



إدارة أعمال المحافظ الاستثمارية

دراسة تطبيقية عن بورصتي عمان و البورصة المصرية



٦

□ إشراف الأستاذ : □

- د. فراوي أحمد الصغير

إعداد الطالبة:

- عبد الكريم هاجر مسعودة

2012-2011

الفهرس

الرقم

العنوان

اهداء

شكر وتقدير

I

الفهرس

II

قائمة الاشكال

III

قائمة الجداول

أ

مقدمة

الفصل الأول : أساسيات في الاستثمار المالي و المحافظ الاستثمارية.

تمهيد

11

12

المبحث الأول : الاستثمار المالي.

12

٦ مفهوم الاستثمار وأهمية دراسته و أنواعه .

13

٦ طبيعة القرار الاستثماري، بيئته و أدواته .

24

المبحث الثاني : المحافظ الاستثمارية.

24

٦ ماهية المحافظ الاستثمارية وأنوعها .

34

٦ مدير المحفظة، تقييم ادائه المحفظة و أنواع الإدارة حسب الفعالية.

39

٦ خطوات ادارة المحفظة و سياسات و استراتيجيات ادارتها .

43

خلاصة الفصل

الفصل الثاني : استراتيجيات الاستثمار في المحافظ.

تمهيد

44	
45	
45	المبحث الأول : قياس العائد و الخطر.
45	٦ مفهوم العائد، قياسه و مؤشرات تحليله.
50	٦ مفهوم المخاطرة، انواعها و طرق قياسها.
55	٦ التنوع و المشتقات كأدوات لتخفيض مستوى المخاطرة.
60	المبحث الثاني : المحفظة الاستثمارية المثلى،
60	٦ مفهوم المحفظة الاستثمارية المثلى و خصائصها.
61	٦ بناء و اختيار المحفظة الكفاء و الفرق بينها و بين محفظة السوق.
64	المبحث الثالث : استراتيجيات ادارة المحافظ الاستثمارية.
64	٦ مفهوم الإستراتيجية، الاستراتيجية الاستثمارية .
65	٦ أهداف الاستراتيجية الاستثمارية، مراحل بنائها.
67	٦ تقييم الاستراتيجية الاستثمارية و استراتيجيات ادارة المحافظ.
70	
71	المبحث الأول : بورصة الاردن .
71	٦ *
75	٦ *
86	المبحث الثاني : البورصة المصرية .
86	٦ *
89	٦ *
97	٦ *
102	الخاتمة
104	قائمة المصادر و المراجع

قائمة الأقسام

الصفحة	عنوان الشكل	الرقم
15	الشكل رقم (1) : المقايضة بين العائد و الخطر لمجموعة من الأصول المالية.	01
36	الشكل رقم (2) : تقييم أداء مدير المحفظة .	02
62	الشكل رقم (3) : اختيار المحفظة المثلى حسب نموذج مار كوتيز .	03
63	الشكل رقم (4) : اختيار المحفظة الكفاء حسب نموذج شارب .	04
82	الشكل رقم (5) : عائد قطاع البنوك مقارنة بمؤشر البورصة.	05
82	الشكل رقم (6) : عائد قطاع التأمين مقارنة بمؤشر البورصة.	06
83	الشكل رقم (7) : عائد قطاع الخدمات مقارنة بمؤشر البورصة.	07
83	الشكل رقم (8) : عائد قطاع الصناعة مقارنة بمؤشر البورصة.	08

قائمة المجلدات

الصفحة	عنوان الجدول	الرقم
74	جدول رقم (1): اكبر الشركات المتعاملة في بورصة عمان مصنفة على اساس حجم رأس المال المتداول في البورصة.	01
88	جدول رقم (2): اكبر الشركات المتعاملة في البورصة المصرية.	02

مقدمة:

لقد تعددت أوجه و مظاهر الاستثمار و ذلك لتعدد و تنوع أساليبه و وسائله وفقا لرؤية المستثمر و ميوله، و لعل من أهم هذه الأنواع في الوقت الراهن و أحدثها هو امتلاك المستثمر لمحفظة استثمارية تحتوي أصول مالية أو أخرى حقيقية أو من كليهما، حيث أن الهدف من تشكيل هذه المحفظة هو سعي المستثمر لتعظيم ثروته و زيادة المنفعة إضافة إلى تعظيم الربح، دون إغفال حجم المخاطرة التي قد تواجهه أثناء امتلاكه و إدارته لأصول هذه المحفظة.

من هنا نجد أن جميع المستثمرين في هذا النوع من المحافظ يسعون نحو تشكيل محفظة مالية مثلى، متبعين بذلك مجموعة من المبادئ و الأسس لبناء مثل هذا النوع من المحافظ و ذلك لتقليل و تخفيض درجة المخاطرة مع تحقيق أكبر عائد ممكن، مع دوام متابعة و مراقبة أصول المحفظة الاستثمارية بشكل دوري و منتظم للتأكد من الالتزام بأهداف و قواعد الاستثمار سليمة، إضافة إلى التنبؤ بالمخاطر التي قد تهدد أصول المحفظة و القيام بالإجراءات اللازمة لتخفيض درجة المخاطرة.

تعتمد فكرة المحافظ الاستثمارية بشكل عام على مبدأ و فلسفة تنويع الأصول و الأدوات الاستثمارية ، بما يعمل على تحقيق أهداف المستثمر نحو تعظيم العوائد و الأرباح التي يمكن أن يحصل عليها من استثماراته، و كذلك تخفيض المخاطرة التي تصاحب عمليات الاستثمار التي قد تسبب في انخفاض العوائد الفعلية عن العوائد المحتملة و المتوقعة.

و من ثم يكون على مدير المحفظة العمل على تنويع و توزيع المخاطر الاستثمارية التي يمكن أن تتعرض لها استثماراته، سواء أكانت سوقية (منتظمة) كمخاطر تقلبات أسعار الفائدة و التضخم و غيرها.... أو كانت مخاطر (غير سوقية) كمخاطر الإدارة و الصناعة و غيرها.....

كما يجب على مدير المحفظة الاستثمارية أن يدرك انه كلما زاد تعدد الأصول و الأدوات الاستثمارية **الفعالة** التي تتشكل منها المحفظة كلما انخفضت درجة المخاطرة و العكس صحيح،و ذلك نتيجة لانخفاض احتمالات تركيز الخسارة في أصل معين من هذه الأصول ، لذا على مدير المحفظة مراعاة وجود حد معقول لتعدد تشكيلة أصول المحفظة.

و مما لاشك فيه أن نمط تبني مدير المحفظة الاستثمارية في إدارة محفظته تؤثر تأثير كبير على تشكيلة و تركيبة أصول المحفظة.

طرح الإشكالية:

ولكن الإشكالية المطروحة هنا هي:

كيف يتم تحديد التشكيلة أو التركيبة الأساسية والمثلى لأصول المحفظة الاستثمارية وفقا لمعياري العائد و الخطر؟

الأسئلة الفرعية:

و تندرج تحت هذه الإشكالية مجموعة من التساؤلات الفرعية التالية:

1. ما هو الاستثمار في المحافظ الاستثمارية؟
2. ما هو مفهوم المحافظ الإستثمارية و المحفظة الاستثمارية المثلى؟
3. كيف يمكن تشكيل و بناء محفظة استثمارية مثلى و التي يسعى المستثمر عند تشكيلها تحقيق أهدافه المرجوة؟
4. كيف يمكن لمبدأ تنويع أصول المحفظة تخفيض مستوى المخاطرة؟
5. كيف يمكن إدارة و تسيير المحفظة و ما هي القواعد الأساسية الفعالة في إدارة المحافظ؟

الفرضيات:

و على هذا الأساس نقترح الفرضيات التالية:

1. إمكانية تشكيل محفظة استثمارية مثلى تحقق اهداف المستثمر المرجوة.
2. لا يمكن أن تحقق المحفظة الاستثمارية أرباحاً و عوائد في جميع الأحوال.
3. المحافظ الاستثمارية المثلى هي استثمار مريح في حد ذاته.

أهمية الدراسة:

يكتسي البحث في هذا النوع من الاستثمار أهمية كبيرة من حيث:

- تعريفه و عرضه لنوع جديد و حديث من أنواع الاستثمار في وقتنا الحاضر.
- المنفعة التي يحققها هذا الأخير للمستثمر من تعظيم للثروة.
- تغير وجهة بعض المستثمرين من الاستثمار الحقيقي إلى استثمار أموالهم في البورصات و الأسواق المالية.
- ظهور ما يعرف بالمستثمر الرشيد و الذي يسعى بحذر شديد إلى تكوين محفظة مثلى من الأصول و الأدوات الاستثمارية المتداولة في البورصات و الأسواق المالية و التي تبدد مخاوفه و توفر له ما يسمى بعنصر الأمان.

أهداف الدراسة:

انطلاقاً من أهمية البحث و الدراسة في هذا الموضوع تهدف الدراسة:

- التعريف بمفهوم الاستثمار في المحافظ الاستثمارية.
- التعريف بمفهومها و المحفظة الاستثمارية المثلى.

- كيفية تشكيل محفظة استثمارية مثلى وفقا لتحليل معياري العائد و المخاطرة و العلاقة بينهما.
- توضيح القواعد الرئيسية و الفعالة لإدارة مثل هذه المحافظ و كيفية اختيار مدير كفاء لإدارتها.
- كيفية مراقبة المحافظ و متابعتها و تقييم أدائها.
- تعد هذه الدراسة بمثابة مساهمة لإشباع و إثراء هذا النوع من المواضيع و التي ينبغي البحث فيها نظرا لحدائة هذا الاستثمار.

أسباب اختيار الموضوع:

1. أسباب ذاتية:

- مدى قناعتي بإثراء هذا النوع من المواضيع لأهميته القصوى نظرا لعزوف الكثير من الباحثين و الدارسين عن هذا الموضوع و ذلك لصعوبة إسقاط الدراسة النظرية على الواقع أي عدم توفر مجال أوسع في الجانب التطبيقي.
- حداثة الموضوع من ناحية الطرح.

2. أسباب موضوعية:

- لان هذا النوع من الاستثمار قد فرض نفسه و بقوة في مجال المال و الأعمال مع تبني الكثير من المستثمرين في الدول المتقدمة له و ميولهم نحوه.
- انتشار، توسع و نجاح استثمار الأموال في شكل محافظ استثمارية حتى من طرف أشخاص عاديين و حتى عائلات خاصة في الدول المتقدمة.
- لتعريف أكثر عل هذا النوع من الاستثمار و كيفية إدارته و التحكم فيه.

الدراسات السابقة:

لقد حظى موضوع العلاقة بين العائد والمخاطر و تشكيل المحافظ الاستثمارية المثلى في دول العالم الغربي باهتمام كبير من لدن الباحثين حيث قدرت نسبة البحوث والدراسات التي اجريت عن الموضوع بحوالي 50% من مجموع البحوث التي نشرت في الدوريات خلال العقدين السابقين حيث ستعرض الدراسة اهم دراسة اجريت عن السوق العربية حصراً للاستفادة من نتائجها في المقارنة والتحليل و تعرض الدراسات السابقة وعلى النحو الآتي:

1.الدراسات الخاصة ببورصة بيروت:

أوضحت الدراسة (زياد رمضان 1987) مخاطر الاستثمار في بورصة بيروت و التي أشارت في مقدمتها انه على الرغم من مضي أكثر من خمسون سنة من تأسيسها إلا انه لم تجري أية دراسة للسوق للإجابة على التساؤلات

الآتية:

❖ ما مقدار العائد الذي يتوقع أن يحصل عليه المستثمر نتيجة الاستثمار في أسهم البورصة.

❖ ما هو حجم المخاطرة المتوقع أن يتعرض لها المستثمر .

وقد إجابة الدراسة وبشكل واضح عن هذين التساؤلين وأوضحت أن العائد المتوقع من الاستثمار بالأسهم يمكن أن يصل في الكثير من الأحيان إلى حوالي 33.4% وان المخاطرة في الاستثمار تناسب تناسباً طردياً مع هذا العائد وبذلك أتت الدراسة بنتيجة مفادها أن بورصة بيروت تستجيب للتغيرات الاقتصادية بشكل ملحوظ ومباشر .

كما أكدت الدراسة الإمكانية الكبيرة لتشكيل مجموعة من المحافظ الاستثمارية المثلى في ظل هذه الظروف السائدة في السوق.

2. الدراسات الخاصة بالبورصة المصرية :

حصل الباحثان على دراستان عن سوق الأوراق المالية المصرية الاولى دراسة (عبيد 1986) التي قامت ببحث العلاقة بين العائد والمخاطرة في 16 شركة مختارة تمثل القطاعات المختلفة في النشاط الاقتصادي المصري وقد جاءت هذه الدراسة بالنتائج التي تؤيد فروضها، حيث أوضحت ان الاستثمارات في العينة المأخوذة لا تتميز بالكفاءة حيث ظهرت بان العائد لا تتناسب مع درجة المخاطرة الكلية، كما لوحظ من خلال مقارنة معدل العائد المطلوب مع العائد المتوقع ان جميع الاستثمارات لا تميز بالسعر العادل أي لا تعكس حقيقة سعر السهم.

أما الدراسة الثانية ففي دراسة جاءت نتائجها معززة لنتائج الدراسة الاولى حيث أظهرت بان العلاقة بين العائد والمخاطرة هي علاقة ذات دلالة احصائية مقبولة ولكنها ضعيفة جدا كما ان من النتائج المميزة في هذه الدراسة هو ارتفاع درجة المخاطرة في بعض الصناعات بمستوى اعلى من ارتفاع في معدلات العائد وعلى ضوء ذلك يمكن القول ان سوق الاوراق المالية المصرية سوق ضعيف الكفاءة .

حيث انه من الأحسن تجنب الاستثمار في القطاع الصناعي، و محاولة تشكيل محافظ استثمارية تتمتع بالمثالية في قطاعات اخرى و من الأحسن ان يكون الاستثمار في قطاع التأمين.

3. الدراسات الخاصة بالمناخ السوق الكويتي:

بعد أزمة سوق المناخ الكويتي الفجوة الاقتصادية التي سادة الاقتصاد الكويتي اتجهت الدراسات المالية بدراسة العلاقة القانونية للشركات المسجلة في السوق حتى عام 1991.

حيث قامت دراسة (Midani 1991) بتقييم سوق المناخ هادفة من ذلك تحديد العوامل المؤثرة في أسعار الأسهم وقد شملت عينة الدراسة 54 شركة موزعة على 8 قطاعات وقد حددت الدراسة أربعة متغيرات لإختيار أثرنا على الأسعار هي معدل العائد للسهم الواحد ومعدل توزيعات الأرباح للسهم الواحد ونسبة

المديونية وأخيراً نسبة الموجودات الثابتة الى مجموع الموجودات وقد خلصت الدراسة بأن هذه العوامل ليس لها تأثير على أسعار اسهم عينة الدراسة مما يعني ان المناخ لا يعكس المعلومات وبالتالي فهو ضعيف الكفاءة.

و من المستحسن تجنب تكوين محافظ استثمارية في هذه السوق و ذلك لصعوبة تحقيق خاصية المثالية و الكفاءة لهذه المحافظ.

4.الدراسات الخاصة بسوق بغداد للأوراق المالية :

على الرغم من حداثة سوق بغداد للأوراق المالية إلا انه هناك عدد من الدراسات التي أجريت، حيث بحث بعض جوانبه وتعد دراسة (العامري 1995) واحدة من كل الدراسات التي هدفت قياس العلاقة بين العائد والمخاطرة دون تقييم لكفاءة السوق أي أنها لم تختبر فرضيات كفاءة السوق . أن النتيجة التي جاءت بها الدراسة تفيد بأنه هناك علاقة طردية ايجابية بين العائد والمخاطرة.

و تحدد مثالية المحفظة على فلسفة المستثمر في حد ذاته، و ذلك فيما إذا كان من النوع الرشيد أو المغامر أو المستثمر الذي يفضل إتباع السياسة المتوازنة.

حدود الدراسة:

يتحتم علينا عند دراستنا لهذا الموضوع و بهدف التعريف به و محاولة الإحاطة بجميع جوانبه، وتيسير الوصول إلى استنتاجات منطقية، إتباع و انتهاج منهجية البحث العلمي و ذلك بوضع حدود للإشكالية المطروحة، مع ضبط الإطار الذي يسمح بالفهم الصحيح للسبل المتبعة لتحليلها و منهجية اختبار فرضياتها، حيث تم تقييد البحث

ضمن الحدود التالية:

● حدود موضوعية:

يعد هذا البحث من ضمن البحوث النظرية التي تسعى إلى الإحاطة بجميع الجوانب المعرفية والتي لها علاقة بموضوع إدارة أعمال المحافظ الاستثمارية و استثمار الأموال المتوفرة لدى الأشخاص طبيعيين كانوا أو معنويين في مجموعة من الأصول المالية أو الحقيقية، أي تشكيلهم محافظ استثمارية، و إمكانية الحصول على العوائد المنشودة من هذا الاستثمار.

منهجية البحث:

اعتمدنا على منهج البحث الوصفي التحليلي و ذلك بوصف الظاهرة المدروسة بالاعتماد على المراجع من كتب، رسائل جامعية، مجلات، دوريات و مواقع الانترنت ثم تحليل كل من معياري العائد و الخطر والعلاقة بينهما و ذلك للوصول الى استنتاج منهج علمي لتشكيل محفظة استثمارية مثلى، مدعمة بدراسة تطبيقية لبورصتي عمان و بورصة مصر بإتباع منهج المقارنة بينىن البورصتين.

مشكلات الباحث:

ان من المشاكل التي واجهت الباحث هي قلة المصادر التي تبحث في ادارة المحافظ الاستثمارية الحديثة في اللغة العربية وخصوصا فيما يرتبط بالمحافظ الاستثمارية المثالية لان اغلب الكتب المؤلفة تتناول نظرية المحفظة بصفة عامة دون شرح او تفصيل، وبقلة المعلومات المتوفرة عن ادارة مثالية لمثل هذا النوع من الاستثمار، ومن اختلاف بعض المصطلحات المالية المتداولة بين الدول العربية ومن الاختلاف في ترجمة بعض المصطلحات الانجليزية.

اما من الناحية التطبيقية عدم امكانية اسقاط الجانب النظري و تطبيقه على الارض الواقع في بورصة الجزائر، و الاكتفاء بدراسة مقانة بين بورصتي عمان و البورصة المصرية.

هيكلية البحث:

ان خطة البحث قد اعتمدت بتقسيمه الى ثلاثة فصول، فالاول يتناول اساسيات الاستثمار المالي و المحافظ الاستثمارية، والثاني يتناول استراتيجيات الاستثمار في المحافظ الاستثمارية، والثالث يتناول دراسة تطبيقية مقانة بين بورصتي عمان و البورصة المصرية، واما محتويات الفصول فهي

موضحة كالآتي:

الفصل الاول: في الفصل الاول يتم فيه توضيح الاستثمار المالي، المحافظ المالية و كيفية ادارتها الذي يحتوي على عدة مباحث وهي:

المبحث الاول: ويبحث مفهوم الاستثمار المالي، اهميته و طبيعة القرار الاستثماري، البيئة الاستثمارية و ادوات الاستثمار المالي.

المبحث الثاني: يبحث في ماهية المحافظ الاستثمارية تعريفها وانواعها كما يتم التطرق فيه الى نظرية المحفظة و الهدف منها و اخيرا التطرق الى محددات تكوين المحفظة الاستثمارية.

المبحث الثالث: ويتناول بالتوضيح والشرح الموجز لادارة المحافظ الاستثمارية بدأ بمهام المدير و

تقييم ادائها ثم التطرق الى كل من الادارة الفعالة و الادارة السلبية للمحفظة و خطوات ادارتها، و انتهاء سياسات ادارة المحافظ.

الفصل الثاني: فيتناول استراتيجيات الاستثمار في المحافظ الاستثمارية، و يحتوي على المباحث الآتية:

المبحث الاول: ويلقي نظرة قياس و تحليل كل من العائد و الخطر و كيفية التقليل من المخاطرة بإتباع كل من اسلوب التنويع و المشتقات المالية.

المبحث الثاني: تم التطرق فيه الى المحفظة الاستثمارية المثلى من خلال تعريفها و و تحديد خصائصها، ثم التطرق الى كيفية بنائها اعتمادا على كل من نموذجي ماركويتز و شارب ثم الفرق بينها و بين محفظة السوق.

المبحث الثالث: ويتناول استراتيجيات ادارة المحافظ الاستثمارية: بدءا بمفهوم الاستراتيجية، اهدافها و مراحل بنائها ثم تقيما ادائها و اخيرا التطرق الى استراتيجيات ادارة المحافظ

الفصل الثالث: وهو يحتوي على المباحث الآتية:

المبحث الأول: دراسة حول ادارة المخاطر في بورصة عمان.

المبحث الثاني: دراسة حول تشكيل محفظة مثلى في البورصة المصرية.

المبحث الثالث: دراسة مقارنة بين البورصة المصرية و بورصة عمان.

*

المبحث الأول : الاستثمار المالي.

المطلب الأول : مفهوم الاستثمار وأهمية دراسته و أنواعه .

اولا: مفهوم الاستثمار.

بداية يجب توضيح معنى كلمة " استثمار " (و التي يقصد بها عادة التضحية بالاموال الحالية في سبيل الحصول على اموال مستقبلية) ، وسوف نحاول التمييز بين المصطلحين للاستثمارهما: □

1. الاستثمار بالمعنى الاقتصادي : و يقصد به اكتساب الموجودات المادية، على ان التوظيف للأموال يعتبر مساهمة في الإنتاج أي إضافة منفعة أو خلق قيمة تكون على شكل سلع و خدمات.

2. الاستثمار بالمعنى المالي : من هذا الجانب ينظر للاستثمار على انه اكتساب للموجودات المالية أي توظيف الأموال في الأوراق و الأدوات المالية.

— يمكن أن يعرف الاستثمار على انه الاستثمار للأموال في أصول سوف يتم الاحتفاظ بها لفترة زمنية على أمل أن يتحقق من وراء هذه الأموال عائد في المستقبل، معنى ذلك أن الهدف من الاستثمار هو تحقيق عائد يساعد على زيادة ثروة المستثمر .

إن المستثمر يعمل على إدارة و استغلال ثروته بأفضل طريقة ممكنة من خلال استثمار أمواله في أصول مختلفة و هو ما يسمى بالحفظلة الاستثمارية و بناءا عليه فإن الاستثمار يهتم بإدارة ثروة المستثمر التي تشمل كل من الدخل الحالي بالإضافة إلى القيمة الحالية للدخل المتوقع في المستقبل و في حين أن الاستثمار قد يكون في أصول حقيقية أو في أصول مالية.³

¹: محمد صالح الحناوي و آخرون، الاستثمار في البورصة "مدخل اتخاذ القرارات"، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2009، ص17.

²: سليم سالم عرفة، إدارة المخاطر الاستثمارية، دار الراية للنشر و التوزيع، عمان الأردن، 2009، ص15.

³: محمد صالح حناوي و آخرون، الاستثمار في الاوراق المالية و ادارة المخاطر، المكتب الجامعي الحديث، 2007، ص15.

— كما يمكن تعريفه على انه (تأجيل الاستهلاك لفترة قادمة ثم توجيه هذه الأموال المضحي بها إلى الاستثمار وليس الاكتناز).¹

و كتعريف شامل للاستثمار : هو التعامل بالأموال للحصول على الأرباح و ذلك بالتخلي عنها في لحظة زمنية معينة و لفترة زمنية معينة، بقصد الحصول على تدفقات مالية مستقبلية تعوض عن القيمة الحالية للأموال المستثمرة و تعوض عن كامل عن كل المخاطرة الموافقة للمستقبل.

ثانيا: أهمية دراسة الاستثمار.

ترجع أهمية دراسة الاستثمار إلى حاجة كل فرد إلى امتلاك الخبرة الكافية التي تمكنه من تحقيق عوائد بالمقارنة بمستوى الخطر الذي يكون على استعداد لتحمله و بالتالي فإن الإلمام بمبادئ الاستثمار و أسس إدارة المحافظ الاستثمارية يساعد على إدارة الثروة، من جانب آخر تتيح دراسة الاستثمار فرصة اكتساب المهارات في مجال يساعد على الالتحاق بالعديد من الوظائف المتاحة في المؤسسات المالية المختلفة فنجد بنوك الاستثمار مثلا تحتاج لمتخصصين في مجال الاستثمار للاشتراك في عمليات بيع الأوراق المالية الجديدة و في إتمام عمليات الاندماج و الاستحواذ.[□]

— بالإضافة إلى ما سبق يمكن تلخيص أهمية الاستثمار فيما يلي:

- زيادة الدخل القومي.
- خلق فرص عمل.
- دعم عملية التنمية الاقتصادية و الاجتماعية.
- زيادة الإنتاج و دعم الميزان التجاري و ميزان المدفوعات.

¹: عبد الغفار حنفي، الاستثمار في الأوراق المالية "الاسهم، السندات، وثائق الاستثمار و الخيارات"، الدار الجامعية، 2000، ص17.

²: محمد صاح الحاي و آخرون، الاستثمار في الأوراق المالية و إدارة المخاطر، مرجع سابق، ص20.

ثالثا: أنواع الاستثمارات. □

- الاستثمار في السلع و الخدمات.
- الاستثمار في الأصول الثابتة كالعقارات و المعدات و الآلات.
- الاستثمار في الأصول المالية كالأسهم و السندات.
- الاستثمار في المشروعات.
- الاستثمار في المعادن النفيسة كالذهب و الفضة و الألماس.....إلى غير ذلك.
- الاستثمار في العملة الصعبة أو العملات الأجنبية.

المطلب الثاني : طبيعة القرار الاستثماري، بيئته، إختياره و أدواته .

اولا: طبيعة القرار الاستثماري.

تشير عملية اتخاذ قرارات الاستثمار إلى القرارات الخاصة باختيار الأوراق المالية المختلفة و كمية الأموال المستمرة في كل منها و توقيت الاستثمار.

و تتضمن عملية الاستثمار تحليلا لطبيعة قرارات الاستثمار و تنظيما للأنشطة التي تتضمنها عملية اتخاذ القرارات.

أن كل قرار استثمار لابد أن يتضمن مقارنة بين العائد المتوقع و الخطر المتوقع و بالتالي عند دراسة عملية اتخاذ القرارات الاستثمارية لابد من البدء بتحليل المفاهيم الأساسية التي تستند إليها هذه القرارات، ثم يأتي بعد ذلك التعرف على الأنشطة المختلفة التي تنطوي عليها عملية اتخاذ القرار بنفسها. □

¹: سليم سالم عرفة، مرجع سابق، ص15.

²: محمد صالح الحناوي و آخرون، الاستثمار في الاوراق المالية و ادارة المخاطر، مرجع السابق، ص 20.

1. العائد: أن الهدف من أي استثمار هو تحقيق عائد على الأموال المستثمرة حيث أن الاحتفاظ بالأموال دون استثمار يتضمن تكلفة هي تكلفة الفرصة البديلة و التي تتمثل في العائد الذي كان من الممكن تحقيقه على هذه الأموال بالإضافة إلى تأثير التضخم على القدرة الشرائية للنقود.

لقد اتفق على إن الهدف الرئيسي للاستثمار هو تحقيق عائد و الذي يمكن أن نفرق بين العائد المتوقع و العائد الفعلي:

— المفهوم الأول: يشير إلى العائد الذي يتوقع الحصول عليه في المستقبل.

— المفهوم الثاني: يشير إلى العائد الذي حققه المستثمر فعلياً.

يلاحظ أن المستثمر يهدف لتحقيق العائد المتوقع و لكنه في النهاية يحصل على العائد الفعلي الذي قد يكون اقل أو أعلى مما كان متوقع و هو يشير إلى درجة الخطر المرتبطة بالاستثمار أي تقلب العوائد المحتملة الناتجة عن عملية الاستثمار. □

2. الخطر: هناك عدة عوامل تمنع سعي المستثمر من تحقيق أكبر عائد لعل أهمها الخطر.

— و يمكن تعريف الخطر على انه احتمال أن يكون العائد الفعلي مختلفاً عن العائد المتوقع و هو ما يعني تباين أو انحراف العائد الفعلي عن العائد المتوقع اي انخفاض العائد الفعلي عن العائد المتوقع.

— و من الواضح إذا أن المستثمر سوف يعمل دائماً على تجنب الخطر و المستثمر الذي يتجنب الخطر لن يرضى بقبول أي مستوى من الخطر إلا إذا توقع الحصول على عائد كافي لتعويض هذا الخطر، معنى ذلك أننا يجب أن نتوقع أن يتجه المستثمرون نحو الخطر في حالة الرغبة في الحصول على عوائد مرتفعة، حيث لا يوجد عائد مرتفع لا تصاحبه مخاطرة مرتفعة. □

3. المفاضلة بين العائد الخطر: و أخيراً نستطيع أن نقول أن المستثمر سوف يتعامل مع الخطر من

خلال المفاضلة بين مستويات الخطر المختلفة لاختيار المستوى المقبول من وجهة نظر المستثمر، حيث يتجه بعض المستثمرين نحو تحمل مستويات مرتفعة من الخطر على أمل تحقيق مستوى

¹: محمد صالح الحناوي و آخرون، نفس المرجع السابق، ص21.

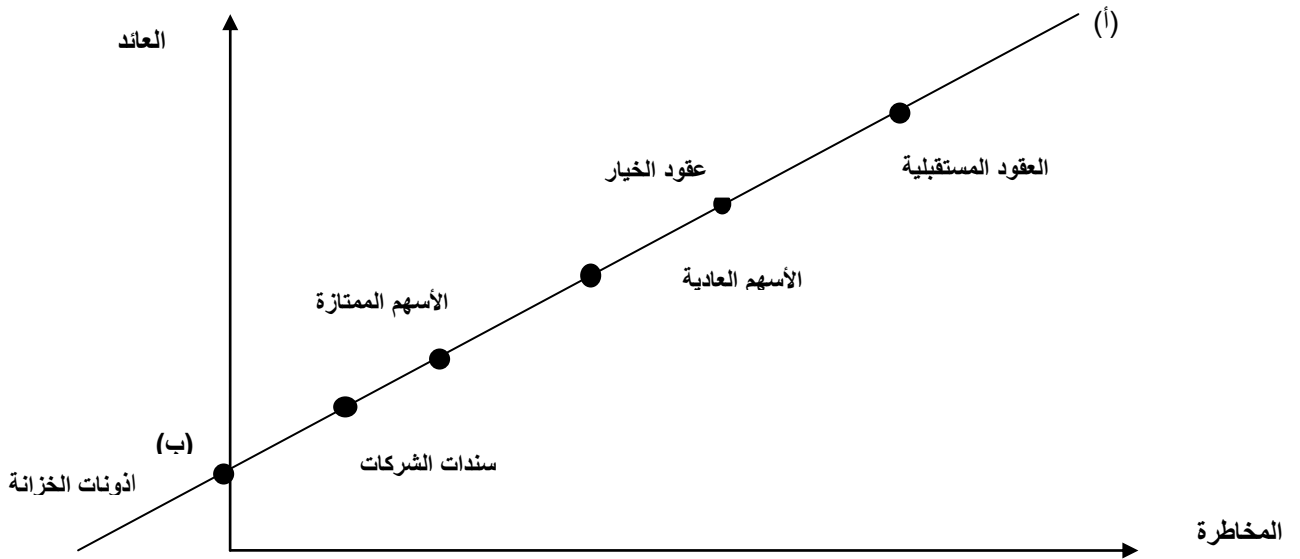
²: محمد صالح الحناوي و آخرون، نفس المرجع السابق، ص22.

الفصل الأول أساسيات الاستثمار المالي و المحافظ الاستثمارية

مرتفع من العوائد، في حين لا يرغب آخرون تحمل مخاطر مرتفعة ولا يتوقعون أيضا الحصول على عائد كبير

بناء على ما تقدم يمكن القول بأن جميع المستثمرين يرغبون في تعظيم العائد و لكن يختلفون فيما بينهم فيما يخص مستوى الخطر المقبول. □

الشكل رقم (1): المقايضة بين العائد و الخطر لمجموعة من الأصول المالية.



المصدر: محمد صالح الحناوي، الاستثمار في الأوراق المالية و ادارة المخاطر، المكتب الجامعي الحديث، 2007، ص 23.

شرح الشكل:

— أن الخط (أ) يعبر عن المقايضة بين العائد المتوقع و المخاطرة المرتبطة به لكل نوع من أنواع الأصول المالية أن هذا الخط يمثل العلاقة بين العائد و الخطر، حيث يستطيع المستثمر من استثمار معين و الخطر المقابل له، و يتجه ميل هذا الخط إلى الأعلى شكل دائم لان المحور الرئيسي يعبر عن العائد المتوقع و بالتالي فإن المستثمر الرشيد لن يكون على استعداد لتحمل مخاطر إضافية إلا إذا تم تعويضه عن هذه المخاطر مما يعني أن العلاقة بين العائد و الخطر هي علاقة طردية و تشير النقطة (ب) على الأصول الخالية من المخاطرة مثل اذونات الخزائنة و هو ما يعرف بالعائد الخالي من الخطر.

¹: محمد صالح الحناوي و آخرون، نفس المرجع السابق، ص 23.

— و هنا لا بد أن نشير إلى أن عملية المقايضة بين العائد و الخطر إلى القرار الاستثماري و اختيار نوع الأوراق المالية تعتمد على توقعات المستثمرين في المستقبل و بالتالي تتم قبل اتخاذ القرار مما يؤكد صعوبة اتخاذ القرارات الاستثمارية. □

ثانيا: البيئة الاستثمارية.

1. الأوراق المالية : هي التمثيل القانوني لحق المستثمر في الحصول على العوائد المتوقعة في المستقبل في ظل الشروط المحددة سلفا، تتمثل المهمة الأساسية لتحليل الأوراق المالية في التعرف على عدالة سعر الورقة المالية بمعنى عدم احتلالها و ذلك لتحديد العوائد المتوقعة مستقبلا و شروط الحصول على هذه العوائد و احتمال تحقق هذه الشروط.

— و لا شك أن أكثر ما يهتم به المستثمر هو القيمة المضافة التي يحصل عليها نتيجة استثماره لتلك القيمة التي تحدد على أساس الزيادة في الثروة خلال فترة معينة و التي يطلق عليها "معدل العائد"، و يقاس هذا المعدل عادة بالتغير النسبي في ثروة المستثمر من بداية العام و حتى نهايته و يمكن حسابه بالصورة التالية :

$$\frac{\text{الثروة في نهاية السنة} - \text{الثروة في بداية السنة}}{\text{الثروة في بداية السنة}} = \text{معدل العائد}$$

— و لا بد من التأكيد هنا بأن الثروة في نهاية الفترة و عادة ما يعبر هذه الفترة بسنة واحدة تتكون من سعر الورقة المالية في نهاية العام مضاف إليها التوزيعات التي تمت خلال أو في نهاية العام. □

— يقوم المستثمر عادة بحساب متوسط العائد لفترة طويلة قد تصل إلى خمسة و عشرون سنة لكل ورقة مالية، كما انه يحسب درجة التقلب في هذا العائد خلال نفس الفترة، أي درجة الخطر و التي تقاس عادة

¹: محمد صالح الحناوي و آخرون، نفس المرجع السابق، ص 25 .

²: محمد صالح الحناوي، الاستثمار في البورصة، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2009، ص 19.

الفصل الأول أساسيات الاستثمار المالي و المحافظ الاستثمارية

باستخدام الانحراف المعياري الإحصائي و قد أثبتت الدراسة الميدانية في الدول المتقدمة (و.م.أ و اليابان) نقطتين هما : □

● إن الأوراق المالية التي تحقق متوسطا مرتفعا للعائد تتميز بدرجة كبيرة من المخاطرة أي التقلبات في العائد من عام لأخر.

● أن التقلبات في الفترة الماضية لا تعبر بالضرورة عن التقلبات المتوقعة فالأولى تعبر عن السجل التاريخي في الحين تعبر الثانية عن عدم التأكد المرتبط بالمستقبل.

— بالنسبة للنقطة الأولى فقد أظهرت الدراسة على البيانات التاريخية في ال.م.أ ارتفاع متوسط العائد على الاستثمار في الأسهم العادية مع ارتفاع درجة الخطورة و أن متوسط العائد على الاستثمار في السندات اقل مع درجة خطورة اقل، و أخيرا تحقق اذونات الخزانة اقل العوائد مع درجة خطورة لا تذكر. □

— و النقطة الثانية تحتاج إلى مزيد من التفسير فإذا أخذنا اذونات الخزانة على سبيل المثال سنجد أن العائد عليها يتقلب بتفاوت من عام إلى آخر إلا أن العائد المحقق كل عام معروف مقدما، و بالتالي يعتبر خاليا من الخطر و من جانب آخر فإن العائد السنوي من الأسهم العادية يصعب جدا التنبؤ به بالإضافة إلى ذلك فإن نمط العائد في الماضي لا يساعد كثيرا في التنبؤ بالعائد في العام القادم و ذلك نتيجة وجود ما يطلق عليه السوق الكفاء عند التعامل في الأسهم العادية و هي تلك السوق التي تحدد فيها أسعار الأسهم نتيجة المعلومات المتاحة كما أن الأسعار تعكس هذه المعلومات بصورة فورية و دون التعمق في هذه المفاهيم فإنه يمكن القول بأن التقلبات الماضية لي لعوائد الأسهم يمكن اعتبارها مؤشرا لي الخطر في المستقبل. □

2. الأسواق المالية : تصنف الأسواق المالية كالتالي:

ا- حسب المدى العمري للأوراق المالية: و تتضمن:

● سوق النقد: هي سوق الاستثمارات قصيرة الأجل التي لا تتجاوز مدة استحقاق الأوراق المالية فيها سنة واحدة. □

¹: محمد صالح الحناوي، نفس المرجع السابق، ص20.

²: محمد صالح الحناوي، نفس المرجع السابق، ص21.

³: محمد صالح الحناوي، نفس المرجع السابق، ص22.

⁴: عصران جلال عصران، الاستثمار غير المباشر في محافظ الأوراق المالية، دار التعليم الجامعي، الإسكندرية، 2010، ص.234

الفصل الأول أساسيات الاستثمار المالي و المحافظ الاستثمارية

و تتميز بالخصائص التالية:

- هي سوق رؤوس الأموال قصيرة الأجل.
- تتكون من مختلف البنوك (سوق ما بين البنوك).
- سوق الأصول المالية القابلة للتداول بين مختلف الأعوان الاقتصاديين.
- تعد السوق النقدية سوق وطنية.
- توفر السيولة و هي قدرة تحويل الأوراق التي تعبر عن المديونية إلى نقود قانونية بأقل قدر ممكن من التكاليف.
- غير مجسدة ماديا (ليس لديها مكان)، حيث لا تتم الصفقات على مستواها في مكان معين أو محدد بل يتم نشاط السوق النقدية باستخدام مختلف الأجهزة خاصة.
- تعتبر درجة المخاطرة فيها منخفضة نسبيا بالمقارنة بالأسواق الأخرى لأن أغلبية آجالها من النوع القصير مما يعني بقاء الصندوق في حالة مستقرة.

• سوق رأس المال: هي السوق التي يتم فيها تداول الأوراق المالية التي تصدرها منظمات الأعمال. □

ب - حسب المصدر : و تتضمن ما يلي :

- **السوق الأولية:** و تسمى سوق الإصدار و هي السوق التي يتم من خلالها إصدار الأوراق المالية الجديدة و التي أصدرتها المؤسسات لأول مرة بغرض الحصول على أموال لتمويل الاحتياجات الأولية للمؤسسات.
- **السوق الثانوية:** و تسمى أيضا سوق التداول و هي المكان المخصص لتداول الإصدارات و التي تم طرحها في السوق الأولية.

3. مؤسسات الوساطة المالية :

¹: حنفي عبد الغفار و قرياقص، أسواق المال، الدار الجامعية، 2000، ص 23.

الفصل الأول أساسيات الاستثمار المالي و المحافظ الاستثمارية

و يطلق عليها اسم المؤسسات المالية و هي منظمات تصدر التزامات مالية على نفسها بمعنى أنها تبيع أصول مالية و تترتب التزامات مالية على نفسها مقابل النقدية التي تحصل عليها ثم تستخدم الحصيلة النقدية من هذه الاصدارات بصورة أساسية في شراء أصول مادية من الغير.

و تتمثل هذه المؤسسات في البنوك التجارية و مؤسسات مالية أخرى مثل:

— بنوك الاستثمار.

— شركات التأمين.

— صناديق الاستثمار.

— شركات الاستثمار المشتركة.

— صناديق المعاشات و الادخار..... وغيرها.

— يمكن لمؤسسات الوساطة المالية أن توفر أسلوب غير مباشر للشركات في الحصول على الأموال التي تحتاجها عن طريق الجمهور العام و في هذه الحالة تعطي الشركة للمؤسسة الوساطة المالية النقدية في مقابل الحصول على ورقة مالية، في حين تقوم المؤسسة المالية بالحصول على أموال عن طريق السماح للجمهور العام بفتح حسابات جارية أو إيداع أو الاستثمار معها. □

ثالثا: اختيار قرارات الاستثمار.

— أن اختيار قرار الاستثمار في نوع معين من الاستثمارات يتم عن طريق اتخاذ قرارات تخصيص أموال محفظة الأوراق المالية بمعنى كيف يتم توزيع استثمارات محفظة الأوراق المالية على فئات الأصول المالية المختلفة من أسهم و سندات؟

— و توجد اعتبارات يجب أخذها بالاعتبار عند اختيار قرار الاستثمار و هي كالتالي:

1. ما يتضمنه قرار الاستثمار " قرار شراء الأوراق المالية " من النوع المستقر من الأوراق أو النوع الذي يتسم بالأمان، و التي يمكن تحويلها إلى نقدية في فترة قصيرة دون خسائر تذكر أي أنها منخفضة المخاطر عند التحويل إلى نقدية.

¹: محمد صالح الحناوي، الاستثمار في البورصة، مرجع سابق، ص 23.

الفصل الأول أساسيات الاستثمار المالي و المحافظ الاستثمارية

2. نسب الاستثمار في الأوراق المالية داخل كل قطاع أو بمعنى كيفية توزيع الأموال المستثمرة في المحفظة.

3. مستوى المخاطرة المقبول و يتوقف على فلسفة الاستثمار و السياسة التي تتبناها إدارة المحفظة و التي لا تخرج عن سياسة متحفظة أو هجومية أو معتدلة.

4. الاعتبارات الضريبية و تأثيرها على اختيار قرار الاستثمار و بالتالي تحديد التشكيلة المكونة لمحفظة الأوراق المالية، حيث يتم الأخذ بعين الاعتبار معدلات الضرائب على التوزيعات و الأرباح المستقبلية و الأرباح الرأسمالية و مدى تحقيق و فرات ضريبية.

5. متطلبات الربحية و السيولة، حيث أن الآلية التي تحكم قرار الاستثمار هو مدى الموازنة بين مستويات الربحية و درجة السيولة المطلوبة.

6. الالتزام بقاعدة الشراء بالسعر المنخفض و البيع بالسعر المرتفع.

رابعاً: أدوات الاستثمار المالي.

تنقسم الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية إلى نوعين :

1. أدوات الملكية :

● **التعهدات :** التعهد هو صك تصدره المؤسسة المساهمة في السوق المالي مرفقة بإصداراتها من الأوراق المالية ذات الدخل الثابت كالأسهم الممتازة و السندات و ذلك بهدف الترويج لهذه الأوراق عن طريق توفير المزايا الإضافية تشجع على شرائها، و يعطي التعهد المستثمر الحق في شراء عدد محدد للأسهم العادية للمؤسسة المصدرة من تاريخ الإصدار، و يسقط حق المستثمر في استخدامها بعد انقضاء مهلتها المحددة. □

● **المشتقات المالية:** و تتمثل في:

¹: محمد مطر، ادارة الاستثمارات "الاطار النظري و التطبيقي"، مؤسسة الوراق للنشر، عمان، 1999، الطبعة الثانية، ص176.

الفصل الأول أساسيات الاستثمار المالي و المحافظ الاستثمارية

أ. الخيارات: تعرف عموماً بأنها عقود قانونية تمنح حاملها الحق و لكن ليس الإلزام لشراء موجود محدد بسعر محدد في تاريخ محدد أو قبل تاريخ محدد سلفاً. □

— عقد خيار الشراء: خيار يعطي لحامله الحق في شراء السهم العادي للمؤسسة المصدرة بسعر محدد خلال مدة محددة تماماً كالتعهد و يطلق على هذا النوع من الخيارات بخيار الشراء.

— عقد خيار البيع: خيار يعطي لحامله حق بيع للشركة كمية محددة من أسهمها بسعر محدد خلال مهلة محددة يطلق عليه خيار البيع.

ب. العقود المستقبلية: هو عقد يبرم بين طرفين، مشتري و بائع للتعامل على أصل ما، على أساس سعر يتحدد عند التعاقد، على أن يكون التسليم في تاريخ لاحق.

ج. عقود المبادلة (المقايضة): عقد المبادلة هو اتفاق بين طرفين أو أكثر لتبادل سلسلة من التدفقات النقدية خلال فترة مستقبلية، فعلى سبيل المثال الطرف (أ) يوافق على دفع معدل فائدة ثابت على مبلغ معين (فرضاً مليون دولار) كل سنة لمدة خمس سنوات و ذلك لطرف آخر و ليكن (ب)، والطرف (ب) سوف يدفع معدل فائدة عائم (أي سوقي و يعتمد على تفاعل قوى العرض و الطلب) على نفس المبلغ المحدد و هو مليون دولار و ذلك كل سنة لمدة خمس سنوات، و ترتبط التدفقات النقدية التي يدخل فيها أطراف العقد عادة بأداة دين أو بقيمة عملات أجنبية. و تنقسم عقود المبادلة الى:

— مبادلات أسعار الفائدة: في هذه العقود، فإن أحد الأطراف الداخلة في المبادلة يُوافق على أن يدفع سلسلة من معدلات الفائدة الثابتة و في نفس الوقت يتسلم سلسلة من التدفقات النقدية التي تعتمد على معدلات الفائدة العائمة (أو المتغيرة)، و في المقابل يوافق الطرف الآخر الداخلة في عقد المبادلة على استلام سلسلة من معدلات الفائدة الثابتة مقابل دفع سلسلة من معدلات الفائدة العائمة المتغير.

¹: محمد علي ابراهيم العامري، الادارة المالية المتقدمة، اثناء للنشر و التوزيع، عمان، 2010، ص549.

الفصل الأول أساسيات الاستثمار المالي و المحافظ الاستثمارية

– **مبادلة العملات:** يتضمن في أبسط صورته مبادلة أصل قرض و مدفوعات فائدة ثابتة على قرض بعملة ما بأصل قرض ومدفوعات ثابتة على القرض مكافئ تقريباً بعملة أخرى. ويمكن استخدام مبادلة العملة في تحويل قرض بعملة ما إلى قرض بعملة أخرى.

– **أنواع المبادلات الأخرى:** إن المبادلة في صورتها الأكثر عمومية هي عقد يتضمن تبادلاً لتدفقات نقدية وفقاً لصيغة تعتمد على قيمة أو أكثر من المتغيرات و لذلك لا يوجد حد لعدد أنواع المبادلات المختلفة التي يمكن ابتكارها. و من بين أنواع عقود المبادلات، نجد:

– المبادلات السلعية.

– مبادلات المعادن النفيسة.... إلى غير ذلك من أنواع المبادلات.

• **الأسهم:** يعرف بأنه صك قابل للتداول يصدر عن شركة مساهمة و يعطي لحامله أو المساهم حق أن يمثل حصته في رأسمال الشركة. □

و تعتبر الأسهم أداة تمويلية أساسية لتكوين رأس المال في الشركات المساهمة، إذ تطرح للاكتتاب العام و الخاص ضمن مهلة محددة يعلن عليها المصدر.

و تنقسم الأسهم إلى:

أ. على أساس شكل الإصدار :

– **السهم لحامله :** عندما يصدر بشهادة لا تحمل اسم صاحبها حيث يتيح مرونة كبيرة لتداول السهم في السوق المالية حيث تكتب ملكية بمجرد استلامه.

– **السهم الاسمي:** عندما يصدر باسم صاحبه مثبتا في الشهادة و يسجل في سجلات المؤسسة.

– **السهم لأمر:** يصدر باسم صاحبه في الشهادة مقترنا بشرط الأمر و عليه يتم نقل الملكية عن طريق التظهير دون الحاجة للرجوع للمؤسسة.

¹: محمد مطر، مرجع سابق، ص 179 .

الفصل الأول أساسيات الاستثمار المالي و المحافظ الاستثمارية

ب. على أساس الحقوق المترتبة على حاملها :

— الأسهم العادية : هو ورقة مالية طويلة الأجل و هو عبارة عن مستند ملكية يخول لحامله الحق في امتلاك جزء من ممتلكات المؤسسة التي أصدرته و تكون الأسهم نقدية إذا مثلت حصصا نقدية في رأس المال، و قد تكون عينية إذا مثلت حصصا عينية في رأس المال. □

— الأسهم الممتازة: هي أداة مالية تكون وسط الأسهم العادية و السندات تشبه السند في حصولها على عائد ثابت، و تشبه السهم العادي من حيث عدم المطالبة القانونية بالأرباح و عليه فإن السهم الممتاز هو: □

— مستند ملكية لكن ليست تلك الملكية المعروفة في الأسهم العادية لأن حامله لا يحق له التصويت في الجمعية العامة للمؤسسة.

2. أدوات الدين :

● **السندات:** تعرف على أنها ورقة مالية ذات قيمة اسمية واحدة قابلة للتداول تصدرها شركات المساهمة العامة و تطرحها للتداول للحصول على قرض تتعهد الشركة بموجبه سداد القرض و فوائده وفقا لشروط الإصدار. □

و بهذا المعنى يعتبر السند أداة تمويلية طويلة الأجل تصدر في سوق رأس المال، حيث أن السندات تتميز بالخصائص التالية :

— **السند أداة دين:** يترتب لحامله على الشركة المصدرة حق دائن، في حين يترتب لحامل السهم حق الملكية، لذا يكون حامل السند الأولوية في استثناء حقوقه سواء من أرباح الشركات أو من أصولها في حالة الإفلاس أو التصفية.

¹: عبد الغفار حنفي، مرجع سابق، ص252.

²: منير هندي، أدوات الاستثمار في الأوراق المالية و اسواق الاستثمار، المكتب العربي الحديث، الاسكندرية، 1999، ص13.

³: محمد مطر، مرجع سابق، ص179.

الفصل الأول ===== أساسيات الاستثمار المالي و المحافظ الاستثمارية

— السند أداة استثمار ثابتة الدخل: حيث يعتبر السند من أدوات الاستثمار ثابتة الدخل لأن حامله يتقاضى فائدة سنوية ثابتة، و يشبه السند في ثبات دخله السنوي السهم الممتاز.

المبحث الثاني: المحافظ الاستثمارية .

المطلب الأول : مفهوم المحافظ الاستثمارية و انواعها.

أولاً: مفهوم المحافظ الاستثمارية.

— هي عبارة عن مجموعة من الأصول المالية يتم الاحتفاظ بها و إدارتها بغرض زيادة القيمة السوقية لها و تجنب المخاطر المترتبة على الاستثمار في أصل واحد أو عدة أصول محدودة.

— عادة ما تتكون المحافظ الاستثمارية من مزيج من الاستثمارات الفردية و غالباً ما تحتوي على الأسهم كأدوات ملكية و السندات كأدوات مديونية و التي تدار بطريقة تعمل على تزايد قيمتها و تجنب المخاطر الناجمة عن الاستثمارات الفردية[□]

كما يمكن تعريفها على أنها :

1: عصران جلال عصران، مرجع سابق، ص30.

الفصل الأول أساسيات الاستثمار المالي و المحافظ الاستثمارية

— كمصطلح : تطلق على مجموع ما يملكه الفرد من الأسهم و السندات، و تخضع المحفظة الاستثمارية لإدارة شخص مسؤول يسمى المدير، كذلك الحال بالنسبة لشهادات الإيداع و الودائع الاستثمارية في الأسهم و السندات فإنها تعتبر جزء من المحفظة الاستثمارية.

— و هكذا فإن تكوين المحافظ الاستثمارية في الأسهم و السندات يعتمد على فلسفة الفرد نفسه و مدى استعداده لتقبل المخاطرة، و كذلك احتياجاته الخاصة فيما كان يهدف بالدرجة الأولى إلى الحصول على تدفق نقدي ثابت و بشكل دوري شهري أو ربع سنوي أو سنوي أو انه يهدف إلى تعظيم الربح.

— و لكي يقوم المستثمر ببناء المحفظة الاستثمارية في الأسهم و السندات التي تتلاءم مع فلسفته و احتياجاته، فإنه لابد أن يحدد أهدافه الاستثمارية أولاً، فهدف تحقيق عوائد أكبر مع درجة ادني من المخاطرة هو هدف ينطوي على عنصرين متعارضين :

— العائد و المخاطرة ففي النظرية الاستثمارية في الأسهم و السندات كلما زادت فرص الكسب ارتفعت درجة المخاطرة، و من هنا لابد من تحقيق توازن بين الاثنين.¹

— كما يمكن تعريفها بأنها عبارة عن أداة مركبة من أدوات الاستثمار بحيث تتكون من اصلين أو أكثر، و يتم إدارتها من قبال شخص مسؤول عليها يدعى مدير المحفظة و تعود ملكيتها لشخص طبيعي أو معنوي.²

— هي أيضا أداة استثمارية مركبة من مجموعة من الأصول الحقيقية و المالية التي يكون هدف المستثمر من تكوينها تقليل مخاطر الاستثمار عن طريق تنوع أصولها و تنمية قيمتها السوقية لتحقيق أرباح رأسمالية.³

1: : سليم سالم عرفة، مرجع سابق، ص73.

2: ناضم محمد نوري الشمري و طاهر فاضل الزياتي، اساسيات الاستثمار المالي و العيني، دار وائل، عمان، 1999، ص 261.

3: زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي و الحقيقي، دار وائل للنشر، طبعة اولى، عمان، 1998، ص30 .

ثانيا: أنواع المحافظ الاستثمارية.

تنقسم المحافظ الاستثمارية إلى عدة أنواع أبرزها:

أ- حسب نوع الأصل: □

● **محافظ الأصول الحقيقية:** أي المحفظة التي تحتوي أصولا حقيقية و هي الأصول التي لها قيمة اقتصادية و ملموسة مثل العقارات، الذهب، الفضة، المشاريع الاقتصادية.....إلى غير ذلك.

● **محافظ الأصول المالية:** و هي المحفظة التي تحتوي أصول مالية و مثل الأسهم و

السندات و الخيارات و المستقبلات.....إلى غير ذلك.

ب - حسب نوع الأصل المالي: □

¹: ناضم محمد نور الشمري و طاهر فاضل البياتي، مرجع سابق، ص261.

²: عصران جلال عصران، مرجع سابق، من ص 43 إلى ص 45.

الفصل الأول أساسيات الاستثمار المالي و المحافظ الاستثمارية

- **محافظ الأسهم :** أي المحافظ المالية التي تتكون من أوراق مالية تتمثل في الأسهم فقط، حيث تركز على الأسهم العاملة في صناعة معينة، بل و ربما في المنشآت التي تعمل في منطقة جغرافية معينة، و عندما يقرر المستثمر استثمار أمواله في مثل هذه المحافظ فإن عليه أولاً تحديد نوعية الأسهم التي يفضلها.
- **محافظ السندات :** و يقصد بها تلك المحافظ التي تحوي سندات فقط و توجد العديد من المحافظ وفقاً لتشكيلة السندات المكونة لها، حيث توجد تشكيلة من سندات تصدرها منشآت الأعمال و بعض السندات التي تصدرها الحكومات و سندات مرتفعة الجودة التي تولد عائد منخفض نسبياً و لكنها تنطوي على مستوى منخفض جداً من المخاطرة.
- **المحافظ المهجينة :** هي تلك المحافظ التي تحتوي على مزيج من الأسهم و السندات، كما يطلق عليها أيضاً المحافظ المختلطة أو المتنوعة و تتفاوت نسبة الأسهم و السندات باختلاف الأهداف التي يرغب المستثمر للوصول إليها أو بلوغها.

ج - حسب الهدف المقرر :

- **محافظ النمو:** تحوي أسهما لشركات صغيرة أو جديدة النشأة التي تتمتع بإمكانية نمو محتملة والتي سوف تحقق نموا متواصلا في الأرباح، بالإضافة إلى ما يتبع ذلك من ارتفاع في أسعار السهم و يهدف من وراء تشكيلها تحقيق تحسن في القيمة السوقية للمحفظة.[□]
- **محافظ الدخل:** هي المحافظ التي يرجو المستثمر من ورائها الحصول على دخل ثابت أو مستقر نسبياً عن طريق العائد من الفوائد التي تدفع للسندات أو التوزيعات النقدية للأسهم الممتازة أو العادية و عليه فإن محافظ العائد وظيفتها هي تحقيق أعلى معدل للدخل النقدي الثابت و المستقر للمستثمر و تخفيض المخاطر بقدر المستطاع.[□]
- **المحافظ المتوازنة :** هي المحافظ التي تهدف لتحقيق ثلاث أهداف رئيسية هي :

¹: سليم سالم عرفة، مرجع سابق، ص76.

²: سليم سالم عرفة، نفس المرجع السابق، ص74.

الفصل الأول أساسيات الاستثمار المالي و المحافظ الاستثمارية

1. الحفاظ على أموال المستثمرين.

2. دفع عائد جاري للمستثمر.

3. تحقيق نمو في الأجل الطويل على الأموال المستثمرة.

و تضم هذه المحفظة في تشكيلها أسهم عادية و أسهم ممتازة و سندات و يرى أن هذه التشكيلة خليط من الأوراق المالية ذات الدخل الثابت نسبيا فالسهم يحقق مبدأ النمو على الأموال المستثمرة بينما تحقق السندات عائد دوري. □

● **الحافظ المتخصصة في الصناعات:** هي المحافظ المتخصصة التي تقوم بالاستثمار في صناعة معينة أو منطقة جغرافية معينة و تكون مخاطرة هذه المحافظ أكثر من مخاطر المحافظ الأخرى و ذلك لانخفاض درجة التنوع بها، و من أمثلتها المحافظ التي تتخصص في الصناعات البترولية أو الصناعات التكنولوجية و الجدير بالذكر أن هذه المحافظ تحتاج إلى خبرات خاصة في إدارتها لكي تستطيع تحقيق الربح.²

● **الحافظ المختلطة:** و تركز على التوزيعات النقدية للأرباح بالإضافة إلى الأرباح الرأسمالية الناتجة عن أسهم الشركات التي تحقق نموا عاليا في إيراداتها و تقوم المحافظ المختلطة بتنويع استثماراتها ما بين الأسهم التي تعطي توزيعات نقدية عالية و الأسهم التي تؤدي إلى نمو و زيادة أموال المحفظة الاستثمارية. □

¹: Robert A. Strong, Practical investment management, South-Western college publishing, 1998, p.430.

1: Suzanne R. Bernard, The American banks association, Third edition, 1995, p.79

³: حسين علي خربوش و آخرون، الاستثمار و التمويل بين النظرية و التطبيق، مؤسسات التجهيز المكتبية، عمان، 1996، ص60.

المطلب الثاني: الهدف من الاستثمار الحفظي و نظرية الحفظة.

ثانيا: الهدف من الاستثمار الحفظي.

يهدف الاستثمار الحفظي إلى تحقيق الأهداف التالية :

1. استمرار تدفق الدخل.
2. التنوع و توزيع المخاطر الاستثمارية.
3. ديد آجال الاستثمار و تنويعها حيث توفر للمستثمر توازن معقولا بين عنصري العائد و المخاطرة.
4. التوزيع الجغرافي في الاستثمارات داخل و خارج البلد أي التنوع الايجابي للأصول المملوكة.

كما أن الهدف منها:

1. تنمية القيمة السوقية لها و تحقيق التوظيف الأمثل لما تمثله هذه الأصول المالية من أموال.¹

و الهدف من المحافظ الاستثمارية حسب النوع :

¹: سليم سالم عرفة، مرجع سابق، ص73.

الفصل الأول أساسيات الاستثمار المالي و المحافظ الاستثمارية

1. محفظة الدخل : تهدف لتحقيق دخل نقدي ثابت و مستقر للمستثمر و تخفيض المخاطر قدر الإمكان.
2. محفظة العائد: تهدف لتحقيق نمو متواصل في الأرباح و يتبع ذلك ارتفاع في أسعار الأسهم.
3. محفظة النمو: يهدف المستثمر من تشكيلها إلى زيادة معدل النمو و ليس الزيادة في التوزيعات النقدية للربح.
4. المحفظة المتوازنة: يهدف المستثمر من ورائها تحقيق أرباح رأسمالية بالإضافة إلى توزيعات نقدية من أرباح الأسهم و السندات.
5. المحفظة المختلطة : التقليل من المخاطر عن طريق التنوع في الأصول المالية و القابلية للسيولة و التسويق أي أن تكون الأصول من النوع الذي يمكن بيعه في السوق في أي وقت. □

بالإضافة إلى الأهداف السابقة هناك هدف خاص بالمستثمرين و خاصة البنوك و شركات التأمين:

1. استثمارها للفائض النقدي في الأوراق المالية من اجل تحقيق أقصى عائد و ضمان تلبية حاجات البنك و المؤسسة المالية للسيولة و تجنب التعرض لخطر الإفلاس و عدم التضحية بالعلاقة الوثيقة مع المودعين. □
2. كما يمكن أن تحقق المحفظة الاستثمارية عددا من الأهداف الأخرى و التي تتمثل في الاستثمار الطويل أو القصير الأجل و كذا طبيعة الدخل المتوقع من الاستثمار في ضوء الخطط المالية المستقبلية، و على ضوء ذلك يتم اختيار نوع الورقة المالية التي تتناسب مع الأهداف و من هذه الأهداف :

- حماية الأموال المستثمرة من هبوط قيمتها الشرائية نتيجة التضخم. □
- تنمية المحفظة أي تضخيم قيمتها السوقية و الرأسمالية.

¹ : Russell J .Fuller and James L .Ferrell Jr , Modern investment and Security Analysis, Grawhill, USA , 1987 , p. 563 .

² : منير إبراهيم الهندي، إدارة الاسواق و المنشآت المالية، دار المعارف، الإسكندرية، 1999، ص424.

³ : محمد سويلم، إدارة البنوك و بورصات الأوراق المالية، بدون ناشر، المنصورة، 1995، ص382.

الفصل الأول أساسيات الاستثمار المالي و المحافظ الاستثمارية

- تحقيق عائد دوري و دخل إضافي رأسمالي ناتج من الأرباح الرأسمالية للبيع أكبر من القيمة الشرائية.
- التامين ضد المخاطر و لا سيما مخاطر انخفاض القدرة الشرائية.
- تحقيق تنمية مستمرة في الأموال المستثمرة.
- تثبيت و استقرار العائد دون التقليل من العائد المتوقع. □
- توفير مصدر آخر للسيولة حيث يتم اللجوء إليه عند الحاجة حيث يمكن بيع الأوراق المالية عند الحاجة للحصول على النقدية السائلة بدلا من قيام البنك بالاقتراض.²

ثانيا: نظرية الحفظة الاستثمارية.

هي نظرية معيارية تعنى بالقرارات المالية الرشيدة للمستثمرين من حيث كيفية الموازنة بين المخاطر و العائد عند الاستثمار في الموجودات المالية أو الحقيقية (المادية)، تصف هذه النظرية المستثمر بالرشد في ممارسة عملية الاختيار و المفاضلة بين الاستثمارات، (فالمستثمر الرشيد هو المتجنب للمخاطرة). □

— تقوده هذه النظرية إلى الاستثمارات التي تحقق أعلى احتمال لمعدل العائد عند درجة معينة من المخاطرة أو أدنى احتمال للمخاطرة عند معدل معين من العائد.

— و أرسيت مبادئ نظرية الحفظة عام 1952 على يد منظرها الأول الحائز على جائزة نوبل للمالية و الاقتصاد هاري ماكويترز، و من ابرز المساهمين في تطوير النظرية فيما بعد المنظر المالي الاقتصادي جايمس سي توبين، و يتمثل تطويره المهم لنظرية الحفظة في المعدل الخالي من المخاطرة عام 1958، كما أسهم إسهاما كبيرا المنظر و الرائد المالي الاقتصادي و ليم شارب و الذي اقترح نموذج تسعير المنتجات الرأسمالية CAPM عام 1963 و حصل شارب على جائزة نوبل في المالية و الاقتصاد عام 1990.

¹: جلال إبراهيم العيد، إدارة محفظة الأوراق المالية "دراسات"، الإسكندرية، بدون ناشر، 1999، ص3.

²: سياسة الاستثمار في البنوك "مجلة البنوك"، القاهرة، العدد 29، ماي 2001، ص1.

³: محمد علي إبراهيم العامري، مرجع سابق، ص23.

الفصل الأول أساسيات الاستثمار المالي و المحافظ الاستثمارية

و تستند نظرية المحفظة على الافتراضات التالية: □

1. تجنب المستثمرين للمخاطرة و بهذا فإن المستثمر رشيد.

2. تماثل توقعات المستثمرين بخصوص العائد و الخطر.

3. إمكانية تجزئة الاستثمارات.

4. إمكانية الإقراض و الاقتراض بمعدل عائد خالي من الخطورة.

— و أساس النظرية هو النظرية الاقتصادية لسلوك المستهلك الذي يوازن بين المنفعة و الثمن الذي سيدفعه مقابل تحقيقه لهذه الرغبة او اشباعه لهذه الحاجة فالنظرية الاقتصادية هي مجموعة نماذج يحاول كل نموذج

فيها إعطاء تفسير علمي لجانب اقتصادي معين و هكذا تحاول هذه النظرية تفسير علاقة المتغيرات الاقتصادية ببعضها.

— أن المستهلك الرشيد يوازن بين المنفعة و الثمن للسلع البديلة، فهو يهدف للحصول على أقصى منفعة ممكنة في حدود دخله المحدود و المستثمر الرشيد هو الذي يوازن بين المخاطرة و العائد للاستثمارات البديلة للحصول على أكبر عائد بأقل مخاطرة.

— تقوم نظرية المحفظة الحديثة على العلاقة بين عنصرى العائد و المخاطرة و على كيفية الاستخدام الرشيد و التنويع الأمثل للأوراق المالية ضمن مكونات المحفظة حسب طبيعة الأصول و التغير في الأسعار. (و) تقوم المفاهيم الأساسية للنظرية على تنويع هاري ماركويتز) □، الذي أشار إلى أهمية كفاءة التنويع و بناء نموذج تسعير الأصول الرأسمالية و تبني نظرية المحفظة على أساس التنويع و العلاقة بين العائد و الخطر إضافة إلى الاهتمام بالسيولة و احتساب درجة المخاطرة و درجة ابتعادها عن الانحراف للعوائد، حيث تقوم نظرية المحفظة على مزج ورقتين ماليتين أو أكثر مع بعضها في حقيبة استثمارية واحدة من خلال توزيع المبالغ المستثمرة

¹: محمد ابراهيم العامري، نفس المرجع السابق، 24.

²: دريد كامل آل شبيب، ادارة المحافظ الاستثمارية، دار الميسرة، عمان، 2010، ص 27.

الفصل الأول أساسيات الاستثمار المالي و المحافظ الاستثمارية

لرأسمال المحفظة على هذه الأوراق بأهمية نسبية تتلاءم مع أهداف المحفظة بهدف تخفيض مخاطر الاستثمار و رفع القيمة السوقية لرأسمالها أي توزيع الأدوات الاستثمارية في المحفظة بصورة تتلاءم مع أهداف المستثمرين و إدارة المحفظة و يأخذ التنوع بعين الاعتبار مقدار العوائد المحققة عن كل أداء أو اصل مالي في المحفظة و مدى المخاطر الناجمة عن الانحراف بين العائد الفعلي و العائد المتوقع من خلال استخدام أدوات إحصائية في قياس درجة المخاطر لهذه العوائد.

مثال توضيحي:

يفرض تكوين محفظة استثمارية تقوم بتوزيع رأسمال المحفظة 10000 دج على ورقتين ماليتين A و B

كالتالي :

سنخصص 3000 دج للورقة A و 7000 دج للورقة B و كان معدل العائد للسهم $A=8\%$ و

معدل العائد للسهم $B=5\%$ فإن معدل العائد المرجح للمحفظة المذكورة هو كالتالي:

$$\text{عائد المحفظة} = (3000 \times 8\%) + (7000 \times 5\%) = 240 + 350 = 590 \text{ دج.}$$

أي أن العائد للمحفظة المذكورة هو متوسط لعائد الأوراق المالية.

المطلب الثالث: محددات و ضوابط بناء المحفظة الاستثمارية.

اولا: محددات و ضوابط بناء المحفظة.

من الأفضل عند الاستثمار في الأوراق المالية التركيز على النمو طويل الأمد إلا انه قبل ذلك يجب طرح السؤال

التالي:

• متى نحتاج إلى تنمية أموالنا؟ و متى يجب استخدامها؟

إذا علينا دراسة المحددات الثلاث التالية: □

1. المحدد الأول: أهمية نمو رأس المال.

إن النمو هو المعدل الذي تتزايد فيه نقودك خلال زمن الاستثمار في الأوراق المالية، فإذا كنا بحاجة إلى النقود بعد فترة قصيرة فإننا نبحث عن فرصة توفر لنا معدل نمو ثابت و آمن، أما إذا كنا نريد الاستثمار لأجل طويل

¹: محمد فتحى المسري، صناديق الاستثمار و الإدارة الخرفة، دار التعليم، الإسكندرية، 2010، ص76.

الفصل الأول أساسيات الاستثمار المالي و المحافظ الاستثمارية

فإنه بإمكاننا أن نكون مرتاحين بوضع نقودنا في الأوراق المالية التي يمكن أن تقدم معدل نمو عاليا خلال مدة من الوقت أو في أحد صناديق الاستثمار.

2. المحدد الثاني: العائد و نمو الأرباح.

هي الفائدة أو الربح الذي يدفع عن الاستثمار ويمكن أن تختلف أهميته اعتمادا على احتياجاتنا، إن السندات يمكن أن تعطي فائدة بنسبة مئوية أعلى من الأسهم و التي تعطي عائدا، و إذا كنا نوفر للأجل الطويل فإننا قد نبحث أيضا عن استثمارات تنتج عائد ملائم بحيث يمكننا ذلك من الرضا على قيمة الاستثمار.

3. المحدد الثالث: المخاطرة.

هي احتمال خسارة بعض أو كل الاستثمار، فكل مستثمر لديه مستوى تفاوت و مختلف من المخاطر، فالمستثمر المحافظ سوف يبحث عن فرص تقدم له بعض الإجراءات للسيطرة على عوائد.

إذن فإن وجود خطة مالية مبنية على أساس صحيح هو المفتاح لقدرة المستثمر على الاعتماد على النفس و تأمين حياة مالية، حيث يمكن تقييم الوضع المالي الراهن الذي نعيش له، و بناء خطط و اختيارات مستقبلية اعتمادا عليه، بحيث تكون الاستثمارات طويلة الأمد و واقعية للوصول إلى أقصى عائد ممكن.

المبحث الثالث: إدارة المحافظ الاستثمارية.

المطلب الأول: مدير المحفظة تقييم ادائه و أنواع الإدارة حسب الفعالية.

سوف نتعرض في هذا المطلب حول وظائف مدير المحفظة الاستثمارية و التفرقة بين الإدارة الايجابية و الإدارة السلبية.

اولا: مدير المحفظة: هو الشخص أو الشركة التي تقوم بإدارة المحفظة الاستثمارية لصالح العميل (المستثمر)، وقد يكون المدير موظف عند الشخص أو في مؤسسة أخرى و تتلخص مهامه فيما يلي: [□]

1. تكون المحفظة من الأصول المختلفة و تحليلها باستخدام دالة منفعة المستثمر حيث يقوم بتحليل العائد و المخاطرة.

2. يقوم بتعديل المحفظة إذ يختار الأصول التي سيشتريها أو يبيعها وفقا للظروف المتغيرة.

¹: واثق محمد، النظرية المعاصرة خفظة الأوراق المالي و التداول في البورصات العالمية "عولة أو فوزى منظمة"، دار الرضا للنشر، دمشق، 2003، ص77.

الفصل الأول أساسيات الاستثمار المالي و المحافظ الاستثمارية

على المدير عند إدارة المحفظة طرح التساؤلات التالية: □

- ما هي فلسفتي في إدارة المحفظة و ما مدى استعدادي لتقبل أو تحمل المخاطر؟
- ما هي المؤهلات التي يجب أن تتوفر فيا لأصبح مدير ناجحاً؟
- ما الهدف من تكوين المحفظة الاستثمارية؟

3. الضوابط التي على المدير أخذها بعين الاعتبار عند تكوين المحفظة الاستثمارية:

- لا يجب اللجوء للاقتراض عند تمويل المحفظة.
- يجب أن يكون هناك جزء من أصول المحفظة يحتوي على أسهم الشركات الكبيرة منخفضة المخاطر، بالإضافة إلى جزء من الأسهم ذات المخاطرة العالية و العائد العالي، و ذلك وفق قدرة المستثمر على تحمل مثل هذه المخاطر.

- يجب تحديد الفترة الزمنية للاستثمار مسبقاً، و أن يتم تحديد نوع الاستثمار من حيث المدة فهل هم استثمار طويل، متوسط أو قصير الأجل؟
- أن يقوم المستثمر بين فترة و أخرى بإجراء التغييرات في المكونات المحفظة عند تغير الظروف السوق حيث يتم إعادة تشكيل مكونات المحفظة مسألة لا مفر منها.
- تحقيق مستوى ملائم من التنويع بين القطاعات، فمن الخطأ تركيز الاستثمارات في أسهم شركة واحدة حتى و إن كان رأس المال المستثمر صغيراً.

ثانياً: تقييم أداء مدير المحفظة.

نتوقع من الإداريين المهرة أن يعطوا إلى حد ما نسبة عالية من العوائد للمنتفعين:

- لكن كيف أن نميز بين الإداري الماهر و بين الإداري المحظوظ؟

¹: الموقع الإلكتروني: <http://www.esgmarkts.comm>، تاريخ الزيارة: 23.05.2012، توقيت الزيارة: 21:05.

الفصل الأول أساسيات الاستثمار المالي و المحافظ الاستثمارية

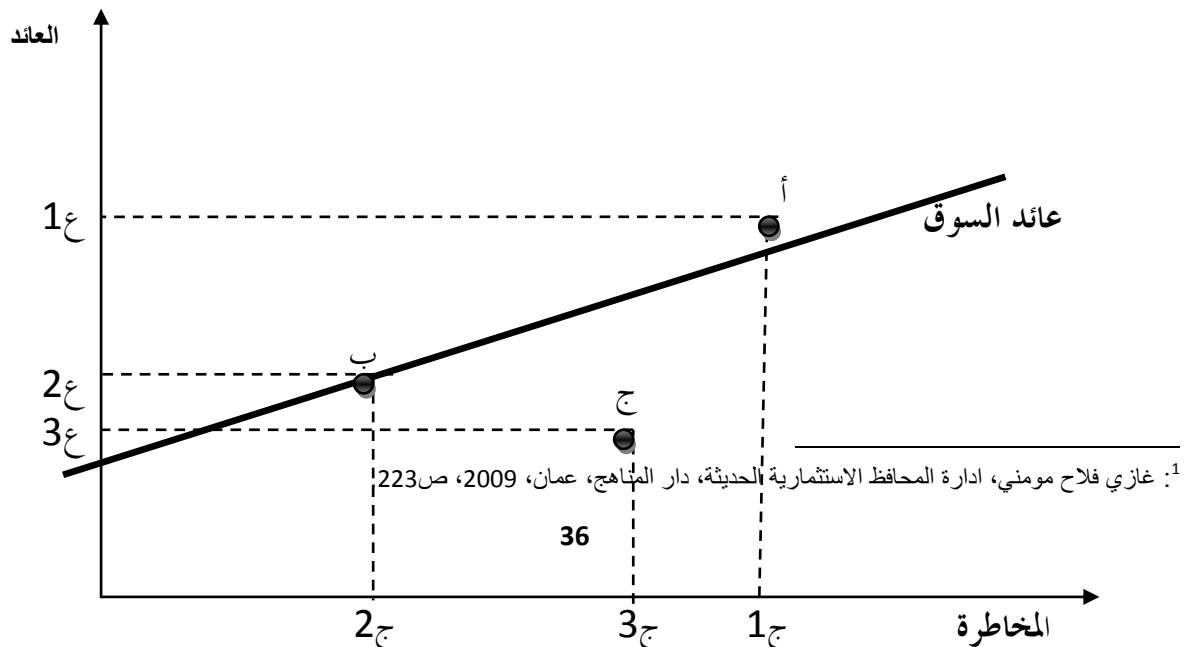
• كيف يمكن أن نميز بين الإداريين المهرة و الذين سيحصلون على عائد مرتفع بأنهم فازوا بالمخاطرة المتوقعة العالية السعر في العائد المتوازن في استثماراتهم عالية المخاطرة؟

عند تقييم أداء مدير المحفظة يجب الأخذ بعين الاعتبار القرار الاستثماري دائما لأن له علاقة مباشرة مع صاحب القرار و قدرته على تحمل المخاطرة في حالة زيادة العائد المتوقع، و يتم تصنيف أداء مدير المحفظة على النحو التالي:¹

1. أداء جيد: و يكون أداء مدير المحفظة جيد عندما يكون عائد المحفظة أعلى من خط السوق.
2. أداء مقبول: عندما يكون عائد المحفظة مساوي لخط السوق.
3. أداء غير مقبول: يكون أداء مدير المحفظة غير مقبول عندما يكون عائد المحفظة تحت خط السوق.

و يمكن توضيح ذلك بالشكل التالي:

الشكل رقم (2): تقييم أداء مدير المحفظة.



المصدر: غازي فلاح مومني، ادارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، دار المناهج، عمان، 2009، ص224.

شرح الشكل:

نلاحظ من الشكل رقم (2) أن:

- أداء المحفظة (أ) نعتبره جيدا لأنه يفوق متوسط العائد على السوق و يقع أعلى من خط السوق و قد حقق أعلى عائد و هو ع1 بأعلى مخاطرة هي خ1.
- أما أداء المحفظة (ب) فهو مقبول، حيث تقع هذه المحفظة على خط السوق أي أن معدل عائد السوق عند مستوى مخاطرة خ2 أي أنها حققت عوائد ع2 بمخاطر معقولة.
- أما أداء المحفظة (ج) فهو غير مقبول، بسبب أن عوائد هذه المحفظة أقل من متوسط العائد على السوق و هي أكثر مخاطرة.

ثالثا: الإدارة الفعالة و الادارة السلبية لمحفظة الاستثمار.

1. الادارة الفعالة:

و تتضمن الإدارة الفعالة إجراء تعديلات جوهرية على المحفظة ولا يعتقد مدير تلك المحفظة أن السوق يحقق شرط الكفاءة بل يرى أن الأصول المالية مسعرة بطريقة غير سليمة مما يؤدي إلى عوائد فائضة (حتى بعد التعديل ضد المخاطرة و تكاليف المعاملات)، كذلك يعتقد مدير المحفظة أنه يوجد عدم تجانس في التوقعات حول العوائد و المخاطر و يعتقد أن لديه تقديرات أفضل من السوق حول المخاطرة و العوائد الحقيقية للأصول.

— و يمكن تناول بشيء من التفصيل الإدارة الفعالة لمحفظة الأسهم و كيفية تعديلها و ذلك على النحو التالي:

— الإدارة الفعالة للأسهم: □

إن هذه الإستراتيجية تتبع عندما يسود الاعتقاد بأن الأصول الموجودة في المحفظة الاستثمارية مسعرة بصورة غير صحيحة، حيث لا يكون هناك إجماع رأي حول المحفظة السوقية، و المهم في هذا الصدد هو توقعات و تحركات الأسعار و من الممكن تكوين محفظة مثلى قائمة على التقديرات الشخصية لمديرها حول المخاطر و العوائد على الأصول.

• تكوين المحفظة: يتم تكوينها من خلال ثلاثة أنشطة رئيسية و هي:

أ. تخصيص الأصول:

حيث يحدد مدير المحفظة النسب المئوية من الأسهم و السندات و الواجب استثمارها في المحفظة.

قبل الشراء يجب معرفة التالي:

– الأسس المحاسبية للشركة مثل أصول الشركة و حجم الديون التي عليها و الاحتياطات ، العوائد و الاعتمادات و أرباح الشركة و قدرة الشركة على توليد فائض لديها.

– تحليل النتائج عن طريق المؤشرات و النسب مثل: ربحية السهم، نسبة المديونية على الشركة، التدفق المالي، نسبة المرودية، نسبة الربح الصافي لكل سهم مالي.

– دراسة محيط الشركة حيث يتوجب علينا الرجوع إلى القطاعات و معرفة نوع الشركة وأيضا معرفة النطاق الذي تعمل فيه، معرفة منافسيها محليا أو دوليا، متابعة أخبار الشركة أول بأول و تحليل هذه الأخبار و دراستها جيدا و دراسة حجم الخبر و مدى تأثيره على الشركة سواء على المدى القريب أو البعيد.

ب. توقيت السوق: أي قيام المدير باختيار الأصل عندما يقبل الإجماع العام عن المحفظة السوقية، إن توقيت السوق يوافق تعديل أصول المحفظة فإذا توقع المدير أنها ستكون صاعدة فإنه يسعى إلى زيادة الأصول أما إذا توقع انخفاض السوق فإنه يسعى لبيع أصول المحفظة.

¹: واثق محمد، مرجع سابق، ص(81,89,92).

الفصل الأول أساسيات الاستثمار المالي و المحافظ الاستثمارية

• **تعديل المحفظة:** يتضمن تعديل المحفظة المالية شراء الأصول و بيعها بهدف زيادة صافي منفعة المستثمر و يمكن التعبير عن هذا الهدف بطريقة أخرى و هي زيادة العائد المعدل ضد المخاطرة بعد تعديل المحفظة، أي التعديل على أساس زيادة العائد و تخفيض المخاطرة.

— و يتضمن التعديل الأمثل تحويل أو تبادل لزوجين من الأصول، حيث يتم بيع الأصل يحقق منفعة حدية صافية منخفضة بأصل عالي المنفعة.

— و عندما لا تكون هناك إمكانية لتبادل الأصول ذات المنفعة المنخفضة بأخرى عالية المنفعة يتم جعل المحفظة مثالية و يتم إيقاف التعديل و التبادل.

2. الإدارة السلبية للمحفظة: □

و تتضمن استراتيجية شراء الأصل و حيازته و يشترط في السوق الذي يتبع بشأنه تلك الإستراتيجية شرطي الكفاءة و التجانس، حيث انه في ظل كفاءة السوق تكون الأصول مسعرة بصورة صحيحة و بالتالي لا يوجد دافع للتعامل مع هذه الأصول بالطريقة الفعالة.

المطلب الثاني: خطوات إدارة المحفظة سياسات و استراتيجيات ادارتها.

اولا: خطوات إدارة المحفظة. □

لنجاح عملية الاستثمار لا بد من تحديد الخطوات التي يقوم بها مدير المحفظة الذي يقوم بإدارة أموال المستثمرين بكفاءة.

¹: عصران جلال عصران، مرجع سابق، ص220.

²: دريد كامل آل شبيب، مرجع سابق، ص40.

الفصل الأول أساسيات الاستثمار المالي و المحافظ الاستثمارية

و لغرض إدارة المحفظة الاستثمارية بكفاءة يتطلب الأمر ما يلي:

1. **الخطوة الأولى:** تحديد حجم رأسمال المحفظة و عادة تتكون من رأسمال يتم تحديده على ضوء الأهداف التي ترغب المحفظة بتحقيقها و بفضل أن يكون رأسمال المحفظة مكون بالملكية و ليس بالاقتراض.
2. **الخطوة الثانية:** تحديد أهداف المحفظة في تحقيق أقصى عائد بأقل درجة مخاطرة مع تحقيق السيولة إضافة إلى المحافظة على رأس المال الحقيقي و الحصول على تدفقات داخلية مستمرة.
3. **الخطوة الثالثة:** القيام بتحليل الاستثمارات و هنا لا بد من قيام إدارة المحفظة بالتحليل الاقتصادي الشامل و التحليل القطاعي ثم تشخيص أولي للأوراق المالية التي سيتم ضمها إلى مكونات المحفظة ثم يعقب ذلك القيام بالتحليل المالي لكل ورقة مالية يتم اختيارها.
4. **الخطوة الرابعة:** اتخاذ قرار اختيار مكونات المحفظة أي اختيار الأدوات الاستثمارية و التشكيلة المناسبة و بعد ذلك اتخاذ قرار المزج الرئيسي للأصول التي تتكون منها المحفظة.
5. **الخطوة الخامسة:** متابعة المحفظة و قياس أدائها، بعد بناء المحفظة تستمر إدارتها في مراقبة السوق و حركة أسعار الأصول و الأوراق المالية ارتفاعا و انخفاضاً و تأثير ذلك على المحفظة و قيمتها و عوائدها و طبيعة القرارات التي ستتخذها بهذا الشأن، و نقصد بها متابعة الإحداث المحيطة بالبيئة الاستثمارية و باستمرار و هذا يعتبر عامل مهم و أساس لإدارة المحفظة الاستثمارية، و كذلك لا يقل أهمية عن الرقابة المستمرة على الأدوات الاستثمارية المتكونة منها هذه المحفظة.

ثانيا: سياسات إدارة المحفظة.

مختلف السياسات المتبعة في المحافظ الاستثمارية طبقاً لأهداف و غايات المحفظة مع سياسات إدارة هذه المحفظة و يمكن حصر السياسات المتبعة في المحافظ الاستثمارية على النحو التالي: □

¹: د. غازي فلاح المومني، مرجع سابق، ص24.

الفصل الأول أساسيات الاستثمار المالي و المحافظ الاستثمارية

1. سياسات المخاطر أو الهجوم : و تهدف هذه السياسة لكسب الأرباح السريعة العالية و تحمل مخاطر عالية لذلك تكون محتويات المحفظة من الأسهم النامية التي تحقق أرباح عالية و تحمل في نفس الوقت مخاطر عالية بسبب تأثرها الشديد بالتغيرات الاقتصادية المختلفة، حيث يطلب من مدير المحفظة أن يكون دقيقا في اتخاذ قراراته خوفا من الوقوع في الخسائر، و يفضل إتباع هذه السياسة عندما يكون الاقتصاد في حالة رواج و ازدهار حيث أن الأسهم الخطرة تحقق أرباح أعلى، و ذلك لأنها سريعة التأثر بالتغيرات الاقتصادية.

2. السياسة المتحفظة أو الدفاعية:¹ تهدف هذه السياسة لكسب أرباح ثابتة بقليل من المخاطرة و لذلك يعتمد في الدرجة الأولى على السندات و الأسهم المختارة حيث لا مخاطرة بها و أن معدل الفائدة محدود و العائد ثابت و كما هو معروف يمكن أن تحتوي المحفظة على أسهم الشركات الكبيرة الراسخة المستقرة، حيث أن هذه الشركات لا تتأثر كثيرا بالتغيرات الاقتصادية و تقلبات أسواق المال و خصوصا سوق الأوراق المالية.

3. السياسة المتوازنة: هي سياسة مشتركة ما بين المخاطر أو الهجومية و المتحفظة أو الدفاعية، و يتبنى هذه السياسة غالبية مديري المحافظ الذين يراعون تحقيق استقرار نسبي في محافظهم، يؤمن لهم جني عوائد معقولة بقبولهم مستويات معقولة من المخاطرة، و ذلك بإتباع ما يعرف في عالم الاستثمار (بقاعدة الرجل الصريح).²

و بذلك يوزعون رأسمال المحفظة على أدوات استثمارية متنوعة تحقق للمحفظة حدا أدنى من الدخل الثابت، مع ترك الفرصة مفتوحة أيضا لجني أرباح رأسمالية متى كانت الفرصة مناسبة لذلك، و يطلق على المحفظة الملائمة لهذه السياسة مصطلح المحفظة المتوازنة، و تتكون قاعدتها الأساسية من تشكيلة متوازنة من أدوات الاستثمار قصيرة الأجل تتمتع بدرجة عالية من السيولة كأذونات الخزانة و شهادات الإيداع بجانب أدوات الاستثمار

¹: طاهر حيدر جردان، مبادئ الاستثمار، دار المستقبل، عمان، الطبعة الاولى، 1997، ص81.

الفصل الأول أساسيات الاستثمار المالي و المحافظ الاستثمارية

طويلة الأجل كالسندات و الأسهم، بما يتيح لمديرها انتهاز سياسة مرنة في إحلال أصولها وفقا لتقلب الفائدة من جانب إلى آخر.

ثالثا: استراتيجيات ادارة المحافظ الاستثمارية للتقليل من المخاطر المرتبطة بادارة المحفظة .

توجد عدة استراتيجيات يؤدي إتباعها إلى تقليل المخاطر المرتبطة بادارة المحفظة الاستثمارية و من أهم هذه الاستراتيجيات ما يلي:¹

1. استراتيجيات اختيار الأوراق المالية:

تقتضي استراتيجية اختيار الأوراق المالية القيام بالتحليل الأساسي و الفني، و كذا سبل تقييم الأسهم بهدف الوقوف على القيمة الحقيقية للورقة المالية و مقارنتها بقيمتها السوقية ثم اتخاذ قرار تضمين مكونات المحفظة أو استبعادها منها، فالتحليل الأساسي يتطلب معلومات عن الحالة الاقتصادية العامة و عن ظروف كل منشأة تنتمي إليها أي انه في حاجة لمعرفة مستقبل كل صناعة و كل منشأة تنتمي إليها، فضلا عن التحليل الفني الذي يقوم على دراسة الاتجاه التاريخي لحركة سعر السهم و حجم التعاملات عليه بهدف اكتشاف نمط لحركة أسعار بعض الأسهم التي على ضوءها يمكن اتخاذ قرار إضافة أو استبعاد لبعض الأوراق المالية من مكونات المحفظة.

2. إستراتيجية إعادة توزيع مخصصات المحفظة:

هي تلك الإستراتيجية التي تقوم على إعادة توزيع نسب الموارد المالية الموجهة للاستثمار في أسهم منشآت قطاع معين لحساب أو على حساب أسهم المنشآت التي تنتمي إلى القطاعات الأخرى، و من الشائع تقسيم أسهم القطاعات في أربع مجموعات:

- أسهم المنشآت الحساسة للتغيير في أسعار الفائدة، كأسهم البنوك و المؤسسات المالية الأخرى.

- أسهم المنشآت المنتجة للسلع المعمرة و التي يطلق عليها الأسهم الدورية كأسهم شركات صناعة السيارات.

¹: براق محمد، بورصة القيم المتداولة و دورها في تحقيق التنمية، دراسة حالة الجزائر، رسالة متقدمة لنيل دكتورا في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 1999، ص120.

الفصل الأول ===== أساسيات الاستثمار المالي و المحافظ الاستثمارية

- أسهم السلع الرأسمالية و هي أسهم المنشآت المنتجة للسلع الرأسمالية كآلات العتاد الفلاحي و الآلات الصناعية.

- أسهم الدفاعية كأسهم شركات الأدوية و الأغذية.

و تقوم هذه الإستراتيجية على الانتقال بين أسهم المجموعات خلال فترات الكساد و الرواج لأسهم هذه المجموعات.

3. إستراتيجية توقيت السوق: تقوم على إعادة توزيع مخصصات المحفظة بين الأسهم العادية و الأصول المالية الأخرى، بعبارة أخرى تقتضي تلك الاستراتيجيات بأنه يمكن للمستثمر أن يحقق أرباح غير عادية أو يقلل المخاطرة لو انه أدرك متى يدخل إلى سوق الأسهم متى يستثمر و متى يصبح من الأفضل له أن يخرج منها؟ (كما تقتضي هذه الإستراتيجية في حالة توقع رواج في السوق امكانية اقتراض المستثمر لتدعيم المخصصات الموجهة للاستثمار في الأسهم العادية).

الفصل الأول ===== أساسيات الاستثمار المالي و المحافظ الاستثمارية

نستخلص من هذا الفصل انا ميول المستثمر الى الاستثمار المالي و خاصة الاستثمار في المحافظ الاستثمارية اصبح اكثر حاليًا و ذلك لتوفر امكانية ادارة المحفظة من طرف المستثمر بنفسه ان كان صاحب خبرة او من طرف مدراء متخصصين في مثل هذا المجال او لتوفر مؤسسات خاصة في ادارة المحافظ، و الاله من ذلك سعي المستثمر لتحقيق مراده في تحقيق اكبر العوائد من خلال الولوج الى هذا النوع من الاستثمارات مع العلم ان القرار الاستثماري الذي يتعرض له صاحب القرار ليس بالامر الهين لما يترتب عليه من مخاطر و مجازفات، اذا على المستثمر اتباع الاساليب التحليلية لتفادي الوقوع في مثل هذه الاخطار.

سيتم تناول كل من العائد و الخطر في هذا الفصل و كيفية قياسهما و امكانية المفاضلة بينهما للوصول بالمستثمر نحو تشكيل محفظة استثمارية مثلى تحقق له اعلى العوائد عند مستوى معين من المخاطرة، كما سوف يتم التطرق الى الاستراتيجيات المتبعة عند ادارة المحافظ الاستثمارية و ذلك بعد تعريف كل من الاستراتيجية و الاستراتيجية الاستثمارية و كيفية بناء استراتيجية استثمارية لادارة المحفظة الاستثمارية.

المبحث الأول: العائد و المخاطرة و كيفية قياسهما

المطلب الأول: مفهوم العائد، قياسه و مؤشرات تحليله.

اولا: مفهوم العائد.

- هو نسبة الإيرادات المحصلة من كل دولار تم إنفاقه على نشاط معين.

- أن تحديد العائد على الاستثمار قبل الشروع بالاستثمار أي بوضع قيم تقديرية مدروسة عن طريق بحث السوق و دراسة الجدوى الخاصة بالاستثمار، بالإضافة إلى أهميته خلال و بعد تطبيق الاستثمار، و ذلك لتعزيز تطوير الاستثمار على وجه الأمثل و مواجهة أي عقبات قد تواجه الاستثمار المفتوح.

- و العائد هو عبارة عن مجموع المكاسب الناجمة عن الاستثمار خلال فترة زمنية محددة، و هذا يعني انه مقدار الأموال المضافة إلى رأس المال و الذي يؤدي إلى تعظيم الربح،(و العوائد الفعلية تتصف بدرجة كبيرة من التأكد أما العوائد المتوقعة فإنها لا تتصف بدرجة التأكد الكامل).[□]

ثانيا: قياس العائد.

1. العائد على الاستثمار:

أ. معدل العائد المحقق فعلا على الاستثمار: هو احد مؤشرات الربحية و يعبر عنه بـ (Rj) و مقياس الأداء التشغيلي للمنشأة و يحسب من قسمة الأرباح قبل الفوائد والضريبة على مجموع التمويل المستثمر في الموجودات المنشأة بما فيه التمويل الممتلك و المقترض و بما أن مجموع التمويل يساوي مجموع الموجودات في الميزانية العمومية للمنشأة فان هذا المعدل يسمى أيضا معدل العائد على الموجودات.

و يشير معدل العائد السنوي المحقق على الاستثمار إلى معدل العائد الفعلي المحقق على النشاط التشغيلي للمنشأة و يحسب من خلال بيانات كشف الدخل السنوي و الميزانية العمومية السنوية للمنشأة، إذ تقسم الأرباح قبل الفوائد و الضريبة السنوية في كشف الدخل على مجموع التمويل المستثمر في موجودات المؤسسة (الذي يشكل الجانب الأيسر من الميزانية العامة)، لنفس السنة المتحقق عنها الأرباح للحصول على معدل العائد المحقق على الاستثمار.

¹: دريد كامل آل شبيب، مرجع سابق، ص61.

و يحسب معدل العائد المحقق فعلا للاستثمار بالصيغة التالية:¹

$$(R_j) = \text{الأرباح قبل توزيع الفوائد و اقتطاع الضريبة} / \text{مجموع التمويل.}$$

ب. معدل العائد المتوقع على الاستثمار: هو معدل العائد الدوري الذي يتوقع الحصول عليه من كل دينار مستثمر بغية مقارنته مع معدل العائد المطلوب على الاستثمار، فإذا كان معدل العائد المتوقع أكبر من معدل العائد المطلوب في السوق المالية (فإن ذلك يعني أن القرارات المالية للمنشأة سليمة و نتائج نشاطها مربحة، و ذلك لان معدل العائد المطلوب بحد ذاته ليس له معنى إلى إذا كان هناك معدل مرجعي يقارن به يتمثل في معدل العائد المطلوب).²

و يحسب عن طريق الوسط الحسابي لمعدلات عائد السنوية المحققة خلال فترة (n) و صيغة حسابه هي كالتالي:

$$E_r = \sum R_j / n$$

حيث أن:

- **E_r**: معدل العائد المتوقع على الاستثمار.

- **R_j**: معدل العائد السنوي المحقق على الاستثمار.

- **n**: عدد السنوات.

ج. معدل العائد المطلوب على الاستثمار: هو أدنى عائد يعوض به المستثمر مقابل تحمله للمخاطرة، و يعتمد ذلك على درجة المخاطرة النظامية التي تصاحب ذلك العائد و المخاطرة المقصودة هنا هي المخاطرة النظامية التي لا يمكن تجنبها بالتنوع، لذلك يركز اهتمام المالىين على هذه المخاطرة لان المخاطرة اللانظامية يمكن تفاديها بالتنوع، كلما ازدادت المخاطرة النظامية كلما ازداد معها معدل العائد المطلوب على الأموال المستثمرة للموجودات الكية للمنشأة.

¹: محمد إبراهيم العامري، مرجع سابق، ص48.

²: محمد علي العامري، نفس المرجع السابق، ص49.

لحساب معدل العائد المطلوب على الاستثمار بأخذ المخاطرة النظامية بعين الاعتبار تصبح صيغة الحساب كالتالي: □

$$Rr = Rfi + (Er - Rfi) Bu$$

يتبين من صيغة الحساب هذه بأن معدل العائد المطلوب على الاستثمار المحسوب يتضمن المخاطر النظامية للأعمال فقط بدليل معاملته (**Bu**) الداخلة في حساب هذا المعدل، وعند مقارنته مع معدل العائد المتوقع على الاستثمار المحسوب فإنه يمكن الكشف عن نتائج الأداء التشغيلي للمنشأة فعندما يكون المعدل المتوقع أكبر من المعدل المطلوب فإن ذلك يعبر عن ايجابية النشاط.

2. العائد على حق الملكية:

أ. معدل العائد المحقق على حق الملكية: هو المقياس النهائي للربحية و يمثل مقياس الأداء الكلي للمؤسسة بما فيها التشغيلي و المالي، كما يعد معيار لتقييم الأداء الكلي للمنشأة لأنه يأخذ بعين الاعتبار النتائج التي تترتب على سياسة التمويل و يكشف على اثر الهيكل المالي في الربحية، (فالفرق بين العائد المحقق على حق الملكية و العائد المحقق على الاستثمار يكمن في مقدار الأعباء المالية و التي يفترض أن تخلق مستوى و تحسن في معدل العائد على حق الملكية بالمقارنة بمعدل العائد على الاستثمار). □

و يحسب معدل العائد المحقق على حق الملكية كالتالي:

$$\text{التمويل الممتملك/معدل العائد المحقق على حق الملكية} = \text{صافي الدخل}$$

ب. العائد المتوقع على حق الملكية: هو العائد الذي يتوقع الم الكون الحصول عليه مقابل الاستثمار لأموالهم، و يهتم الإدارة المالية معرفة معدل العائد المتوقع على حق الملكية بغرض المفاضلة بين الأوراق المالية البديلة و تحديد الورقة المالية المثلى و التي تحقق أعلى فرق موجب بين مدد العائد المتوقع على حق الملكية و معدل العائد المطلوب على حق الملكية.

¹: محمد علي إبراهيم العامري، نفس المرجع السابق، ص50.

²: محمد علي إبراهيم العامري، نفس المرجع السابق، ص51.

(يستخدم في حساب هذا المعدل نفس طرق حساب معدل العائد المتوقع على الاستثمار مع مراعاة أن معدل العائد المحقق السنوي الذي سوف يستخدم بالحساب هو معدل العائد على حق الملكية و ليس معدل العائد على الاستثمار).[□] و يرمز لمعدل العائد المتوقع على حق الملكية المحسوب بـ (ROE) وصيغة حسابه هي:

$$ROE = a + Brm$$

a: معدل العائد المتوقع على حق الملكية عندما يكون معدل عائد المحفظة يساوي 0.

b: معدل التغير في معدل العائد المتوقع على حق الملكية عندما يتغير معدل عائد المحفظة بوحدة واحدة.

ج. معدل العائد المطلوب على حق الملكية: هو أدنى عائد يعرض به المالكون عن أموالهم المستثمرة في موجودات المنشأة مقابل تحملهم مستوى معين من المخاطرة، و يطرح هذا المعدل من معدل العائد المتوقع على حق الملكية للمفاضلة بين الأوراق المالية لتحديد الورقة المالية المثلى التي تحقق أكبر فرق موجب بين المعدلين.

و يحسب معدل العائد المطلوب على حق الملكية كالتالي:[□]

$$Ke = R (ROE)$$

ثالثا: مؤشرات تحليل العائد لأغراض الاستثمار.

فيما يتعلق بالشركات المتداولة في البورصة فإن عائد المستثمر يعتبر من أكثر المجالات خضوعا للبحث و الدراسة عند تقييم أداء الشركات، و تقوم معظم مؤشرات العائد المستحق للمستثمرين على بيانات قائمة الدخل الحالية، و في بعض الأحيان على بيانات الأسعار الفعلية لسوق الأوراق المالية.

1. ربحية السهم الواحد: يعتبر من أكثر المقاييس استخداما لقياس عائد حامل السهم و تمثل الأرباح المستحقة الدفع من قبل الشركة لحملة أسهمها أصحاب الحق في التصويت إي حملة الأسهم العادية، و بذلك فإنه عند احتساب هذا المؤشر يتم أولا خصم أية إرباح أسهم يتم دفعها لحملة الأسهم الممتازة من إرباح الشركة.

¹: محمد علي إبراهيم العامري، نفس المرجع السابق، ص53.

²: محمد علي إبراهيم العامري، نفس المرجع السابق، ص53.

ويمكن أن يكون حساب ربحية السهم الواحد معقدة و يتوقف ذلك على ما إذا كانت لدى الشركة أوراق مالية أخرى (أسهم و سندات) متداولة و قابلة للتحويل إلى أسهم عادية، و في ابسط الحالات هي التي تكون للشركة

فقط أسهم عادية فإن حساب ربحية السهم الواحد يكون كالتالي: □

ر س و = صافي الربح بعد الضريبة-توزيعات الأسهم الممتازة/المتوسط المرجح لعدد الأسهم العادية

2. مضاعف السعر (الربحية): تعتبر نسبة السعر السوقي إلى الربحية من أكثر المؤشرات استخداما لقياس إمكانية الاستثمار لشركة ما، و يحسب كالتالي: □

نسبة السعر للأرباح = السعر السوقي للسهم العادي/ربحية السهم الواحد.

و يعبر مضاعف السعر للسهم عن عدد المرات التي يمكن خلالها تغطية القيمة السوقية للسهم في تاريخ معين من خلال الربحية السنوية للسهم وفقا لآخر ميزانية معتمدة، فعلى سبيل المثال مضاعف سعر السهم 10مرات معناه أن استرداد القيمة السوقية للسهم تحتاج لـ 10 سنوات تحقق خلالها الشركة ربحية للسهم مماثلة ربحية معتمدة للسهم.

و واضح انه كلما زادت عدد المرات أو السنوات اللازمة لاسترداد القيمة السوقية للسهم كان ذلك بصفة عامة أفضل، لذلك يعبر المضاعف المنخفض عن المؤشرات الجيدة للشراء.

3. عائد الكوبون: يهتم بعض المستثمرين بالمستوى الفعلي للنقدية التي توزعها شركة ما على حملة أسهمها، و بالنسبة لهؤلاء المستثمرين فإن الأرباح الموزعة نقدا على الأسهم تعتبر مؤشرا هاما، و يحسب هذا المؤشر بقسمة الأرباح الموزعة نقدا لكل سهم عادي على السعر السوقي للسهم العادي الواحد كما يلي: □

الأرباح الموزعة للسهم = الأرباح الموزعة نقدا لكل سهم عادي/السعر السوقي للسهم العادي الواحد

و يخبر هذا المؤشر المستثمرين بمعدل التوزيعات الأرباح النقدية على سهم عادي بناء على سعره البيعي الجاري و من ثمن فان هذا المقياس يسهل على المستثمر المهتم بالدخل النقدي الجاري إجراء مفاضلة بين الخيارات الاستثمارية المتاحة أمامه.

¹: د. طارق عبد العال حماد، دليل المستثمر إلى بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000، ص242.

²: د. طارق عبد العال حماد، نفس المرجع السابق، ص454.

³: د. طارق عبد العال حماد، نفس المرجع السابق، ص255.

4- نسبة توزيعات الأرباح المدفوعة: يوضح هذا المؤشر الأرباح الموزعة فعلا على عملة الأسهم العادية و الأرباح المتاحة للتوزيع أي التي تشمل الأرباح الموزعة فعلا و الأرباح المحترزة و تقاس كما يلي : □

ن ت أ م = أرباح المدفوعة لحملة الأسهم العادية / صافي الربح بعد الضرائب-أرباح الأسهم الممتازة(إن وجدت).

ويقاس هذا المؤشر النسبة المئوية في الأرباح الشركة والتي وزعت فعلا على حملة الأسهم العادية في الشكل توزيعات نقدية و يعكس هذا المؤشر سياسة توزيع الأرباح التي تتبعها الشركة وزيارة هذه السنة تؤدي إلى ارتفاع نصيب السهم الواحد من توزيعات وهو ما ينعكس عادة على زيادة أسعار الأسهم في السوق وقد يؤدي من ناحية أخرى إلى تخفيض الجزء المتاح لإعادة الاستثمار في المنشأة و الثاني النمو و التوسع .

المطلب الثاني: مفهوم المخاطرة، انواعها وطرق قياسها.

اولا: مفهوم المخاطرة.

المخاطرة: هي مقياس نسبي لمدى تقلب العائد أو التدفقات النقدية التي سيتم الحصول عليها مستقبلا (وهي أيضا احتمال انحراف العائد الفعلي للاستثمار عن العائد المتوقع). □

— المخاطر هي الحالة التي يمكن معها وضع توزيع احتمالي بشأن التدفقات النقدية المستقبلية و هنا يجب أن تتوفر المعلومات التاريخية الكافية التي تساعد في وضع هذه الاحتمالات (وهذه الاحتمالات الموضوعية). □

— وهي أيضا عدم انتظام العوائد، فتذبذب هذه العوائد في قيمتها أو نسبتها إلى راس المال المستثمر هو الذي يشكل عنصر المخاطرة، وترجع عملية عدم انتظام العوائد أساسا إلى الحالة عدم اليقين المقلقة بالتنبؤات المستقبلية.

¹: د. طارق عبد العال حماد، نفس المرجع السابق، ص256.

²: عبد الغفار حنفي، أساسيات الاستثمار و التمويل، مرجع سابق، ص364.

³: محمد صالح الحناوي، أساسيات الاستثمار في البورصة، مرجع سابق، ص230.

— خطر مشروع ما هو درجة الاختلالات في تدفقه النقدي عن تدفق نقدي مقدر أو متوقع (وكلما زادت هذه الاختلافات كان ذلك معناه زيادة في درجة أو مستوى الخطر).[□]

— يمكن تعريف المخاطرة في الناحية المالية على أنهما احتمال تقلب العوائد المستقبلية للقارات المالية فالقرارات المالية المتعلقة بالتمويل تؤثر في احتمال تقلب العوائد التي تحققها المنشأة فزيادة اعتماد المنشأة على الافتراض لتمويل موجود تسهم في الزيادة العائد المتوقع إلا أن ذلك يزيد في نفس الوقت في مخاطرة المنشأة المتمثلة في عدم قدرتها على الوفاء بالتزاماتها المالية المتمثلة في عوائد القروض.

ثانياً: أنواع المخاطر.

يمكن تصنيف المخاطر على نحو التالي:

1. المخاطر المنتظمة:[□]

تمثل المخاطرة التي تعود إلى حركة السوق ككل والذي تسببها عوامل تؤثر بشكل متزامن على أسعار كافة الأوراق المالية التي يتم التعامل معها في السوق.

وتعتبر التغيرات التي تطرأ على البيئة الاقتصادية والسياسية والاجتماعية والتي تؤثر على أسواق الأوراق المالية مصادر للمخاطرة المنتظمة.

2. المخاطر غير المنتظمة:[□]

هي التقلبات في العائد المتوقع لكافة الاستثمارات القائمة والتي ترجع لعوامل داخلية خاصة بالمنشأة مثل ضعف كفاءة الإداريين والتي يمكن الرقابة عليها و تلافيتها من خلال استخدام أحد مناهج الإدارة الإستراتيجية مثل منهج التغطية الطبيعية القائم على التنويع عند تكوين المنخفضة.

كما يمكن تقسيم المخاطر إلى ما يلي:[□]

¹: سعيد توفيق، الاستثمار و أسواق رأس المال، مكتبة الزعفران، القاهرة، 1996، ص54.

²: د. طارق عبد العال، مرجع سابق، ص266.

³: عادل محمد رزق، الاستثمارات في البنوك و المؤسسات المالية، من منظور إداري و محاسبي، دار طيبة، القاهرة، 2004، ص11.

- **مخاطر الائتمان:** وتتعلق بإمكانية فشل المفترض أو عدم قدرته على السداد.
 - **مخاطر السيولة:** وتعني عدم القدرة على مواجهة الالتزامات الخاصة بالمعاملات البنكية في الوقت المحدد لها.
 - **مخاطر الأعمال:** والتي تتمثل في المنافسة أو التقادم.
 - **مخاطر الإذعان:** وتتمثل في عدم الامتثال للقواعد أو القوانين التي تنظم عمليات التشغيل.
 - **المخاطر السلعية:** وهي المخاطر التي تنتج عن تذبذب أسعار السلع والتي تؤثر على التدفقات النقدية للمنشأة.
 - **مخاطر التشغيل:** وهي المخاطر الناتجة عن عدم أداء الوظائف التشغيلية طبقاً لقواعدها.
 - **مخاطر السمعة:** وهي المخاطر التي تتعلق بجودة الخدمات و المنتجات التي تقدمها المنشأة المالية مقارنة بالمنافسين.
 - **مخاطر المسؤولية:** وهي تلك المخاطر التي تظهر عند قيام المنشأة بإحداث تغيير مستقبلي في خدماتها أو منتجاتها أو سياساتها.
 - **مخاطر تركيز المنتج:** وهي تلك المخاطر المتعلقة بالتركيز و الاعتماد على عدد قليل من المنتجات في حين أن الاعتماد على عدد أكبر من منتجات مع التنوع يحقق ربحية أكبر.
 - **مخاطر .**
 - **تكلفة الفرصة البديلة:** و تظهر عند تقديم منتج جديد أو التطوير في المنتج الحالي
- ويصنف بعض الكتاب المخاطر إلى ما يلي: □
- **مخاطر التحويل:** وهي المخاطر المتعلقة بوجود عوائق قانونية أو أية عوائق أخرى تقف دون تحويل العملة لعملة أخرى لسداد الالتزامات الواجبة السداد في تاريخ الاستحقاق.

¹: عادل محمد رزق، نفس المرجع السابق. ص12.

²: السيد بدوي عبد الحافظ، إدارة الأسواق و المؤسسات المالية " نظرة معاصرة"، دار الفكر العربي، القاهرة، 2000، ص14.

- مخاطر الأمانة: و المخاطر المتعلقة بعد الالتزام بالقيام بالواجب من طرف احد المتعاملين مقابل تحقيقه لأمنية شخصية أو مالية.

- **مخاطر الإفصاح:** و تحدث عند قيام البنك بالإفصاح عن المعلومات أو عن بعض المعلومات الخاطئة و ما يترتب عن ذلك من نتائج.

- **مخاطر التوثيق:** و تنتج من عدم القيام بتنفيذ التعاقدات و ذلك لعدم وجود أية أدلة لدى البنك لتوثيق حقه في هذا التعاقد.

- **مخاطر سوء النية:** و هي المخاطر الناتجة من عدم قيام مديري الشركات

- كوكلاء لحملة الأسهم - بتحقيق مصالح حملة الأسهم أو بعبارة أخرى المخاطر المتعلقة بمشكلة الوكالة.

توجد مخاطر مالية أخرى:

1. مخاطر الرافعة المالية: □

توجد مخاطرها عند زيادة المؤسسة لاستخدام التمويل بالديون المقارنة بحقوق الملكية، و تقاس الرافعة المالية عادة بنسبة الديون إلى حقوق الملكية أو النسبة بين الديون و إجمالي الأصول حيث أن قابلية عوائد حملة الأسهم للتباين تزيد من استخدام المنشأة للرافعة المالية.

2. مخاطر الرافعة التشغيلية: □

تقاس من خلال ناتج قسمة التكاليف الثابتة على التكاليف المتغيرة للمنشأة، و ينتج عن الرافعة التشغيلية المرتفعة زيادة في قابلية التباين في عوائد حملة الأسهم و هذا الوضع يسمى مخاطرة الرافعة التشغيلية تنشأ لان التكاليف الثابتة المرتفعة للاحتفاظ بالأصول الثابتة تستمر دون نقصان سواء هبط مستوى منتجات المنشأة أو لا.

ثالثا: قياس المخاطرة.

¹: د. طارق عبد العال حماد، مرجع سابق، ص 273.

²: د. طارق عبد العال حماد، نفس مرجع سابق، ص 273.

الفصل الثاني استراتيجيات الاستثمار في المحافظ

يعتمد قياس مستوى المخاطرة على ثلاث مقاييس وهي كالتالي: □

1. الانحراف المعياري: و هو مقياس إحصائي لانتشار توزيع العوائد المحتملة حول قيمتها المتوقعة.

$$\xi = \sqrt{\sum P_i (R_i - \bar{R})^2}$$

حيث أن:

ξ : الانحراف المعياري.

R_i : العائد المحتمل i .

\bar{R} : القيمة المتوقعة للعوائد المحتملة.

P_i : احتمال العائد i .

2. معامل الاختلاف: يكون الانحراف المعياري مقياسا مناسباً للمخاطرة عند المقارنة بين مشروعين، تكون القيمة المتوقعة بينها متساوية و لكن عندما تختلف القيم المتوقعة للمشاريع يكون معامل الاختلاف هو مقياس المخاطرة المناسب.

و يحسب كالتالي:

حيث أن:

$$Cv = \xi / \bar{R}$$

ξ : الانحراف المعياري.

\bar{R} : القيمة المتوقعة للعوائد المحتملة.

3. معامل بيتا (β):

يقيس مخاطرة السهم بالمقارنة لمخاطرة السوق.

$$B = \text{covariance } (R_i, R_m) / \text{variance}$$

¹: محمد فتحي الميسري، مرجع سابق، من ص 253 إلى ص 255.

Covariance: التباين المشترك بين معدل العائد على السهم و معدل العائد على محفظة السوق.

Variance: التباين في العوائد على محفظة السوق.

تفسير معامل (β) للسهم الواحد: \square

يفسر معامل (β) للسهم i أو المحفظة بالنسبة لمعامل (β) لمحفظة السوق و الذي يساوي (1) حيث ان:

$\beta > 1$: مخاطرة السهم i اكبر من مخاطر السوق.

$\beta < 1$: مخاطر السهم i اقل من مخاطر السوق.

$\beta = 1$: مخاطر السهم i مساوية لمخاطر السوق.

$\beta = 0$: السهم i غير مرتبط بمخاطرة السوق.

$\beta = -1$: مخاطرة السهم i مساوية لمخاطرة السوق لكن مع اتجاه تحرك العوائد معاكس لاتجاه السوق.

المطلب الثالث: التنويع كأداة لمعالجة المخاطرة، مفهومه، استراتيجياته، انواعه و المشتقات كأداة لتخفيض المخاطرة:

اولا: مفهوم التنويع.

التنويع في مجال التمويل و إدارة المخاطر هو تقنية ذات صلة بالتحوط و هو عبارة عن مجموعة واسعة من الأدوات الاستثمارية داخل حقيبة واحدة برأسمال واحد لان الواقع اثبت أن الاستثمار في إدارة واحد يؤدي إلى ارتفاع تأثير التقلبات و المخاطر على عوائد المستثمر بسبب اقتصر استثماراته على أداة واحدة، أما في حالة كون المحفظة الاستثمارية تتكون من عدد من الأدوات الاستثمارية فإن أي تغيير في أسعار و عوائد أداة معينة سوف لن يكون مؤشرا على عوائد المحفظة ككل خاصة إذا كان معامل الارتباط بين الأدوات المكونة للمحفظة سالب و التنويع يقلل من المخاطر.

¹: ممد فتحي الميسري، نفس المرجع السابق، ص56.

ثانيا: استراتيجيات التنويع.

□ هناك ثلاث استراتيجيات يمكن استخدامها في التنويع:

1. التنويع على مستوى الأصول المالية:

أن تتضمن مكونات المحفظة أنواع متعددة من الأدوات المالية، مثل الأسهم، السندات، أذونات الخزنة، المشتقات.....إلى غير ذلك.

2. التنويع على مستوى القطاعات:

أن تتمن مكونات المحفظة أنواع متعددة من الأوراق المالية التي تنتمي إلى أنواع مختلفة من القطاعات أو حتى جغرافيا و هذا يؤدي إلى تخفي المخاطر إلى ادني حد من تأثير التغيرات في القطاع أو مكان الاستثمار المحددة.

3. التنويع على المستوى الجغرافي:

تنويع الاستثمارات من خلال المزج بين المحلية و الدولية و تنويع المحفظة على كثير من البلدان، بذلك فإن أي أحداث داخل بلد معين سيكون اقل تأثير على مجمل الاستثمار في المحفظة الاستثمارية للمستثمر.

□ ثالثا: أنواع التنويع.

1. التنويع الساذج: يقصد به التنويع غير المدروس أي انه عشوائي. بمعنى اقتناء مجموعة من الأوراق المالية و ضمها إلى المحفظة دون النظر إلى مخاطر هذه الأوراق المالية و دون النظر إلى علاقة الارتباط بين الأوراق المالية، حيث أن التنويع الساذج لا يضمن الوصول إلى درجة من المخاطرة لأنه لا توجد دائما أوراق مالية كان يجب

¹: دريد كامل آل شبيب، مرجع سابق، ص44.

²: عصرا ن جلال عصرا ن، مرجع سابق، ص194.

استبعادها و تكون موجودة في المحفظة المشكلة عن طريق التنويع الساذج و في نفس الوقت سوق تكون هناك أوراق مالية مستبعدة من التشكيلة كان يجب ضمها لمكونات المحفظة.

2. **التنويع الكفاء:** على عكس التنويع الساذج نجد أن التنويع الكفاء يستند إلى دراسة الانحرافات المعيارية للأوراق المالية المشكلة للمحفظة و كذلك يستند إلى تحليل علاقة الارتباط بين الأوراق المالية عند اختيارها في محفظة الأوراق المالية المراد تكوينها.

رابعاً: المشتقات المالية و دورها في تخفيض المخاطرة:

هي الأدوات المالية التي تعتمد في قيمتها على قيم متغيرات مالية أخرى أصلية، و في السنوات الأخيرة اكتسبت المشتقات المالية أهمية كبيرة و متزايدة نظراً للدور الذي تلعبه في تقليل المخاطر و الحد منها، و هي كالتالي:

1. إدارة المخاطر باستخدام حقوق الخيار:

تمثل حقوق الخيار احد الأدوات الاستثمار الحديثة التي تعطي المستثمر فرصة للحد من المخاطر التي يتعرض لها، و التي من أهمها على وجه الخصوص تغير أسعار الأوراق المالية التي يمتلكها أو التي يزعم شرائها أو بيعها في المستقبل، لذا لجأ المستثمرون إلى استخدام استراتيجيات مختلفة منها ما يهدف إلى الحد من المخاطر و منها ما يهدف إلى زيادة العائد و أهم هذه الاستراتيجيات:

● **التغطية ضد المخاطر باستخدام حق خيار الشراء:** التغطية هي إستراتيجية يتبعها المستثمر للحد من خسائره في وضع أو موقف معين، حيث يتيح حق الشراء فرصة للمستثمر لحماية استثماره من مخاطر ارتفاع القيمة السوقية لأوراق مالية يزعم شراؤها في المستقبل، حيث يتيح هذا الحق إلزام الطرف الثاني في العقد تنفيذ الاتفاق إذا ارتفعت أسعار الأوراق المالية في خلال فترة التعاقد على السعر المتفق عليه، و بذلك يضمن الحصول على الأوراق المالية محل الاتفاق بسعر التنفيذ و تتم التغطية عن طريق اتخاذ موقف مضاد باستخدام نفس الأوراق المالية، فإذا كان المستثمر غير متأكد مما إذا كان سعر الورقة المالية في تاريخ انتهاء التعاقد سيكون اقل أو أكبر من سعر التنفيذ، فإنه يمكن عن طريق اتخاذ موقف قصير فيما يتعلق بالأسهم (بيع السهم)، و اتخاذ موقف طويل فيما يتعلق بحق اختيار الشراء

¹: الموقع الإلكتروني: <http://www.islamfin.go-forum.net>

تاريخ الزيارة: 08.05.2012. توقيت الزيارة: 08:02.

(بمعنى شراء حق اختيار الشراء)، أن يقلل المخاطر التي يتعرض لها إلى أقل درجة ممكنة عن طريق تدنية الخسائر دون التأثير على ما يحققه من عائد.

- **التغطية ضد المخاطر باستخدام حق خيار البيع:** يتبع حق خيار البيع فرصة للمستثمر لحماية استثماراته من ماطر انخفاض القيمة السوقية لها، حيث يتيح هذا الحق إلزام الطرف الثاني (محرر العقد) تنفيذ الاتفاق إذا انخفضت أسعار الأوراق المالية مل العقد عن سعر التنفيذ، و تقوم إستراتيجية التغطية باستخدام حق اختيار البيع على أساس قيام المستثمر بشراء الأسهم، بمعنى اتخاذ موقف طويل الأجل

بالنسبة للأسهم و اتخاذ موقف قصير الأجل لحق الاختيار (بمعنى بيع حق خيارى بيع)، و يلجأ المستثمر إلى هذه الإستراتيجية في حالة اعتقادها بأن أسعار الأوراق المالية سترتفع في المستقبل و من ثم يقوم بشرائها الآن، و نفس الوقت بتحرير حق اختيار بيع لأحد المستثمرين بغرض بيع هذه الأوراق إذا ما انخفضت أسعارها و تحقيق عائد من وراء ذلك.

- **التغطية ضد المخاطر باستخدام حقوق الاختيار المزدوجة:** في ظل هذه الإستراتيجية يقوم المستثمر في نفس الوقت بشراء عقد خيار شراء و عقد خيار بيع لنفس الأوراق المالية ليس هذا فحسب، كما يكون تاريخ تنفيذ العقدین واحدا، كذلك تاريخ الانتهاء و يلجأ المستثمر إلى هذه الإستراتيجية إذا ساد لديه اعتقاد أن الأسهم التي بين يديه قد تتعرض لتغيرات و تقلبات كبيرة في السعر غير أن المستثمر لا يستطيع تحديد اتجاه هذا التغير، كما أن هذه الإستراتيجية تستخدم في المواقف طويلة الأجل و يمكن أيضا استخدامها في المواقف قصيرة الأجل، عندما يشعر المستثمر أن التغيرات في أسعار الأوراق المالية لن تكون كبيرة سواء لأعلى أو لأسفل، و يلاحظ انه كلما طالت الفترة الزمنية التي يظل فيها سعر السهم مستقرا نسبيا فإن المحرر هو المستفيد عن طريق حصوله على المكافأة، سواء كان العقد حق خيار شراء أو حق بيع خيار، أما إذا زادت حدة التغيرات في أسعار الأسهم لأعلى أو لأسفل فان المستثمر يحقق خسارة كبيرة في حالة قيامه بتحرير حقي بيع أو شراء معا.

2. إدارة المخاطر باستخدام عقود المستقبليات: □

¹: الموقع الإلكتروني: <http://www.islamfin.go-forum.net>

تاريخ الزيارة: 08.05.2012. توقيت الزيارة: 08:13.

من أهم الأنشطة الأساسية التي تتعامل في سوق العقود المستقبلية التحوط حيث يسعى المستثمر إلى تقليل المخاطرة من خلال التحوط الذي يهدف إلى تجنب تعرضه لمخاطر التغيرات السعرية على مركزه أخذه أو سيأخذه في السوق الحاضر، و يتم التحوط بأخذ مركز عكسي في سوق العقود المستقبلية، فلو أن المستثمر يمتلك أصل ما و له مركز في السوق الحاضر و يخشى من مخاطر التغيرات السعرية التي قد يتعرض لها الأصل، يمكنه اخذ مركز عكسي في سوق العقود، و ذلك ببيع عقد مستقبلي مماثل على نفس الأصل، أما إذا كان المستثمر يخطط لبيع أصل ما في السوق الحاضر يصبح لزاما عليه اخذ موقف عكسي في سوق العقود بشراء عقد لذات الأصل، و في ظل هذا النوع من التحوط فإن الخسائر التي يتعرض لها المستثمر في احد الأسواق تعوضه المكاسب التي يحققها في السوق الآخر و للتمييز بين ما يسمى بالتحوط الكامل و التحوط غير الكامل، الكاملة تتطلب ثلاثة شروط إذا غاب احدها تصبح تغطية غير كاملة و هي:

- تاريخ التسليم: يجب تطابق تاريخ التسليم في العقد المستقبلي مع تاريخ الحصول على الموارد المالية لتحقيق التغطية الكاملة.

— حجم العقد: لكي تتحقق التغطية الكاملة لا بد أن تكون قيمة العقد المستقبلي مساوية للقيمة التي ينطوي عليها المركز الذي أخذه أو سيأخذه المستثمر في السوق الحاضر.

— الأصل محل التعاقد: ينبغي ان يكون العقد المستقبلي على أصل مماثل للأصل الذي اخذ عليه المستثمر مركزا في السوق الحاضر.

3. إدارة المخاطر باستخدام عقود المبادلة: □

تعد عقود المبادلة احد أدوات تغطية المخاطر، و من أكثر استخداماتها مخاطر تغير سعر الفائدة، و تعتبر عقود مبادلة معدل الفائدة الثابتة بمعدل الفائدة المتغير من أكثر هذه الأدوات استخداما، و الهدف الرئيسي منها هو تخفيض تكلفة التمويل و ذلك عن طريق توقع السيناريوهات المحتملة لمسار أسعار الفائدة السوقية، و يحدث ذلك عندما تتفق مؤسسة مصدرة للأوراق المالية سبق و إن أصدرت أوراق مالية بمعدل فائدة متغير على تبادل دفع الفائدة، ليتحول التزام المؤسسة الأولى بدفع الفائدة الثابتة إلى المؤسسة الثانية، و يتحول بالمقابل التزام الثانية بدفع الفائدة المتغيرة، و ذلك دون المساس بالتزام أي منهما للحفاظ على أصل الورقة المالية، و الدافع الرئيسي الذي دعا الطرفين إلى عقد هذا الاتفاق هو أن كل منهما قد نظر إلى المشكلة من زاوية تختلف عن زاوية الآخر التي نظر منها، ففي حين وجدت المؤسسة الأولى طبقا لظروفها و توقعاتها أن مصلحتها في استبدال الفائدة

¹: الموقع الإلكتروني: <http://www.islamfin.go-forum.net>

تاريخ الزيارة: 16.05.2012 توقيت الزيارة: 11:34.

الفصل الثاني ————— استراتيجيات الاستثمار في المحافظ

الثابتة عن القرض بمعدل فائدة متغير، و رأت الثانية العكس، و هكذا التقت مصلحة الطرفين عند انجاز عقد المبادلة. فالمؤسسة الأولى تتجنب مخاطر ارتفاع سعر الفائدة، و على وجه الخصوص عندما ترتفع أسعار الفائدة عن معدل العائد الذي تحققه استثماراتها، حيث تستطيع أن تحصل على الفرق من الطرف الثاني للمبادلة.

المبحث الثاني: المحفظة الاستثمارية المثلى.

المطلب الأول: مفهوم المحفظة الاستثمارية المثلى و خصائصها.

اولاً: مفهوم المحفظة المثلى:

لقد ذهب ماركو تيز في مقاله عام 1952 و من ثم كتابه اللاحق عام 1959 ابعده من تفسيره للكيفية التي تخفف بها مخاطر المحفظة من خلال التنوع المدروس، حيث قدم المحفظة الكفاء و هي المحفظة التي تحقق أدنى مخاطرة ممكنة لأي مستوى من العائد أو التي تحقق أعلى عائد ممكن لأي مستوى من المخاطرة فقد أوضح ماركو تيز انه بعدد محدود من الأوراق المالية يمكن بناء عدد لا نهائي من المحافظ الاستثمارية. □

ثانياً: خصائصها: □

- تحقق للمستثمر توازناً معقولاً بين عنصري العائد و الأمان.

- تتسم أصولها بقدر كاف من التنوع الايجابي مع مراعاة أن لا تقتصر أهداف مدير المحفظة على مجرد تنوع أصولها فقط بل تشمل أيضاً التوزيع الجغرافي لأدوات الاستثمار فيها، بما في ذلك توزيع آجال هذه الأدوات و

¹: محمد علي ابراهيم العامري، مرجع سابق، ص71.

2: غازي فلاح المومني، مرجع سابق، ص111.

الفصل الثاني ————— استراتيجيات الاستثمار في المحافظ

العملات الأجنبية بها و ذلك حتى يكون بالإمكان تخفيض معظم المخاطر من غير التي تتعرض لها الاستثمارات بما فيها المخاطر السياسية و تقلبات أسعار الصرف الأجنبي (التنوع عامل مهم في إدارة المخاطر).

- أن تحقق أدوات المحفظة حد أدنى من السيولة أو القابلية للتسويق مما يوفر لمديرها ميزة المرونة التي تمكنه من إجراء تعديلات جوهرية يراها مدير المحفظة ضرورية و بأقل قدر من الخسائر.

المطلب الثاني: بناء و اختيار المحفظة الكفاء و الفرق بينها و بين محفظة السوق.

اولا: بناء و اختيار المحفظة الكفاء:

1. حسب نموذج ماركوتيز:

فانه يمكن تحديد أفضل الأوراق المالية باستخدام نماذج رياضية قادرة على تحديد أفضل الأسهم و يمكن من خلال ذلك ترتيب الأوراق المالية حسب أفضليتها لتحقيق نجاح المحفظة الاستثمارية.

لتحديد أفضل الأسهم يجب إتباع أسلوب الترتيب التنازلي للأسهم و من خلاله نستطيع أن نحدد أفضل الأسهم في المحافظ من خلال مقارنتها ببعضها البعض. (يتم اختيار الاستثمارات التي تدخل في تشكيلة المحفظة منذ البداية من بين الاستثمارات الأكثر كفاءة)¹، (حيث ترتب الأسهم تنازليا اعتمادا على مقياسي العائد و الخطر). □

يمكن أن تحدد المحفظة الاستثمارية المثلى عن طريق نقطة التماس بين مجموعة المحافظ الكفاء لكل مستثمر و منحني السواء من ناحية اخرى و تمثل نقطة التماس هذه أعلى مستوى للرضا يمكن أن يصل اليه المستثمر

¹: محمد عبده محمد مصطفى، تقييم شركات الاوراق المالية لاغراض التعامل في البورصة، دار الجامعة، الاسكندرية، 1998.

²: كان ماركوتيز أول من قام بتطوير أساليب تحديد مجموعة المحافظ الكفاء في دراسته:

2. حسب نموذج شارب¹:

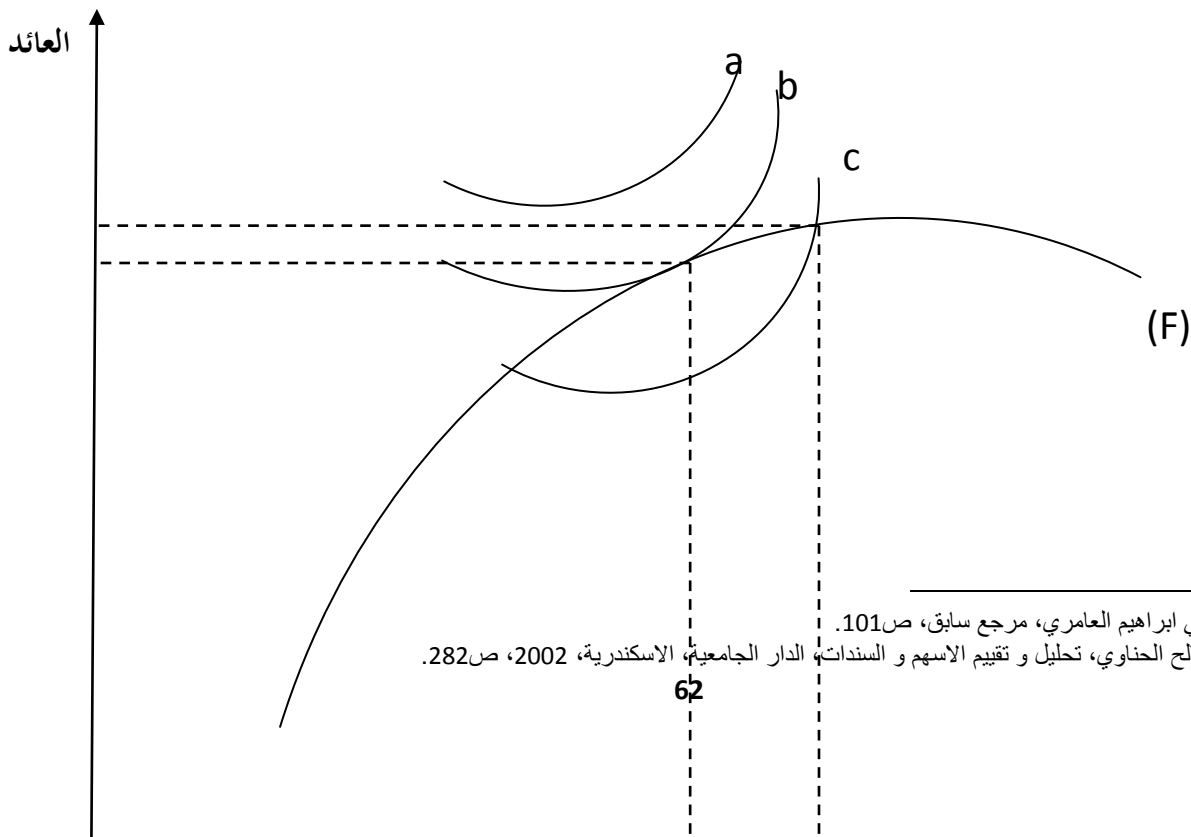
افترض شارب أن محفظة السوق (C) متنوعة بشكل كفاء، و يعني ذلك أن المخاطر النظامية قد أزيلت فان المستثمر يواجه فقط المخاطر النظامية، و بالتالي فان إطار العمل أصبح في إحدى أبعاد العائد المتوقع.

أما المخاطر فتشكل بعد آخر و لكنها في هذه الحالة المخاطر النظامية و ليست المخاطر الكلية، و بالتالي فانه هناك محور أفقي يمثل المخاطر النظامية و مقياسها الملائم هو (β) و حيث أن مخاطرة إي ورقة مالية أو محفظة استثمارية تعتمد على مقدار مساهمتها بمخاطر محفظة السوق، فان السعر السوقي للمحفظة أصبح مرتبطا بعوائد الورقة المالية أو المحفظة إذا معالة خط سوق الورقة المالية تعرف بأنها خط يمثل العلاقة بين معدل العائد و

(β) كمقياس للمخاطر النظامية، و عليه فان المستثمر يستطيع لتحرك على طول الخط و ذلك باستثمار بنسب مختلفة من رأسماله في محفظة السوق و باستثمار خالي من المخاطرة، يقوم بالنهاية باختيار المحفظة الكفاء من نقطة

التماس على منحنى السواء، حيث تجدر الإشارة الى ان (نموذج شارب لا يمكن استخدامه الا للمقارنة بين المحافظ ذات الاهداف المتشابهة و تخضع لقيود مماثلة)².

الشكل رقم (3): اختيار المحفظة المثلى حسب نموذج مار كوتيز.



¹: محمد علي ابراهيم العامري، مرجع سابق، ص101.

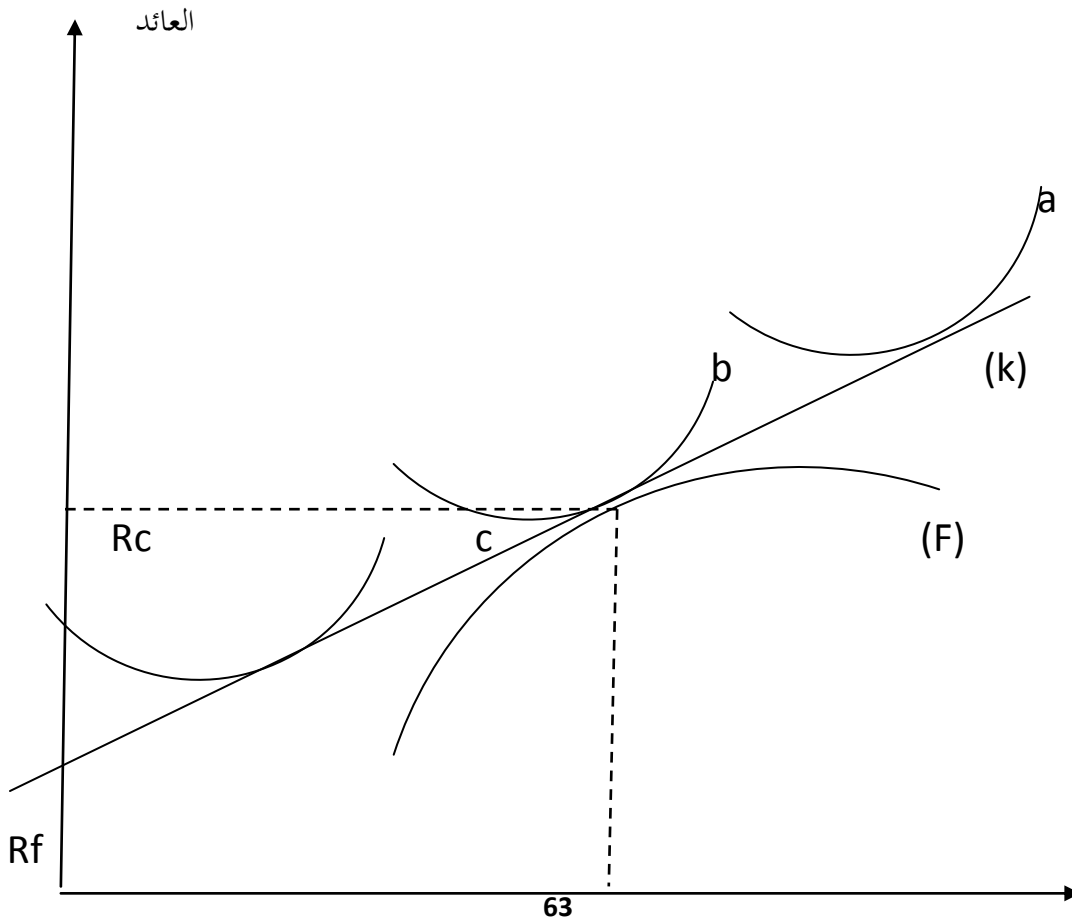
²: محمد صالح الحناوي، تحليل و تقييم الاسهم و السندات، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2002، ص282.

المخاطرة

المصدر: محمد صالح الحناوي، الاستثمار في البورصة، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2009، ص 28.

a, b, c: محافظ استثمارية، (F): منحنى السواء.

الشكل (4): اختيار المحفظة الكفء حسب نموذج شارب.



المخاطرة

المصدر: محمد علي ابراهيم العامري، الادارة المالية المتقدمة، 2010، ص102.

(a,b,c): محافظ الاستثمار.

(F): منحني السواء.

(K): خط السوق.

الفرق بين المحفظة المثلى و محفظة السوق: □

إن المحفظة الاستثمارية المثلى تحتوي على مستوى لا بأس به من التنوع و هذا التنوع يكون مدروس على أساس اختيار الأوراق المالية التي تم انتقاؤها بعد تحديد البدائل المتاحة للأوراق المالية حسب هدف المستثمر، أما محفظة

السوق فهي المحفظة التي تحتوي على مستوى كبير من التنوع و ذلك لاحتوائها على جميع أنواع الأوراق المالية المتوفرة في السوق المالي و الأوراق المالية التي تصدرها جميع الشركات المتداولة في السوق.

المبحث الثالث: استراتيجيات إدارة المحافظ الاستثمارية.

المطلب الأول: مفهوم الإستراتيجية و الاستراتيجية الاستثمارية.

اولا: مفهوم الاستراتيجية:

يعرفها الفكر الاستراتيجي بأنها المعرفة التي يجب أن تتوافر داخل أي نظام لتحديد أي فرص أو تهديدات، و قضايا المستقبل، و تعميم التعامل معها بشكل دائم مما يكفل استمرارية البقاء و التطور. □

و قد عرف العالم B.H. Lidder الإستراتيجية العسكرية أنها فن توظيف المعارف كوسيلة لتحقيق الهدف في الحرب. □

¹: الموقع الالكتروني: http://www.arab-api.org/course1/c1_2_2.htm

تاريخ الزيارة: 06.05.2012 توقيت الزيارة: 16:25.

²: ابراهيم الديب، استراتيجيات التطور الإداري و الإصلاح الشامل، بدون نشر، 2006، ص33.

³: الموقع الالكتروني: WWW.Siionline.org ، تاريخ الزيارة: 02.05.2012، توقيت الزيارة: 10:45.

الفصل الثاني ————— استراتيجيات الاستثمار في المحافظ

إن كل مؤسسة أيا كان نشاطها فهي تحتاج إلى وجود استراتيجية ذات رؤية واضحة و ذلك للوصول إلى أهدافها، و أن غياب الرؤية الإستراتيجية يؤدي إلى سلبيات عديدة من أهمها:¹

- عشوائية الأهداف و الوسائل و النتائج.
- ضعف الاستغلال الأمثل للطاقات و الموارد المتاحة.
- غياب القدرة على رصد و مواجهة تحديات الداخلية و الخارجية.
- ضعف نتائج المقارنة بالطرف الأخرى أي المنافس.
- غياب القدرة على الابتكار و التطوير و مواكبة حركة العصر.
- التقادم و التراجع و ربما الخروج من السوق نهائيا.

ثانيا: مفهوم الإستراتيجية الاستثمارية:

هي عبارة عن مجموعة من السياسات و الضوابط و الإجراءات التي تلتزم بها المنشأة لاستثمار أموالها للوصول إلى أهداف استثمارية مخطط لها للمستقبل و يمكن تصنيف إلى ثلاث استراتيجيات:

1. إستراتيجية استثمارية قصيرة الأجل: و هي الخطة التي تكون مدتها سنة مالية.
2. إستراتيجية استثمارية متوسطة الأجل: و هي مجموع الخطط المتتالية التي تكون مدتها أكثر من سنة مالية و تنتهي بنهاية السنة الرابعة.
3. الإستراتيجية الاستثمارية طويلة الأجل: و هي الاستراتيجية التي يكون عمرها بما لا يقل عمرها عن خمس سنوات فما أكثر.

و المنشأة التي تتطلع إلى مستقبل مزدهر و واعد لابد لها من إعداد إستراتيجية لفترات مختلفة، حيث كل منها تكمل الأخرى، و نتيجة الاختلاف في الزمن بين الوحدة و الأخرى فان الأدوات المستخدمة لتحقيق كل هدف منها تختلف عن الأخرى فمثلا الإستراتيجية قصيرة الأجل تكون أدواتها الاستثمارية من الأدوات التي

¹: إبراهيم ديب، مرجع سابق، ص17.

الفصل الثاني ————— استراتيجيات الاستثمار في المحافظ

تتصف بسرعة التحويل إلى سيولة أي سرعة تحويلها إلى نقد كالودائع قصيرة الأجل و اذونات الخزنة، أما الإستراتيجية طويلة الأجل فتستخدم الأدوات الاستثمارية طويلة الأجل كالصناديق المغلقة مثلا.

المطلب الثاني : أهداف الاستراتيجية الاستثمارية، مراحل بنائها.

اولا: أهداف الإستراتيجية الاستثمارية:

يمكن عرض أهداف الإستراتيجية الاستثمارية التي تسعى لها كل مؤسسة كالتالي:

- تحقيق فوائد مجزية من الأموال المتاحة للاستثمار.
- المحافظة على رأسمال المؤسسة و تنميته،
- توزيع أموال المؤسسة في أدوات استثمارية خالية او قليلة المخاطرة كلما أمكن.
- توظيف أموال المؤسسة في أسواق مالية نشيطة و واعد.
- تدريب كوادر لكي يمكن الاعتماد عليها في إدارة أموال المؤسسة.
- اكتساب سمعة تجارية مميزة.
- المساهمة في استثمارات مشروعة و غير مخالفة للقانون و النظام الأساسي للمؤسسة.

ثانيا: مراحل بناء إستراتيجية إدارة المحافظ: □

1. تحديد الأهداف:

في هذه المرحلة يتم تحديد الأهداف الاستثمارية للمؤسسة مع الأخذ بعين الاعتبار مستوى المخاطرة التي يمكن التعرض لها و متطلبات السيولة النقدية و الملاءة المالية المستقبلية، (و الاخذ بعين الاعتبار ايضا السيولة و القابلية للتداول و سهولة التمييز اي تجنب الاوراق المالية معقدة التسيير اي عدم امكانية تمييزها اذا كانت مثالية ام لا إلا اذا تم القيام بدراسة معمقة و تحليل مفصل).²

¹: عبد العزيز عبد الله الزيد، دور الإستراتيجية الاستثمارية في التعامل مع الأزمات، مساعد محافظ الاستثمار، المؤسسة العامة للتأمينات، المملكة العربية السعودية، ديسمبر 2009، ص3.

² : Morissette, Valeurs mobilières et gestion de portefeuille, S.M.G que bec Canada, 2eme édition, 1993.p116.

2. صياغة الإستراتيجية:

في هذه المرحلة يتم تحديد المجالات الاستثمارية و النسب المحددة لكل مجال استثماري أو قطاع مع تحديد نسبة راس المال المستثمر لكل مجال، و إعداد الضوابط الاستثمارية التي تحقق الأهداف الاستثمارية بكفاءة.

3. التنفيذ:

يكون تنفيذ هذه الخطة الاستراتيجية على النحو التالي:

a. قيام إدارات الاستثمار بالمؤسسة بإدارة الاستثمارات في الأسهم و النقد و السندات و الاستثمارات العقارية.

b. تعيين مدراء استثمار ذوي كفاءة عالية و سجل استثماري جيد لتنفيذ الاستثمارات العالمية التقليدية و البديلة و تشمل (الأسهم العالمية، صناديق الملكية الخاصة، صناديق السلع و العقار)

4. تقييم الأداء:

في هذه المرحلة يتم متابعة أداء استثمارات المؤسسة و تقييمها بشكل دوري بمساعدة الاستشاري الاستثماري للمؤسسة و اتخاذ ما يلزم من إجراءات و تعديلات (تصحيح الانحرافات).

5. المراقبة الإستراتيجية و الحد من المخاطر الاستثماري:

حيث يتم الأخذ بعين الاعتبار المخاطر الاستثمارية الشائعة و الإجراءات الوقائية الكفيلة للحد منها أو إمكانية تخفيض المخاطرة الناتجة عن الاستثمار و ذلك بان يكون الاستثمار للأدوات المالية متنوعا من حيث النطاق الجغرافي و الفترات الزمنية.

المطلب الثالث: تقييم الاستراتيجية الاستثمارية و استراتيجيات ادارة المحافظ.

اولا: تقييم الإستراتيجية الاستثمارية: □

إن وضع إستراتيجية استثمارية يتطلب تقييم دوري و دائم من جهات لها خبرة و دراية للتأكد من فعالية الإستراتيجية و أنها حققت الأهداف المخطط لها سلفا، حيث أن إهمال جانب التقييم لا يعطي الإدارة العلم

¹: الموقع الالكتروني: <http://www.aawsat.com>

تاريخ الزيارة: 12.06.1012 توقيت الزيارة: 14:32.

الفصل الثاني ————— استراتيجيات الاستثمار في المحافظ

عن مدى فعالية هذه الإستراتيجية و ذلك لإصلاح الخلل و الانحراف عن الأهداف الموضوعة و يمكن توضيح إجراءات التقييم كالتالي:

1. إسناد التقييم إلى لجنة أو مؤسسة محايدة لها خبرة و دراية واسعة.
2. أن يتم التقييم بشكل دوري و مستمر.
3. استخدام أساليب التحليل المالي لحساب مؤشرات الربحية مثل: □
 - صافي القيمة الحالية.
 - معدل العائد الداخلي.
 - فترة السداد.
 - معدل العائد البسيط.
 - تحليل الحساسية.
4. قياس درجة المخاطر التي تمر بها الاستثمارات.
5. تحليل التكلفة الاستثمارية.
6. دراسة توزيع الاستثمارات سواء جغرافيا أو حسب العملات أو حسب الأدوات الاستثمارية.
7. مقارنة مؤشرات الأسواق العالمية مع مؤشرات أداء الاستثمارات.
8. تقييم نتائج التقييم إلى الإدارة العليا و تقديم الحلول و التوصيات لإصلاح الانحرافات إن وجدت.
9. اهتمام الإدارة العليا بتلك التوصيات و اتخاذ ما يلزم من تعديلات و تنفيذها بأسرع وقت و تقييم تلك التعديلات باستمرار.

ثانيا: الاستراتيجيات المتبعة عند إدارة المحافظ الاستثمارية: □

1. إستراتيجية جودة الاستثمارات:

تؤكد القواعد المصرفية على ضرورة التزام أي مستثمر إن أمكن بالتعامل مع أوراق مالية ذات جودة عالية ضمانا لتحقيق عائد و بمقتضى ذلك يتعين الابتعاد عن الأوراق التي يتعرض عائدها الدوري لتقلبات شديدة و كذلك الابتعاد عن الاستثمارات التي تتعرض قيمتها السوقية للانخفاض، و في هذا السياق يتم ترتيب الأوراق المالية داخل كل قسم حسب الأولوية أي البدء بالأوراق المالية الحكومية المضمونة من طرف الحكومة كاسندات و أخيرا الأوراق غير الحكومية.

2. إستراتيجية تنويع الاستثمارات :

هي تكوين تشكيلة جديدة من الأوراق المالية تسهم في خفض درجة المخاطرة التي يتعرض لها عائد المحفظة، دون أن يترتب على ذلك تأثير عكسي على حجم العائد، و يأخذ التوزيع صورا عديدة (جغرافي، زميني، تنويع العملات.....إلى غير ذلك).

3. إستراتيجية المحافظة على الأموال المستثمرة:

و نقصد بها الوصول إلى الضمان الحقيقي الذي يعني استرداد نفس القوة الشرائية للوحدات النقدية للأموال المستثمرة.

4. إستراتيجية آجال استحقاقات الاستثمار: □

هي الإستراتيجية التي تقوم على هيكلة استحقاقات محفظاتها ضد التغيرات في معدلات الفائدة و هناك طريقتان لهيكلة استحقاقات المحفظة:

¹: عادل محمد رزق، مرجع سابق، ص71.

²: عادل محمد رزق، نفس المرجع السابق، ص72.

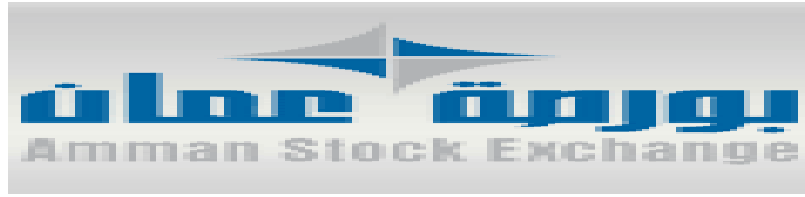
الفصل الثاني ————— استراتيجيات الاستثمار في المحافظ

- طريقة الاستحقاقات المتتابعة و الاستحقاقات المتتالية (Lidder Maturin).
- طريقة تقضي بتخصيص البنك في تنوعه للاستثمارات أما قصيرة أو طويلة الأجل و هي بالتالي تستبعد الاستثمارات متوسطة الأجل (Barbela Maturin).

5. إستراتيجية الاستبدال و المبادأة:

حيث يعطي التغيير في أسعار الفائدة فرصا استثمارية للبنك يمكن استغلالها إذا ما اتبع مبدأ المبادأة و يتوقف ذلك على التنبؤ الصحيح للمعدلات الفائدة المتوقعة.

نستخلص بعد دراسة هذا الفصل انا هناك امكانية لتحقيق اهداف المستثمر من خلال اتباع احد استراتيجيات الاستثمار في المحافظ الاستثمارية، و ذلك طبعا بعد قياس و تحليل كل من عنصري العائد و المخاطرة و الموازنة بينهما حسب فلسفة المستثمر و ميوله و مدى استعداده لمواجهة المخاطر، و بذلك تكون لديه محفظة استثمارية مثلى تحقق له اعلى عائد ممكن عند مستوى معين من المخاطرة او اكثر تخفيض للمستوى المخاطرة عند مستوى معين للعائد.



المبحث الاول: بورصة الاردن.

المطلب الاول: اساسيات حول سوق عمان المالي.

اولا: نبذة عن بورصة عمان: □

تأسست بورصة عمان في 11 آذار 1999 كمؤسسة مستقلة لا تهدف إلى الربح وتدار من قبل القطاع الخاص ومصرح لها بمزاولة العمل كسوق منظم لتداول الأوراق المالية في المملكة الاردنية الهاشمية.

تدار بورصة عمان من قبل مجلس إدارة مكون من سبعة أعضاء ومدير تنفيذي يتولى إدارة ومتابعة الأعمال تتكون عضوية البورصة من الوسطاء الماليين والوسطاء لحسابهم وأي جهات أخرى يحددها. اليومية للبورصة مجلس مفوضي هيئة الأوراق المالية، والذين يشكلون الهيئة العامة للبورصة.

تلتزم بورصة عمان بتوفير مبادئ العدالة والشفافية والكفاءة والسيولة، حيث تسعى البورصة إلى توفير بيئة سليمة وصحية لتداول الأوراق المالية وترسيخ أسس التداول السليم والعاقل ، وحماية المتعاملين في سوق رأس المال. وللقيام بذلك قامت بورصة عمان بتطبيق أنظمة وتعليمات تتماشى مع المعايير العالمية

تقوم بورصة عمان بتوفير أنظمة إلكترونية ووسائل ربط وقاعات مجهزة بالأدوات والوسائل التقنية الحديثة. ومراقبة عمليات التداول في السوق والتنسيق مع الهيئة في متابعة تلك العمليات. كما قامت بوضع معايير للسلوك المهني لضمان التزام أعضائها بمبادئ التداول العادل والسليم ، كما تحرص على ضرورة النشر تحرص بورصة عمان على إقامة علاقات تعاون مع. الفوري والصحيح للمعلومات لجميع المهتمين بنفس الوقت البورصات والجمعيات والمنظمات العالمية وإبرام الاتفاقيات معها، والمشاركة في المؤتمرات والندوات العربية والعالمية وهي عضو فاعل في اتحاد البورصات العربية، واتحاد البورصات الأوروبية الآسيوية، والاتحاد الدولي للبورصات، والمنظمة الدولية للهيئات الأوراق المالية.

¹: الموقع الإلكتروني: <http://www.cbj.gov.jo>

تاريخ الزيارة: 18.05.2012 توقيت الزيارة: 15:09.

ثانيا: الرؤية والرسالة والأهداف: □

1. الرؤية:

سوق مالي متقدم و متميز تشريعيا وتقنيا على المستوى الاقليمي والعالمي ومرتقيا إلى أحدث المعايير العالمية في مجال الأسواق المالية مما يوفر بيئة جاذبة إلى الاستثمار.

2. الرسالة:

توفير سوق منظم لتداول الأوراق المالية في المملكة يتسم بالعدالة والكفاءة والشفافية وتأمين بيئة قوية وآمنة لتداول الأوراق المالية لتعميق الثقة بسوق الأوراق المالية.

3. الأهداف:

- خلق بيئة استثمارية جاذبة وآمنة.
- تطوير عمليات وأساليب التداول الأوراق المالية في البورصة.
- تطبيق أحدث المعايير العالمية.
- نشر معلومات التداول إلى أكبر عدد ممكن من المتعاملين والمهتمين.
- زيادة وعي كافة فئات المجتمع وبشكل خاص المتعاملين بالأوراق المالية.
- الشفافية والمصدقية في تعاملات البورصة.

4. القيم الجوهرية:

- العدالة.
- الشفافية.
- التميز.
- الإبداع.

¹: الموقع الالكتروني: <http://www.sdc.com.jo>
تاريخ الزيارة: 20.05.2012 التوقيت: 16:38.

الفصل الثالث **دراسة تطبيقية على بورصة عمان و البورصة المصرية**

ثالثا: الأوراق المالية المتداولة في البورصة.¹

يتم التداول في بورصة عمان أسهم الشركات المساهمة العامة، والوحدات الاستثمارية الصادرة عن صناديق الاستثمار، وسندات التنمية الحكومية، بالإضافة لأذونات وسندات الخزينة، وكذلك إسنادات القروض الصادرة عن المؤسسات العامة والشركات المساهمة العامة.

وبموجب قانون الأوراق المالية رقم (76) لسنة 2002، فان تعريف الأوراق المالية يشمل:

أ- اسهم الشركات القابلة للتحويل والتداول.

ب- إسناد القرض الصادرة عن الشركات أو الحكومة أو المؤسسات الرسمية العامة أو المؤسسات العامة أو البلديات.

ج- إيصالات إيداع الأوراق المالية الصادرة عن شركات الخدمات المالية.

د - الوحدات الاستثمارية الصادرة عن صناديق الاستثمار.

هـ- إسناد خيار المساهمة.

و- العقود آنية التسوية والعقود آجلة التسوية.

ز- عقود خيار الشراء وعقود خيار البيع.

ح- أي أوراق مالية أخرى محلية او أجنبية متعارف عليها على أنها أوراق مالية مالية ويتم اعتبارها كذلك من قبل مجلس مفوضي هيئة الأوراق المالية.

¹: الموقع الإلكتروني: <http://www.ase.com>
تاريخ الزيارة: 08.06.2012 التوقيت: 13:11.

الفصل الثالث دراسة تطبيقية على بورصة عمان و البورصة المصرية

رابعاً: اكبر الشركات المتداولة في البورصة:

الجدول التالي يبين اكبر الشركات المتداولة في سوق عمان المالي على اساس رأس المال العامل لكل منها:

الجدول رقم (1): اكبر الشركات المتداولة في سوق عمان المالي على اساس حجم رأس المال العامل.

اسم الشركة	الصفة القانونية	رأس المال (دولار امريكي)
المتحدة للاستثمارات المالية	شركة مساهمة عامة	8,000,000
العربية للاستثمارات المالية	شركة مساهمة عامة	15,000,000
سنابل الخير للاستثمارات المالية	شركة ذات مسؤولية محدودة	5,000,000
المال الأردني للاستثمار والوساطة المالية	شركة ذات مسؤولية محدودة	10,000,000
الأمل للاستثمارات المالية	شركة مساهمة عامة	15,000,000
البلاد للأوراق المالية والاستثمار	شركة مساهمة عامة	12,000,000
التعاون العربي للاستثمارات المالية	شركة ذات مسؤولية محدودة	15,600,000
بيت الاستثمار العالمي - الأردن	شركة ذات مسؤولية محدودة	20,000,000
الأهلي للوساطة المالية	شركة مساهمة خاصة	15,000,000
أمان للأوراق المالية	شركة مساهمة عامة	20,000,000
أموال للخدمات والوساطة المالية	شركة مساهمة خاصة	5,000,000
المحفظة الوطنية للأوراق المالية	شركة مساهمة عامة	15,000,000
إمكان للخدمات المالية	شركة ذات مسؤولية محدودة	6,500,000

المصدر: الموقع الإلكتروني لسوق عمان المالي، <http://www.ase.com>

تاريخ الزيارة: 23.06.2012 التوقيت: 10:44.



المطلب الثاني: مؤسسة المحفظة الوطنية للأوراق المالية.

اولا: بيانات حول الشركة. □

1. اسم الشركة: المحفظة الوطنية للأوراق المالية.

2. الغرض من الشركة:

القيام كوسيط في بورصة عمان و بيع وشراء الأوراق المالية لصالح المحفظة و العمل كمستثمر مالي للاستثمار في الأوراق المالية و إدارة الاستثمار.

3. تاريخ انشاء الشركة: 20 مارس 1982.

4. ملكية الشركة:

- منجد منير رضا سحتيان (9.00 %) .
- المؤسسة العامة للضمان الاجتماعي (8.00 %) .
- محمد بهجت امين البليسي (8.00 %) .
- بنك لبنان والمهجر (8.00 %) .
- مهند محمد عبد المهدي خليفه (6.00 %) .
- شركة المحفظة العقارية الاستثمارية (5.00 %) .
- آخرون (55.00 %) .

5. رأس المال المصرح به: 15,000,000 دولار امريكي.

¹: الموقع الالكتروني: <http://www.mubasher.info>
تاريخ الزيارة: 20.06.20012 توقيت الزيارة: 16:56.

الفصل الثالث دراسة تطبيقية على بورصة عمان و البورصة المصرية

ثانيا: دراسة المحفظة الوطنية للأوراق المالية عن كيفية إدارة مخاطر الاستثمار في سوق عمان المالي.

المقدمة:

دخل مفهوم إدارة المخاطر عالم البورصات في كل العالم من أوسع أبوابه بعد أن كان مقتصرًا على المشاريع الفنية لأي مستثمر بهدف توقع مقدار الأرباح مسبقًا ودراسة المخاطر التي قد تواجهه بالإضافة إلى المؤثرات الخارجية والداخلية التي تأخذها أي إدارة كانت بعين الاعتبار.

أما في عالم البورصة فان مفهوم إدارة المخاطر يختلف في الشكل والمضمون وان تشابه في النتائج لتلك المشاريع الفنية التي يتم دراستها من قبل أي إدارة، فالاستثمار في البورصة توسع في العقد الأول من القرن الواحد والعشرين في بورصة عمان لينطوي على عدة أشكال مثل تشكيل المحافظ بهدف المضاربة أو الاستثمار ومنها ما يكون على شكل صناديق استثمارية مغلقة أو مفتوحة ومنها ما يقتصر على محافظ فردية يتم التداول عليها من قبل مالكيها سواء كان فردًا أو شركة .

وبالرغم من تعدد أشكال المحافظ إلا أن ما يهمننا في ظل مفهوم إدارة المخاطر هي طريقة دخول المفهوم إلى المحفظة الاستثمارية بشكل يعبر عن درجة تقبل المستثمر للمخاطر والتي تختلف من شخص لآخر ومن محفظة لأخرى. ولهذا السبب تعتبر دراسة المخاطر من أصعب المهام التي يواجهها الأفراد والمحللون والخبراء لما تحتويه من تحاليل إحصائية متقدمة والتي تعتبر الأساس في إدارة المخاطر بالإضافة إلى صعوبة تفسيرها، كما أنها تعتبر إحدى العلوم الحديثة في العالم الغربي والتي انتشرت حول البورصات العالمية في الدول المتقدمة لما لها من نتائج إيجابية أهمها تحديد إيديولوجية الاستثمار الناجح.

ومن هذا المنطلق فقد دأب قسم الدراسات والأبحاث في شركة المحفظة الوطنية للأوراق المالية على عمل دراسة هي الأولى من نوعها بهدف ربط إدارة المخاطر مع أي محفظة استثمارية تتداول في بورصة عمان بالإضافة إلى نجاحه في عمل هيكل ثابت يتم تحديثه زمنيًا ليكون الأساس في كيفية تحديد المستثمر لاتجاهه وميوله للمخاطر.

الفصل الثالث **دراسة تطبيقية على بورصة عمان و البورصة المصرية**

وتعتبر الأولى من نوعها كون هذه الدراسة تطبق على بورصة عمان بخلاف البورصات العالمية الكبرى المرتكزة على اقتصاديات الدول المتقدمة. كما تهدف الدراسة إلى توعية أي مستثمر بشكل بسيط ومفهوم في اتخاذ القرار الاستثماري باستقلالية تامة بعيدا عن العوامل الخارجية مثل الشائعات وعدم كفاءة السوق التي تؤثر على قرار مستثمري بورصات الدول النامية ومن ضمنها بورصة عمان التي يغلب عليها طابع المضاربة. وبذلك فان سياسة إدارة المخاطر تهدف بشكل عام إلى تحقيق أكبر عائد ممكن من الأدوات المالية التي لها نفس درجة المخاطرة و/أو تخفيض المخاطر التي تواجه المستثمر من خلال الأدوات المالية التي لها نفس العائد المتوقع.

1. لمحة عن قطاع الصناعة:

على الرغم من شح الموارد الطبيعية في الأردن إلا أن من يراقب تطور قطاع الصناعة في آخر خمسة أعوام يدرك بوضوح لا شك فيه من أن هذا القطاع يسير بخطى واثقة نحو التقدم والازدهار بل ويتوقع أن يحقق نموا جديدا في نهاية العام الحالي، وذلك لاستمراره في المزيد من استقطاب الاستثمارات الأجنبية والخليجية الباحثة عن أسواق جديدة خلال الفترة المقبلة، كما أن صادرات المملكة في القطاع الصناعي سجلت نموا بأكثر من 18% في الربع الأول من عام 2009 مقارنة مع الفترة ذاتها من العام الماضي مما يعني أن الطلب الخارجي على الصناعات الأردنية ما زال قويا على الرغم من الأزمة المالية العالمية التي أدخلت العالم برمته في ركود تاريخي كبير. ويدل على ذلك ارتفاع عدد الشركات الصناعية المسجلة في وزارة الصناعة والتجارة في عام 2008 إلى 1335 شركة صناعية مقابل 1277 عام 2007 ليصل مجموع المنشآت العاملة في مجال الصناعة إلى حوالي 15 ألف منشأة. وقد لعبت اتفاقيات التجارة الحرة سواء الجماعية أو الثنائية التي أبرمتها المملكة في السنوات الأخيرة دورا هاما في إنعاش القطاع الصناعي وتعزيز جاذبيته خصوصا بعد إعادة النظر في القوانين المتعلقة بالضرائب وبعض التشريعات الأخرى الخاصة بالاستثمارات التي من شأنها تعزيز بيئة الاستثمار .

ويسهم قطاع الصناعة في تشغيل نحو 200 ألف عامل، فيما بلغ مجموع رؤوس الأموال المسجلة في القطاع الصناعي حوالي 3 مليار دينار تركزت فيه غالبية الاستثمارات المستفيدة من قانون تشجيع الاستثمار وبنسبة 56%. خلال العام الماضي. ولكن تجدر الإشارة إلى أن هذا القطاع ما يزال يواجه تحديات كبيرة منها استكمال إعفاء مدخلات ومستلزمات القطاع الصناعي وتسهيل إجراءات استقدام العمالة لعدم توفر الأيدي العاملة المحلية في بعض المهن وتذبذب أسعار الوقود الصناعي الذي عاود للارتفاع مجددا حيث يعتبر من أهم العوامل التي تؤثر على ربحية هذا القطاع بالإضافة نتيجة تأثيره على ارتفاع تعرفه الكهرباء .

2. لمحة عن قطاع البنوك :

يعتبر هذا القطاع الأهم ضمن بقية القطاعات الاقتصادية الأخرى وذلك لارتفاع أرباحه التشغيلية والتي يحققها من الفرق بين الفوائد الدائنة والمدينة حيث شكلت أرباحه في عام 2008 ما مقداره 54% من أرباح الشركات المدرجة في بورصة عمان، كما ويعتبر صاحب أكبر حصة من حيث القيمة السوقية) عدد الأسهم * القيمة السوقية) من بين مختلف القطاعات في بورصة عمان وهو يخضع لرقابة البنك المركزي الأردني الصارمة الذي بات ينتج سياسة تعويم أسعار الفائدة الدائنة والمدينة في السوق المصرفي. وبالتالي، فإن أسعار الفائدة في السوق المصرفي تتحدد وفقا لقوى العرض والطلب مع إعطاء إشارات للبنوك المرخصة عن أسعار الفائدة من خلال تبنيه للإدارة غير المباشرة للسياسة النقدية وما ينطوي تحتها من أدوات مثل نافذة الإيداع. ويضم قطاع البنوك 23 بنكا منهم 13 بنكا تجاريا و 8 بنوك أجنبية و بنكين إسلاميين، وقد بلغ عدد البنوك المدرجة في بورصة عمان 15 بنكا وصل مجموع رؤوس أموالها نهاية عام 2008 إلى 1.6 مليار دينار أردني.

3. لمحة عن قطاع الخدمات:

في ضوء ما يشهده الأردن من انفتاح على الأسواق الخارجية فان هذا القطاع يسعى إلى التطوير باستمرار وبشكل متواصل بالإضافة إلى التنسيق بين القطاعين الخاص والعام. كما ويسعى إلى تصدير الخدمات التي من أهمها السفر والاتصالات والصحة والنقل والتوزيع والبيئة والتعليم. وتعتبر تحديات هذا القطاع أن معظم شركاته من الصغيرة والمتوسطة التي تفتقر إلى الدعم والتنظيم في ظل التنافس الشديد مع بعض الشركات الكبرى التي تقدم نفس نوعية الخدمة.

قطاع الخدمات أكبر قطاع من حيث عدد الشركات ويحتوي على 154 شركة من أصل 270 شركة مدرجة في بورصة عمان أي ما نسبته 57٪، كما ويشكل 60٪ من الناتج المحلي الإجمالي.

4. لمحة عن قطاع التأمين :

هنالك 28 شركة تأمين تمارس أعمال التأمين منها 18 شركة تمارس تأمينات الحياة إلى جانب تأمينات الممتلكات ووكالة أجنبية واحدة تزاوّل تأمينات الحياة فقط، وتقوم هذه الشركات بتقديم خدماتها عن طريق تأمين البضائع الواردة و المصدرة (التأمين البحري) وتأمين السيارات وتأمين الحريق و الزلازل و السرقة و الأخطار الأخرى وإصدار عقود التأمينات على الحياة و الحوادث الشخصية و التأمينات الصحية .

وتخضع شركات هذا القطاع إلى رقابة هيئة تنظيم قطاع التأمين، أقساط التأمين نمت خلال العام الماضي بنسبة 14٪، و 11٪ في الربع الأول من العام الحالي على الرغم من تأثير الأزمة على القطاعات المالية العالمية إلا أن تأثر قطاع التأمين لغاية الآن كان محدودا واقتصر بشكل أساسي على تراجع المحافظ الاستثمارية للشركات بسبب اتجاهات السوق السلبية. ويعتبر هذا القطاع أكبر القطاعات الذي يواجه صعوبات وعوائق على صعيد الشركات أهمها في إدارة مخاطر أقساط التأمين.

5. المخاطر في بورصة عمان :

بعد حساب البيتا لجميع القطاعات في بورصة عمان فإننا نجد أن قطاع الصناعة يعتبر من أخطر القطاعات نظرا لأنه يمتاز بتذبذبات عالية (أعلى بيتا) بالمقارنة مع تذبذب (بيتا) مؤشر البورصة، ويليه قطاع البنوك ومن ثم الخدمات وأخيرا التأمين.

ولا يعني ذلك أن القطاع الأكثر خطورة هو القطاع الذي سوف يحقق خسائر... ولا يعني عدم الاستثمار فيه، بل مقابل هذه المخاطر نجد أن قطاع الصناعة مثلا حقق أفضل النتائج في العامين الماضيين وارتفاع المخاطر كما ذكرنا سابقا تعني أن الشركة قد تحقق عوائد عالية أو لربما تحقق خسائر كبيرة وكل هذا يعبر عن أن الانحراف المعياري مرتفع في عوائد هذه الشركات والتي تعبر عن المخاطر بشكل آخر. واكتسابها يعود إلى طبيعة المستثمر ودرجة تقبله للمخاطرة التي يمكن تحديدها عن طريق توضيح ماهية هذه المخاطر، فلا بد من ربط هذا المفهوم مع العوائد لهذه القطاعات.

فالعائد والمخاطرة أساس أي قرار استثماري سواء بالبيع أو بالشراء، ويعتمد ذلك على المخاطر الحقيقية للاستثمار وأولوية الاستثمار بالنسبة للعائد، وكما وجدنا علاقة المخاطرة بين القطاعات مع مؤشر بورصة عمان عن طريق حساب البيتا (β) ، فإننا وجدنا أيضا علاقة العائد للقطاعات مع مؤشر بورصة عمان عن طريق حساب الخط الخصائص، ويعتبر هذا الخط الأساس في عالم تشكيل المحافظ الاستثمارية الحديثة ويعبر عن مقدار الترابط بين عائد المؤشر مع عائد القطاع، حيث تكمن أهمية هذا الخط بإمكانية اشتقاق المخاطر النظامية (β) عن طريق حساب الميل لهذا الخط وبالتالي قياس المخاطر النظامية وتحديد المبادلة بين العائد والخطورة كما سيتبين لاحقا.

6. العوائد في بورصة عمان:

ويمكن تحديد عائد كل قطاع مع عائد السوق عن طريق حساب المصطلح الإحصائي (R2) الذي يعبر عن مدى ترابط جميع النقاط المنتشرة مع عوائد السوق وكلما كانت قيمته أعلى كلما كان الترابط بين العوائد أعلى حيث وجدنا أن (R2) :

- لقطاع البنوك 0.7299
- قطاع التأمين 0.2559
- قطاع الخدمات 0.5359
- قطاع الصناعة 0.8047

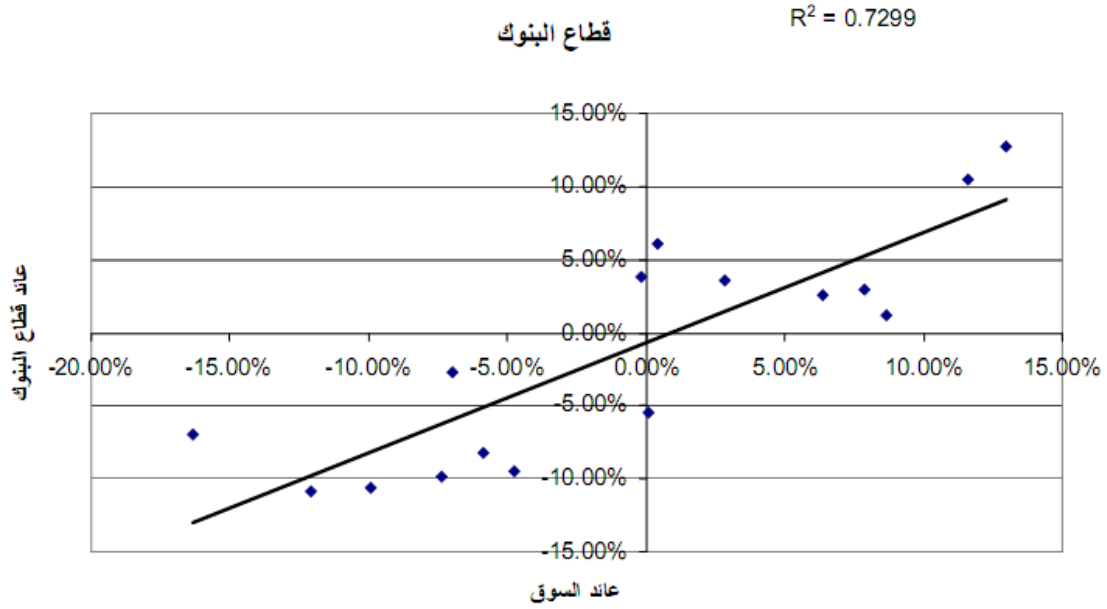
لذلك عند حساب أكثر القطاعات تذبذبا فإننا وجدنا قطاع الصناعة الأكثر خطورة، إلا أننا نجد أنه الأكثر ترابطا مع عوائد السوق أي أنه الأكثر عائدا بين مختلف القطاعات. ويليه قطاع البنوك من حيث المخاطرة والعائد ومن ثم الخدمات وأخيرا قطاع التأمين.

ويتم رسم هذا الخط عن طريق توسطه لجميع العوائد خلال الفترة كما هو مبين في الجداول رقم (2)، (3)، (4) و (5).

كما تبين الجداول مقدار الترابط بين عائد كل قطاع في بورصة عمان وعائد السوق منذ كانون الثاني 2008 لغاية أيار 2009، وتعتبر النقاط المنتشرة حول الخط الخصائصي في كل جدول عبارة عن عائد القطاع مقابل عائد السوق في فترة معينة، وتساعد هذه الجداول على مقدرة المستثمر في تحديد اكتسابه للمخاطر عن طريق تحديد ترابط عائد القطاع مع عائد السوق وربطها مع البيتة أو المخاطرة.

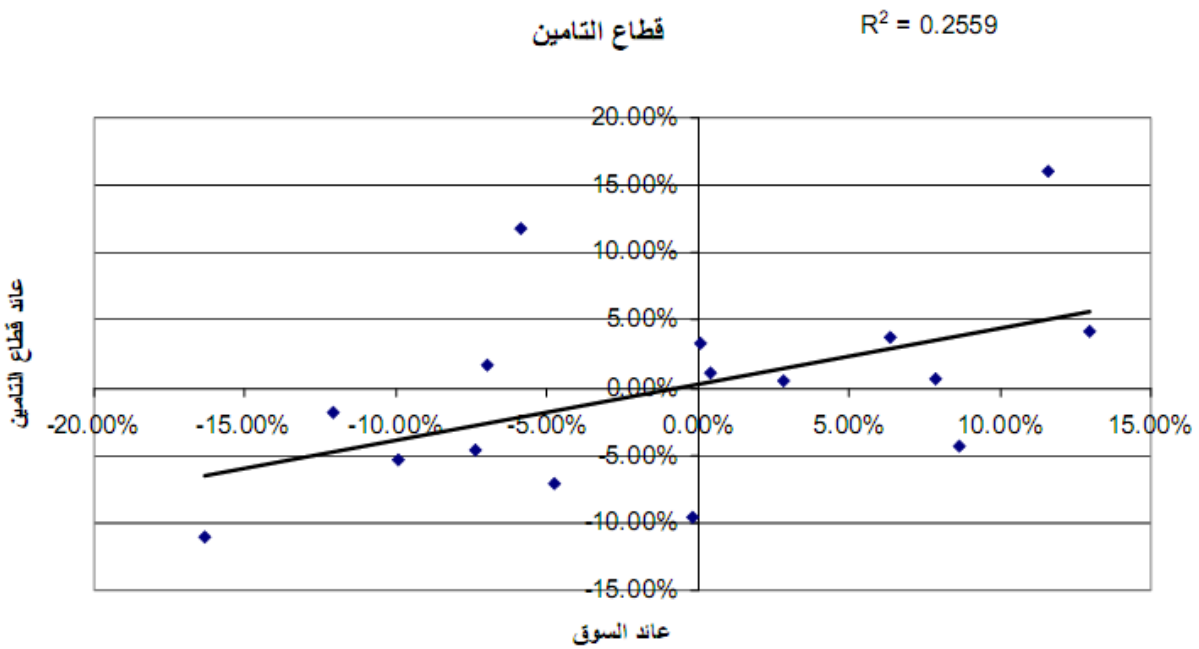
الفصل الثالث دراسة تطبيقية على بورصة عمان و البورصة المصرية

الشكل رقم (5): عائد قطاع البنوك مع مؤشر بورصة عمان.



المصدر: الموقع الالكتروني: www.forexpros.ae التاريخ: 08,06.2012 التوقيت: 11:23.

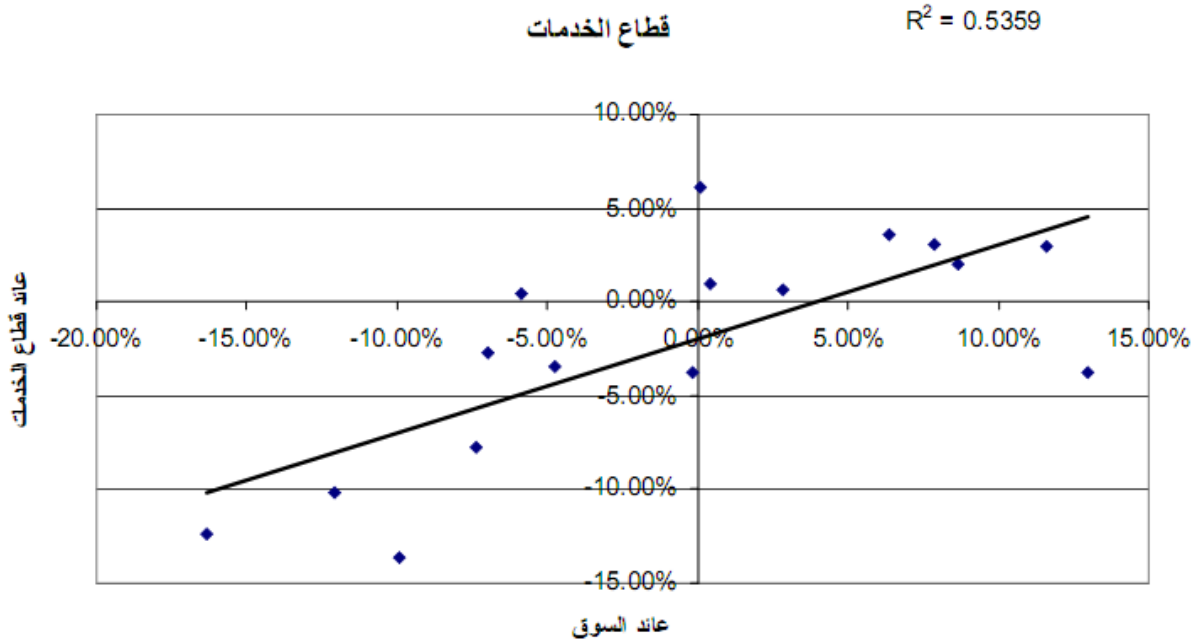
الشكل رقم (6): عائد قطاع التأمين مع مؤشر بورصة عمان.



المصدر: الموقع الالكتروني: www.forexpros.ae التاريخ: 08,06.2012 التوقيت: 11:26.

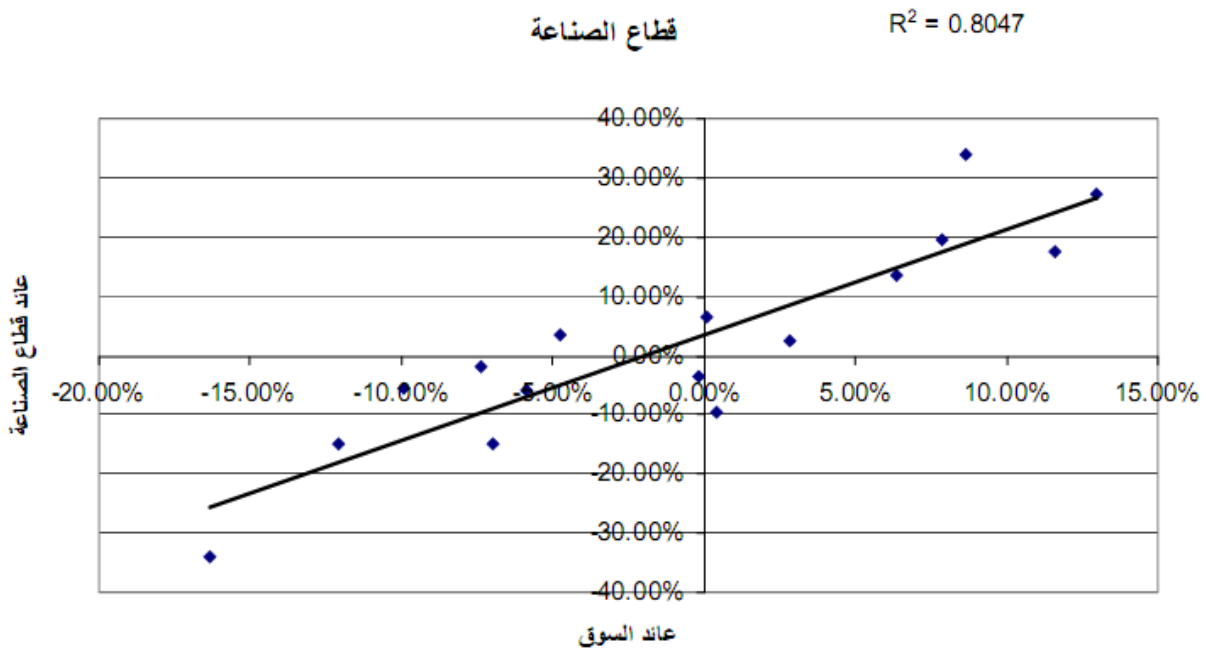
الفصل الثالث دراسة تطبيقية على بورصة عمان و البورصة المصرية

الشكل رقم (7): عائد قطاع الخدمات مع مؤشر بورصة عمان.



المصدر: الموقع الالكتروني: www.forexpros.ae التاريخ: 08,06.2012 التوقيت: 11:30.

الشكل رقم (8): عائد قطاع الصناعة مع مؤشر بورصة عمان.



7. النتائج:

يلاحظ أن ترتيب القطاعات من حيث المخاطر هي نفس ترتيبها من حيث العوائد ولكن يجدر الانتباه إلى النقاط المنتشرة (العوائد) حول الخط الخصائي في كل قطاع حيث يلاحظ انتشارها في قطاع الصناعة بمدى أضيق عما هو عليه في قطاع البنوك التي بدورها أضيق عن قطاع الخدمات والتأمين، ويدعى المدى في انتشار نقاط العوائد إحصائيا بالتشتت الذي يعبر عن المخاطر غير النظامية في كل قطاع والتي تختلف من قطاع إلى آخر، وبذلك فإننا نجد أن قطاع التأمين هو أقل القطاعات تأثرا في المخاطر النظامية ولكنه أكثر القطاعات تأثرا من المخاطر غير النظامية حيث تمثل هذه المخاطر في مخاطر التأمين كالتأمين الصحي والحوادث أي مخاطر التأمين نفسه، وعلى عكس ذلك فإننا نجد أن قطاع الصناعة هو أكثر القطاعات تأثرا بالمخاطر النظامية وأقلها معاناة من المخاطر غير النظامية حيث يعتمد هذا القطاع بشكل كبير على أداء الاقتصاد ككل ويعتمد على المواد الأولية التي تدخل في الإنتاج الصناعي وترتبط أسعارها غالبا بالأسعار العالمية كما وتتصف منتجات القطاع الصناعي بالمرونة العالية حيث يزيد عليها الطلب في حال الانتعاش الاقتصادي والعكس صحيح.

أما قطاع البنوك فانه معرض للمخاطر النظامية بدرجة أقل مما هو عليه في قطاع الصناعة ولكن بنفس الوقت فان المخاطر غير النظامية أعلى مما هو الحال في القطاع الصناعي، إلا أن التركيز في المخاطر النظامية تعتبر أعلى خصوصا في أسعار الفوائد والأداء الاقتصادي والاستثماري للبنوك وتمثل المخاطر غير النظامية عن طريق نسبة القروض إلى الودائع بالإضافة إلى مخاطر الائتمان. قطاع الخدمات يعاني من المخاطر غير النظامية بدرجة أعلى من المخاطر النظامية ويحتوي هذا القطاع على عدد كبير من شركات الخدمات المالية والعقار وهم أكثر الشركات تأثرا بالأزمة المالية العالمية التي حصلت مؤخرا حيث أن هذه الشركات تتميز بالأصول ضعيفة السيولة (عدا عن المحافظ الاستثمارية) كما أن الرافعة المالية لهذين القطاعين مرتفعة بالعادة حيث أن معظم الشركات العقارية قامت بأخذ قروض لإكمال مشاريعها ولم تأخذ بعين الاعتبار المخاطر التي قد تواجهها من ارتفاع للأسعار الإنشائية أو حصول أي أزمة وانفجار للفقاعة العقارية التي حصلت منتصف عام 2008.

الفصل الثالث دراسة تطبيقية على بورصة عمان و البورصة المصرية

ويتم التركيز على المخاطر غير النظامية من خلال قطاعات مختلفة مثل التعليم والصحة والنقل أي الخدمات التي لا يمكن الاستغناء عنها. بناء على ما تم تفصيله في الدراسة ، فإننا نستخلص بأن قطاعات السوق الرئيسية مرتبة حسب درجة المخاطرة في الاستثمار - وذلك بالتوجه نحو الاستثمار بالطريقة العلمية بعيدا عن المضاربات - وبهذا

نرى بأن قطاع البنوك هو الأفضل من حيث مقياس درجة الخطورة بسبب قلة تذبذبه نسبة لعوائد السوق بالإضافة إلى السياسات المتبعة في الاعتماد على الأرباح التشغيلية مع الأخذ بعين الاعتبار إمكانية حدوث مفاجآت في إدارة بعض البنوك نتيجة لظهور ديون متعثرة لعملاء كبار سوف تؤثر على الربحية وعلى مكانة البنك الائتمانية، ويأتي قطاع الصناعة بالمرتبة الثانية بسبب تأثيره المباشر بالمخاطر النظامية التي يصعب التنبؤ بحدوثها والتي تساهم في زيادة خطورة الاستثمار بهذا القطاع ، إلا أنه وعلى الرغم من ذلك فإن هناك العديد من الشركات التي تحقق أرباحا أعلى مما تجنيه البنوك، مما يشجع على إضافة هذا النوع من الأسهم إلى المحفظة الاستثمارية ولكن بنسبة أقل من أسهم القطاع البنكي أما قطاع الخدمات فإنه يعتبر أقل خطورة من قطاعي الصناعة والبنوك، وذلك بسبب تركيز المخاطر غير النظامية فيه وبذلك فإننا نرى بأنه من الأفضل دراسة شركات هذا القطاع - المنوي الاستثمار بها- بشكل مفصل ودقيق، ويعتبر قطاع التأمين الأكثر خطورة من بين قطاعات السوق كافة بسبب احتوائه على المخاطر غير النظامية وعدم تأثره في النظامية.

8. التوصيات:

ينصح في حال الرغبة بالاستثمار في هذا القطاع التوجه نحو الشركات التي تشكل أقساط التأمين والاستثمارات العقارية النسبة الأكبر من إيراداتها والابتعاد عن الاستثمار في الشركات المتركرة أعمالها في الغايات الفرعية الأخرى لهذا القطاع كإدارة المحافظ الاستثمارية.



المبحث الثاني: البورصة المصرية.

المطلب الاول: اساسيات حول البورصة المصرية.

اولا: نشأة البورصة المصرية. □

أعاد السيد موريس كاتاوى كبير تجار وسماسرة القاهرة لفت انتباه التجار والسماسرة مرة أخرى أثناء إحدى اجتماعاتهم غير الرسمية بمقهى نيوبار إلى أن الوقت قد حان لكى تنتهج القاهرة نهج الإسكندرية ويكون لها بورصة خاصة بها. فلقد أصبح من الصعب على رؤساء المنشآت الأجنبية إجراء اتفاقات في شوارع القاهرة الجانبية أو داخل المقاهى والفنادق بشأن تمويل حكوماتهم لمشروعات تستهدف كسب التأييد وربحية أشخاص بعينهم، وذلك في ظل وصول عدد الشركات ذات المسئولية المحدودة إلى 79 شركة برأس مال إجمالي بلغ 29 مليون جنيهاً مصرياً. ومن هنا كان ميلاد بورصة القاهرة: ففي يوم الخميس الموافق 21 مايو 1903 قامت اللجنة الخاصة برئاسة موريس كاتاوى باختيار المبنى القديم للبنك العثمانى (وهو الآن مبنى جروبي- فرع عدلى) الكائن بشارع المغربي كمقر رسمى - ولكن بصفة مؤقتة- للشركة المصرية للأعمال المصرفية والبورصة -المؤسسة حديثاً- شركة ذات مسئولية محدودة.

¹: الموقع الإلكتروني: ويكيبيديا <http://ar.wikipedia.org> تاريخ الاطلاع: 30.06.20112 التوقيت: 12:25.

الفصل الثالث **دراسة تطبيقية على بورصة عمان و البورصة المصرية**

ولم يكن هناك توقيت أفضل من ذلك أو هكذا أعتقد الجميع، فقد كان داعمو ومناصرو قيام البورصة يتمتعون بجرأة دفعتهم إلى النجاح والنمو. وكان أمراً معروفاً للجميع أن بورصتا القاهرة والإسكندرية، عند اجتماعهما، احتلا مركزاً بين أكبر خمس بورصات على مستوى العالم. فقد كان اقتصاد مصر منتعش في كل الأوقات وبلغ عدد الشركات المتداولة في بورصة القاهرة وحدها 228، بإجمالي رأس مال قدره 91 مليون جنيهاً.

ثانياً: رؤية و أهداف البورصة. □

1. رؤية البورصة المستقبلية:

تهدف البورصة المصرية إلى أن تصبح السوق الرائدة في الشرق الأوسط ومنطقة شمال أفريقيا والتي تقدم أفضل المنتجات والحلول لكل الأطراف ذوى الصلة.

2. أهداف البورصة:

تهدف البورصة المصرية إلى تطوير سوق يتمتع بالجودة لخدمة عملائه المصريين والأجانب من خلال تقديم أعلى تكنولوجيا وتوفير أحدث المنتجات وتحقيق أسواق عادلة ذات شفافية وكفاءة عالية.

3. النسق القيمي للبورصة:

يحكم العمل بالبورصة المصرية نظاماً قيمياً متكاملًا يحدد الأخلاقيات الواجب اتباعها من قبل كافة الأطراف المعنية بالسوق (العملاء، و الشركات الأعضاء، والشركات المقيدة، والمديرين، والعاملين والمستثمرين المحليين و الدوليين). وتشتمل القيم المتبعة على ما يلي:

- العملاء (الشركات المقيدة، الشركات الأعضاء، والمستثمرون) يأتون في المقام الأول.
- توفير معاملة متساوية وعادلة لكافة المتعاملين مع البورصة المصرية.
- أهمية توافر مستويات مرتفعة من النزاهة. نحن نتوقع التزام موظفينا وشركائنا في السوق بأسمى المعايير الأخلاقية في التعامل.

¹: الموقع الإلكتروني: البورصة المصرية <http://www.egx.com.eg>

تاريخ الزيارة: 30.06.2012 توقيت الزيارة: 12:30.

ثالثا: الشركات المتداولة في البورصة المصرية:

يبين الجدول رقم (2) اهم الشركات المتداولة في البورصة المصرية وهو كالتالي:

الجدول رقم (2): الشركات المتداولة في البورصة المصرية.

الرقم	اسم الشركة
1	نماء لتداول الاوراق المالية
2	جراند انفستمنت لتداول الاوراق المالية
3	سيتي تريد لتداول الأوراق المالية
4	الياسمين للسمسة في الأوراق المالية
5	فاروس لتداول الأوراق المالية
7	الوسيط المباشر لتداول الاوراق المالية
10	ليدرز للسمسة في الاوراق المالية
11	أونست لتداول الأوراق المالية
12	المجموعة السويسرية لتداول الأوراق المالية
16	المصرية الكويتية لتداول الأوراق المالية
17	مترو لادارة السجلات وتداول الاوراق المالية
18	المجموعة المالية للسمسة في الأوراق المالية
19	نيوبرنت لتداول الأوراق المالية
20	الجنور لتداول الأوراق المالية
25	الأهرام للسمسة في الأوراق المالية
27	المصرية الاماراتية لتداول الاوراق المالية
28	تيم لتداول الأوراق المالية
29	المنار لتداول الأوراق المالية
31	الإسكندرية لتداول الأوراق المالية
32	بلوم مصر لتداول الأوراق المالية
34	اراب فاينانس لتداول الاوراق المالية
35	استاندرد لتداول الاوراق المالية
37	إيفا للسمسة في الاوراق المالية
38	سوليدير للسمسة في الاوراق المالية
39	سامبا تداول مصر لتداول الاوراق الماليه

الفصل الثالث دراسة تطبيقية على بورصة عمان و البورصة المصرية

المصدر: الموقع الالكتروني: <http://www.egx.com.egp>

تاريخ الزيارة: 30.06.2012 توقيت الزيارة: 01:22.



مصر للتأمين
MISR INSURANCE



رابعاً: شركة التأمين المصرية.

1. نظرة تاريخية:

نشئت شركة مصر للتأمين في 14 يناير 1934 على يد رائد الاقتصاد الوطنى محمد طلعت حرب كأول شركة تأمين برأس مال مصرى وإدارة مصرية كى توفر الحماية التأمينية للمشروعات المصرية دعماً للاستقلال الوطنى - فى ذلك الحين - فكانت هى النواة الأولى لنشأة صناعة التأمين الوطنية.

تطلعت الشركة الى امتداد نشاطها على مستوى الدول العربية ومارست النشاط التأمينى فى العديد من الدول المجاوره خاصة فى السودان وليبيا وسوريا بل وتوسعت فى عام 1957 تجاه إنشاء توكيلات لها فى بعض دول الخليج فساهمت فى ادخال تلك الصناعة الرائدة فى العديد من الدول العربية الشقيقه ألا أن تلك المكاتب والتوكيلات تم تحويلها للشركات الوطنية فى تلك الدول بعد سيادة الاتجاه نحو التأمين فى العديد من الدول العربية ورغم ذلك بقى لمصر للتأمين وكفاءاتها المنتشرة فى الأسواق العربية للتأمين حتى الان الفضل فى ادخال تلك الصناعة فى العديد من الدول العربية.

ساهمت الشركة من خلال دورها فى توفير الحماية التأمينية للقطاعات الاقتصادية المختلفة المملوكة للدولة فى دعم خطط التنمية وتطويرها لصالح المواطن المصرى بعد تأمين الانشطة الاقتصادية فى عام 1961 و اتجاه الدوله لدمج عدد من شركات التأمين التى تعمل فى السوق تحت اسم مصر للتأمين بداية من عام 1965 فاندجحت شركة الجمهورية للتأمين والادخار للتأمين فى شركة مصر للتأمين تقديراً لدورها الرائد ودعماً للنشاط التأمينى الوطنى ودوره الجليل فى خدمة الاقتصاد المصرى. ساهمت الشركة من خلال محافظتها الاستثمارية الضخمة فى تدعيم المشروعات الاقتصادية الهامة وانشاء عدد من الشركات والمشروعات

الفصل الثالث دراسة تطبيقية على بورصة عمان و البورصة المصرية

الاقتصادية بالشكل الذى ساهم فى تطوير نتائج الشركة من ناحية ودعم الاقتصاد المصرى من ناحية أخرى.

□

2. رؤية و رسالة الشركة: □

أ. الرؤية:

يقودنا طموحنا في شركة مصر للتأمين نحو توطيد مكانتنا كمجموعة مالية غير مصرفية رائدة في الشرق الاوسط و شمال افريقيا و الاحتفاظ بهذه المكانة، و نسعى لان نحقق اكبر قيمة مضافة مستدامة لكل انشطة شركتنا، و دائما ما نتطلع للمستقبل بالتخطيط بعيد الامد لتوفير خدمات لربائنا تفوق توقعاتهم.

ب. الرسالة:

تعد التكنولوجيا و المعرفة هي الركيزة الاساسية التي تعتمد عليها الشركة في تقديم رسالتها و تحقيق التطوير المنشود، و لذلك فان الهدف الرئيسي للشركة يركز على دعم التقنيات الفنية و المستحدثات لجميع العاملين في الشركات التابعة و ذلك من خلال التعليم و الدورات التدريبية و توفير مناخ عمل جيد.

3. ادارة المخاطر في شركة التأمين المصرية:

إدارة المخاطر بشركاتنا هي جزء أساسى فى الإدارة الإستراتيجية لها ، وهى مجموعة الإجراءات التى تتبعها الشركات بشكل منظم لمواجهة الأخطار المصاحبة لأنشطتها ، وذلك بهدف تحقيق المزايا المستدامة من كل نشاط ومن محفظة كل الأنشطة. وتركز الشركات لإدارة مخاطرها بشكل جيد على التعرف تلك المخاطر ومعالجة هذه الأخطار وهادفة الى إضافة أقصى قيمة مضافة مستدامة لكل أنشطة الشركة ، فإدارة الخطر

¹: الموقع الالكتروني لشركة التأمين المصرية: <http://www.misrholding.com> تاريخ الزيارة: 30.06.2012 توقيت الزيارة: 13:09.

²: الموقع الالكتروني: <http://www.misrholding.com> تاريخ الزيارة: 30.06.2012 التوقيت: 14:08.

الفصل الثالث دراسة تطبيقية على بورصة عمان و البورصة المصرية

تساعد على فهم الجوانب الايجابية والسلبية المحتملة لكل العوامل التي قد تؤثر على الشركة ، فهي تزيد من احتمال النجاح وتخفف كلا من احتمال الفشل وعدم التأكد من تحقيق الأهداف العامة للشركة .

و تتمثل خطوات ادارة المخاطر في الخطوات التالية:

- جمع وتحليل البيانات والمعلومات الضرورية عن البيئة الداخلية والخارجية بالشركة للتعرف على المخاطر التي تواجه الشركة.
- اكتشاف وتحديد وتوصيف المخاطر الحالية والمستقبلية التي تواجه الشركة في ضوء البيانات والمعلومات المتاحة وتصنيفها والتعرف على العلاقات فيما بينها .
- تحديد مستويات تلك المخاطر باستخدام الوسائل العلمية المتاحة لقياس الخطر وفي ضوء توقع حجم الخسائر المترتبة عليها ودرجة تأثيرها على وضع الشركة وقدراتها المالية .
- تحديد أفضل الطرق لمواجهة تلك المخاطر والتعامل معها ووضع الأولويات والإجراءات والبرامج التنفيذية اللازمة لمواجهة المخاطر.
- مراجعة وتقييم مدى جودة السياسات والبرامج التنفيذية الموضوعة لمواجهة تلك المخاطر مع العمل على تطويرها في ضوء التحديات المحيطة وأي مستجدات بالسوق من خلال التحليل المتواصل للبيئة الداخلية والخارجية التي تعمل الشركة من خلالها.
- وضع الإجراءات التصحيحية الضرورية لتطوير سياسات الشركة وبرامجها التنفيذية لإدارة تلك المخاطر
- إبلاغ لجنة المراجعة بأى خلل قد يؤثر في سياسات الشركة لإدارة المخاطر مع وضع الخطوات الإجرائية التصحيحية لمواجهة الخلل.
- إعداد تقرير ربع سنوى بنشاط إدارة الخطر يتم عرضه على لجنة المراجعة تمهيدا لعرضه على مجلس الإدارة .
- التنسيق بين الإدارات المختلفة ذات العلاقة لتطوير نظم إدارة الخطر بالشركة والتحقق من تنفيذ الإدارات المعنية لتوصيات الإدارة .
- المساهمة في نشر الوعي بأنواع المخاطر التي تواجه الشركة وأساليب مواجهتها.

4. وظائف شركة التأمين المصرية:

أ. تقديم الخدمات التأمينية بأنواعها المختلفة:

تقوم شركة التأمين بهذه الوظيفة عن طريق توزيع المخاطر على أكبر عدد من المؤمن لهم بحيث يتحمل كل منهم جزء صغير من الخسارة التي تقع نتيجة لتحقيق الخطر المتفق عليه في صورة دفع قسط التأمين.

ب. استثمار الأموال المتراكمة:

و تتمثل في جزء من الإقساط المحتزة لمقابلة التزامات شركة التأمين من قبل حملة الوثائق عن الحوادث المستقبلية، و أيضا حقوق المساهمين المتمثلة في الاحتياطات و المخصصات المحتزة من الأرباح.

و بالتالي فان وظيفة الاستثمار في شركات التأمين تعتبر وظيفة ذات اهمية بالغة و هذا يتطلب بالضرورة العمل على ترشيد الاستثمار بهذه الشركات و ذلك عن طريق ارتكاز السياسة الاستثمارية على مبادئ و أسس تمكنها من تحقيق أهدافها الاستثمار المطلوبة بكفاءة عالية. (و قد قدم المهتمون بالتأمين) □ نماذج لتسعير التأمين متجهين في مسارين:

¹ : Ferrari , J.R , The Relationship of Underwriting, Investment, Leverage, and Exposure to Total Return on Owners, Equity, Proceeding of the Casualty Actuarial Society, Vol.55,1968, PP295-302.

الفصل الثالث **دراسة تطبيقية على بورصة عمان و البورصة المصرية**

الأول: التركيز على نتائج الاكتتاب في التأمين مع اختيار قيم تحكيمية لدخل الاستثمارات.

الثاني: التركيز على تكامل كل من نتائج الاكتتاب بجانب الدخل من الاستثمارات في تسعير التأمين.

و تهدف هذه الدراسة التطبيقية إلى ما يلي:

— إلقاء الضوء على السياسات الاستثمارية لشركات التأمين من حيث:

• طبيعة الأموال الموجهة للاستثمار بها.

• القنوات الاستثمارية المتاحة للاستثمار بشركات التأمين.

5. مجالات الاستثمار المتاحة لشركات التأمين:

تقوم شركة التأمين باستثمار أموالها في قنوات استثمارية متنوعة بغرض الحصول على عائد ينميها، حيث ان بقاء هذه الاموال معطلة يؤدي الى انخفاض راس المال من جهة و ارتفاع اسعار التأمين من جهة اخرى مما يؤدي الى عدم نجاح و عدم استقرار اعمال الشركة، و يتوقف ضمان حصول المساهمين و حملة الوثائق على حقوقهم على مدى سلامة السياسة الاستثمارية الي تتبعها الشركة.

بناء على ما سبق توجه شركات التأمين استثماراتها في مجالات متعددة وفقا لسياسة الشركة و بما لا يتعارض مع قوانين الاشراف و الرقابة الخاصة بنوع و حجم كل نوع من الاستثمار، و اهم هذه المجالات مايلي:

- الاوراق المالية.

- الودائع النقدية الثابتة بالبنوك.

- العقارات.

- القروض.

" استحوذ الاستثمار في الاوراق المالية على اكبر نسبة من جملة الاصول المستثمرة، حيث بلغ اقصى حد للنسبة 80% عام 2002 و ادنى حد لها 49% عام 1997 مما يؤكد اهمية الاستثمار في الاوراق المالية عن باقي اوجه الاستثمار.

الفصل الثالث **دراسة تطبيقية على بورصة عمان و البورصة المصرية**

احتل الاستثمار في الودائع المصرفية المرتبة الثانية حيث بلغ اقصى حد للنسبة عام 1995 و ادنى نسبة 36% عام 2002 من جملة اصول المستثمرة، حيث ترجع اهمية الاستثمار في الودائع الى تأمين السيولة لشركات التأمين حيث انها تدر استثمار مستقر نسبيا في ضوء المتغيرات غير المتوقعة في السوق المالي.

احتل الاستثمار العقاري المرتبة الثالثة حيث بلغت اقصى قيمة له 612 مليون جنيه مصري عام 2002 بنسبة 4.5% من جملة الاموال المستثمرة و ادنى قيمة له 313 مليون جنيه عام 1995 بنسبة 4.4% من جملة الاموال المستثمرة مع ملاحظة ارتفاع قيمة الاستثمار العقاري من 313 مليون جنيه 1995 الى 536 مليون جنيه عام 1998 ، بنسبة زيادة قدرها 71.25% ، ثم ارتفعت الى 612 مليون جنيه عام 2002 بنسبة زيادة قدرها 11/48% عام 1999." □

6.تقدير خطر محفظة استثمارات شركة التأمين المصرية:

و يتم تقدير خطر محفظة استثمارات التأمينات العامة لشركة مصر للتأمين خلال الفترة من 1985 الى 1997

تتم من خلال الخطوات التالية:

- 1- حساب معدل العائد على محفظة الاستثمارات الشركة و ذلك بايجاد مجموع حاصل ضرب عائد الاستثمار في الاهمية النسبية لهذا الاستثمار في السنوات محل الدراسة.
- 2- حساب مصفوفة نسبة كل استثمار الى اجمالي الاستثمارات في المحفظة خلال سنوات الدراسة.
- 3- ايجاد معكوس مصفوفة نسب الاستثمارات.

¹: حسن حسن، نموذج مقترح لتقييم و تعظيم عوائد الاستثمار في قطاع التأمين، ا카데미ة البحث العلمي، القاهرة، 2005.

الفصل الثالث **دراسة تطبيقية على بورصة عمان و البورصة المصرية**

4- حساب مصفوفة التباين و معامل التغير لكل قناة من قنوات الاستثمار خلال فترة الدراسة.

5- ايجاد حاصل ضرب معكوسة مصفوفة نسب الاستثمارات في مصفوفة التباين.

و منه يتضح ان ترتيب الاستثمارات حسب درجة الخطر في محفظة استثمار التأمينات العامة لشركة مصر للتأمين خلال الفترة 1985-1997 كما يلي:

- الاراضي بدرجة خطورة 1.3%.

- المباني بدرجة خطورة 22.3%.

- السندات بدرجة خطورة 38.37%.

- شهادات استثمار بدرجة خطورة 63.27%.

- الاسهم بدرجة خطورة 1.04%.

7. النتائج و التوصيات:

1- يجتمع لدى شركة التأمين اموال ضخمة يمتلك حملة الاسهم جزء بسيط منها، اما الجزء الاكبر فيخص حملة الوثائق و هذا ما يبرز ضرورة الاشراف و الرقابة و وضع ضوابط الاستثمار في هذه الاموال من جانب الدولة.

2- استحوذ الاستثمار في الاوراق المالية و الودائع المصرفية على اكبر نصيب من جملة الاموال المستثمرة.

3- ان المستثمر يمكنه حماية نفسه من مخاطر تقلبات السوق عن طريق التوقيت الصحيح لقراراته الاستثمارية،

اما بالنسبة للمخاطر المرتبطة بنوع و طبيعة الاعمال فيتعين على المستثمر ان يتأكد عند اختيار الاسهم ان يشتري اسهم شركات تتمتع بقدر من النمو و التي تنتمي لقطاع اقتصادي متطور، اما بالنسبة للمخاطر المتعلقة

الفصل الثالث **دراسة تطبيقية على بورصة عمان و البورصة المصرية**

باسعار الفوائد فيرى المستثمر انه اذا ارتفعت اسعارها فمن الافضل له ان يودع امواله بالبنوك، اما بالنسبة للمخاطر المتعلقة بالتضخم فيتم الحماية منها بالاستثمار في الاراضي و العقارات.

4- ضرورة تقييم منجزات نشاط التأمين على المستوى الاجمالي و على مستوى المنشآت في ضوء مؤشرات سوق المال او مؤشرات الاداء على مستوى نشاط التأمين ككل او في ضوء تطور اسعار الفائدة و انعكاساتها الايجابية و السلبية على قيم الاصول المستثمرة.

5- تطوير سياسة و ضوابط استثمار اموال التأمين دوريا في ضوء الدروس المستفادة من المدة القصيرة (الاوراق المالية القروض)، و خلال المدة المتوسطة او الطويلة نسبيا (العقارات و الاراضي و القروض).

6- ضرورة قيام هيئة اشراف و رقابة على التأمين بوضع بعض المعايير التي تأخذ في اعتبارها العوائد الجارية و العوائد الرأسمالية مع السماح ببعض التحاورات فيما تضعه من حدود قصوى او دنيا للاستثمار في سوق المال وفقا لمؤشرات النشاط الاستثماري و المالي، الامر الذي يؤدي للاستمرار الى تعظيم عوائد الاستثمار و تجنب العديد من المخاطر و الخسائر الرأسمالية.

المبحث الثالث: دراسة مقارنة بين بورصة عمان و البورصة المصرية.

المطلب الأول: اوجه الاختلاف.

اولا: اوجه الاختلاف بين البورصتين:

1. البورصة المصرية اقدم من بورصة الاردن و اعرق.

2. تتمتع بورصة عمان باحتوائها على مجموعة من المؤسسات المالية التي تقوم بتحليل المعومات المالية و تقديمها للمستثمر في شكل مقالات، و التي تحتوي في الاخير على مجموعة من النتائج و التوصيات التي تساعده على اتخاذ القرارات الاستثمارية.

بينما تقتصر الدراسات في البورصة المصرية على مجموع ما توصل اليه الباحثون و المهتمون في هذا المجال، او ما تقدمه مؤسسات الوساطة المالية من معلومات محدودة لجذب المستثمر لها مثل مؤسسة الوساطة المالية: مصر الخير.

3. استعمال المستثمر الاردني للمؤشرات المالية في ترشيد قراراته يبدو اكثر من استعمال المستثمر المصري لهذه المؤشرات، بدلالة كثرة المؤسسات المالية التي تقدم هذا النوع من المعلومات في سوق عمان المالي.

الفصل الثالث **دراسة تطبيقية على بورصة عمان و البورصة المصرية**

4. حجم رأس المال الل في البورصة امتداوالمصرية اكبر منه في بورصة عمان (حيث يصل الى 1,069,061,000 دولار)1، (بينما يصل رأس المال المتداول في سوق عمان المالي الى 149,622,446 دولار)2.

5. عدد عمليات التداول في بورصة مصر اكثر من عدد العمليات التداول في بورصة عمان، حيث بلغ متوسط عدد عمليات التداول في البورصة المصرية الى 26,151 عملية بالمقارنة بعدد العمليات في بورصة عمان الى 17,150 عملية.

6. يقضي نظام التداول في البورصة المصرية بالزام كل عميل أن يكون لديه حساب تداول مع إحدى شركات الوساطة المؤسسة وفقا لقانون سوق المال و قواعد الهيئة العامة لسوق المال . ويستطيع العميل التعامل بيبعا أو شراءً فقط عن طريق شركات الوساطة المرخص لها التعامل عن طريق الهيئة العامة لسوق المال. يجب أن يكون لكل عميل حساب في إحدى بنوك الحفظ (حتى تتمكن البورصة من التأكد ما إذا كانت الكميات في حالة البيع موجودة بالفعل في حساب العميل). بينما يتم التداول في بورصة عمان عن طريق مؤسسة وساطة مالية او بدونها.

7. يمكن للمستثمر في بورصة عمان تكوين محفظة استثمارية مثلى بناء على فلسفته و مدى تقبله لدرجات المخاطرة، بينما تم حصر الدراسات التي جاءت عن المحافظ الاستثمارية المثلى في البورصة المصرية على قطاع التأمين كأحسن قطاع و امثل قطاع لتكوين مثل هذا النوع من المحافظ.

ثانيا: اوجه الاختلاف او الفرق بين الدراستين:

¹: الموقع الالكتروني لبورصة القاهرة: <http://www.egx.com.eg>

تاريخ الاطلاع: 29.06.2012 التوقيت: 21:41.

²: الموقع الالكتروني لبورصة عمان: <http://www.mubasher.info>

تاريخ الاطلاع: 29.06.2012 التوقيت: 21:44.

الفصل الثالث **دراسة تطبيقية على بورصة عمان و البورصة المصرية**

1. دراسة مؤسسة المحفظة الوطنية للأوراق المالية اخذت بعين الاعتبار جميع قطاعات المؤسسات العاملة في البورصة بينما الدراية الثانية للبورصة المصرية اخذت مؤسسة تنتمي لقطاع التأمين فقط.

2. تهدف الدراسة التي تمت في بورصة عمان إلى توعية أي مستثمر بشكل بسيط ومفهوم في اتخاذ القرار الاستثماري باستقلالية تامة بعيدا عن العوامل الخارجية مثل الشائعات وعدم كفاءة السوق التي تؤثر على قرار مستثمري بورصات الدول النامية ومن ضمنها بورصة عمان التي يغلب عليها طابع المضاربة، بينما تهدف الدراسة الثانية لشركة التأمين المصرية الى تعريف المستثمر بالشركة و ترغيبه للاستثمار في اوراقها المالية.

3. دأب قسم الدراسات والأبحاث في شركة المحفظة الوطنية للأوراق المالية على عمل دراسة هي الأولى من نوعها بهدف ربط إدارة المخاطر مع أي محفظة استثمارية تتداول في بورصة عمان بالإضافة إلى نجاحه في عمل هيكل ثابت يتم تحديثه زمنيا ليكون الأساس في كيفية تحديد المستثمر لاتجاهه وميوله للمخاطر بينما اكدت الدراسة الثانية انه من الممكن للمستثمر تخفيض مخاطر الاستثمار من خلال الاستثمار في قطاع التأمين بمجرد الاستثمار في شركة التأمين المصرية.

4. بالرغم من تعدد أشكال المحافظ إلا أن ما يهم في ظل مفهوم إدارة المخاطر هي طريقة دخول مفهوم المخاطرة إلى المحفظة الاستثمارية بشكل يعبر عن درجة تقبل المستثمر للمخاطر (نوعية المستثمر و فلسفته الاستثمارية)، والتي تختلف من شخص لآخر ومن محفظة لأخرى لذلك اعتمدت الدراسة الاولى على مجموعة من القطاعات، بينما اعتمدت الدراسة الثانية على قطاع واحد أي ان مفهوم المخاطرة لدى المستثمر المصري تقضي بتقليل اكبر قدر منها عند الاستثمار.

المطلب الثاني: اوجه الشبه.

اولا: اوجه التشابه بين البورصتين.

1. كلا البورصتين تتمتع بأداء مقبول و بحركة تداول للأوراق المالية لا بأس بها.
 2. امكانية التداول او الاستثمار في كلا البورصتين عن طريق الانترنت أي أي التواصل عن بعد.
 3. كلا السوقين تصنف ضمن الاسواق المالية الناشئة.
 4. احتواء موقعي البورصتين على كم هائل من المعلومات المختلفة عن البورصة تمكن المستثمر من اخذ نظرة مبدئية عنها مثل: المنتجات و الخدمات، معلومات التداول، بيانات عن السوق المالية و شركات الوساطة المالية في لبورصة....الى غير ذلك، بالاضافة الى احتوائه على معلومات عن بورصات اخرى عربية و عالمية.
- ثانيا: اوجه الشبه بين الدراستين.

الفصل الثالث **دراسة تطبيقية على بورصة عمان و البورصة المصرية**

1. كلا الدراستين تهتم بعاملين العائد و المخاطرة كمحددين مهمين و أساسيين لتحديد سياسة الاستثمار التي يجب على المستثمر اتباعها.
2. اكدت كل من الدراستين ان اكثر القطاعات تلاؤما مع اهداف المستثمر هو قطاع التأمين.
3. تبين من خلال الدراستين ان هناك امكانية لتشكيل محفظة استثمارية مثلى من خلال الاستثمار في الاوراق المالية المتداولة في كلا البورصتين.
4. كلا الدراستين تهدف الى المساهمة في نشر الوعي بأنواع المخاطر التي تواجه المستثمر وأساليب مواجهتها.
5. اتفاق الدراستين على ان المستثمر يمكنه حماية نفسه من مخاطر تقلبات السوق عن طريق التوقيت الصحيح لقراراته الاستثمارية.

المطلب الثالث: نتيجة المقارنة.

نستخلص من خلال دراسة المقارنة بين البورصتين التالي:

1. أن عنصري العائد و المخاطرة هما المحددين الاساسيين لفهم سلوك المستثمر و ميوله الى مستوى معين للمخاطرة و ذلك حسب فلسفته الاستثمارية.
2. أن قطاع التأمين هو الاقطاع الاكثر ملاءمة للمستثمرين المتحفزين.
3. أن القطاع الصناعي هو القطاع الانسب للمستثمر المغامر او غير الرشيد.
4. أن هناك امكانية تشكيل مجموعة من المحافظ المثلى حسب هدف المستثمر و توقعاته للعوائد و مدى استعداداه لتحمل المخاطرة.

الفصل الثالث **دراسة تطبيقية على بورصة عمان و البورصة المصرية**

5. تحديد أفضل الطرق لمواجهة تلك المخاطر والتعامل معها ووضع الأولويات والإجراءات والبرامج التنفيذية اللازمة لمواجهة المخاطر من قبل المستثمر.

6. امكانية تحديد مجموعة من البدائل والحلول المتاحة امام المستثمر لاختبار البديل الامثل او الورقة المالية المثلى التي يجب ضمها لمحفظة الاستثمارية.

7. نستخلص ايضا ان هناك طرق و سبل و مناهج ادارية مثلى تفي بغرض المستثمر لادارة ثروته المتمثلة في المحفظة الاستثمارية التي يملكها.

8. انه عند تشكيل محفظة استثمارية مثلى لا بد ان تدار ضمن اطار ادارة مثلى تفي بتحقيق الاهداف المستقبلية او المنشود التي يعها المستثمر نصب عينيه.

الخلاصة :

من خلال دراستنا لموضوع ادارة اعمال المحافظ الاستثمارية و التي تطرقنا فيها الى: مفهوم الاستثمار المالي و المحافظ الاستثمارية و كيفية ادارتها في الفصل الاول و مفهومي العائد و الخطر و المحفظة الاستثمارية المتلى و استراتيجيات الاستثمار في المحافظ في الفصل الثاني و الدراستين التطبيقيتين لي كل من بورصتي عمان و القاهرة، تم التوصل إلى بعض النتائج التي يمكن من خلالها اختبار صحة الفرضيات التي تم طرحها في مقدمة الدراسة ، ومن ثم يمكن الإجابة على إشكالية الموضوع.

1- نتائج اختبار الفرضيات:

أ - تتمثل الفرضية الأولى في امكانية تشكيل محفظة استثمارية مثلى. وهذا ما تم إثبات صحته فعلا من خلال الفصل الثاني الذي بين ان من بين انواع المحافظ الاستثمارية يوجد نوع مميز منها و الذي يطلق عليها باسم المحفظة الاستثمارية المثلى، و التي تحقق اهداف المستثمر في تقليل و تخفي المخاطر و تضخيم العوائد.

ب - أما الفرضية الثانية والتي تنص على أنه لا يمكن أن تحقق المحفظة الاستثمارية أرباحا و

عوائد في جميع الأحوال. فقد تم إثبات عدم صحتها من خلال الفصل الثاني من هذه الدراسة ، والذي بين ان هناك عائد على الاستثمار في المحافظ الاستثمارية و لكن حالة عدم التأكد و الغموض التي يفرضها عنصر المخاطرة هي التي تحدد نوعية العائد فيما اذا كان ربح او خسارة. ومنه يمكن القول أن المحفظة يمكن ان تحقق ارباحا و عوائد مثلما يمكنها تحقيق خسائر، و يرجع ذلك لقدرة المستثمر على اتخاذ القرار الاستثماري الصحيح و خبرته في مجال الاستثمار في الاسواق المالية و البورصات.

ج - أما فيما يتعلق بالفرضية الثالثة والتي تنص على ان المحافظ الاستثمارية المثلى

هي استثمار مريح في حد ذاته، فقد تم إثبات صحتها من خلال الفصل الثاني والذي بين كيفية اختيار الاوراق المالية المكونة للمحفظة المثالية من بين البدائل المتاحة للمستثمر من خلال دراسة العلاقة بين العائد و المخاطرة من أجل الغاء حالة عدم التأكد و ذلك بإتباع اسلوب التنويع الذي يمكنه تخفيض عنصر المخاطرة و احيانا الغائه.

ومن خلال النتائج السابقة يمكن القول ان عملية اتخاذ القرار الاستثماري الصحيح ليست بالأمر الهين، إلا أن القرار الاستثماري لا يحتاج فقط لدراسة كل من مقياسي العائد و الخطر بل يتعدى ذلك الى انتهاج مبدأ المفاضلة بين البدائل المتاحة للمتخذ القرار من اجل تشكيل محفظة استثمارية كفى او مثلى تحقق له اعلى عائد بأقل مستوى للمخاطرة.

لذا يمكن القول أنه لاتخاذ قرار استثماري رشيد يجب اتباع خطوات متتالية، منظمة متكاملة فيما بينها لتحقيق الهدف المنشود و هو تحقيق عوائد على الاستثمار في هذا النوع (المحافظ الاستثمارية) و هذا ما يطلق عليه باستراتيجية الاستثمار و التي تطرقنا لدراستها تفصيلا في الفصل الثاني.

نشير أيضا إلى أن اتباع استراتيجية معينة للاستثمار لا تكفي لترشيد عملية اتخاذ القرار الاستثماري، حيث أن قرار الاستثمار يتأثر أيضا بمقدرة متخذ القرار على تحليل واستخدام المعلومات المتاحة امامه، أي مدى خبرته و مهارته في اختيار البديل الامثل.

2-الاقتراحات :

من خلال دراستنا لهذا البحث والتعمق في مختلف جوانبه يمكن اقتراح بعض التوصيات التي يمكن أن تساهم في حل بعض المشاكل المتعلقة باتخاذ القرار الاستثماري والتي نوردتها عن النحو التالية:

- ضرورة المام متخذ القرار بمختلف البرامج التي تساعد على جمع وتحليل البيانات المتعلقة بالمحافظ و ادارتها .
- الاعتماد على معامل (β) كمقياس امثل لقياس عنصر المخاطرة.
- في حالة عدم مقدرة الشخص على ادارة محفظته من الاحسن اسناد مهمة ادارتها الى الاستشارين الاستثماريين او مدراء متخصصين في ادارتها ذوي خبرة و دراية.
- من الاحسن الاعتماد على السياسة المتوازنة في ادارة المحفظة.
- الاعتماد على خطط مدروسة و محكمة عند الشروع في الاستثمار في البورصة و الاسواق المالية أي اعتماد استراتيجية استثمارية تعمل على تحقيق اهداف المستثمر و غاياته المستقبلية.

3- التوصيات :

نتوجه بتوصياتنا هذه إلى :

- المستثمرين غير المتخصصين في هذا المجال.
- الاشخاص و المنظمات التي تحترف ادارة هذا لانوع من الاستثمارات .

4. آفاق الدراسة :

- التعريف بالاستثمار المالي و عالم البورصات و الاسواق المالية اي مجال المال و الاعمال من منظور آخر غير التقليدي.
- توجيه المستثمرين نحو الاستثمار في المحافظ الاستثمارية و صناديق الاستثمار في عالمنا العربي.

قائمة المراجع

الكتب باللغة العربية:

1. ابراهيم ديب، استراتيجيات التطور الاداري و الاصلاح الشامل، بدون نشر، 2006.
2. احمد عبده محمد مصطفى، تقييم شركات الاوراق المالية لاغراض التعامل في البورصة، دار الجامعة، الاسكندرية، 1998.
3. امين السيد لطفي، دراسة جدوى المشروعات، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2005.
4. جلال ابراهيم العيد، ادارة محافظ الاوراق المالية "دراسات"، الاسكندرية، بدون نشر، 1999.
5. حسين علي خربوش و آخرون، الاستثمار و التمويل بين النظرية و التطبيق، مؤسسة التجهيز المكتبية، عمان، 1995.
6. حنفي عبد الغفار و قرياقص، اسواق المال، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2000.
7. دريد كامل آل شبيب، ادارة المحافظ الاستثمارية، دار الميسرة، عمان، 2010.
8. زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي الحقيقي، دار وائل للنشر، الطبعة الاولى، 1998.
9. سعيد توفيق، الاستثمار و اسواق رأس المال، مكتبة الزعفران، القاهرة، 1996.
10. سليم سالم عرفة، ادارة المخاطر الاستثمارية، دار الراية لنشر و التوزيع، عمان، 2009.
11. السيد البدوي عبد الحافظ، الاسواق و المؤسسات المالية "نظرة معاصرة"، دار الفكر العربي، 2000.
12. طارق عبد العال حماد، دليل المستثمر الى بورصة الاوراق المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2000.
13. طاهر حيدر حردان، مبادئ الاستثمار، دار المستقبل للنشر و التوزيع، عمان، الطبعة الاولى، 1997.
14. عادل محمد رزق، الاستثمارات في البنوك و المؤسسات المالية "من منظور اداري و محاسبي"، دار طيبة، القاهرة، 2004.
15. عبد الغفار حنفي، اساسيات الاستثمار و التمويل، مؤسسة شباب الجامعة، الاسكندرية، 2000.
16. عبد الغفار حنفي، الاستثمار في الاوراق المالية "الاسهم، السندات، وثائق الاستثمار و الخيارات، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2000.
17. عصران جلال عصران، الاستثمار غير المباشر محافظ الاوراق المالية، دار التعليم الجامعي، الاسكندرية، 2010.
18. محمد سويلم، ادارة البنوك و بورصات الاوراق المالية، بون ناشر، المنصورة، 1995.
19. محمد صالح الحناوي و آخرون، الاستثمار في البورصة "مدخل اتخاذ القرارات"، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2009.
20. محمد صالح الحناوي، الاستثمار في الاوراق المالية و ادارة المخاطر، المكتب الجامعي الحديث، 2007.

21. محمد صالح الخناوي، تحليل و تقييم الاسهم و السندات، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2002.
22. محمد علي إبراهيم العامري، الادارة المالية المتقدمة، اثراء للنشرة التوزيع، عمان، الاردن، 2010، الطبعة الثانية، ص 549.
23. محمد فتحي الميسري، صناديق الاستثمار و الادارة المحترفة، دار التعليم، الاسكندرية، 2010.
24. محمد مطر، ادارة الاستثمارات "اطار نظري و تطبيقي"، دار الوارق للنشر و التوزيع، عمان، 1999.
25. منير هندي، ادارة الاسواق و المنشآت المالية، دار المعارف، الاسكندرية، 1999.
26. منير هندي، ادوات الاستثمار في الاوراق المالية و اسواق الاستثمار، المكتب العربي الحديث، الاسكندرية، 1999.
27. ناضم محمد نوري الشمري و طاهر فاضل البياتي، اساسيات الاستثمار المالي العيني، دار وائل، عمان، 1999.
28. واثق حمد، النظرية المعاصرة لمحفظة الاوراق المالية و التداول في البورصات العالمية "عولمة ام فوضى منظمة"، دار الرضا للنشر، دمشق، 2003.. غازي فلاح المومني، ادارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، دار المناهج، عمان، 2009.

الكتب باللغة الفرنسية:

1. Morissette, Valeurs mobiliers et gestion de portefeuille, S.M.G que bec Canada, 2eme édition, 1993.

الكتب باللغة الانجليزية:

1. Elton E. J. , and Gruber Modern portfolio theory and investment analysis , John Wily, 1995.
2. Ferrari , J.R , The Relationship of Underwriting, Investment, Leverage, and Exposure to Total Return on Owners, Equity, Proceeding of the Casualty Actuarial Society, Vol.55,1968.
3. Harry Markowitz,"Portfolio selection", Journal of finance7, n°1, March, 1952.
4. Robert A. Strong, Practical investment management, South-Western college publishing, 1998.
5. Russell.J.Fuller and James.L.Fdrrell. JR, Modern investment and security analysis, Gramwhill, U.S.A, 1998
6. Suzanne R. Brenner, The American banks association, third edition, 1995.

الرسائل و المذكرات:

1. براق محمد، بورصة القيم المتداولة و دورها في تحقيق التنمية، دراسة حالة الجزائر، رسالة متقدمة لنيل درجة دكتورا دولة في العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 1999.

المجلات و الدوريات:

1. سياسة الاستثمار في البنوك، مجلة البنوك، القاهرة، العدد 29، ماي. 2001.
2. عبد العزيز بن عبد الله الزيد "مساعد المحافظ"، دور الاستراتيجية الاستثمارية في التعامل مع الازمات، المؤسسة العامة للتأمينات الاجتماعية، الرياض "المملكة العربية السعودية"، ديسمبر. 2009.
3. حسين الخولي، ادارة مخاطر المصارف من منظور تأميني، مجلة الدراسات المالية و المصرفية، المجلد التاسع، العدد الرابع، ديسمبر 2001.
4. الهيئة المصرية للرقابة على التأمين، التقرير السنوي 2004، 2005.
5. هيئة تنظيم قطاع التأمين، عمان، المملكة الهاشمية الاردنية.
6. مركز ايداع الاوراق المالية، بورصة عمان، الاردن.

المواقع الالكترونية:

1. [http:// :www.islamfin.go-forum.net](http://www.islamfin.go-forum.net)
2. http://www.arab-api.org/course1/c1_2_2.htm
3. <http://www.Siitonline.org>
4. <http://www.aawsat.com>
5. <http://www.esgmarkts.com>
6. <http://www.cbj.gov.jo>
7. <http://www.sdc.com.jo>
8. <http://www.investopedia.com>
9. <http://www.wikipedia.com>