

المحفظة المالية الاستثمارية بين المفهوم التقليدي والمفهوم الإسلامي - دراسة مقارنة -

أ/سلماتي عادل

أ.د/غزيل محمد مولود

جامعة غرداية

الملخص :

Résumé:

"Sharp" a développé la théorie du portefeuille en 1962 en utilisant une autre technique appelée " le modèle indexe unique ". Quand on a des feuilles financières en grand nombre et après " Ross " a développé en 1976 le modèle cité en théorie des prix équilibrés qui s'établit a la base du choix des substituts (alternatives) parmi les feuilles financiers par rapport ou rendement et le risque. Quand les rendements s'égalisent on procédera au choix des feuilles financières avec le munemum de risque.

Les suppléments se sont succédés durant la period proche des années 70. Du 2eme siècle surtout après les progrès économiques et la housse des excédents financiers chez la société et les banques et les caisses dépagne.

On avait créé les investissements financiers qui gèrent les fonds au moyen de caisse on portefeuilles dans le but d'exploiter de la meilleure façon.

قامت Sharp "بتطوير نظرية المحفظة في عام 1962 باستخدام تقنية أخرى تسمى " نموذج المؤشر الواحد ". عندما يكون لدى أحد الأوراق المالية بأعداد كبيرة وبعده " روس " تم تطويره في عام 1976 ، تم اقتباس النموذج نظريا عن الأسعار المتوازنة. التي يتم تأسيسها عند قاعدة اختيار البدائل (البديلة) بين الأوراق المالية فيما يتعلق بالعائد والمخاطرة . عند تعادل العائدات ، سوف نختار الأوراق المالية مع ذخيرة المخاطر.

تبعث الملاحق بعضها البعض خلال الفترة القريبة من السبعينيات من القرن الثاني الميلادي خاصة بعد التقدم الاقتصادي وغطاء الفوائض المالية في المجتمع والبنوك والقلم. تم إنشاء الاستثمارات المالية التي تدير الأموال من خلال النقد أو المحافظ من أجل استغلال أفضل طريقة.

الكلمات المفتاحية: سوق رأس المال

، المحفظة المالية ، العائد ، المخاطر ، الضوابط الشرعية

مقدمة

إن التمايز الموجود بين نمط الإنفاق ونمط توزيع الدخل، أدى إلى ظهور وحدات فائض ووحدات إنفاق وبالتالي أصبحت رؤوس الأموال تنتقل بينهما وكل ذلك بغرض الحصول على عائد معقول، الأمر الذي أدى إلى ضرورة تواجد سوق تجمعهما، ومن هنا ظهرت أسواق رأس المال وكذلك ظهر الاستثمار في الأوراق المالية، وأصبح هذا الأخير من المواضيع المهمة، إذ يقوم على ضرورة الحصول على أعلى العوائد مع التقليل من المخاطر قدر المستطاع، وهذا الأمر لا يتحقق إلا بتحقيق تنوع جيد للموارد بما يضمن توزيعاً للمخاطر، ولما كان التنوع يقلل من المخاطر أصبحت هذه الأوراق تجمع فيما يسمى بالمحفظة المالية أو محفظة الأوراق المالية، هذه الأخيرة التي تعتبر كسياسة استثمارية تقوم على فكرة المزج بين البدائل الاستثمارية الأكثر فعالية وذلك عن طريق إدارتها إدارة محكمة وفي هذه الورقة البحثية المعدة من طرف الباحثين سيتم التعرف على أساسيات حول المحفظة المالية من خلال التطرق إلى ماهية المحفظة المالية وذلك عن طريق التطرق لتعريفها، أهدافها آليات تكوينها وأنواعها ثم بعد ذلك سيتم التعرف على العوامل المؤثرة في تكوين المحفظة المالية، هذه الأخيرة التي تتمثل في العائد، الخطر والتنوع، وسيتم التطرق كذلك إلى المحافظ المالية الاستثمارية أحكامها وضوابطها في الفقه الإسلامي.

الإشكالية :

ماهية المحفظة المالية ؟ وماهي مقومات تكوين محفظة الأوراق المالية ؟ وماهي الأحكام الفقهية للمحافظ المالية وضوابطها الشرعية والمخاطر التي تواجهها ؟
وللإجابة على هذه الإشكالية سنتطرق للنقاط التالية :

- ماهية المحفظة المالية (المفهوم التقليدي)
 - مقومات تكوين محفظة أوراق مالية
 - الأحكام الفقهية للمحافظ المالية وضوابطها الشرعية والمخاطر التي تواجهها
- المطلب الأول: ماهية المحفظة المالية (المفهوم التقليدي)

يعتبر موضوع الحوافز المالية كتطور لعلم الاستثمار، جاء ليُلبي الحاجات الجديدة للمستثمرين الذين يعتبرون الاستثمار في الأوراق المالية، بمثابة خط الدفاع الأول للوقاية ضد المخاطر المحتملة.

الفرع الأول: التعريف بالمحفظة المالية والهدف من تشكيلها

تحتل محفظة الأوراق المالية مكانة بارزة في أسواق رأس المال، وتزداد أهمية مكانتها من يوم لآخر نظرا للتطورات الهامة التي تشهدها هذه الأسواق ولتنوع أدواتها المالية، الأمر الذي أدى إلي زيادة الاهتمام بها أكثر فأكثر .

أولاً: نشأة المحافظ الاستثمارية

إن أول اكتشاف بشري لمنطق المحفظة هو في المثل الشهير القائل: "لا تضع كل البيض في سلة واحدة" فلا تضع كل مواردك في مشروع واحد.

ويعتبر المحلل الأمريكي ماركويتز MARKO WITS أول من كتب في المحافظ الاستثمارية بمفهومها الاقتصادي وذلك في عام 1952م ، ثم جاء بعده عدد من الدارسين والباحثين أمثال كورن COREN، وشارب SHARPE، وتعتمد نظريتهما على تعظيم العائد وتقليل مخاطر الاستثمار عن طريق التنوع بين أدوات الاستثمار ، حيث ظهر في بريطانيا والولايات المتحدة خلال عقد الخمسينيات والستينات عدد كبير من البنوك والشركات المالية هدفها الأساسي تجميع المدخرات من الأفراد الذين لا يستطيعون استثمارها ، لكي تستثمرها لهم استثماراً صحيحاً تحقق من خلاله دخلاً جيداً للبنك وللمدخر ، مما أدى إلى ظهور عدد كبير من المحافظ ، ولوجود عدد كبير من المديرين غير المتخصصين في إدارة المحافظ المالية الذين لم يطبقوا الأسس العلمية لإدارة المحافظ وبالتالي فشلوا في إدارتهم ، فخرج عدد من المؤسسات من السوق ، وظلت المؤسسات التي يديرها مديرون متخصصون طبقوا نظريات المحافظ المالية الحديثة في استثماراتهم المختلفة فنجحوا نجاحاً كبيراً ، مما دعا الباحثين والدارسين إلى التركيز على إدارة المحافظ ، وبعد خمسة وعشرين سنة من أبحاث العالم الأمريكي ماركويتز أصبحت إدارة المحافظ من أهم مواضيع الإدارة المالية ، وأصبحت كليات العلوم التجارية تدرس مادة إدارة المحافظ جنباً إلى جنب مع مادتي إدارة الاستثمار والتسويق¹

ثانياً: تعريف المحفظة المالية

تعرف المحفظة :

أ- لغة :بفتح فسكون ،وجمعها محافظ كيس يحفظ به النقود أو الكتب ،ولقد أشار البعض إلي أن كلمة (محفظة) -ابتداء- كلمة غير عربية وهي مشهورة في المجال المصرفي مثل كلمة (بنك) وهي غير عربية أيضاً².

ب- اصطلاحاً: لا يخرج المعنى الاصطلاحي عن المعنى اللغوي، ولقد وردت كلمة (المحفظة) في عبارات الفقهاء ويعنون بها الكيس الذي تحتفظ فيه الأشياء، كما نقل ذلك صاحب مواهب الجليل في حديثه عن النعال وقد لامست نجاسة حيث جاء فيه: "وإنه يجعل على يساره -أي النعال في الصلاة - إلا أن يكون على يساره أحد فلا يفعل لأنه يكون على يمين غيره فيجعله حينئذ بين يديه فإذا سجد كان بين ذقنه وركبتيه وليتحفظ أن يحركه في صلاته لئلا يكون مباشراً له لأجل هذا يكون له خرقة أو محفظة يجعله فيها" ³

تعرف المحفظة المالية على " أنها مجموعة اختيارات من الأوراق المالية، تشكل مزيجاً متجانس من هذه الأوراق، يتم اختيارها بعناية وبدقة فائقة، لتحقيق مجموعة من الأهداف والغايات، لذلك نجدها تتكون من عدد مناسب من الأوراق المالية (أسهم، سندات، صكوك....) تتباين وتختلف من حيث (القيمة، معدل العائد المتولد عنها، مدة استحقاقها)⁴ كما تعرف بأنها مجموعة من الأصول المالية أو الأوراق المالية المنفولة ، التي يمسكها المستثمر بغرض المتاجرة والاستثمار ،أي بغرض تنمية قيمتها السوقية وتحقيق التوظيف الأمثل لما تمثلها هذه الأصول من أموال⁵.

كما يمكن تعريفها بأنها " تشكيلة من الأصول المالية بهدف الحصول على أكبر عائد بأقل خطر، ومن أجل تقادي المخاطر جاءت فكرة تنويع المحفظة"⁶ وعليه يمكن القول بأن محفظة الأوراق المالية هي عبارة عن توليفة لمجموعة أوراق مالية تختلف في قيمتها، عائدتها، مدة استحقاقها، نوعها....، يتم اختيارها بدقة بالاعتماد على خاصية التنويع وذلك بغرض تعظيم عائدتها وتدنيه خطرها أي تحسين العلاقة: عائد/خطر، ولذلك نجد أن المحفظة المالية عادة ما تتكون من عدد مناسب من الأوراق المالية: أسهم، سندات مشتقات مالية... الخ (تتباين وتختلف فيما بينها من حيث قيمتها، معدل العائد المتولد عنها، ومدة استحقاقها)⁷

ثالثاً: الهدف من تشكيل محفظة الأوراق المالية

إن هدف أي مستثمر من بناء أو تشكيل محفظة أوراق مالية هو تحقيق منافع إضافية ، إلا أن الأمر هذا يتطلب عملية مفاضلة بين :

- الخطر والعائد المتوقع
- القيمة المضافة المحتملة والدخل المنتظم

- مختلف مستويات الخطر

مع العلم أن هذه المفاضلة تحدث تبعاً لرغبة وهدف المستثمر، إلا أن الهدف الرئيسي لأي مستثمر هو الوصول إلى محفظة مثالية، أي تحقيق أكبر عائد عند مستوى خطر معين، أو تحقيق أقل مستوى خطر ممكن عند مستوى عائد ثابت، وبالتالي فإن الهدف الرئيسي للمستثمر وهو يشكل محفظته المالية هو الحصول على أحسن ثنائية (عائد/خطر) ممكنة، وتختلف أهداف الاستثمار باختلاف المستثمر والأفراد، فبعضهم لديهم استعداد لتملك أوراق مالية ذات درجة عالية من الخطورة وذلك للحصول على أكبر قدر من الأرباح، في حين يفضل البعض الآخر الاعتماد على أسلوب متحفظ في الاستثمار حتى وإن حصل على عائد أقل، ومن أهم الأهداف التي يطمح المستثمرون إلى الوصول إليها في مجال الاستثمار في الأوراق المالية ما يلي:

- **تعظيم الربح:** أي تعظيم المخاطرة فإذا كان للريح الأولوية في سلم أولويات المستثمر، فهذا يدل على أن المستثمر سيعمل على تكوين محفظة مالية ذات مستوى كبير من المخاطرة .
- **تحقيق أمان مستقبلي:** وهذا بتشكيل محفظة تتكون من أوراق مالية تعمل بمثابة احتياطي متراكم تزداد قيمته مع الأيام، وفي مثل هذه الحالات عادة ما يتم اللجوء إلى محفظة تتكون من سندات صادرة عن الحكومة والمؤسسات المالية المستقرة ذات العائد المتوازن .
- **تحقيق النمو:** أي زيادة تراكمية رأسمالية، وفي مثل هذه الحالة يعمل المستثمر على البحث عن المجالات التي تحقق له هذا الهدف، مما يجعله يلجأ إلى أسهم الشركات التي يميل مجلس إدارتها إلى التوسع وزيادة خطوط إنتاجها أو رأسمالها أو أرباحها .
- **تحقيق مكانة في المجتمع الاقتصادي:** من خلال حيازة مجموعات متنوعة من الأسهم والسندات يتم تدويرها بشكل كفاء وفعال، مما يكسبه مكانة مرموقة في المجتمع .
- **التأثير على قرارات الجمعية العامة للمساهمين:** لأن الحصول على عدد أكبر من الأسهم يزيد في سلطة المساهم داخل الشركة، وبالتالي زيادة قدرته على التدخل في قرارات التغيير

• **مواجهة الالتزامات المستقبلية:** أي هدف تحقيق السيولة اللازمة لتغطية

الالتزامات الخارجية

وفي الواقع الهدف من تشكيل محفظة أوراق مالية هو مزيج من الأهداف السابقة، وتتحدد درجة أولوية كل منها وفقا لاحتياجات وطبيعة المستثمر صاحب المحفظة⁸

الفرع الثاني: آليات تكوين محفظة الأوراق المالية

لتكوين محفظة مالية مطابقة تماما لرغبة المستثمر واحتياجاته لابد من التحديد المسبق للقيود والضوابط المفروضة على تكوينها، بالإضافة إلي مبادئ ومراحل تشكيلها

أولا: قيود تكوين محفظة أوراق مالية

ويمكن التمييز بين القيود التالية :

• **قيود زمنية:** ونعني بها تحديد المدى الزمني الذي يرغب المستثمر

صاحب المحفظة أن يستثمر خلاله، أي بمعنى تحديد نوع المدى الزمني الملائم له (قصير أم متوسط).

• **قيود مالية أو رأسمالية:** أي إمكانية المستثمر المالية وحجم ونوع الأموال

التي تكون بحوزته والمخصصة لشراء وحيازة الأوراق المالية، بالإضافة لمدى توفر الأموال للمستثمر حتى يتمكن من انتهاز الفرص الجيدة دون الاضطرار لبيع ما بحوزته.

• **قيود متعلقة بمدى الحاجة لتسييل المحفظة:** وذلك بشكل مفاجئ أو في

أجل قصير الأمر الذي يؤدي بالمستثمر إلي التخلص من بعض الأوراق المالية، وفي هذه الحالة لابد عليه أن يختار الأوراق المالية الأكثر قابلية للتداول.

• **قيود ضريبية وإلزامية:** وهذا مرتبط بالقوانين والتشريعات التي قد تمنح

إعفاءات ضريبية معينة لأوراق مالية معينة أو لنوع معين من الشركات أو لمناطق جغرافية معينة، أو لأنشطة معينة، لذلك لابد على المستثمر أن يكون على إطلاع بها حتى لا يتفاجئ بتغيرها.

• **قيود ومحددات المخاطر:** إن درجة تقلب المخاطر تتنوع وتختلف من

استثمار لآخر، ومن ورقة مالية لأخرى، ومن درجة خطر معين لآخر،

لذا لابد على المستثمر أن يكون على علم بهذه المخاطر ومدى تأثيرها على العائد .

ثانيا :ضوابط تكوين محفظة أوراق مالية

وبجوار قيود ومحددات تكوين المحفظة يجب على المستثمر أن يلتزم بالضوابط التالية :

- يجب على المستثمر أن يعتمد على رأسماله الخاص في تمويل محفظته المالية دون اللجوء إلي الاقتراض.
- يجب أن يكون هناك جزء من المحفظة ،بحيث يحتوي على أسهم الشركات ذات درجة مخاطرة منخفضة بعد أن يحدد المستثمر مستوى المخاطر التي يستطيع أن يتحملها ،على أن تحتوي المحفظة أيضا على جزء من الأسهم ذات المخاطر العالية والتي يكون العائد بها مرتفعا وكل ذلك يتم وفقا لقدرة المستثمر على تحمل مثل هذه المخاطر .
- يجب على المستثمر بين الفترة والأخرى أن يجري تغيرات في مكونات المحفظة إذا ما تغيرت ظروفه بشكل يسمح له بتحمل مخاطر أكبر ،أو بالعكس حسب ظروف السوق ،أو إذا ما اتضح انخفاض أداء أحد الأسهم بصورة لافتة للنظر ،أو قد تتحسن القيمة السوقية لعدد من الأسهم التي تتكون منها المحفظة لترتفع قيمتها النسبية بشكل يؤدي إلي زيادة مستوى مخاطر المحفظة عما هو مخصص له، مما يجعل مسألة إعادة تشكيل مكونات المحفظة المالية مسألة لا مفر منها .
- تحقيق مستوى ملائم في التنوع بين قطاعات الصناعة ، فمن الخطأ تركيز الاستثمارات في أسهم شركة واحدة حتى وإن كان رأس المال الخاص بالمستثمر صغيرا ،فكلما زاد تنوع قطاعات الصناعة التي تتضمنها المحفظة المالية انخفضت المخاطر⁹

ثالثا : مبادئ تكوين محفظة مالية ناجحة

هناك عدة مبادئ لابد للمستثمر -صاحب المحفظة أو القائم على تشكيلها - أن يراعيها عند تكوينه للمحفظة المالية وذلك ليحصل على تشكيلة أوراق مالية ناجحة ،سنذكر بعضا منها على سبيل المثال لا على سبيل الحصر :

- **مبدأ القياس الكمي:** ويعني إمكانية قياس قيمة العائد المتوقع من الأوراق المالية المشكلة للمحفظة المالية، وبالمقابل إمكانية قياس درجة الخطر التي تتطوي عليها المحفظة المالية، ولقياس العائد والخطر لا بد من توفر المعلومات الكافية عن العائد والمعطيات الاقتصادية المتوقعة في المستقبل، والتي يعتمد عليها في تقييم العائد المتوقع من المحفظة المالية ككل .

- **مبدأ الشمول:** ويقصد به اشتغال المحفظة المالية على معظم الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية من أسهم، سندات حكومية، اذونات الخزانة...، وذلك حتى يتم تحقيق عائد مرتفع ومستقر نسبياً بأقل مخاطرة ممكنة.

- **مبدأ الارتباط:** ويهدف هذا المبدأ إلى تخفيض درجة المخاطرة التي تصاحب تكوين محفظة الأوراق المالية في ظل درجة الارتباط بين العوائد المحققة من الاستثمار بين أوراق مالية لشركات مختلفة، فمعامل ارتباط عوائد الأوراق المالية المشكلة للمحفظة المالية له علاقة طردية مع درجة المخاطرة الخاصة بهذه المحفظة المالية .

- **مبدأ الجودة:** ويقصد بجودة ورقة مالية ما إمكانية بيعها أو شرائها في السوق دون أية عوائق ودون خسارة، وتتوقف جودة الورقة المالية عن بعدها عن المخاطرة الناتجة عن تقلبات السوق، كما يمكن القول أن توافر جودة في الورقة المالية يعني توافر وزيادة في قابلية السوق وتحسن فرص ترويجها.

- **مبدأ التنوع:** إن التشكيل الجيد للمحفظة يتطلب تجميع أنواع الأوراق المالية، أي ذات خصائص متنوعة، ويمكن أن يأخذ التنوع عدة أشكالاً أهمها :

* تنوع قطاعي: تنوع قطاعات النشاط الاقتصادي

* تنوع سوقي: أسواق حاضرة /مستقبلية، أسواق محلية /أجنبية .

* التنوع في الأوراق المالية : أسهم /سندات

* التنوع في نوعية الورقة المالية : أسهم ممتازة /أسهم عادية /سندات متغيرة الفائدة /سندات ثابتة الفائدة /سندات المساهمة /شهادات الاستثمار¹⁰

الفرع الثالث: أنواع المحافظ المالية

يمكننا تقسيم المحافظ المالية بحسب نوع الأوراق المالية التي تحتويها، وتبعاً للأهداف المرجوة منها، ودرجة المخاطرة التي يمكن أن تتحملها إلى :

أولاً: محافظ العائد المنتظم " الدخل " : يأتي الدخل النقدي للأوراق المالية التي يحتفظ بها المستثمر لأغراض العائد من الفوائد التي تدفع للسندات أو التوزيعات النقدية للأسهم الممتازة

أو العادية، وعلى هذا فإن الهدف من هذه المحافظ هو تحقيق أعلى معدل للدخل النقدي المنتظم، الثابت والمستقر وتخفيض المخاطر بقدر الإمكان، وهنا يتحتم على الجهة المكونة للمحفظة المالية اختيار الأوراق المالية التي تدر أعلى عائد، لذا يتم التركيز على السندات التي تحقق أعلى فائدة بأقل وقت بالإضافة إلي الأسهم التي توزع أرباح عالية قليلة الخطورة¹¹.

وعليه يعتبر الهدف الرئيسي من هذا النوع من المحافظ هو الحصول على تشكيلة تحقق دخلا شهريا أو سنويا، ويتم هذا باختيار الجزء الأكبر من الأرباح المحققة¹²

ثانيا: محافظ الريح " النمو ": وهي المحافظ التي تشمل الأسهم التي تحقق نموا متواصلا في الأرباح وما يتبع ذلك من ارتفاع في أسعار الأسهم، وبالتالي تحسين القيمة السوقية للمحفظة، ويتناسب هذا النوع مع أهداف المستثمر الذي يسعى إلي تحقيق عائد مرتفع إلا أنه يتحمل درجة مخاطرة مرتفعة، وعليه فإن هذه المحافظ تهتم بالاستثمار في أسهم الشركات التي تتم أرباحها سنة بعد أخرى، هذه الأخيرة التي نجد معظمها في قطاعات جد متطورة وهي من المؤكد لها خصائص معينة - لها استثمارات جيدة

ومتطورة - لها قيمة سوقية مرتفعة - لها معدل مردودية جد عالي - هيكل مالي متوازن - قدرة تمويل ذاتي كبيرة جدا... الخ¹³

ثالثا: محافظ الريح والعائد " المختلطة ": تقع هذه المحفظة في الوسط بين محفظة العائد ومحفظة الريح، وهي تهدف لحماية رأس المال مع تأمين دخل معين، لذا فهي تجمع بين أوراق مالية لا تتحمل المخاطر، وأوراق مالية تحقق دخلا كبيرا وتتضمن مخاطر عالية، ويعتبر هذا النوع المفضل لدى المستثمر الذي يتطلع إلي المزج بين العائد والخطر¹⁴

رابعا: المحافظ التقليدية هذا النوع من المحافظ يهتم بزيادة رأس المال مع الحصول على نتائج جيدة مقارنة بالسوق، وهذا يعني تحمل درجة معينة من المخاطر، هذه المحافظ تتكون في معظمها من أسهم، وتتميز عن المحافظ السابقة في أنها محافظ حركية تعمل على البحث عن الفرص الجيدة لاستغلالها في السوق.

خامسا: المحفظة المهاجمة هي محافظ تطمح لتحقيق فوائض في القيمة مع تحمل مخاطرة كبيرة، لذا فهي تعتبر محافظ حركية تزيد من استغلال الفرص¹⁵.

سادسا: المحفظة الحذرة هذا النوع من المحافظ يهدف إلي تأمين وضمان زيادة في رأس المال وفي نفس الوقت تحقيق عائد معين، ولهذا فهي تعتمد في تشكيلها على محاولة

التوفيق بين انتظام العوائد ونمو الدخل، وفي الوقت نفسه يجب أن يطبق بعض التحكم بين الدخل والعائد المحقق في المدى القصير، والدخل والعائد المحقق في المدى الطويل .

سابعاً: المحفظة المضاربة تركز على تحقيق عوائد سريعة وكبيرة مع تحمل مخاطر كبيرة، لذا فهي تتكون من الأسهم المضاربة أي التي تخضع لعمليات مضاربة كبيرة، وفي الأخير تجدر الإشارة إلي أنه مهما كان نوع المحفظة المالية فإن كل الأنواع تشترك في عدة أهداف أبرزها :

- المحافظة على رأس المال الأصلي - إستقرار تدفق الدخل وفقاً لحاجات الأفراد المختلفة ووفقاً لطبيعة المحفظة المالية - النمو في رأس المال - المخاطر التي يتعرض لها المستثمر - القابلية للسيولة والتسويق¹⁶ .

المطلب الثاني: مقومات تكوين محفظة أوراق مالية

يحكم تكوين المحفظة المالية عدة مقومات وعوامل هامة تتمثل في العائد المحقق، خطر الأوراق المالية المكونة للمحفظة والتنوع، وهي العوامل التي يجب على الراغبين في تكوين محافظ مالية أن يضعوها في الحساب حتى يتحقق الهدف المرجو من الاستثمار .

من الصعب على المستثمر تحديد عائد المحفظة المالية بدقة وذلك لأنه يعمل في عالم يتميز بقدر كبير من عدم التأكد بشأن المستقبل، لذا فإن العائد الذي سيتم تعيينه هو عائد متوقع وليس عائداً فعلياً .

الفرع الأول: العائد:

أولاً: مفهومه: يعرف العائد على "أنه النسبة المئوية لما يذره رأس المال من إيراد، فالعائد الإجمالي البسيط على سند ما هو المقدار السنوي الذي يتلقاه حامل السند في شكل فائدة، أما العائد الصافي البسيط فهو العائد (الإجمالي البسيط مطروح منه ضريبة الدخل)" ويقال بأن "العائد الإجمالي الصافي على سهم ليس المقصود به الأرباح الصافية فقط، وإنما أيضاً" (القيمة الإضافية المحققة، بالإضافة إلى الأرباح الرأسمالية التي قد تنتج عن إعادة بيعه)¹⁷ .

ثانياً: أشكال العوائد المالية وأنواعها:

1/-: أشكال العوائد: تأخذ عوائد الأوراق المالية عدة أشكال من بينها

1- توزيعات الأرباح: إذا كانت الورقة المالية تمثل ملكية في الشركة كالسهم.

2- الفوائد: إذا كانت الورقة المالية تمثل دينا بالنسبة للشركة ، كالسندات فحاملها يتحصل على الفائدة المتفق عليها.

3- الأرباح الرأسمالية: وتنتج عن إعادة بيع الأوراق المالية، فالفرق بين سعر الشراء وسعر البيع يمثل ربح¹⁸.

2/-: أنواع العوائد المالية: نميز هنا بين:

2-1- العوائد الفعلية: أي التي حققها المستثمر فعلا بين شرائه و بيعه للأوراق المالية وقد تكون عوائد إرادية أو رأسمالية أو مزيجا بينهما.

2-2- العوائد المتوقعة: صعبة التحديد لأنها تعتمد على المستقبل وبالتالي فهي متعلقة بحالة عدم التأكد، لذا فمن الممكن أن يضع المستثمر إطار للتوزيع الاحتمالي، أي يقدر الاحتمالات الممكنة ووزن كل احتمال وقيمة العائد المتوقع في ظله.

2-3- العوائد المطلوبة أو المرغوب فيها: وعادة ما تكون متناسبة مع مستوى الخطر (الذي سيتعرض له)¹⁹.

ثالثا: عائد المحفظة المالية:

1/-: تعريف عائد المحفظة المالية: إن عائد المحفظة المالية يختلف عن عائد

الورقة المالية الفردية، فهو عبارة عن مجموع المنافع الإضافية التي تدرها الأوراق المشكلة لها، هذه الأخيرة التي تنتج عندما يكون سعر بيع هذه الأوراق (أكبر من سعر شرائها، أو عندما يتم استبدالها بأوراق أخرى وذلك عند الترقية الملائمة).

وفي هذا الصدد لا بد أن نميز بين عائد المحفظة الفعلي وبين عائد المحفظة المتوقع، إلا أن العائد الذي يشكل محور اهتمام المستثمرين هو العائد المتوقع، هذا الأخير الذي يعتبر أهم ناتج ومحصلة لذا أصبح يصاغ في شكل توزيع احتمالي، وفي هذا الشأن نميز بين توزيع احتمالي موضوعي و توزيع ذاتي "شخصي"، فأما التوزيع الاحتمالي الموضوعي فيعتمد على بيانات تاريخية موضوعية، أما التوزيع الاحتمالي الذاتي أو غير الموضوعي فيتم تشكيله عن طريق وضع تخمينات شخصية ثم يتم تخصيص احتمالات لها.

2/-: حساب عائد المحفظة المالية: نميز بين نوعين من عوائد المحفظة عائد فعلي

و عائد متوقع ، و بما أن المحفظة المالية هي مجموع أوراق مالية لذا فإن عائدها هو مجموع عوائد المحفظة المالية، وعليه فلا بد أن نتطرق أولا لعائد الأوراق الفردية، إلا أنه لا بد أن نبرز أن العائد الفعلي للأوراق المالية يستند على بيانات تاريخية فعلية، و بالتالي فإن

طريقة حسابه سهلة أما حساب العوائد المتوقعة فيعتمد على توزيع احتمالي، أي تقدير عدد الاحتمالات الممكنة ووزن كل احتمال، و فيما يلي عرض لعائد الأوراق المالية ثم عائد المحفظة المالية .

3/-: العائد التاريخي: يتطلب الأمر لحساب العائد التاريخي لمحفظة الأوراق المالية كلا من عائد الأوراق المالية المكونة للمحفظة المالية و أوزانها النسبية، لأن العائد التاريخي للمحفظة المالية هو عبارة عن الوسط المرجح لعوائد تلك الأوراق المالية المكونة لهذه المحفظة، وبحسب العائد التاريخي للمحفظة بالعلاقة التالية:

$$R_p = \sum w_i R_i$$

حيث: R_p : القيمة المتوقعة للعائد.

W_i :الوزن النسبي للورقة المالية i .

R_p العائد التاريخي للمحفظة p .

N : عدد الأوراق المالية المكونة للمحفظة المالية.

3-2-2-: العائد المتوقع للمحفظة المالية: بحسب بالعلاقة التالية:

$$E(R_p) = (W_1R_1) P_1 + (W_2R_2) P_2 + \dots + (W_nR_n) = \sum w_i R_i P_i$$

حيث:

W_i : وزن الورقة المالية داخل المحفظة j .

R_i :عائد الورقة المالية (j) :

P_i :احتمال حصول العائد j .

N : عدد الاحتمالات²⁰.

الفرع الثاني: خطر المحفظة المالية إن تحديد خطر المحفظة المالية و تحليل أسبابها

هو العامل الثاني بعد العائد لتحديد القيمة السوقية للمحفظة المالية.

أولاً: تعريف خطر المحفظة المالية: للمخاطرة عدة تعريفات تعكس و جهات نظر

الباحثين المختلفة، ولقد تم تعريف الخطر في ويبستر "بأنه إمكانية التعرض للخسارة أو

الضرر أو المجازفة"،و بالتالي (webster) قاموس فالمخاطرة يتضمن احتمال حصول

أحداث غير مرغوب فيها. و بالتالي فإن الخطر هو احتمال أن لا يحقق المستثمر العائد

المتوقع للاستثمار²¹ .

* كما يعرف خطر الاستثمار في الأوراق المالية بأنه تذبذب العائد المتولد، أو عدم التأكد من حتمية حصول العائد، أو من حتمية حجمه أو وزنه أو انتظامه أو من جميع هذه الأمور مجتمعة معا²².

و الخطر كذلك " هو إحصائية أن تكون نتائج التنبؤات خاطئة ، فإذا كانت هناك إحصائية مرتفع بأن تكون التنبؤات خاطئة ، فإن هذا يدل على أن درجة المخاطرة عالية أيضا أما إذا كانت الاحتمال (منخفض فإن درجة المخاطرة ستكون منخفضة أيضا) ²³.

وعادة ما يقترن مفهوم الخطر بحالة عدم التأكد، لذا لا بد أن نميز بين مفهومي الخطر فالخطر يمكن قياسه عن طريق توفر معلومات تاريخية، أما عدم التأكد ، (incertitude) وعدم التأكد فتنشأ عند عدم توفر هذه المعلومات وبالتالي يتم اللجوء إلى وضع تقديرات و تخمينات حول العائد. وبالتالي يمكن إعطاء تعريف لخطر المحفظة المالية بأنه عبارة عن درجة الانحراف والبعد عن العائد، أي أنه عبارة عن دالة لتقلب العوائد المتوقعة من جراء توظيف موارد مالية في محفظة استثمارية معينة .

ثانياً: أنواع المخاطر: يمكن لعائد المحفظة المالية أن يتعرض لعدة مخاطر يتم جمعها فيما يسمى بالمخاطر الكلية، هذه الأخيرة التي تنقسم بدورها إلى مخاطر منتظمة ومخاطر غير منتظمة.

2-1- مخاطر منتظمة: وتسمى أيضا بمخاطر السوق غير القابلة للتنوع و المخاطر التي لا يمكن تجنبها، وتعرف المخاطرة المنتظمة بأنها ذلك الجزء من التغيرات الكلية في العائد التي تنتج من خلال العوامل المؤثرة على أسعار كافة الأوراق المالية، لذا فهي تتجاوز إطار المحفظة المالية لتصل إلى إطار السوق، ومن ثم فمصدرها ظروف عامة اقتصادية عامة كالركود أو ظروف سياسية مثلا، مما يصعب على المستثمر التخلص منها أو التحكم فيها، إلا أنه من الممكن التقليل منها عن طريق تنويع وتوزيع الأوراق المالية، كالأستثمار في أسواق عالمية أي إقتناء أوراق مالية صادرة عن عدة دول وليس من سوق دولة معينة، هذا الأمر يتطلب من المستثمر أن يكون على دراية بظروف عدد كبير من الأسواق الدولية، أو أن تكون لديه إتصالات قوية مع سماسرة هذه الأسواق و مستشارين ماليين فيها، أو الإستثمار في صناعات وقطاعات مختلفة.

2-2- مخاطر غير منتظمة: يطلق عليها تسميات متعددة منها المخاطر التي يمكن تجنبها أو المخاطر القابلة للتوزيع، المخاطر الخاصة، أو مخاطر الإستثمار في ورقة مالية أو شركة معينة، أو قطاع معين.

* وتعرف المخاطر غير النظامية بأنها ذلك الجزء من المخاطر الكلية التي تكون فريدة وخاصة بشركة أو بقطاع معين، وهذه المخاطر مستقلة عن محفظة السوق أي مرتبطة بتكوين محفظة أوراق مالية معينة. ويمكن للمستثمر التخلص من المخاطر المنتظمة بتوزيع محفظة الأوراق المالية الخاصة به تنوعاً قطاعياً، أو تنوعاً في الأوراق المالية المكونة للمحفظة المالية، بحيث يتم الإستثمار في عدد مختلف من الأوراق المالية الصادرة عن عدة قطاعات، وفي نفس الوقت تنوع الأوراق داخل القطاع الواحد، وعدم الإقتصار على أوراق قطاع واحد أو شركة واحدة²⁴

2-3- المخاطر الكلية: تعرف المخاطر الكلية بأنها التباين الكلي في معدل العائد على الإستثمار في محفظة الأوراق المالية أو في مجال إستثماري آخر، كما تعرف بأنها حاصل جمع المخاطر المنتظمة والمخاطر غير المنتظمة.

ثالثاً: مصادر الخطر: تنقسم مصادر الخطر حسب نوعها إلى مصادر الخطر

المنتظم، ومصادر الخطر غير المنتظم.

3-1- مصادر الخطر المنتظم: وتشمل:

3-1-1- خطر سعر الفائدة: أي التقلبات الناجمة في عوائد الأوراق المالية نتيجة للتغيرات الحاصلة في مستويات معدلات الفائدة، وينتج هذا الخطر عندما تتغير أسعار الفائدة في السوق بصفة عامة مما يؤدي إلى التأثير في عوائد كل الأوراق المالية، والسبب في ذلك أن قيمة الورقة المالية هي القيمة الحالية لدخل الورقة المالية، وحيث أن سعر الفائدة في السوق هو سعر الخصم المستخدم في حساب القيمة الحالية للأوراق المالية، فإن أسعار كافة الأوراق المالية تميل إلى التحرك في اتجاه معاكس للتغيرات الحادثة في مستوى أسعار الفائدة.

* إن هذا النوع من المخاطر يصيب كافة الإستثمارات بصرف النظر عن نوع وظروف الإستثمار ذاته، ويعتقد البعض أنه بالإمكان تقاويه بشرائهم للسندات قصيرة الأجل، بحيث لا تتعرض للتقلبات الشديدة في أسعارها السوقية، مقارنة بالأوراق المالية ذات آجال الإستحقاق الأطول، إلا أن الإستثمار في السندات قصيرة الأجل قد يتعرض لسلسلة من عمليات إعادة

الإستثمار قصيرة الأجل بعوائد سوقية متغيرة باستمرار، وبهذا قد تتأثر العوائد نتيجة حدوث تغيرات في سعر الفائدة لا يمكن تفاديها بسهولة.

3-1-2- خطر القوة الشرائية: أي تعرض الأموال المستثمرة لانخفاض في قيمتها الحقيقية أي في قوتها الشرائية،

ويحدث هذا بسبب التضخم، ويصل هذا النوع من المخاطر إلى أقصاه إذا تعلق الأمر بالأوراق المالية ذات الدخل الثابت كالسندات. وقد يرى البعض إلى الأسهم العادية على أنها محمية من التضخم، أي أنها تحمي من يفتنيها من مخاطرة القوى الشرائية غير أن هذا غير صحيح، ذلك أن الأسهم العادية قد تتأثر بدرجة أقل مقارنة بالسندات، إلا أنها لا تؤدي دائما إلى زيادات حقيقية في القوى الشرائية أثناء التضخم، ومن ثم فإنها توفر تحوطا جزئيا فقط من التضخم²⁵.

3-1-3- خطر السوق: يحدث نتيجة لتقلبات تطرأ في سوق رأس المال أو نتيجة لأسباب إقتصادية، إجتماعية، أو

سياسية، ... في الدولة أو في دول أخرى، تربطها بالدولة المعنية علاقات عمل ويؤثر هذا النوع من المخاطر على وجه الخصوص على الأسهم العادية، أما السندات والأسهم الممتازة فهي أقل عرضة لأن قيمتها الحقيقية يمكن تقديرها بدقة أكبر مقارنة بقيمة الأسهم.

3-1-4- خطر الرفع المالي: يزيد الرفع المالي لأي إستثمار بزيادة التمويل بالديون مقارنة بحقوق الملكية، ويعتبر هذا الخطر مصدر من مصادر الخطر المنتظم إذا تعلق الأمر بتغيرات دورية في مبيعات الشركة أثناء دورة الأعمال، فنتيجة للمغالاة في الاعتماد على الديون يزيد التقلب في الأرباح، وهذه التقلبات الدورية في الأرباح تنعكس في صورة تقلبات منتظمة في أسعار الأسهم.

3-1-5- خطر الرفع التشغيلي: وينتج هذا الخطر نتيجة لإرتفاع التكاليف الثابتة الناجمة عن الإحتفاظ المستمر بالأصول الثابتة سواء زاد أو نقص مستوى المخرجات، ويعتبر كمصدر للمخاطرة غير المنتظمة إذا تعلق الأمر.

بالتغيرات غير الدورية الممكن حدوثها أثناء دورة الأعمال، وبالتالي نتيجة لإرتفاع التكاليف الثابتة فإن هذا سيؤثر على العوائد و الأرباح الدورية، أي يؤدي إلى إحداث تقلبات منتظمة في أسعار الأسهم.

3-2-2- مصدر الخطر غير المنتظم: هناك عدة مصادر للمخاطرة غير المنتظمة، من بينها ما يلي:

3-2-1- خطر الرفع المالي: يمكن اعتبار خطر الرفع المالي مصدر للمخاطرة غير المنتظمة، في حالة ما إذا كانت تأثيرات الرافعة المالية على الخطر غير المرتبط بدورة العمل، كأن يحدث تراجع في مبيعات الشركة لسبب غير منتظم و غير محتمل، يؤدي بدوره إلى إنخفاض أسعار أسهمها، وبما أن الشركة تعتمد على الديون في تمويلاتها مما يزيد الأمر تعقيدا، وعليه فإن الخطر في هذه الحالة يكون نتيجة خطر رفع مالي غير منتظم.

3-2-2- خطر الرفع التشغيلي: بدوره يمكن أن يكون كمصدر للمخاطرة غير المنتظمة، أي يمكن أن يؤثر على العوائد غير المنتظمة، وهذا إذا تعلق الأمر بالتغيرات غير الدورية التي من الممكن أن تطرأ، ومن ثم التأثير في عوائد حملة الأسهم و التي ينجم عنها مباشرة تغير في أسعار الأسهم، وكل هذا ينشأ مع ارتفاع التكاليف الثابتة نتيجة الإحتفاظ بالأصول الثابتة لمدة طويلة.

3-1-6- مخاطر الإدارة: ونقصد بها أخطاء الإدارة المحتمل أن يرتكبها أفراد فريق الإدارة والتي تؤدي إلى إحداث تأثيرات غير منتظمة في العوائد المستحقة للمستثمرين، ومن أخطاء الإدارة الشائعة عدم الإستعداد لمواجهة الأزمات و إنعدام البصيرة و الحكمة في التعامل مع الأزمات، وبالتالي تحدث تأثيرات غير منتظمة في العوائد المستحقة للمستثمرين.

3-1-7- خطر الصناعة: خطر مرتبط بالنشاط الاقتصادي الذي يمارسه المشروع أي بالصناعة التي يعمل فيها

المشروع كوجود صعوبة في توفير المواد الأولية، وجود خلافات بين العمال التأثيرات الخاصة بالقوانين الحكومية كالمتعلقة بالرقابة على التلوث مثلا، وعليه يحدث ضررا كبيرا للأرباح والقيم السوقية لأسهم المنشآت المتضررة. ونشير في الأخير إلى أن هناك أنواع أخرى من المخاطر كخطر الأعمال، خطر التمويل، خطر إصدار الأوراق المالية... الخ²⁶.

4- قياس خطر المحفظة المالية: إذا كانت مخاطر المحفظة المالية ما هي إلا محصلة مخاطر الاستثمارات الفردية، فان الأمر يقتضي التعرض إلى طرق قياس خطر الأوراق المالية الفردية أولا ثم التطرق لطرق قياس خطر المحفظة المالية.

4-1- قياس خطر الاستثمارات الفردية: هناك عدة مقاييس خاصة بالمخاطر غير أننا سنميز بين المخاطر التاريخية والمخاطر المتوقعة.

4-1-1- المخاطر التاريخية: في هذا الصدد نميز بين المخاطر المنتظمة والمخاطر غير المنتظمة.

أ- المخاطر المنتظمة: تقاس المخاطر المنتظمة عن طريق الانحراف المعياري، هذا الأخير الذي يقيس لنا مدى تشتت القيم عن وسطها الحسابي أي يقيس مدى تقلب العائد عن الوسط الحسابي لذلك العائد. ويحسب بالعلاقة التالية: $\delta = \frac{\sum (R_i - R)^2}{n-1}$ حيث:

Ri: عائد الورقة المالية:

R: الوسط الحسابي للعائد:

N: عدد السنوات التي تتوافر فيها البيانات عن العائد .

وهو عبارة عن مربع الانحراف، كما يوجد مقياس آخر له دلالة هو التباين المعياري وهذا يعني انه يمكن التوصل لقيمة أي منهما بدلالة الآخر، أما عن دلالة هذا المقياس فهو صغير كلما دل ذلك على قلة المخاطر $I(\delta)$ ، فكلما كان $\delta >$ ينحصر بين الصفر و الواحد أي 0، بالإضافة إلى هذين المقياسين هناك مقياس آخر نسبي يتم قياس المخاطر به يتمثل في معامل الاختلاف، ويتم حسابه وفق العلاقة التالية:

$$\text{معامل الاختلاف} = \frac{\text{الانحراف المعياري}}{\text{القيمة المتوقعة للتدفقات النقدية}}$$

ويقيس معامل الاختلاف حجم المخاطر لكل % 1 متوسط العائد على الاستثمار، وكلما كان صغير دل ذلك على قلة المخاطر، مع العلم أن هذا المقياس يفضل استخدامه بدلا عن الانحراف المعياري في الحالات التي يغطي فيها هذا الأخير نتائج مضللة.

ب- المخاطر غير المنتظمة: يعبر عن الانحراف المعياري للمحفظة المالية برقم مطلق وبما أن الأرقام المطلقة من الصعب تفسيرها، لذلك فقد تم استخدام مقياس بديل للخطر، وهذا المقياس هو ما يعرف بمعامل بيتا. ومعامل بيتا هو مقياس لدرجة تقلب عائد معين في علاقته بمتوسط عائد السوق أو عائد مجموعة) عينة من الأسهم الممثلة للسوق ككل، ومثل هذا السهم يميل عائده إلى الحركة صعودا ونزولا وبشكل يتوافق مع حركة عائد السوق،

ويمكن قياس حركة هذا السوق بواسطة بعض المؤشرات كمؤشر داوجونز الصناعي لعينة من 30 سهم ومؤشر ستاندروروبرز لعينة من 500 سهم، ويتم قياس معامل بيتا لأي ورقة مالية وفق المعادلة التالية:

$$\beta_i = \frac{\text{Cov}(R_i, R_m)}{\text{Var}(R_m)}$$

حيث:

β_i : معامل بيتا للسهم (i).

R_m : معامل الارتباط بين العائد السوقي وعائد السهم i .

δ_i : الانحراف المعياري للورقة

δ_m : الانحراف المعياري لعائد السوق .

$\delta^2 m$ تباين عائد السوق ويرمز له أيضا بالرمز : $\text{Var}(R_m)$

4-1-2-المخاطر المتوقعة: يتم حسابها وفقا لعدة طرق إلا أن أكثرها شيوعا هي الانحراف المعياري المتوقع، هذا الأخير الذي هو عبارة عن المتوسط المرجح للانحرافات المتوقعة عن العائد، و يحسب بالعلاقة التالية: $\delta^2 = \sum (R_i - R)^2 \cdot P_i$ حيث:

P_i : إحتمال حدوث العائد R_i

R_i العائد على الورقة المالية i .

R : متوسط العائد.²⁷

4-2-قياس خطر المحفظة المالية: إن خطر المحفظة المالية أو درجة التقلب في عائدها لا يتوقف على مخاطر الأوراق المالية المشكلة لها، بل يتوقف أيضا على طبيعة الارتباط بين عوائد تلك الأوراق المالية.

وقد إعتد الإحصائيون على مقياسين لقياس درجة خطر محفظة الأوراق المالية و المتمثلان حيث يتم حساب تغاير "coefficient de corrélation" و معامل الارتباط ، "covariance" في التغاير (معدل عائد ورقتين مالييتين بطريقتين كما يلي):

$$\text{Cov}(a,b) = \frac{(R_a - R_a)(R_b - R_b)}{N - 1}$$

حيث:

(a) و (b) تغاير عائد الورقتين المالييتين $\text{Cov}(a,b)$:

(a).عائد الورقة المالية: R

(b) عائد الورقة المالية: Rb**N** : عدد السنوات²⁸

الفرع الثالث: التنويع يعتبر التنويع العامل الثالث الذي يحكم تكوين محفظة أوراق مالية ناجحة وذلك لأنه يساهم في تخفيض مخاطرها.

أولاً: تعريف التنويع: يقصد بالتنويع المتعلق بتشكيلة الأوراق المالية ذلك التنويع الذي ينجم عنه تخفيض المخاطر التي يتعرض لها العائد دون أن يترتب على ذلك تأثير عكسي على حجم ذلك العائد، كما يعتبر من أهم العوامل المعتمدة في السياسة الاستثمارية عموماً، إذ انه إذا لم يكن بالإمكان تجنب جميع المخاطر فانه على الأقل يمكن تجزئتها وحصرها في نسبة مقبولة.

إن مبدأ التنويع لا يعني مجرد تنويع الأوراق المالية فحسب، وإنما ينبغي أن يضمن توزيع المخاطر للأموال المستثمرة وذلك بتوزيع الاستثمارات على أكبر عدد ممكن من الأوراق المالية المتنوعة تنوعاً نوعياً وجغرافياً.²⁹

ثانياً: أسس التنويع: هناك عدة أسس للتنويع من أهمها تنويع جهة الإصدار، وتنويع تواريخ الاستحقاق.

2-1- تنويع جهة الإصدار: أي عدم الاقتصار على أوراق مالية صادرة عن شركة واحدة، وعدم الاقتصار على نوع واحد من الأوراق المالية، بالإضافة إلى التنويع الدولي، وفي هذا الصدد نميز بين التنويع الساذج وتنويع ماركويتز.³⁰

2-1-1- التنويع الساذج البسيط: يقوم أسلوب التنويع الساذج أو البسيط على فكرة أساسية مفادها، أنه كلما زاد تنويع الأوراق المالية التي تضمها المحفظة المالية كلما انخفضت المخاطر التي يتعرض لها، إلا أن المغالاة

وأرشر "EVANS" في التنويع يؤدي إلى إحداث آثار عكسية وهذا ما بينه كل من أفانز، حيث توصلنا إلى إلى الآثار التالية:³¹

- صعوبة إدارة المحفظة المالية. - تحمل تكاليف عالية نتيجة البحث الدائم عن استثمارات جديدة أكثر ضماناً.

- اتخاذ قرارات غير صائبة نتيجة كثرة الأوراق المالية. - ارتفاع متوسط تكاليف الشراء - وذلك لأن زيادة التنويع يعني شراء كميات قليلة من كل نوع من الأوراق المالية، مما يؤدي إلى ارتفاع متوسط العمولات المدفوعة للسماسة.

2-1-2- تنوع ماركويتز: إذا كان التنوع الساذج يقضي بالاختيار العشوائي للأوراق المالية فإن تنوع ماركويتز يقضي بضرورة الاختيار الدقيق لتلك الأوراق المالية، وبالتالي فهو يعتمد على فكرة أساسية تقوم على أساس أن خطر المحفظة المالية لا يتوقف على مخاطر الأوراق المكونة لها فحسب وإنما أيضا على الترابط بين عوائد هذه الأوراق³².

2-2- تنوع تواريخ الاستحقاق: إن العلاقة بين أسعار الفائدة في السوق و بين القيمة السوقية لأوراق المالية تشير إلى أن تقلب أسعار الفائدة يترتب على تقلبات أكبر من قيمة السندات طويلة الأجل مقارنة بالسندات قصيرة الأجل، لذا فصاحب المحفظة تواجهه مشكلة توزيع مكونات المحفظة بين هذين النوعين من السندات، ولأجل ذلك سنميز بين ثلاث أنواع من أساليب التنوع³³:

2-2-1- الأسلوب الهجومي: أي قيام المستثمر بالتحول من السندات قصيرة الأجل إلى السندات طويلة الأجل وفقا للاتجاهات المتوقعة، فإذا أشارت التوقعات إلى إرتفاع أسعار الفائدة فإن المستثمر سيسارع لبيع السندات طويلة

الأجل ليعيد استثمار حصيلتها في شراء سندات قصيرة الأجل وإذا تحققت التنبؤات فسوف يستخدم عائد استثماراته الجديدة ولن ينتظر حتى حلول استحقاقها، والعكس صحيح.

2-2-2- تدرج تواريخ الاستحقاق: أي توزيع مكونات المحفظة المالية بين أوراق مالية ذات تواريخ استحقاق متدرجة، حيث يقوم بوضع حد أقصى لتاريخ الاستحقاق الذي باستطاعته قبوله ثم يضع هيكل لتواريخ الاستحقاق يوزع على أساسه أوراقه المالية المقسمة إلى أجزاء متساوية، وبهذا يشكل محفظة تتكون من مجموعات أوراق مالية - وهذه الأوراق عبارة عن سندات - لا تستحق في نفس الوقت مما يؤدي إلى توفير مرونة في عملية التنوع.

2-2-3- التركيز على الأوراق قصيرة الأجل و طويلة الأجل: دون الاستثمار في الأوراق المالية المتوسطة الأجل، وهذا لأن الأوراق المالية قصيرة الأجل مخصصة لمواجهة طلبات السيولة، أما الأوراق طويلة الأجل فهي مخصصة لزيادة الأرباح، بينما الاستثمارات متوسطة الأجل فلا تسهم لا في السيولة ولا في الأرباح.

3- علاقة التنوع بالمخاطر الكلية: لقد سبق تقسيم المخاطر الكلية إلى مخاطر منتظمة ومخاطر غير منتظمة، وعليه سيتم التعرف على العلاقة الموجودة بين التنوع وكلا من المخاطر المنتظمة و المخاطر غير المنتظمة.

3-1 علاقة التنوع بالمخاطر المنتظمة: بما أن المخاطر المنتظمة هي المخاطر التي تصيب كافة الأوراق المالية بصرف النظر عن الجهة المصدرة لها، لذا فإن من الصعب التخلص منها أو تخفيضها بتنوع مكونات المحفظة تنوعاً بسيطاً، إلا أنه من الممكن التخفيف منها وذلك عن طريق إتباع أسلوب ماركويتز، أي بتكوين محفظة أوراق مالية معامل الارتباط بينها سالب.

3-2- علاقة التنوع بالمخاطر غير المنتظمة: بما أن المخاطر غير المنتظمة تصيب شركة معينة أو قطاع معين أو نوع معين من الأوراق المالية، لذا فمن الممكن تجنبها عن طريق التنوع وعدم التركيز على إصدارات شركة واحدة أو نوع واحد من الأوراق المالية. هذا و تجدر الإشارة في الأخير إلى أن المحفظة المالية و تكوينها ما هي إلا مرحلة تمهيدية لمرحلة تابعة لها وهي إدارتها، هذه الأخيرة التي تنطلق من خلال عمليات البيع والشراء لمكونات المحفظة المالية³⁴.

المطلب الثالث: الأحكام الفقهية للمحافظ المالية وضوابطها الشرعية والمخاطر التي تواجهها

عند النظر إلى أنواع هذه المحافظ واختلافها باختلاف هدف المستثمر نجد أن هذا الاختلاف يؤثر في اختيار مكونات المحفظة من الأوراق المالية، فمن كان هدفه الدخل الثابت وإن كان قليلاً مع عدم تحمل المخاطرة فإن السندات هي أفضل مكونات هذه المحفظة، ومن كان هدفه الأرباح العالية والنمو السريع مع تحمل درجة كبيرة من المخاطرة فإن الأسهم والعملات أفضل مكونات هذه المحفظة، فاختلاف هدف المستثمر يؤثر في اختلاف مكونات المحفظة، ولذا نجد أن بعضهم يقسم المحافظ بحسب الهدف كما سبق وبعضهم الآخر يقسمها بحسب المكونات كمحافظ الأسهم ومحافظ السندات.

الفرع الأول: الأحكام الفقهية لمحافظ السندات والأسهم

أولاً: أحكام بناء محفظة السندات

عندما تريد الشركة أو المؤسسة توسيع نشاطها التجاري، أو كان لديها مشاريع كبيرة تحتاج إلى مصادر جديدة من الأموال فإنها تفعل ذلك إما عن طريق طرح أسهم جديدة للاكتتاب أو عن طريق الاقتراض بواسطة السندات، وقد تفضل بعض الشركات زيادة رأس مالها عن طريق السندات لأن زيادتها لرأس مالها عن طريق الأسهم يعني زيادة عدد المساهمين الجدد الذين سيزاحمون المساهمين القدامى على أرباح الشركة واتخاذ قراراتها³⁵

والسندات أنواع كثيرة ومتجددة بين فترة وأخرى وتختلف باختلاف مصدرها وشكل الفائدة المحتسبة فيها، إلا أن الإطار العام الذي يجمعها هو أنها عبارة عن ديون بفوائد معلومة مسبقا، وهذه الفوائد هي عين ربا النسئنة الذي لا خلاف في حرمة³⁶، وقد ذهب غالبية العلماء المعاصرين إلى حرمة التعامل بالسندات، وهو الظاهر من الأدلة وبهذا أيضا صدر قرار من المجمع الفقهي الإسلامي حول السندات ونص على الآتي³⁷:

"" إن مجمع الفقه الإسلامي الدولي المنعقد في دورة مؤتمره السادس بجدة في المملكة العربية السعودية من 17-23 شعبان 1410 الموافق 14-20 آذار (مارس) 1990م، بعد إطلاع على الأبحاث والتوصيات والنتائج المقدمة في ندوة 'الأسواق المالية' المنعقدة في الرباط 20-24 ربيع الثاني 1410هـ الموافق ل 20-24 تشرين أول (أكتوبر) 1989م بالتعاون بين هذا المجمع والمعهد الإسلامي للبحوث والتدريب بالبنك الإسلامي للتنمية، وباستضافة وزارة الأوقاف والشؤون الإسلامية بالمملكة المغربية ""

وبعد الاطلاع على أن السند شهادة يلتزم المصدر بموجبها أن يدفع لحاملها القيمة الاسمية عند الاستحقاق، مع دفع فائدة متفق عليها منسوبة إلى القيمة الاسمية للسند، أو ترتيب نفع مشروع سواء أكان جوائز توزيع بالقرعة أم مبلغا مقطوعا أم حسما، قرر ما يلي:

- إن السندات التي تمثل التزاما بدفع مبلغا مع فائدة منسوبة إليه أو نفع مشروع محرمة شرعا من حيث الإصدار أو الشراء أو التداول، لأنها قروض ربوية سواء أكانت الجهة المصدرة لها خاصة أو عامة ترتبط بالدولة، ولا أثر لتسميتها شهادات أو صكوكا استثمارية أو ادخارية أو تسمية الفائدة الربوية الملتزمة بها ربحا أو ريعا أو عمولة أو عائدا .
- تحرم أيضا السندات ذات الكوبون الصفري باعتبارها قروضا يجري بيعها بأقل من قيمتها الاسمية، ويستفيد أصحابها من الفروق باعتبارها حسما لهذه السندات.
- كما تحرم أيضا السندات ذات الجوائز باعتبارها قروضا اشترط فيها نفع أو زيادة بالنسبة لمجموع المقرضين، أو لبعضهم لا على التعيين، فضلا عن شبهة القمار.
- من البدائل للسندات المحرمة - إصدار أو شراء أو تداول - السندات أو الصكوك القائمة على أساس المضاربة لمشروع أو نشاط استثماري معين

، بحيث لا يكون لمالكها فائدة أو نفع مقطوع ، وإنما تكون لهم نسبة من ربح هذا المشروع بقدر ما يملكون من هذه السندات أو الصكوك ولا يبالغون هذا الربح إلا إذا تحقق فعلا ، ويمكن الاستفادة في هذا من الصيغة التي تم اعتمادها بالقرار رقم 05 للدورة الرابعة لهذا المجمع بشأن سندات المقارضة³⁸ .

وتجدر الإشارة إلي أنه قد ظهرت بدائل لهذه السندات أثبتت جدواها وأهميتها الاقتصادية وأعطت للصناعة المالية الإسلامية تميزا جديدا وملحوظا ألا وهي الصكوك الإسلامية وهي أنواع مختلفة فمنها صكوك المضاربة ومنها صك الإجارة ومنها صكوك السلم ومنها صكوك المشاركة وصكوك المراجعة كما بينا ذلك في المبحث الأول من هذا الفصل ، وقد يعبر عنها البعض بلفظ سندات بدلا من صكوك لكي لا يكون هناك لبس بينها وبين السندات المحرمة ، ولإيجاد تميز خاصة للصناعة المالية الإسلامية في مسمياتها ، إلا أن الصكوك الإسلامية تختلف عن السندات التي تمثل مديونية بفائدة ، فالسند عبارة عن دين في ذمة الشركة ولا يتعلق بموجوداتها ، والصك عبارة عن حصة شائعة في موجودات الشركة ، كما أن حامل السند يستحق القيمة الاسمية لسنده في مواعيد الاستحقاق المدونة فيه إضافة إلي الفائدة المحددة سلفا ، فمالك السند لا يشارك في تحمل مخاطر الاستثمار بخلاف مالك الصك الإسلامي فإنه يتأثر بنتيجة أعمال الشركة ، وليس هناك من شبه بين سندات المقارضة الحلال وهذه السندات الحرام إلا في طريقة جمع الأموال³⁹ .

ثانيا: أحكام بناء محفظة الأسهم

إن تقسيم رأس مال الشركة إلي حصص متساوية تسمى بالأسهم لا يتنافى مع مبادئ الشريعة ولا القواعد العامة للشركة ، إذ لا يوجد ما ينافي مقتضى الشركة بل هو من قبيل التنظيم للشركة ، وقد قرر الفقهاء أن بيع الشريك ل حصته جائز ، وهذا ينطبق على الأسهم إذ إنها تمثل حصصا شائعة ، قال شيخ الإسلام ابن تيمية: يجوز بيع المشاع باتفاق المسلمين ، كما مضت بذلك سنة رسول الله ص⁴⁰ .

أم إذا كانت المحفظة مختلطة وهي تلك المحفظة التي تمزج في مكوناتها بين أسهم وسندات وعمليات بنسب مختلفة لكل ورقة ، وهذه الأوراق تختلف أحكامها الفقهية لاختلاف صفاتها فبعضها يمثل ديونا وبعضها يمثل ملكية وبعضها سيولة ، وبما أن محفظة العميل له وحده ولا يشاركه أحد فيها ولا تتمتع بالشخصية الاعتبارية ، كما أن مكوناتها لا تمتاز بعضها مع

بعض بحيث تكون شيئاً واحداً لا يمكن الفصل بينهما بل هي مكونات معلومة بنسبة معلومة لكل ورقة منها، بالتالي يلتزم بأحكام الصرف عند بيع العملات التي في المحفظة بأحكام الدين عند بيع الأوراق التي تمثل ديوناً، وأما عند بيع أسهم المحفظة فإن هذه الأسهم تمثل حصصاً شائعة في شركات متعددة، وبالتالي يرتبط حكم بيعها بمكونات السهم نفسه في الشركة فإن كانت مكونات السهم بالشركة شيئاً واحداً كالأعيان أو النقود أو الديون فالحكم واضح لأن السهم سيمثل حصة شائعة في الأعيان فقط فيطبق عليه حكم بيع الأعيان، وإن كان يمثل حصة شائعة فقط فيطبق عليه حكم بيع الدين، وإن كان يمثل حصة شائعة في النقود فقط فيطبق عليه حكم بيع النقود، لكن المشكلة لو كانت مكونات السهم مختلطة من أعيان ونقود وديون فما هو الحكم الذي سيطبق على بيع هذا السهم؟ .

قد تحدث الفقهاء المعاصرون عن حكم تداول أسهم الشركات مع أنها قد تكون أموالها عبارة عن أعيان وديون ونقود؟

وأجابوا عنها بأجوبة تدل على أصل الجواز إلا أنهم اختلفوا في المستند الذي استندوا به على الجواز فقد أفتى بهذه المسألة من المتأخرين العلامة محمد بن إبراهيم آل الشيخ مفتي الديار السعودية سابقاً -رحمه الله- مستنداً إلى مبدأ التبعية، وهذا نص السؤال والفتوى :

الحمد لله وكفى، وسلام على عباده الذين اصطفى ويعد:

"" فقد ورد إلينا استفتاء عن هذه الشركات المساهمة (كشركة الكهرباء، والاسمنت والغاز) ونحوها مما يشترك فيه المساهمون ثم يرغب بعضهم ببيع شيء من سهامهم بمثل قيمتها أو أقل أو أكثر حسب نجاح تلك الشركة وضده، وذكر المستفتي أن الشركة عبارة عن رؤوس أموال بعضها نقد وبعضها ديون لها وعليها وبعضها قيم ممتلكات وأدوات مما لا يمكن ضبطه بالرؤية ولا بالوصف، واستشكل السائل القائل بجواز بيع تلك السهام، لأن المنصوص اشترط معرفة المتبايعين للمبيع، كما أنه لا يجوز بيع الدين في الذم .

والجواب: الحمد لله، لا يخفى أن الشريعة الإسلامية كفيلاً ببيان كل ما يحتاج الناس إليه في

معاشهم ومعادهم، قال تعالى وَيَوْمَ نَبْعَثُ فِي كُلِّ أُمَّةٍ شَهِيدًا عَلَيْهِمْ مِّنْ أَنْفُسِهِمْ

وَجِئْنَا بِكَ شَهِيدًا عَلَىٰ هَؤُلَاءِ ۚ وَنَزَّلْنَا عَلَيْكَ الْكِتَابَ تَبَيِّنًا لِّكُلِّ شَيْءٍ

النحل الآية 89 .

والكلام على هذا مبني على معرفة حكم عقد هذه الشركة ومساهمة الناس فيها ولا ريب في جواز ذلك ولا نعلم أصلاً من أصول الشرع يمنعه وينافيه، ولا أحد من العلماء نازع فيه . إذا عرف هذا فإنه إذا كان للإنسان أسهم في أية شركة وأراد بيع أسهمه منها فلا مانع من بيعها ، بشرط معرفة الثمن، وأن يكون أصل ما فيه الاشتراك معلوماً، وأن تكون أسهمه منها معلومة أيضاً، فإن قيل: إن فيها جهالة، لعدم معرفة أعيان ممتلكات الشركة وصفاتها؟ فيقال: إن العلم في كل شيء بحسبه، فلا بد أن يطلع المشتري على ما يمكن الاطلاع عليه بلا حرج ولا مشقة، ولا بد أن يكون هناك معرفة لحالة الشركة ونجاحها وأرباحها، وهذا مما يتعذر علمه في الغالب، لأن الشركة تصدر في كل سنة نشرات توضح فيها بيان أرباحها وخسارتها، كما تبين ممتلكاتها من عقارات ومكائن وأرصدة كما هو معلوم من الواقع، فالمعرفة الكلية ممكنة ولا بد، وتتبع الجزئيات في مثل هذا فيه حرج ومشقة، ومن القواعد المقررة أن المشقة تجلب التيسير، وقد صرح الفقهاء رحمهم الله - باعتراف الجهالة في مسائل معروفة في أبواب متفرقة مثل جهالة أساس الحيطان، وغير ذلك .

فإن قيل: إن في هذه الشركات نقوداً، وبيع النقد بنقد لا يصح إلا بشرطه، فيقال: إن النقود هنا تابعة غير مقصودة، وإذا كانت بهذه المثابة فليس لها حكم مستقل، فانتهى محذور الربا . فإن قيل: إن للشركة ديوناً في ذمم الغير، أو أن على تلك السهام المبيعة قسطاً من الديون التي قد تكون على أصل الشركة، وبيع الدين في الذمم لا يجوز إلا لمن هو عليه بشرط . فيقال: وهذا أيضاً من الأشياء التابعة التي لا تستقل بحكم بل هي تابعة لغيرها والقاعدة أنه يثبت تبعاً ما لا يثبت استقلالاً ويدل على ذلك حديث ابن عمر " من باع عبداً وله مال فماله للبائع إلا أن يشترطه المبتاع " رواه مسلم، فعموم الحديث يتناول مال العبد الموجود والذي له في ذمم الناس، ومما يوضح ما ذكر أن هذه الشركة ليس المقصود منها موجوداتها الحالية، وليست زيادتها أو نقصها بحسب ممتلكاتها وإنما المقصود منها أمر وراء ذلك وهو نجاحها ومستقبلها وقوة الأمر في إنتاجها والحصول على أرباحها المستمرة غالباً وبما ذكر يتضح وجه القول بجواز بيعها على هذه الصفة . والله سبحانه أعلم⁴²

فيلاحظ في فتوى الشيخ أنه بناها على قاعدة التبعية وهي " يثبت تبعاً ما لا يثبت استقلالاً " وأن الأصل والمقصد من الشركة المساهمة هو إنتاجها ونشاطها ثم الحصول على الأرباح، وتعتبر الديون والنقود تابعة لهذا المقصد .

الفرع الثاني: ضوابط بناء محفظة الأوراق المالية الإسلامية

من خلال ما تقدم من أحكام فقهية للمحافظ المالية ومكوناتها يمكننا أن نستخرج ضوابط شرعية لبناء محفظة أوراق مالية إسلامية وهي كالاتي:⁴³

1- لا بد في المحفظة المالية الإسلامية من استبعاد جميع الأوراق المالية التي تمثل مديونية بفائدة محددة سلفا كالسندات وأذونات الخزينة وشهادات الإيداع.

2- لا مانع من وجود السندات الإسلامية في المحفظة المالية كسندات المقارضة والمشاركة إذ إنها تختلف عن سندات المديونية وإن تشابهت في الاسم .

3- يجب أن تكون أسهم المحفظة لشركات نشاطها مباح غير محرم، وإلا فلا يجوز أن تكون في مكونات المحفظة وهذا بالاتفاق.

4- يجوز أن تكون أسهم المحفظة لشركات نشاطها مباح وتتعامل أحيانا بالحرام إن كانت الحاجة العامة والضرورة داعية لوجود مثل هذه الشركات، فإن انتقت الحاجة فلا يجوز أن تكون في مكونات المحفظة.

5- لا مانع من أن تكون العملات جزءا في بناء محفظة الأوراق الإسلامية بشرط مطابقتها لأحكام الصرف في الفقه الإسلامي.

وعلى هذا نجد أن محفظة الأوراق المالية الإسلامية أقل عددا من محفظة الأوراق المالية التقليدية وذلك لوجود ضوابط وأحكام تلتزم بها، وهذا لا يعني أن محفظة الأوراق التقليدية أجدى نفعاً ودخلاً من المحافظ الإسلامية لأن فلسفة المحفظة المثالية لا تعتمد على كثرة الأوراق المالية - وهو ما يعرف بالتنوع البسيط - وإنما تعتمد على العلاقة التي تربط بين أدوات الاستثمار المكونة للمحفظة فلو كانت العلاقة طردية فالمخاطرة تكون أكبر مما لو كانت العلاقة عكسية أو مستقلة - وهو ما يعرف بتنوع ماركويتز- وعلى هذا سنظل المحفظة الإسلامية صغيرة من حيث المكونات لفترة زمنية ما إلي أن تنتشر المؤسسات المالية الإسلامية ويتوسع نشاطها، والمستقبل يبشر بخير وأن الصناعة المالية الإسلامية ستفوق على الصناعة التقليدية من حيث البنوك والمؤسسات والمحافظ والصناديق بل حتى بصيغ التمويل والاستثمار.

خلاصة :

لقيام سوق أوراق مالية ضمن إطاره الإسلامي لا بد أن تكون له أدوات مالية قائمة وفق منظوره وتتماشى مع قواعده، كما أن الممارسات غير الأخلاقية التي تميز سوق رأس المال

التقليدي من بيع صوري وشراء بغرض الاحتكار واستغلال ثقة العملاء وتلاعب في الأسعار إلي غير ذلك ،يؤكد أهمية وضرورة إيجاد سوق رأس مال إسلامي ودعّمه بالأدوات الاستثمارية الشرعية وتميزه بضوابط أخلاقية وخضوعه للرقابة الشرعية ،دون نكران الحاجة إلي الابتكار والإبداع من أجل أن يقوم بالدور الاقتصادي لتحقيق مصالح المسلمين الاقتصادية المتوافقة مع شريعتهم .

لقد أخذ سوق الأوراق المالية الإسلامية من نظيره الوضعي فكرة الأدوات، وقننها بقوانينه ووفق شريعته وجعل لها شروط:

1- أن يكون مصدرها أساس نشاطه موافقا للشريعة ولا يتعامل إلا بما توافق عليه الشريعة .

2- أن تكون قائمة على مبادئ الشريعة من عدل ومساواة والابتعاد عن ما هو مخالف له من غرر وجهالة وأكل أموال الناس بالباطل بامتياز أحدهم عن الآخر .

3- أباح تداولها باعتبارها جزء مشاع من المشروع على شروط:

• إذا كان المشروع قائما وبدأ الإنتاج فتباع بسعر السوق (العرض- الطلب)

• إذا كان المشروع مازال نقود فتباع على أساس قواعد الصرف .

4- كما أباح بيعها بالتقسيط في كل من السوقين الأول والثاني .

كما يتفق العلماء على أن السندات الربوية هي شهادات بديون على الجهة المصدرة حول السندات حيث كلها تجر نفعا (فائدة) للمقرض ،والإقراض والاقتراض بفائدة محرم شرعا لأنه من الربا وهو أحد الموبقات ،وهذا ما اتفق عليه علماء العصر وأفتوا به ،كما اتفقت على تحريمها المجمعات الفقهية التابعة لرابطة العالم الإسلامي ،ومنظمة المؤتمر الإسلامي ،وهيئات الرقابة الشرعية في البنوك الإسلامية ،بل يمكن القول أنه حكم مجمع عليه من قبل العلماء المسلمين ،أما ما وجده غير صالح له فحاول استبداله ووضع له البدائل الشرعية ،فكانت الصكوك بدل السندات واعتمدها في سوقه ،وهي قائمة في الأصل على العقود الشرعية مثل :صكوك المضاربة ،صكوك المرابحة ، صكوك المشاركة ،صكوك السلم ،صكوك الإستصناع ،صكوك الإجارة ..

شركة المساهمة جائزة شرعا ،لأنه يتحقق فيها معنى الشركة فالشركاء يقدمون أسهمهم حصصا في رأس المال فيشتركون في رأس المال ويقتسمون الأرباح ويتحملون

الخسائر ويكونون شركاء فيها، كما تباينت أنواع الأسهم بين الجواز وعدمه، فمنها ما اتفق في جوازها ومنها ما هو على خلاف، أما تداول الأسهم باعتبار نوع نشاط الشركة المساهمة فقد تم تقسيمها إلى أسهم الشركات القائمة على أنشطة محرمة والمتفق على حرمة إنشائها أو المساهمة فيها، وإلى أسهم الشركات القائمة على أنشطة مباحة وهي ما اتفق على جواز المساهمة فيها وتداول أسهمها، وإلى أسهم الشركات ذات الأنشطة المختلطة أي المشروعة من حيث الأصل لكنها تتعامل في بعض معاملاتها بالأنشطة المحرمة أو تقتصر أو تودع بالفوائد وهي التي انقسم العلماء المعاصرون في حكم المساهمة فيها إلى رأيين الجواز والتحريم ولكل منهما حجه .

أما بالنسبة للمستحدثات مما يجري في السوق الربوية، فأغلب تلك المعاملات من عقود خيارات ومبادلات وعقود مستقبلية وأجلة كلها قائمة على الجهالة والمقامرة والميسر ومما لا يقبله الشرع، فكان بطلانها لما هي قائمة عليه من باطل .

وكذلك بالنسبة للمحفظة الاستثمارية هي أداة حديثة من أدوات الاستثمار تقوم على أساس التنوع بين أصول المحفظة، وهي وسيلة ناجحة لمواجهة مخاطر الاستثمار الحديث عن طريق توزيع تلك المخاطر كما أن صفة المخاطرة في محفظة الأوراق الإسلامية أعلى منها في محفظة الأوراق التقليدية لأن الأخيرة تحتوي على السندات التي تمثل مديونية بفائدة معلومة سلفاً مما يوفر لها عنصر أمان أكبر حيث تقل أو تكاد تنعدم المخاطرة معها، وهذه السندات لا يجوز أن تكون في محفظة الأوراق المالية الإسلامية وبالتالي تفقد عنصر الأمان الذي تحتويه .

الهوامش:

¹ أحمد معجب العتيبي، المحافظ المالية الاستثمارية أحكامها وضوابطها في الفقه الإسلامي، الطبعة 01، الأردن، دار النفائس للنشر والتوزيع، 2007، ص 32-33.

² أحمد معجب العتيبي، المحافظ المالية الاستثمارية أحكامها وضوابطها في الفقه الإسلامي، الطبعة 01، الأردن، دار النفائس للنشر والتوزيع، 2007، ص 21

³ نفس المرجع، ص 22

⁴ سعيدة نلي، التنبؤ بالمرودية لتسير المحفظة المالية دراسة قياسية لأسهم مسعرة في بورصة تونس، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية المؤسسة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة 2008-2009، ص 19

⁵ ناظم محمد نوري الشمري، طاهر فاضل البياتي، أحمد زكريا صيام، مرجع سابق، ص 261

⁶ بلعزوز بن علي، محمدي الطيب أحمد، مرجع سابق، ص 161

⁷ عديلة مريم، استعمال مؤشرات البورصة في تسيير صناديق الاستثمار والمحافظ المالية، أطروحة دكتورا في العلوم الاقتصادية، تخصص نفود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة باجي مختار، عنابة، 2009-2010، ص 193

⁸ سارة بوزيد، إدارة محفظة الأوراق المالية على مستوى البنك التجاري، مذكرة ماجستير في علوم التسيير، تخصص إدارة مالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، 2006-2007، ص 12. 13

⁹ سارة بوزيد، مرجع سابق، ص 13-14

¹⁰ سعيد سيف النصر، دور البنوك في استثمار أموال العملاء، مصر، مؤسسة شباب الجامعة، ص 107

¹¹ دريد كامل آل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، الأردن، دار اليازوري، 2009، ص 294

¹² مروان شموط، كنجو عيود كنجو، أسس الاستثمار، مصر، الشركة العربية المتحدة للتوزيع والتوريدات، 2008، ص 267

¹³ دريد كامل آل شبيب، إدارة المحافظ الاستثمارية، الأردن، دار المبصرة، 2010، ص 22

¹⁴ عصام حسين، أسواق الأوراق المالية (البورصة)، الأردن، دار أسامة، 2008، ص 206

¹⁵ قاسم نايف علوان، إدارة الاستثمار بين النظرية والتطبيق، دار الثقافة، بدون دار نشر، 2009، ص 199

¹⁶ سارة بوزيد، مرجع سابق، ص 18

¹⁷ منير إبراهيم هندي، الأسواق و المنشآت إدارة المالية، منشأة المعارف للتوزيع، مصر، 1999، ص 424.

¹⁸ سارة بوزيد، مرجع سابق، ص 31.

¹⁹ نفس المرجع سابق، ص 32.

²⁰ نفس المرجع السابق، ص 33، 34.

²¹ أسامة عبد الخالق الأنصاري، إدارة البنوك التجارية و البنوك الإسلامية، مصر، بدون دار نشر، 1994، ص 47.

²² غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، الأردن، دار المناهج للنشر والتوزيع، 2008، ص 73.

²³ حمزة عبد الكريم محمد حماد، مخاطر الاستثمار في المصارف الإسلامية، الأردن، دار النفائس، 2008، ص 30-31

²⁴ سامي خطاب، المحافظ الاستثمارية ومؤشرات أسعار الأسهم وصناديق الاستثمار، مقال بدعوة من هيئة الأوراق المالية والسلع، أبو ظبي، 2005، ص 19، 18.

²⁵ سارة بوزيد، مرجع سابق، ص 36، 35.

²⁶ نفس المرجع السابق، ص 37، 36.

²⁷ نفس المرجع السابق، ص 40، 39.

²⁸ محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، جلال العبد، مرجع سابق، ص 237.

²⁹- مركز التعليم المفتوح، نظرية إدارة المحافظ المالية، جامعة بنها، مصر، ص 11، على الموقع الإلكتروني:

[http://bu.edu.eg/olc/images/8th-11%20\(1\).pdf](http://bu.edu.eg/olc/images/8th-11%20(1).pdf)، تاريخ الزيارة 2012.12.23، على الساعة 10:30.

³⁰- سارة بوزيد ، مرجع سابق، ص 43.

³¹- ناظم محمد نوري الشمري، طاهر فاضل البياتي، مرجع سابق، ص 270.

-منير ابراهيم هندي، **الفكر الحديث في الاستثمار**، منشأة المعارف للتوزيع، مصر ، الطبعة الثانية ، 2003 ، ص 82.

³²- ناظم محمد نوري الشمري، طاهر فاضل البياتي، أحمد زكريا صيام، مرجع سابق، ص 271، 272.

³³- سارة بوزيد، مرجع سابق، ص 43-45.

³⁴ أحمد معجب العتيبي ،مرجع سابق ،ص 105 - 106

³⁵ محمد عثمان شبير، **المعاملات المالية المعاصرة**، مرجع سابق ، ص 217

³⁶ قرارات من المجمع الفقهي الاسلامي :

<http://www.ikhwan.net/archive/showthread.php?t=63798> يوم 2013/12/03 على الساعة

18.30

³⁷ مجلة مجمع الفقه الاسلامي التابع لمنظمة المؤتمر الاسلامي ،العدد السادس ، جزء 2 ، ص 1725

³⁸ أحمد معجب العتيبي ،مرجع سابق ،ص 108

³⁹ نفس المرجع ،ص 109

⁴⁰ سورة النحل، آية 89

⁴¹ أحمد معجب العتيبي ،مرجع سابق ،ص 129 -132.

⁴² نفس المرجع ،ص 144 ، 145