بسم الله الرحمان الرحيم

محتويات البحث:

I – الإستثمار و أداة المحافظ الإستثمارية

I –1 – مفهوم الإستثمار و إستراتيجيته

I –2– مفهوم المحفظة الإستثمارية و أنواعها

I –3– أنماط السياسات المتبعة في إدارة المحافظ الإستثمارية

II – بناء المحفظة الإستثمارية المثلى

II –1– مفهوم المحفظة الإستثمارية المثلى و مواصفاتها

II –2– مفهوم العائد و المخاطرة

II –3– الطرق المعتمدة لتحديد العائد

II –4– مبادئ بناء المحفظة الإستثمارية المثلى

III- إختيار الحفظة المثلى عن طريق منحنيات السواء

III –1– خصائص منحنيات السواء

III –2– فرضيات منحنيات السواء

III –3– مفهوم الحد الكفء

III –4– إختيار المحفظة المثلى

IV - مبدأ التنويع لتخفيض مستوى المخاطر

IV –1– مزايا التنويع بالأصول الخطرة

IV –2– إستخدام مبدأ التنويع في تخفيض مخاطر المحفظة

IV –3– عوامل نجاح سياسة تنويع المحافظ الإستثمارية

IV-4- التنبؤ بمخاطر المحفظة باستخدام معامل β

V – خصائص محافظ الأوراق المالية

V –1– ظوابط و قيود تكوين محافظ الأوراق المالية

V –2 – العوامل التي يجب مراعاتها عند إدارة محفظة الأوراق المالية

V –3– الإعتبارات الفنية في إدارة محفظة الأوراق المالية

V –4– شركات الإستثمار

خاتمة البحث

مدخل:

يؤدي الإستثمار دورًا هاما في النشاط الإقتصادي خاصة مع التحولات الجارية، لذا فإن وسائله و أساليبه تعددت و تنوعت وفقا لرؤية المستثمر ميوله، و لعّل من أهم هذه الوسائل أو الأدوات هو تكوين محفظة إستثمارية التي وضع نظريتها MARKOWITZ عام 1956 ثم تناولها آخرون بعده بالدراسة و التطوير أمثال TURNER و غيرهم.

و يهدف تكوين المحفظة إلى تعظيم الثروة عبر زيادة المنفعة، إضافة إلى التقليص من حجم الأخطار التي قد تواجه المستثمر، و لكن الإشكالية المطروحة هنا هي: كيف يتم تحديد التركيبة أو التشكيلة الأساسية لأصول المحفظة الإستثمارية وفقا لمعياري العائد و المخاطرة ؟

وسنحاول الإجابة على هذا السؤال من خلال تقسيم البحث إلى خمسة فصول، يتناول الأول مفاهيم عامة حول الإستثمار و المحفظة و أداة المحفظة، لننتقل بعدها في الفصل الثاني إلى كيفية بناء محفظة مثلى، أما في الفصل الثالث، فنحاول إدخال مفهوم منحنيات السواء في اختيار المحفظة المثلى لنصل بعدها إلى مبدأ التوزيع في تخفيض مستوى المخاطر في الفصل الرابع.

و قد خصصنا الفصل الخامس إلى نوع خاص من المحافظ هي محافظ الأوراق المالية لأهميتها، ونميزها عن المحافظ الأخرى، و ارتأينا إضافة فصل نتناول فيه صناديق الإستثمار و المحافظ الدولية.

I - الإستثمار و أداة المحافظ الإستثمارية:

I -1 مفهوم الإستثمار و إستراتجيته :

يعتبر الإستثمار أحد مكوني الطلب الفعّال إلى جانب الإستهلاك، و يعني ببساطة الإضافة إلى الثروة المتراكمة، حيث يؤدي إلى الزيادة أو المحافظة على رأس المال، وتعد إستراتيجية الإستثمار الخطوة الأولى عند إتّخاذ قرار إستثمارى و هناك إستراتيجيتان هما:

أ- إستراتيجية حذرة: تهدف إلى تحقيق الربح ببطء من إستثمار مرتفع المخاطر.

ب- إستراتيجية نشطة: تهدف إلى تحقيق ربح سريع من خلال المضاربة على الأوراق المالية.

و هناك عاملين أساسيين في اختيار هاتين الإستراتيجيتين:

أ- التكلفة: حيث تتحمل الإستراتيجية النشطة تكلفة أكبر من الإستراتيجية الحذرة.

ب- التنويع:فاستراتيجية المحفظة النشطة عادة ما تكون أقل تنوعا من المحفظة الحذرة.

I -2- مفهوم المحفظة الإستثمارية:

هي أداة مركبة من أدوات الإستثمار، تتكون من أصلين أو أكثر و تخضع لأداة شخص مسؤول عنها يسمى مدير المحفظة، الذي يكون مالكا لها أو مأجورًا فقط.

و تتنوع المحافظ حسب أصولها إلى ثلاث أنواع:

- المحافظ ذات الأصول المالية - المحفظة ذات الأصول الحقيقية
- المحافظ ذات الأصول المختلطة، و هو النوع الغالب، وتتنوع سياسات إدارتها إلى ثلاث سياسات.

I - 3 - أنماط السياسات المتبعة في إدارة المحافظ الإستثمارية:

إنّ السياسات المتعارف عليها لدى رجال الأعمال في مجال إدارة المحافظ هي:

أ- السياسة العمومية:

و هي سياسة يفّضل فيها العائد عن الأمان، والنموذج الشائع لهذه المحفظة المثلى لهذه السياسة هي محفظة رأس المال، التي تهدف لجني عائد عن طريق النمو الحاصل في قيم الأصول، و غالبا ما يتم شراء أسهم لشركات في بداية نموّها بجني أرباح رأسمالية مستقبلية ترجع لازدهار إقتصادي محتمل.

ب- السياسة الدفاعية:

يعطى فيها عنصر الأمان أولوية على حساب عنصر العائد من خلال التركيز على أدوات الإستثمار ذات الدخل الثابت، ويطلق على هذا النوع من المحافظ، محافظ الدخل و التي تتكون أساساً من سندات حكومية، أسهم ممتازة، عقارات...ألخ.

ج- السياسة المتوازنة:

تعتبر هذه السياسة وسطاً بين النمطين السابقين، و يراعي فيها تحقيق إستقرار نسبي في المحفظة مع عائد مقبول، ومستوى مقبول من المخاطرة. ويتم ذلك بتنويع رأسمال المحفظة بأدوات إستثمارية منوعة، وتسمى المحفظة من هذا النوع المحفظة المتوازنة. إذن كيف يتم بناء هذه المحفظة المتوازنة أو المثلى ؟

II - بناء المحفظة الإستثمارية المثلى:

1-مفهوم المحفظة الإستثمارية المثلى و مواصفاتها:

المحفظة الإستثمارية المثلى هي تلك المحفظة التي تتكون من تشكيلة متنوعة و متوازنة من الأصول أو الأدوات الإستثمارية، و بكيفية تجعلها الأكثر ملاءمة لتحقيق أهداف المستثمر، مالك المحفظة أو من يتولى إدارتها، أو بمعنى آخر هي التشكيلة التي تحقق أكبر عائد مع مستوى مخاطرة مقبول، وبالتالي نستطيع القول أنّ المحفظة المثلى هي التي تتوفر فيها المواصفات التالية:[1]

أ- تحقيق توازن للمستثمرين بين العائد و الأمان

ب- تتميز أصولها بقدر كافي من التنويع الإيجابي

ت- أن تحقق أدوات المحفظة حدّاً من السيولة أو القابلية للتسويق التي تمكّن المدير من إجراء أية تعديلات جوهرية.

و انطلاقا من كون العائد و المخاطرة معيارين أساسيين في تحديد أمثلية المحفظة لا بدّ من تحديد مفهومهما.

2- مفهوم العائد والمخاطرة:

* العائد على الإستثمار هو الزيادة الحقيقية في القيمة الإجمالية لأصول المحفظة خلال العام منسوبة إلى القيمة للأصول في بداية العام.

* أمّا مستوى المخاطرة المقبول فيقصد به الإنحراف المعياري الحادث في عائدها الفعلي عن عائدها المتوقع، وقدّ تم تقسيم المستثمرين وفقا لمدى تقلبهم لمخاطر الإستثمار إلى فئتين:

1- فئة المستثمرين الراشدين، و تبدي تحفظا إتجاه المخاطرة،

2- فئة المستثمرين المضاربين: و تبدي توجها نحو المخاطرة.

3-الطرق المعتمدة لتحديد العائد: و تنحصر هذه الطرق في:

أ- طريقة الرسم البياني:

و هي تمثل نقاط الفترة المالية مع العائد، وتجمع بخط بياني يقع في وسط هذه النقاط، و لكن هذه الطريقة لا تعطي صورة واضحة الأمور لأنه لا يأخذ بعين الاعتبار درجة المخاطرة.

ب- طريقة معدل النمو المتوسطي:

[1] مرجع سبق ذكره ص 95

تستخدم هذه الطريقة فقط في حال أنّ العائد على المحفظة كان في زيادة مستمرة، وتعتمد على حساب الزيادة الحاصلة في العائدين بين فترة و أخرى بناءاً على المعادلات التالية:[2]

– مقدار النمو الوسطي = أكبر عائد(خلال الفترة) – أصغر عائد

عدد السنوات

$$\text{معدل النمو الوسطي} = \frac{\left(\text{مقدار النمو الوسطي} \;/\; (\text{أكبر عائد} + \text{أصغر عائد})\right) \times 100}{2}$$

فمعدل النمو الوسطي، يستعمل في تحديد معدل العائد للسنوات المقبلة، لكن هذه الطريقة غير منطقية، لأنها تفترض أنّ العائد في زيادة مستمرة.

ث– <u>طريقة المتوسط الحسابي:</u>

و تعتمد على مبدأ تجميع نسب العائد للفترات السابقة و قسمة هذه المجموع على عدد الفترات، و اعتبار الحاصل متوسط عائد هذه المحفظة، وفي حالة عدم التأكد يجب تحديد درجة المخاطرة بحساب التشتت و الإنحراف المعياري.

ج– **<u>طريقة القيمة الحالية لصافي التدفقات النقدية:</u>**

و تعتمد على حساب التدفقات النقدية الداخلة أو الخارجة المتوقعة من هذا الإستثمار و ذلك بالقيمة الحالية، و هو ما يسمى بالقيمة الحالية لصافي التدفقات النقدية VAN

$$VAN = \left(\sum \frac{Rt - Dt}{(1-K)^t} + \frac{St}{(1-K)^t} \right) - D_0$$

حيث:

Rt: الإيرادات K:معدل الفائدة Dt: المصاريف

D_0 : كلفة الإستثمار عند الشراء St: قيمة الإستثمار في نهاية الفترة

و لكن الحصول على VAN موجبة لا يكفي لاختيار هذه المحفظة، بل يجب حساب مؤشر الربحية

ويساوي مؤشر الربحية= [VAN / كلفة الإستثمار] × 100

و مقارنته بحجم المخاطرة المتوقعة على هذا الإستثمار.

د – **<u>طريقة معدل المردود الداخلي:</u>**

---

(3) جمال ناجي ؛ 1988 ؛ ص 75

و يقصد به معدل الخصم الذي يجعل من van مساوية للصفر، وطبقا لهذه الطريقة نختار المحفظة ذات المعدل الأعلى. و إذا كانت محفظة واحدة فتقبل إذا كان هذا المعدل أعلى من كلفة رأس المال، و نفترض هذه الطريقة أنّ الأصول سوف يعاد إستثمارها بنفس نسبة المعدل طوال فترة المشروع. و بعد تحديد نسبة المخاطرة و قيمة العائد للمحفظة، ويتم إختيار المحفظة المثلى وفق مبادئ محددة.

4-مبادئ بناء المحفظة الإستثمارية المثلى:

و تتلخص في:

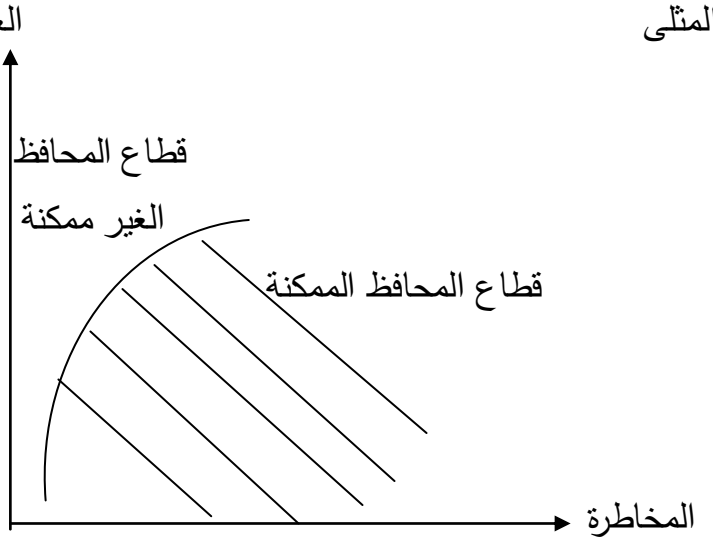
1- إختيار المحفظة ذات المخاطرة الأقل في حالة تساوي العائد.

2- إختيار المحفظة ذات العائد الأعلى في حالة تساوي درجة المخاطرة.

3- إختيار المحفظة ذات الأعلى عائد و الأقل مخاطرة في باقي الحالات.

و لبناء محفظة مثلى، لا بدّ من معرفة منحنى المحافظ المثلى أو الذي يرسم عن طريق تحليل العلاقة بين العائد و المخاطرة.

الشكل II -1 : منحنى المحافظ المثلى



المصدر: مطر محمد -1999- ص 96

من الشكل I -1، ومن الناحية النظرية تحدد المحفظة المثلى في أية نقطة من نقاط القطاع غير المظلل مع قبول نسبة محددة من المخاطرة، ولكن عمليا هذا النوع من المحافظ غير متاح لذا سوف يختارا لمستثمر محفظته المثلى في نقطة من نقاط المنحنى م باعتباره أبعد حدّ في قطاع المحافظ الممكنة.

و لتحديد نقطة المحفظة المثلى نستعين بمفهوم منحنيات السواء الذي يعكس ميول المستثمر في ميادين العائد بالمخاطرة.

III - إختيار المحفظة المثلى عن طريق منحنيات السواء:

III-1- خصائص منحنيات السواء:

أ- إتجاه منحنى السواء من الأسفل إلى الأعلى ومن اليمين إلى اليسار، يعكس العلاقة الطردية بين المخاطرة و العائد.

ب- مستوى منحنيات السواء هابط من أعلى لأسفل، بمعنى أنّ المستثمر إذا لم يجد محفظة مثلى وفقا للمنحنى (1)، فإنه سيظطر للتنازل و البحث عنها في المنحنى (2).

ت- أن جميع المحافظ التي تقع على منحنى سواء معين لها جاذبية متساوية من وجهة نظر المستثمر.

ث- المحفظة التي تقع على منحنى سواء أعلى، هي أكثر جاذبية للمستثمر عن أيّ محفظة أخرى تقع على منحنى سواء يقع أسفله، و بلغة الإقتصاديين، المنحنى الأعلى يكون أكبر منفعة من المنحنى الأسفل.

III -2 فرضيات منحنيات السواء:

أ- **فرض عدم التشبع:**

و يقصد به أنّ المستثمر يفضل دائما الإستثمار الذي يحقق أقصى عائد ممكن، وعند المفاضلة بين إستثمارين نختار الإستثمار ذو العائد الأكبر.

ب- **فرض كراهية المخاطرة:**

يعني أنه لو أتيحت للمستثمر المفاضلة بين إستثمارين متساويين من حيث العائد فسوف يختار أقلّها مخاطرة.[3]

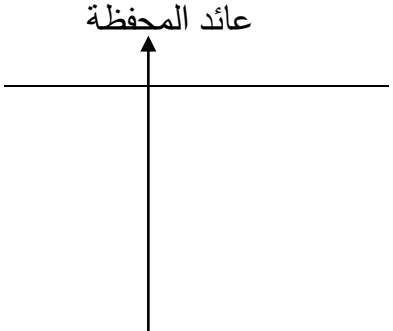
III -3- مفهوم الحدّ الكفء:

في اختيار المحفظة المثلى، تضع نظرية المجموعة الكفأة شرطين:

أ- اختيار التوليفة المثلى التي تحقق أقصى عائد متوقع، في ظل مستوى معين من المخاطر.

ب- اختيار التوليفة التي تتعرض لمخاطر أقل، في ظل مستوى معين من العائد، ويطلق على الإستثمارات التي تتوافر فيها هذين الشرطين " بالمجموعة الكفأة " من الإستثمارات، وذلك من بين المجموعات الممكنة.

الشكل III-1 – المجموعة الكفأة



[3] هندي منير ابراهيم -1996- ص 308

المصدر:هندي منير ابراهيم -1996- ص 31

"ج"- تحقق أكبر عائد لنفس المستوى من المخاطر، و لا توجد توليفة تحقق أكبر عائد لنفس المستوى من المخاطر عدا «ج"، كما لا توجد توليفة لها هذا المستوى المتدني من المخاطر و تحقق نفس عائد "ج"

"هـ" : نفس الملاحظة.

إذن كلّ النقاط بين "ج" و "هـ" تحقق الشرط الأول " أ "

لكن «ب": لا تحقق هذا الشرط لأن "ب" تحقق أكبر عائد لنفس المستوى من المخاطر.

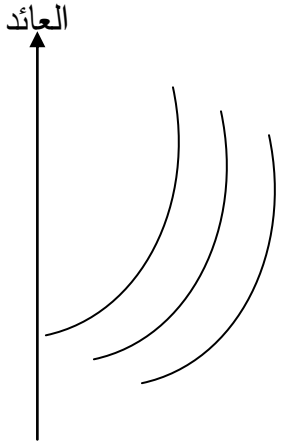
«د": تحقق أكبر عائد عند نفس المستوى من المخاطر.إذا أيّ محفظة تقع بين "ب" و "د" تحقق الشرط الثاني.

"هـ" لا تحقق هذا الشرط لأن "هـ" تحقق نفس العائد بأقل مستوى من المخاطر.

إذاً بما أنّ النظرية تقتضي توافر الشرطين معا، حيث استبعدت "ب" في ظلّ الشرط الأول، و "هـ" في الثاني، لذا فإن المجموعة الكفأة هي التي تقع بين النقطتين "د" و "ج"

III-4-اختيار المحفظة المثلى:

الشكل III-2 المحفظة المثلى



المصدر: مرجع سبق ذكره ص 319

و تتحدد بنقطة تماس الحد الكفء مع منحنى السواء للمستثمر

IV - مبدأ التنويع للتخفيض مستوى المخاطرة:

IV-1- مزايا تنويع المحفظة بالأصول الغير الخطرة:

لتوضيح ذلك نأخذ المثال التالي:

محفظة استثمارية تتكون من سهمين 1، 2، التوزيع الإحتمالي للعائد في كلّ منها كما يلي:

الإحتمال B	العائد من السهم (F) 1	العائد من السهم 2
0.5	0.20	0.20
0.5	0.10	0.10

نحسب العائد المربح للسهم أ حسب العلاقة :

$$F^*_1 = \sum_{p=1} B_p \, X \, F_p$$

$$F^*_1 = (0.5 \times 0.2) + (0.5 \times 0.1) = 0.1 + 0.5 = \boxed{0.15}$$

نحسب المخاطرة المربحة للسهم أ حسب العلاقة :

$$R_p^* = \sum_{p=1} B_p (F_p - F^*)^2$$

$$R^*_p = 0.5(0.2-0.15)^2 + 0.5(0.1-0.15)^2 = \sqrt{0.0025} = 0.15$$

و بنفس الطريقة : $R^*_2 = 0.05$ $F^*_2 = 0.15$

بعد تكوين محفظة من السهمين معاً، تصبح معادلة العائد المتوقع من المحفظة كما يلي:

$$F^*_p = \sum_{p=1} K_p \cdot F^*_p$$

حيث K_p : الوزن النسبي لكل سهم في المحفظة

$$F^* = (0.5 \times 0.15) + (0.5 \times 0.15) = 0.15$$

0.5 تعني 50% لأن المحفظة تتكون من السهمين 1، 2 بالتساوي، أما المخاطرة المربحة للمحفظة

بافتراض معامل الإرتباط بين عائدي السهمين معدوم فتحدد بالمعادلة:

$$R^* = \sqrt{(K_1 \, R_1)^2 + (k_2 \, R_2)^2 + \underbrace{(K_1)^2 \times (cov)(1,2) + (k_2)^2 \times (cov)(1,2)}}$$

= 0 لأن معامل الإرتباط معدوم

$R^* = \sqrt{(0.5 \times 0.05)^2 + (0.5 \times 0.05)^2} = 0.035 < 0.05$

قلت نسبة المخاطرة ب 15%.

III -3- عوامل نجاح سياسة تنويع المحافظ الإستثمارية:

1- تنوع المخاطر الإستثمارية:

و تصنف المخاطر إلى:

– مخاطر سوقية: و هي مرتبطة بظروف السوق، تتميز بالإنتظام و يمكن توقعها و بالتالي تجنبها

– مخاطر غير سوقية: أسبابها خارجة عن ظروف السوق المالي، و يصعب التنبؤ بها، كما أنها غير منتظمة، و سياسة التنويع قد تنجح في تخفيض النوع الثاني من المخاطر لكن لا تفيد في تجنب النوع الأول.

2-عدد أصول المحفظة:

فكلما زاد عدد أصول المحفظة، كلما تزايدت مزايا سياسة التنويع في تخفيض المخاطر، وهذا طبقا لقانون العينات العشوائية الذي يشير إلى التناسب العكسي بين عدد عناصر المحفظة و احتمال تركز الخسارة في عنصر معين.

3- معامل الإرتباط بين أصول المحفظة:

* من حيث نوع الإرتباط : فقد يكون موجبا كما يحدث بين أسعار الأسهم و أسعار العقار ، وقد يكون سالبا كما حدث في أزمة الوول ستريت ، عندما أدى الإنخفاض الحاد في أسعار الأسهم إلى إرتفاع حاد في أسعار السندات.

* من حيث قوة أو ضعف معامل الإرتباط : تتراوح بين +1 و –1 ، فعلى مدير المحفظة في تنويع الأصول أن يراعي كلا من نوع الإلاتباط و قوة معامله.

ففي حالة الإرتباط السالب، تزداد مزايا التنويع كلما قوى معامل الإرتباط بين عوائد الأصول ، بينما في حالة الإرتباط الموجب تزداد مزايا التنويع كلما ضعف معامل الإرتباط.

حساسية التنويع لا تنجح في تخفيض المخاطر الغير سوقية إذا كان الإرتباط موجبا و قويا ، لأن عملية التنويع ماهي إلا تكرار لأصل من الأصول ، على العكس، عندما يكون الارتباط سالبا أو معدوما ، فالتنويع يكون موجبا و مفيدا في تخفيض المخاطر، لأن الآثار ستعم و في إتجاهات متعاكسة.

ذكرنا أنّ عوامل نجاح سياسة التنويع هو تنوع المخاطر خاصة تلك المتعلقة بالسوق ، والتي يمكن التنبؤ بها ، وذلك عن طريق معامل β ، فكيف يكون ذلك ؟؟

IV-4 – التنبؤ بمخاطر المحفظة باستخدام معامل β :

النموذج الرياضي المبسط لتطبيق هذا المعامل هو $dF = A + (\beta \times dF.S)$

dF: معدل التغير في العائد للمحفظة.

S: معدل التغير في متوسط معدلات العائد لجميع أدوات الإستثمار.

A : ثابت المعادلة. β : يمثل درجة حساسية عائد المحفظة للمخاطرة

إذا يمكن تعريف β ، بأنه مقدار التغير النسبي المتوقع حدوثه في عائد أسهم المحفظة بالقياس للتغير الحادث في متوسط عائد الأسهم المتداولة في سوق الأوراق المالية [4]

– إذا كان المعامل β =1 ، معناه معدل تغير العائد المتوقع للمحفظة هو نفس معدل التغير الحادث في العائد السوقي بشكل عام ، فإذا انخفض هذا الأخير بنسبة 20% بسبب حادث فإن عائد سهم المحفظة سوف ينخفض بنسبة 20% كذلك ، وهذا ما يطلق عليه بالمخاطرة السوقية العادية.

و نستفيد من معادل β في بناء أو إحلال الأصول المكونة للمحفظة، ففي حالة انتعاش محتمل في السوق المالي ، فيتم احلالا أصول استثمارية ذات معامل β منخفض، و في حالة الإنكماش يتم العكس.

مثال: لنأخذ محفظة تتكون من 4 أصول مالية حسب الجدول التالي:

بيان أصول المحفظة	القيمة V	معامل β
سهم A	1000	0.75
سهمB	1000	1.25
سهمC	1000	1.40
عملات أجنبية	500	0.2

نحسب معامل β المربح $\beta^* = \Sigma V \beta / \Sigma V$

$$= \frac{(1000\times0.75)+(1000\times1.25)+(1000\times1.4)+(500\times0.2)}{1000+1000+1000+500} = 1$$

إذا كانت لدينا توقعات بانتعاش السوق المالي، فإننا نسعى للإستفادة منه عن طريق رفع معامل β^* وذلك باستبدال الأصل (عملات أجنبية) ذو معامل β منخفض بأصل آخر ، وليكن السهم D بقيمة 500 بعامل β =-3

$$\beta^* = \frac{(1000\times0.75)+(1000\times1.25)+(1000\times1.4)+(500\times3)}{3500} = 1.4$$

[4] منير محمد مرجع سبق ذكره ص 104

إذا سيترتب زيادة أكبر في العائد المتوقع من المحفظة بنسبة إذا انتعشت السوق المالية ب 10% و ذلك ب 10% × 1. 4 = 14%

رغم أنّ كلما ذكرناه في الفصول السابقة صالح لكل نوع من أنواع المحافظ ،إلا أنّ هناك ظوابط و قيود لتكوين محافظ الأوراق المالية و عوامل يجب مراعاتها عند إدارة هذه الأخيرة

V - خصائص محافظ الأوراق المالية :

V -1 ظوابط و قيود تكوين محافظ الوراق المالية:[5]

1- ظوابط و قيود زمنية: أي المدى الزمني الذي يرغب صاحب المحفظة الإستمرار فيه مستثمرا لأمواله (قصيرا، طويلا، متوسطا، لمدة سنة ....)

2- ظوابط و قيود مالية و رأسمالية: و هي حجم و نوع الأموال المتاحة لمدير المحفظة و التي يتم من خلالها شراء و حيازة الأوراق المالية و تكوين التوليفة أو المزيج المناسب في الأوراق المالية.

3- ظوابط أو قيود الحاجة إلى تسييل المحفظة: و هو القيد الذي يضعه صاحب المحفظة على مديرها في شكل إمكانية تسييل المحفظة بالكامل أو بجزء كبير منها أو بشكل فجائي أو في اجل قصير، مما يجعل مدير المحفظة ينجز أنواعا معينة من الأوراق المالية التي تحقق هذا الهدف.

4- ظوابط و قيود ضريبية و إلتزامية: كثيرا ما تعرض قوانين أو تشريعات تعطي مزايا أو إعفاءات ضريبية معينة لأوراق مالية معينة قد تكون لفترات زمنية منصوص عليها و من ثم يكون سعر المحفظة على علم بهذا كله، وبالتالي يجب مراعاته عند تكوين المحفظة

5- ظوابط و قيود الأخطار و المخاطر : يقوم مدير الإستثمار باختيار الأوراق المالية التي يتناسب درجة الخطر في الإستثمار فيها مع استعداد المستثمر و قدرته على قبول و تحمل المخاطر.

V -2 –العوامل التي يجب مراعاتها عندإدارة الأوراق المالية:

1- معدل الفائدة و سعر الورقة المالية: إنّ عملية إدارة المحفظة تقوم على متابعة تطور العائد الذي تحققه الورقة ، وذلك بمتابعة الأوراق المالية الجديدة التب تطرح في السوق لأول مرة ، ومقارنة العائد عليها باغائد الخاص بالورقة المحتفظ بها في المحفظة.

---

[5] لخضيري لحسن احمد -1999- ص 68

2- مدى التقلبات في معدل الفائدة: يرتبط الإستثمار في الورقة المالية ليس فقط بمعدل العائد ، ولكن أيضا بمدى الإستقرار في معدل العائد و اتجاهات هذا السعر في الأجلين القصير و الطويل أيضا.

3- مدى التقلبات في سعر الورقة المالية ذاتها: فكلما كان سعر الورقة المالية يزداد في السوق بشكل تراكمي فإن هذا أدعى إلى الإحتفاظ بها، فالزيادة التراكمية التي تطرأ على القيمة السوقية للورقة تشجع المستثمرين على طلبها نظراً لما تحققه من ربح رأسمالي.

4- تأثير تآكل القوة الشرائية للنقود: في حالة التضخم، الإحتفاظ بالنقود أمر غير رشيد ، لذا يزداد إقبال الأفراد على الإستثمار في الأصول العينية و الوراق المالية، خاصة تلك التي ترفع قيمتها السوقية مع ازدياد قيمة الأصول التي سبق شراؤها بأسعار منخفظة.

V-3- **الإعتبارات الفتية في إدارة محفظة الأوراق المالية:**

1- الإعتبارات الزمانية و المكانية : حيث تتدخل اعتبارات التوقيت في قرار الإحتفاظ بالورقة المالية في المحفظة أو التخلص منها ، و كمثال على ذلك توقيت استحقاق سداد الورقة المالية، أما اعتبارات المكان ، فتتعلق بالمخاطر التي قد يتعرض لها الإستثمار في مكان معين.

2- مستوى جودة الورقة المالية: و يتم ذلك من خلال تحليل البيانات المتوافرة عنها، حيث يتم تصنيف الأوراق المالية و ترتيباتها بنا على نتائج التحليل الذي تم.

3- السياسات المالية و النقدية للدولة: كسياسة التوسع في الإصدار النقدي ، وفي الإنفاق الحكومي الجاري و الإستثماري، و سياسات التكميش و تعقيم الكتلة النقدية ، وتأثير ذلك على اتجاهات أسعار الأسهم و فوائد عوائد الأسهم.

4- عمليات معالجة الأخطار: تتأثر عمليات الاستثمار و قرارات البيع و الشراء للأوراق المالية المتداولة بكم ونوع المخاطر التي تواجهها من حيث الآتي: [6]

أ- عمليات تحليل و تحديد الأخطار.

ب-عمليات توزيع الخطر و تحديد مصادر التعامل معه و نشر مجالاته

جـ- عمليات توزيع الخطر و تحديد مصادر التعامل معه و نشر مجالاته

د- عمليات تنويع الأخطار ، وعدم تركيزها في إطار سياسة تثبيت الخطر

و تسهيلا لإدارة مثل هذا النوع من المحافظ و تشجيعا للإستثمار فيه تم إنشاء ما يسمى بشركات الإستثمار.

V-4- **شركات الإستثمار:**

[6] مرجع سبق ذكره ص 84

V-4-1 – ماهية شركات الإستثمار:

هي شركات تتلقى أموال من المستثمرين من مختلف الفئات ، لتقوم باستثمارها في تشكيلات (صناديق) من الأوراق المالية، يتحدد نصيب المستثمر بعدد الحصص في التشكيلة التي يستثمر فيها أمواله، أما الأوراق المكونة للتشكيلة ، فهي من النوع ذو التداول العام مثل الأسهم و السندات و أذونات الخزينة...ألخ.

و ليس من حقّ المستثمر أنّ يدّعي ملكية أوراق مالية معينة داخل التشكيلة ، و يمكن القول أنذ شركة الإستثمار هي عدد من الصناديق يدير كل منها فريق إدارة مستقل ، ويمكن تصنيف الصندوق على أساس تشكيلة الأوراق المالية المكونة لها. [7]

V -4-2- تصنيف صناديق أُستثمار وفقا لمكونات التشكيلة:

1- صناديق الأسهم العادية:

و تتكون من الأسهم العادية فقط ، إلاّ أننّا نميز فيها بين الصناديق التي تدار باستمرار و يقظة ، والصناديق التي لا تحظى سوى بقدر ظئيل من اهتمام الإدارة ، وهي تلك التي لا تبذل الإدارة من جانبها مجهودا لإختيار التشكيلة، لأنها تسعى إلى تحقيق عائد مماثل لعائد السوق.

2- صناديق السندات:

و تتكون من سندات فقط ، قد تكون مرتفعة الجودة ، وتولد عائداً منخفضا نسبيا و ولكنها لا تنطوي على مستوى منخفض من المخاطر أو قدّ تكون متباينة من حيث الجودة و المخاطر و العائد.

3- الصناديق المتوازنة:

و تتمثل على مزيج من أسهم عادية و أوراق مالية أخرى ذات دخل ثابت و محدد مثل السندات التي تصدرها الحكومة و منشآت الأعمال، والسندات القابلة للتحويل إلى أسهم عادية ، والأسهم الممتازة و وتتميز التشكيلة بمعامل β أقل من الواحد الصحيح ، بمعنى أنّ القيمة السوقية للأوراق المالية المكونة للصندوق لا ترتفع أو تنخفض بنفس مستوى التغير في السوق.

4- صناديق سوق النقد:

[7] هندي منير ابراهيم - 1999- ص 12

و هي تلك الصناديق التي تتكون من تشكيلة من الأوراق المالية قصيرة الأجل كأذونات الخزينة، وشهادات الإيداع التي عادة ما تتداول في سوق النقد أيّ من خلال مؤسسات مالية كالبنوك التجارية.

خاتمة البحث:

تعتبر المحفظة الإستثمارية من أهم الأدوات الإستثمارية التي ظهرت حديثا، و هي مجموعة من الأصول المختلطة الماليةو الحقيقية تدار من طرف شخص يدعى مدير المحفظة، هذا الأخير يحاول تحقيق أهداف المستثمر من خلال اختيار تشكيلة تحقق أكبر عائد مع مستوى مخاطرة مقبول ، وهما المعيارين الأساسيين في تحديد أمثلية المحفظة .

و لبلوغ هذا الهدف ، يتم اللجوء عادة إلى التنويع و ادراج بعض الأصول الغير خطرة ، وتنجح هذه السياسة عندما يكون معامل الإرتباط بين الأصول معدوما أو ضعيفا.

كلّ هذه المبادئ صالحة لكل أنواع المحافظ المالية، و نظراً لأهميتها و حساسيتها اللامتناهية للأحداث الجارية في السوق المالي، تنفرد ببعض الخصائص لذا لها اعتبارات و قيود و ظوابط خاصة يجب مراعاتها سواء في تكوين أو إدارة مثل هذه المحافظ.

و في الأخير يمكن القول أنّ هذا البحث، ركّز على النقاط الأساسية في كيفية تكوين و إدارة المحافظ الإستثمارية رغم ذلك يبقى غير شامل، ولأننا لم نتطرق فيه إلى نوع معاصر من المحافظ و هو المحافظ الدولية و تنفرد هذه الأخيرة بخصائص معقدة و كثيرة تجعلها جديرة بالبحث.

قائمة المراجع:

1- الدسوقي إيهاب؛ اقتصاديات كفاءة البورصة؛ دار النهضة العربية؛ القاهرة -200 -

2- الخضيري محسن أحمد ؛ كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة ؛ اينزاك للنشر و التوزيع ؛ مصر -1999-

3- جمال ناجي؛ إدارة المحافظ للأوراق المالية؛ غير مذكورة ؛ 1998

4- مطر محمد ؛ إدارة المحافظ الإستثمارية ؛ مؤسسة الورق للنشر و التوزيع؛ عمان؛ الأردن 1999

5- هندي ابراهيم ؛ صناديق الإستثمار في خدمة صغار و كبار المدّخرين؛ توزيع منشأة للمعارف بالإسكندرية ؛ مصر -1999-

6- هندي ابراهيم ؛ الفكر الحديث في محال الإستثمار ؛ توزيع منشأة للمعارف بالإسكندرية؛ مصر -1996-