

ثالثاً- تحديد الحد الكفاء والمحفظة المثلى حسب ماركويتز

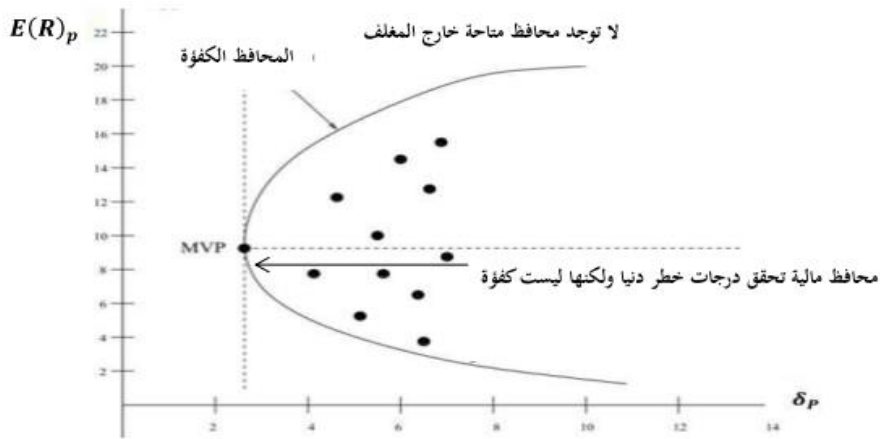
1. الحد الكفاء:

هو مجموع المحافظ المالية المتاحة التي تحقق الكفاءة من حيث العائد والخطر معا، حيث لا توجد محافظ مالية متاحة أخرى يمكن أن تحقق معها نفس العائد بمخاطرة أقل ولا توجد محافظ تعرض المستثمر للمخاطر نفسها بعائد أكبر. وتكون المحافظ الكفؤة بهذا المعنى هي محافظ مهيمنة أو سيادية:

* تحقق أعلى عائد عند نفس درجة الخطر لمحافظ أخرى ؛

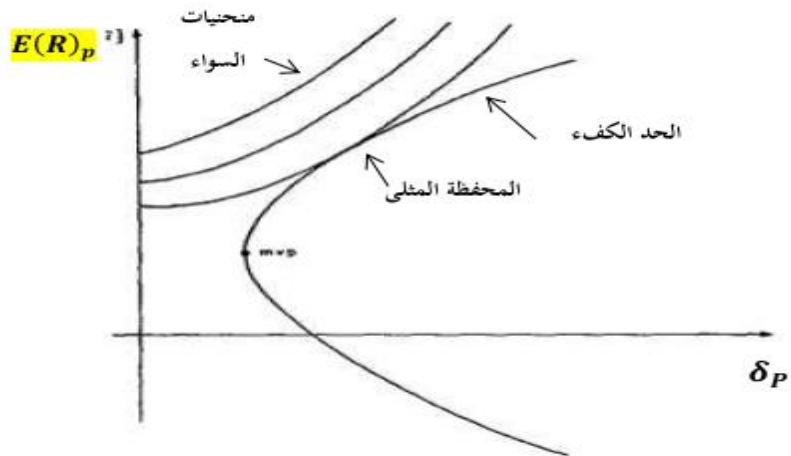
* تعرض المستثمر لدرجة خطر أقل عند نفس العائد مع محافظ أخرى.

الشكل التالي، يظهر الحد الكفاء كجزء من قطع مكافئ متزايد أو مغلف على معلم خطه الأفقي يمثل درجة الخطر وخطه العمودي يمثل المرودية المتوقعة



2. تحديد المحفظة المثلى في حالة عدم وجود أصل مالي خالي من الخطر:

المحفظة المالية المثلى هي محفظة مالية كفؤة أي تقع على الحد الكفاء ولكنها تعظم منفعة المستثمر المالي، وتحدد من خلال التماس بين الحد الكفاء ومنحنى السواء للمنفعة.



المحور الثاني: استراتيجيات إدارة المحفظة المالية

المحاضرة الخامسة

تحديد استراتيجية إدارة المحفظة المالية يعني في المقام الأول تحديد الأوزان النسبية للأصول المالية أي نسبة الإنفاق على كل أصل مالي.

ملاحظة: نتطرق في البداية الى استراتيجيات التنوع لأنها تشمل إدارة المحفظة المالية بصفة عامة سواء محفظة القروض والسندات أو محفظة الأسهم، ثم نفصل بين الاستراتيجيات حسب تركيبة المحفظة ان كانت محفظة القروض والسندات أو محفظة الأسهم

1 - استراتيجيات التنوع

التنوع *Diversification* هو القيام بتركيب تشكيلة أو توليفة من الاستثمارات التي تتكون منها المحفظة المالية (محفظة الأصول المالية بصفة عامة سواء محفظة القروض والسندات أو محفظة الأسهم) و من شأن التشكيل الجيد لهذه المحفظة أن يسهم في تخفيض درجة المخاطر التي يتعرض لها عائد المحفظة .

1-1 تنوع جهة الإصدار

يقصد بتنوع جهة الإصدار عدم توجيه مخصصات المحفظة إلى أوراق مالية تصدرها شركة واحدة، حيث نجد عادة أسلوبان " أسلوب التنوع الساذج (البسيط). وأسلوب ماركويتز (التنوع الكفاء).

- **التنوع الساذج (البسيط):** يقوم أسلوب التنوع الساذج "*Naïve diversification*" على فكرة أساسية هي أنه كلما زاد تنوع الاستثمارات التي تضمها المحفظة، انخفضت المخاطر التي يتعرض لها عائدتها، و يمكن التعبير عن أسلوب التنوع الساذج بالحكمة التي تقول "لا تضع كل ما تملكه من بيض في سلة واحدة".
- **التنوع الكفاء *Markowitz*:** على عكس أسلوب التنوع الساذج الذي يقضي باختيار الأصول المكونة للمحفظة عشوائيا، نجد أن أسلوب *Markowitz* يقضي بضرورة الاختيار الدقيق لتلك الأصول و ذلك بمراعاة درجة الارتباط (معامل الارتباط) بين العوائد المتولدة عنها.

1-2 تنوع تواريخ الاستحقاق:

يمكن الاعتماد على هذه الاستراتيجية عند اختيار الاستثمار في السندات من خلال تشكيل محفظة سنديّة، حيث تتم إدارة المحفظة السنديّة من خلال إدارة العلاقة بين قيمة السندات، خاصة ذات معدل الفائدة الثابت والتغير في معدل الفائدة. ونجد هناك أسلوبان: ***الأسلوب الهجومى:** يقوم الأسلوب الهجومى في إدارة المحفظة على التحول المستمر من السندات قصيرة الأجل إلى السندات طويلة الأجل وفقا للظروف، أي وفقا للاتجاهات المتوقعة لأسعار الفائدة. فإذا أشارت التنبؤات إلى أن معدلات الفائدة في طريقها إلى الارتفاع فان على مسير المحفظة أن يسارع ببيع السندات طويلة الأجل و استخدام حصيلتها في شراء سندات قصيرة الأجل قبل أن يحدث ارتفاع فعلي في أسعار الفائدة. و العكس صحيح .

***تدرج تواريخ الاستحقاق:** يقصد بتدرج تواريخ الاستحقاق توزيع مخصصات المحفظة على استثمارات ذات تاريخ استحقاق متدرج ويقضي هذا الأسلوب قيام إدارة البنك بوضع حد أقصى لتاريخ الاستحقاق الذي يمكن قبوله، و بعد ذلك تقوم إدارة المحفظة بوضع هيكل لتواريخ الاستحقاق توزع على أساسه الموارد المتاحة للاستثمار.

2 - استراتيجيات إدارة محافظ الأسهم

يمكن إدارة محفظة الأسهم من خلال الاستراتيجيات الساكنة، الاستراتيجيات النشطة كمايلي:

1-2 الإستراتيجيات الساكنة:

يمكن التعبير عنها باستراتيجيات كفاءة السوق، كما يطلق عليها الإستراتيجية الساكنة أو السلبية *Passive Strategy*، ذلك أن الإيمان بكفاءة السوق، يعني بأن أسعار الأسهم في السوق تعكس قيمتها الحقيقية، بما يعني أن العائد يتناسب مع المخاطر التي ينطوي عليها الاستثمار في الأسهم، وعليه فلا جدوى من إجراء تغييرات مستمرة على مكونات المحفظة بهدف تحقيق أرباح غير عادية.

وهكذا تحقق الإستراتيجية الساكنة تكلفة أقل للمعاملات، وحدا أدنى من الجهد المبذول في إدارة المحفظة، ومن أبرز الإستراتيجيات الساكنة إستراتيجية الشراء والاحتفاظ، و إستراتيجية الإدارة المؤشيرية.

أ- إستراتيجية الشراء أو الاحتفاظ .

تشير هذه الاستراتيجية على أنه بمجرد توفر الأموال المخصصة، فعلى المستثمر أن يسارع لشراء الأسهم أو السندات بما أن أسعارها في السوق تعكس قيمتها الحقيقية، وأن يتخلص منها بالبيع متى شاء دون انتظار، إذا تغيرت تفضيلاته وأهدافه والظروف المؤثرة على تشكيل المحفظة.

ولكي تحقق إستراتيجية الشراء والاحتفاظ التوقعات ينبغي أن يراعي في تكوينها عددا من الاعتبارات من أهمها : تحقيق مستوى ملائم من التنوع، وتحديد المستوى المقبول من المخاطر بالنسبة للمستثمر، إضافة إلى الاعتبارات الضريبية، والسيولة، وتوقيت الاستثمار .

ب- استراتيجية الإدارة المؤشيرية

المقصود بالإدارة المؤشيرية (*Gestion indicielle*) تتبع مؤشر السوق كمؤشر مرجعي مع إمكانية تقليص التكاليف المعاملات والتسيير والاستشارة، بحيث يتم تقييم أداء مسير هذه المحفظة من خلال قدرته على تقليص تلك التكاليف.

خصائص الإدارة المؤشيرية:

- * تكون الإدارة المؤشيرية صعبة إذا كان عدد الأسهم المكونة للمؤشر المتبع كبيرا، قد يؤدي ذلك إلى ارتكاب الخطأ عند العمل على مطابقة المؤشر.
- * باعتبارها استراتيجية ساكنة فهي تقلل من مصاريف المعاملات والتسيير.
- * تتيح رقابة أفضل للعملاء (المستثمرون الماليون) على مسيري المحافظ المالية.
- * غالبا أداء الاستراتيجيات الساكنة يكون ضعيفا، لذلك قد تكون الاستراتيجية المبينة على الإدارة المؤشيرية غير مثلى إذا كانت هناك أهداف محددة أخرى متعلقة بتعظيم العوائد.

2 - 2 الاستراتيجيات النشطة:

هي استراتيجيات عدم كفاءة السوق، حيث تقضي هذه الاستراتيجيات بإجراء تغييرات مستمرة على مكونات المحفظة، مما يؤدي إلى التحسين فيها من حيث العائد و المخاطر ويمكن أن نذكر من بين هذه الاستراتيجيات التي تعرف باستراتيجيات النشطة للاستثمار في الأوراق المالية ما يلي:

أ- إستراتيجية اختيار الأوراق المالية :

تنص هذه الإستراتيجية على ضرورة القيام بالتحليل الأساسي و الفني للوصول إلى القيمة الحقيقية للورقة المالية (السهم)، ومقارنتها مع قيمتها السوقية، و بعد ذلك يتم اتخاذ قرار إضافتها أو عدم إضافتها إلى المحفظة المالية .

ب- إستراتيجية إعادة توزيع مخصصات المحفظة :

تقتضي هذه الإستراتيجية بضرورة إعادة توزيع نسبة الموارد المالية الموجهة للاستثمار (ثروة المستثمر) في أسهم شركات قطاع معين على حساب أسهم قطاعات أخرى، وذلك حسب الظروف التي يمر بها القطاع أو الصناعة أو حتى الشركة.

ج- إستراتيجية توقيت الاستثمار "السوق" :

يقصد بها تلك الإستراتيجية التي تقوم على إعادة توزيع مخصصات المحفظة بين الأسهم العادية و الأصول المالية الأخرى، و بعبارة أخرى تقتضي تلك الإستراتيجية بأنه يمكن للمستثمر أن يحقق أرباحا غير عادية لو أنه أدرك متى يدخل في سوق الأسهم، وإلى متى يدخل في سوق الأسهم، وإلى متى يستمر ومتى يصبح من الأفضل له الخروج منه، وفي حالة توقع رواج في سوق الأسهم، يمكن للمستثمر أن يفترض لتدعيم المخصصات المالية الموجهة للاستثمار في الأسهم العادية.

المحاضرة السادسة

3 - استراتيجيات إدارة محافظ السندات

يمكن الاعتماد على الاستراتيجيات النشيطة والسكنة في إدارة محفظة السندات بالشكل التالي:

3-1 الاستراتيجيات النشيطة

في هذه الحالة هي استراتيجيات ترتكز على توقعات معدل الفائدة، حيث هذا الأخير متغير عشوائي يجب التركيز عليه وتتميز بمايلي:

- كفاءة هذه الاستراتيجيات مبنية على قدرة مسير المحفظة السندية في التنبؤ بحركة معدل الفائدة.

- مراعاة طبيعة العائد الناتج عن الاستثمار في السندات والذي ينقسم الى:

*الكوبونات السنوية أي الفائدة الاسمية الثابتة؛

* النتائج الرأس مالية الناتجة عن تهمين أو تدهور القيمة السوقية؛

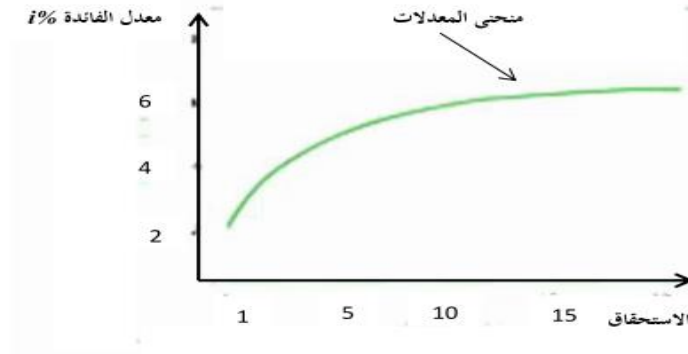
* العائد الناتج عن إعادة استثمار الكوبونات السنوية حسب توقعات معدل الفائدة.

من بين هذه الاستراتيجيات النشيطة المتبعة في إدارة محفظة السندات مايلي:

أ/ الاستراتيجيات القائمة على شكل منحنيات الفائدة:

ترتبط هذه الاستراتيجيات بشكل التغير في معدل الفائدة وشكل العلاقة بين معدلات الفائدة والاستحقاقات حيث يفترض أن هذه

العلاقة متزايدة، كما يوضحه الشكل التالي:



حركة منحنى المعدلات قد تكون في شكل تغير موازي أو تغير غير موازي:

- التغير الموازي: كما تدل عليه التسمية فإن التغير عبر الزمن لشكل العلاقة بين الفائدة والاستحقاق يكون نحو الأعلى أو الأسفل بشكل موازي، حيث تكون قيمة التغير ثابتة لكل الاستحقاقات.
- التغير غير الموازي: لا تكون قيمة التغير ثابتة وحسب هذه التغيرات في الهيكلية يمكن الاختيار بين ثلاث استراتيجيات هي :
 - ◆ استراتيجية Ladder من خلال تكوين محفظة سندات تتوزع فيها الاستحقاقات بانتظام مثلا: ثلث للسندات قصيرة الأجل، ثلث للمتوسطة، والثلث المتبقي للسندات طويلة الأجل.
 - ◆ استراتيجية Barbell من خلال تكوين محفظة سندات تتركز استحقاقاتها على نقطتين مميزتين من منحنى المعدلات مثلا: 60% للسندات قصيرة الأجل و 40% للسندات طويلة الأجل.
 - ◆ استراتيجية Bullet من خلال تكوين محفظة سندات تتركز استحقاقاتها على نقطة مميزة من منحنى المعدلات مثلا: 60% للسندات قصيرة الأجل والباقي موزعا بين بقية الاستحقاقات.