

بناء المحافظ الاستثمارية وإدارة الاستثمار في الأسهم بين العوائد والمخاطر

إعداد

الدكتور عبد الرؤوف ربابعة

مدير دائرة الإصدار

هيئة الأوراق المالية

بناء المحافظ الاستثمارية وإدارة الاستثمار في الأسهم بين العوائد والمخاطر

يعتبر الاستثمار عملية إدارية لها أهدافها ووسائلها وهي تتطلب استخدام استراتيجيات وقدرة كبيرة على قراءة التوجهات المستقبلية، وهي قبل ذلك تحتاج إلى التعرف على القدرات والخبرات والاحتياجات الذاتية، وكأي عملية إدارية أخرى فالاستثمار بحاجة إلى التخطيط وإلى ضرورة التقدم بخطوات مدروسة ومحسوبة بعناية والأخذ بعين الاعتبار عوامل المخاطرة وظروف عدم التأكد في البيئة المحيطة بعملية اتخاذ القرار. إن أبسط قواعد الاستثمار الناجح هو تكوين محفظة متنوعة بشكل جيد، فالاستثمار يجب أن يكون موزعا بين مجموعة أصول ولا يتركز في أصل واحد، ويساعد التنويع إلى حد كبير في تقليص حجم الخطر إلى مستويات مقبولة، لذا فإن على المستثمر أن يتعلم كيف يدير المحفظة الاستثمارية وكيف يبدأ التخطيط للاستثمار واتخاذ القرار الاستثماري وفق خطوات محددة ومدروسة بعناية، وبشكل أكثر شمولاً فإن على كل فرد أن يتعلم أساسيات التخطيط المالي وذلك كطريقة تساعد في تنظيم حياته وتجنبه الكثير من العثرات التي هو في غنى عنها.

وتحاول هذه الورقة إلقاء الضوء على موضوع إدارة محافظ الاستثمار وفق محاور محددة تركز على فهم طبيعة الأسواق المالية والتخطيط للاستثمار والية القرار الاستثماري ومتابعة الاستثمار، حيث سيتم الإجابة على الأسئلة التالية:

ما هو دور تخصيص الأصول في التخطيط الاستثماري؟

ما هي خطوات إدارة المحفظة؟

ما هي أهمية بيان السياسة الاستثمارية في عملية التخطيط؟

كيف يتم وضع الأهداف بالنسبة للمستثمر؟

كيف يتم التعرف على محددات الاستثمار بالنسبة للمستثمر؟

كيف تؤثر المرحلة العمرية للمستثمر على إستراتيجية الاستثمار؟

ما هي استراتيجيات إدارة محافظ الاستثمار؟

ما هي أساليب الإدارة الساكنة للمحفظة؟

ما هي أساليب الإدارة النشطة للمحفظة الاستثمارية؟

تخصيص الأصول وإدارة محفظة الاستثمار

إن القرار المتعلق بتوزيع ثروة المستثمر على أنواع وفئات الأصول المختلفة يعتبر احد أهم قرارات المحفظة الاستثمارية، وهو ما يعرف بأدبيات الاستثمار بموضوع "تخصيص الموجودات Asset allocation"، ويمثل هذا الموضوع أحد التطبيقات العملية لإدارة المخاطر، وهو يحتل أهمية متزايدة في إدارة المحافظ الاستثمارية سواء للمستثمرين المؤسسيين أو المستثمرين الأفراد.

إن تخصيص الموجودات عبارة عن عملية اتخاذ القرار المتعلق بكيفية توزيع ثروة المستثمر بين فئات أو أنواع الأصول الاستثمارية، ويقصد بفئات الأصول مجموعة الأوراق المالية التي لها سمات متشابهة لا سيما من حيث علاقة العائد بالمخاطرة لتلك

الأوراق المالية، ويمكن أن يتم تقسيم الفئة إلى مجموعة من الفئات الأصغر فالسندات مثلا هي إحدى فئات الأصول ويمكن تقسيمها إلى فئات أصغر كفئة سندات الخزينة وفئة سندات الشركات وفئة السندات ذات العائد العالي وغيرها من فئات السندات. ولا يعتبر قرار تخصيص الموجودات قرارا استثماريا منعزلا بل هو جزء من عملية إدارة المحفظة الاستثمارية المكونة من أربع خطوات هي:

أولاً: وضع بيان السياسة الاستثمارية أو خطة الاستثمار

يعتبر بيان السياسة الاستثمارية بمثابة الخطة التي ستقود كل قرارات المستثمر اللاحقة، بما فيها قرار تخصيص الموجودات، حيث يعتمد قرار تخصيص الموجودات بشكل أساسي على بيان السياسة الاستثمارية الذي يجب أن يتضمن أهداف المستثمر ومحدداته ودليل الاستثمار الخاص به. فالسياسة الاستثمارية هي خارطة الطريق وفيها يحدد المستثمر نوع المخاطر المستعد لتحملها (الملائمة) وأهدافه الاستثمارية ومحدداته. إن كل القرارات الاستثمارية يجب أن تعتمد على هذه السياسة لذا فإن من الأهمية بمكان التأكد من مدى ملائمة هذه السياسة للمستثمر وأنها تعكس تماما احتياجاته وظروفه الاستثمارية، وسيتم التطرق لخطوات بناء بيان السياسة في قسم لاحق من هذه الورقة. ولأن احتياجات المستثمر تتغير عبر الزمن فإن بيان السياسة يجب أن تتم مراجعته دورياً وتحديثه تبعاً لذلك.

ويجب أن لا يتبادر إلى الذهن عند الحديث عن بيان السياسة وخطة الاستثمار والأهداف الاستثمارية والمحددات أن المعني بهذا الموضوع هو مؤسسات الاستثمار الكبيرة وليس المستثمر العادي، فالتخطيط المالي يجب أن يقوم به جميع المستثمرين أفراداً ومؤسسات وبغض النظر عن حجم الأموال المستثمرة، وسيتم التركيز في هذه الورقة على المستثمر الفرد لمساعدته على التخطيط المالي السليم.

ثانياً: دراسة السوق والاتجاهات المستقبلية

في الخطوة الثانية من عمليات إدارة المحفظة الاستثمارية على المستثمر أن يدرس الظروف المالية والاقتصادية الحالية وتوقع الاتجاهات المستقبلية. ومن خلال احتياجات المستثمر (كما هي محددة في بيان السياسة الاستثمارية) وتوقعات السوق، يتم تحديد إستراتيجية الاستثمار، وحيث أن الاقتصاد ديناميكي يتأثر بالظروف الصناعية والسياسية المختلفة والتغير في الظروف الاجتماعية والديمغرافية فإن المحفظة تتطلب متابعة مستمرة وتحديث يعكس التغيرات في توقعات السوق المالي وهو ما يعرف بعمليات التقييم والتنبؤ في الاتجاهات الاقتصادية.

ثالثاً: تكوين المحفظة

الخطوة الثالثة في عمليات إدارة المحفظة هي تكوين أو تشكيل محفظة الاستثمار، وباستخدام بيان السياسة الاستثمارية للمستثمر وتنبؤات السوق المالي كمدخلات يتم تطبيق إستراتيجية الاستثمار وتحديد كيف يتم تخصيص الأموال المتوفرة بين فئات الأصول والأوراق المالية المختلفة لبناء المحفظة التي تقلل المخاطر وبنفس الوقت تحقق الاحتياجات المحددة في بيان السياسة الاستثمارية.

رابعاً: المتابعة وتقييم الأداء

الخطوة الرابعة في عمليات إدارة المحفظة هي المتابعة المستمرة لاحتياجات المستثمر وظروف السوق وعند الحاجة تحديث بيان السياسة الاستثمارية واعتماداً على كل ذلك يتم تعديل إستراتيجية الاستثمار، إن من مكونات مراقبة المحفظة هو تقييم أداء المحفظة ومقارنة النتائج بالتوقعات والمتطلبات المحددة في السياسة الاستثمارية.

بيان السياسة الاستثمارية

ستركز هذه الورقة بشكل أساسي على بيان السياسة الاستثمارية وذلك للأهمية الكبيرة التي يتمتع بها هذا الموضوع حيث يمثل بيان السياسة الاستثمارية أداة تخطيط جيدة تساعد المستثمر على فهم احتياجاته بشكل أفضل كما تساعد المدير في إدارة أموال عميله، ورغم أنها لا تمثل ضمان لنجاح الاستثمار إلا أن بيان السياسة تزود بإيضاح لعمليات الاستثمار وتخفف من احتمالية الخطأ وعدم الملائمة في القرارات، وهناك عدة أسباب تدعو لوضع بيان السياسة الاستثمارية وهذه الأسباب هي:

(1) تحديد الأهداف

إن بيان السياسة الاستثمارية يساعد المستثمر في وضع أهداف واقعية بعد الحصول على المعرفة اللازمة حول الأسواق المالية ومخاطر الاستثمار، فعند سؤال أي شخص عن أهدافه الاستثمارية فإن الجواب يكون عادة هو الرغبة في كسب الكثير من المال أو ما شابه، إن هذا الهدف له عقبتان: الأولى أنه غير ملائم للمستثمر والثاني أنه مفتوح جداً بحيث لا يمكنه تقديم دليل محدد للاستثمار أو إطار زمني فهذا الهدف يناسب شخص ذاهب لشراء ورقة يانصيب ولكنه غير ملائم لشخص يستثمر الأموال في الأصول المالية والحقيقية على المدى الطويل.

وعليه فبيان السياسة يساعد المستثمر في تحديد أهداف واقعية وتجعله مدرك أكثر للمخاطر وكلفة الاستثمار والقيمة السوقية للأصول (سواء كانت أسهم أو سندات أو عقارات)

(2) فهم السوق

يساعد بيان السياسة الاستثمارية المستثمر في فهم السوق بشكل أفضل، فعند قيامه بتحديد الأهداف الواقعية والممارسة الفعلية لعملية ربط العوائد بالمخاطر فإن هذا المستثمر يتمكن من تحسين مستوى وعيه وإدراكه لطبيعة الأسواق المالية ويصبح أكثر تقبلاً لحقيقة التذبذب الدراماتيكي التي قد تواجه جميع الأسواق المالية، فعلى سبيل المثال هبط مؤشر داو جونز في أكتوبر 1987 أكثر من 20% في يوم واحد وبالاطلاع على تاريخ الأسواق نجد أنه من الطبيعي أن تهبط الأسعار من 15% إلى 20% خلال عدة أشهر.

(3) فهم احتياجات المستثمر

ومن الأسباب المهمة لكتابة بيان السياسة هي مساعدة المستثمر على فهم احتياجاته وأهدافه ومحدداته الاستثمارية، وقد تبدو هذه النقطة بالنسبة للمستثمر غير ذات أهمية لأنه يعتقد أنه يفهم احتياجاته الذاتية بشكل جيد، ولكن ما أن يمسك بالورقة والقلم ويبدأ بتحليل وضعه تحليلًا علميًا وواقعيًا فإنه سوف يكتشف أن فهمه لاحتياجاته الذاتية قد تحسن فعلاً وأصبح أكثر وضوحاً من قبل، وأن هذا الفهم كان ينقصه الإلمام ببعض الحقائق البسيطة التي قد تكون غائبة عن ذهن المستثمر في بعض الأحيان.

إضافة إلى ذلك فإن المستثمر بحاجة إلى أن يتعلم حول الأسواق المالية ومخاطر الاستثمار وهذه الخلفية تساعد في تجنب القرارات الاستثمارية غير الملائمة وتزيد من احتمالية تحقيقه لأهدافه المالية المحددة والقابلة للقياس. وخلاصة القول أن بناء السياسة الاستثمارية هو أساساً مسؤولية المستثمر.

(4) معيار أداء

إن بيان السياسة الاستثمارية يوفر معيار للحكم على أداء مدير المحفظة. ولا يمكن الحكم على الأداء بدون معيار هدي، ويوفر بيان السياسة المعيار الهدي المطلوب، ويجب أن يقارن أداء المحفظة مع دليل محدد في بيان السياسة وليس مع إجمالي أداء المحفظة، فعلى سبيل المثال إذا كان المستثمر قليل التحمل للمخاطر فإن العائد الذي تحققه محفظته الاستثمارية يجب أن لا يعتبر سيئاً لمجرد أنه كان أقل من عائد مؤشر السوق الذي يحتوي على عدد كبير من الأسهم التي تحمل درجة من المخاطر .

فبيان السياسة يتضمن محفظة مرجعية benchmark portfolio أو معيار للمقارنة ومخاطر آل benchmark والأصول التي يحتويها يجب أن تكون متوافقة مع المخاطر التي يفضل العميل تحملها.

(5) منافع أخرى

من المنافع الأخرى التي يقدمها بيان السياسة الاستثمارية هو حماية المستثمر أمام مدير المحفظة بحيث يكون كل شيء واضح ولا يستطيع مدير المحفظة التنصل من مسؤولياته إن حدث هناك أي تقصير.

كذلك من المنافع الأخرى أنه عند تغيير مدير المحفظة فإن المدير الجديد يستطيع المتابعة بنفس السياسة التي كان يتبعها سلفه وبدون أن يحدث هناك أي ارتباك نتيجة تغيير مدير المحفظة.

وبشكل عام فإن بيان السياسة الاستثمارية الملائم يجب أن يجيب على الأسئلة التالية:

1- هل صممت السياسة بعناية بحيث تحقق الاحتياجات المحددة والأهداف لمستثمر معين؟

2- هل كتبت السياسة بوضوح بحيث يمكن أن يأتي مدير جديد ويدير المحفظة بشكل صحيح؟

3- هل المستثمر مدرك تماماً للمخاطر؟

أولويات الاستثمار

قبل البدء بأي برنامج استثماري على المستثمر أن يتأكد من بعض الأمور التي تمثل أولويات يجب المحافظة عليها كما لا يجب التقدم في الاستثمار أي خطوة إلى الأمام قبل ضمان تحقيق هذه الأولويات والتأكد من توفرها بشكل مستمر، وهذه الأولويات هي:

أولاً: الدخل الكافي

قبل البدء بأي برنامج استثماري يجب أن نكون متأكدين من إشباع احتياجاتنا المختلفة، ولا يمكن البدء بأي خطة استثمار بشكل جدي قبل أن يكون لدى المستثمر المحتمل دخل يكفي لتغطية نفقاته الحياتية فالاستثمار هو عبارة عن فائض الدخل أو بعبارة أخرى هو الدخل ناقصا الاستهلاك، فإذا كان الدخل يغطي احتياجات الفرد الحياتية ويتبقى منه ما يكفي للادخار فعندئذ يمكن لهذا الفرد ان يبدأ بالتفكير باستثمار مدخراته أما إذا لم تكن هناك أية مدخرات متبقية من الدخل فان الاستثمار هنا لا يوجد له مصدرا للتمويل وبالتالي فان تمويله من مصادر الاقتراض يصبح عملاً محفوفاً بالمخاطر الكبيرة.

ثانياً: التأمين على الحياة والحوادث:

إن على المستثمر قبل البدء بالاستثمار الإجابة عن الأسئلة التالية: هل لديه تأمين طبي؟ هل هو مؤمن ضد الحوادث الطارئة؟ هل هناك تأمين لأسرته عند الوفاة؟ كل هذه

الأمر مهممة ويجب أن يتم التفكير فيها بشكل جدي والعمل على توفيرها قبل أن يقوم المستثمر بالدخول في أي استثمار.

ثالثاً: الاحتياطي النقدي:

إن النفقات الطارئة أو حالات التوقف عن العمل وعدم إنتاج الدخل هي ظروف قد تحدث لأي شخص، كما قد تنشأ بشكل مفاجئ فرص استثمارية مناسبة تتطلب أموالاً لاستثمارها، لذا فإن من الأهمية البالغة أن يحتفظ المستثمر بشكل مستمر باحتياطي نقدي يساعده في تحقيق نوع من الأمان ويحد من حالة الاضطرار إلى بيع استثمارات أو جزء من الاستثمارات في أوقات غير مناسبة لتغطية نفقات طارئة.

ويوصي معظم الخبراء بالاحتفاظ باحتياطي نقدي يعادل أو يغطي نفقات الحياة الاعتيادية لمدة ستة أشهر، ويجب أن لا يفهم من تسمية هذا الاحتياطي بالاحتياطي النقدي انه يجب أن يكون على شكل أموال نقدية ولكن يمكن الاحتفاظ باستثمارات يمكن تحويلها بسهولة إلى نقد مع احتمال قليل جداً لخسارة أي قيمة، ومن أمثلة هذه الاستثمارات صناديق الاستثمار المشترك النقدية والحسابات البنكية التي تعتبر وسيلة جيدة لاحتفاظ بالاحتياطي النقدي.

وكما هو الحال بالنسبة للخطة المالية فإن الحاجة إلى تأمين واحتياطي نقدي تختلف حسب عمر الشخص فمثلاً التأمين على الحياة والتأمين الطبي يكون حاجة ملحة بشكل أكبر بالنسبة للشخص المتقاعد.

المرحلة العمرية واستراتيجيات الاستثمار

تختلف الخطط المالية والاحتياجات الاستثمارية من مستثمر لآخر، وتتغير الاحتياجات الاستثمارية حسب المرحلة العمرية للمستثمر، فالكيفية التي يتم من خلالها هيكله الخطة

المالية يجب أن ترتبط بعمر المستثمر ووضعه المالي وخطته المستقبلية ومدى تجنبه للمخاطر إضافة إلى احتياجاته الذاتية أو الشخصية.

وبافتراض توفر التأمين على الحياة والاحتياطي النقدي على النحو الذي تم الإشارة إليه في القسم السابق فإن المستثمر يمكنه الآن أن يبدأ برنامج استثمار جدي لمدخراته، وبسبب تغير صافي ثروة المستثمر عبر الزمن ومدى تحمل هذا المستثمر للمخاطر فإن إستراتيجية الاستثمار للمستثمر الفرد يمكن أن تتغير بتغير المرحلة العمرية لهذا المستثمر، وبشكل عام يمكن تقسيم دورة حياة المستثمر إلى المراحل التالية:

(1) مرحلة التجميع Accumulation phase

يكون الفرد في السنوات الأولى حتى المتوسطة من حياته العملية في ما يعرف بمرحلة التجميع، وكما يشير الاسم فإن الفرد في هذه المرحلة يحاول تجميع الأصول اللازمة لإشباع الاحتياجات الملحة والحالية في هذه المرحلة (مثل أقساط قيمة المسكن) أو لتحقيق أهداف بعيدة المدى (مثل التقاعد والتعليم العالي للأبناء) ، وعملياً فإن الثروة في هذه المرحلة تكون صغيرة وربما تكون هناك ديون ثقيلة للبيت والسيارة والزواج وخلافه.

إن الأفق الزمني النموذجي لهذه المرحلة طويل نسبياً لهذا فإن الأفراد في مرحلة التجميع يكونون مستعدين لدخول استثمارات ذات مخاطر عالية نسبياً على أمل تحقيق عوائد فوق المعدل في المستقبل كما أن من المحتمل أن يتمكنوا من تعويض أية خسائر من خلال ما يدخرونه من دخلهم الحالي .

(2) مرحلة التعزيز Consolidation phase

يكون الأفراد في هذه المرحلة عملياً قد تجاوزوا مرحلة نصف العمر الوظيفي وقد قاموا بتسديد معظم أو كل ديونهم ولربما لديهم ما يكفي لتعليم أبنائهم تعليماً عالياً وقد أصبحت دخولهم تتجاوز نفقاتهم الحياتية لذا فإن الفوائض يمكن أن تستثمر من أجل التقاعد المستقبلي أو الاحتياجات العقارية، أما الأفق الزمني للفرد في هذه المرحلة فما زال طويلاً (20 إلى 30 سنة) لذا فإن الاستثمارات ذات المخاطر المتوسطة تكون جاذبة وبنفس الوقت ولأن الأفراد في هذه المرحلة معينين بالمحافظة على رأس المال فإنهم لا يريدون مخاطر كبيرة قد تعرض مدخراتهم لخطر الخسارة.

(3) مرحلة الإنفاق Spending phase

تبدأ هذه المرحلة عند تقاعد الأفراد حيث تكون نفقات الحياة مغطاة من دخل الضمان الاجتماعي وخطط التقاعد وكذلك من دخل الاستثمارات السابقة، وحيث أن سنوات الدخل قد ولّت فإن الأفراد في هذه المرحلة يبحثون عن حماية كبيرة لرأس المال، وبنفس الوقت يجب عليهم الموازنة بين رغبتهم بالمحافظة على القيمة الاسمية لمدخراتهم مع الحاجة لحماية أنفسهم ضد الانخفاض في القيمة الحقيقية لمدخراتهم بسبب التضخم. إن الشخص الذي عمرة 60 سنة مثلاً من المتوقع أن يعيش لأكثر من 20 أو 30 سنة أخرى، وعلى الرغم من أن المحفظة الكلية لهذا الفرد تكون مخاطرها أقل من مخاطر محفظة الشخص الذي يكون في مرحلة التعزيز إلا أنه ما زال بحاجة إلى بعض الاستثمارات النامية ذات المخاطر مثل الأسهم العادية من أجل المحافظة على القوة الشرائية المتآكلة بسبب التضخم.

(4) مرحلة الإهداء (الهبات) Gifting Phase

وهذه المرحلة مشابهة وقد تكون متلاقية مع مرحلة الإنفاق، وفي هذه المرحلة يعتقد الأفراد أن لديهم دخل كاف وكذلك أصول كافية لتغطية نفقاتهم مع احتفاظهم باحتياجات كافية للطوارئ، وهنا يمكن للفوائض أن تستخدم لتقديم المساعدات المالية للأقارب أو الأصدقاء أو لإنشاء الوقفيات، كما أن بإمكانهم تحمل مخاطر كبيرة لجزء محدد من استثماراتهم إذا ما رغبوا في ذلك، وبكل الأحوال فإن الأفراد في هذه المرحلة يمكنهم إتباع أية إستراتيجية استثمار يجدونها مناسبة.

أهداف الاستثمار حسب المرحلة العمرية

خلال مراحل حياة المستثمر يكون لديه أهداف مالية مختلفة، وقد تكون هذه الأهداف من حيث الأفق الزمني بعيدة أو قصيرة المدى، أما من حيث الأهمية فقد تكون ذات أولوية كبيرة أو أولوية قليلة، وتبعاً لذلك فإن مدى تحمل المخاطر يجب أن يعتمد على طبيعة هذه الأهداف من حيث الأولوية والأفق الزمني وكما هو مبين تالياً:

أهداف قصيرة المدى وذات أولوية عالية

إن الأهداف قصيرة المدى وذات الأولوية العالية يضعها الأفراد لتمويل مصاريفهم التي تكون مهمة لهم بشكل خاص مثل الاشتراك في صناديق الإسكان أو شراء سيارة أو القيام برحلة، والأفراد الذين يكون لديهم أطفال في سن المراهقة فإن أهدافهم قصيرة المدى وذات الأولوية العالية قد تكون مثلاً تعليم أطفالهم، وبسبب الأهمية الشخصية والعاطفية لهذه الأهداف ومداهما الزمني القصير فإن المخاطر العالية قد لا تكون مناسبة لها.

أهداف طويلة المدى وذات أولوية عالية

إن الأهداف طويلة المدى وذات الأولوية العالية كالحصول على استقلال مالي مثل التقاعد في سن محدد أو بناء برنامج تقاعدي جيد تعتبر أهدافا لعدد كبير من المستثمرين الشباب وحيث أن هناك أفق زمني طويل لتحقيق هذه الأهداف فقد يناسبها استخدام المخاطر العالية.

أهداف قصيرة أو طويلة المدى وذات أولوية منخفضة

في حالة الأهداف ذات الأولوية القليلة فإن من الجيد تحقيق هذه الأهداف ولكنها ليست ملحة مثل شراء سيارة جديدة كل سنة أو إعادة فرش البيت بأثاث فاخر أو اخذ إجازة طويلة مرفهة، لذلك فقد يناسب هذا النوع من الأهداف المخاطر العالية ولكن بعد التأكد من أن الحاجات مشبعة بالنسبة للمستثمر وان أهدافه ذات الأولوية العالية قد عمل عليها بشكل جيد.

إن التطوير الجيد لبيان السياسة الاستثمارية يجب أن يأخذ بعين الاعتبار هذا التنوع بالأهداف خلال دورة حياة المستثمر والقسم التالي يبين عملية بناء السياسة الاستثمارية وإنشاء المحفظة التي تتلاءم مع هذه السياسة والبيئة العامة، وإدارة المحفظة ومتابعة أداءها بالنسبة لأهدافها عبر الزمن.

مدخلات بيان السياسة

قبل البدء بإعداد بيان السياسة فإن المستثمر والمستشار المالي بحاجة إلى المعلومات والأفكار وتحديد المخاوف والأهداف لبناء إطار العمل لعملية جمع المعلومات ثم يقوم المدير والمستثمر بمناقشة أهداف المستثمر الاستثمارية ومحدداته، ولعرض هذا الإطار

سنعرض للأهداف الاستثمارية والمحددات وكيفية تحديدها في بيان السياسة الاستثمارية.

الأهداف الاستثمارية

إن أهداف المستثمر عبارة عن أهداف استثمارية معبر عنها بالعائد والمخاطر، وبسبب العلاقة بين العائد والمخاطر فيجب أن لا يعبر عن الهدف الاستثماري بالعائد فقط لأن ذلك يؤدي إلى أداء غير ملائم كاستخدام استراتيجيات استثمارية ذات مخاطر عالية أو استخدام سياسة التحرك السريع بين الاستثمارات لمحاولة الشراء بالسعر الرخيص والبيع بالسعر العالي.

فإذا كان هدف المستثمر محدد بالعائد فقط مثل مضاعفة الاستثمار خلال (5) سنوات فعلى المستثمر قبل وضع الهدف في السياسة الاستثمارية أن يكون مدرك تماماً للمخاطر التي ترافق هذا الهدف بما في ذلك احتمالية الخسارة، فالتحليل الدقيق لمدى تحمل المستثمر للمخاطر يجب أن يسبق أي نقاش حول العائد المستهدف. إن Merrill Lynch على سبيل المثال تطلب من عملائها أن يضعوا أنفسهم ضمن فحص يساعد الفرد على تحديد مدى تحمله للمخاطر.

إن من المعلوم أن تحمل المخاطر ليس مجرد وضع نفسي ولكنه يتحدد بعوامل التأمين والاحتياطي النقدي والوضع العائلي والعمر فكما نعلم فإن الأشخاص المتقدمين في السن عادة يملكون استثمارات ذات إطار زمني قصير.

إن هدف العائد بالنسبة للمستثمر يمكن أن يوضع على شكل رقم مطلق أو نسبة مئوية ولكنه قد يوضع أيضا على شكل هدف عام مثل "المحافظة على رأس المال" capital preservation أو "دخل جاري" current income, أو "زيادة رأس المال" capital appreciation أو "عائد إجمالي" total return وفيما يلي بيان ذلك :-

المحافظة على رأس المال

وهذا يعني إن المستثمر يرغب بأقل كم ممكن من المخاطر وعادة هو يرغب بالمحافظة على القوة الشرائية لاستثماره، وبكلمات أخرى فإن العائد المطلوب ليس أقل من معدل التضخم، وبشكل عام فهذه إستراتيجية المستثمر شديد التجنب للمخاطر strongly risk-averse investors أو هي إستراتيجية الفرد الذي يحتاج إلى الأموال في المدى القصير كالذي يحتاج إلى دفع قسط تعليم أو إسكان في العام القادم.

زيادة رأس المال

وهذا يمثل هدف مناسب للمستثمر الذي يريد لمحفظته أن تنمو نمواً حقيقياً عبر الزمن وذلك لمقابلة احتياجات مستقبلية، وفي ظل هذه الإستراتيجية فإن النمو يحصل بشكل أساسي من خلال الأرباح الرأسمالية، وهذه إستراتيجية الفرد الذي يكون مستعداً لتحمل المخاطر لتحقيق الأهداف مثل المستثمرون طويلو الأمد الذين يرغبون بالحصول على تقاعد جيد أو تعليم جامعي لأبنائهم.

الدخل الجاري

عندما يكون الهدف هو الدخل الجاري فإن المستثمر يرغب بتركيز محفظته الاستثمارية على الأصول التي تولد دخل أكثر من تلك التي تحقق إرباحاً رأسمالية وهذه الإستراتيجية تلائم أحيانا المستثمرين الذين يرغبون بأن تكون محفظتهم الاستثمارية مكتملة للدخل المتأتي من وظائفهم لمقابلة نفقات الحياة الاعتيادية، وعادة يفضل المتقاعدون هذا الهدف لجزء من محافظتهم وذلك لتوليد دخل قابل للإنفاق.

الدخل الإجمالي

وهدف هذه الإستراتيجية مشابهة لإستراتيجية زيادة رأس المال حيث يرغب المستثمر أن تنمو محفظته عبر الزمن لمقابلة احتياجاته المستقبلية، وفي حين أن إستراتيجية زيادة رأس المال تسعى لتحقيق ذلك من خلال الأرباح الرأسمالية بشكل أساسي فإن إستراتيجية الدخل الإجمالي تسعى لتحقيق ذلك من خلال زيادة القيمة للمحفظة من خلال الأرباح الرأسمالية وإعادة استثمار الدخل الجاري، وبما أن الدخل الإجمالي مكون من دخل جاري وأرباح رأسمالية فإن درجة المخاطر تتدرج بين إستراتيجية الدخل الجاري وإستراتيجية زيادة رأس المال.

مثال (1)

الأهداف الاستثمارية لشخص عمره 25 عام

افرض أن لدى شخص عمره (25) سنة وظيفة ثابتة وهو موظف جيد في عمله ولديه تغطية تأمينية ومال كاف للاحتياطي النقدي، وأفرض كذلك أن هدفه الحالي طويل المدى وذو الأولوية الكبيرة هو بناء نظام تقاعدي جيد.

واعتمادا على تفضيلات هذا المستثمر بالنسبة للمخاطر فإن بإمكانه اختيار إستراتيجية تحمل مخاطر بين متوسطة وعالية وذلك لأن التدفق من دخله الوظيفي من المحتمل أن ينمو عبر الزمن. وبالنظر إلى عمره الصغير واحتمالية نمو دخله فإن إستراتيجية المخاطر المنخفضة مثل المحافظة على رأس المال أو الدخل الجاري ليست مناسبة لهدفه التقاعدي لذا فإن إستراتيجية الدخل الإجمالي، أو زيادة رأس المال هي المناسبة وفيما يلي بيان الهدف المحتمل لذلك الشخص:-

استثمر الأموال في تشكيلة من الاستثمارات متوسطة إلى عالية المخاطر. معدل المخاطر للأسهم في المحفظة يجب أن يتجاوز مخاطر المؤشر السعري العام للسوق.

إن الأسهم في المحفظة يجب أن تتراوح بين 80% إلى 95% من إجمالي المحفظة والباقي يتم استثماره في سندات وأذون قصيرة إلى متوسطة المدى.

مثال (2)

الأهداف الاستثمارية لشخص عمره 60 سنة

افرض أن لدى شخص عمره (60) سنة تأميناً واحتياطياً نقدياً وأنه تقاعد هذا العام، مثل هذا الشخص يجب أن يتحمل مخاطر أقل من الشخص الأول لأن توليد الدخل بالنسبة إليه ثبت عند راتبه التقاعدي فهو لا يستطيع تغطية خسائر بالاستثمار من مدخرات جديدة، واعتماداً على حجم دخله التقاعدي فإنه قد يكون بحاجة إلى دخل جاري لتغطية نفقاته الحياتية ويمكنه هنا توقع أن يعيش لمدة تزيد عن 20 أو 30 سنة لذا فهو أيضاً بحاجة للحماية ضد التضخم.

إن المستثمر المتجنب للمخاطر سيختار تركيبة من استراتيجيات الدخل الجاري والمحافظة على رأس المال، أما المستثمر الذي يكون مستعداً لتحمل مخاطر أكبر فإنه سيختار تركيبه من إستراتيجيتي الدخل الجاري والدخل الإجمالي في محاولة لتحقيق نمو يفوق التضخم، وفيما يلي بيان لذلك :-

استثمر في أسهم وسندات لمقابلة احتياجات الدخل (من فوائد السندات وأرباح الأسهم) وهذا سيحقق عائد حقيقي (من الأسهم) ويجب أن تشكل أدوات الدخل الثابت بين 55% إلى 65% من إجمالي المحفظة ويتم استثمار 5-15% في أوراق قصيرة المدى لتحقيق سيولة إضافية من أجل الأمان والباقي الذي يشكل 30-45% يجب استثماره في أسهم عالية الجودة مخاطرها مشابهة لمخاطر مؤشر أسعار الأسهم .

محددات الاستثمار

بالإضافة إلى أهداف الاستثمار التي تضع حدود العائد والمخاطر فإن هناك محددات معينة تؤثر أيضاً في خطة الاستثمار، وتتضمن هذه المحددات احتياجات السيولة والأفق الزمني والعوامل الضريبية والمحددات القانونية والتنظيمية والاحتياجات الخاصة والتفصيلات الخاصة.

(1) احتياجات السيولة

يعتبر الأصل سائلاً إذا أمكن تحويله بسرعة إلى نقد بسعر قريب من القيمة السوقية العادلة، وبشكل عام يكون الأصل أكثر سيولة إذا كان هناك عدد كبير من المستثمرين معنيين به، وأذن الخزينة تعتبر ذات سيولة عالية أما العقارات والاستثمارات المغامرة Venture Capital فتعتبر ذات سيولة منخفضة، والمستثمر قد يكون بحاجة إلى السيولة ويجب اخذ ذلك بنظر الاعتبار في خطة الاستثمار، فقد يكون المستثمر لديه هدف أساسي بعيد المدى وعدة أهداف قصيرة المدى تحتاج إلى المال مثل شراء سيارة أو بيت أو كلفة تعليم، فالشخص الذي عمره 25 سنة في مثلنا السابق قد لا يكون بحاجة إلى سيولة قريبة إذا كان مركزاً على هدفه بعيد المدى أما إذا كان يخطط لزواج أو شراء شقة فانه قد يحتاجها قريباً أما الشخص غير الموظف فيكون بحاجة هذه السيولة في الوقت الحالي لتغطية نفقاته الحياتية، وهذا كله يجب أن تتضمنه الخطة المالية .

أما الشخص الذي عمره 60 سنة في مثلنا السابق فحاجته أكبر للسيولة لأن الراتب التقاعدي أقل من راتب العمل وبالتالي هو بحاجة لتغطية الفرق ليبقى بنفس المستوى المعيشي كما أنه بحاجة إلى استثمارات ذات سيولة عالية في محفظته الاستثمارية لمقابلة أي احتياجات طارئة.

(2) الأفق الزمني

هناك علاقة قوية (ولكنها غير كاملة) بين الأفق الزمني واحتياجات السيولة والقدرة على تحمل المخاطر، فالمستثمر ذو الأفق الزمني الطويل عادة ما تكون حاجته للسيولة اقل وبالتالي بإمكانه تحمل مزيد من المخاطر لأن أموال الاستثمار لا يحتاجها حالياً لعدة سنوات كما أن أي خسارة يمكن تعويضها من الدخل خلال السنوات القادمة. أما المستثمر ذو الأفق الزمني القصير فإنه يفضل السيولة العالية والمخاطر القليلة لأن الخسائر من الصعب تعويضها.

(3) الاعتبارات الضريبية

إن النظام الضريبي للبلد والوضع الضريبي للمستثمر يجب أن تؤخذ بعين الاعتبار عند وضع بيان السياسة الاستثمارية، فإذا كان هناك إعفاء معين لبعض الاستثمارات المالية (كصناديق الاستثمار المشترك مثلاً) فإن هذه الاستثمارات قد تكون مناسبة أكثر من غيرها بالنسبة للشخص الذي لديه أعباء ضريبية كبيرة.

(4) العوامل القانونية والتنظيمية

العوامل القانونية والتنظيمية تعتبر جانب آخر يجب على بيان السياسة الاستثمارية أن تأخذه بعين الاعتبار، فهذه العوامل والاعتبارات قد لا تسمح لشخص ما بالاستثمار في قطاعات معينة أو قد لا تسمح بتجاوز نسب معينة للاستثمار وهكذا فمن الأهمية بمكان الانتباه إلى هذه المحددات بشكل مستمر.

(5) الاحتياجات والتفضيلات الخاصة

قد يفضل بعض المستثمرين نوع معين من الاستثمارات وذلك لاعتبارات روحية ونفسية، فمثلاً قد لا يفضل بعض المستثمرين الاستثمار في أسهم شركات الدخان أو الكحول أو الشركات ذات الصناعات المؤذية للبيئة، أو قد يفضلون أسهم الشركات التي لا تخالف أحكام الشريعة الإسلامية، وقد يفضل البعض تعيين مدير استثمار إذا كان مشغولاً ولا يملك الوقت الكافي لمتابعة استثماراته، أما المتقاعد فقد يفضل أن يدير محافظته بنفسه، ولأن كل مستثمر فريد فإن المحددات تختلف من شخص لآخر وليس هناك مستثمر نموذجي بحيث يمكن تعميم تفضيلاته واختياراته على بقية المستثمرين حتى وأن تشابهوا معه في العمر والظروف الأسرية والاجتماعية.

إنشاء بيان السياسة الاستثمارية

يسمح بيان السياسة للمستثمر بتحديد ماهية العوامل المهمة بشكل شخصي لأهدافه الاستثمارية (العائد والمخاطر) ومحدداته (السيولة، الأفق الزمني...) وبدون ذلك فإن عملية الاستثمار يشك في نجاحها، وأيضاً يساعد بيان السياسة المستثمر في الاتصال الجيد بمدير المحفظة بما يساعده على العمل بشكل أفضل، وقد بينت بعض الدراسات الأمريكية أن أقل من 40% من الموظفين المشاركين في برامج التقاعد يفهمون قيمة التنويع والتأثير السلبي للتضخم على المدخرات أو العلاقة بين العائد والمخاطرة، وبسبب نقص الخبرة فإن خدمات التخطيط المالي والتعليم تعتبر قطاعات واعدة. ولوحظ أن القائمين على استثمار أموال الموظفين يضعون ما بين 30 إلى 40% من الأموال في أسهم شركتهم ضاربين عرض الحائط بمبدأ التنويع في حين أن معظم صناديق الاستثمار تضع ليس أكثر من 5% في شركة واحدة وكذلك خطط التقاعد لا

تضع أكثر من 10% في أسهم الشركة وعليه فإن الأفراد يعملون ما تمنح الحكومة المؤسسات منه.

كما بينت الدراسات أن الأمريكيان لا يدخرون ما يكفي لتمويل سنوات تقاعدهم وأنهم لا يخططون جيداً لما سيحدث لمدخراتهم بعد التقاعد فهم يدخرون حوالي نصف ما يكفي لتمويل تقاعدهم، فإذا كان هذا هو الحال في بلد يعتبر من البلدان المتطورة جداً والغنية فما هو الحال بالنسبة للمستثمرين في الكثير من بلدان العالم الأقل تطوراً

أهمية تخصيص الأصول:-

إن السبب الرئيسي لتطوير بيان الساسة هو تحديد الإستراتيجية الكلية للاستثمار وعليه فإن بيان الساسة لا يشير إلى ورقه مالية محددة للشراء ومتى سيتم بيعها ولكنه يوفر دليل لأي فئات الأصول يجب أن تشتري وما هي نسبتها لأموال الاستثمار. فالكيفية التي يوزع المستثمر أمواله من خلالها على فئات الأصول هي عملية تخصيص الأصول وبدلاً من تحديد نسب صارمة عادة يعبر عنها من خلال مدى معين Range وهذا يتيح لمدير المحفظة بعض الحرية اعتماداً على قراءته لاتجاهات السوق. فمثلاً إذا حدد بيان سياسة الاستثمار في الأسهم العادية بين 60 و80% والسندات 20% و40% للسندات

وبشكل عام فإن هناك 4 قرارات يجب اتخاذها عند بناء استراتيجية الاستثمار وهي :-

- (1) ما هي فئات الأصول التي يجب الاستثمار فيها؟
- (2) ما هو وزن كل فئة؟
- (3) ما هو المدى المسموح به اعتماداً على الأوزان؟
- (4) ما هي الأوراق المالية المحددة التي يجب أن تشتري؟

وتمثل أول نقطتين قرار تخصيص الأصول Asset Allocation وسيطرق القسم التالي من هذه الورقة إلى استراتيجيات الاستثمار في الأسهم.

إستراتيجيات إدارة المحافظ

لقد بينت بعض الدراسات أن إدارة محفظة الأسهم لا تتطلب التركيز على اختيار مكونات المحفظة من الأوراق المالية لتحقيق عوائد استثمار متنوعة بل يمكن عمل ذلك من خلال قرارات تخصيص الموارد فعلى سبيل المثال يمكن تقسيم الأموال المعدة للاستثمار بين مؤشرين احدهما للأسهم والآخر للسندات ومن ثم البدء بمناقلة الأموال بين المؤشرين اعتماداً على توقعات المستثمر بالنسبة للأداء المستقبلي للسوق خلال الدورة القادمة. وتعرف هذه بإستراتيجية Tactical Asset Allocation ، وتعتمد نجاح هذه الإستراتيجية على التوقع الصحيح لتحركات السوق ككل بدلاً من الحاجة إلى توقع اتجاهات الأسعار بالنسبة للشركات كل على حدة .

وبشكل مشابه فإن إستراتيجية Insured Asset Allocation تحاول تحديد خسائر الاستثمار من خلال مناقلة الأموال المعدة للاستثمار بين الأسهم والسندات الخالية من المخاطر اعتماداً على التغيير في ظروف السوق.

الإدارة الساكنة والإدارة المتحركة

يمكن تقسيم الطرق التي تدار بها محافظ الأسهم إلى طريقتين وهما الإدارة الساكنة والإدارة المتحركة لمحفظة الأسهم، وتمثل الإدارة الساكنة لمحفظة الأسهم إستراتيجية الشراء والاحتفاظ طويل المدى، وعادة ما يتم محاولة مجارة مؤشر أسهم معين حيث يتم شراء الأسهم المكونة لهذا المؤشر والاحتفاظ بها لفترة طويلة لتحقيق نفس عائد المؤشر، ولأن الهدف يكون بهذه الحالة هو تحقيق نفس عائد المؤشر فإنه يطلق على

ذلك تعبير indexing ويجب الانتباه عند استخدام هذه الإستراتيجية إلى أن مجارة المؤشر تتطلب إعادة استثمار الأرباح الموزعة وكذلك إضافة أو إخراج الأسهم التي يتم إضافتها أو إخراجها من المؤشر.

إن الهدف من تكوين محفظة مؤشر ليس التغلب beat على هذا المؤشر وإنما مجاراته من حيث العائد، لذا فإن الحكم على أداء هذه المحفظة يعتمد على مدى قرب أو بعد عائد المحفظة من عائد المؤشر.

أما بالنسبة للإدارة النشطة للمحفظة فإن هدفها هو التغلب على أداء السوق الممثل بمؤشر معين، لذا فإن من يدير محفظة أسهم وفق هذه الإستراتيجية يلجأ باستمرار إلى تغيير مكونات المحفظة لتحقيق عوائد أعلى من العوائد التي تحققها محفظة السوق ككل. إن اختبار احد الإستراتيجيتين يعتمد على طبيعة السوق وطبيعة المستثمر ومدى إيمانه بكفاءة تسعير الأسهم في السوق، فإذا كانت الأسهم مسعره بقيم عادلة (من وجهة نظر المستثمر) فإنه ليس هناك حاجة لإتباع إستراتيجية الإدارة النشطة وما يترتب عليها من كلف إضافية تتمثل بعمولات البيع والشراء وبدل الإدارة والمتابعة. أما إذا كان اعتقاد المستثمر بان الأسعار في السوق ليست مقيمة بقيمتها العادلة وان بإمكانه من خلال البحث المستمر والتحليل لمعلومات السوق شراء أسهم بأقل من قيمتها العادلة وبيعها عندما ترتفع أسعارها في السوق فإنه سيتبع إستراتيجية الإدارة النشطة، وهنا فإن عليه أن يحقق عائد أكبر من مجموع العائد الذي يحققه السوق والعمولات التي سيتكبدها نتيجة إتباعه هذه السياسة.

أساليب إستراتيجية الإدارة الساكنة

يمكن من خلال إستراتيجية الإدارة الساكنة إتباع عدة أساليب في تنفيذ هذه الإستراتيجية وهي كما يلي:-

أسلوب المحاكاة الكاملة full replication

وفي إطار هذا الأسلوب فإن المستثمر يشكل محفظة مشابهة تماماً لمؤشر الأسعار أي انه يتم شراء نفس الأسهم المكونة للمؤشر بنفس النسب التي يعتمدها المؤشر أيضاً، ومن الجدير بالذكر أن إتباع هذا الأسلوب يتطلب من المستثمر إعادة استثمار الأرباح الموزعة على استثماراته في نفس مكونات المحفظة مع الاحتفاظ بنفس نسب الاستثمار، كما يتطلب منه متابعة أي تغير في مكونات المؤشر وذلك ليقوم بعكس هذا التغير على مكونات محفظته.

ويعاني هذا الأسلوب في تنفيذ الإستراتيجية الساكنة من عيبين جوهريين وهما:

- أن المستثمر يكون بحاجة إلى الاستثمار في عدد كبير من الأوراق المالية (نفس عدد الشركات التي تدخل في عينة المؤشر).
- إن إعادة الاستثمار للأرباح الموزعة قد لا تكون ممكنة بدقة، كما أن هناك عمولات إضافية على إعادة الاستثمار.

أسلوب المعاينة sampling

نظراً للعيوب التي تكتنف أسلوب المحاكاة الكاملة فإن بعض المستثمرين قد يفضلون إتباع أسلوب العينة في محاكاة المؤشر وذلك اعتماداً على المبادئ الإحصائية التي تقر هذا الأسلوب وتقول بإمكانية الاعتماد على نتائجه وهنا فإن المستثمر يقوم باختيار عينة من الأسهم الممثلة في المؤشر وبالطبع فإن المستثمر في هذه الحالة لا يتوقع أن تكون عوائد محفظته مطابقة تماماً لعائد المؤشر.

أسلوب الانتقاء

ووفقاً لهذا الأسلوب فإن المستثمر يقوم باختيار مجموعة من الاستثمارات الإستراتيجية ليتم شراؤها والاحتفاظ بها لفترة طويلة معتمداً على ما توفره هذه الاستثمارات من أرباح موزعة وارتفاعات في قيمتها السوقية، وفي هذه الحالة فإن المستثمر يستهدف عائداً معقولاً يناسب مع حجم المخاطر الذي يتحمله نتيجة احتفاظه بهذه الاستثمارات. ويقع ضمن هذا الأسلوب الاستثمار في صندوق للاستثمار المشترك يكون بمواصفات معينة معلومة للمستثمر وتتناسب مع أهدافه واحتياجاته الاستثمارية.

أساليب إستراتيجية الإدارة النشطة

إن هدف الإدارة النشطة لمحفظة الأسهم هو كسب عائد أكبر من عائد السوق مضافاً إليه أية عموالات إضافية، لذا فإن من الطبيعي أن تكون المخاطر أكبر في هذه الحالة. ويمكن تنفيذ هذه الإستراتيجية بالاعتماد على التحليل الأساسي والفني للأسهم ووفقاً للأساليب التالية:

أسلوب توقيت السوق Time the market

ووفقاً لهذا الأسلوب فإن المستثمر ينقل الأموال بين الأسهم والسندات والأذون اعتماداً على تنبؤاته لاتجاهات السوق.

الأسلوب القطاعي

وهنا يقوم المستثمر بنقل الأموال بين قطاعات الأسهم المختلفة الصناعية والخدمية والمالية كالاستثمار أسهم العقارات مثلاً ثم الانتقال إلى أسهم النقل وهكذا بحسب توقعات المستثمر للسوق.

أسلوب البحث عن الأسهم **stock picking**

ويقوم المستثمر وفق هذا الأسلوب بالبحث عن أي أسهم مسعرة بأقل من قيمتها العادلة وذلك لتحقيق أسلوب الشراء بالسعر القليل والبيع على السعر الأعلى.