إدارة المحفظة بسبب كثرة المنشأة المصدرة و ضرورة تحليل المركز المالي لها.

ثانيا- تكاليف عالية للبحث عن استثمارات جديدة لضمها للمحفظة.

ثالثا- ارتفاع تكاليف شراء الاستثمارات، فالتنويع الكبير يعني شراء كمية صغيرة من كل إصدار و هذا يؤدي بدوره إلى ارتفاع متوسط المادة المدفوعة للسماسة.

رابعا- اتخاذ قرارات مالية غير سليمة، كاستثمار في أوراق مالية غير جيدة.

نتيجة لهذه النقائص التي شابت هذا الأسلوب من التنويع المغالي الساذج، حاول بعض الخبراء اقتراح تنويع أحر أكثر دقة يقوم على أساس من القياس و التحديد. فكان الباحث دهاري

بعد تحديد عائد و مخاطر كل محفظة، لجأ ماركويتز إلى محاولة وضع قاعدة للاختيار بين مجموعة من المحافظ عن محفظة مثلى.

الفرص الاستثمارية في المحافظ : يرى ماركويتز أنه بمعرفة العائد و المخاطرة المتوقعين لكل محفظة، يمكن ترتيب مجموع هذه المحافظ مثلاً أ، ب، ج، د (التي تعطي مستويات معينة من العائد و المخاطرة) و تحديد بعد ذلك الحد أو الوضع الأمثل للاستثمار بالمحفظة المالية. فإذا افترضنا أننا ندرس عدد ن من الاستثمارات، فإنه يمكن تكوين عدد لا نهائي من المحافظ الاستثمارية، و يكون لكل محفظة عائداً متوقعا م (ع ف) وخطر (د ف) وتظهر جميع المحافظ المحتملة والممكن تحققها في المنطقة المظللة من الشكل رقم (02). بمعرفة مجموعة المحافظ المحتملة، و التي يمكن تكوينها من الأصول المتاحة، فما هي المحفظة التي يجب اختيارها ؟ الواقع أن الاختيار يتضمن اتخاذ قرارين⁴³:

- تحديد مجموعة المحافظ الكفاء.
- الاختيار من بين هذه المجموعة تلك المحفظة التي تحقق مصلحة المستثمر بأقصى درجة. و تعرف " المحفظة الكفاء " بأنها تلك المحفظة التي توفر أقصى عائد متوقع لدرجة معينة من الخطر، أو التي تحقق أقل درجة من الخطر في ظل مستوى معين من العائد المتوقع.

خلاصة : تعطي الأوراق المالية لصاحبها الحق في شراء سهم أو سند معين في خلال فترة محددة و بسعر مستقبلي، أو تعطي له الحق في بيع سهم أو سند بسعر محدد و خلال فترة محددة، و الهدف الأساسي لهذه الأوراق المالية هو المضاربة أو تقليل المخاطر من خلال تكوين محفظة مدروسة. يقوم تكوين أي محفظة مالية على أساس تنوع محتوى أصولها من أسهم و سندات و يعتبر هذا التنوع أسلوباً لمواجهة المخاطرة التي تواجه هذا الاستثمار و تحقيق درجة معينة من العائد. فمن المختصين من كان يرى أن مجرد زيادة عدد الأصول المكونة للمحفظة يضمن تحقيق عائد مرتفع درجة الارتباط بين عوائد الأصول المكونة للمحفظة، زيادة معها درجة المخاطرة التي تتعرض لها هذه الأخيرة، و سمي هذا الأسلوب (أسلوب التنوع الكفاء). و عن طريقه يتوصل المستثمر إلى تكوين محفظة مالية مثالية عند درجة معينة من المخاطرة و مستوى من العائد الذي يقبل به هذا المستثمر.

تقدير المخاطرة: لا بد من إيجاد بديل كمي للمخاطرة حتى يمكن تحليلها، و لكي ينجح هذا الدليل فلا بد أن نقيس بطريقة مباشرة أو غير مباشرة، فرصة تكبد الضرر أو التلف، وهذا بالاعتماد على الاحتمالات المتوقعة لعائد الاستثمار في الأوراق المالية و مدى تباين واختلاف بين احتمالات معدلات العائد، فكلما زادت درجة تباين هذه الاحتمالات و تشتتها عن المتوسط المرجح ارتفعت المخاطرة التي تتعرض لها المحفظة و هذا ما تناولته نظرية المحفظة المالية.³⁸

يظهر الشكل رقم (01) توزيعين احتماليين لعوائد محفظة، و يلاحظ أن توزيع المحفظة س أكثر تشتتاً من المحفظة ص، مما يعني أن خطرها أكبر من خطر المحفظة، و من أساسيات " نظرية المحفظة " أن الخطر الموجود في الأصل الواحد داخل المحفظة يختلف عن الخطر الموجود في نفس الأصل إذا احتفظ به منفرداً و منعزلاً عن أي محفظة استثمارية. فيمكن للأصل أن يتضمن درجة عالية جداً من الخطر إذا احتفظ به منفرداً بعكس الحال إذا دخل ضمن مجموعة من الأصول من محفظة الاستثمارات.³⁹

نجد أن أسلوب ماركويتز يقضي بضرورة الاختيار الدقيق لعناصر المحفظة، و ذلك بمراعاة درجة الارتباط (معامل الارتباط R).

لما كان معامل الارتباط حسبه موجبا أو سالبا أو معدوماً، يتراوح بين $1+$ و $1-$ ، فلقد استنتج ماركويتز أنه كلما انخفض معامل الارتباط بين عوائد الاستثمارات الفردية انخفضت المخاطر التي يتعرض لها عائد المحفظة، يضاف إلى ذلك أن هذا الأسلوب من التنوع قد ينجح ليس فقط في التخلص من المخاطر الخاصة بل و التخلص من المخاطر العامة (المنتظمة).⁴⁰ ينبغي أن يكون معامل الارتباط بين الاستثمارات الفردية داخل المحفظة سالب بقدر الإمكان، بحيث أن نجاح بعضهم يغطي فشل الآخر و تقلل المخاطرة في المحفظة. أن يتم اختيار الاستثمارات الفردية من ضمن مجموعة (الاستثمارات الكفاء) التي تحقق عائداً أعلى من غيرها مع تساوي المخاطرة أو تحقيق مخاطرة أقل من غيرها مع تساوي العائد.⁴¹

افتراض ماركويتز أن هناك محفظة واحدة من جميع البدائل المتاحة للمسافة الأخرى هي الأفضل من حيث العائد بالقياس إلى المخاطرة، وعليه فإذا تمت معرفة العائد المتوقع والمخاطرة المتوقعة للمحفظة يمكن للمستثمر أن يحدد المحفظة الأمثل أو الأفضل.⁴²

المحفظة الاستثمارية الكفاء بالنسبة للمستثمر :

لا يؤثر على الأصول الأخرى. لا نجمع كل البيض في سلة واحدة..

- فمثلا لا يجب شراء أصلا، أو ورقتان تابعتان لقطاعات مترابطة في نشاطاتها.

- بعد تكوين مجموعة المحافظ المالية، بالاعتماد على السياسة السابقة، يختار كل مستثمر محفظته المثالية التي تحقق له عائده المنتظر و مستوى المخاطر التي يرضى بتحملها، و تختلف المحفظة المثالية من مستثمر لآخر حسب طبيعته و في هذا قسم ماركويتز المستثمرين إلى طائفتان منهم من يقبل بتحمل درجة كبيرة من المخاطرة عند مستوى معين من العائد، و منهم من يقبل بدرجة مخاطرة أقل، فهو يخصص بعائد أقل مقابل مستوى معين من المخاطرة.

و بعد معالجتنا لمحتوى نظرية هاري ماركويتز حول المحفظة المالية توصلنا إلى النتائج التالية :

- ترتبط أي ورقة مالية بعائد معين و بدرجة من المخاطرة يمكن تقديرها حسابيا.

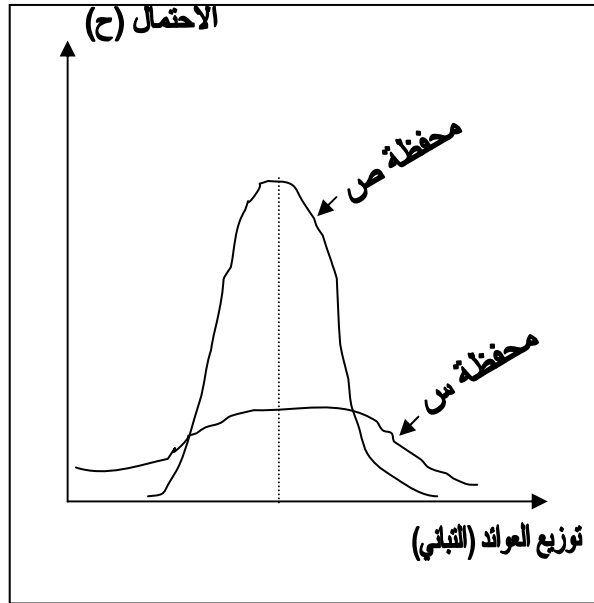
- إن عائد و مخاطرة أي محفظة يعكس عائد و مخاطرة مجموع الأصول المكونة لها.

- عند اختيار المستثمر تنوع مكونات محفظته لابد أن يراعى في ذلك درجة الارتباط بين عوائد أصولها، فكلما ارتفع الارتباط ارتفعت معه درجة المخاطر التي تتعرض لها المحفظة ككل.

- وبالتالي عند اختيار الأوراق المالية المكونة للمحفظة لابد من مراعاة تنوع جهة الإصدار و بالتالي فشل أي ورقة

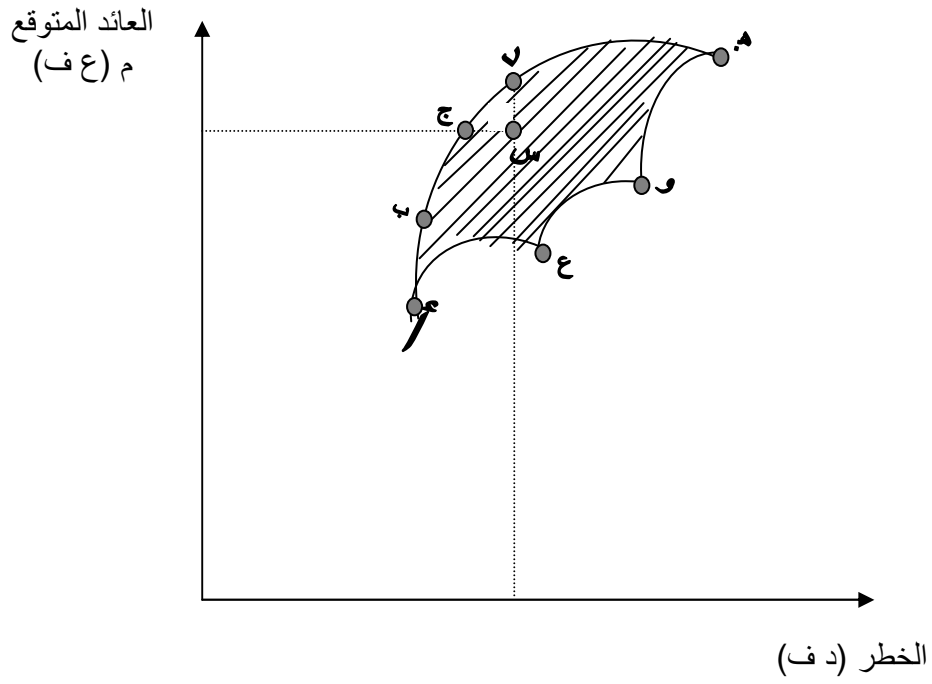
الأشكال البيانية :

الشكل رقم (01)



المصدر: محمد صالح الحناوي - تحليل و تقييم الأسهم و السندات - مرجع سبق ذكره - ص 271.

الشكل رقم 02 : منحنى الاستثمار الكفاء



المصدر: محمد صالح الحناوي - تحليل و تقييم الأسهم و السندات - مرجع سبق ذكره - ص 276.

المصادر والاحالات :

- 1 - طاهر حيدر حردان - مبادئ الاستثمار - دار المستقبل للنشر و التوزيع 1997 ص 75 .
- 2 PAYRARD, la Bouse, Veuibert, paris, 1998, P 32.
- 3 - جمال سالم ، ميكانيكية إدارة محافظ المصرف ، أكاديمية الدراسات العليا و البحوث الاقتصادية ، طرابلس 97 /96 ، ص 06.
- 4 - شريط صلاح الدين - دور و مكانة صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية - رسالة لنيل شهادة الماجستير ، جامعة الجزائر ص 100 - 101.
- 5 - جمال جويدار الجمل - الأسواق المالية و النقدية - دار صفاء للنشر و التوزيع - عمان - 2002 - ص 37 - 38
- 6 - محمد سويلم - إدارة البنوك و بورصات الأوراق المالية - الشركة العربية للنشر و التوزيع 1992، ص 382 - 383.
- 7 - طاهر حيدر حردان - مرجع سبق ذكره - ص 84.
- 8 - لمراجعة المعلومات الأساسية اللازمة للمستثمر راجع في ذلك : منير إبراهيم الهندي - الأوراق المالية و اسواق رأس المال - توزيع منشأ المعارف - الإسكندرية - 1999 - 211 و مابعدا
- 9 - طاهر حيدر حردان - المرجع السابق - ص 85 - 86 .
- 10 - منير إبراهيم هندي - أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال : الأوراق المالية و صناديق الإستثمار. المعهد العربي للدراسات المصرفية و المالية ص 120 - 121.
- 11 - المرجع أعلاه ص 122.
- 12 - المرجع أعلاه ص 123.
- 13 - طاهر حيدر حردان - مرجع سبق ذكره - ص 85.
- 14 - المرجع أعلاه - ص 86.
- 15 - محمد صالح الحناوي و السيدة عبد الفتاح عبد السلام - المؤسسات المالية - البورصة و البنوك التجارية - الدار الجامعية 2000 ص 249.
- 16 - أكيل نسيم - أنواع المحافظ الإستثمارية - بحث مقدم ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في المالية و النقود - جامعة الجزائر - 2003
- 17 - لمزيد من المعلومات ارجع إلى عبد الغفار حنفي - إدارة المصارف - الدار الجامعية الجديدة للنشر - الإسكندرية - 2002 - ص 411 و مابعدا
- 18 - طاهر حيدر حردان ، مرجع سبق ذكره ، ص 76.
- 19 - إسماعيل أحمد الشناوي و عبد النعيم مبارك - اقتصاديات النقود و البنوك و الأسواق المالية - الدار الجامعية - الإسكندرية - 2001 - ص 194
- 20 - طاهر حيدر حردان - مرجع سبق ذكره - ص 80.
- 21 - مرجع أعلاه ، ص 81 ، ص 82.
- 22 - جموح سهيلة ، الاستثمار في الأوراق المالية - نظرية ماركويتز - مذكرة ماجستير ، مالية و نقود ، جامعة الجزائر ، جوان 2003
- 23 - توفيق حسن ، الاستثمار في الأوراق المالية ، المنظمة العربية للعلوم الإدارية ، 1981 ، ص 115.
- 24 - جموح سهيلة ، مرجع سبق ذكره
- 25 - حوشين إبتسام - تكوين المحافظ الإستثمارية و سياساتها - مذكرة ماجستير ، مالية و نقود ، جامعة الجزائر ، جوان 2003
- 26 مرجع أعلاه.
- 26 A. Black, P Wright , J . Bachman, Gestion de la valeur Actionariale , ed Dunod , paris 1999 , page 9.
- 27 . 15 Pierre Vernimen, Finance d'entreprise, ed Dalloz, 3^{ème} édition , 1998 , page 4
- 28 Denis Dumaulin , Mathematics de gestion, ed ECONOMICA, 3^{ème} édition , paris 1991, page 91 .
- 30 - منير إبراهيم الهندي ، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال - مرجع سبق ذكره - ص 1961 .
- 31 - محمد سويلم ، مرجع سبق ذكره ، ص ب. 382 - 383 .
- 32 - المرجع أعلاه - ص ، 96 - 97 .
- 33 - المرجع أعلاه - ص 96 - 97 .
- 34 - المرجع أعلاه - ص 197 - 198.
- 35 - طارق عبد العال حماد - دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية - الدار الجامعية . 1998 ، ص 259 - 260 .
- * - كان ماركويتز أول من طور أساليب تحديد مجموعة المحافظ الكفاء في مقاله
Hany .Markoutiz " Portfolio Relection " , Journal of finance 7 , Nos , March 77- 91 .
- 36 - محمد صالح الحناوي ، تحليل و تقييم الأسهم و السندات ، الدار الجامعية ، 1998 ، ص 267 .
- 37 - عبد الغفار حنفي - الإستثمار في الأوراق المالية - جامعة عين الشمس - الإسكندرية - 2000 ص 129
- 38 - طارق عبد العال حماد ، مرجع سبق ذكره ، ص 259.
- 39 - محمد صالح الحناوي - تحليل و تقييم الأسهم و السندات - مرجع سبق ذكره - ص 271 .
- 40 - منير إبراهيم الهندي - أدوات الإستثمار في أسواق رأس المال - مرجع سبق ذكره - ص 199 .
- 41 - نفس المرجع أعلاه ، ص 30 .
- 42 - طاهر حيدر حردان - مرجع سبق ذكره - ص 78.
- 43 - محمد صالح الحناوي - تحليل و تقييم الأسهم و السندات - مرجع سبق ذكره - ص 276.

(1952) , P

المراجع :

- طاهر حيدر حردان . مبادئ الاستثمار . دار المستقبل للنشر و التوزيع 1997
- جمال سالم، ميكانيكية إدارة محافظ المصرف، أكاديمية الدراسات العليا و البحوث الاقتصادية، طرابلس 96 / 97
- شريط صلاح الدين . دور و مكانة صناديق الاستثمار في سوق الأوراق المالية . رسالة لنيل شهادة الماجستير، جامعة الجزائر
- جمال جويدار الجمل - الأسواق المالية و النقدية - دار صفاء للنشر و التوزيع - عمان - 2002
- محمد سويلم . إدارة البنوك و بورصات الأوراق المالية . الشركة العربية للنشر و التوزيع 1992
- منير إبراهيم الهندي - الأوراق المالية و أسواق رأس المال - توزيع منشأ المعارف - الإسكندرية - 1999
- منير إبراهيم هندی - أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال: الأوراق المالية و صناديق الاستثمار . المعهد العربي للدراسات المصرفية و المالية
- محمد صالح الحناوي و السيدة عبد الفتاح عبد السلام - المؤسسات المالية . البورصة و البنوك التجارية . الدار الجامعية 2000
- أكيل نسيم - أنواع المحافظ الإستثمارية - بحث مقدم ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في المالية و النقود - جامعة الجزائر - 2003
- عبد الغفار حنفي - إدارة المصارف - الدار الجامعة الجديدة للنشر - الإسكندرية - 2002
- عبد الغفار حنفي - الاستثمار في الأوراق المالية - جامعة عين الشمس - الإسكندرية - 2000
- إسماعيل أحمد الشناوي و عبد النعيم مبارك - اقتصاديات النقود و البنوك و الأسواق المالية - الدار الجامعية - الإسكندرية - 2001
- جموح سهيلة، الاستثمار في الأوراق المالية - نظرية ماركويتز - مذكرة ماجستير، مالية و نقود، جامعة الجزائر، جوان 2003
- توفيق حسن، الاستثمار في الأوراق المالية، المنظمة العربية للعلوم الإدارية، 1981
- حوشين إبتسام - تكوين المحافظ الاستثمارية و سياساتها - مذكرة ماجستير، مالية و نقود، جامعة الجزائر، جوان 2003
- طارق عبد العال حماد . دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية . الدار الجامعية . 1998.
- محمد صالح الحناوي، تحليل و تقييم الأسهم و السندات، الدار الجامعية، 1998
- محمد عبده محمد مصطفى: تقييم الشركات و الأوراق المالية لأغراض التعامل في البورصة، كلية التجارة، جامعة عين الشمس: 1998.
- PAYRARD, la Bourse, Veuibert, paris, 1998
- Black, P Wright, J. Bachman, Gestion de la valeur Actionariale, ed Dunod, paris 1999
- Pierre Vernimen, Finance d'entreprise, ed Dalloz, 3éme édition, 1998
- Denis Dumaulin, Mathematics de gestion, ed ECONOMICA, 3éme édition, paris 1991,