مجلة العلوم الإنسانية
بحوث اقتصادية
العدد31 - جوان 2009، المجلد ب، ص.ص.119- 132

إدارة محفظة الأوراق المالية وتقييم الأداء بالاعتماد على العائد والمخاطرة

ملخص

يمثل الاستثمار المالي(الاستثمار في الأوراق المالية) إلى جانب الاستثمار المادي في الاقتصادات المعاصرة أهم وسائل التراكم المالي كما يعتبر أحد المرتكزات الأساسية لتحقيق التنمية الاقتصادية، فبزيادة معدلات الاستثمار تزداد الطاقة الإنتاجية، والاستثمار في محفظة الأوراق المالية يعد شكلا جديدا من أشكال الاستثمار بالمقارنة مع الاستثمار المادي، ورغم حداثته فإن قرار الاستثمار هذا لا يختلف عن أي قرار استثماري آخر، فهو أيضا يقوم على الموازنة بين العائد والمخاطرة، هذه المخاطرة الجالبة للعوائد المرتفعة شجعت المستثمرين لخوض غمارها سعيا في تحصيل أرباح متوقعة وتعظيما للعوائد.

د. سحنون محمود
كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير
جامعة منتوري قسنطينة الجزائر

يمثل الاستثمار المالي إلى جانب الاستثمار المادي، الصورة الناصعة في الاقتصادات المعاصرة باعتبار العملية الاستثمارية العنصر الأساسي لتحقيق التراكم الرأسمالي، وذلك انطلاقا من دور الاستثمار في تحقيق عملية التنمية الاقتصادية، فبزيادة معدلات الاستثمار تزداد الطاقة الإنتاجية من خلال إنتاج المزيد من السلع والخدمات ومن ثم تحقيق زيادة في الدخل الوطني، ويعد الاستثمار في محفظة الأوراق المالية شكلا جديدا من أشكال الاستثمار، إلا أن هذا النوع من الاستثمار ورغم حداثته فهو من حيث اتخاذ القرار الاستثماري لا يختلف عن أي قرار استثماري آخر إذ يقوم على الموازنة بين العائد والمخاطرة شأنه شأن القرارات الاستثمارية الأخرى، حيث أن أي استثمار لا يخلو من المخاطرة، وهذا الوضع يجعل المستثمرين يتطلعون إلى الحصول على استثمارات ذات العوائد المرتفعة بأقل درجة من المخاطر، هذا التوجه يشجع المستثمرين في محفظة الأوراق المالية على خوض غمار المخاطرة لتعظيم أرباحهم مسترشدين بدور العائد والمخاطرة في تقييم نتائج استثماراتهم وتبني أساليب عديدة لإدارة المحفظة الاستثمارية في

Abstract

The importance of this research is derived from the challenges of modern management of financial portfolio because the financing in investing operation is the most important variable to accumulate capitals and realise development.

This paper tries to show the style of increasing financial profit by adaptation of strategic administration of financial portfolio Like other types of , investment in securities manifests two aspects , one of which is the achievable return and the other is the risk that financial market may run when the capitals in this type of investment , r

© جامعة منتوري، قسنطينة، الجزائر 2009

الأوراق المالية. ولإبراز أهمية إدارة محفظة الاستثمار في الأوراق المالية، والمعبر عنه بالاستثمار المالي ينصرف الجهد الاستثماري إلى تحسين وتطوير أساليب إدارة المحفظة، والتساؤل المناسب في هذا المجال، إلى أي مدى تستطيع إدارة المحفظة الاستثمارية في الأوراق المالية تعظيم العائد وتدنية المخاطر؟ للإجابة على هذا التساؤل سوف تتطرق هذه الورقة بالدراسة والتحليل لمكونات الموضوع الأساسية التي نوضحها في البنود التالية:

أولا : العائد الاستثماري في محفظة الأوراق المالية الذي يشمل النقاط التالية :

1 – العائد الفعلي(العائد المحقق)
2 – العائد المتوقع (العائد الاحتمالي)
3 – العائد المطلوب (العائد المستهدف)

ثانيا : مخاطر الاستثمار في محفظة الأوراق المالية :

1– المخاطر المنتظمة(الدورية)
2 – المخاطر غير المنتظمة(الفوضوية)
3 – المخاطر الكلية.
4 – قياس هذه المخاطر.

ثالثا : تقييم أداء الاستثمار في محفظة الأوراق المالية كخلاصة لهذه الورقة البحثية

أولا : العائد الاستثماري في محفظة الأوراق المالية

يتطلب الاستثمار في محفظة الأوراق المالية المقارنة بين الاستثمارات المتاحة بصورة مباشرة حيث أن لكل استثمار(ورقة مالية) خصائص مختلفة في: تكلفة الاستثمار، التدفقات المرتبطة به، سعر السوق، ولا شك في وجود علاقة وثيقة بين العوائد التي يحصل عليها المستثمرون والمخاطر التي يتعرضون لها، وعادة ما يتطلع المستثمرون إلى الاستثمارات التي تعطي أعلى عوائد بأقل قدر من المخاطرة كذلك فهم يعملون على زيادة ثرواتهم عن طريق زيادة عوائدهم و حماية رأسمالهم عن طريق التقليل من المخاطر المرتبطة بتلك الاستثمارات. فالاستثمار في مكونات المحفظة يعبر عن التضحية بمبالغ مالية مؤكدة على أمل الحصول على مبالغ أكبر في المستقبل، ومن ثم فإن قرار الاستثمار يتم اتخاذه في ضوء العائد والمخاطرة. في هذا المحور سوف نتناول بالدراسة العائد أما المخاطرة يؤجل تحليلها إلى البن الثاني.

تعريف العائد وأنواعه: يعرف العائد على أنه المردود الذي يحققه الاستثمار، ولكي يكون لهذا العائد معنى يجب نسبه إلى الأموال التي ولدته[1]، كما يمكن تعريفه على أنه قدرة الدينار في المشروع على توليد أرباح إضافية للمستثمرين، و يهدف هذا التعريف إلى تحديد كفاءة الإدارة ، ويتم استخراجه بالعلاقة التالية :

العائد على الاستثمار = الربح الصافي / مجموع الأموال المستثمرة.....(1)

ويبرر حصول المستثمر على هذا العائد باعتباره ثمن التضحية بالأموال الحالية في سبيل الحصول على أموال أكثر حجما مستقبلا، وبالتالي إمكانية زيادة الثروة من أجل استهلاك أكبر في المستقبل، لذلك نؤكد على التعريف المناسب للعائد بهذا المعنى : هو

مقدار الإضافة أو الزيادة التي تطرأ على الثروة نتيجة لهذا الاستثمار، ويحسب بالعلاقة التالية:

العائد = الثروة في نهاية الفترة – الثروة في بداية الثروة .....(2)

من خلال إبراز الطريقتين السابقتين لحساب العائد على الاستثمار، يتضح أن العائد يقاس في شكل مطلق، بينما معدل العائد يكون في شكل نسب مئوية حيث تنسب الزيادة في الثروة إلى الأموال المستثمرة، وتأخذ عوائد مكونات محفظة الأوراق المالية أشكالا ثلاثة هي:

- **توزيعات الأرباح**: إذا كانت هذه الأوراق حقوقا في أموال ملكية مثل الأسهم فحامل السهم شريك في الشركة التي أصدرت هذه الأسهم، لذلك فهو من المالكين وحقوقه هي من حقوق المساهمين .

- **الفوائد**: إذا كانت الأوراق تمثل أوراق اقتراض مثل السندات ، فحامل السند مقرض للشركة التي أصدرت ذلك السند، وقيمة القرض هي قيمة السند، فالسند يعطي لحامله الحق في الحصول على الفائدة المتفق عليها مع الشركة المقترضة(التي أصدرت هذا السند) . وكل من الأرباح والفوائد يمكن أن يطلق عليها أرباح إيرادية لأنها متكررة ناتجة عن الاستثمار.

- **الأرباح الرأسمالية**: تنتج عادة عن إعادة بيع الأوراق المالية، فحامل السهم أو حامل السند ، إذا استطاع أن يبيع هذا السهم أو السند بمبلغ يزيد عن قيمة الشراء يكون الفرق هو ربح رأسمالي(وقد تكون خسارة رأسمالية). ويمكن التمييز بين أنواع العائد حسب صفته أي حسب العملية التي أنتجته وهي العائد الفعلي (العائد المحقق) والعائد المتوقع (العائد الاحتمالي) والعائد المطلوب (العائد المستهدف) .

1- العائد الفعلي(العائد المحقق): هو العائد الذي يحققه المستثمر فعلا نتيجة اقتنائه لأداة استثمارية أو بيعها، وبالتالي فهو عائد إيرادي أو استثماري أو مزيج بينهما[2].
وهناك من يطلق عليه اسم العائد التاريخي، ويتطلب معرفة العائد المتولد من الاستثمار التغير في السعر، أي الفرق بين سعر الشراء وسعر البيع، و التدفق النقدي سواء الخارج أو الداخل خلال تلك الفترة، مثلا: إذا كان الاستثمار في الأسهم العادية فيجب معرفة التغير في السعر بين لحظتين زمنيتين وكذلك التوزيعات التي تمت خلال تلك الفترة . ويكون عائد الاحتفاظ بالأسهم حسب العلاقة التالية :

$$R = \frac{P_V - P_A + D}{P_V} \quad \text{..... (3)}$$

حيث أن:
R : هي معدل العائد لفترة الاحتفاظ .
P_V : سعر بيع السهم في نهاية الفترة .
P_A : سعر شراء السهم في بداية الفترة .

D : التوزيعات المترتبة عن امتلاك السهم .
ويعتبر هذا المقياس أكثر واقعية و دقة إذا استثنينا قيمة الضرائب على العائد و تكون فترة الاحتفاظ متغيرة: أسبوع، شهر، سنة ... الخ

2 – العائد المتوقع (العائد الاحتمالي): يعرف هذا العائد على أنه احتمال تحقق العائد، ويقصد به فرصة تحقق هذا المعدل [3]، وفي عالم السوق المالية المعاصرة لا يستطيع المستثمرون معرفة معدل العائد الذي سيذره الاستثمار في ورقة معينة، ومع ذلك فإنه لا يستطيع صياغة توزيع احتمالي لمعدلات العائد المحتملة، أي يستطيع تقدير عدد الاحتمالات الممكنة ووزن كل احتمال وبالتالي تقدير قيمة العائد المتوقع في ظله، ولا تتجاوز القيمة الكلية الاحتمالية الواحد الصحيح. ويمكن حساب معدل العائد المتوقع من خلال استثمار ما بالعلاقة التالية :

$$E(R) = \sum_{i=1}^{n} P_i(R_i) = P_1E(R_1) + P_2E(R_2) + ...P_nE(R_n) \quad \text{..... (4)}$$

حيث أن:
E(R) : القيمة المتوقعة للعائد .
n : عدد الاحتمالات.
P_i : وزن الاحتمال i .
$E(R_i)$: العائد المتوقع في ظل الاحتمال i .
3 – العائد المطلوب (العائد المستهدف): وهو أدنى عائد يرضى به المستثمر لشراء أداة (ورقة) استثمارية تعويضا عن تأجيل الاستهلاك الحالي، أو مقابل المخاطر التي سيتعرض لها مستقبلا [4].
وعادة ما يكون ملائما لمستوى المخاطر التي يتعرض لها الأصل الاستثماري ويتكون هذا العائد من جزأين هما: العائد الخالي من المخاطر بالإضافة إلى عائد يعتبر بذل للمخاطرة، أي معدل العائد الذي يكفي لتعويض المستثمر عن المخاطرة الذي يحتوي عليه الاستثمار في الأسهم والسندات .
ويمكن حساب معدل العائد المطلوب وفق العلاقة التالية :

معدل العائد المطلوب = معدل العائد الخالي من الخطر + معدل التضخم + مقابل الخطر ..... (5)

ويتضح مما سبق أن معدل العائد المطلوب يتأثر بكل من العائد الخالي من الخطروالتضخم، بالإضافة إلى الخطر المرتبط بكل استثمار على حدة، وأن مقابل الخطر يتفاوت من ورقة مالية لأخرى، وعليه يمكن التعبير عن العائد المطلوب باستخدام نموذج تسعير الأصول المالية ووفق خط سوق الأوراق المالية كما يلي :

معدل العائد المطلوب = معدل العائد الخالي من الخطر + معدل بيتا بدل المخاطرة .....(6)

وكقاعدة عامة أن المستثمر سوف يقبل على استثمار معين إذا كان معدل الفائدة المطلوب أقل أو يساوي معدل العائد المتوقع من الاستثمار و العكس، سوف يرفض هذا الاستثمار إذا كان معدل العائد المطلوب أقل من معدل العائد المتوقع .

ثانيا : مخاطر الاستثمار في محفظة الأوراق المالية

عملية الاستثمار في محفظة الأوراق المالية تتوقع على العلاقة بين العائد المتوقع والمخاطرة التي ترافق تحقق هذا العائد، وعليه فالمستثمر يقوم بالمفاضلة بين البدائل الاستثمارية للأوراق المختلفة، وعليه فالمستثمر يبحث دوما عن الاستثمارات التي تحقق له أعلى العوائد بأقل قدر ممكن من المخاطر.

والمخاطرة ظاهرة مالية ونقدية صاحبت العمليات الاستثمارية التقليدية وهي أكثر حدوثا في الاستثمارات المالية (الاستثمار في الأوراق المالية)، وتعني المخاطرة" احتمالات تحقق الخسائر "

كما يمكن تعريف المخاطرة **بأنها:** تعني احتمال عدم تحقق العائد، وربما احتمال وقوع الخسارة الرأسمالية، و أن المخاطرة تكون مرافقة للعائد حتى أن البعض يقول أن العائد هو ثمن المخاطرة [5].

والمخاطرة تعني أيضا تذبذب العائد في قيمته أو نسبته إلى قيمة رأس المال المستثمر، هذا التذبذب يشكل عنصر المخاطرة، ومن هنا يمكن أن نميز بين مفهومين للمخاطرة

- **مفهوم المخاطرة وعدم التأكد**: في هذه الحالة يتم التوزيع الاحتمالي للمخاطرة على أساس البيانات التاريخية، ويسمى التوزيع الاحتمالي الموضوعي .

- **مفهوم عدم الأكادة:** ويتم وضع التقديرات على أساس البيانات للحكم الشخصي لمتخذ القرار الاستثماري، ويسمى بالتوزيع الاحتمالي الذاتي أو غير الموضوعي. وبناء على ما تقدم قد صنفت المخاطر التي يتعرض لها المستثمر في محفظة الأوراق المالية عموما إلى مخاطر متعددة صنفت حسب مظاهر وقوعها أو حسب آثارها أو كليهما معا .

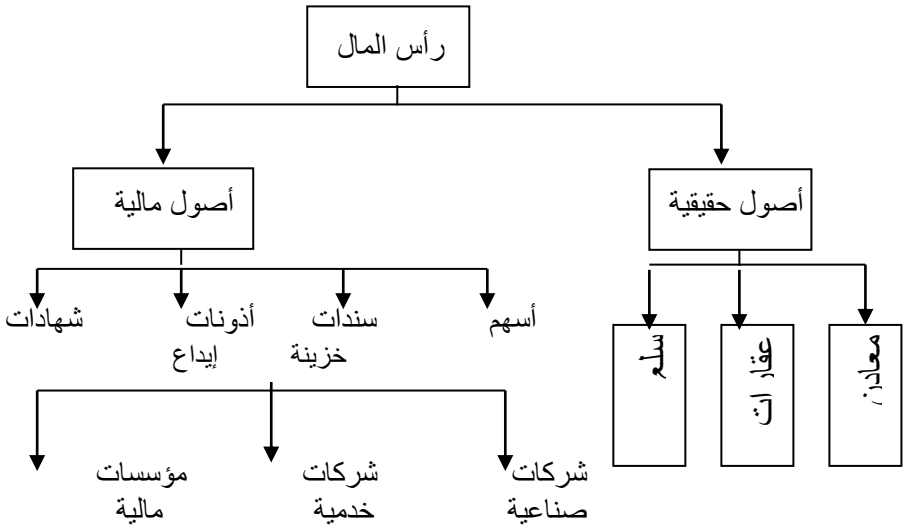
1 – المخاطر المنتظمة : يطلق على هذا النوع من المخاطر تسميات عديدة منها: مخاطر السوق، المخاطر غير القابلة للتوزيع، المخاطر التي لا يمكن تجنبها، المخاطر العادية. وترتبط هذه المخاطر بالظروف الاقتصادية والسياسية والاجتماعية (الإضرابات، حالة الكساد، حالة التضخم، معدلات أسعار الفائدة، الانقلابات والتقلبات السياسية)، ومن ثم فإن تأثيرها يشمل كافة عوائد وأرباح الأوراق المالية المتداولة في سوق رأس المال، لذلك تسمى آثار هذه المخاطر بالأزمة النظامية، حيث أن أي ظاهرة مفاجئة وغير متوقعة تؤدي إلى ارتياب وفوضى في سيرورة السوق المالي ويؤثر على أهدافها المحددة مما ينعكس سلبا على الاقتصاد الوطني ككل، ولا توجد وسيلة لحماية الاستثمارات من المخاطر الناجمة عن الظروف سالفة الذكر، لكن يجب على المستثمر أن يعرف مدى تأثر الأوراق المالية التي يملكها بهذا النوع من المخاطر ويستخدم مؤشر β في قياس هذا المخاطر.

2 – المخاطر غير المنتظمة: المخاطر غير المنتظمة أيضا عرفت العديد من التسميات منها المخاطر التي يمكن تجنبها، المخاطر القابلة للتوزيع، المخاطر الخاصة والمخاطر الكلية أحيانا .

وعادة تتمثل في التباين غير المنتظم و يكون مستقلا عن العوامل المؤثرة، وهي تحول دون تحقق العائد في السوق الكلي للأوراق المالية [6] .

ونظرا لأن المخاطر غير المنتظمة تحدث نتيجة لعوامل مؤثرة على منشأة أو عدد قليل من المنشآت، فإنه يمكن للمستثمر التخلص من هذه المخاطر بتنويع محفظة الأوراق المالية الخاصة به، و ذلك عند المفاضلة بين الاستثمارات المتاحة، وجود هذه المفاضلة هو تحقيق المنفعة الحدية للاستثمار حسب ما قام به **ماركوبيتر** [7].

ويقوم المستثمر بذلك من أجل الموازنة بين العائد والمخاطرة وصولا إلى أفضل منفعة وتعظيم العائد من دون أية زيادة في المخاطر أو تدنية المخاطرة عند مستوى معين من العائد ومكونات المحفظة كنموذج يمكن استعراضها فيما يلي[8]:



وبناء على مكونات المحفظة فإن عملية تدنية المخاطر بفعل التنويع يكون أمام المستثمر محاولات متاحة برسم منحنيات تفضيل تعكس العلاقة بين العائد والمخاطرة .

3 – المخاطر الكلية : هي تلك المخاطر التي تحل بالمستثمر مهما كان نوعها سواء منتظمة أو غير منتظمة أو كليهما معا أو غير ذلك، هذه المخاطر تكون متعددة المصادر و يمكن تعدادها على الشكل التالي:

أ – مخاطر أسعار أو معدلات الفائدة: وهي مخاطر ناتجة عن حدوث اختلاف بين معدلات الفائدة المتوقعة ومعدلات الفائدة في السوق خلال فترة الاستثمار، وهي التقلبات الناجمة عن عوائد الأوراق المالية نتيجة التغيرات الحاصلة في معدلات الفائدة ، حيث

أن الارتفاع أو الانخفاض في القيمة السوقية للورقة المالية له تأثير على معدل العائد الذي يحققه المستثمر.

ب – مخاطر انخفاض القوة الشرائية: وهي احتمال تغير العوائد المتوقعة نتيجة لارتفاع معدلات التضخم، أي عدم كفاية العوائد المستقبلية الناتجة عن الاستثمار في الحصول على السلع والخدمات التي يمكن الحصول عليها بالأسعار الحالية، وبعبارة أخرى هي حالة عدم التأكد المحيطة بمستقبل القوة الشرائية للمبلغ المستثمر

ويكون هذا النوع من المخاطر كبيرا في حالة الاستثمارات ذات الدخل الثابت مثل الاستثمار في السندات والأسهم الممتازة – ويطلق عليها الاستثمارات العاجزة عن مقاومة التضخم، وواضح أن الأسهم العادية لا تعاني بنفس الحدة من مخاطر القوة الشرائية مقارنة بالاستثمارات ذات العائد الثابت، إلا أنها لا تؤدي دائما إلى زيادات حقيقية في القوة الشرائية أثناء التضخم، ومن ثم فهي تقاوم جزئيا معدلات التضخم.

جـ - مخاطر السوق: إن أسعار الأوراق المالية في السوق دائما في حالة صعود وهبوط، فلا تستقر على مستوى واحد، حيث تتأثر بالظروف السياسية والاقتصادية والاجتماعية للدولة، أو دول أخر ترتبط بتلك الدولة، كما تتأثر بالعوامل النفسية للمستثمرين مثل الولاء لأسهم أو سندات معينة، أو حالات الذعر في السوق والاستماع للإشاعات والمعلومات غير المؤكدة .

وتؤثر مخاطر السوق بشكل أساس في الأسهم العادية، أما السندات والأسهم الممتازة فهي أقل عرضة و تأثرا بهذه التقلبات.

د – مخاطر الإدارة: هي تلك المخاطر الناجمة عن ضعف إدارة شركات محددة، مما يؤدي إلى وقوعها في أخطاء إدارية تنجم عنها خسائر في تلك الشركات دون غيرها، وتحدث هذه الأخطاء هبوطا في معدل العائد حتى في حالات ازدهار النشاط الاقتصادي وانتعاش السوق المالية، وعليه فإن كفاءة الإدارة واستعدادها الدائم لمواجهة كافة الاحتمالات والتدخل في الوقت المناسب لمواجهة المشاكل، سيكون عاملا مهما في تحقيق عائد أفضل خاصة لحملة الأسهم العادية .

4 – قياس مخاطر الاستثمار: يسعى المستثمرون لتعظيم عائداتهم على الاستثمار أو على الأقل يكون متناسبا مع الخطر الذي يتعرضون له وهذا يعني أن المخاطر هي دالة للعائد، وأنه لا يمكن حساب العائد و قياسه على الاستثمار قبل تقدير أو قياس المخاطر التي يتعرض لها .

وكما هو معلوم فإن قياس المخاطر لأي ورقة مالية موجودة داخل المحفظة تختلف عن مخاطر المحفظة ككل، غير أن هذا لا يمنع مدير المحفظة من قياس مخاطر الاستثمار الفردي لمكونات المحفظة، وهذا لمساعدته في اتخاذ القرار الخاص بتشكيل المحفظة و قياس الخطر الإجمالي للمحفظة .

وتوجد عدة مقاييس لقياس الخطر ومن أهم هذه المقاييس الانحراف المعياري δ، ومعامل β :

أ – الانحراف المعياري δ في قياس الخطر :

يقيس الانحراف المعياري مدى انحراف القيم التي يحققها العائد عن وسطها الحسابي أي يقيس انحراف تقلب العائد على الاستثمار عن الوسط الحسابي لذلك العائد، ويحسب بالعلاقة التالية :

$$\delta = \sqrt{\frac{1}{n}\sum_{i=1}^{n}(R_i - \overline{R})^2} \quad \text{..... (7)}$$

حيث أن :

δ : تمثل الانحراف المعياري .

R : تمثل العائد خلال فترة زمنية معينة .

$\overline{R}$: متوسط العائد .

n : عدد الفترات التي تتوفر فيها بيانات عن العائد .

$\sum$: علاقة مجموع تغطي الفترات من 1 إلى n .

هذا بالنسبة لمعدلات العوائد عن السنوات السابقة ، حيث أن هذه المعلومات مؤكدة تاريخيا، أما إذا كانت المخاطرة متوقعة مستقبلا فهي تختلف قليلا من حيث قياسها، حيث تقاس بالعلاقة التالية : $\delta = \sqrt{\sum_{i=1}^{n} P_i\left[E(R_i) - E(\overline{R}_i)\right]^2}$

حيث أن:

δ: الانحراف المعياري للمخاطر المتوقعة .

P: احتمال تحقيق العائد.

E(R): التوقع الرياضي للعائد مقابل احتمال وقوعه.

E($\overline{R}$) :العائد المتوقع على الاستثمار .

ب – معامل بيتا β لقياس الخطر :

إذا كان الانحراف المعياري يقيس المخاطر الكلية فإن معامل β من أهم المقاييس المستخدمة في قياس المخاطر المنتظمة و خاصة قياس حساسية عائد الورقة المالية (السهم) نتيجة لتغير عائد محفظة الأوراق المالية و يكون معامل β أكبر من الواحد أو أقل من الواحد حيث يكون السهم ذو طبيعة هجومية إذا كان $\beta>1$ ويكون ذا طبيعة دفاعية إذا كان $\beta<1$ ، و يحسب معامل β بالعلاقة التالية :

$$\beta = \frac{Cov(R_m, R_i)}{\delta_m^2} \quad \text{..... (8)}$$

حيث أن :
β_i: معامل β للسهم .
R_m: معدل عائد المحفظة للسوق.
R_i: معدل عائد السهم.
$Cov(R_m , R_i)$: هو حاصل ضرب معامل الارتباط بين m ، i في الانحراف المعياري لـ R_m والانحراف المعياري R_i .
δ^2_m : تباين معدل عائد المحفظة .
ويستفيد مدراء محافظ الأوراق المالية بالبنوك التجارية من قياس مخاطر الاستثمارات الفردية وخاصة معامل β، لكن قياس مخاطر الاستثمارات الفردية المكونة للمحفظة لا يكفي وحده في إدارة المخاطر، بل لابد أن يدعم بقياس مخاطر المحفظة .

ثالثا : تقييم الاستثمار في محفظة الأوراق المالية

يعد تقييم الاستثمارات في محفظة الأوراق المالية نتيجة منطقية لما تم تناوله في العناصر السابقة، ووفقا لأساليب القيمة الحالية، فإنه يمكن تقييم الورقة المالية بهذه الطريقة لمعرفة قيمة الاستثمارات المتوقع الحصول عليها من حيازة الأصول المالية
ويعتبر تقييم الأسهم والسندات أداة هامة من أدوات اتخاذ القرار بالنسبة لمدراء حافظة الأوراق المالية سواء في البنوك التجارية أو في المؤسسات المالية الأخرى حيث يساعد هذا التقييم على تحديد الاتجاه العام للتوقع الخاص بحركة سعر السهم وسعر السند وعلاقة ذلك بتقلبات أسعار الفائدة والدورة الاقتصادية، كما يمكن من تحديد الوقت الملائم لشراء الأسهم و السندات ووقت البيع المناسب، ويمكن الاستدلال على ذلك بتقييم ثلاثة أنواع للأوراق المالية هي: الأسهم العادية، الأسهم الممتازة والسندات .

1 – تقييم الأسهم العادية : يعتمد تقييم الأسهم على القيم المختلفة للسهم و هي القيمة الاسمية و القيمة الدفترية والقيمة السوقية، للوصول إلى القيمة الحقيقية التي ينبغي أن يكون عليها السهم.

ويشير الفكر المالي إلى وجود العديد من النماذج التي تعتمد على أسلوب القيمة الحالية في تقدير القيمة الحقيقية للسهم، ومن أهم هذه النماذج نموذج " خصم التوزيعات " ، " نموذج التدفقات النقدية " ، " نموذج خصم الأرباح المحققة "

أ – تقييم الأسهم بواسطة الأرباح الموزعة: يعتبر نموذج التوزيعات أكثر النماذج استخداما لتقييم الأسهم ويتطلب هذا المدخل قيام المحلل المالي بتقدير توزيعات السهم المتوقعة في المستقبل و ذلك لتقدير العائد المطلوب يضاف إلى ذلك تحديد الفترات أو السندات و يعبر على النموذج بالعلاقة التالية :

$$V_0 = \frac{D_1}{(1+k)} + \frac{D_2}{(1+k)^2} + ... \frac{D_n}{(1+k)^n} \quad ..... (9)$$

حيث أن :

V_0 : القيمة الحالية للسهم .

K : معدل العائد المطلوب ويجب أن يكون متلائما مع مخاطر الاستثمار في هذه الورقة .

D_1 , D_2 , D_n : التوزيعات للسنوات 1 ، 2 ، n .

وباستخدام عمر الورقة يمكن استخدام العلاقة في صيغة مجموع كالتالي :

$$V_0 = \sum_{i=1}^{n} \frac{D_t}{(1+k)^t} \quad ..... (10)$$

وتتأثر هذه العلاقة حسب الحالات المختلفة لنمط التوزيعات نوضحها في الآتي :

* حالة عدم وجود نمو للتوزيعات : في هذه الحالة يكون قرار التوزيع للأرباح هو توزيع كل الأرباح، بمعنى أن يكون معدل التوزيع 100 % و يعني أيضا بالنسبة للمساهم أن يحتفظ بالسهم لفترة واحدة (سنة على الأكثر) و تصبح العلاقة السابقة على الشكل التالي:

$$V_0 = \sum_{t=1}^{n} \frac{D_t}{(1+k)^t} + \frac{E(P)}{(1+k)^t} \quad ..... (11)$$

حيث أن E(P) هو سعر البيع المتوقع للسهم خلال سنة (t) و هنا t = 1 .

* حالة النمو الثابت للتوزيعات: كما هو معلوم أن توزيع الأرباح على الأسهم العادية يختلف عن التوزيع على الأسهم الممتازة والسندات، هذان الأخيران تكون فيهما التوزيعات ثابتة، أما الأسهم العادية لا يتوقع أن تبقى ثابتة، فهي من المتوقع أن تنمو سنويا بمعدل ثابت (g) في هذه الحالة تصبح العلاقة بالشكل التالي:

$$V_0 = \frac{D_t}{k-g} \quad ..... (12)$$

حيث g تشير إلى معدل نمو التوزيعات .

* حالة النمو المتغير للتوزيعات: إذا كانت التوزيعات بنمو ثابت و هي حالة خاصة، فإن حالة النمو تتعرض إلى تقلبات في معدلات نموها أي أن معدل نموها g يكون متغيرا يجب تقديره وهناك طريقتان أساسيتان:

الأولى : بالاعتماد على متوسط معدلات نمو الأرباح الموزعة خلال السنوات السابقة، وتفترض أن هذا المعدل سيبقى دون تغيير في المستقبل.

الثانية: طريقة **" مايرون جوردن "** وتعني محاولة اشتقاق معدل النمو مستقبلا بدلا من الاعتماد على النمو في الماضي [9].

ب – تقييم الأسهم بواسطة التدفقات النقدية: يتم التقييم وفق هذا المؤشر أيضا بالاستناد على القيمة الحالية للتدفقات النقدية، والفرق الأساسي بينه وبين الأرباح الموزعة، أنه يأخذ في الحسبان القيمة السوقية للأصل بعد اهتلاكه، بينما لا يأخذها الأسلوب الأول على اعتبار أن الأرباح الموزعة على حملة الأسهم هي تدفق دائم وغير محدد – بمعنى عدم وجود تاريخ استحقاق – و بالتالي فإن قيمة أي أصل من الأصول المالية (منها الأسهم) هي القيمة الحالية للتدفقات المالية التي يذرها ذلك الأصل.

ويجب الإشارة هنا إلى أن القيمة الحالية كما هو معروف ترتكز على مفهوم الخصم الذي تخضع له كافة التدفقات النقدية حتى تصبح لها دلالة اقتصادية، حيث أن الكل مقتنع بأن مبلغا من النقود متوفر لدى المستثمر اليوم هو أفيد له من نفس المبلغ بعد مدة، بسبب التضخم الذي يميز الاقتصادات الحديثة، وعليه فالتدفقات النقدية التي يديرها المستثمر في السنوات القادمة يجب أن تخصم بسعر معين حتى يمكن معرفة قيمتها الحالية، و مقارنتها ببدائل استثمارية على هذا الأساس[10] .

جـ - تقييم الأسهم بواسطة الأرباح المحققة: من خصائص الأسهم العادية أن يكون لها نصيب من الأرباح المحققة، ومعلوم أن قرار توزيع الأرباح غير ملزم بل هو اختياري متروك لقرار المنشأة، حيث يمكن توزيع كل الأرباح أو جزء منها أو عدم توزيعها على الإطلاق، وهذا يعني إعادة استثمارها لصالح المستثمرين للحصول على أرباح مضاعفة، وعليه يمكن استعمال مؤشر الأرباح المحققة من قبل المنشأة لتقييم أسهمها باعتبار أن تلك الأرباح هي مصدر الأرباح الموزعة على حملة الأسهم ويمكن التعبير عن الأرباح الموزعة بـ (D) بواسطة الأرباح المحققة (b)، مع الأخذ بعين الاعتبار أن المنشأة أعادت استثمار جزء من أرباحها بالعلاقة التالية:

$$D = b - b_r \quad \text{..... (13)}$$

حيث أن b_r تعبر عن قيمة الأرباح التي أعيد استثمارها ، هذه هي الحالة الشائعة في الحياة العملية. ويمكن القول أن هذه القيمة تصبح مرتبطة بهذا العمل المعبر عن الحياة العملية وعليه فالقيمة الحالية هنا هي القيمة الحالية للفروق ($b - b_r$) خلال السنوات القادمة، ويمكن التعبير عنها بالعلاقة التالية :

$$V = \frac{b_1 - b_{r_1}}{(1+r)} + \frac{b_2 - b_{r_2}}{(1+r)^2} + \text{.....} \frac{(b_n - b_{r_n})}{(1+r)^n} \quad \text{..... (14)}$$

حيث :

V : تمثل قيمة الشركة المعنية بعد إعادة استثمار جزء أو كل أرباحها .

b : الأرباح المقدرة .

b_r : الأرباح المعاد استثمارها .

r : معدل الخصم .

ملاحظة : نفس العلاقة يمكن استخدامها حيث تتوقف قيمته على ما ينتظره حملة الأسهم من أرباح تحقق من طرف شركاتهم .

2 – تقييم الأسهم الممتازة : يمكن حساب القيمة الحالية للأسهم الممتازة بنفس الطريقة المشار إليها عند حساب القيمة الحالية للأسهم العادية (حالة عدم وجود نمو للتوزيعات) مع ملاحظة أن :
- توزيعات الأسهم الممتازة ثابتة لا تتغير خلال سنوات قادمة .
- يحتفظ المستثمر بالسهم الممتاز لمدة طويلة جدا .
وعليه يمكن حساب القيمة الحالية للأسهم الممتازة بالعلاقة :

$$V_0 = \frac{D_t}{k} \quad \text{..... (15)}$$

حيث :
V_0 : القيمة الحالية للأسهم الممتازة .
D : نصيب السهم من التوزيعات الثابتة .
K : معدل العائد المطلوب لهذا النوع من المخاطر .

3 – تقييم السندات : يمثل السند صك مديونية يصدر عن منشأة أو حكومة ومهما اختلفت أنواع السندات، فهي على العموم تتميز بالآتي:
- تذر على حاملا فوائد دورية سنوية أو نصف سنوية، و تحسب كنسبة من القيمة الاسمية للسند .
- تتيح استرداد المبلغ محل الدين الذي قامت الشركة أو الحكومة باقتراضه باستعمال السندات المعنية، وذلك بحلول تاريخ الاستحقاق .
ويمكن حساب القيمة الحالية للسندات بالعلاقة التالية :

$$V_0 = \frac{V_N + I}{(1+k)} \quad \text{..... (16)}$$

حيث :
V_N : القيمة الاسمية للسند .
I : مقدار الفائدة الدورية .
K : العائد المطلوب .
أما إذا كانت فترة الاستحقاق تزيد عن السنة فإن قيمة السند سوف تمثل القيمة الحالية للتدفقات النقدية، و يكن حسابها بالعلاقة التالية :

$$V_0 = \sum_{t=1}^{n} \frac{1}{(1+k)^t} + \frac{V_N}{(1+k)^n} \quad \text{..... (17)}$$

ولا يعتبر هذا الأسلوب الوحيد لتقييم السندات ، إذا يمكن مثلا حساب المعدل المتوقع للسند (معدل العائد الداخلي) للسند ومقارنته بالعائد المطلوب من المستثمر على الاستثمار فيه .

وكخلاصة لتقييم الاستثمار في محفظة الأوراق المالية، نقول أنه ينبغي أن نشير إلى نقطتين هامتين للاستثمار في الأوراق المالية هما:

الأولى : سعر الخصم الذي يستعمل في الحصول على القيمة الحالية للتدفقات النقدية من أرباح موزعة أو غيرها من التدفقات، والمعروف بمصطلح العائد المطلوب، انطلاقا من رغبة المستثمر فيه أو طلبه عند الاستثمار في ورقة مالية معينة (سهم أو سند)، يعتبر تعويضا عن المخاطرة التي يمكن أن يتعرض لها عند اتخاذ قرار الشراء، حيث يعادل هذا المعدل تكلفة الفرصة البديلة، أو ما يعرف بمعدل رسملة الدخل . وكما لاحظنا في دراستنا لمخاطر الاستثمار في الأوراق المالية، فإن درجة المخاطرة تختلف من ورقة مالية لأخرى، سواء كانت سندا، سهما عاديا أو سهما ممتازا، وعليه فالعائد المطلوب هو تعويض عن المخاطرة يرتفع أو ينخفض وفق الترتيب الذي درسناه .

الثانية: في كل حالة من حالات التقييم كنا نحصل على القيمة الحالية للورقة سواء كانت سهما أو سندا أو أطلق عليها اسم القيمة الحقيقية. والسؤال المطروح هنا: ماذا نفعل بهذه القيمة ؟

تتم المقارنة بين القيمة الحقيقية للورقة وقيمة التداول في سوق المال حيث أن:

- إذا كانت القيمة الحقيقية للورقة المالية أكبر من قيمة التداول، هذا يعني أن الورقة مقومة بقيمة أقل من قيمتها الحقيقية لذا يكون القرار هو شراء المزيد من الأوراق والاحتفاظ بما يستحوذ عليه المستثمر من أوراق.
- إذا كانت القيمة الحقيقية للورقة المالية أقل من قيمة التداول يكون القرار هو بيع ما يملكه المستثمر من أوراق وخلال فترة قصيرة .
- إذا كانت القيمة الحقيقية للورقة تساوي قيمة التداول تسمي حالة التوازن أي أن الورقة يتم تداولها بالقيمة الحقيقية.

من هذه المقارنة ومن خلال دراستنا لإدارة الاستثمار في المحفظة المالية بالاعتماد على العائد والمخاطرة، وطرق تقييم الاستثمارات كان الهدف التركيز على توجيه المستثمر لأمواله والبدائل المتاحة لنوع معين من مكونات محفظة الأوراق المالية أو لكل منها بتناسب معين لمجموعة من الأوراق يطلق عليها الاستثمار في محفظة الأوراق المالية .

المراجع

1– محمد مطر، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل للنشر، عمان، الطبعة الأولى، 2005
2– فرح حسن الحسين، إدارة البنوك، مدخل كمي و استراتيجي، دار وائل للنشر، عمان، الطبعة الأولى، 2000 .
3– زياد رمضان، الاتجاهات الحديثة في إدارة البنوك، دار وائل للنشر، عمان، 2000
4– سحنون محمود، دروس في الاقتصاد النقدي والمصرفي، مطبعة جامعة قسنطينة، الجزائر، 2003 .

5– واثق حمد أبوعمر، محفظة الأوراق المالية والتداول في البورصة العالمية، الرضا للنشر، دمشق، 2003.
6– أحمد أمين السيد أحمد لطفي، التحليل المالي لغرض تقييم ومراجعة أداء الاستثمار في البورصة، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005.
7– الطاهر حيدر جردان، مباديء الاستثمار، دار المستقبل للنشر، لبنان 1997 .
8– منير هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، الإسكندرية 1999.
9– سحنون محمود، مرجع سابق .
10– حسين بن هاني، الأوراق المالية و أدواتها المشتقة، دار الكندي، عمان 2002.