

بناء محفظة استثمارية مثلى -دراسة حالة سوق دبي المالي خلال الفترة (2008-2011)

د.مريم هاني

جامعة قاصدي مرباح ورقلة –الجزائر-

m.etud.eco@gmail.com

ملخص:

قدم البحث أبرز معالم المحفظة الاستثمارية التي تعد من أكثر التنظيمات التي أخذت حيزاً مهماً في الدراسات الاستثمارية واتخذت صيغاً وأشكالاً متعددة. وهذا يتطلب تحديداً دقيقاً لكافة عناصرها وأنواعها مع التركيز على بعض هذه الأنواع التي تتسم بأهمية خاصة في الاستثمار. وتنبع أهمية إدارة المحافظ الاستثمارية من المتغيرات الاقتصادية والمالية التي شهدتها الاقتصاد العالمي من خلال زيادة تدفق رؤوس الأموال في الاستثمار في الأسواق المالية عن طريق المؤسسات الاستثمارية وصناديق الادخار، ونطور المؤسسات المالية وغير المالية والمصرفية، والاهتمام بتحقيق الأرباح السريعة والابتعاد عن المخاطرة. حيث يهدف البحث إلى بناء وتحليل المحفظة الاستثمارية لعينة من الشركات المدرجة في سوق دبي المالي، وتحديد أفضل شركة في القطاعات المنتمة لسوق دبي المالي. ولتحقيق الأهداف المرجوة سنقدم البحث من خلال محورين الأول خاص بالإطار النظري لبناء محفظة استثمارية مثلى والثاني الإطار التطبيقي للدراسة.

الكلمات المفتاحية: إدارة المحفظة، المحفظة المثلى، العائد، المخاطر

Abstract:

The research present the most prominent investment portfolio, which is one of the most important regulations that took place in investment studies and has taken multiple forms, formulas and parameters. This requires precise for all elements and types with a focus on some of these species that are of particular importance in the investment. The importance of the portfolio management of the economic and financial variables in the global economy by increasing the flow of capital to invest in the financial markets by institutional investors and provident funds, and develop financial and non-financial and banking institutions, and interest in achieving quick profits and stay away from risk. Where research aims to build and analyze the investment portfolio of a sample of listed on the Dubai Financial Market, and determine the best company in belonging to the Dubai Financial Market sectors. In order to achieve the desired objectives we will search through the first two axes the first is the theoretical framework to build an optimal investment portfolio and the second is the case frame of the case study.

Key words: Portfolio Management, Portfolio optimal, return, risk

تعد المحفظة الاستثمارية من أكثر التنظيمات التي أخذت حيزاً مهماً في الدراسات الاستثمارية واتخذت صيغاً وأشكالاً متعددة. وهذا يتطلب تحديداً دقيقاً لكافة عناصرها وأنواعها مع التركيز على بعض هذه الأنواع التي تتسم بأهمية خاصة في الاستثمار. وتنبع أهمية إدارة المحافظ الاستثمارية من المتغيرات الاقتصادية والمالية التي شهدتها الاقتصاد العالمي من خلال زيادة تدفق رؤوس الأموال في الاستثمار في الأسواق المالية عن طريق المؤسسات الاستثمارية وصناديق الادخار، وتطور المؤسسات المالية وغير المالية والمصرفية، والاهتمام بتحقيق الأرباح السريعة والابتعاد عن المخاطرة. حيث يهدف البحث إلى بناء وتحليل المحفظة الاستثمارية لعينة من الشركات المدرجة في سوق دبي المالي، وتحديد أفضل شركة في القطاعات المنتمية لسوق دبي المالي. ولتحقيق الأهداف المرجوة سنقدم هذه الورقة البحثية من خلال محورين الأول خاص بالإطار النظري لبناء محفظة استثمارية مثلى والثاني الإطار التطبيقي للدراسة.

I. الإطار النظري لبناء محفظة استثمارية مثلى

تعتبر المحفظة الاستثمارية (محفظة الأوراق المالية)، إحدى الأدوات التي يستعملها المستثمر للتقليل من المخاطر الناجمة عن الاستثمار في الأوراق المالية. وهناك المحفظة المثلى التي تحدد حسب رغبة وسلوك المستثمر ولبناء هذه المحفظة وتكوينها هناك خطوات لاتباعها.

1. مفهوم المحفظة الاستثمارية:

سوف نقوم بعرض أبسط تعريف للمحفظة الاستثمارية:

1.1. تعريف المحفظة الاستثمارية:

لقد تعددت تعاريف المحفظة الاستثمارية وقد اخترنا التعريفين التاليين: المحفظة الاستثمارية: "هي كل ما يملكه المستثمر من أصول وموجودات استثمارية يكون الهدف من امتلاكه لها هو تنمية

القيمة السوقية لها أو المحافظة على القيمة الإجمالية للثروة، فالمحفظة الاستثمارية هي أداة مركبة من أدوات الاستثمار وذلك لأنها تتركب من أصليين أو أكثر⁽¹⁾.

المحفظة الاستثمارية: "هي عبارة عن أداة مركبة من أدوات الاستثمار بحيث تتكون من أصليين أو أكثر ويتم إدارتها من شخص مسؤول عليها يسمى مدير المحفظة".

وبهذا فإن المحفظة هي عبارة عن مجموعة من الأوراق المالية تعود ملكيتها إلى شخص طبيعي أو معنوي، هذه الأوراق يمكن أن تكون أسهما فقط وفي هذه الحالة تسمى المحفظة -محفظة أسهم- أو تكون سندات فقط وتسمى المحفظة -محفظة سندات- كما قد تكون المحفظة مشكلة من الاثنين معا ويطلق عليها اسم -المحفظة الهجينة-.

تمتاز المحفظة الاستثمارية باختلاف أصولها من حيث النوع كما تختلف من حيث الجودة، فمن حيث النوع يمكن أن تحتوي على أصول حقيقية وهي الأصول التي لها قيمة اقتصادية ملموسة مثل العقارات، الذهب والفضة والمشاريع الاقتصادية وعلى أصول مالية مثل الأسهم والسندات، أدوات الخزينة والخيارات أما من حيث الجودة فيمكن أن تحتوي على أصول منخفضة العوائد والمخاطر وأخرى مرتفعة العوائد والمخاطر⁽²⁾.

2.1. مفهوم المحفظة المثلى:

يعتبر مفهوم الحافظة المثلى مفهوما نسبيا وليس مطلقا، لأنه من الصعب تحديد نموذج عام يحدد مواصفاتها من وجهة نظر جميع المستثمرين، فمصطلح المحفظة المثلى يعني كونها كذلك من وجهة نظر مستثمر معين فقط له من الميول والاتجاهات ما قد يختلف عن ميول واتجاهات مستثمر آخر كما أن مصطلح المثلى قد يتغير من وقت لآخر بالنسبة لنفس المستثمر، فالحافظة المثلى بالنسبة لمستثمر ما اليوم ليست مثلى بعد أسبوع مثلا، وبالتالي يمكننا تعريف الحافظة المثلى من وجهة نظر المستثمر الرشيد كما يلي: الحافظة المثلى، هي تلك الحافظة التي تتكون من تشكيلة متنوعة ومتوازنة من الأصول أو الأدوات المالية، وبكيفية تجعلها الأكثر ملائمة لتحقيق أهداف المستثمر مالك الحافظة

أو من يديرها، أو بمعنى آخر هي التشكيلة التي تحقق أكبر عائد مع مستوى مخاطرة مقبول، و بالتالي نستطيع القول أن الحافضة المثلى هي التي تتوفر فيها المواصفات التالية⁽³⁾:

- تحقيق توازن للمستثمرين بين العائد والأمان؛
- تتميز أصولها بقدر كافي من التنوع الإيجابي؛
- أن تحقق أدوات الحافضة حدا من السيولة أو القابلية للتسويق التي تمكن المدير من إجراء أية تعديلات جوهرية.

3.1. خطوات بناء محفظة استثمارية مثلى⁽⁴⁾:

لبناء محفظة أوراق مالية مثلى ينبغي تحديد ما يلي:

- ❖ تحديد مجموعة المحافظ الكفؤة؛
- ❖ الاختيار من بين هذه المجموعة تلك الحافضة التي تحقق للمستثمر أقصى منفعة؛
- ❖ الحافضة المثلى للمستثمر.

مع الأخذ بعين الاعتبار المبادئ التالية:

- ❖ نختار الورقة المالية الأقل مخاطرة عند تساوي العوائد؛
- ❖ نختار الورقة المالية الأكبر عائد في حالة تساوي المخاطر.

II. الإطار التطبيقي: تحليل العائد والمخاطرة للشركات المدرجة في سوق دبي المالي (2008-2011)

قمنا بالدراسة التطبيقية على عينة من الشركات المدرجة في سوق دبي المالي الذي يعمل كسوق ثانوي للتعامل بالأوراق المالية الصادرة عن الشركات المساهمة العامة والسندات الصادرة عن الحكومة الاتحادية أو أية حكومات محلية والمؤسسات العامة في الدولة ووحدات صناديق الاستثمار وأية أدوات مالية أخرى سواء كانت محلية أو أجنبية والتي تكون معتمدة لدى سوق دبي المالي. وبدأ سوق دبي المالي مزاوله نشاطه بتاريخ 26 مارس 2000. وفي 27 ديسمبر 2005 قرر المجلس التنفيذي لإمارة دبي تحويل سوق دبي المالي كشركة مساهمة عامة في الإمارات العربية المتحدة برأسمال وقدره

ثمانية مليارات درهم (8 مليارات درهم) وتم طرح نسبة عشرون بالمائة (20%) من رأس مال السوق أي ما يعادل 1.6 مليار درهم للاكتتاب العام. لقد شهد الاكتتاب العام إقبالا كبيراً ومتميزاً فاق كل التوقعات حيث وصل المبلغ المكتتب به إلى ما يقارب 201 مليار درهم. وتم إدراج شركة سوق دبي المالي في السوق بتاريخ 3 مارس 2007 برمز تداول (DFM) (5).

1. تحليل العائد:

1.1. معدل العائد على الموجودات (ROA):

تقيس هذه النسبة القوة الأيرادية للأصول المستثمرة في الشركة أو بعبارة أخرى تقيس مدى كفاءة الإدارة في استثمار الأموال التي تحصل عليها شركة من جميع مصادر التمويل الخارجية والداخلية على حد سواء لذا تعتمد مؤشراً لقياس ربحية الشركة بوجه عام ويمكن استخراجها من قسمة صافي الدخل على الموجودات الكلية (6).

$$\text{Total asset/Net income} = \text{ROA}$$

في حالة سوق دبي قمنا بحساب معدل العائد على الموجودات للقطاعات والسوق كما بين الجدول رقم (1) خلال الفترة الممتدة من 2008 إلى 2011، حيث أن معدل العائد على الموجودات لمحفظة السوق قد بلغ 0.4056، وأن قطاع البنوك حقق أعلى عائد قدر ب 0.2571 0.5231 وهي أقل من معدل العائد لمحفظة السوق، لكن أكبر عائد مقارنة بالقطاعات الأخرى ثم يليه قطاع الصناعة بمعدل عائد 0.2001 وهو أيضاً أقل من معدل عائد محفظة السوق أما قطاع النقل فحقق معدل عائد على الموجودات خلال نفس المدة ب 0.0849 وهو أيضاً أقل من معدل عائد محفظة السوق، و يليه قطاع العقارات والانشاءات الهندسية إذ حقق معدل عائد على الموجودات أقل قياساً بمحفظة السوق خلال المدة إذ بلغ 0.0316 بعد ذلك يليه قطاع التأمين بمعدل عائد 0.0338 وهو أيضاً أقل من معدل عائد محفظة السوق حيث أنه يوجد فرق طفيف بينه وبين عائد القطاع سابقه (العقارات)، وفي المرتبة الأخيرة يأتي قطاع الاستثمار والخدمات المالية بمعدل عائد (-0.0110725) وهو

سالب هذا نظرا لأن شركة سوق دبي المالي قد حققت خسارة بمقدار 14719 ألف درهم سنة 2011،
والشركة الخليجية للاستثمارات العامة أيضا خسارة متتالية ب 1078071 ألف درهم سنة 2010
و1038031 ألف درهم سنة 2011.

جدول رقم 1: حساب معدل العائد على الموجودات للقطاعات والسوق

القطاع	2008	2009	2010	2011	معدل عائد محفظة القطاع
البنوك	0.94166	0.01859	0.03275	0.03559	0.2571475
التأمين	0.05363	0.00069	0.04088	0.05607	0.0378025
الاستثمار والخدمات المالية	0.05074	0.03032	0.05198-	0.07337-	0.0110725-
العقارات والانشاءات الهندسية	0.05687	0.03550	0.04959	0.01645	0.0396025
الصناعة	0.29886	0.30152	0.09253	0.10761	0.20013
النقل	0.08704	0.07456	0.10192	0.07619	0.0849275
معدل عائد محفظة السوق	0.24813	0.07685	0.04428	0.03642	0.40569167

المصدر: من إعداد الباحثة انطلاقا من البيانات المالية المستخرجة من الموقع الإلكتروني: www.dfm.ae

2. تحليل المخاطرة: عندما يقوم المستثمر بعملية الاستثمار فهو في الواقع يتحمل درجة من المخاطر مقابل توقعه الحصول على عائد معقول لذلك تعد المخاطرة عنصراً هاماً يجب أخذه بعين الاعتبار عند اتخاذ أي قرار استثماري ويهدف المستثمر العادي إلى تحقيق أكبر عائد ممكن مع تحمل أقل درجة ممكنة من المخاطرة وعرفت المخاطرة بأنها احتمال التعرض للأذى أو الخسارة وتنقسم إلى الأنواع التالية:

1.2. المخاطرة النظامية: وهي المخاطرة الغير القابلة للتنوع وتكون مرتبطة بعوامل السوق التي تؤثر على جميع المنظمات ولا يمكن إزالتها من خلال التنوع وتقاس المخاطرة النظامية من خلال المعادلة التالية:

$$\text{Systematic risk} = \sigma M^2 \beta^2$$

Systematic risk : المخاطرة النظامية.

β^2 : مربع معامل بيتا.

σM^2 : تباين عائد السوق.

2.2. المخاطرة الغير نظامية (مخاطر الشركة): وهي مخاطرة الموجود المرتبطة بمنطقة معينة ولأسباب عشوائية ويمكن ازالتها بالنسبة للشركات المستثمرة من خلال التنوع لاستثماراتها وتعديل سياساتها التشغيلية والادارية والمالية والرقابية وتقاس المخاطرة اللانظامية وفقا للصيغة الآتية:

$$\sigma_e = \sigma_p^2 - \beta_p^2 \sigma_M^2$$

σ_e : المخاطرة اللانظامية σ_p^2 : تباين محفظة السوق β_p OM: تباين المخاطرة النظامية

3.2. المخاطرة الكلية:

تعرف المخاطرة الكلية بأنها التباين الكلي في معدل العائد على الاستثمار سواء كان ذلك استثمارا في أوراق مالية أم أي مجال استثماري آخر ويشمل المخاطر النظامية والمخاطر اللانظامية أي أنها مجموع التباين في معدل العائد المتحقق عن المتوقع والنتائج عن مجموع المخاطرتين⁽⁶⁾.

حللنا مستوى المخاطرة في الشركات المدرجة في سوق دبي كما يوضح الجدول رقم 2 تحليلا لمعدلات الانحراف المعياري ومعامل الاختلاف كمقاييس للمخاطرة الكلية حيث تبين أن مستوى المخاطرة للقطاعات (النقل، التأمين (مرتفعة كانت على التوالي: 3.7879، 1.3455 وهي أعلى مخاطرة قياسا بالمخاطرة الكلية لمحفظة السوق البالغة 0.1132) جدول رقم 3)، أما مستوى المخاطرة الكلية للقطاعات (الاستثمار والخدمات المالية، العقارات والانشاءات الهندسية، الصناعة، البنوك (تعتبر منخفضة وهي على التوالي:-0.3775، -0.3830، -0.4268، -0.5589 وهي أقل مخاطرة مقارنة بمستوى المخاطرة الكلية لمحفظة السوق. أما من حيث نسب المخاطرة النظامية واللانظامية إلى المخاطرة الكلية للقطاعات ففي قطاع البنوك كانت المخاطرة النظامية أعلى من المخاطرة اللانظامية إذ بلغت 0.82، أما قطاع التأمين كانت المخاطرة النظامية أعلى من المخاطرة اللانظامية إذ بلغت 1.08، لكن بالنسبة للقطاعات (الاستثمار والخدمات المالية، العقارات والانشاءات الهندسية، الصناعة (كانت المخاطرة

النظامية أقل من المخاطرة اللانظامية إذ بلغت على التوالي (-0.05، -0.11، 0.11) أما قطاع النقل فكانت فيه المخاطرة النظامية أكبر من المخاطرة اللانظامية إذ بلغت 1.48.

من خلال تحليل نسب المخاطرة النظامية واللانظامية إلى المخاطرة الكلية للقطاعات نجد أن في القطاعات التي تواجه مخاطرة وكانت المخاطرة اللانظامية أعلى) الاستثمار والخدمات المالية، العقارات والانشاءات الهندسية، قطاع الصناعة (، يمكنها تفادي المخاطر من خلال التنوع لاستثماراتها والتعديل في سياساتها التشغيلية، واتباع طرق إدارية، ومالية، ورقابية فعالة لكن في قطاع البنوك، التأمين، وقطاع النقل لما كانت نسب المخاطرة النظامية أعلى من المخاطرة اللانظامية فهذا يعني أن القطاعات تواجه مخاطر سوقية لا يمكن تفاديها بالتنوع.

جدول رقم 2: المخاطرة النظامية واللانظامية والكلية للقطاعات خلال الفترة (2011-2008)

معامل الاختلاف CV	الانحراف المعياري δ	معامل β	المخاطرة الكلية	المخاطرة اللانظامية	المخاطرة النظامية	الشركة المخاطرة
2.6619	0.6845	0.2071	0.5589-	0.2066-	0.3523-	البنوك
9.3208-	0.03710	1.2183	1.3455	0.1166-	1.4622	التأمين
9.3208-	0.1032	0.2691	0.3775-	0.3973-	0.0197	الاستثمار والخدمات المالية
0.6882	0.0272	0.2402	0.3830-	0.4253-	0.0423	العقارات والانشاءات الهندسية
0.9999	0.2001	0.2263	0.4268-	0.3778-	0.0489-	الصناعة
0.2249	0.0191	2.3705	3.7879	1.8208-	5.6087	النقل

المصدر: من إعداد الطالبة انطلاقاً من البيانات المالية المستخرجة من الموقع الإلكتروني: www.dfm.ae

كما يمكن استخراج مخاطرة محفظة السوق من خلال معدل العائد على الموجودات لمحفظة

السوق خلال الفترة (2011-2008) كما في الجدول رقم 3، إذ سوف يتم التوصل إليها من خلال

التباين لمعدل العائد البالغ 0.1136.

جدول رقم 3: مخاطرة محفظة السوق

التباين	الانحراف المعياري	معدل عائد محفظة السوق	2011	2010	2009	2008	السنة
0.11326101	0.33654274	0.40569167	0.03642	0.04428	0.07685	0.24813	معدل عائد محفظة السوق

المصدر: من إعداد الطالبة انطلاقاً من البيانات المالية المستخرجة من الموقع الإلكتروني: www.dfm.ae

3. اختيار المحفظة الاستثمارية المثلى:

بالنسبة للمستثمر المغامر يختار المحفظة المشككة من بنك دبي التجاري، ومصرف السلام) أي يستثمر في قطاع البنوك) لأنه يحقق أعلى عائد ب 0.25 مقابل أعلى مخاطرة ب 0.68 وهو ما يأكده فعلا معامل الاختلاف 2.66.

أما بالنسبة للمستثمر المتجنب يستطيع الاستثمار في قطاع النقل في أسهم شركة المخازن العمومية، وأسهم الشركة العربية للطيران لأنه يحقق مستوى عائد معقول 0.08 بأقل مخاطرة 0.01 لكن المستثمران بطبيعتهما يستبعدان الاستثمار في كل من القطاعات: الصناعة، التأمين لأنهما يجدان نفسهما يحققان نفس العائد عند نفس مستوى المخاطرة ب 0.5 في الصناعة و 0.03 في التأمين.

أما الاستثمار في قطاع الاستثمار والخدمات المالية، الصناعة والانشاءات الهندسية فيستبعد نهائيا من المحفظة من طرف المستثمرين لأنهما يحققان عوائد سالبة أي ينجم عن الاستثمار فيهما خسارة نظرا لعدم جدارة الشركات.

الخاتمة:

توصلنا من خلال هذه لورقة البحثية إلى النتائج التالية:

1. نتائج الدراسة:

❖ تتباين القطاعات بالنسبة لمستويات العائد على الموجودات والمخاطرة بشكل كبير فيرتفع العائد

والمخاطرة في القطاع البنوك وهذا يدل على ارتفاع معدلات العائد يصاحبه ارتفاع في مستويات

المخاطرة الكلية لهذه القطاعات؛

❖ ارتفاع معدل المخاطر النظامية يدل على عدم امكانية تفادي المخاطر والاستفادة من خاصية التنوع لكن لما تكون اللانظامية أكبر فتكون هناك إمكانية لتفادي المخاطر عن طريق التنوع.

2. توصيات الدراسة:

❖ دعم وتطوير أسواق الأوراق المالية لفتح مجال أكبر للمستثمرين في معرفة ودراسة سوق دبي المالي ومستويات أداء الشركات وتسهيل إجراءات بيع وشراء الأسهم وعمليات الاكتتاب والدخول والخروج إلى هذه السوق وذلك لدعم الاستثمار وزيادة النمو الاقتصادي وتحقيق الازدهار في جميع القطاعات؛

❖ على المستثمر دراسة كل الجوانب المتعلقة بمستويات العائد والمخاطرة للشركات المتنوعة للوصول إلى محفظة مثلى تجنبه مخاطر التقلبات الاقتصادية في القطاعات المهمة وانشطة في عملياتها واستثماراتها؛

❖ استخدام الأساليب العلمية والإحصائية من قبل المستثمرين في قياس مستويات العائد والمخاطرة وعدم التنوع بشكل عشوائي لأن ذلك يستدعي عدم ضمان تحقق مزايا المحفظة من استثمار في أقل مخاطرة ممكنة.

المصادر والمراجع:

- ❖ بن موسى كمال، "المحفظة الاستثمارية-تكوينها ومخاطرها-"، مجلة الباحث، العدد 3، ورقة، 2005، ص 37.
- ❖ طاهر فاضل البياتي، ناظم محمد نوري الشمري، " أساسيات الاستثمار العيني والمالي "، داروائل للنشر والطباعة، عمان، 1999، ص 261.
- ❖ <http://www.kantakji.com/fiqh/Files/Markets/562.pdf>
- ❖ عائشة بخالد، " التنوع كأداة لتدنية المخاطر الغير النظامية في حافظة الأوراق المالية دراسة حالة سوق دبي المالي لسنة 2007 "، مذكرة ماستر، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة قاصدي مرباح، ورقة، 2009-2010، ص 97.
- ❖ <http://www.dfm.ae/pages/default.aspx?c=801>

❖ حاكم محسن محمد، ليلي محسن حسن، بناء محفظة استثمارية مثلى، العدد السابع والعشرون، المجلة العراقية

للعلوم الادارية، بدون سنة نشر، ص 42.