

كفاءة الأسواق المالية وتأثيرها على جذب الاستثمارات

الأستاذ: بديار أحمد

المركز الجامعي بغيليزان

البريد الإلكتروني: Beddiar_a@yahoo.fr

الملخص:

تحتل الأسواق المالية مكانة هامة في إقتصاديات معظم الدول ، لما توفره من تعبئة للمدخرات و إعادة توظيف الأموال و تعرف الأسواق المالية على أنها سوق سلعته الأساسية هي الأوراق المالية ولا يشترط فيها الوجود المادي فمهمتها الأساسية تسهيل عملية الإتصال بين البائع والمشتري ، وتعد الدول العربية حديثة العهد بالأسواق المالية – باستثناء بورصة الإسكندرية و القاهرة – ولم تتركز في الغالب على الاستثمارات في الأوراق المالية و بشكل منظم حتى بداية السبعينات من القرن الماضي غير أنها شهدت إنتشارا واسعا في الآونة الأخيرة.

الكلمات المفتاحية: الأسواق المالية ، الإستثمار ، الأوراق المالية ، الكفاءة ، العوائد ، المخاطر ، المحفظة المالية.

Abstract

Financial market occupies an important place in the economies of most countries , because they provide the mobilization of savings and re-employment of the funds and know the financial markets as a core Slath market is the stock and does not require the physical presence of the basic Its task is to facilitate communication between the seller and the buyer process , and longer states Arab fledgling financial markets - with the exception of Cairo and Alexandria Stock Exchange - and not based mostly on investments in securities and in an orderly fashion until the beginning of the seventies of the last century, but it has seen widespread in recent times .

المقدمة :

إن التطور الإقتصادي والإجتماعي الذي مرت به معظم دول العالم أدى إلى ازدهار التجارة ، وبالتالي تطور طريقة التعامل فيها ، فكان على الإقتصاد التآقلم مع الوضع الجديد ، فظهرت وسيلة تساعد على التمويل الفعال للإستثمارات تتمثل في الأسواق المالية ، والتي جسدت عالم آخر من التبادل.

حيث تلعب الأسواق المالية دورا هاما وحيويا في عمليات تمويل المشاريع الإقتصادية المختلفة في معظم الإقتصاديات ، ويرتبط دورها الريادي في تعبئة الموارد المالية والمدخرات وتوجيهها نحو الإستثمارات المنتجة ، وذلك من خلال شبكة الخدمات المالية الواسعة والمتنوعة التي تديرها وتقدمها بتهيئتها للوحدات الباحثة عن رؤوس الأموال فالسوق المالي يمثل أحد القنوات الأساسية لتمويل الإقتصاد .

ومما سبق يمكن طرح الإشكالية التالية : هل توفر الأسواق المالية المناخ الملائم لجلب الإستثمار؟ وما مدى تأثير كفاءة السوق المالي في إنجاح عملية الإستثمار؟

و من أجل الإجابة على التساؤلات المطروحة نتطرق إلى المحاور التالية :

1) سوق الأوراق المالية :

لقد تعددت مفاهيم الأسواق المالية واختلفت تعاريفها فالأسواق المالية عبارة عن حلقة وصل أو مكان اجتماع العرض والطلب على رؤوس الأموال من قبل المدخرين والمستثمرين ، فهي تهدف إلى إيجاد الطرق المناسبة التي يرغب المدخرون استثمار أموالهم فيها ، وتختلف باختلاف طبيعة المدخرين من حيث الشروط ودرجة المخاطرة.

وتتكون السوق المالية من سوقين أساسيين أولهما سوق النقد والتي هي عبارة عن سوق تتصف بالسيولة العالية ، ويتم التعامل فيها بالأدوات المالية قصيرة الأجل والتي تمثل مديونية يمكن تحايلها استرداد مبلغ سبق أن أقرضه في أي وقت وبأدنى الخسائر ولا ربح.

أما سوق رأس المال فهي تلك السوق التي يتم التعامل فيها بالأصول المالية متوسطة وطويلة الأجل ، وأسواق الأوراق المالية.

2) كفاءة الأسواق المالية :

يقصد بكفاءة الأسواق مدى سهولة تبادل الأدوات الإستثمارية عند الأسعار القريبة من القيم الحقيقية لهذه الأدوات من أجل تحقيق التوازن مع شرط قبول طرفي العرض والطلب لهذه الأسعار ، وتتمثل هذه الكفاءة في مجالين :

1.الكفاءة الداخلية : (كفاءة التشغيل)

و يقصد بها قدرة السوق على التعامل في الأوراق المالية بأقل تكلفة ممكنة و في وقت زمني مقبول ، أو بمعنى آخر توفير و توجيه الأموال بسرعة نحو الإستثمارات الناجحة و تحقيق أرباح رأسمالية للمستثمرين في نفس الوقت .

2. الكفاءة الخارجية : (كفاءة التسعير)

أي مدى استجابة السوق لأي تغيرات أو أحداث و التي تأثر بدورها على أسعار الأوراق المالية ، بمعنى توافر المعلومات الجديدة عن الأوراق المالية محل التعامل و يشترط أن تكون متاحة لجميع المستثمرين و أطراف السوق.

3 مستويات الكفاءة :

أولا : المستوى القوي : إن سعر الورقة المالية في هذا المستوى يعكس جميع المعلومات أي أنه لا توجد معلومات لدى جهة دون الأخرى ، وبالتالي فإنه لا توجد فرصة لتحقيق أرباح إستثنائية بناء على المعلومات الخاصة .

ثانيا : المستوى المتوسط : إن سعر الورقة المالية في هذا المستوى يعكس جميع المعلومات السوقية و غير السوقية المتاحة للعامة ، وبالتالي فإنه من الصعب تحقيق أرباح إستثنائية إلا عن طريق الحصول على معلومات خاصة (غير منشورة).

ثالثا : المستوى الضعيف : إن سعر الورقة المالية في هذا المستوى يعكس جميع المعلومات السوقية للورقة ، مما يعني أن أسعار هذه الأوراق تتحرك بشكل عشوائي و فرص المستثمرين في تحقيق الأرباح يكون إما عن طريق الحصول على معلومات خاصة أو كفاءة تحليل البيانات المتوفرة .

4 نموذج السوق المالية الكفو و نظرية التوقعات العقلانية :

إن دراسة إتجاهات السوق المالية و توقعاتها المستقبلية يعتمد على أساليب للتنبؤ و من بين هذه الأساليب نجد :

1- المؤشرات القيادية (Leading Indication).

2- مسوحات التنبؤ (Anticipation Surveys).

إن مسوحات التنبؤ تعتمد على دراسة السلوك الإقتصادي لكل من المنتجين و المستهلكين في المستقبل ، و تستخدمها كمؤشر تخطيطي للمستقبل.

أما فيما يخص المؤشرات القيادية فإنها تقوم على تتبع السلوك الفعلي لمتغيرات معينة في سلاسل زمنية و تستعملها كمؤشرات لمستقبل النشاط الإقتصادي .

لقد ظلت أساليب التنبؤ و لفترة طويلة حتى العقد السابع من القرن الماضي تعتمد على ربط إتجاهات المستقبل بتقديرات الماضي ، إلا أن جاءت الأساليب التكميلية لتعدل الإرتباط التلقائي بين الماضي و المستقبل فأدخلت عامل التأخير الزمني فمثلا : تضخم الأسعار في فترة سابقة بنسبة (30%) لا يمكن توقع حدوثه تماما و بنفس المعدل.

و لقد أثبت العديد من الإقتصاديين و من بينهم (Muth وLucus) و غيرهم من قادة المدرسة العقلانية أن وقائع الماضي و حتى عند تطابقها لا تخدم بالضرورة عملية وضع التوقعات المستقبلية و ذلك بسبب توفر معلومات جديدة حول

متغير ما أكثر من المعلومات المتوفرة سابقا، بمعنى أن P_{T+1}^E العقلانية تتحدد بالتقدير الأفضل والذي يرتبط تماما بمدى اعتماد المعلومات الجديدة.

وقد بينت نظرية التوقعات العقلانية بأن المعلومات الجديدة قد تسهم في تغيير طريقة بناء التنبؤات نفسها ، لأن هذه الطريقة ترتبط بأسلوب التعامل مع التغير المعني .

كما يفترض في التوقعات العقلانية تجاوز الأخطاء التي يكون متوسطها مساويا للصفر ، أو عندما تلغي الإنجاهات المتعكسة بعضها بعضا ، وتبقى المعلومات الجديدة هي الدليل للتقدير الأفضل .

وبالرجوع إلى نظرية سوق رأس المال الكفو (ECM) والتي طورها الإقتصاديون الماليون و النقديون يجب التمييز بين المعدلات الآتية :

$$* ARR = \frac{(P_{T+1} - P_T) + R}{P_T}$$

حيث :

ARR : معدل العائد الفعلي (Actual rate of return).

$(P_{T+1} - P_T)$: فروقات السعاريين فترتين متتاليتين من الزمن.

$$* OPR = \frac{(P_{T+1}^E - P_T) + R}{P_T}$$

R: مرفوع نقدي أو حصة أو ربح أو فائدة.

مع العلم أن :

OPR : معدل التنبؤ الأمثل للعائد (Optimum predicted rate of return).

P_{T+1}^E : السعر المتوقع في المستقبل.

ERR: معدل العائد التوازني (Equilibrium rate of return).

فإن كان :

(1) $ERR = OPR$: توقعات الأسعار المستقبلية () تساوي الأسعار المثلثى عند استخدام كافة المعلومات المتوفرة فيتحقق واقع السوق الكفو باستخدام شرط التوازن في معادلة التوقعات العقلانية.

(2) $OPR > ERR$: السعر الفعلي P_T سيرتفع مما يؤدي إلى إنخفاض OPR ليتساوى في النهاية مع ERR .

(3) $ERR < OPR$: السعر الفعلي P_T سينخفض مما يؤدي إلى إرتفاع OPR ليتساوى مع ERR .

و في الأخير فإن السوق الكفو تسعى إلى استغلال كافة الفرص المتاحة و التي لم تستغل سابقا لتصبح التكلفة الفرضية للأداة المتداولة تساوي الصفر.

(5) عوائق تطبيق نموذج السوق المالي الكفو:

1. تأثير حساسية السعر: إن ردود أفعال المستثمرين ترتبط إرتباطا وثيقا بتغيرات الأسعار و هو ما يرتبط بالمؤثرات السلوكية و الظروف المحيطة بهذه المؤثرات.

2. تأثير أوقات زمنية محددة :

حيث توجد فترات زمنية معينة تشهد فيها الأسعار لتقلبات كما هو الحال بالنسبة لما يعرف بتأثير شهر يناير في الولايات المتحدة حيث ترتفع أسعار الأسهم في في هذا الشهر مما يدفع المستثمرين إلى بيع أسهمهم قبل نهاية السنة تهربا من الضرائب المفروضة على حصصهم ، و مع بداية العام الجديد يعملون على إعادة شراء الأسهم مما يرفع من أسعارها.

3. تأثير حجم الإنتاج :

تعتبر تكاليف المعلومات الخاصة بتقييم المنشآت الصغيرة عالية و هذا ما يجعل عملية إعداد القياسات الملائمة لمخاطر أدوات هذه المنشآت صعبة.

4. تأثير القيم المتوسطة :

إن التقلبات المتكررة للعوائد المتخففة و في فترات زمنية قصيرة يجعل اعتماد القيم المتوسطة لتحديد الإنتاج المستقبلي جزئيا كان أو كليا مضللا.

5. تأثير الإعلام :

إن إستعمال مبدأ الخدعة المالية عن طريق الإعلام و ذلك من خلال تضخيم أرقام المبيعات و الأرباح يزعزع ثقة المستثمرين في السوق المالي ككل.

6. تأثير ضعف التقدير :

تشهد الأسواق المالية غالبا تقلبات في أسعار الأدوات الاستثمارية بمعدلات أكبر من تلك التي يجري التنبؤ بها عند اعتماد المعلومات الخاصة بالقيم الأساسية و يرجع السبب إلى المعلومات الخاصة بالقيم الأساسية و يرجع السبب إلى المعدلات الكامنة للعوائد أو المخاطر و التي تجعل التقديرات عند مستويات أدنى .

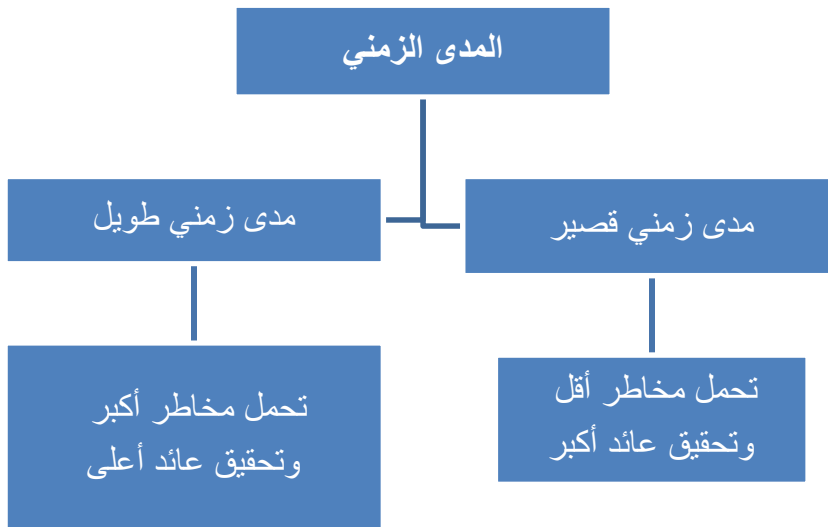
(6) إستراتيجيات الإستثمار:

إن الإستراتيجية الإستثمارية هي تلك السلسلة من القرارات و التي تترجم إلى خطط يتم تنفيذها من قبل المستثمر لتخفيف أهدافه الإستثمارية ، كزيادة إحتمالية تخفيف عائد أكبر خلال الفترة الإستثمارية الطويلة مقابل تخفيف المخاطر التي تتعرض لها إستثماراته في هذه الفترة ، حيث أن هذا العائد المطلوب تحقيقه من استثمار معين يتناسب طرديا مع درجة المخاطرة التي يمكن أن يتعرض لها.

و تتميز إستراتيجية الاستثمار بالتنوع و الإختلاف و المرونة في التغيير لتكوين محفظة إستثمارية تحتوي على أوراق مالية يكون فيها نوع من التنوع و التعدد علما أن للتوقيت أهميته الخاصة في إستراتيجيات الاستثمار.

يعد تطبيق المستثمر لإستراتيجية إستثمارية معينة عملية ضرورية لمعرفة أداء محفظته المالية و طريقة إتخاذهِ للقرارات التي تقلل من المخاطر قدر امكن ، ولكي يضع المستثمر لنفسه إستراتيجية معينة لابد أن تتضمن الأهداف التي يرغب في تحقيقها من حيث

- حجم العائد المطلوب ودرجة تحمل المخاطر.
- نوع الاستثمار و مدته.
- حجم المحفظة الإستثمارية.
- تحديد الجهات التي يمكن أن تساعد في تهيئة البيانات المالية و تحليلها.



المبادلة بين العائد و المخاطر وفترة الاستثمار

ولتشكيل محفظة استثمارية معنية تتضمن أدوات إستثمارية مختلفة يوجد أمام المستثمر العديد من الاستراتيجيات الاستثمارية من بينها :

أ- إستراتيجية التوازن :

و سميت بهذا الإسم لأن استثمارات موزعة بشكل متساوي (متوازي) ما بين الإستثمارات الآمنة و الإستثمارات ذات المخاطر العالية ، و تتميز هذه الاستراتيجية بتحقيق عوائد أعلى مقابل مخاطر أكبر مقارنة بالاستراتيجيتين المنخفضة و المعتدلة ، و تتكون هذه الاستراتيجية من التشكيلة التالية :

- أسهم عادية : تشكل نسبة (35 %) من حجم الاستثمارات .

- سندات دخل ثابت : تمثل نسبة (55 %) من محفظة الاستثمار.

- أوراق نقدية : (أذونات خزينة ، ودائع مصرفية) و تمثل (10 %) من حجم الاستثمار.

وتهدف هذه الاستراتيجية إلى الموازنة ما بين الدخل الثابت الذي تحققه السندات والأوراق النقدية والعائد المتغير الذي يمكن تحقيقه من الاستثمار في الأسهم العادية.

ب- الإستراتيجية المتحفظة : و تتسم هذه الاستراتيجية بمخاطرها و عوائدها معا و تتكون من التشكيلة التالية :

- أسهم عادية : و تشكل نسبة (20 %) من حجم الاستثمارات.

- سندات دخل ثابت : و تمثل (70 %) من محفظة الاستثمار.

- أوراق نقدية : و تمثل (10 %) من حجم الاستثمار. أي بمعنى أن الاستثمارات الآمنة تمثل (80 %) من مجموع الأموال المستثمرة.

و تهدف هذه الاستراتيجية بالدرجة الأولى إلى حماية الاستثمارات من المخاطر المحتملة مع القليل من الدخل الثابت المنخفض و المتمثل في عوائد هذه الأوراق.

ج- الاستراتيجية المعتدلة:

تتميز هذه الاستراتيجية باعتماد مبدأ الاعتدال المتحفظ بالنسبة للاستثمارات الآمنة ذات الدخل الثابت و المخاطر المنخفضة ، لكنها (العوائد و المخاطر) أعلى مقارنة بالاستراتيجية المتحفظة و تتكون هذه الاستراتيجية من التشكيلة التالية:

- أسهم عادية : و تمثل (20%) من حجم الاستثمارات.
 - سندات دخل ثابت : و تمثل نسبة (70%) من محفظة الاستثمار.
 - أوراق نقدية : و تمثل (10%) من حجم الاستثمار.
- و تهدف هذه الاستراتيجية إلى حماية السوق ككل من خلال حماية الأموال المستثمرة من عوامل التضخم.

د - إستراتيجية النمو المحدود :

و تتميز هذه الاستراتيجية بارتفاع مخاطرها و عوائدها مقارنة بسابقتها بسبب التشكيلة المكونة لها ، حيث تمثل الأسهم العادية النسبة الأكبر في المحفظة كالاتي:

- أسهم عادية : و تمثل (70%) من حجم الاستثمارات .
- سندات دخل ثابت : و تمثل نسبة (25%) من محفظة الاستثمار.
- أوراق نقدية : و تمثل (05%) من حجم الاستثمار.

هـ - إستراتيجية النمو الواسع :

و تتسم هذه الاستراتيجية بارتفاع عوائدها و مخاطرها ، نتيجة ميلها إلى الاستثمار الواسع في الأوراق المالية طويلة الأجل كالأسهم العادية حيث تمثل الاستثمارات عالية المخاطر أغلب استثماراتها و تتكون هذه الاستراتيجية من التشكيلة التالية:

- اسهم عادية و تمثل (90%) من حجم الاستثمارات .
- سندات دخل ثابت : و تمثل (05%) من محفظة الاستثمار.

و تهدف هذه الاستراتيجية إلى تحقيق نمو عالي في رأس مال المستثمر مع دخل محدود جدا يأتي من الاستثمارات الآمنة و التي تمثل نسبة محدودة (10%).

7) تصنيف الاستثمارات المالية :

أ- الاستثمار قصير الأجل : و من أدواته ما يلي :

1- شهادات الإيداع :

وهي عبارة عن إيصال تمنحه المصارف يثبت أن حامله قد أودع مبلغ معين لمدة معينة و بفائدة معلومة وله الاختيار في الاحتفاظ به حتى تاريخ الاستحقاق أو بيعه في السوق الثانوي (البورصة).

ولاحسب العوائد الصافية الناتجة عن شهادات الإيداع القابلة للتداول (R_{CDS}) نستخدم الصيغة التالية :

$$* R_{CDS} = M \frac{(100)(360)(r)(T)}{(100)(360)+(r')(T')}$$

حيث أن :M: القيمة الأصلية .

r:سعر الفائدة السوقي.

T : فترة الاستحقاق .

r' :سعر الفائدة على المدة المتبقية .

T' : المدة المتبقية من فترة الاستحقاق.

3. القبولات المصرفية:

وتعتبر من أقدم أدوات السوق النقدي وهي عبارة عن أمر بالدفع حيث يطلب العميل من المصرف بأن يقوم بالدفع له أو لشخص ثالث مبلغا معيناً وفي تاريخ محدد ، ويصبح هذا الأمر مقبولا إذا قام المصرف بختمه ، وبالتالي يمكن بيع هذا القبول في سوق النقد أو الاحتفاظ به حتى تاريخ استحقاقه والذي يتراوح ما بين (30-170) يوم.

و يقيس المختصون عادة الطلب على القبولات المصرفية بأسعار فوائد القروض الممنوحة ، حيث تظهر علاقة تقاطع طردية بينهما وليبيان هذه العلاقة نعرض الصيغة الآتية:

$$DR = \frac{6}{100 - \frac{(r)(TD)}{360}}$$

حيث:

DR' : سعر الخصم على القبولات المصرفية.

r : سعر الفائدة.

TD : الفترة المتبقية من زمن تسديد القبولات المصرفية.

3-أذونات الخزينة:

وهي صك تصدره الدولة ، وتتولى إصداره وزارة الخزينة ويحصل حامله على عائد ثابت في تاريخ في تاريخ محدد .

إن الفائدة المدفوعة على هذه الأدوات تعتبر نفسها معدل الخصم (DR) على سعر البيع ولإحتساب هذا المعدل

نعرض الصيغة التالية :

$$DR = \left(\frac{(P_1 - P_0)}{P_0} \right) \left(\frac{360}{n} \right)$$

حيث :

P₁: السعر الإسمي أو المدفوع إلى المستثمر عند التسديد.

P₀: سعر الشراء في السوق المحلية.

n : عدد الأيام المتبقية حتى وقت التسديد.

4-الأوراق التجارية :

تشبه هذه الأوراق إلى حد كبير أذونات الخزينة غير أنها تتمتع بمخاطر أكبر وبالتالي عائداتها أكبر قليلا من أذونات الخزينة ، وهي عبارة عن أوراق تقوم الشركات الضخمة ببيعها إلى المستثمرين.

5- القروض تحت الطلب:

وهي عبارة عن قروض تمنحها البنوك لبعض المتعاملين بالأوراق المالية في أسواق رأس المال ، ومن شروطها أنه يحق للمصارف إستدعاء قروضها في الوقت التي تشاء .

6- العملات الأجنبية:

إن الاستثمار بالعملات الأجنبية عن طريق التعامل الفوري بها يعد من أدوات الاستثمار الحقيقي ، وهو استثمار له قواعده و أسواقه.

ب- الاستثمار طويل الأجل:

1. الأسهم العادية :

وهي صكوك ملكية تعطي لحاملها الحق في حضور الجمعية العامة السنوية ، و الحصول على توزيعات إذا ما حققت الشركة أرباحا وقرر مجلس إدارة الشركة توزيع جزء منها أو كلها ، و في حالة تصفية الشركة يتم صرف مستحقات حملة الأسهم العادية بعد صرف مستحقات حملة السندات والأسهم الممتازة.

و من أهم فوائد الاستثمار بالأسهم ما يلي:

- الحصول على عوائد من خلال توزيعات الأرباح النقدية .

- الحصول على الأرباح الرأسمالية من خلال إرتفاع سعر السهم.

2. الأسهم الممتازة :

هي فئة من الأسهم التي تمنح لمالكها حقوق إضافية لا يتمتع بها صاحب السهم العادي ، مثل أن يحصل مالكها على أسبقية عن حملة الأسهم العادية في الحصول على نسبة من أرباح الشركة ، كما أنهم يتمتعون بالأولوية في الحصول على حقوقهم عند التصفية قبل حملة الأسهم العادية و بعد حملة السندات.

وعلى العموم توجد 03 اختلافات رئيسية بين الأسهم الممتازة و العادية:

- أ- تتمتع حملة الأسهم الممتازة بحق الأولوية في الحصول على الأرباح الموزعة.
- ب- عادة ما يكون هناك حد أقصى للعائد الذي يمكن لحملة الأسهم الممتازة الحصول عليه.
- ج- غالبا لا يكون لحملة الأسهم الممتازة الحق الدائم في التصويت.

3. السندات:

هي عبارة عن قروض يقدمها المستثمرون إلى المؤسسات و الحكومات ، حيث يقوم المستثمر (المقرض) بالحصول على سعر فائدة محددة نظير إقراض أمواله لفكرة ما ، و في المقابل تحصل الحكومة أو الشركة (المقرض) على الأموال التي تحتاجها ، كما يحصل المستثمر أيضا على مبلغ استثماره الأصلي - المبلغ الأساسي أو سعر إصدار السند - الذي يستحق في نهاية أجل محدد ، و يمكن إصدار السندات لفترات تصل إلى ثلاثين عاما ، و يتم تصنيفها حسب جودتها أو احتمالات تسديد قيمتها.

(8) المحفظة المالية للإستثمار:

أ- مفهومها:

يطلق مصطلح المحفظة على مجموع ما يملكه الفرد المستثمر من أسهم و سندات و أصول إستثمارية أخرى ، و التي يهدف من ورائها إلى تخفيف التوظيف الأمثل لما تمثله هذه الأصول من أموال ، و تنمية القيمة السوقية لها.

وتعتبر المحفظة المالية للإستثمار من أدوات الإستثمار المركبة في تتكون على الأقل من ورقتين أو أكثر تختلف من حيث النوع (أسهم عادية أو ممتازة ، سندات ، أو أية أوراق مالية أخرى) غير أن جودة مكونات المحفظة المالية تعتمد على عائد و مخاطر الأوراق المالية المكونة لها ، وبالتالي فهي تعتبر المعيار الحاسم للحكم على جودة المحفظة .

وبالتالي يمكن القول أن المحفظة الإستثمارية تعتمد في مدى فاعلية دورها على 03 عوامل رئيسية :

1- مناخ إستثماري يتصف بالاستقرار العام ، بالإضافة إلى الفرص المتعددة.

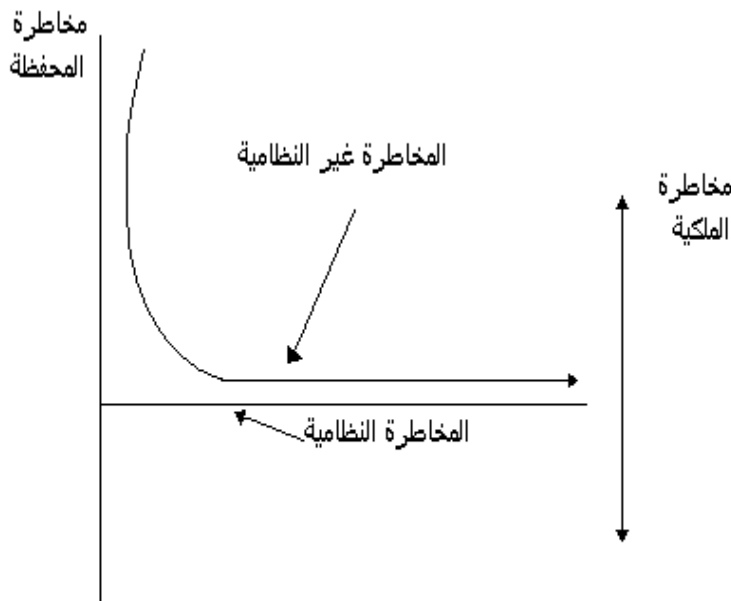
2- كفاءة الإدارة.

3- تشكيلة متنوعة من الأدوات ، تتصف بجدول إقتصادي مرتفع نسبيا .

ب- مبدأ التنوع في المحفظة الاستثمارية : (نظرية Markowitz)

مبدأ التنوع لماركوتز يعكس مضمون المنفعة الحدية للأموال المستثمرة ، وينص هذا المبدأ على أن المستثمر يوزع أمواله بين نوع وكم من الأوراق المالية قصد تخفيض المخاطرة وتعظيم العائد ، غير أن تخفيض المخاطرة يمثل جوهر المبدأ ، ويعني بها المخاطرة غير النظامية (الناجمة عن عوامل تخص الجهة التي أصدرت الورقة المالية)، في حين تبقى المحفظة تحت تأثير المخاطرة النظامية (مخاطرة السوق) الناتجة من عوامل تصيب الإقتصاد الوطني ككل.

إن مبررات تركيز مبدأ التنوع على تخفيض المخاطرة غير النظامية يرجع إلى كون أن تحركات أسعار الأوراق المالية التي تتضمنها المحفظة ليست باتجاه واحد و الشكل التالي يوضح ذلك:



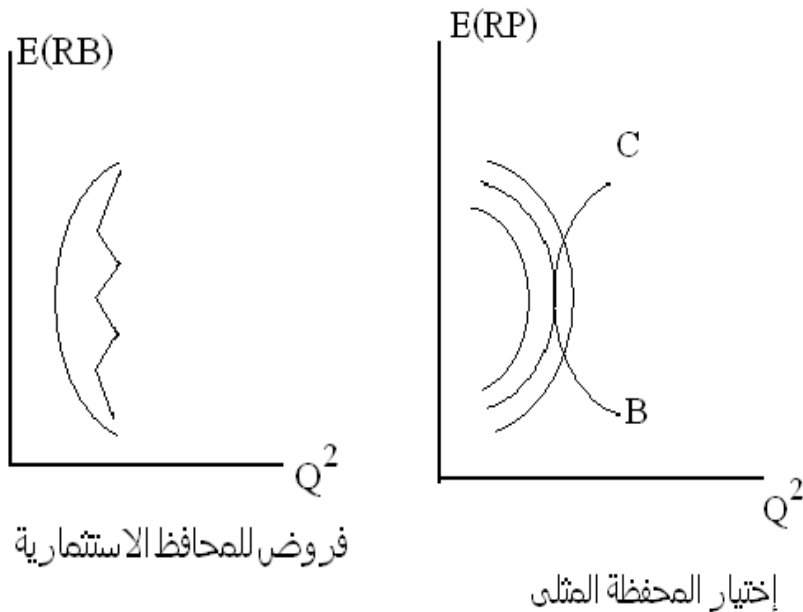
أثر التنوع في المخاطرة غير النظامية

ج- أسلوب تصميم المحفظة المثلى و المحافظ البديلة لها:

لقد ساهمت نظرية المحفظة في تحديد المحفظة المناسبة لكل مستثمر في ضوء تفضيلاته للعائد و المخاطرة و المحافظ التي تحقق أفضل مبادلة يطلق عليها إسم المحفظة المثلى أو الكفوة و يقوم المستثمر باختيارها من مجموعة المحافظ التي تحقق له أحد الشرطين التاليين:

- أعلى عائد وفق مستويات مختلفة من المخاطر.
 - أدنى مخاطر وفق مستويات مختلفة من العوائد .
- و الشكلين التاليين يوضحان الحد الكفو و المحافظ الكفو حيث يأخذ الحد الكفو شكل دالة مقعرة فضاءه العائد المتوقع و المخاطرة المقاسة بالانحراف المعياري.

أما المحفظة المثلى فتكون أقرب محفظة إلى نقطة التماس لمنحنيات التفضيل و الحد الكفو.



كما قام كل من ألتون وكروبرو بادري بتقدير أسلوب لإختيار مكونات المحفظة المثلى من خلال ترشيح الأسهم المؤهلة لتكون إستثمارات جذابة ، وتتم عملية الترشيح باستخدام معدل القطع وفق الآتي :

1- إستخدام مقياس ترينور و الذي ينص على ترتيب الأوراق المالية (الأسهم) من الأعلى إلى الأسفل باستخدام نسبة المكافئة إلى المخاطرة النظامية المقاسة بمعامل بيتا (β) وفق الصيغة التالية:

$$T_n = \frac{E(R_i) - R_F}{\beta_i}$$

حيث :

$E(R_i)$: معدل العائد المتوقع للسهم (i) ويعتبر متوسط المعدل المقياس الأفضل.

R_F : معدل العائد الخالي من المخاطرة و المقياس الأفضل لهذا المعدل هو عائد الورقة المالية الحكومية أو ودائع التوفير المصرفية.

β_i : معمل بيتا السهم (i) و هو مقياس المخاطرة النظامية .

2- تحديد المعدل الذي يتم من خلاله تحديد الورقة المالية المرشحة للضم للمحفظة المثلى و هو ما يعرف بمعدل القطع و يقاس وفق الصيغة التالية :

$$C^* = \frac{Q^2 M \sum \frac{(R_i - R_F) \beta_i}{Q^2_{ei}}}{1 + Q^2 M \sum \frac{\beta_i^2}{Q^2_{ei}}}$$

حيث:

C^* : معدل القطع.

$Q^2 M$: تباين معدل عائد محفظة سوق الأوراق المالية .

Q^2_{ei} : تباين عائد الورقة المالية.

R_i : معدل عائد الورقة المالية.

β_i^2 : مربع معامل بيتا و الذي يمثل مقياس المخاطرة النظامية للورقة المالية.

3- تحديد الوزن الترجيحي للورقة المالية المرشحة للضم للمحفظة المثلى وذلك وفقا للصيغة التالية:

$$Z_i = \frac{\beta_i}{Q^2_{ei}} (-C^*)^{R_i - R_F}_{\beta_i}$$

حيث أن:

Z_i : وزن الورقة المالية في المحفظة.

4 - تحديد الوزن النسبي للورقة المالية المرشحة للضم إلى المحفظة المثلى وفق الصيغة التالية:

$$W_i = \frac{Z_i}{\sum Z}$$

حيث أن W_i : تمثل الوزن النسبي للورقة

المالية في المحفظة.

الخاتمة:

بعد تطرقنا إلى كفاءة الأسواق المالية ومدى فعاليتها في توفير المناخ الملائم لجذب الإستثمارات تتضح أهمية الأسواق المالية كحلقة وصل بين عرض الأموال والمتمثل في عملية الإدخار والطلب عليها والمتمثل في الاستثمار، و هذا الأخير الذي يتطلب المعالجة والتحليل بجميع صيغه وأبعاده وتصنيفاته المتعددة ، إضافة إلى أهدافه المرتبطة بالفرص الاستثمارية وبمصادر التسهيلات الإئتمانية والعملية الإدارية ذات العلاقة .

و عليه فإن تعاضم الإهتمام بالاستثمارات في الأوراق النالية على المسوين الدولي و المحلي ، يرجع أساسا إلى مدى كفاءة هذه الأسواق ، و التي تكفل حماية مصالح المتعاملين فيها ، وتعمل على تنويع الأدوات الاستثمارية ، وذلك بغية تكريس الشفافية في التعاملات من خلال إلزام كافة المستثمرين في هذه الأسواق بنشر المعلومات و تداولها داخل السوق و خارجها .

المراجع باللغة العربية :

- أحمد عقيل الخطيب ،(2006) ، إستراتيجيات الإستثمار في أسواق الأسهم ، هيئة الأوراق المالية و السلع ، أبو ظبي.
- الخضيرى حامد العربي ،(2000)، تقييم الإستثمارات ، دار السلام الذهبية للطباعة ، القاهرة.
- السامرائى عدنان هاشم ، (1997) ، الإدارة المالية ، دارزهران للنشر و التوزيع ، عمان – الأردن.
- العيساوي ، كاظم جاسم ، (2002) دراسات الجدوى و تقييم المشروعات ، دار المناهج للنشر و التوزيع ، عمان – الأردن.
- المؤمى ، غازى فلاح ، (2000) ، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة ، دار الزهران للنشر و التوزيع ، عمان الأردن.
- حنفى عبد الغفار ، (2003) ، بورصة الأوراق المالية ، الدار الجامعية الجديدة للنشر و التوزيع ، الإسكندرية – القاهرة.
- حناوى محمد صالح ، (2004) ، الإستثمار فى الأسهم و السندات ، الدار الجامعية للنشر و التوزيع ، الإسكندرية – القاهرة.
- رمضان زياد ، (2002) ، مبادئ الإستثمار الحقيقى و المالى ، دار وائل للنشر و التوزيع ، عمان – الأردن.
- سامى خطاب ، عبد الرؤوف غرابية ، (2006) ، التحليل الأساسى و الفنى للأوراق المالية ، ندوة هيئة الأوراق المالية و السلع ، أبو ظبي.
- عبد اللطيف أحمد سعد ، (1998) ، بورصة الأوراق المالية ، كلية التجارة جامعة القاهرة .
- عبيد عاطف محمد ، (1985) ، الإدارة المالية : دراسة جدول المشروعات ، دار النهضة العربية ، القاهرة .
- عثمان سعيد عبد العزيز ، (1996) ، دراسات جدول المشروعات بين النظرية و التطبيق ، الدار الجامعية للنشر و التوزيع ، الإسكندرية – القاهرة.
- محمد شاكى (2006) ، المحافظ و الصناديق الاستثمارية : تكوينها و إدارتها ، ندوة هيئة الأوراق المالية و السلع ، أبو ظبي.
- مصطفى نهال فريد ، (2004) ، الإستثمار فى الأسهم و السندات ، الدار الجامعية للنشر ، الإسكندرية – القاهرة.
- مطر محمد ، (1991) ، التحليل المالى و الإئتماني ، دار وائل للنشر و التوزيع ، عمان – الأردن.

- هندي منير إبراهيم ، (2008) ، أدوات الإستثمار في سوق رأس المال : الأوراق المالية و صناديق الإستثمار ، المكتب العربي
الحيث ، الإسكندرية – القاهرة.

المراجع باللغة الأجنبية :

- AM Sautomero and DFB abble , (1997) , Financial Market , Instruments and Instutions, Irwin , Chikago.
- DS.Kidwell , RG Peterson and DW Black well , (2000) Financial Instutions , Market and Money , New York , Dryden.
- Luc Bernet , Rollande , (1999) , Principes de Teckniques Bancaires .20 éditions , Dunond , Paris.