

وزارة التعليم العالي والبحث العلمي

جامعة حمة لخضر بالوادي
كلية العلوم الاقتصادية والتسيير والتجارة
قسم الاقتصاد
السنة الثانية ماستر اقتصاد نقدي وبنكي

ملخص محاضرات مقياس:

تسيير المحفظة المالية



الاستاذ: محمد الامين مصباحي

محتويات المقياس: تسيير المحفظة المالية

الصفحة	الجزء الاول: الاستثمار: مفهومه، اسسه، قراراته، مقوماته، انواعه
2	1- مفهوم الاستثمار واسسه.....
2	1-1- مفهوم الاستثمار.....
2	1-2- اسس الاستثمار.....
4	3- المقومات الأساسية لقرار الاستثمار.....
4	3-1- أنواع القرارات الاستثمارية.....
5	3-1-1- قرار الشراء.....
5	3-1-2- قرار عدم التداول.....
5	3-1-3- قرار البيع.....
5	3-2- المقومات الأساسية لقرار الاستثمار.....
9	4- أنواع المخاطر الاستثمارية.....
9	4-1- المخاطر السوقية.....
9	4-2-3- المخاطر غير السوقية.....
11	الجزء الثاني: العائد ومخاطر الاستثمار
11	1- تعريف مخاطر الاستثمار.....
11	2- قياس العائد المتوقع على الاستثمار.....
14	3- قياس مخاطر الاستثمار.....
15	4- أنواع مخاطر الاستثمار.....
15	4-1- المخاطر المنتظمة.....
16	4-2- المخاطر غير المنتظمة.....
16	5- مصادر مخاطر الاستثمار.....
18	الجزء الثالث: ادارة (تسيير) المحفظة المالية
18	1- تعريف المخاطرة.....
19	2- مدير المحفظة المالية.....
19	3- القرارات الاستراتيجية لمدير المحفظة.....
19	3-1- مدير المحفظة.....
20	3-2- التنويع الاساسي للأصول.....
21	4- العائد والمخاطرة.....
21	4-1- مفهوم العائد الاستثماري وقياسه.....

الجزء الاول

الاستثمار: مفهومه، أسسه، قراراته، مقوماته، أنواعه

تمهيد:

يعتبر الاستثمار عملية إدارية لها وسائل وأساليب وأهداف، كما يحتاج الاستثمار في تحديد ورسم السياسات المحددة لمختلف الخطط الاستثمارية الهادفة للوصول النهائي للعملية الاستثمارية بنجاح قريب إلى التقديرات المستهدفة مع الإدراك الكامل لتأثيرات عوامل المخاطر الداخلية للشركة، والخارجية للسوق وما يحيط به وكذا مختلف الهزات الفجائية، وهي كلها تعد ظروف عدم التأكيد المحيطة بعملية اتخاذ القرارات الاستثمارية السليمة.

كما تعد الأوراق المالية (أسهم، سندات، صكوك...) أحد الاستثمارات الواسعة والنشطة في الأدوات الاستثمارية وأكثرها توسعا وانتشارا وخاصة في الآونة الأخيرة.

إنَّ هدف المستثمر هو تحقيق عوائد ومحاولة تجنب المخاطر، وعليه استمر البحث على آليات جديدة ومتنوعة للاستثمار.

ومن بين أهم الآليات المستجدة في تحديد نوعية الاستثمار، وقيمه وعوائده ظهرت فكرة ما سمي بالحفظلة الاستثمارية كأداة فعالة لتخطي المخاطر المتنوعة .

1- مفهوم الاستثمار وأساسه:

1-1- مفهوم الاستثمار:

إن الاستثمار هو عملية توظيف الأموال بطريقة عقلانية يتوقع فيها المستثمر أن تدر عليه دخلا (سواء كان فردا أو مؤسسة).

ويجب عليه أن يراعي جملة من الأسس والمبادئ عند الدخول في عملية اتخاذ القرار الاستثماري وتنفيذه من بينها نذكر:

1-2- أسس الاستثمار¹:

1- أن يقوم بإجراء عملية مسح وجمع البيانات على كل الفرص الاستثمارية المتاحة، والبحث ومعرفة مزايا وسلبيات كل بديل استثماري، وهذا من حيث التكلفة الاستثمارية، والعوائد المتوقعة، والمخاطر الموجودة التي يمكن أن تنتج عن العملية الاستثمارية.

2- يجب على المستثمر أن يحدد المدى الزمني (قصير - متوسط - طويل) لاستثماره والأهداف المتوخاة منه.

3- يجب على المستثمر أن يكون مطلعاً على مفهوم المخاطر، ومنه على إمكانية اتخاذ القرار المناسب بقدر حجم المخاطر التي بإمكانه تحملها.

1 - حسين عاصم، "أسواق الأوراق المالية"، دار أسامة للنشر، عمان، الأردن، 2008، ص: 201

4-على المستثمر أن تكون له أسس عملية، ودراسة معمقة للأدوات الاستثمارية المتاحة التي على ضوءها يمكنه توزيع استثماراته على مختلف أنواع الاستثمارات (عقارات- معادن- ذهب- أو أسهم وسندات وصكوك...).

5-يفضل أن يقوم السوق المالي ممثلاً بإدارته، بتقديم مختلف المعلومات بكل شفافية ونزاهة لكي يستفيد منها المحليين ومكاتب الاستثمار، ومديرو المحافظ في المساعدة واتخاذ القرار المناسب لموكليهم في الاستثمارات المتاحة.

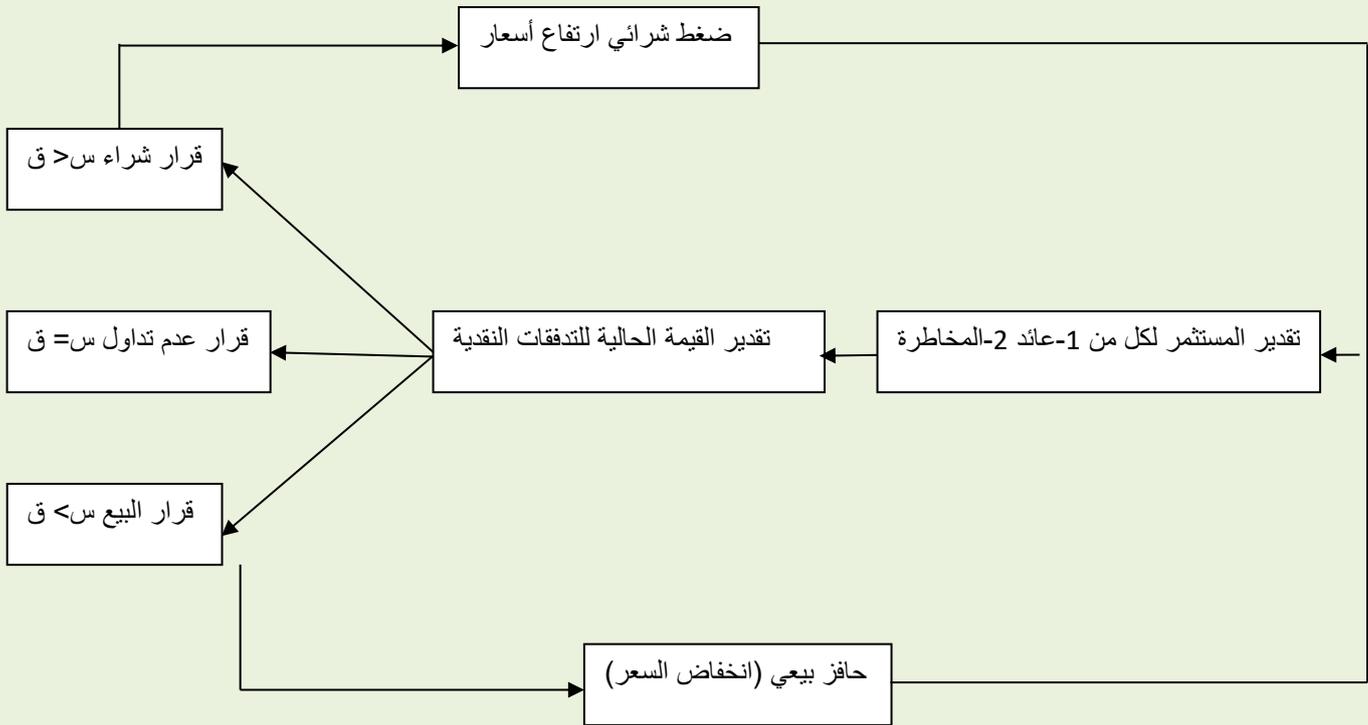
3-المقومات الأساسية لقرار الاستثمار:

3-1-أنواع القرارات الاستثمارية:

تتوقف عملية اتخاذ القرار في لحظة زمنية معينة من المستثمر على مواقف دائماً تتحلى بالصعوبة والحذر، نظراً للآثار المترتبة عن ذلك.

وعلى العموم في علم الإدارة المالية، يرون أن طبيعة القرار الذي يتخذه المستثمر يقوم في الأساس على طبيعة العلاقة القائمة بين سعر الأداة الاستثمارية من جهة، وقيمتها من وجهة نظر المستثمر من جهة ثانية. وعليه يمكن أن نستنتج في هذا الإطار أهم ثلاث قرارات للمستثمر كما يوضحها الشكل التالي:

شكل رقم (1)



المصدر: محمد مطر، "الحافظ الاستثمارية"، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، المملكة الأردنية الهاشمية، الطبعة الأولى، سنة 2016، ص: 17.

ملاحظة: س: السعر = ق = قرار الاستثمار

نلاحظ من خلال النموذج أعلاه أن المستثمر يمكنه أن يتخذ قرار واحدا من بين القرارات الثلاثة حسب ظروف المستثمر نفسه وكذلك ظروف السوق:

3-1-1- قرار الشراء:

" يتخذ المستثمر عندما يشعر بأن قيمة الأداة الاستثمارية ممثلة بالقيمة الحالية للتدفقات المالية المتوقعة منها محسوبة في إطار العائد والمخاطرة تزيد عن سعرها السوقي"¹.

التحليل:

يرمز لـ: P_m - Prix de marché - السعر السوقي

I_i - Instrument investissement - الأداة الاستثمارية

السعر السوقي (P_m) > قيمة الأداة الاستثمارية (I_i) \Leftarrow يولد لدى المستثمر حافزا لشراء الأداة الاستثمارية \Leftarrow تحقيق مكاسب رأسمالية من ارتفاع يتوقعه في السعر السوقي المستقبلي للأداة الاستثمارية \Leftarrow تولد لدى المستثمر ضغوط شرائية في السوق على الأداة الاستثمارية \Leftarrow رفع السعر السوقي للأداة في اتجاه يخفض الفارق بين السعر والقيمة.

3-1-2- قرار عدم التداول:

حسب الحالة السابقة (قرار الشراء) وما ينتج عنها من الضغوط الشرائية، التي تؤدي بدورها إلى استجابة آلية السوق فيواصل السعر في الارتفاع إلى نقطة يتساوى فيها السعر السوقي (P_m) مع قيمة الأداة الاستثمارية (I_i)².

التحليل:

السعر السوقي (P_m) = قيمة الأداة الاستثمارية (I_i) \Leftarrow المستثمرين الذين كانت لهم الرغبة في الشراء يتخذون قرار التوقف عن الشراء، وكذلك المستثمرين الذين كانت لديهم الرغبة في البيع يؤدي بهم الأمر بالتوقف عن البيع. فيكون القرار الاستثماري هنا عدم التداول حيث نجد $(I_i) = (P_m)$.

3-1-3- قرار البيع:

عندما تمر السوق بحالة التوازن ما بين $(I_i) = (P_m)$ ، تعمل ديناميكية السوق على خلق الرغبة الإضافية من مستثمر جديد لشراء تلك الأداة الاستثمارية وفي نطاق نموذجها الخاص بالقرار، أي مستثمر يرى بأن (P_m) في تلك اللحظة مازال أقل (I_i) ، مما يتطلب منه أن يعرض سعرا جديدا للأداة الاستثمارية يزيد عن (I_i) وهكذا.³

التحليل:

1 - محمد مطر، "مخاطر الاستثمارية"، مرجع سابق، ص: 18

2 - محمد مطر، "مخاطر الاستثمارية"، مرجع سابق، ص: 18

3 - محمد مطر، "مخاطر الاستثمارية"، نفس المرجع، ص: 19

عندما $(P_m) < (I_i) \Leftarrow$ تحفيز غيره من المستثمرين إلى البيع \Leftarrow قرار المستثمر هو البيع. وبهذا يخلق ظروف جديدة تحرك آلية السوق لتصل إلى نقطة يصبح فيها العرض (الأداة الاستثمارية) $<$ الطلب على الأداة \Leftarrow هبوط (P_m) للأداة الاستثمارية \Leftarrow هكذا تبقى الدورة في حالة دوران.

3-2- المقومات الأساسية لقرار الاستثمار:

يقوم القرار الاستثماري العقلاني الرشيد لنجاحه على ثلاث مقومات أساسية¹:

1- تبنى استراتيجية ملائمة للاستثمار.

2- الاسترشاد بالأسس والمبادئ العلمية لاتخاذ القرار.

3- مراعاة العلاقة بين العائد والمخاطرة.

1- الإستراتيجية الملائمة للاستثمار:

إن الاستراتيجيات تختلف من مستثمر لآخر وذلك حسب أولوياتهم الاستثمارية، وتمثل أولوية المستثمر بما يعرف (بمنحنى تفضيله الاستثماري Investor Preference Curve)، وتتحدد أولويات المستثمر حسب سيولته اتجاه العناصر الأساسية التالية:

(a) الربحية: Profitability

(b) السيولة: Liquidity

(c) الأمان: Safety

إن ميل المستثمر لعنصر الربحية يعبر عنه عادة بمعدل العائد على الاستثمار الذي يتوقع تحقيقه من الأموال المستثمرة، أما ميله اتجاه العنصرين الآخرين (السيولة- الأمان) فيعبر عنها بالمخاطرة التي يستعد أن يقبلها في نطاق العائد على الاستثمار الذي يتوقعه.

وحسب منحنيات تفضيلاتهم الاستثمارية ينقسم المستثمرون إلى:

1-1- المستثمر المتحفظ (Conservative Investor) :

وهو المستثمر الذي يعطي عنصر الأمان الأولوية على غيره من العناصر، وعليه تنعكس على قراراته الاستثمارية ويكون حساسا إلى حد كبير اتجاه عنصر المخاطرة، ويوجد هذا النمط من المستثمرين عند كبار السن، وذوي الدخل الضعيف.²

1-2- المستثمر المضارب (SpecuLator) :

1 - محمد مطر، "مخاطر الاستثمارية"، نفس المرجع، ص: 19

2 - محمد مطر، "مخاطر الاستثمارية"، مرجع سابق، ص: 21

هو المستثمر الذي يعطي الأولوية لعنصر الربحية على ما عداه، وتكون حساسيته اتجاه عنصر المخاطرة متدنية، وتوجد هذه الفئة من المضاربين عند صغار السن أو الممولين الكبار ممن يتصرفون بحفاظ استثمارية كبيرة.¹

1-3-المستثمر المتوازن:(Balanced Investor):

وهو المستثمر العقلاني الرشيد الذي يوجه اهتماماته إلى عنصر العائد و المخاطرة بقدر متوازن، ويندرج تحت هذا النمط الغالبية العظمى من المستثمرين².

2-الأسس والمبادئ العلمية لاتخاذ القرار الاستثماري:

يجب مراعاة أمرين مهمين لمتخذ القرار الاستثماري، وهما:³

الامر الأول: ان يسلك المسلك العلمي لاتخاذ القرار والذي يؤسس على خطوات محددة الاهداف وهي:

a-تحديد الهدف الأساسي للاستثمار.

b-تجميع المعلومات الملائمة لاتخاذ القرار.

c-تحديد العوامل الملائمة التي بواسطتها تتحدد العوامل الأساسية أو المتحكمة Critical Factors في القرار.

d-تقييم العوائد المتوقعة للبدائل الاستثمارية المتاحة.

e-اختيار البديل الاستثماري المناسب للأهداف.

الأمر الثاني: أن يأخذ المستثمر بعين الاعتبار بعض المبادئ أو المعايير في اتخاذ قراره ومن أهمها نذكر:

2-1-مبدأ تعدد الخيارات الاستثمارية:

يستمد أصوله من حقيقة أن الفوائض النقدية المتوفرة لدى المستثمر الفرد أو المؤسسة تتسم بالندرة **Scarcity** بينما تكون المجالات الاستثمارية المتنافسة تعمل على استقطاب هذه الفوائض الكبيرة في أغلب الأوقات، وهذا ما يؤدي بمتخذ القرار الاستثماري أن يقوم باختيار ما يناسبه من بين عمليات المفاضلة التي تمكنه من اختيار الأداة الاستثمارية التي تتلاءم مع استراتيجيته في الاستثمار.⁴

عندما تتوفر الفرص الاستثمارية المتاحة، تكون لدى متخذ القرار الاستثماري مرونة إضافية وكبيرة في إمكانية اتخاذ القرار الناجح الذي يحقق الهدف.

2-2-مبدأ الخبرة والتأهيل:

1 - محمد مطر، "الحفاظ الاستثمارية"، نفس المرجع، ص: 21

2 - محمد مطر، "الحفاظ الاستثمارية"، نفس المرجع، ص: 21

3 - محمد مطر، "الحفاظ الاستثمارية"، نفس المرجع، ص: 21-22

4 - محمد مطر، "الحفاظ الاستثمارية"، مرجع سابق، ص: 22

يتطلب لدى المستثمر الدراية والخبرة لأجل اتخاذ القرار الاستثماري الرشيد، وعليه يطلق على فئة المستثمرين الذين ليست لديهم الدراية والخبرة الكافيتين لاختيار الأداة الاستثمارية المناسبة بفئة المستثمرين السذج (عدمي الخبرة) **Naive Investors**.

وفئة المستثمرين المحترفين **Professional Investors** يتمتعون بالخبرة والدراية اللازمة لتوهمهم لاتخاذ القرار الاستثماري السليم.

هناك فئة من الأفراد أو الهيئات (مكاتب الخبرة المالية) ممن تحترفون تقديم الاستشارات والنصح والتوجيه للمستثمرين من الفئة الأولى ويطلق على هذه الفئة بمصطلح محللو الاستثمار أو مدراء المحافظ الاستثمارية ويكون لديهم الخبرة والدراية الكبيرة في المجالات الاستثمارية.¹

2-2- مبدأ الملائمة **Relevance**:

يطبق المستثمر هذا المبدأ في الواقع العملي عندما يقوم بإمكانية اختيار المجال الاستثماري المناسب، تم الأداة الاستثمارية المناسبة في ذلك المجال من بين مجالات وأدوات الاستثمار المتعددة والمتاحة إليه.

ويستعين المستثمر في تطبيق هذا المبدأ بمنحني تفضيله (سوائه) الخاص والذي يتحدد عادة على ضوء مجموعة من العوامل نذكرها: عمره، وظيفته، مستوى دخله، حالته الاجتماعية، وحالته الصحية،... الخ.

فرضيات منحنيات السواء (التفضيل) تقوم على أن لكل مستثمر معين نمط تفضيل معين يحدد درجة اهتمامه اتجاه العناصر الأساسية في قرار الاستثمار وهي:²

-العائد على الاستثمار.

-مخاطر الاستثمار (درجة الأمان).

-سيولة الأداة الاستثمارية.

ونفس الحالة تنطبق على المستثمر المؤسسي.

فيلاحظ أن المؤسسات المالية توجه مدخراتها لمختلف الأوجه الاستثمارية الملائمة لظروفها وحالتها وهذا وفقا لما يعرف

بنظرية القطاعات السوقية - **Segmented Markets Theory** -.

حسب هذه النظرية تقترض أن السوق المالي ينقسم إلى قطاعات مختلفة يستقطب كل منها فئة بعينها من فئات المستثمرين وهذا وفقا لميولتهم الاستثمارية، وللتوضيح نذكر الأمثلة التالية:

1 - محمد مطر، " المحافظ الاستثمارية"، نفس المرجع، ص: 22

2 - محمد مطر، " محافظ الاستثمارية"، مرجع سابق، ص: 24

-البنوك التجارية يتم اختيارها على المجال الاستثماري الذي يتوافق مع توقيت تدفقاتها النقدية مع نسق توقيت التزاماتها المالية (المدى القصير)، لهذا توجه استثماراتها في الأدوات المالية قصيرة الأجل ذات السيولة المرتفعة والمخاطر المتدنية وهذا لتضمن عملية الوفاء لالتزاماتها نحو المودعين والذين هم في غالب الأحيان ما تكون ودائعهم قصيرة أو متوسطة الأجل.

- شركات التأمين على الحياة فإن غالبية التزاماتها طويلة الأجل وكذا صناديق المعاش (التقاعد)، وصناديق الأجيال المستقبلية فإنها توجه استثماراتها في غالب الأحيان نحو الأدوات الاستثمارية طويلة الأجل والتي تعد بعائد مرتفع نسبيا على الاستثمار.

3- مبدأ التنوع أو التوزيع المخاطر الاستثمارية:

لتحقيق العائد المستهدف من أي استثمار يجب أن نقوم بخصم التدفقات النقدية المتوقعة من المشروع الاستثماري بموجب معدل الخصم "Rate Discount" وتعادل العائد المستهدف وهذا من اجل الوصول الى القيمة الحالية "Present Value" لهذه التدفقات إذا كان صافي القيمة الحالية للتدفقات النقدية المخصومة موجبا يعتبر الاستثمار مجديا أو سالبا فيعتبر الاستثمار غير مجد¹.

تحيط بعملية ضمان العائد المستهدف على الاستثمار جملة من المخاطر يمكن تجنبها بتوفر شرطين أساسين وهما:

أ- يجب أن تكون التدفقات النقدية مؤكدة تماما من حيث القيمة.

ب- ومؤكدة أيضا من حيث التوقيت الزمني.

كما أن عدم تحقق أحد الشرطين السابقين تحت أي ظرف من الظروف يقودنا للحديث عن نوعية المخاطر التي تحيط بالعملية الاستثمارية.

4-أنواع المخاطر الاستثمارية:

4-1-المخاطر السوقية Market Risks :

يطلق عليها أيضا المخاطر العادية- Ordinary Risks - هي أن أسبابها ترتبط بصورة عامة بظروف السوق المالي، وكذلك بالظروف الاقتصادية الشاملة.

3-2-المخاطر غير السوقية :

كما يطلق عليها بالمخاطر غير العادية، وتحدث في ظروف استثنائية غير منتظمة **Nonsystematic**، ويصعب التنبؤ بها، وتنعكس آثارها على أدوات استثمارية معينة، وعلى هذا لكي نتجنب آثارها العكسية عن طريق تنوع الأدوات الاستثمارية.²

1 - محمد مطر، "مخاطر الاستثمارية"، مرجع سابق، ص: 24

2 - محمد مطر، "مخاطر الاستثمارية"، مرجع سابق، ص: 25

أسئلة الجزء الأول:

السؤال الأول:

تحدد العلاقة بين سعر الأداة الاستثمارية (P_m) وقيمتها (I_i) من وجهة نظر المستثمر نوع القرار الاستثماري. اشرح طبيعة هذه العلاقة، وبناء عليه عدد أنواع القرارات الاستثمارية؟

السؤال الثاني:

ماذا يقصد باستراتيجية الاستثمار؟ ووضح دور العناصر التالية في تحديد نمط هذه الاستراتيجية:

-عنصر السيولة.

-عنصر الربحية.

-عنصر الأمان.

السؤال الثالث:

حدد نمط كل من المستثمرين التالية مواصفاتهم:

(a) المستثمر (A) الذي يبحث دائما عن فرص استثمارية خطيرة بحثا في الحصول على عائد غير عادي على استثماراته.

(b) المستثمر (B) الذي يريد أن يكون مطمئنا على استثماراته.

(c) المستثمر (C) الذي يوصف بالذكاء فيوازن بين عنصرى الأمان والعائد.

السؤال الرابع:

ماذا يقصد بالعائد المستهدف على الاستثمار، وهل يمكن تحقيقه تماما كما كان متوقع؟ علل الإجابة.

الجزء الثاني

العائد ومخاطر الاستثمار

تمهيد:

هناك علاقة جدلية بين العائد الذي يريد أن يحققه المستثمر، والدرجة التي يمكن أن يتحمل مخاطرها. كانت المخاطر هي هاجس المستثمر العقلاني الرشيد الذي يريد أن يحقق عوائد لاستثماراته مع أخذ كل الاحتياطات اللازمة للخطر المتوقع من العملية الاستثمارية.

وعليه نسلط الضوء في الفصل الثاني عن تعريف مخاطر الاستثمار والتفرقة بينهما وبين عدم التأكد، يليها كيفية التعبير عن المخاطرة في صورة كمية وطرق قياس المخاطر (بالإحصاء والاحتمالات)، ثم تقسيم المخاطر إلى مخاطر منتظمة، وغير منتظمة، وكيفية خفض المخاطر غير المنتظمة بعملية تكوين المحافظ الاستثمارية، ثم أخيرا مصادر كل نوع من المخاطر.

1- تعريف مخاطر الاستثمار:

((احتمال فشل المستثمر في تحقيق العائد المرجح أو المتوقع على الاستثمار، وتقاس المخاطرة بناء لذلك بمقدار الانحراف المعياري (Standard deviation) للعائد الفعلي عن العائد المرجح أو المتوقع¹ (Er) (Expected return)).

2- قياس العائد المتوقع أو المرجح على الاستثمار:

من الصعوبة بمكان بأن يستطيع المستثمر تقدير العائد المتوقع بصورة دقيقة في رقم محدد، ولكن يمكن له من تحديد القيمة المرجحة لهذا العائد تبعا لاحتمالات أو سيناريوهات مختلفة الأوضاع والحالات. يستخدم النموذج الرياضي الإحصاء الاحتمالي في تحديد العائد المتوقع (المرجح) على الاستثمار كالتالي:

$$E(r) = \sum P(s) \cdot r(s)$$

حيث أن:

E(r): العائد المتوقع أو المرجح على الاستثمار.

P(s): الاحتمالات أو السيناريوهات **Senarios** التي تمثل فرص الاستثمار المتاحة.

r(s): العائد المتوقع على الاستثمار حسب كل سيناريو من السيناريوهات المتاحة.

مثال تطبيقي:

¹ - محمد مطر، "الحفاظ الاستثمارية"، مرجع سابق، ص32.

ليكن لدينا مستثمر أمامه فرصتان لاستثمار مدخراته.

الأولى: الاستثمار في سهم الشركة (A)، والثانية في سهم الشركة (B)، وذلك وفقا للحالات أو السيناريوهات الثلاثة التالية التي تمثل الحالة والظروف الاقتصادية (رواج، عادي، كساد).

والجدول أدناه يوضح احتمالات تحقق العائد على الاستثمار في سهم كل من الشركتين حسب السيناريوهات التالية:

السيناريوهات الحالات (S)	الاحتمال P(s)	العائد على الاستثمار r(s) للشركة (A)	العائد على الاستثمار r(s) للشركة (B)
رواج (ازدهار)	0.30	1.0	0.20
عادي (متوازن)	0.40	0.15	0.15
كساد	0.30	-0.7	0.10

شرح معطيات الجدول:

1- توقعات استثمارات الشركة (A):

- تتوقع الشركة (A) أن تحقق من الأموال المستثمرة فيها عائدا مقداره 100% باحتمال 0.30 .
- كما يتوقع للاستثمار في الشركة (A) أن يحقق أيضا عائدا بمعدل 0.15 وهذا باحتمال 0.40.
- كما يتوقع أن تحقق خسارة تجعل العائد على استثماراتها سالباً بمعدل -0.7

2- توقعات استثمارات الشركة (B):

- يتوقع للشركة (B) أن تحقق الأموال المستثمرة عائدا بمعدل 0.20 وهذا باحتمال 0.30.
- كما يتوقع للعائد أن يساوي 0.15 باحتمال 0.40 .
- ويتوقع للعائد أن يساوي 0.10 باحتمال 0.30 .

الجواب:

باستخدام البيانات السابقة يحدد العائد على الاستثمار المرجح (الوسط الحسابي للعائد المتوقع) $E(r)$ كما يلي:
العلاقة الرياضية للعائد المرجح على الاستثمار هي:

$$E(r) = \sum P(s) \cdot r(s)$$

العائد للشركة (A):

$$\begin{aligned} E(r) &= (0.30 \times 1) + (0.40 \times 0.15) + (0.30 \times -0.7) \\ &= 0.30 + 0.06 - 0.21 \\ &= 0.15 = 15\% \end{aligned}$$

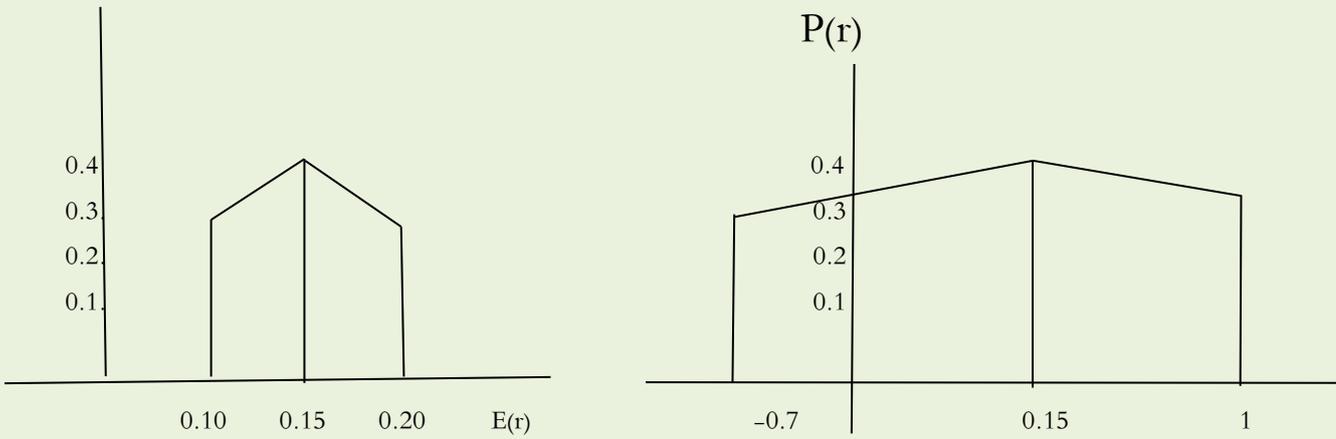
العائد للشركة (B):

$$\begin{aligned} E(r) &= (0.30 \times 0.20) + (0.40 \times 0.15) + (0.30 \times 0.10) \\ &= 0.06 + 0.06 + 0.03 \\ &= 0.15 = \%15 \end{aligned}$$

من البيانات السابقة يمكن اشتقاق منحنى التوزيع الاحتمالي لمعدل العائد المتوقع على الشركتين (A) (B) كما يلي:

الشكل البياني رقم (1)

الاحتمال (Pr)



تحليل منحنى التوزيع الاحتمالي للعائد المتوقع لاسهم الشركتين (A)، (B):

الفائدة الموجودة من منحنى التوزيع الاحتمالي للعائد المتوقع هو:

توضيح درجة المخاطرة المرتبطة بالاستثمار في مشروع معين.

إن اتساع مدى المنحنى (المسافة بين طرفي المنحنى)، يدل على زيادة درجة المخاطرة في الأموال المستثمرة، والعكس صحيح.

فكلما كان المنحنى أقل اتساعاً دل ذلك على تقارب العائد المرجح مع معدل العائد الفعلي، وعلى أن الفرق بينهما سيكون أقل، لذلك كلما كان مدى المنحنى ضيقاً كلما قلت درجة المخاطرة.

كان الاستثمار في الشركة (B) أكثر ائناً من الشركة (A)

إن منحنى التوزيع الاحتمالي للعائد في الشركة (B) هو (z, y, x) أقل اتساعاً من منحنى التوزيع الاحتمالي في الشركة (A) و (z', y', x') .

وهذا كله بالرغم من تساوي العائد المرجح $E(r)$ للشركتين وهو: $E(r)=0.15$

وبرؤية أخرى:

إن الاستثمار في الشركة (A) أكثر مخاطرة من الاستثمار في أسهم الشركة (B)، لماذا؟

لأن تشتت معدلات الاستثمار في الشركة (A) حول وسطها الحسابي المرجح وهو 0.15 أكبر من تشتت المعدلات المتوقعة من الاستثمار في الشركة (B) حول وسطها الحسابي المرجح وهو 0.15 أيضا.

3- قياس مخاطر الاستثمار:

إن اتساع المدى (Range) الخاص بمنحنى التوزيع الاحتمالي للعائد على الاستثمار المرجح $E(r)$ (كما هو موضح في الشكل البياني السابق رقم 1) لسهم الشركتين (A, B)، يعطى دلالة على درجة المخاطرة في الاستثمار، لذلك يعبر عن هذه المخاطرة بمقياس إحصائي معروف هو الانحراف المعياري، والذي يقيس مدى تشتت القيم المتوقعة للعائد تحت السيناريوهات الثلاثة حول وسطها الحسابي والممثل للعائد على الاستثمار المرجح.¹

النموذج الرياضي لقياس المخاطرة أو الانحراف المعياري:

$$\sigma^2 = \sum_{s=i}^n P(s)[r(s) - E(r)]^2$$

وبمتابعة المثال الأول يمكن تحديد درجة المخاطرة للسهمين وفي الشركتين على النحو الآتي:

$(\sigma)^2 = P(s) [r(s)-E(r)]^2$	$[r(s) - E(r)]^2$	$r(s) - E(r)$	$E(s)$ المرجح	$r(s)$	$P(s)$
0.21675	0.7225	0.85	0.15	1	0.3
0	0	0	0.15	0.15	0.4
0.21675	0.7225	-0.85	0.15	-0.7	0.3
0.4335					مجموع التباين $(\sigma)^2$
0.66					الانحراف المعياري σ

وحيث أن التباين $(\sigma)^2 = 0.4335$

الانحراف المعياري (σ) الممثل لدرجة مخاطرة للسهم (A) هو $(\sigma) = \sqrt{0.4335} = 0.66$

تحديد درجة مخاطرة الاستثمار في السهم (B)

$(\sigma)^2 = P(s) \cdot [r(s) - E(r)]^2$	$[r(s) - E(s)]^2$	$r(s) - E(r)$	$E(r)$	$r(s)$	$P(s)$
0.00075	0.0025	0.05	0.15	0.2	0.3
0	0	0	0.15	0.15	0.4
0.00075	0.0025	-0.05	0.15	0.10	0.3
0.0150					مجموع التباين $(\sigma)^2$
0.12					الانحراف المعياري σ

¹ - محمد مطر، "الحفاظ الاستثماري"، مرجع سابق، ص: 36

$$\sqrt{0.0150} = (\sigma)^2 \text{ إن التباين}$$

← الانحراف المعياري (σ) الممثل لدرجة مخاطر السهم (B) هو:

$$(\sigma) = \sqrt{0.0150} = 0.12$$

وبناء على النتائج الإحصائية بخصوص قياس العائد على الاستثمار المرجح $E(r)$ وكذلك درجة المخاطر المرجحة للسهمين A، (B) كانت كالتالي:

$$\text{للسهم (A): } E(r) = 0.15, (\sigma) = 0.66$$

$$\text{للسهم (B): } E(r) = 0.15, (\sigma) = 0.12$$

استنتاج:

يكون من مصلحة المستثمر أن يختار الاستثمار في السهم الأقل مخاطرة وهي الأقل انحراف معياري على الوسط الحسابي، رغم تساوي العائد المرجح للسهمين.

4-أنواع مخاطر الاستثمار:

بصورة عامة تقسم مخاطر الاستثمار إلى نوعين:¹

الأول: مخاطر منتظمة Systematic Risks

الثانية: مخاطر غير منتظمة Non Systematic Risks

4-1-المخاطر المنتظمة _السوقية_ العادية:²

هي المخاطر العامة التي تنتج عن عوامل تؤثر على الأوراق المالية بصورة عامة، ولا يقتصر تأثيرها على قطاع معين أو شركة معينة.

وترتبط هذه العوامل بـ:

الظروف الاقتصادية والسياسية والاجتماعية مثل حالات الكساد أو ظروف التحكم أو معدلات أسعار الفائدة أو الاضطرابات العامة أو الحروب أو الانقلابات السياسية... الخ.

بصورة عامة أكثر الشركات تعرضاً للمخاطر المنتظمة هي تلك التي تتأثر مبيعاتها وأرباحها ومنه أسعار أسهمها بمستوى النشاط الاقتصادي عامة وبمستوى النشاط داخل سوق الأوراق المالية.

إن الأوراق المالية بكاملها تتأثر بكامل العوامل للمخاطر المنتظمة وبنفس الاتجاه وبدرجات متفاوتة.

1 - محمد مطر، "مخاطر الاستثمارية"، مرجع سابق، ص: 38

2 - محمد مطر، "مخاطر الاستثمارية"، نفس المرجع، ص: 38

كما يلاحظ أن درجة المخاطر المنتظمة تكون مرتفعة في الشركات التي تنتج سلعا أساسية كصناعة الحديد والصلب وصناعة الآلات والمطاط...

4-2- المخاطر غير المنتظمة_ غير السوقية_ مخاطر الأعمال Business Risk :¹

فهي المخاطر الناتجة عن عوامل تتعلق بشركة معينة، أو قطاع معين، وتكون مستقلة عن العوامل المؤثرة في النشاط الاقتصادي ككل.

ومن بين هذه العوامل كحدوث إضراب عمالي في شركة معينة أو قطاع معين، والأخطاء وسوء التسيير الإداري، وظهور الاختراعات والابتكارات الجديدة، والحملات الإعلانية وقوة الدعاية، وتغير أذواق وسلوك المستهلكين، وظهور قوانين جديدة تؤثر على منتجات الشركة بعينها.

ومن بين الشركات التي تتصف بدرجة كبيرة من المخاطر الغير منتظمة هي التي تقوم بعملية إنتاج السلع الاستهلاكية أو غير المعمرة مثل شركات المرطبات والسجائر، حيث لا تعتمد مبيعات هذه الشركات على مستوى النشاط الاقتصادي أو على حالة السوق الأوراق المالية.

4-مصادر مخاطر الاستثمار

العلاقة بين العائد والمخاطر:

يراعي المستثمرين العقلانية الكاملة والمتاحة عند اتخاذ أي قرار استثماري مهم متمثلا في التحديد السليم للعوائد المتوقعة وأخذ الحيطة والحذر من كل المخاطر المحتملة الوقوع.

لهذا يجب على المستثمر أن يعمل بكل دقة على مبدأ المفاضلة بين المخاطر والعوائد، فكلما ارتفعت المخاطر في الأداة الاستثمارية بسبب عدم التأكد واليقين أو لأي سبب من الأسباب الأخرى، فإن المستثمرين يطالبون بعوائد أكبر، وهذا بعد أن يقوم المستثمر بدراسة دقيقة لوضعية السوق وإمكانياته المتاحة والأهداف الاستثمارية المحددة.

إن العلاقة بين العائد والمخاطر تأخذ من الناحية العملية الخطوتين التاليتين:²

1- تتم عملية حساب العوائد لسلسلة ومنية تاريخية.

2- تحديد مقدار التقلب للعوائد عن المتوسط وهو ما يسمى في الإحصاء عملية قياس الانحراف المعياري.

وعلى ضوء هذين العنصرين تتم عملية تحديد (العائد المتوقع Expected Returns) ومستوى (المخاطر المتوقعة Expected Risks) .

1 - محمد مطر, "الحفاظ الاستثماري", نفس المرجع, ص 39

2 - الداغر محمود محمد, "الأسواق المالية", دار الشروق للنشر, عمان, الأردن, 2005, ص 182

الجزء الثالث

مدخل لإدارة (تسيير) المحافظ الاستثمارية

تمهيد:

خلق الفائض المالي لدى الأفراد والمؤسسات فكرة أساسية مفادها هو العمل على كيفية تنمية رأس المال و على تراكمه، لأن المال أصبح أهم وسيلة بين أيدي الأفراد والمؤسسات والحكومات للوصول إلى المبتغى المطلوب من الرقي والازدهار بزيادة معدلات النمو، ودخول الأفراد والمؤسسات.

إن الوسيلة المثلى لتحقيق ذلك هو الدراسة العلمية والفنية للعملية الاستثمارية من أجل تحقيق عوائد متوقعة (مستهدفة من العملية الاستثمارية) وبناء خطط وبرامج استثمارية (مالية) مستقبلية من خلال احترام مختلف المعايير والمقاييس والأسس التي تبنى عليها الاستثمارات الناجحة.

بمقابل هذا كله نجد أن الاستثمارات بمختلف أنواعها وطبيعتها تجتد نفسها دائما في مواجهة عنصر مهم وبالقدر الذي يتم فيه تقديره وقوة التحكم فيه بالقدر الذي تكون فيه الاستثمارات المستهدفة ناجحة ويعتبر هذا العنصر هو المخاطرة.

إذن تبنى فكرة الاستثمارات في الأساس على عنصرى العائد والمخاطرة المتوقعة.

وتعد المحافظ الاستثمارية أحد الأدوات الاستثمارية المستعملة كوسيلة لتفادي جزء كبير من المخاطر الاستثمارية في الأدوات المالية وخاصة الأوراق المالية، وتبنى المحافظ الاستثمارية على مبدأ تنوع التشكيلة من الأدوات المالية وبنسب مختلفة ولكل أداة حسب ما يراه مدير المحفظة المالية مناسبا لتجنب الكثير من المخاطر.

1-تعريف المحفظة الاستثمارية:

يمكن تعريفها:

تعريف المحفظة الاستثمارية: "Portfolios"

تعرف المحفظة الاستثمارية بعدة تعريفات، نذكر أهمها:

" المحفظة الاستثمارية هي بمثابة أداة مركبة من أدوات الاستثمار تتكون من أصلين أو أكثر، وتخضع لإدارة شخص مسؤول عنها يسمى مدير المحفظة Portfolio Manager".¹

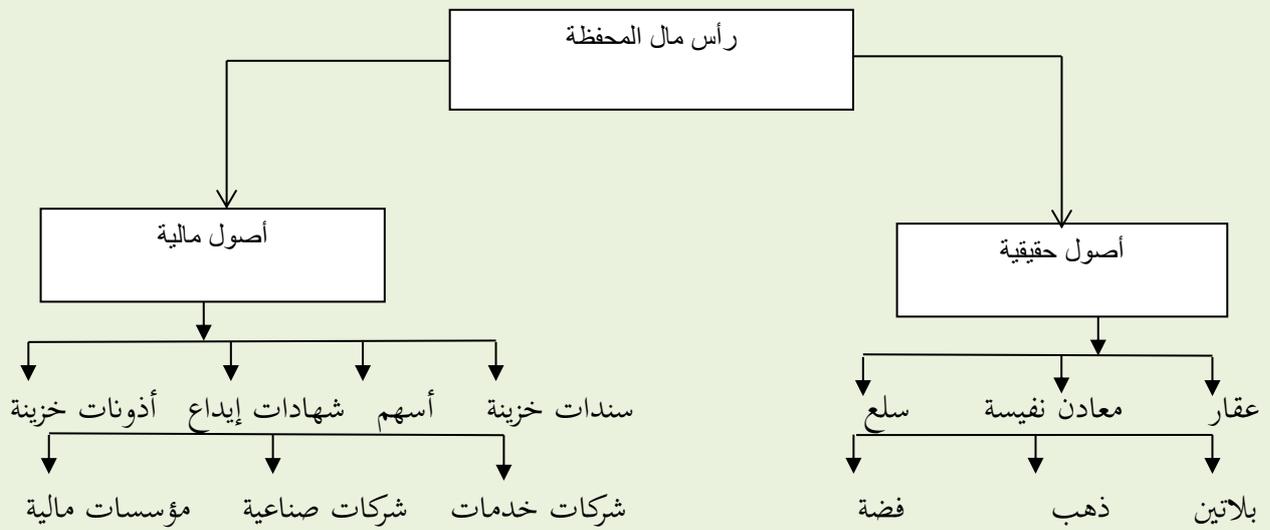
¹ - محمد مطر, " المحافظ المالية", دار وائل للنشر والتوزيع, الطبعة الأولى, سنة 2016, ص 187

تتنوع المحافظ الاستثمارية بحسب الأصول التي تدخل في تركيبها، إذ يمكن أن تكون كل الأصول مالية كالأسهم، والسندات، والصكوك، وأذونات الخزانة، وسندات الحكومة، والخيارات حسب أنواعها... الخ. كما يمكن أن تكون جميع أصولها حقيقية (Real Assets) كالعقارات، والمباني والسلع والمعادن النفيسة.

إلا أنه لضرورات (التحوط) على المخاطر تكون تشكيلة أصول المحفظة الاستثمارية من النوع المختلط أي تجمع بين الأصول المالية والأصول الحقيقية كما يوضح الشكل لتوضيحي التالي:

المحفظة الاستثمارية المتنوعة

الشكل رقم (2)



إذن فيمكن تعريف وتحديد محفظة الأوراق المالية كونه مزيج من تشكيلة متنوعة من الأدوات المالية.

وتنسب نظرية المحفظة المالية منذ 1952 إلى (Markowitz)، ثم تناولها آخرون بالبحث والدراسة والتطوير أمثال: Conen Sharp و Turner وغيرهم من باحثي الإدارة المالية والاستثمار.

2- مدير المحفظة الاستثمارية:

مدير المحفظة الاستثمارية هو شخص مؤهل ذو خبرة ودراية بأمور المال والاستثمار والأعمال أو مؤسسات مالية ذات خبرة عالية في تسيير المحافظ المالية.

يمكن للمدير (فرداً أو هيئة أو مكتب خبرة مالية) أن يكونوا مالكي المحفظة بالكامل أو جزء منها، أو يتقاضى عمولة أو أجراً جزاءً (مقابل) خدمات التسيير والتدبير الجيد للمحفظة الاستثمارية، وفقاً لشروط العقد المبرم بينه وبين مالكي المحفظة الاستثمارية.

3- القرارات الإستراتيجية لمدير المحفظة:

3-1- مدير المحفظة:

يقوم مدير المحفظة بعدة قرارات وأهمها القرار الاستراتيجي المتعلق بعملية المزج الرئيسي الذي يتم بواسطته تحديد التركيبة الأساسية لأصول المحفظة الاستثمارية أي إمكانية تحديد الوزن النسبي لكل أصل مشكلا للمحفظة نسبة إلى رأس المال الكلي المكون للمحفظة المالية.

أن القرار الإستراتيجي لمدير المحفظة يبرز قدرته وخبرته في تشكيل ما يسمى بالمحفظة المثلى " **Optimum Portfolio**" والتي بواسطتها يتحقق الحد الأقصى من مزايا التنوع، التي تعمل على تحقيق الهدف الأهم والمتمثل في القدرة على تعظيم العائد المتوقع للمحفظة **Return Maximization** مع القدرة على تخفيض المخاطر المرجحة إلى الحد الأدنى.

3-2-التنوع الأساسي للأصول:

يعتبر قرار التنوع للمحفظة المالية إستراتيجي في عملية تكوين المحفظة الاستثمارية بصورة عامة والمحفظة المالية بصورة خاصة، كما يلاحظ أن هذا القرار (التنوع) يعتبر بعد فترة زمنية معينة بحسب الحالة العامة للاقتصاد ووضعية الشركات وعندئذ يسمى القرار الجديد بقرار التوقيت **Timing Decision** ويهدف إلى عملية تغيير الأوزان النسبية لمكونات أصول المحفظة المالية وعادة ما يطلق على هذه العملية بالتوزيع النشط للأصول المحفظة الاستثمارية (**Active Allocation**)

3-2-1-محددات التوزيع النشط لأصول المحفظة المالية:

يتم إصدار قرار التوزيع النشط للأصول المحفظة الاستثمارية على بناء على مجموعة من محددات نذكر منها:¹

- 1-التقييم النسبي للفئات المختلفة للأصول، وهذا بافتراض ثبات عوامل الاقتصاد الكلي كالتضخم، معدلات الفائدة.
 - 2-الدورة الاقتصادية، وتتم بصورة دورية ويكون لها آثارا على معدلات الفائدة، ومعدلات التضخم، وبكيفية تعمل على التأثير على أسعار الأدوات الاستثمارية.
 - 3-السيولة والفوائض النقدية، عندما يرتفع مستوى السيولة أو الفوائض النقدية في البلد، تعمل على رفع أسعار الأدوات الاستثمارية بصورة عامة وينسب مختلفة ومتفاوتة.
 - 4-التحليل الفني، يقوم به خبراء متخصصون مسترشدين بمجموعة من المؤشرات يعملون من خلالها على استنباط الاتجاهات المستقبلية لأسعار الأدوات الاستثمارية.
- وينصب التحليل الفني على ظروف السوق ومؤشراته، ومكملا للتحليل الأساسي الذي ينصب على الظروف الاقتصادية العامة.

4-العائد والمخاطرة:

¹ - محمد مطر، " المحافظ الاستثمارية"، مرجع سابق، ص: 189.

4-1- مفهوم العائد الاستثماري وقياسه:

4-1-1- تعريف العائد:¹

العائد هو المكافأة المتحصل عليها من العملية الاستثمارية التي يقوم بها المستثمر تعويضاً على المدة الزمنية المنتظرة والمخاطر المحتملة التي يتحملها رأس المال المستثمر.

كما يعرف بأنه التعويض النقدي الذي يحصل عليه المستثمر مكافأة له على توظيف أمواله في أي شكل من أشكال الاستثمارات، ويعبر عن العائد نسبة مئوية معينة.

4-1-2- أنواع العائد وطرق قياسه

4-1-2-1- العائد الحقيقي أو الفعلي

هو العائد الذي يتحصل عليه المستثمر جراء البيع، أو الاحتفاظ لأصل استثماري معين ولهذا نجد العائد الفعلي يشمل العائد الرأسمالي (بيع أصول رأسمالية حقيقية كالبيانات مثلاً) أو عائداً جارياً.²

(a)- العائد الجاري: هو الربح المحقق من بيع ورقة مالية مثل أرباح الأسهم المتداولة في السوق المالية، والفوائد الدورية للسندات.

ويحسب كما يلي:

$$R = \frac{D}{V_0} = \text{معدل العائد الجاري}$$

حيث:

D: صافي الربح أو قيمة الفائدة الدورية

V₀: سعر السهم عند عملية الشراء

كما يعرف العائد الحقيقي بأنه يمثل قيمة الاستثمارات في نهاية المدة مقسوماً على قيمة الاستثمار في بداية المدة.

يتم قياس العائد الحقيقي لأصل استثماري عندما توجد مجموعة من البيانات التاريخية لعدد من السنوات، نستخدم العائد المتوسط.

$$R' = \frac{\sum_{i=1}^n Ri}{n}$$

R': العائد المتوسط

R_i: العائد في السنة *i*

¹ - علوان قاسم نايف، "إدارة الاستثمارين النظرية والتطبيق"، الطبعة الأولى، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009، ص: 96.

² - محمد إبراهيم العامري، "إدارة محافظ الاستثمار"، الطبعة الأولى، إثناء للنشر والتوزيع، مكتبة الجامعة، الشارقة، الأردن، 2013، ص: 27-28.

n: عدد سنوات الاحتفاظ

(b) العائد الرأسمالي:

هو الفرق بين سعر بيع وسعر شراء ورقة مالية، ويتم تحقق العملية مرة واحدة عندما يتم بيع الورقة المالية، ويحسب بالطريقة التالية:

$$R = \frac{(V1 - V0)}{V0}$$

حيث:

Vi: سعر الورقة المالية في نهاية الفترة (البيع)

V0: سعر الورقة المالية في بداية الفترة (الشراء)

ملاحظة:

يمكن أن يكون العائد الرأسمالي سالبا أو موجبا، حسب الحالة التي يكون فيها سعر البيع ومقارنته بسعر الشراء. ويتبع الخطوات السابقة نجد أن العائد على الورقة المالية (السهم) عند فترة احتفاظ (استثمار معين) يصبح بجمع العائد الجاري بالعائد الرأسمالي وذلك حسب القاعدة التالية:

العائد = العائد الجاري + العائد الرأسمالي

حيث:

$$R = R_1 + R_2 = \frac{D}{V_0} + \frac{(V_1 - V_0)}{V_0}$$

R1: العائد الجاري

R2: العائد الرأسمالي

$$R_i = \frac{(V_i - V_0) + D_i}{V_0}$$

حيث:

Di: (مقسوم الأرباح) الأرباح التي تحققها الورقة المالية (السهم)

مثال: لنفترض أن مستثمرا قام بشراء ورقة مالية (سهم) بقيمة \$100، وبعد فترة زمنية ولتكن سنة، ارتفع سعرها ليدفع \$120 كما تمكن من الحصول على عائد لهذه الورقة المالية خلال تلك السنة بلغ \$4.

المطلوب: حساب نسبة عائد الاستثمار؟

الجواب: $V_1: \$120$ ، $V_0: \$100$ ، $D: \$4$

$$R = \frac{(120 - 100) + 4}{100} = 0.24 = 24\%$$

يلاحظ أن:

معدل العائد الدوري $\frac{D}{V_0}$ حيث D هو مقسوم الأرباح الدوري الموزع للسهم
 أما معدل الفائدة الرأسمالي $\frac{(V_1 - V_0)}{V_0}$

عندما لا يوجد هناك مقسوم للأرباح الموزعة عن الورقة المالية فإن العائد الفعلي للورقة المالية (السهم) R_i تحسب
 بالطريقة التالية:

$$R_i = \frac{V_1 - V_0}{V_0}$$

4-1-2-2- معدل العائد المتوقع:

هو معدل العائد الذي يمكن أن يتوقعه المستثمرون للحصول عليه في المستقبل, وهو مرتبط بحالة عدم التأكد (احتمالي) ولهذا السبب يضع المستثمرون في إطار التوزيع الاحتمالي للحالات, بمعنى أنه يقدر الاحتمالات المتوقعة, و وزن كل احتمال في العملية الاستثمارية وقيمة العائد المتوقع في ظله¹. وهو يساوي مجموع حاصل ضرب الاحتمال المتوقع في العائد المناظر له. ويتم حساب معدل العائد المتوقع بالصيغة الإحصائية التالية:

$$E(r) = \sum P(s).r(s)$$

مثال:

لدينا مستثمر يملك ورقة مالية واحتمالات تحقيق العوائد التالية مرتبطة بالحالة الاقتصادية كالتالي:

الحالة الاقتصادية	الاحتمال المتوقع	الأرباح(العوائد) المتوقعة
عادية	0.25	100
رواج	0.25	120
انكماش	0.5	70

حسب القانون:

$$E(r) = \sum_{s=1}^3 P(s).r(s)$$

$$E(r) = 0.25 (100) + 0.25 (120) + 0.5 (70)$$

عندما نفرض أن المستثمر قام بشراء الورقة المالية بـ \$100, فإن معدل العائد $\frac{90}{1000} = 9\%$

4-1-2-2- قياس المخاطر الاستثمارية:

4-1-2-1- مفهوم المخاطر الاستثمارية:

¹ - علوان قاسم نايف، "إدارة الاستثمارات بين النظرية والتطبيق"، الطبعة الأولى، دار الثقافة والتوزيع، عمان، الأردن، 2009، ص: 60

يتحمل المستثمر في سوق الأوراق المالية جملة من المخاطر، وبالمقابل يتوقع المستثمر الرشيد الحصول على عائد بعد فترة زمنية، وتتأثر أنواع الأوراق المالية (أسهم، سندات، صكوك) إلى مخاطر متنوعة يمكن تصنيفها إلى مخاطر منتظمة (ظروف السوق المالي؛ الظروف الاقتصادية) ومخاطر غير منتظمة، (استثنائية،...)

1-تعريف المخاطر في الاستثمار:

تعرف المخاطرة في العملية الاستثمارية على أنها احتمال إخفاق المستثمر في تحقيق العائد الذي يمكن أن يتوقعه من الاستثمار بعد فترة زمنية محددة. ومن جهة أخرى يعد عدم التأكد من عوائد الاستثمار التي ينتج عنها خسائر يتحمل عبؤها المستثمر.

إن جوهر المخاطرة في العملية الاستثمارية ترتبط بصورة أساسية باحتمال توقع الخسائر أو الإخفاق في تحقيق العائد المتوقع من الاستثمار.

2-مصادر المخاطر الاستثمارية:

توجد هناك مصادر عديدة للمخاطر الاستثمارية، ويمكن تقسيمها (هذه المصادر) حسب نوع المخاطرة التي تسببها. فمنها عوامل تسبب المخاطر المنتظمة، وأخرى عوامل تسبب المخاطر غير المنتظمة، بالإضافة إلى مجموعة من العوامل تسبب النوع الأول والثاني في نفس الوقت.

A-مصادر المخاطر المنتظمة:

نجد من بين هذه المصادر:

تقلبات معدلات الفائدة، تغير القدرة الشرائية للوحدة النقدية، مخاطر السوق، وتقلبات معدلات الضريبة على الدخل... الخ.

a)مخاطر معدلات الفائدة:

تنتج هذه المخاطر عن احتمال حدوث اختلاف بين معدلات العائد المتوقعة ومعدلات العائد الفعلية بسبب حدوث تغير في معدل أسعار الفائدة السوقية خلال المدة الاستثمارية.¹

b)مخاطر القوة الشرائية لوحدة النقد:

وهي عملية تعرض الأموال المستثمرة لانخفاض قيمتها الحقيقية أي قدرتها الشرائية، ويكون سببها التضخم، وتكون الأدوات المالية الأكثر عرضه لهذا الخطر هي ذات الدخل الثابت مثل السندات، والأسهم الممتازة.

¹ - محمد مطر، "مخاطر الاستثمارية"، مرجع سبق ذكره، ص:40

ويلاحظ هنا أن عملية الاستثمار في الأسهم العادية في الغالب تعتبر حماية للمستثمر من مخاطر القدرة الشرائية لوحدة النقد، على أساس أن أسعار الأسهم في السوق المالي ترفع، استجابة للضغوط التضخمية، وهذا يعمل على المحافظة على القيمة الحقيقية للاستثمارات.

(c) مخاطر أسواق المال:

تعتبر مخاطر أسواق المال عبارة عن أحداث غير متوقعة، ويكون المستثمرين في الأسهم أكثر تأثراً من غيرهم من المستثمرين الآخرين (كحملة السندات).

ومن أهم الأمثلة عن مخاطر أسواق المال السوقية الحالة والهلع الذي أصاب بورصة نيويورك للأوراق المالية سنة 1963م بعد الإعلان عن خبر اغتيال الرئيس الأمريكي "كيندي" حيث حدثت عملية بيع كبيرة مما أدى بهيئة السوق ومراقبته إلى غلق البورصة، حيث تم بيع الأسهم المستثمرة بأسعار متدنية كثيراً، وبعد فتح البورصة بعد يومين من الحادثة عادت عملية تداول الأسهم إلى أسعارها الاعتيادية.¹

B-مصادر المخاطر غير المنتظمة أو مخاطر الأعمال:

ويعبر عنها بالمخاطر الخاصة، أي تنشأ بسبب ظروف وعوامل تتعلق بشركة معينة أو قطاع محدد، وتكون مستقلة عن ظروف مخاطر النشاطات الاقتصادية، كما أنه يمكن تجنبها أو الحد منها.

ومن أهم مصادرها مخاطر الإدارة، مخاطر الصناعة، ومخاطر الرفع التشغيلي، ومخاطر الرفع المالي،...

(a) مخاطر الإدارة:

يقصد بها الأخطاء المرتكبة في إدارة شركة معينة والتي تسبب في تباين العائد الفعلي عن معدل العائد المتوقع من العملية الاستثمارية.

ولهذا تدخل ضمن المخاطر الغير منتظمة التي يمكن معالجتها وتخطيها من داخل الشركة.(يلاحظ أن الشركة يحدث لها هذا التباين حتى في حالة ازدهار النشاط الاقتصادي، جودة منتجاتها وقوة المركز المالي).

ومن الأمثلة عن الأخطاء الإدارية يمكن سرد جملة من الأحداث وقعت لشركات كبرى وذات سمعة وشهرة عالميتين.

الأولى: وقعت لشركة جنرال موتورز الأمريكية، فكانت تتمتع بسمعة جيدة وجودة في منتجاتها، وسلامة المركز المالي، وإدارتها الناجحة، وعلى الرغم من كل هذه العوامل الإيجابية إلا أنها أي الإدارة لم تحسن التصرف مع حركة حماية المستهلك، فدخلت مع رئيسها(رالف نادر) في قضايا لدى المحاكم مما ترتب عنها أحكام قضائية لصالح (رالف نادر)، وتكبدت الشركة على أثرها خسائر في المبيعات والأرباح والشهرة التجارية إضافة إلى التعويضات المالية الكبيرة التي حكمت بها المحاكم كتعويضات عن الأضرار المتسببة فيها الشركة.

¹ - كنعان علي، "الأسواق المالية"، منشورات جامعة دمشق، سوريا، 2009، ص:59

الثانية: يمكن للأخطاء الإدارية داخل شركة أن تؤدي بهيئة مراقبة السوق المالية من توقيف تداولات أسهمها أو سنداتهما.
الثالثة: تؤدي في بعض الأحيان الغير معتمدة إلى اقتراب الشركة من حالة إشهار الإفلاس، ويظهر معه خطر الإفلاس المالي.

يلاحظ أن الإدارة هي القلب النابض للشركة وعدم قدرتها على اتخاذ القرارات المناسبة في الطوارئ الغير متوقعة كمرض كوفيد19، أو أزمات الطاقة الدورية، أو اضطرابات عالمية سياسية... الخ

(b) مخاطر الصناعة:

وهي مخاطر تكون في القطاع الصناعي الذي تنتمي إليه الشركة، وتتمثل مثلا في احتياجاتها من المواد الأولية وما تتعرض له من صعوبات في التزود بها، أو فرض قوانين بيئية، أو تعتبر أذواق المستهلكين أو التوقف عن انتاج نوع معين نتيجة الاختراعات الحديثة.

ومن أمثلة ذلك تأخذ بعض الأحداث التي كانت تشكل خطرا على الصناعة.

- في الحرب العالمية الثانية حدث عدم توفر المطاط للشركات المنتجة للمطاط وحدث لها خسائر كبيرة.

- ظهور قوانين تتعلق بصناعة معينة كالقوانين المتعلقة بحماية البيئة من التلوث، والتي أثرت بصورة مباشرة على الشركات المنتجة لأنواع الورق المختلفة ومصالح تكرير البترول وغيرها من القطاعات الملوثة للبيئة.

- التطورات التكنولوجية التي تخلق منافسة شديدة بين مختلف القطاعات والشركات.

(c) مخاطر الرفع التشغيلي: Operational Leverage

هو الوزن النسبي للتكاليف الثابتة التشغيلية في التكاليف الكلية، أي نمط هيكله تكاليف الشركة - **Cost Structure**
فكلما ارتفع الوزن النسبي للتكاليف الثابتة في الهيكل الإجمالي للتكاليف الكلية يؤدي ذلك إلى رفع درجة الرفع التشغيلي (Dol)، والعكس بالعكس.

مثال: كانت لدينا الشركة (A)، وكانت تكاليفها الثابتة التشغيلية تقدر بـ50% من التكاليف الكلية، وكانت الشركة (B) تكاليفها الثابتة التشغيلية تقدر بـ30% من التكاليف الكلية.

إذا قارنا بين الشركتين (A) و (B) نلاحظ أن:

درجة الرفع التشغيلي للشركة (A) < من الشركة (B)

وهذا ما ينعكس عن صافي الربح التشغيلي (EBIT) جراء درجة (DOL) في كلا الشركتين، لأي تقلبات في المبيعات (رقم الأعمال).

(d) مخاطر الرفع المالي:

عادة تقسم مصادر التمويل للشركات إلى:

- والتمويل الداخلي (تمويل الملكية):

هي أموال يتم الحصول عليها من المساهمين (أصحاب الشركات) مقابل عملية شرائهم لأسهمها والتي يتكون منها رأسمال الشركة أو عن طريق التمويل باستخدام الاحتياطات المالية أو الأرباح الغير موزعة (المحتجزة).

- التمويل الخارجي (تمويل الاقتراض):

هي مصادر الأموال التي يتم الحصول عليها من جهات خارجية بواسطة الاقتراض (بواسطة سندات طويلة المدى) أو قصيرة المدى وبمعدل فائدة ثابت .

-Financial Leverage Risks- مخاطر الرفع المالي

وينشأ من خلال عملية التمويل بالاقتراض ما يعرف بمخاطر الرفع المالي -Financial Leverage Risks- إذا كانت الديون تشكل في الهيكل المالية للشركة نسبة مرتفعة من القيمة الإجمالية للأصول يكون الرفع المالي مرتفعا والعكس بالعكس.

ملاحظة:

إن عملية مصادر المخاطر بجميع أنواعها يصعب فصلها عن بعضها البعض، وتشكل في غالب الأحيان قوى توتر في أسعار الأوراق المالية.

2-1-2-3- مخاطر متعددة المصادر:

هناك مجموعة من المخاطر تكون مصادرها مختلفة وظروف نشأتها متنوعة.

(a) مخاطر التسويق الأوراق المالية:

قد تنخفض أسعار الأوراق المالية لبيع إلى مستوى أقل من سعر الشراء, وعندئذ يدخل المستثمر في صعوبة عملية بيع الورقة المالية بخسارة.

(b) مخاطر عدم السداد:

هي مخاطر تتعلق بعدم القدرة على دفع العوائد أو الفائدة وقيمة الورقة المالية عند أجل تاريخ الاستحقاق.

(c) مخاطر النشاط:

وهو احتمال فشل المؤسسة في القدرة على تحقيق الأهداف المسطرة من عوائدها, أو عدم قدرتها التنافسية في السوق مما يؤدي إلى تراجع أرباحها بشكل مستثمر أو تحقيق خسائر في المدة القادمة.

(d) مخاطر التحويل:

يمكن للشركة أن تقوم بعملية تحويل الأسهم الممتازة أو السندات المصدرة في الفترات السابقة إلى أسهم عادية, وتدخل هذه الأسهم في تداولها إلى ميكانزمات العرض والطلب وخطر انخفاض معدل العائد.

(e) مخاطر الاستدعاء:

عندما تقوم الشركة المصدرة للأوراق المالية بعملية استدعاء حاملها لعملية استلام قيمتها وهذا قبل تاريخ استحقاقها, وهذا ما يضيع على المستثمر فرصة إعادة استثمار أمواله بنفس العائد الذي كان يتحصل عليها.

(f) مخاطر سياسية:

وهي مجموع المخاطر المرتبطة بالأحداث والقرارات السياسية لبلد معين, والتي تؤثر بشكل كبير على القرارات الاستثمارية.

(g) مخاطر سعر الصرف:

تمثل أسواق رأس المال الأجنبية أسواقا تحمل علاوة خطر سعر الصرف إيجابيا أو سلبيا بسبب تقلبات العملات المختلفة. يتوقف حجم المخاطر لسعر الصرف على مقدار تقلباته وعلاقة الارتباط بينه وبين عائد السهم.