

Dirassat & Abhath

The Arabic Journal of Human
and Social Sciences



مجلة دراسات وأبحاث

المجلة العربية في العلوم الإنسانية
والاجتماعية

ISSN: 1112-9751

عنوان المقال:

استراتيجيات إدارة محفظة الأوراق المالية في البنوك التجارية

أ. مشروم نوال . جامعة الشاذلي بن جديد –الطارف-

استراتيجيات ادارة محفظة الاوراق المالية في البنوك التجارية

أ. مشروم نوال

جامعة الشاذلي بن جديد -الطارف-

الملخص:

تشهد البنوك التجارية مجموعة من التطورات المعاصرة تتمثل في زيادة حدة المنافسة، والتطور التكنولوجي وتطور الأسواق المالية، وتطور أدوات الاستثمار، وهذه التطورات جميعا جعلت البنوك تعيد النظر في سياساتها واستراتيجياتها من اجل البقاء والاستمرار، والاستجابة للتغيرات البيئية المحيطة التي تؤثر على اداءها، والذي لا يقتصر على الائتمان المصرفي فقط، وإنما يشمل الاستثمار في المحافظ الاستثمارية والخدمات المصرفية المتنوعة.

الكلمات المفتاحية: البنوك التجارية، أدوات الاستثمار، المحافظ الاستثمارية

summury

Witnesses commercial banks a group of contemporary developments is an increase in the intensity of competition, technological development and development of financial markets, and the development of investment tools, and these developments are all made the banks to reconsider their policies and strategies in order to survive and continue, and respond to environmental changes surrounding affecting their performance, which is not limited to the banking credit only, but includes investment in investment portfolios and diversified banking services.

Keywords: commercial banks, investment tools, investment portfolios

مقدمة:

- ما هي أهم استراتيجيات إدارة محفظة

الأوراق المالية في البنوك التجارية؟

و للإجابة عن السؤال السابق تم طرح التساؤلات التالية:

- الملقصود بالمحفظة الاستثمارية؟ وما هي أهميتها؟

- ما هي قيود و محددات تكوين محفظة الأوراق المالية في البنوك التجارية؟

- ماهي اهم الاستراتيجيات المعتمد في ادارة محفظة الأوراق المالية؟

- فرضيات الدراسة:

- يختلف تسيير محفظة الأوراق المالية في البنوك التجارية باختلاف حجم البنك والموقع وظروف البنك.

- تسعى سياسات الاستثمار في البنك إلى إدارة الاستثمارات المتاحة للبنك بهدف الحصول على أقصى عائد ممكن مع أقل تعرض لدرجة المخاطرة.

- أهمية البحث: في ظل إعادة هيكلة صناعة الخدمات المصرفية زاد اتجاه البنوك التجارية إلى التحول نحو البنوك الشاملة، حيث نجدها تجمع ما بين وظائف البنوك التجارية التقليدية ووظائف البنوك المتخصصة وبنوك الاستثمار والأعمال، وهو توجه يعكس فلسفة المدرسة الألمانية في توجيه الاستثمار في البنوك، ومن أهم النشاطات المصرفية التي تعد بها انعكاسا لإعادة هيكلة صناعة الخدمات المصرفية في البنوك التجارية هو الاستثمار في الأوراق المالية المتداولة في سوق المال من خلال ما يعرف بمحفظة الأوراق المالية.

ومن هنا جاءت الدراسة لتوضيح أهم استراتيجيات إدارة محفظة الأوراق المالية في البنوك التجارية.

1-تعريف محفظة الاوراق المالية:

عرف قاموس (webester) المحفظة الاستثمارية على أنها: "عبارة عن أوراق مالية يمسكها المستثمر أو البيوت المالية مثل المصارف. وعرفها كذلك قاموس (Oxford) على أنها: "مجموعة من الأسهم المملوكة بواسطة فرد أو منظمة معينة. وقد عرفت كذلك بانها: "مجموعة من

يحتل الاستثمار مكانا رئيسيا ومهما في مختلف الدول المتقدمة والنامية وذلك من اجل تحقيق الاستقرار الاقتصادي ورفع معدلات التنمية الاقتصادية وتنمية الثروات الوطنية والعمل على إشباع احتياجاتها السياسية . حيث بدأ الاستثمار يأخذ عمقا نظريا وتطبيقيا وذلك بسبب التطورات الكبيرة و المتسارعة خلال القرن الماضي وتحديدا بعد ظهور النفط مما أدى إلى فوائض مالية في تلك الدول تبحث عن منافذ استثمارية ملائمة ولهذا ظهرت فكرة المحافظ الاستثمارية التي تعد عاملا وأداة مهمة في عالم الاستثمار وذلك من اجل تحقيق اكبر عائد ممكن بأقل التكاليف والمخاطر . من هنا أصبحت المحافظ الاستثمارية من الأدوات الهامة لتشغيل الأموال في البنوك التجارية وان الاعتماد على عوائد الاستثمار في المحافظ الاستثمارية له أهمية كبيرة لدى البنوك التجارية حيث تعزز من أرباح البنك، وتدعم مركزه المالي وكذلك تدعم مركزه التنافسي في السوق.

تقوم فكرة المحافظ الاستثمارية لدى البنوك التجارية، على الاستثمار في الفرص الاستثمارية ذات الجدوى، حيث يتم الاستثمار ضمن المحفظة الاستثمارية التي تتكون من مختلف الأدوات الاستثمارية طويلة أو قصيرة الأجل، كالأسهم و السندات و اذونات الخزينة، و التي تعتبر بمثابة وعاء ادخاريا مرنا يمكن الاكتتاب بها عند إصدارها في أي وقت من الأوقات، كما يمكن تسييلها إلى نقود بالبيع الفوري أو الاسترداد.

إذن فالمحفظة الاستثمارية على وجه العموم أداة استثمارية مكونة من أصول حقيقية و مالية متنوعة بقصد الاستثمار، تهدف إلى المحافظة على رأس المال الأصلي وتنميته وزيادته، و إلى التنوع من اجل الحصول على اكبر العوائد، و الحفاظ على مستوى دخل مستمر و مستقر.

ومن خلال ما سبق نطرح إشكالية بحثنا في السؤال الجوهري التالي:

الفوائض لكي تستطيع الايفاء بالالتزامات المالية المختلفة في الحجم و الوقت المناسبين، ما يتطلب إيجاد أدوات استثمارية و محافظ استثمارية تلي حاجات هذه الشركات او المؤسسات.⁴

3-اهداف محفظة المصرف:

➤ **الوفاء بمتطلبات السيولة:** ⁵ تعد محافظ الأوراق المالية من أهم مصادر السيولة التي يلجأ إليها المصرف عند استهلاك كامل رصيده النقدي، ففي بعض الحالات قد يتعرض المصرف لسحوبات كبيرة من الودائع قد لا تكفي الاحتياطات النقدية التي يحتفظ بها لتغطيتها، فيتجه المصرف إلى بيع جزء من محفظة الأوراق المالية لمواجهة السحوبات، و لذلك يجب أن يختار الأوراق المالية التي يمكن تحويلها إلى نقد بسرعة دون العرض لخسائر كبيرة مثل اودونات الخزنة و السندات الحكومية خاصة و أن قسم كبير من أموال المصرف يأتي من مصادر قصيرة الأجل مثل (الحسابات الجارية وودائع التوفير) مما يحتم على المصرف الاحتفاظ بأوراق مالية تتصف بالسيولة المرتفعة لمواجهة أي سحوبات مفاجئة.

➤ **استثمار الفائض من أموال المصرف:** عند انخفاض الطلب على القروض يستطيع المصرف أن يوجه الأموال الفائضة إلى الاستثمار في الأوراق المالية بدلا من تركها عاطلة و مجمدة في صورة نقدية و بالتالي تعرضها لمخاطر انخفاض القيمة الزمنية للنقود، ومن غير المنطقي أن يدفع المصرف فوائد على أموال الودائع و يتركها عاطلة دون أن يوظفها و يجني عائدا يغطي تكلفتها بالاضافة إلى هامش الربح.⁶

➤ **تنفيذ توجهات المصارف المركزية:** تشجع المصارف المركزية المصارف على إنشاء محافظ

الموجودات المتمثلة بالأسهم و السندات المسوكة من قبل المستثمر.¹

بينما يعرفها آخرون بأنها: "تشكيلة من ورقتين ماليتين أو أكثر من الموجودات."²

كذلك عرفت على: "أنها عبارة عن تشكيلة أو توليفة أو مجموعة من أوراق استثمارية سواء أكانت حقيقية أو مالية يمسكها المستثمر بهدف تحقيق عائد و عند مستوى معقول من المخاطرة من خلال تنوع مكوناتها بإتباع الأساليب العلمية الصحيحة."³

يتضح مما سبق أن الهدف الأساسي من تكوين المحفظة الاستثمارية يتمثل بتوفير أدوات استثمارية ذات عوائد مختلفة و بدرجات مخاطر مختلفة تتلاءم مع اتجاهات المستثمر و توفر الحماية الكاملة للأموال المستثمرة.

2-أهميتها: يعود تعاظم أهمية و زيادة الاهتمام بالمحافظ المالية إلى العوامل التالية

• توفر الفوائض المالية لدى مختلف القطاعات و المؤسسات سواء أكانت صناعية أو خدمية، أفراد أو شركات أو مؤسسات مالية .

• توسع نشاط المؤسسات المالية و شركات الاستثمار و بيوت الخبرة و كذلك التوسع في تقديم الخدمات و النصائح الاستشارية للمستثمرين إضافة إلى تنوع الأدوات الاستثمارية المتاحة الداخلية و الخارجية نتيجة لانتشار مظاهر العولمة المتمثلة بالانفتاح الاقتصادي و ازدهار تكنولوجيا المعلومات و استخدام الانترنت في التداول.

• العمل على استغلال رأس المال الفائض للصورة الأمثل بغرض تحقيق الربح حتى وان كان الاستثمار في نشاط مختلف عن نشاط الشركة المولد للأموال.

• توسع نشاط بعض المؤسسات و الشركات ذات الطبيعة الخاصة التي تتعامل بالأموال بأحجام كبيرة كشرركات التأمين و صناديق الضمان و التقاعد و صناديق التوفير، حيث تتراكم لديها الفوائض المالية، و نتيجة لوجود التزامات مترتبة عليها فان ذلك يتطلب منها القيام باستثمار هذه

➤ 7- تقليل العبء الضريبي: يستفيد المصرف من ميزة الإعفاء الضريبي على بعض السندات ليخفف من عبء الضريبة التي يتحملها المصرف والمفروضة على العائد من القروض.

➤ 8- تحسين صورة الميزانية العمومية للمصرف: عندما تكون أوراق المحفظة عالية الجودة فإنها تدل على قوة المركز المالي للمصرف وارتفاع درجة الأمان لاستثماراته.

4- خطوات إدارة محفظة الأوراق المالية في المصارف: تختلف خطوات إدارة المحفظة من مصرف لآخر حسب ظروف المصرف وأسلوب إدارته و حجم توظيفاته، و حتى تتم إدارة محفظة الاستثمار بكفاءة لا بد من تفهم أهداف المصرف و سياسته الاستثمارية التي ترتبط بمجموعة من المبادئ والأهداف طويلة الأجل يجب مراعاتها عند تكوين محفظة استثمارات المصرف. و يجب أن يحدد المصرف الغرض من تكوين المحفظة و أن تتم التفرقة بين غرض تدعيم الأصول السائلة التي تؤثر في مستوى سيولة المصرف و بين غرض تحقيق عائد مناسب يعمل على تدعيم ربحية المصرف إلى جانب أهداف أخرى و الشكل التالي يوضح خطوات إدارة المحفظة في البنوك التجارية:

الاستثمار ضمن قيود و ضوابط محددة تختلف وفقا لظروف كل بلد.⁷

➤ تحقيق دخل إضافي للمصرف:⁸ تشكل عوائد محفظة الأوراق المالية جزءا كبيرا من أرباح المصرف و يتحقق عائد الأوراق المالية على شكل فوائد و أرباح رأسمالية يحصل عليها المصرف عند ارتفاع أسعار الأوراق المالية و بيعها فيحقق وفرا ماليا يستخدمه للتوسع في عمليات الإقراض، فعمليات توظيف الأموال في المصرف مرتبطة ببعضها، وهنا يبرز دور محفظة الأوراق المالية في تحقيق الاستقرار في دخل المصرف أيضا، فعندما تنخفض إيرادات القروض تزداد الإيرادات من الاستثمارات خلال فترات التقلبات الاقتصادية.

➤ 5- مواجهة المخاطر الائتمانية في محفظة القروض: فالمخاطر التي يتحملها المصرف جراء الاستثمار في الأوراق المالية يجب ان تكون اقل من المخاطرة التي يتحملها في عمليات الإقراض⁹ لذلك عندما تكون قروض المصرف غير مضمونة بشكل كاف أو هناك احتمال للفشل في السداد يختار المصرف الأوراق المالية عالية الجودة ذات التصنيف الائتماني الجيد ليحقق التوازن مع المخاطر الائتمانية للقروض.

شكل رقم (1): خطوات إدارة المحفظة

تناسب المصرف . وقد سبق التعرض لها إلا انه يمكن إيجازها فيما يلي:

- تحقيق عائد دوري و دخل إضافي رأسمالي ناتج من الأرباح الرأسمالية للأوراق المالية و عدم ترك الأموال الفائضة مجمدة دون استثمار.
- تنمية الأموال المستثمرة.
- ثبات و استقرار العائد دون أن يتأثر العائد المتوقع
- توفير مصدر آخر للسيولة يتم اللجوء إليه عند الحاجة حيث يمكن بيع بعض الأوراق المالية للحصول على النقد دون أن يضطر المصرف للاقتراض.
- يتمد المصرف بمرونة كافية لإدارة أصوله لان مكونات محفظة الأوراق المالية يمكن التصرف بها بسهولة و مرونة اكبر من محفظة القروض.

غير أن تحقيق هذه الأهداف يرتبط بالبيئة الاستثمارية المحيطة و مدى توافر سوق مالي نشط و درجة شدة القيود القانونية المفروضة على مجالات استثمارات المصرف.

2-4 قيود و محددات تكوين المحفظة: عند بناء المحفظة الخاصة بالمصرف يجب مراعاة مجموعة من العوامل التي تؤثر على سياسات الاستثمار و مكونات المحفظة و لابد من التنسيق بينها بما يتفق مع استراتيجيات و خطط المصرف من ابرز هذه العوامل نلخصها في الجدول التالي :

جدول رقم (1): قيود و محددات تكوين محفظة الاوراق المالية في المصارف التجارية

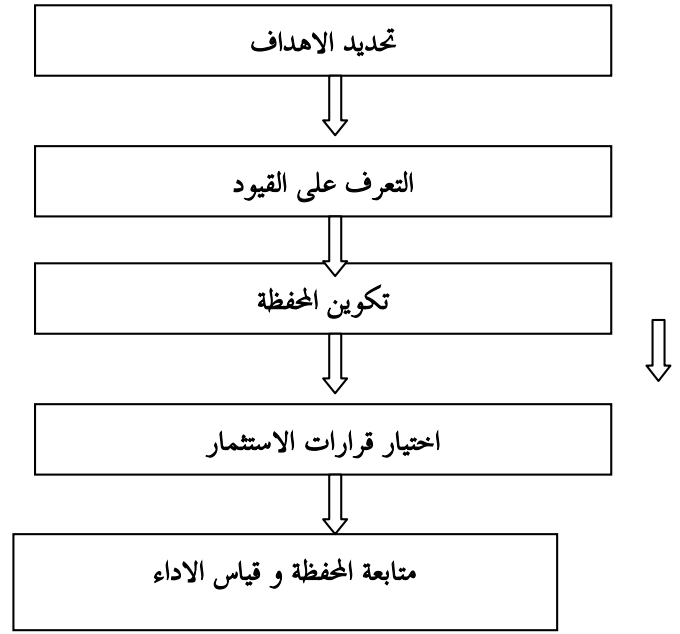
تعد أموال الودائع المصدر الرئيسي لتمويل المحفظة الاستثمارية لذلك يجب تحديد طبيعة و نوعية و دائع المصرف حيث تؤثر نوع الودائع و حجم كل نوع في اختيار الأدوات الاستثمارية التي تتكون منها المحفظة و تصنف الودائع وفقا لأجل الاستحقاق إلى: -ودائع تحت الطلب: و هي التي يمكن السحب منها في أي وقت و رغم عدم الاستقرار هذه الودائع إلا أن المصرف يستطيع دراسة حرمة السحب منها و توظيف الجزء المستقر منها.

-الودائع لأجل و الودائع بإخطار: حيث تتمتع باستقرار أكبر من الودائع الجارية كون أن العميل لا يستطيع السحب منها في أي وقت و بذلك يمكن للمصرف استثمارها في أدوات تتناسب مواعيد استحقاقها مع اجل الوديعة.

-ودائع التوفير: تكون بمبالغ صغيرة و يتم الإيداع و السحب منها وفق دفتر التوفير و في أي وقت.

-الودائع المجمدة: كمثال عنها التأمينات النقدية التي تدفع مقابل إصدار خطابات الضمان أو

طبيعة هيكل الودائع



المصدر: عادل رزق، دعائم الإدارة الإستراتيجية، اتحاد المصارف العربية، بيروت، 2006، ص 159.

1-4- أهداف تكوين محفظة الاوراق المالية:¹⁰ من أهم و أولى خطوات إدارة محفظة الأوراق المالية وضع الأهداف الرئيسية التي يسعى المصرف إلى تحقيقها و يجب أن تكون هذه الأهداف واضحة و محددة من حيث الكم و النوع و الوقت و قابليتها للقياس، و على أساس هذه الأهداف يتم اختيار الأوراق المالية التي

<p>نظير تمويل الاعتمادات المستندية.</p> <p>مما سبق يتضح و أن سياسة الاستثمار تختلف بالنسبة لكل نوع ،حيث يمكن استخدام الودائع لأجل و بإخطار و الودائع المجمدة في أدوات استثمارية طويلة الأجل على اعتبار ان المصرف يعلم اجل استحقاقها ويستطيع تأمين السيولة اللازمة في الوقت المناسب. اما الودائع تحت الطلب فيمكن للمصرف استثمار الجزء المستقر منها في استثمارات قصيرة الأجل و أكثر سيولة مثل اذونات الخزنة حتى لا يترك هذه الأموال مجمدة و بحيث لا يتعرض لمخاطر السيولة.</p>	
<p>تعد السياسة الاقراضية والائتمانية من أهم العوامل المؤثرة في تكوين محفظة الأوراق المالية فمثلا إذا كان الطلب على القروض منخفضا أو لا توجد طلبات قروض ذات ضمانات كافية سيؤدي بالمصرف لإتباع سياسة استثمارية نشطة و التوسع في شراء الأوراق المالية و الاستثمار في أسواق المال مما يعطي للمصرف فرصة استغلال طلبات الإقراض الجيد عند توفرها عن طريق بيع جزء من محفظة الأوراق المالية.</p>	سياسات الإقراض
<p>تهدف إدارة المصرف إلى تحقيق أقصى عائد من خلال استثمار الموارد المالية المتوفرة بأكبر قدر ممكن و بما لا يعرض المصرف لمخاطر نقص السيولة و الحفاظ على أموال المودعين.</p> <p>وهنا يبرز دور المحفظة الاستثمارية التي يكيّفها المصرف بما يتوافق مع سياسات الربحية و السيولة، فهي إلى جانب كونها تحقق دخلا إضافيا تؤمن كلك مصدرا للسيولة لمواجهة ما قد يحدث من سحبات مفاجئة، وتحصر المصارف على اقتناء الأوراق المالية التي يمكن تحويلها الى نقد سائل بسرعة. و بذلك يستطيع المصرف استثمار جزء إضافي من أمواله و خاصة عندما تقل طلبات الاقتراض بدلا من ترك الأموال عاطلة و دون التعرض لمخاطر نقص السيولة بسبب المرونة في التحول من محفظة الأوراق المالية إلى الإقراض.</p>	متطلبات الربحية و السيولة
<p>عند وضع سياسة الاستثمار في الأوراق المالية يجب بحث عدة نقاط ليكون هذا الاستثمار متوافقا و مناسباً لظروف و بيئة عمل المصرف و إمكاناته المالية حيث يجب دراسة السوق و تحليل الأوراق المتداولة فيه للوصول إلى الاستثمارات المناسبة للمصرف من حيث النوعية و السعر و اجل الاستحقاق و المخاطرة. حيث تعد الأوراق الحكومية الأقل مخاطرة لأنها تصدر عن الدولة و تتمتع بسيولة عالية و استقرار نسبي في السعر مما يؤهلها لأن تكون من أهم و انسب الاستثمارات للمصارف أما الاستثمار في الأوراق الأخرى الغير حكومية فيدر عائدا ولكنه اقل سيولة و أكثر مخاطرة و بالتالي يحتاج المصرف عند تنوع و تعدد استثماراته إلى دراسة عميقة لمخاطر هذه الأوراق و ما إذا كانت تتناسب مخاطر الورقة المالية مع العائد الذي تدره و مع سياسات المصرف.</p>	توافر الاستثمارات الملائمة
<p>تختلف التشريعات و القيود المفروضة على استثمارات المصرف من بلد لآخر و عادة يحدد القانون المجالات التي يسمح للمصرف بتوظيف أمواله فيها، و تركز استثمارات المصرف في القروض التي تمثل نشاطه الرئيسي يليها بالمرتبة الثانية الاستثمار في الأوراق المالية لكن في إطار قواعد و ضوابط تحددها السلطة النقدية، حيث تخضع المصارف عادة لنسبة الاحتياطي القانوني و السيولة و حدود لأسعار الفائدة الدائنة و المدينة و المصاريف و العمولات بالإضافة للقيود على الاستثمار في الأوراق المالية.</p>	القيود القانونية و التوجيهات الحكومية

توافر الخبرات المتخصصة	تعد من متطلبات نجاح الاستثمار في المصرف فإذا لم تتوفر للمصرف الكوادر المدربة و المؤهلة ينحصر مجال الاستثمار في حدود ضيقة جداً، وسيقود ذلك المصرف إلى الاكتفاء بالاستثمارات عديمة المخاطرة وذات المخاطر المنخفضة جداً مما سيؤثر على الربحية بالانخفاض. لذا يجب وضع سياسة الاستثمار بما يتناسب مع المؤهلات والخبرات الموجودة لدى المصرف
هامش الأمان	يمثل نسبة حقوق الملكية إلى الأصول الخطرة . الأصول الخطرة هي الأصول التي تتعرض لمخاطر التغير في القيمة و تشمل بشكل أساسي القروض و الأوراق المالية فإذا كان هامش الأمان ضعيفا يجب على المصرف الاستثمار في الأوراق المالية الجيدة فقط مثل اذونات الخزنة على الرغم من انخفاض عوائدها إلا أنها تجنب المنظمة من الوقوع في خسائر كبيرة لما تتمتع به من أمان وسيولة.

المصدر: من إعداد الباحث اعتماداً على عدة مراجع.¹¹

❖ سياسة المحفظة الدفاعية او المحافظة: وهي تلك السياسة التي تتبناها إدارة المحفظة لتلبية لرغبة المستثمرين المحافظين فتكون حساسة للمخاطر وتمنح الأولوية لعنصر الأمان على حساب العائد. فتركز إدارة المحفظة على اختيار الأدوات الاستثمارية ذات الدخل الثابت أو الشبه الثابت و لذلك يطلق عليها بمحافظ الدخل و تعطي إدارة المحفظة أهمية نسبية كبيرة للأدوات الاستثمارية ذات المخاطر المنخفضة في رأس المال المحفظة و عموماً تفضل هذه السياسة أسهم الشركات الكبيرة العريقة المستقرة أو سندات الحكومة أو السندات المضمونة حيث تشكل هذه الأدوات ما بين 60-80% من رأسمال المحفظة. وكما هو معروف تتميز هذه الأدوات بالعائد الجاري الثابت نسبياً و لفترة طويلة و بدرجة مخاطر منخفضة و قد تقوم إدارة المحفظة باختيار هذه السياسة عندما تشعر بوجود مؤشرات اقتصادية تعكس توجه الاقتصاد نحو الكساد أو الركود الاقتصادي.

❖ السياسة الهجومية الدفاعية او المتوازنة :
تمزج هذه السياسة بين المحافظة و المخاطرة و لذلك تستخدم بشكل كبير من قبل اغلب مدراء المحافظ الاستثمارية كونها تتلاءم مع رغبات المستثمرين الرشيديين الذين يركزون على تحقيق الاستقرار النسبي

تكوين محفظة الأوراق المالية: يتم وضع السياسة الاستثمارية من خلال اتخاذ قرارات تخصيص الأصول المحفظة ، أي كيفية توزيع استثمارات المحفظة على فئات الأصول المالية المختلفة من أسهم و سندات حكومية و سندات الشركات و غيرها و من بين السياسات التي تحكم إدارة المحفظة :

❖ السياسة الهجومية أو سياسة المخاطر:¹² تتميز هدد السياسة بسرعة جني الأرباح الرأسمالية الاستثنائية و تستغل إدارة المحفظة عادة وجود اختلاف بين القيمة السوقية للأدوات المالية المختارة و بين قيمتها الحقيقية او العادية. و نتيجة هذه السياسة هو الحصول على الأرباح الرأسمالية نتيجة لإعادة تقييم أصول هذه المحفظة باستمرار، وتتميز هذه السياسة بارتفاع درجة المخاطرة نظراً للمتغيرات الاقتصادية المؤثرة على الأدوات المختارة في هذه المحفظة .

المطلوب من ادارة المحفظة و خبراتها الدقة عند اتخاذ القرار خوفاً من تحقيق خسائر كبيرة لان الحصول على ربح رأسمالي عالي سيقابله درجة مخاطر عالية و تسمى هذه المحفظة بالمحفظة الرأسمالية على أساس انه تهدف للحصول على الربح الرأسمالي.

بكامل رأسمال المحفظة، و أن يكون القرار متوازن مع الأهداف والإمكانات المتاحة للمحفظة.
4-5 متابعة المحفظة و قياس الاداء:¹⁴ تعد المتابعة و الرقابة المستمرة على قرارات المحفظة و قياس نتائجها عملية أساسية لنجاح الاستثمار و شمل ذلك متابعة الظروف الخارجية المحيطة بالبيئة الاستثمارية و تقييم الاصول باستمرار و مقارنة النتائج مع حركة الاسعار في السوق المالي. و هناك ثلاث مداخل لتقييم اداء المحفظة:

- نموذج شارب: قدم وليام شارب عام 1966 مقياسا مركبا لقياس أداء المحفظة الاستثمارية، حيث يطلق على مقياس شارب نسبة المكافأة إلى التقلب، و يقصد بالمكافأة بأنها الفرق ما بين عائد المحفظة و العائد الخالي من المخاطرة، منسوبة العلاوة إلى التقلب في عوائد أصول المحفظة و هو عبارة عن الانحراف المعياري لعوائد أصول المحفظة الاستثمارية، و يمكن حساب نسبة المكافأة من خلال المعادلة التالية:¹⁴

$$S_P = \frac{R_P - R_F}{\sigma_P}$$

حيث:

S_P : تمثل قيمة مؤشر المكافأة إلى نسبة التقلب في العائد.

R_P : متوسط عائد المحفظة.

R_F : معدل العائد على الاستثمار الخالي من الخطر.

σ_P : مخاطر المحفظة مقاسة من خلال الانحراف المعياري للمحفظة.

ويقوم نموذج شارب على أساس قياس المخاطر الكلية للمحفظة، و على ذلك فان نموذج شارب يحدد في الواقع العائد الإضافي الذي تحققه محفظة الأوراق المالية نظير كل وحدة من وحدات المخاطر الكلية التي ينطوي عليها الاستثمار في المحفظة، حيث كلما زاد العائد الإضافي الذي تحققه محفظة الأوراق المالية

في العائد و الحصول على أرباح معقولة بمخاطر مقبولة و عليه ستقوم سياسة المحفظة على أساس توزيع رأسمالها إلى قسمين الأول هو: الاستثمار في الأدوات الاستثمارية ذات العائد المرتفع ودرجة المخاطرة العالية. -اختيار أدوات استثمارية ذات دخل ثابت و التي لا تتأثر كثيرا بتقلبات السوق أي بمخاطر منخفضة.

هذه السياسة توفر المرونة العالية لإدارة المحفظة في اختيار و تشكيل المحفظة و فق الأهمية النسبية لكل أداة و سيعمل الخبراء في إدارة المحفظة على زيادة الأدوات الاستثمارية ذات العائد المرتفع عند حصول الازدهار و الرواج الاقتصادي و العكس صحيح.

4-4 اختيار قرارات الاستثمار: تشمل هذه القرارات:¹³
- تحديد حجم المحفظة الذي يعتمد على مستوى الطلب على القروض و على مقدار العائد المتوقع من المحفظة.

-قرار التنوع و هو من القرارات الإستراتيجية التي تحد مايلي:

■ أنواع و فئات الأصول التي تشكل منها المحفظة، أي تنوع مكونات المحفظة حسب الأدوات و القطاعات التي تنتمي إليها و تحديد الأصول المستثمرة في كل قطاع.

■ القرار الرئيسي و هو تحديد الوزن النسبي لكل أداة استثمارية في هيكل رأسمال المحفظة.

■ قرار التوقيت أو التوزيع النشط للأصول: و هو من أهم القرارات و أكثرها تأثيرا على نجاح المحفظة و إدارتها و يقصد به تحديد نقطة البيع أو الشراء على أن يتم الشراء بأقل الأسعار و البيع بأعلى الأسعار فعند الشراء يجب أن يختار مدير المحفظة الأدوات الاستثمارية التي يكون حجم تداولها في السوق المالي منخفض، و بالتالي يكون الطلب عليها منخفض و سعرها منخفض، و لكن المشكلة الأساسية في اتخاذ قرار البيع أو الشراء هو متى يكون القرار صائب، لأن أي قرار بالبيع أو الشراء قد ينطوي على ربح أو خسارة، و هنا يجب أن تتسم إدارة المحفظة بالعقلانية أي الابتعاد عن القرارات المستعجلة و عدم اتخاذ قرار سريع في ظروف طارئة، و عدم المغامرة

سوف يتخلص من المخاطر المنتظمة عن طريق التنوع البسيط في استثمارات محفظته.

- نموذج جنسن:¹⁷ قدم "جنسن" نموذجا لقياس أداء محفظة الأوراق المالية عرف "بمعامل ألفا". وتقوم فكرة النموذج على إيجاد الفرق بين مقدارين للعائد، المقدار الأول يمثل الفرق بين متوسط عائد المحفظة ومتوسط العائد على الاستثمار الخالي من الخطر، ويطلق على هذا المقدار العائد الإضافي. أما المقدار الثاني فيمثل حاصل ضرب معامل β في الفرق بين متوسط عائد السوق ومتوسط العائد على الاستثمار الخالي من الخطر والتي يمكن أن يطلق عليها علاوة خطر السوق، وعلى ذلك يبدو نموذج جنسن كما توضح المعادلة الآتية:

$$J = (R_p - R_f) - \beta_p (R_m - R_f)$$

حيث:

J_P تمثل معامل ألفا.

R_P : متوسط عائد المحفظة.

R_F : معدل العائد على الاستثمار الخالي من الخطر.

R_m : متوسط عائد السوق (عائد محفظة السوق).

وتشير المعادلة إلى أن معامل ألفا، إما أن يكون موجبا، ويشير ذلك إلى الأداء الجيد للمحفظة، أو يكون سالبا، ويشير ذلك إلى الأداء السيئ للمحفظة، أما إذا كان معامل ألفا صفرا فيشير ذلك إلى عائد التوازن، حيث لا يختلف في الواقع عائد المحفظة عن عائد السوق.

5- استراتيجيات إدارة محفظة الأوراق المالية: سوف يتم التعرض إلى أهم استراتيجيات إدارة محفظة الأسهم و السندات، ثم البحث في استراتيجيات تخصيص أصول المحفظة بين نوعي الأوراق المالية للوصول إلى التوليفة التي تناسب متطلبات وأهداف المصرف.

5-1 استراتيجيات إدارة محفظة الأسهم: يمكن تقسيم الطرق التي تدار بها محافظ الأسهم إلى طريقتين الإدارة الساكنة و الإدارة المتحركة، و تمثل الإدارة الساكنة¹⁸

نظير كل وحدة من وحدات المخاطر الكلية يكون أداء المحفظة افضل، رغم شيوع تطبيقه الا انه يتضمن بعض العيوب من أهمها أن أسلوب نموذج شارب لا يمكن استخدامه الا في المقارنة بين المحافظ ذات الأهداف المتشابهة، وتخضع لقيود متماثلة، كان تكون هذه المحافظ مكونة من أسهم فقط او سندات فقط. و ايضا من عيوبه انه يعتمد على الانحراف المعياري لقياس مخاطر المحفظة الكلية، حيث ان المحفظة اساسا تقوم على فكرة التنوع، و اذا ما توفر التنوع الجيد داخل المحفظة فان ذلك من شأنه القضاء على المخاطر غير المنتظمة و تبقى فقط المخاطر المنتظمة التي تقاس من خلال بيتا و ليس من خلال الانحراف المعياري.¹⁵

- نموذج ترينور:¹⁶ قدم "ترينور" نموذجه الذي يقوم على أساس الفصل بين المخاطر المنتظمة والمخاطر غير المنتظمة، حيث يفترض النموذج أن المحافظ تم تنويعها تنويعا جيدا، وبالتالي القضاء على المخاطر غير المنتظمة (الخاصة)، وعلى هذا الأساس يتم فقط قياس المخاطر المنتظمة (العامة) باستخدام معامل بيتا (β) كمقياس لمخاطر المحفظة، وتظهر المعادلة رقم () نموذج ترينور.

$$T_P = \frac{R_P - R_F}{\beta_P}$$

ومن هنا نجد أن الفرق الوحيد بين مقياس شارب و ترينور هو في مقام المعادلة، إذ أننا نجد أن شارب قد استخدم الانحراف المعياري لقياس المخاطرة الكلية، بينما أن ترينور استخدم معامل بيتا لقياس المخاطر المنتظمة فقط، حيث أنه قد افترض أن مدير المحفظة

تغيير مكونات المحفظة لتحقيق عوائد أعلى من العوائد التي تحققها محفظة السوق ككل.

1-2-1-5- أساليب إستراتيجية الإدارة النشطة: تقسم بشكل أساسي إلى استراتيجيات التحليل الأساسي و التحليل التقني، وهناك أساليب ظهرت حديثا تقوم على أساس خصائص السهم و أسلوب استثمار القيمة وأسلوب استثمار النمو:

استراتيجيات التحليل الأساسي²⁰: تشمل أسلوبين: أسلوب (القمة-القاعدة) و أسلوب (القاعدة-القمة).

■ أسلوب (القمة-القاعدة): ويشمل إستراتيجيتين

إستراتيجية تدوير فئات الأصول: تقوم على تقليب توظيف الأموال في السوق بناء على توقعات المستثمر لأسعار السوق و علاوة المخاطرة و مقارنة ذلك بين فئات الأصول البديلة من أسهم و سندات و اذونات الخزينة.

إستراتيجية التدوير القطاعي: يتم من خلالها تدوير الأموال بين القطاعات و الصناعات و ذلك بعد دراسة السوق و التنبؤ بالمرحلة التالية في الدورة التجارية.

2-أسلوب (القاعدة-القمة): يتم اختيار الأوراق دون تحليل أولي للقطاعات و السوق حيث يتم تقييم الأسهم على أساس التنبؤات بالأحوال المستقبلية للشركة و من ثم شراء الأوراق المالية المسعرة بأقل من قيمتها الفعلية أي (الشراء بسعر منخفض و البيع بسعر مرتفع).

■ استراتيجيات التحليل التقني: يركز على دراسة اتجاهات الأسعار التاريخية للتنبؤ بالاتجاهات المستقبلية لأسعار السوق، و يكون أمام المستثمر إما أن تستمر الأسعار التاريخية بالاتجاه ذاته أو تأخذ منحى معاكس. و يمكن تقسيمها إلى:

-إستراتيجية معارضة السوق:²¹ يتم بنائها على أساس أن أفضل توقيت لشراء السهم هو عندما يصل إلى ادني مستوياته السعرية و أفضل توقيت للبيع عندما يقترب سعر السهم من أعلى مستوى له.

- إستراتيجية الزخم السعري:²² تفترض استمرار الأسعار التاريخية بنفس الاتجاه أي استمرار الأسهم المرتفعة

لمحفظة الأسهم إستراتيجية الشراء و الاحتفاظ طويل المدى عادة ما يتم محاولة مجازة مؤشر أسهم معين حيث يتم شراء الأسهم المكونة لهذا المؤشر و الاحتفاظ بها لفترة طويلة لتحقيق نفس عائد المؤشر، و لأن الهدف يكون بهذه الحالة هو تحقيق نفس عائد المؤشر فإنه يطلق على ذلك التعبير indexing. ان الحكم على أداء هذه المحفظة يعتمد على مدى قرب أو بعد عائد المحفظة من عائد المؤشر.

1-1-5 أساليب إستراتيجية الإدارة الساكنة: يمكن من خلال إستراتيجية الإدارة الساكنة إتباع عدة أساليب في تنفيذ هذه الإستراتيجية:

-المحاكاة التامة:¹⁹ وفق هذا الأسلوب يجب شراء جميع أنواع الأوراق المالية الداخلة في المؤشر و ضمها للمحفظة بسبب توافق أوزانها في المؤشر المختار، وهذا ما يجعل أداء المحفظة متوافقا بشكل كبير مع أداء المؤشر. لكن يؤخذ على هذا الأسلوب انه يزيد من تكاليف التداول بسبب شراء العديد من الأوراق المالية، وارتفاع حجم العمولات بسبب إعادة استثمار أرباح المحفظة عندما تنخفض توزيعات أرباح الأسهم.

-أسلوب العينة: وفق هذا الأسلوب يتم شراء عينة تمثل الأسهم المدرجة في المؤشر المرجعي و بأوزان تتوافق مع أوزان المؤشر.

فهذا الأسلوب يمكن أن يتخلص من سلبيات أسلوب المحاكاة التامة إلا أن من عيوبه انه لا يمكن أن يصل بعائد المحفظة الى نفس مستوى عائد المؤشر كونه يستخدم عينة فقط.

-البرمجة من الدرجة الثانية: حيث يتم الاعتماد على برنامج حاسبي لتحديد تركيبة المحفظة بحيث يكون خطأ تعقب المؤشر اقل ما يمكن، و تستخدم البيانات التاريخية لتغيرات أسعار الأسهم و معاملات الارتباط بين الأوراق المالية كمدخلات في البرنامج الحاسبي.

1-2-5 إدارة النشطة للمحفظة: هدفها التغلب على أداء السوق الممثل بمؤشر معين، لذا فان من يدير محفظة أسهم وفق هذه الإستراتيجية يلجا باستمرار إلى

ارتفاع أسعار الفائدة يتم تخفيض اجل المحفظة تجنباً لحدوث الخسارة الرأس مالية. ويتم زيادة اجل المحفظة عند وجود توقعات بانخفاض أسعار الفائدة مما يحقق مكاسب رأس مالية كبيرة. في حالة توقعات ارتفاع أسعار الفائدة فان الخيار الأنسب للمحافظة على رأس المال هو شراء أدوات قصيرة الأجل مثل الادونات، ويجب البحث عن الإصدارات التي تتمتع بسيولة مرتفعة و تحقق عائد مقبولاً في إطار محددات الأجل الزمني وصيانة رأس المال، أما في حالة التوقع بانخفاض أسعار الفائدة يتم زيادة اجل المحفظة للاستفادة من المكاسب الرأس مالية.

• **إستراتيجية التقييم المالي:**²³ وفق هذه الإستراتيجية تتم اختيار السندات حسب قيمتها الحقيقية التي تتحدد في ضوء خصائص السند و تكلفة هذه الخصائص مقاسه بعائد السند ثم نقارن هذه القيمة مع السعر السوقي. ويتم شراء السندات المسعرة بأقل من قيمتها الفعلية.

• **إستراتيجية التحليل الائتماني:** تستند على التحليل المفصلة للجهة المصدرة للسند لمعرفة التغيرات المتوقعة في مخاطر الإعسار و استخدام هذا التحليل للتنبؤ بالتغيرات المحتملة للتصنيفات الائتمانية التي تضعها وكالات التصنيف العالمية هذه التغيرات في التصنيفات قد يكون سببها تغيرات داخلية في المنشأة المصدرة للسند، أو تنتج عن تغيرات في البيئة الخارجية، ففي فترات الازدهار الاقتصادي مثلاً يمكن للشركات التي تعاني من ضعف الأداء أن تستمر و تخلق نجاحاً و بما أن الأسواق تستجيب بسرعة للتغيرات المعلنة في التصنيفات يجب التنبؤ بالتغيرات في التصنيفات الائتمانية قبل أن تعلن عنها وكالات التصنيف، وشراء السندات التي يتوقع أن ترتفع تصنيفاتها الائتمانية و بيع أو اجتناب تلك التي يتوقع تراجع تصنيفاتها

• **إستراتيجية تحليل هامش الربح:** تقوم على افتراض وجود علاقة بين ربح السندات في القطاعات البديلة مثل سندات القطاع الصناعي و القطاع الخدمي ، و عندما يحدث اختلال في هذه العلاقة يجب إجراء

السعر بالارتفاع و استمرار الأسهم المتدنية الأداء بالانخفاض، و تستخدم هذه الإستراتيجية عندما يبرز استمرار سعر السهم بالصعود بنفس الاتجاه إلى النمو و الازدهار المتزايد في إيرادات الشركة و عوائدها. و هناك أيضاً إستراتيجية زخم الإيرادات التي تقوم على مبدأ أن السعر يتبع اتجاه الإيرادات التي تعتبر من مقاييس ربحية الشركة أي يجب على المستثمر شراء الأسهم التي تدر إيرادات تصاعديّة و بيع الأسهم التي تتدهور إيراداتها، و لتحديد مقدار الزخم في إيرادات الشركة تتم مقارنة الإيرادات الفعلية للسهم مع الإيرادات المتوقعة.

6- إستراتيجيات إدارة محفظة السندات: يمكن تقسيمها إلى خمسة فئات رئيسية:

6-1- الإدارة السلبية : و تأخذ شكلين :

• **إستراتيجية الشراء و الحيازة:** تقوم على اختيار سندات تتناسب مع أهداف المستثمر بحيث تحقق متطلبات الجودة الائتمانية و معدل الفائدة و فترة الاستحقاق و ذلك بهدف حيازتها حتى تاريخ استحقاقها. إن أساس هذه الإستراتيجية إيجاد الأدوات الاستثمارية التي يجتمع فيها ارتفاع العائد و جودة التصنيف الائتماني بهدف حيازتها إلى نهاية الأجل الزمني للمحفظة، و بذلك تنخفض مخاطر إعادة الاستثمار و تكاليف التداول، و مع ذلك يستطيع المستثمر اقتناص الفرص للانتقال إلى مراكز استثمارية أكثر ربحية..

• **إستراتيجية الربط بالمؤشر:** يتم من خلالها تشكيل محفظة تجاري بأدائها المؤشر المرجعي المختار و يقيم أداء المحفظة بدرجة الدقة في تعقب أداء المؤشر و ليس على أساس عائد و مخاطر المحفظة مقارنة بالمؤشر. حيث أن خطأ التعقب يعبر عن الفرق بين معدل عائد المحفظة و معدل عائد السندات و يجب أن يكون أدنى ما يمكن.

6-2- الإدارة الايجابية: تضم خمسة إستراتيجيات :

• **إستراتيجية توقعات أسعار الفائدة :** تستند هذه الإستراتيجية إلى توقعات أسعار الفائدة ، فعند توقع

الأخر فيشمل قطاعات ترتفع فيها فرص تحقيق عوائد استثنائية بسبب تدني مستويات كفاءتها و يتم إدارتها وفق الإستراتيجية الايجابية.

4-6 تقنيات المطابقة: ظهرت نتيجة ارتفاع تقلبات أسعار الفائدة و ازدياد متطلبات المستثمرين و المؤسسات المالية و تتراوح بين المحفظة السائلة و محافظ الوقاية الطارئة أو العارضة.

-المحفظة السائلة: إن الغاية من هذه الإستراتيجية بناء محفظة توفر للمستثمر الأموال الكافية قبل استحقاق الالتزامات المترتبة على المحفظة لضمان القدرة على الوفاء بهذه الالتزامات عند استحقاقها و ذلك من خلال التدفقات النقدية لمدفوعات القسائم و القيمة المستردة و مدفوعات أصل السند . مثل إيجاد عدد من أوراق الخزينة التي تباع بخصم تقابل فوائدها كل الالتزامات المالية الواقعة على المحفظة. هذه المطابقة بين الالتزامات و التدفقات النقدية اللازمة تعتبر من أساليب الإدارة السلبية المطلقة لانها تقوم على أن جميع المتحصلات النقدية المتولدة قبل نشوء الالتزامات لن يعاد استثمارها و بالتالي يكون معدل إعادة الاستثمار معدوما في هذه الإستراتيجية.

-المطابقة النقدية و إعادة الاستثمار : تختلف عن الإستراتيجية السابقة في نقطة جوهرية تتمثل في أن المتحصلات النقدية سواء قيمة أصل السند أو الربح المحقق لن تطابق تماما سلسلة الالتزامات الواقعة على المحفظة الاستثمارية. أي يمكن إعادة استثمار جميع المتحصلات المتولدة قبل نشوء الالتزام المالي و هذا ما يسمح بتوسيع مجال الاستثمار في السندات و الحصول على فرص تحقيق عائد أعلى .

-استراتيجيه الوقاية: تتمثل في وقاية المحفظة من اثر التغيرات في سعر الفائدة ، حيث يقوم منهج الوقاية على محاولة تحقيق معدل عائد معين في فترة استثمارية محددة بغض النظر عن التغيرات التي تطرأ على التغيرات على أسعار الفائدة السوقية.(لكن في الواقع العملي تتعرض أسعار الفائدة لتقلبات كثيرة، و بالتالي هدف هذه الإستراتيجية هو الوصول إلى معدل العائد

عملية المبادلة القطاعية و ترتبط التغيرات في عنصر الربح مع التحولات في الاقتصاد و السوق ، فيرتفع الربح في الفترة التي تزداد فيها درجة عدم التأكد حول الأداء العام للاقتصاد خاصة فترات الركود حيث ترتفع خلالها علاوة المخاطرة و بالمقابل ينخفض الربح في فترات الازدهار و التوسع الاقتصادي

• إستراتيجية مبادلة السندات: يتم التعبير عنها بأنها عبارة عن الخروج من المركز الاستثماري الحالي و شراء شكل آخر من إصدارات السندات بخصائص مشابهة توفر فرصة لتحسين العائد ، و تأخذ مبادلة السندات ثلاث أشكال:

✓ إستراتيجية زيادة الربح : تعتمد على مبادلة السندات ذات الكوبونات المنخفضة بسندات مشابهة ذات كوبونات مرتفعة لتحقيق زيادة في الربح الحالي و العائد حتى الاستحقاق .

✓ إستراتيجية الإحلال:تقوم على دراسة حالة الاختلال قصيرة الأجل في هوامش الربح بين الأوراق المالية ذات الخصائص المتقاربة ، هذا الاختلال لا يدوم طويلا و بالتالي فان فرص التصحيح خلال الأجل القصير تكون كبيرة ، و تتمثل العوائد في زيادة نقاط الأساس التي تضاف إلى العائد حتى الاستحقاق و زيادة الربح المركب الفعلي و المكاسب الرأسمالية التي تنشأ حتى تصحح حالة اختلال الربح نفسها.

✓ إستراتيجية المبادلة الضريبية: عادة يكون إتباع هذه الإستراتيجية كرد فعل على صدور قوانين ضريبية جديدة، و لتحقيق أرباح رأسمالية تساهم في تحسين أداء المحفظة.

3-6 إستراتيجية الإدارة الهجينة: تعتمد مبدأ إدارة الجزء الأكبر من محفظة السندات (حوالي 70%) وفق الاستراتيجيات السلبية في احد القطاعات الاقتصادية المهمة كقطاع الشركات أو القطاع الحكومي، و ذلك استنادا لحقيقة أن هذه القطاعات تتسم بدرجة عالية من الكفاءة و بالتالي فان محاولة تحقيق عوائد إضافية فيها لا تستحق التكلفة و الجهد المبذولين فيها. أما الجزء

أن لنوعي المخاطرة السابقين أثران متعاكسان في القيمة النهائية لمحفظه السندات، فزيادة سعر الفائدة سيؤدي إلى انخفاض سعر السند دون المتوقع وانخفاض اسعار الفائدة سيؤدي الى انخفاض العائد المتوقع و القيمة النهائية للمحفظة .

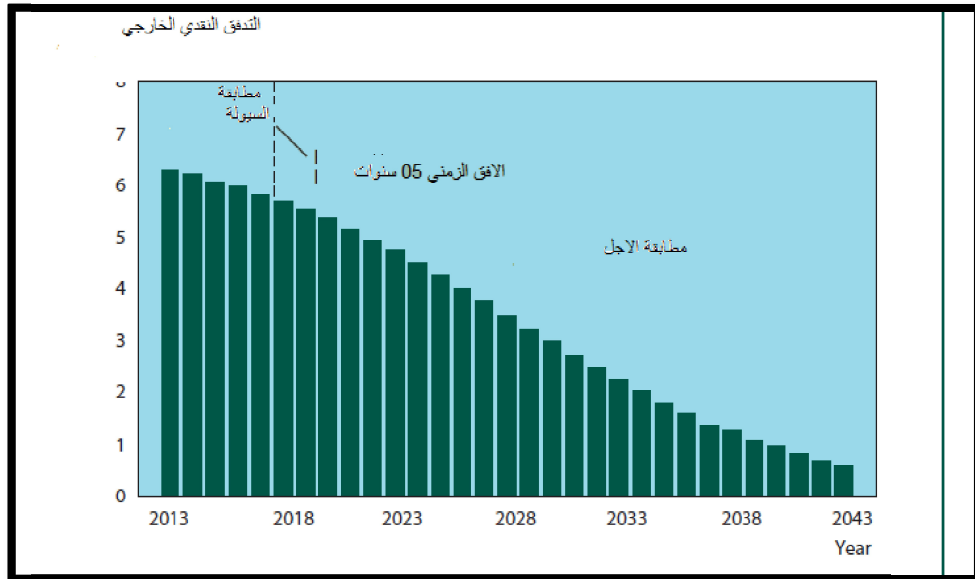
-المطابقة الزمنية: تنشأ عن دمج تقنية المطابقة النقدية وإستراتيجية الوقاية، تقسم التدفقات النقدية الخارجة إلى جزأين: الأول هو جزءا لمحفظه اللازم للوفاء بالمطلوبات الناشئة في الفترة الحالية (5 سنوات). ويمثل الجزء الثاني سلسلة التدفقات اللازمة لمقابلة المطلوبات المتبقية بعد انتهاء الفترة الحالية (أي 25 سنة التالية). في الفترة الثانية يتم تلبية المطلوبات باللجوء إلى إستراتيجية المطابقة الزمنية و أسس عملية الوقاية. توفر هذه العملية للمستثمر عنصر التأكد في السنوات الأولى من عمر المحفظة بفضل سياسة المطابقة النقدية و عنصر المرونة و الوفرة في التكاليف بفضل التدفقات النقدية الناتجة عن سياسة مطابقة الاجل.

المستهدف بغض النظر عن تقلبات أسعار الفائدة). حيث يمكن القول أن مخاطر أسعار الفائدة هي حالة عدم التأكد التي تكتنف القيمة النهائية لمحفظه السندات نتيجة التغيرات الحاصلة في أسعار الفائدة السوقية بين تاريخ الشراء و تاريخ الاستحقاق و تشمل هذه المخاطرة مكونين: المخاطر السعرية و مخاطر إعادة الاستثمار.

- المخاطرة السعرية: تنشأ عندما يباع السند قبل تاريخ استحقاقه و في فترة حدثت خلالها تقلبات في أسعار الفائدة و بما أن المستثمر لا يمكنه التأكد من حركة أسعار الفائدة المستقبلية فان سعر السند المستقبلي أيضا يكون غير مؤكد.

-مخاطر إعادة الاستثمار: تنشأ عندما تنخفض أسعار الفائدة بعد شراء السند، مما يؤدي إلى استثمار التدفقات النقدية عند معدلات اقل من المعدل المطلوب و تكون قيمة المحفظة النهائية اقل مما هو متوقع .

شكل رقم(02): مفهوم المطابقة الزمني



Source : Frank reilly & Keith C Brown, Investment analysis & Portfolio management, south-western, 2006, P833.

5-6- الإدارة الإيجابية المهيكلية: يتم هنا مناقشة مفهوم الوقاية العارضة التي تتيح للمستثمر تطبيق أسس

مثال: تتحدد القيمة النهائية المستهدفة لإحدى المحافظ السندات بمبلغ 206.3 مليون دج فإذا أخذنا بعين الاعتبار القيمة النهائية و عدد السنوات المتبقية لبلوغ هذه القيمة نستطيع إيجاد المبلغ اللازم استثماره اليوم لتحقيق ذلك. القيمة النهائية حسب معدل العائد المطلوب تمثل هذه الحالة الوجه المعاكس لعملية تركيب الفائدة أي أننا نحسب القيمة الحالية للقيمة النهائية عند معدل العائد المتوقع في الفترة المدروسة. في هذه الحالة نفترض أن مدة الاستثمار 5 سنوات و معدل العائد 15% على مدى 5 سنوات او معدل 7.5% على مدى 10 فترات زمنية باستخدام أسلوب التركيب النصف السنوي بحذاء عامل القيمة الحالية (0.48473) بقيمة المحفظة (206.3 مليون) ينتج لدينا 100 مليون و هو مبلغ الاستثمار الأولي اللازم للوصول إلى القيمة النهائية المستهدفة. يوضح الجدول التالي عملية حساب مبلغ الاستثمار الأولي للقيمة النهائية (206.3 مليون) عند أسعار فائدة مختلفة:

إيجابية بإتباع هيكلية محددة تضبط سلوك المستثمر في الحالات التي تخرج فيها استراتيجياته عن مسارها الصحيح ولا تحقق النتائج المرجوة منها .
الوقاية العارضة: ظهرت على Weinberger و Leibowitz تسمح هذه الإستراتيجية للمستثمر بالسعي إلى تحقيق اعلي العوائد التي تتيحها الاستراتيجيات الايجابية و الاعتماد في نفس الوقت على تقنيات الوقاية التقليدية لضمان الحد الأدنى من العائد في الأجل الاستثماري ، و نذكر هنا بمفهوم الوقاية التقليدية عندما يتساوى اجل المحفظة مع اجل الاستثمار (الأفق الزمني للاستثمار) فان التغير في أسعار الفائدة يؤدي إلى تغير القيمة النقدية للمحفظة و ذلك عندما يتم تركيب قيمة الأصل الجديد بسعر الفائدة الجديد و تنتهي قيمة المحفظة بذلك إلى القيمة النهائية المنشودة. هذا التغير المطلوب إحدائه في قيمة المحفظة يقع فقط عندما يتساوى الأجل المعدل للمحفظة في الفترة الزمنية المتبقية.

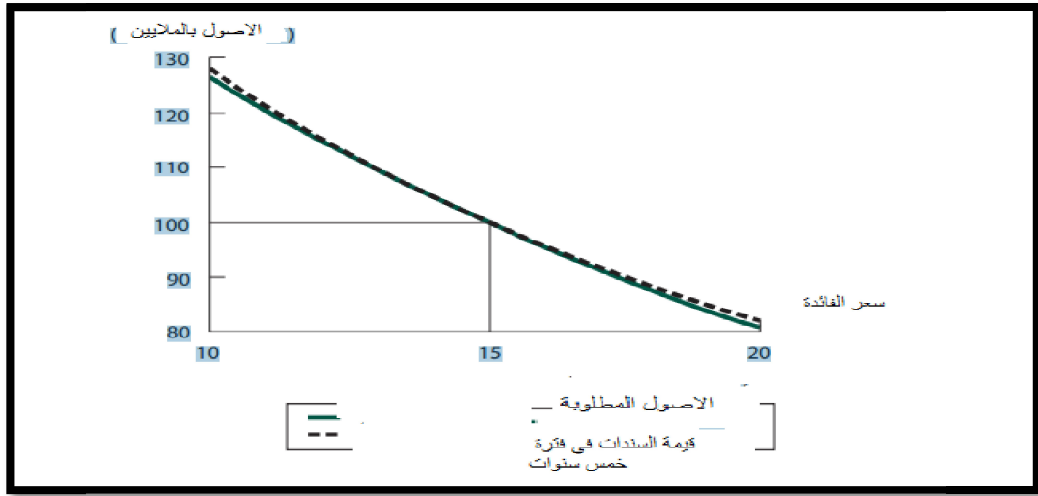
جدول 02: الاستثمار الأولي و عامل القيمة الحالية

سعر الفائدة	عامل القيمة الحالية	القيمة	سعر الفائدة	عامل القيمة الحالية	القيمة
10	0.6319	126.65	16	0.4632	95.65
12	0.5584	115.2	18	0.4224	87.14
14	0.5083	104.86	20	0.3855	79.53
15	0.4847	100			

Source : Frank Reilly & Keith C Brown, Investment analysis & Portfolio management, op cit, P835.

يلخص الشكل التالي بيانات الجدول السابق. حيث يمثل الخط المتصل الاستثمار الأولي اللازم للوصول إلى القيمة النهائية في السنوات الخمس، و من الواضح أن انخفاض معدلات الربح يتطلب زيادة حجم الاستثمار الأولي، و يمثل الخط المتقطع حساسية المحفظة تجاه سعر الفائدة.

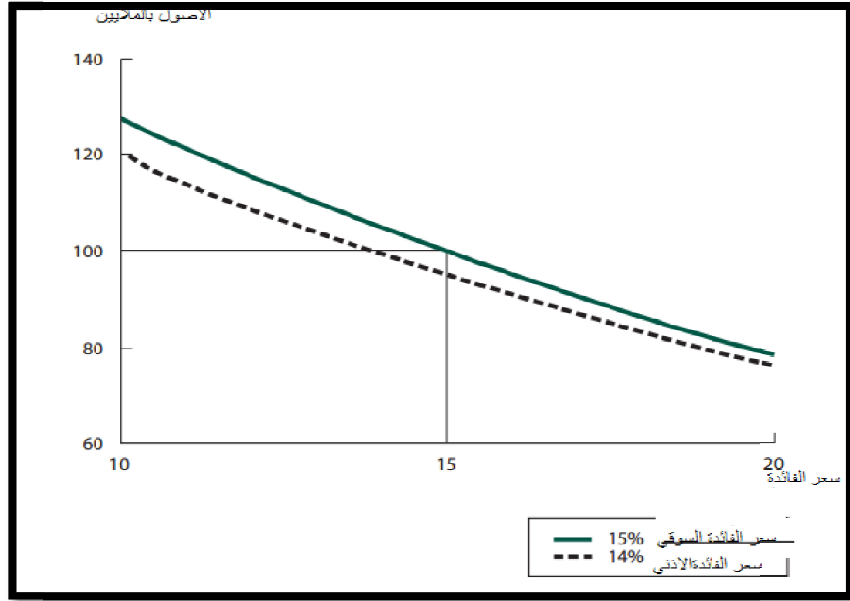
شكل رقم (03) : الوقاية التقليدية



Source : Frank Reilly & Keith C Brown, Investment analysis & Portfolio management, op cit, P.835

وظف 100 مليون في محفظة السندات فان قبوله لهذا الحد الادنى لسعر الفائدة يعني ان القيمة النهائية لأصول المحفظة ستتغير و ستكون عند معدل 14% مقابل 196.72 مليون مقارنة مع 206.3 مليون عند معدل 15%.

تفرض الوقاية العارضة على المستثمر قبول احتمال انخفاض العائد الفعلي عن العائد الحالي، هذا الفرق يسمى (هامش الحيلة) و الذي يوفر المرونة للمستثمر الذي يعتمد استراتيجيات المحفظة الايجابية. مثلا اذا كان سعر الفائدة السوقي 15% قد يقبل المستثمر بحد ادنى لهذا السعر هو 14% فإذا افترضنا أن المستثمر شكل رقم(04): السوك السعري والعائد



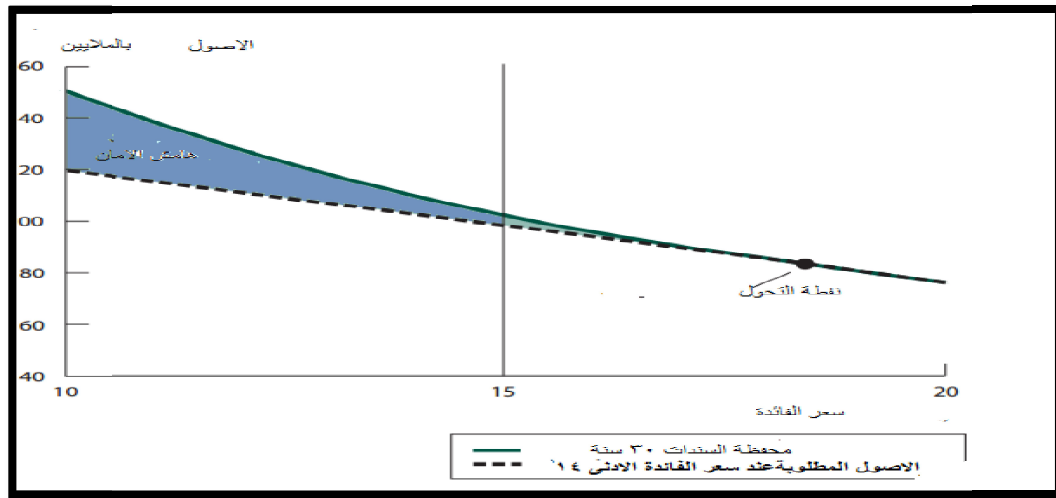
Source : Frank Reilly & Keith C Brown, Investment analysis & Portfolio management, op cit, P.836.

مستوى 14% .إذا افترضنا أن المستثمر لديه معلومات حول احتمال انخفاض أسعار الفائدة، يمكن للمستثمر شراء سند اجل استحقاقه 30 سنة بحيث تتجاوز فترة استحقاقه الأفق الزمني للاستثمار 5 سنوات و يكون بالتالي أكثر تجاوبا مع التغير في أسعار الفائدة السوقية. و سيؤدي انخفاض أسعار الفائدة إلى تجاوز المحفظة لقيمتها الابتدائية و تراجع قيمة المحفظة إذا ارتفعت أسعار الفائدة ، بحيث يوضح الشكل الموالي الأثر المحتمل في قيمة المحفظة إذا افترضنا تغير موازي في أسعار الفائدة عند بناء المحفظة.

إذا كان سعر الفائدة الحالي ستكون قيمة الأصول الابتدائية اللازمة لمحفظة السندات 95.56 مليون وهي تمثل القيمة الحالية لمبلغ 196.72 مليون عند معدل فائدة 15 % لمدة 15 سنة، و يكون الفرق بين القيمة الابتدائية للمحفظة 100 مليون و قيمة الأصول اللازمة 95.56 مليون. يمثل الفرق هامش الحيطة و الذي ينشأ عن قبول المستثمر تخفيض معدل الاستثمار و القيمة النهائية للمحفظة.

ويمكن للمستثمر إتباع عدد من استراتيجيات إدارة المحفظة الايجابية لزيادة القيمة النهائية للمحفظة فوق

شكل رقم 05: هامش الأمان في محفظة السندات



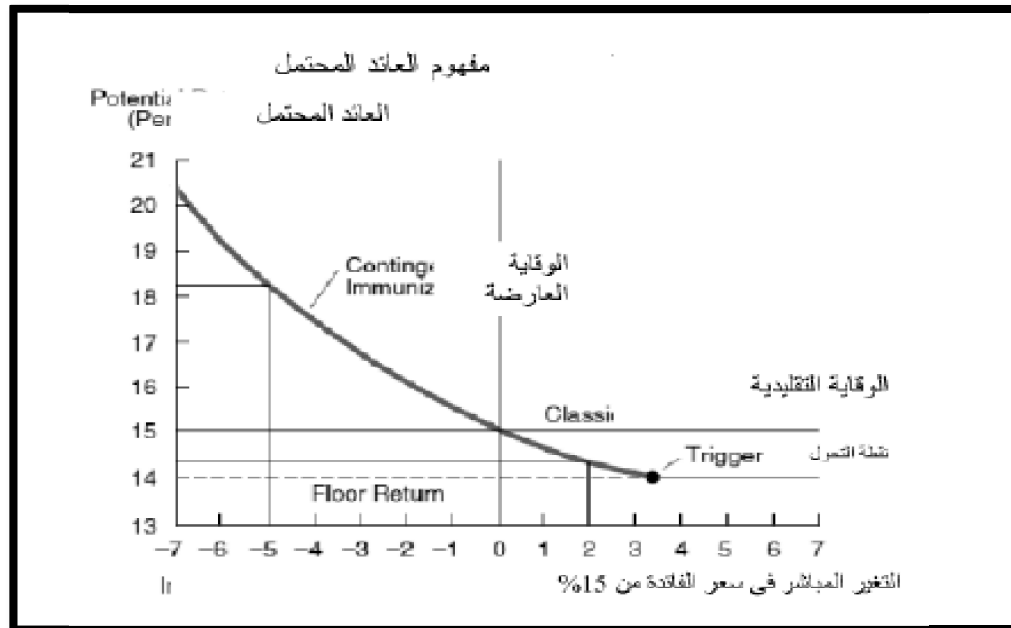
Source: Frank Reilly & Keith C Brown, Investment analysis & Portfolio management, op cit, p838.

عندما يعتمد المستثمر استراتيجيه الوقاية الأصول عند سعر الفائدة السائد و يساعد مفهوم العائد المحتمل على استيعاب الغاية من إستراتيجية الوقاية العارضة و يوضح الشكل (06) مختلف أشكال معدلات العائد المحتمل بناء على القيمة النقدية للأصول المبينة في الشكل (05) السابق، إذا اعتمد المستثمر إستراتيجية الوقاية عند سعر فائدة 15% فإنه يحقق عائد 15% لكن إذا حصل تراجع سريع في سعر الفائدة إلى 10% فإن قيمة أصول المحفظة سترتفع إلى 147 مليون، و إذا كانت هذه القيمة خاضعة لإستراتيجية الوقاية عند معدل 10% في فترة السنوات الخمس المتبقية فإن القيمة المركبة للمحفظة عند عامل نمو 1.6289 (محسوب على أساس 5%، 10 سنوات) ستصل إلى 239.45 مليون (147 مليون \times 1.6289

إذا انخفضت أسعار الفائدة لأقل من 15% فإن محفظة السندات (استحقاق 30 سنة) سترتفع قيمتها بشكل كبير يؤدي إلى ظهور هامش الأمان، و بالمقابل يؤدي ارتفاع أسعار الفائدة إلى تراجع قيمة المحفظة إلى أن تصل لقيمتها المنشودة عند معدل الفائدة الأدنى 14% و عندما تصل قيمة المحفظة إلى الحد الأدنى (نقطة التحول) على المستثمر إيقاف الإستراتيجية الايجابية و العودة إلى أسلوب الوقاية التقليدية في استثمار الأصول المتبقية لضمان الوصول إلى القيمة النهائية المطلوبة للمحفظة الاستثمارية أي 196.72 مليون.

- العائد المحتمل : يعبر عن التدفقات المكتسبة التي يمكن أن تحققها المحفظة في مجمل فترة الاستثمار

شكل رقم (06): مفهوم العائد المحتمل



Source :Frank Reilly & Keith C Brown, Investment analysis & Portfolio management, op cit, P838.

السندات استحقاق 30 سنة إلى 81.16 مليون (نقطة التحول) مما يفرض على المستثمر إتباع إستراتيجية الوقاية والتي ستحقق ارتفاع في قيمة المحفظة حيث تصل إلى 196.73 مليون (2.424×81.16) حيث قيمة عامل تركيب 9.25% لعشر فترات يساوي 2.424، تعني هذه القيمة النهائية ان العائد المحتمل على المحفظة سيبلغ 14% و بغض النظر عما سيطرأ على أسعار الفائدة في الفترات التالية فان المحفظة محصنة عند سعر الفائدة الأدنى وهو 14% وهذه الميزة الأساسية لإستراتيجية الوقاية العارضة، ولن يكون على المستثمر في هذه الحالة إلا التركيز على عتبة التحول للانتقال إلى إستراتيجية الوقاية او الخروج منها في الوقت المناسب.

هذه القيمة النهائية تمثل معدل عائد فعلي 18.25% على المحفظة الأصلية 100 مليون. بالنتيجة إذا انخفضت أسعار بنسبة الفائدة 5% فان العائد المحتمل على هذه المحفظة سيبلغ 18.25% أما إذا ارتفعت أسعار الفائدة ستراجع قيمة المحفظة كثيرا و ستخفض قيمة العائد المحتمل، لنفرض ان سعر الفائدة ارتفع الى 17% سيؤدي ذلك إلى انخفاض قيمة أصول المحفظة استحقاق 30 سنة إلى 88 مليون كما هو مبين بالشكل (04). فلو كانت هذه المحفظة 88 مليون خاضعة لاستراتيجيات الوقاية التقليدية للسنوات الخمسة المتبقية عند معدل الفائدة السائد 17% كانت القيمة النهائية ستصل حتى 199 مليون أي يكون معدل العائد 14.32% للفترة الكلية. أن ارتفاع سعر الفائدة كما هو مبين في الشكل (04) إلى 18.5% يعني انخفاض قيمة

الأصول الأمثل لمحفظته. و يخضع هذا التخصيص لتعديلات دورية للمحافظة على الأوزان الأولية التي اختارها المستثمر. يشابه هذا المنهج التخصيص المتكامل

باستثناء عدم اعتماد دورات التغذية العكسية

3-تخصيص الأصول التكتيكي: tactical Assets

Allocation

يرتكز على أساس أن عوائد الأوراق المالية ستستقر في النهاية عند قيمتها الوسطية طويلة الأجل. اذا افترضنا أن نسبة عوائد الأسهم غالى السندات كانت عند مستوى 1-2 هذا يعني ارتفاع درجة المخاطرة الأسهم. في هذه الحالة فان المستثمر وفق هذا المنهج يعتبر أسعار السندات الآن دون قيمتها الفعلية و يتوقع بالتالي ارتفاع أداءها في الفترة القادمة. و عند هذا التحليل يجب على المستثمر زيادة حصة السندات لينتقل من تركيبة 40%-60% بين الأسهم و السندات إلى توليفة جديدة هي 50%-50%. أي أن تخصيص الأصول التكتيكي يقوم على التعديل الدائم لتركيبه الأصول للاستفادة من تغيرات السوق و يعبر عن أسلوب استثماري معارض لحركة السوق حيث من خلاله يقوم المستثمر بحيازة الاصول التي لا تلقى اهتماما من المتداولين في السوق و يبيع الأصول التي تحقق أعلى قيمة سوقية. و تتوقف عملية تعديل المزيج الاستثماري على عدة عوامل أهمها تقلبات السوق المالية و علاوة المخاطرة للأسهم و للأدوات الثابتة الدخل و التغيرات الحاصلة في الاقتصاد الكلي .

4-تخصيص الأصول المضمون: Insured Assets

Allocation

يفترض أن العوائد المتوقعة و المخاطرة عناصر ثابتة مع الزمن في حين تتغير أهداف المستثمر و محدداته مع التغير في رأس مال المحفظة حيث يزيد ارتفاع قيمة استثمارات المحفظة رأس مال المستثمر و بالتالي قدرته على إدارة المخاطر مما يتيح له إمكانية زيادة نسبة الاستثمار في الأصول الخطرة، و يحدث العكس عند انخفاض قيمة استثمارات المحفظة. و يقوم أساسا على الاستثمار في أصلين الأسهم و اودونات الخزينة فارتفاع

7-استراتيجيات تخصيص الأصول: هناك أربع استراتيجيات رئيسية لتحديد تركيبة أصول المحفظة و هي:

-تخصيص الأصول المتكامل، الاستراتيجي، التكتيكي و الثابت

1- تخصيص الأصول المتكامل، الاستراتيجي:

INTEGRATE ASSETS ALLOCATION

ترتكز على دراسة واقع سوق رأس المال من جهة و أهداف المستثمر و محدداته من جهة أخرى للوصول إلى مزيج أصول المحفظة الذي يلبي متطلبات المستثمر. تستخدم العوائد الفعلية المتولدة من المحفظة مدخلات لعملية متكررة تعين التغيرات الحاصلة مع الزمن في أهداف المستثمر و محدداته، و هنا يمكن مراجعة المحفظة بناء على المستجدات في متطلبات المستثمر و التوقعات في السوق. و قد عبر شارب عن منهج التخصيص المتكامل في ثلاث خطوات :

-تحديد توقعات السوق و أهدافه و محدداته الخاصة (درجة تحمل المخاطرة و الأفق الزمني)

-جمع المعلومات التي تم تحديدها في المرحلة الأولى و اختيار محفظة على أساسها تحقق الأداء الأمثل، و ذلك بحسب المنفعة المتوقعة من كل مزيج استثماري متاح باستخدام العلاقة التالية:

$$EU = ER - \left(\frac{\delta^2}{Rt} \right)$$

حيث

Eu: المنفعة المتوقعة من المحفظة

RT: درجة تحمل المخاطرة

ER: العائد المتوقع على المحفظة

σ^2 : تباين المحفظة

2-تخصيص الأصول الاستراتيجي: strategic Assets

Allocation

يساعد على تحديد أوزان أصول المحفظة على الأجل الطويل، و يتم تقدير أداء السوق المستقبلي باستخدام عوائد الأصول الوسطية و مخاطرها و تباينها على الأجل الطويل و باستخدام هذه المعلومات يمكن الوصول إلى منحنيات الكفاءة ليتمكن المستثمر من اختيار مزيج

7: زياد رمضان، الاتجاهات المعاصرة في إدارة البنوك، دار وائل عمان، ص 292.

8: فلاح الحسيني، مؤيد عبد الرحمن الدوري، إدارة البنوك، مدخل كمي و استراتيجي معاصر، مرجع سابق، ص 160

9: سعيد سيف النصر، دور البنوك التجارية في استثمار اموال العملاء، دراسة تطبيقية تحليلية، دار الامين القاهرة، ص 107.

10: عادل رزق، دعائم الادارة الاستراتيجية للاستثمار، اتحاد المصارف العربية، بيروت، 2006، ص ص 158-159.

زياد رمضان ،محفوظ جودة ،الاتجاهات المعاصرة في ادارة البنوك ،ص 292.

11: انظر: محمد الصبري، إدارة المصارف، دار الوفاء، الاسكندرية، 2007، ص ص 37-39.

عبد المطاب عبد الحميد، البنوك الشاملة عملياتها و ادارتها، الدار الجامعية الاسكندرية، 2000، ص ص 166-168

منير هندي، إدارة البنوك التجارية-مدخل اتخاذ القرارات، مرجع سابق، ص-ص 313-315.

خليل الشماع، إدارة الاستثمارات في المصرف ،مجلة الدراسات المالية و المصرفية، ص 33.

سعيد سيف النصر، دور البنوك التجارية في استثمار اموال العملاء، دراسة تطبيقية تحليلية، دار الامين للنشر و التوزيع، ص 87-98.

زياد رمضان ،محفوظ جودة ،الاتجاهات المعاصرة في ادارة البنوك، مرجع سابق، ص 292.

12: ال شبيب دريد كامل ،الاستثمار و التحليل الاستثماري، دار اليازوري العلمية للنشر و التوزيع، عمان، الاردن، 2009، ص ص 295-297.

13: ال شبيب دريد كامل ،الاستثمار و التحليل الاستثماري، مرجع سابق، ص 310-314.

14: عبيد القادر، السيد متولي، الاسواق المالية و النقدية في عالم متغير، دار الفكر، عمان ،الاردن، ط1، 2010، ص 222

Frédéric Herber, Cat Herive Barlet. Octave Jokung, 15 , Piérre N' Gahane, Finance et placement, Arnand calin (Avril, 1998, P(99).

16: الحناوي، محمد صالح، ابراهيم سلطان، جلال ابراهيم العبد، تحليل و تقييم الاوراق المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر، 2002، ص 301.

17 محمد البشير مبيروك،:محصول نعمان، ادارة محفظة الاوراق المالية في البنوك التجارية، وقفة عمل مقدمة ضمن الملتقى الدولي ادارة المخاطر، الشلف، 2008، ص 22.

18 Noel Amenec and Veronique Le Sourd, John Wiley & Sons Lid, England, 2003, P P 6-7.

أسعار الأسهم يفرض زيادة نسبة الأسهم أما تراجع أسعار الأسهم يتطلب زيادة نسبة الأصل النقدي و تخفيض نسبة الأسهم في المحفظة.

الخاتمة:

تم عرض مختلف استراتيجيات إدارة محفظة الأوراق المالية في البنوك التجارية، حيث أن اختيار الأسلوب المناسب لتخصيص الأصول يتوقف على التغيرات في أهداف المستثمر و محدداته و العلاقة بين أوضاع سوق رأس المال في الماضي و المستقبل، فإذا كان لدى البنك اعتقاد مؤكد بان أحوال سوق رأس المال مستقرة نسبيا فان أفضل إستراتيجية هي التخصيص المضمون. أما إذا كانت أهداف المستثمر و درجة تحمله للمخاطرة و محدداته ثابتة نسبيا يمكنه إتباع أسلوب التخصيص التكتيكي الذي يقوم على التعديل الدائم لتركيبية الأصول للاستفادة من تغيرات السوق، اما بالنسبة لأسلوب التخصيص المتكامل فيتطلب متابعة مستمرة لظروف السوق المتغيرة.

المراجع:

1: Ross, Stephen, Westerflid, Randolph, W. and Jordan, d, Bradford, 1998, Fundamental of Corporate Finance, 4th ed, Mc graw-Hill Companies, P370.

2: Van horne, jamea, 1998, Financial Mangement and Policy, 11th ed, Prentice-Hill internationa, P51.

3: الكروي، بلال نوري سعيد، إدارة محفظة الاستثمارات المصرفية الدولية، رسالة ماجستير غير منشورة، كلية الإدارة و الاقتصاد، جامعة كربلاء، 2005، ص 14.

4: ال شبيب دريد كامل ،الاستثمار و التحليل الاستثماري، دار اليازوري العلمية للنشر و التوزيع، عمان، الاردن، 2008، ص 288.

5: فلاح الحسيني، مؤيد عبد الرحمن الدوري، إدارة البنوك، مدخل كمي و استراتيجي معاصر، دار وائل عمان، 2006، ص 160.

6: منير هندي، ادارة البنوك التجارية، مدخل اتخاذ القرارات، المكتب العربي الحديث، الاسكندرية، 1996، ص-ص 313-314.

21 Robert I, Hagin, Portfolio diversification, Risk, and timing-
fact and fiction, John Wiley & Sons, Inc, New
jersey, 2004, P225-226.
22 Louis K, C. Chan, Narasimhan Jegadeesh and Josef
Lakonishok, The Probability Momentum Strategies, Financial
Analysts Journal 55, N 06, (November-december), P80-90.
23 Harold D, Fletcher, Thomas Ulrich, The melding of
financial and valuation analysis, an application, Journal of
Finance and Accountancy, 2008, P 5-3.

Frank Reilly & Keith C Brown, Investment Analysis & Portfolio
Management, South-Western, 2006, P654-660.
19 Frank J, Fabozzi, John Wiley & Sons, The Handbook of
Financial Instruments, New Jersey, 2002, P28-29.
20 محمد مجد الدين باكير، محافظ الاستثمار، شعاع للنشرة
العلوم، حلب، ص 305.