

محتوى المادة:

- 1- مفهوم المحفظة المالية والأسواق المالية
- 2- مفهوم المحفظة المالية في البنوك الإسلامية
- 3- قواعد المحفظة المالية في البنوك الإسلامية
- 4- تسيير المحفظة المالية في البنوك الإسلامية
- 5- البنوك الإسلامية والمؤسسات المالية الأخرى.

المحاضرة الأولى

1- تعريف المحفظة المالية:

- المحفظة المالية هي أداة من أدوات الاستثمار المركبة، لأنها غالبا ما تتكون من مجموعة من الأصول المختلفة من حيث نوعيتها وجودتها وكذلك مصدرها.
- وهي مجموعة الأصول المالية التي يملكها مستثمر ما خلال مدة زمنية معينة .
- وهي عبارة عن توليفة لمجموعة أوراق مالية تختلف في قيمتها، عائدها، مدة استحقاقها، نوعها....، يتم اختيارها بدقة بالاعتماد على خاصية التنويع، وذلك بغرض تعظيم عائدها وتدنية خطرها، أي تحسين العلاقة (عائد/خطر).

2- الهدف من تشكيل محفظة الأوراق المالية:

- **تعظيم الربح:** تحقيق أكبر عائد بأقل مخاطرة ممكنة (الموازنة بين العائد والمخاطرة) مع توفير عنصر السيولة، أي إدارة الأموال بفعالية وبأقل خسائر ممكنة.
- **تحقيق أمان مستقبلي:** وهذا بتشكيل محفظة تتكون من أوراق مالية تعمل بمثابة احتياطي متراكم تزداد قيمته مع الأيام.
- **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 مجموعة من الأوراق المالية 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:** من خلال الاستثمار في أوراق مالية قابلة للتسويق بسهولة دون تحقيق خسائر مهمة، وبالتالي المساعدة على مواجهة حالات العسر المالي. كما يعطي إمكانية التغيير في مكونات المحفظة بسهولة (الحفاظ على مستوى مقبول من السيولة).

ملاحظة: في الواقع الهدف من تشكيل محفظة الأوراق المالية هو مزيج من الأهداف السابقة، وتتحدد درجة أولوية كل منها وفقا لاحتياجات وطبيعة المستثمر صاحب المحفظة.

3- أنواع المحافظ المالية: تنقسم المحافظ المالية إلى عدة أنواع:

- أ- **حسب ملكيتها:** وتنقسم إلى نوعين هما:
 - **محافظ خاصة (محافظ العملاء):** وهي محافظ يتم تشكيلها بناءا على طلب العميل (المستثمر)، إذ يكون له الحق في تشكيل محفظته الخاصة، وتحديد نسب توزيعها، وأدواتها، ويكون دور مدير المحفظة دورا تنفيذيا كما يريده المستثمر، وقد يكون له دور تنفيذي حسب الصلاحيات الممنوحة له من طرف المستثمر.
 - **محافظ عامة (محافظ المؤسسات):** وهي محافظ تكونها المؤسسات المالية، وتكون على شكل صناديق مشتركة، أو شركات استثمارية ذات أسهم مطروحة للاكتتاب العام.
- ب- **حسب جنسية الأدوات الاستثمارية:** تقسم إلى :
 - **محافظ محلية:** وتشمل الأدوات الاستثمارية التي تم إصدارها عن طريق الشركات الوطنية والحكومة، والتي تتداول في الأسواق المحلية فقط.
 - **محافظ دولية:** وتشمل على أدوات استثمارية لشركات وحكومات أجنبية، مثل قيام مستثمر جزائري بشراء أسهم أمريكية، أو لأي دولة أجنبية.

ج- حسب هدف الاستثمار:

- **محفظة الدخل (المحافظ الدفاعية):** هي تلك المحافظ التي تشتمل على الاستثمارات ذات الدخل الثابت، فهي توفر دخلا ثابتا ومستمرا لفترة طويلة مع تحمل مخاطر منخفضة قدر الإمكان.
- **محفظة النمو (المحافظ الهجومية):** هي تلك المحافظ التي تشتمل على الأوراق المالية لشركات تحقق معدلات نمو مرتفعة تنعكس في نمو أرباحها الموزعة، بالإضافة إلى الأسهم والأوراق المالية التي تتغير أسعارها في السوق المالي، وتحقق زيادة كبيرة في قيمتها السوقية من خلال المضاربات، وبالتالي فهي تحقق نموا متواصلا في قيمة المحفظة.
- **المحفظة المتوازنة (المحافظ المختلطة):** وهي تلك المحفظة التي تجمع بين تحقيق دخل مستقر نسبيا وتحقيق نمو في العائد على الاستثمار بالمحفظة، وبالتالي فإن رأس مال المحفظة يكون موزعا على استثمارات تحقق دخلا ثابتا ومستقرا، واستثمارات أخرى تحقق أرباحا رأسمالية ناتجة عن ارتفاع أسعارها السوقية.

4- قيود تكوين محفظة أوراق مالية :

- **قيود زمنية:** ونعني به تحديد المدى الزمني الذي يرغب المستثمر صاحب المحفظة أن يستثمر من خلاله، أي بمعنى تحديد نوع المدى الزمني الملائم له (قصير أو متوسط).
- **قيود مالية أو رأسمالية :** تتمثل في حجم الأموال المتاحة للمستثمر، والتي من خلالها يتم شراء الأوراق المالية، إذ كلما كانت الأموال المتاحة كبيرة كلما كانت القدرة على تنويع المحفظة أكبر (حتى يتمكن من انتهاز الفرص الجيدة دون الاضطرار لبيع ما بحوزته).
- **ضوابط وقيود الحاجة إلى السيولة:** وهو قيد يضعه صاحب المحفظة ويلزم المدير به، ويتمثل في إمكانية إجراء تسهيل جزء أو كامل المحفظة في الآجال القصيرة، دون التعرض لخسائر كبيرة، وفي هذه الحالة على مدير المحفظة اختيار الأوراق المالية الأكثر قابلية للتداول (التي يكون الطلب عليها كبير في السوق).

- **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 (ينبغي على المستثمر أن يكون على إطلاع ودراية للاستفادة منها).
- **قيود وضوابط المخاطرة:** على المستثمر أن يختار الأوراق المالية التي تتناسب فيها درجة المخاطرة مع قدرته على تحملها (ومدى تأثيرها على العائد).

5- مبادئ تكوين محفظة مالية ناجحة: هناك عدة مبادئ لا بد للمستثمر -صاحب المحفظة أو القائم على تشكيلها- أن يراعيها عند تكوينه للمحفظة المالية، وذلك ليحصل على تشكيلة أوراق مالية ناجحة.

- **مبدأ القياس الكمي:** ويقصد به إمكانية قياس العائد المتوقع، ودرجة المخاطرة المصاحبة للاستثمارات التي تتضمنها المحفظة.
- **مبدأ الشمول:** ويقصد به اشتغال المحفظة المالية على معظم الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية، وذلك حتى يتم تحقيق عائد مرتفع ومستقر نسبيا بأقل مخاطرة ممكنة.
- **مبدأ الارتباط:** يقصد به درجة ارتباط عوائد الأوراق المالية المختلفة التي تتكون منها المحفظة، حيث أنه حسب ماركوتيز فإنه كلما كان معامل الارتباط بين عوائد الأوراق المالية سالب ويقترب من (-1) كلما كانت المحفظة أكثر كفاءة وبالتالي انخفاض التذبذب في عوائدها.
- **مبدأ الجودة:** ونقصد بجودة الورقة المالية 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 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 أشكال أهمها:
 - **تنوع قطاعي:** تنوع قطاعات النشاط الاقتصادي.
 - **تنوع سوقي:** أسواق حاضرة / مستقبلية، أسواق محلية / أجنبية.
 - **التنوع في الأوراق المالية:** أسهم / صكوك.
 - **التنوع في نوعية الورقة المالية:** صكوك مضاربة، صكوك استصناع، صكوك إجارة..... إلخ.

6- إدارة المحفظة المالية:

- أ- **سياسات إدارة المحفظة المالية:**
 - **السياسة الهجومية :** يتبنى هذه السياسة مديرو المحافظ المضاربون الذين يفضلون عنصر العائد على عنصر الأمان، إذ يكون هدفهم الرئيسي من تحقيق الأرباح الرأسمالية بفعل التقلبات التي تحدث في أسعار السوق للأوراق المالية التي تتكون منها المحفظة المالية، أي أنه اهتمام المستثمر يكون موجها نحو تنمية رأس المال المستثمر أكثر من استمرارية الدخل المتدفق من الاستثمار، وتعتبر الأسهم العادية أفضل أدوات الاستثمار لهذا النوع من المحافظ، ويطلق على المحفظة التي تتبع هذه السياسة اسم: "محافظ رأس المال أو محافظ النمو".
 - **السياسة الدفاعية:** ويتبنى هذه السياسة المستثمر الذي يكون متحفظا بشكل كبير اتجاه عنصر المخاطرة، فهو يعطي أولوية مطلقة لعنصر الأمان على حساب عنصر العائد، ويركز المستثمر اهتمامه وفق هذه السياسة على أدوات الاستثمار ذات الدخل الثابت، ويطلق على المحفظة التي تتبع هذه السياسة بمحفظة "الدخل".
 - **السياسة المتوازنة:** يتبنى هذه السياسة غالبية المستثمرين الذين يرغبون في تحقيق استقرار نسبي في المحفظة يؤمن عوائد مقبولة عند مستويات مقبولة من المخاطرة، حيث تتضمن أصول متنوعة

بطريقة تحقق للمحفظة حدًا أدنى من الدخل الثابت، مع ترك الفرصة لجني أرباح رأسمالية متى أتاحت الفرصة لذلك، فهي تجمع بين أدوات الاستثمار قصيرة الأجل ذات السيولة العالية كأذونات الخزانة، وأدوات الاستثمار طويلة الأجل كالأسهم العادية، ويطلق على المحفظة التي تتبع هذه السياسة بالمحفظة المتوازنة.

ب- استراتيجيات إدارة المحفظة المالية: (هناك تحفظ بالنسبة لمحفظة الأوراق المالية الإسلامية)

❖ **الإدارة السلبية (الساكنة):** وهي استراتيجية تبنى على اعتقاد المستثمر بكفاءة السوق، وأن الأوراق المالية مقومة بقيمتها العادلة، ومن ثم فلا جدوى من إجراء تغييرات مستمرة في مكونات المحفظة بهدف تحقيق أهداف (أرباح غير عادية) طالما أن هذه الأخيرة لا تتحقق في السوق الكفاء إلا بالصدفة والحظ، إذ يشتري المستثمر الأسهم المكونة للمؤشر والاحتفاظ بها لفترة طويلة لتحقيق نفس عائد المؤشر (عائد السوق)، وبالتالي فهو يحاول ربط أداء المحفظة بأداء أحد المؤشرات (محاكاة المؤشر) وليس التغلب عليه، وتتطلب هذه الاستراتيجية مراجعة المحفظة بين الحين والآخر، وذلك لضرورة إعادة استثمار الأرباح المحققة، ولأن الأسهم المكونة للمؤشر قد تكون عرضة للتغير بسبب الاندماج أو الخروج لتحل أسهم أخرى مكانها.

❖ **الإدارة الإيجابية (الإدارة النشطة):** تهدف إدارة المحفظة الإيجابية إلى تحقيق عائد يتجاوز عائد محفظة المؤشر السلبية، وبالتالي التغلب على أداء السوق الممثل بمؤشر معين، وهي تُبنى على اعتقاد أن الأوراق المالية في السوق لا تعكس قيمتها الحقيقية أو العادلة خلال بعض الفترات الزمنية على الأقل، وأنه يمكن من خلال البحث المستمر وتحليل مكونات السوق (التحليل الأساسي) شراء أسهم مقيمة بأقل من قيمتها الحقيقية وبيعها عندما ترتفع أسعارها السوقية، كما يمكن استخدام التحليل الفني للتنبؤ بحركة الأسعار في المستقبل بناءً على حركة الأسعار التاريخية، وتحديد توقيت الدخول والخروج المناسبة، وفي هذه الاستراتيجية أيضا يعطي المستثمر أوزانا أكبر لقطاعات معينة في السوق توخياً لتحقيق زيادات سعرية في أسهمها، وبالتالي تكون مخاطر المحفظة أكبر من مخاطر محفظة السوق (المؤشر) كما يحتمل على المستثمر السعي إلى تحقيق عائد أكبر من عائد السوق بهامش عريض لتعويضه عن المخاطر المرتفعة.