دور مؤشرات الأسواق المالية الدولية في إدارة المحفظة الإستثمارية الدولية

أ/ قواجلية إبتسام
جامعة بسكرة

الملخص :

يهدف هذا البحث إلى إبراز دور مؤشرات الأسواق المالية الدولية في إدارة المحافظ الاستثمارية الدولية ذلك أن مؤشرات الأسواق المالية الدولية دائما محط اهتمام المتداولين في الأسواق المالية الدولية لما تقدمه من مرجعية معلوماتية هامة .

وخلصت هذه الدراسة إلى أن لمؤشرات الأسواق المالية الدولية دور فعال في مراحل إدارة المحفظة الاستثمارية ، ذلك أن معطيات المؤشرات سواء الوصفية أو الكمية تدخل في جميع التحليلات والمعادلات المعتمدة من طرف مدير المحفظة للحصول على المحفظة الاستثمارية الدولية المثلى .

الكلمات المفتاحية : المحفظة الاستثمارية الدولية ، إدارة المحفظة الاستثمارية الدولية ، مؤشرات الأسواق المالية الدولية.

Abstract :

This research aims to highlight the role of indicators of international financial markets in the management of international investment portfolios, This is because the indicators of international financial marketsare the focus of attention of traders in the international financial markets always, Given their important reference information provided.

This study concluded that the indicators of the international financial markets play an active role in the stages of managing the investment portfolio, Because the data of indicators, both descriptive or quantitative, is included in all analyzes and equations adopted by the portfolio manager to obtain the optimal international investment portfolio.

Keywords: International Investment Portfolio, International Investment Portfolio Management,Indices of international financial markets.

مقدمة

أسواق الأوراق المالية أحد ركائز الاقتصاد في كل دولة متطورة لمساهمتها في تمويل خطة التمويل الاقتصادية لاستقطابها الأموال الضخمة للمدخرين والمستثمرين، نظرا لما تقدمه من عوائد مرتفعة وسهولة في تسييل الأوراق المالية المتعامل بها فيها و المتمثلة أساسا في الأسهم والسندات وبعض الأوراق المستحدثة الأخرى .وتضم كل واحدة من هذه الأسواق مجموعة من المؤشرات التي تقيس تحركات أسعار الأوراق المالية المتداولة في تلك السوق ارتفاعا وانخفاض الأمر الذي يعكس سعر السوق واتجاهه مما يجعل المؤشرات مرجعية معلوماتية مهمة يعتمد عليها المستثمر في تلك الأسواق لإدارة محفظة أوراقه المالية التي هي عبارة عن توليفة من الأوراق المالية المحلية والدولية .ومن هنا جاءت هذه الورقة البحثية لتعالج الإشكالية التالية :

هل لمؤشرات الأسواق المالية الدولية دور في إدارة المحفظة الاستثمارية الدولية ؟

1- إدارة المحفظة الاستثمارية

إدارة المحفظة هي تلك الأنشطة التي تعمل على توظيف الموارد المالية بطريقة تؤدي إلى تعظيمها بالاستثمارفي أدوات استثمارية تتلاءم مع أهداف المحفظة التي هي ترجمة لأهداف المستثمر(سلام، 2004، صفحة 37). وكل باحث أو مدير محفظة يحدد خطوات إدارة المحفظة الاستثمارية الدولية كما يراها وكما تناسبه غير أنه تم الاتفاق على نموذج عام لإدارة المحفظة الاستثمارية الدولية يتكونمن خمس عناصر رئيسية هي :

- تخطيط المحفظة Portfolio Planning: موقع المستثمر ، تحديد موقع مدير المحفظة ، وضع مقاييس للاستثمار.

- تحليل الاستثمارات Investment Analysis: تضم التحليل الاقتصادي،التحليل الصناعي التشخيص الأولي، التحليل المالي.

- اختيار المحفظة Portfolio Selection: يضم قرارات المزج الرئيسي، قرارات اختيار الأوراق المالية

قرارات التوقيت الاستثماري.

- تقييم المحفظة Portfolio Evaluation: تضم قياس الانجاز ،ومقارنة الانجاز.

- مراجعة المحفظة Portfolio Revision:تضم مراجعة قرارات المزج الرئيسي ، ومراجعة قرارات اختيار الأوراق المالية (المومني، 2009، صفحة 44).

ولأن اهتمامنا يقع على دور مؤشر الأسواق المالية الدولية في إدارة المحفظة الاستثمارية الدولية فسنحاول خلال الشرح لمراحل إدارة المحفظة الاستثمارية الدولية إبراز دورمؤشرات الأسواق المالية الدولية في كل مرحلة.

1/1- دور مؤشرات الأسواق المالية الدولية في تخطيط المحفظة و تحليل الاستثمارات

تخطيط المحفظة وتحليل الاستثمارات هما أول مرحلتين في إدارة المحفظة الاستثمارية الدولية وفيما يلي شرح لهاتين المرحلتين مع استشعار دور مؤشرات الأسواق المالية الدولية في كل مرحلة.

1/1/1- دور مؤشرات الأسواق المالية الدولية في تخطيط المحفظة

تخطيط المحفظة مطلب ضروري لسير عملية اتخاذ القرارات. و يتم بتحديد ثلاث نقاط أساسية هي:

- تحديد موقع المستثمر من خلال تحديد رأس المال المستثمر في المحفظة،تحديد أهداف المستثمر من خلال رغباته في تحقيق أرباح و مدى تقبله للمخاطرة .
- تحديد موقع مدير المحفظة من خلال تحديد المستحقات المالية لمدير المحفظة
- وضع مقاييس للاستثمار:من خلال تحديد مقاييس للمخاطرة و العوائد و وضع السياسة الاستثمارية التي توصل إلى تحقيق أهداف المحفظة(المومني، 2009، الصفحات 45-46).

ما يمكن ملاحظته هو عدم وجود دور لمؤشر السوق خلال هذه المرحلة الأولى من إدارة المحفظة الاستثمارية .

2/1/1- دور مؤشرات الأسواق المالية الدولية في تحليل الاستثمارات :

اتخاذ القرار الاستثماري السليم بشأن شراء ورقة مالية ما يتطلب توافر المعلومات التي يحتمل أن تؤثر على القيمة السوقية لها، وهذا ما يسمى التحليل الأساسي للأوراق المالية ،الذي يقصد به تحليل البيانات و المعلومات الاقتصادية و المالية منها وعلى مستويات متعددة كلية و قطاعية وجزئية للشركة المصدرة لتلك الأوراق المالية(النجار، 2007، صفحة 285).

أ. **تحليل الظروف الاقتصادية** :يتم تحليل الظروف الاقتصادية من خلالتحليل البيئة الاقتصادية العالمية و البيئة الاقتصادية الوطنية.

وذلك بتحليل المتغيرات الاقتصادية الأساسية والتي أهمها:السياسة المالية و السياسة النقدية، و أسعار الفائدة، التضخم، الانكماشو تأثيرها ذلك على الاستثمار في سوق الأوراق المالية. كما يتم الاعتماد في هذا الغرض أيضا على العديد من المؤشرات. وهي سابقة للأحداث. مؤشرات مواكبة للأحداث ومؤشرات لاحق للأحداث، مؤشرات الأسواق المالية الدولية(لطفي، 2006، الصفحات 99-100).

ب. **تحليل ظروف الصناعة**:دراسة ظروف الصناعة تمكن مدير المحفظة من تحديد اتجاهات الصناعات المختلفة وأن نختار منها ما يعتبر استثمارا جيدا، يقوم المحلل بتجميع البيانات و المعلومات المتاحة عن الصناعة من إصدارات وزارات الصناعة و الهيئات التجارية و الإحصاءات السنوية و المجلات المالية و الاقتصادية وذلك بغرض تكوين صورة شاملة عن الصناعات(حماد، 2007، صفحة 96). ثم يحدد السمات المميزة لكل صناعةوذلك من خلالالتحليل التاريخي للمبيعاتو الأرباح، حجم الطلب وحجم العرض دورة حياة الصناعة ، ظروف المنافسة.

ج. **تحليل ظروف الشركة** : يقوم المحلل بتحليل ظروف الشركات الموجودة من خلال القوائم المالية حيث توجد أربعة قوائم أساسية قائمة المركز المالي،قائمة الدخل قائمة التغيرات في حقوق الملكية قائمة التدفقات النقدية(الدهراوي، 2006، صفحة 207)، وكذا النسب المالية لهذه الشركات وأهمها نسب السيولة ، نسب النشاط ، نسب المديونية ، نسب الربحية(النجار، 2007، الصفحات 44-45).

د. تحديد العائد المتوقع والمطلوب ومخاطر الاستثمار لكل ورقة مالية دولية :

يتم تحديد العائد المتوقع من خلال المعادلة التالية :

$$R^{*} = \sum_{i=1}^{n} R_i P_i$$

*R: العائد المتوقع والمرجح ،Ri: العائد المتوقع تحت درجة احتمال معينة ،Pi: احتمال تحقق عائد معين (الداغر، 2005، صفحة 160).

أما مخاطر الاستثمار في كل ورقة مالية التي تقسم إلى مخاطر غير المنتظمة ناتجة عنعوامل تتعلق بشركة، وقطاع معين، وتكون مستقلة عن العوامل المؤثرة في النشاط الاقتصادي ككل(بكري، 2002، الصفحات 42-48). وتقاس هذه المخاطر بواسطة الانحراف المعياري والذي يعطى وفق المعادلة التالية:

- **الانحراف المعياري :**

$$\partial = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^{n} P_i (R_i - \bar{R})^2}{n}}$$

δ: الانحراف المعياري ، Ri: معدل العائد المتوقع للورقة المالية ،n : عدد المشاهدات . Pi : احتمال تحقق العائد .

كلما زاد الانحراف المعياري للورقة المالية كان الاحتفاظ بها أكثر خطورة (الحناوي، 2000، صفحة 238).

أما المخاطر المنتظمة فهيذلك الجزء من المخاطر التي يتعرض لها الأصل الاستثماري بسبب عوامل تؤثر على السوق ككل . تقاس المخاطر المنتظمة بواسطة معامل بيتا (β) ، حيث يعبر عن مقدار التغير الحاصل في عوائد الورقة المالية محل الدراسة نتيجة التغير في مؤشر السوق الممثل لتغيرات عائد السوق، و يتم حساب قيمة بيتا الورقة المالية وفق المعادلة التالية :

$$B_i = \frac{\mathrm{cov}_{im}}{v_m} = \frac{\sum r_{im}}{\sum r_m^2} = \frac{\sigma_i x \sigma_m}{\sigma_m^2}$$

Covim: التباين المشترك أو التغاير (Covariance) مابين الورقة المالية وأحد مؤشرات السوق.

Vm : تباين عائد السوق (أحد مؤشرات السوق)، Bi: معامل بيتا المقدر(الداغر، 2005، صفحة 193)

تشير إلى أن معامل بيتا لعائد السوق يساوي دائما الواحد الصحيح.

– إذا كان (β) لعائد الورقة < 1 (معامل بيتا لعائد السوق): معنى ذلك أن درجة تقلب عائد الورقة المالية أصغر من درجة التقلب في عائد المؤشر، ونقول أن الورقة المالية تنطوي على مخاطر أقل من مخاطر السوق .والعكس اذا كان (β) للورقة المالية > 1.

إذا كان (β) = 1: يعني درجة تقلب عائد الورقة المالية تعادل درجة تقلب عائد السوق(النجار، 2007، الصفحات 420-422).

أما تحديد العائد المطلوبفيتم الاعتماد على بديلين هما نموذج تسعير الأصول الرأسمالية، ونموذج التسعير بالمراجحة .حيث

- معادلة تحديد العائد المطلوب وفق نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPMCapital) Asset Pricing Modelهي كما يلي :(سلام، 2004، الصفحات 200-201)

$$R_i = R_f + (R_m - R_f)B_i$$

R_i : معدل العائد المطلوب ، R_f : معدل العائد الخالي من الخطر Risk Free $(R_m - R_f)$: علاوة مخاطر السوق Risk Premium Market، B_i : معامل بيتا لقياس المخاطرة المنتظمة للورقة المالية، $(R_m - R_f)B_i$:علاوة المخاطرة للورقة المالية(العيد م.، 2003-2004، صفحة 276).

- معادلة تحديد العائد المطلوب وفق نموذج التسعير بالمراجحة Arbitrage Pricing Model (APM)هي كما يلي :

$$R_i = R_f(F_1 - R_f)S_1 + (F_2 - R_f)S_2 + \ldots\ldots\ldots + (F_n - R_f)S_n$$

R_i : معدل العائد المطلوب ، R_f : معدل العائد الخالي من المخاطرة ، F_n : مجموعة العوامل التي تؤثر على عائد الورقة المالية ، S_n : درجة حساسية عائد الورقة المالية للتغير في العامل المعين أو معامل استجابة عائد الورقة للتغير في العامل المعين(بكري، 2002، الصفحات 227-228).

هـ. **تقييم الأوراق المالية:** الهدف من تقييم الورقة الماليةهو إيجاد القيمة الحقيقية لها، وتختلف طريقة التقييم حسب نوع الورقة المالية ، حيث يتم تقييم الأسهم وفق ثلاث طرق هي :التقييم بواسطة مدخل التوزيعات ، التقييم بواسطة مدخل مضاعف الربح، التقييم بواسطة الربحية(العيد م.، 2003-2004، صفحة 114)،أما السندات فيتم تقييمها بواسطة المعادلة التالية :

$$P_0 = \sum_{i=1}^{n} \frac{C_i}{(1+r)^n} + \frac{NV}{(1+r)^n}$$

P_0 : القيمة الحالية (الحقيقية) للسند ، C_i : الفائدة السنوية أو كوبون السند ، NV : القيمة الاسمية للسند .

n : عدد السنوات حتى تاريخ الاستحقاق ، r : معدل العائد المطلوب (العيد م.، 2003-2004، صفحة 58).

من خلال شرح خطوات المحلل للوصول إلى القيمة الحقيقيةللورقة المالية، يتضح أنه في كل مرة يستعين بمؤشرات الأسواق المالية وذلك سواء في حساب المخاطر ويظهر ذلك في صيغة حساب معامل بيتا، وكذا في حساب علاوة المخاطرة، وحساب معدل العائد المطلوب هذا الأخير الذي يعتمد عليهفي تحديد القيمة الحقيقية للورقة المالية، وهذا يعني أن لمؤشرات الأسواق المالية الدولية دور في التوصل إلى تحديد القيمة الحقيقية للورقة المالية، هذه الأخيرة التي يعتمد عليها قرار الاستثمار بالشراء أو البيع وبهذا فهي تشكل جوهر القيام بالتحليل الأساسي، ومن هذا المنطلق يمكننا القول أن لمؤشرات الأسواق المالية الدولية دور فعال في التحليل الأساسي للأوراق المالية الدولية هذا الأخير الذي يشكل المرحلة الثانية في إدارة المحفظة الاستثمارية الدولية .

2/1- دور مؤشرات الأسواق المالية الدولية في اختيار المحفظة الاستثمارية الدولية

اختيار المحفظة الملائمة التي تتضمن الأوراق المالية الملائمة يتسنى من خلال قرار المزج الرئيسي وقرار التوقيت الاستثماري، وباعتبار أن هذين القرارين يشكلان فحوى اختيار المحفظة الاستثمارية الدولية سنحاول استظهار دور مؤشرات الأسواق المالية الدولية في اتخاذ هذين القرارين

1/2/1- دور مؤشرات الأسواق المالية الدولية في قرار المزج الرئيسي :

نعني بقرار المزج الرئيسي أو التنويع تنويع مكونات المحفظة تنوعا أفقيا –تنويع القطاعات والشركات – وتنويعا رأسيا- وكذلك مايتعلق بتحديد الوزن النسبي لكل أداة استثمارية في هيكل المحفظة .

يوجد نوعين من التنويع ، تنويع ساذج يتمثل في زيادة عدد الأوراق المالية التي تحتويها المحفظة الاستثمارية بشكل عشوائي، وتنويع ماركويتز الذي يقوم على يقوم على مبدأ الأخذ بعين الاعتبار طبيعة العلاقة بين عوائد الأوراق المالية عند تغير الظروف في السوق،والذي يعبر عنه معامل الارتباط بين العوائد(معروف، 2003، صفحة 240).يقوم مدير المحفظة

بعدة خطوات لاتخاذ القرار الصحيح للمزج وتشكيل المحفظة الاستثمارية المثلى والمتمثلة في :

أ. **اختيار الأوراق المالية الدولية المسيطرة (الكفأة):**لانتقاء الأوراق المالية المسيطرة يتم الاعتماد على قواعد الهيمنة ورسم خط الحد الفعال والنموذج الرياضي للمفاضلة بين الأوراق المالية حيث أن قواعد الهيمنة تتمثل في :

- ✓ تختار الورقة المالية الدولية الأقل خطورة عندما تتساوى العوائد .
- ✓ تختار الورقة المالية الدولية الأكبر عائد عندما تتساوى المخاطر .

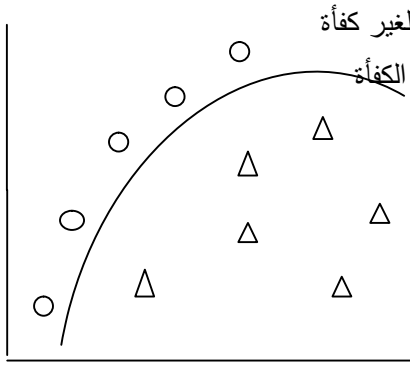
وهاتان القاعدتان تساعدان في رسم خط الحد الفعال للاستثمار في الأوراق المالية الدولية(المومني، 2009، صفحة 109).

أما الخط الحد الفعال فهوالخط الذي يصل بين الأوراق المالية الدولية أو المحافظ الاستثمارية الدولية التي تنطبق عليها قواعد الهيمنة ويرسم عن طريق تحليل العلاقة بين العائد والمخاطرة المتوقعين لتلك الأوراق المالية الدولية أو المحافظ الاستثمارية الدولية ،مع افتراض أن جميع الأوراق المالية الدولية المتاحة هي من نوع المخاطر(شبيب، ادارة المحافظ الاستثمارية ،ط1، 2010، صفحة 106).

الشكل العامل منحنى الخط الفعال العائدR

Δ:الورقة المالية أو المحفظة المالية الغير كفأة

○: الورقة المالية أو المحفظة المالية الكفأة



(σ)المخاطرة

المصدر :غازي فلاح المومني ،إدارة المحافظ لاستثمارية الحديثة ،دار المناهج للنشر والتوزيع ،عمان ،الأردن 2008،ص107

أما النموذج الرياضي للمفاضلة بين الأوراق المالية فيتموفق مايلي :

– حساب مقياس تراينور (T). Trynor Ration

$$TR=\frac{R_i-R_f}{B_i}$$

TR:مقياس تراينور ، R_f: العائد الخالي من المخاطر،B_i: معامل بيتا للورقة المالية.

– ترتيب الأصول على أساس مقياس تراينور ترتيبا تنازليا من الأعلى إلى الأسفل.

– تحديد نقطة الفصل Cut–off point(C)لكل ورقة مالية وفق المعادلة التالية(شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، 2009، الصفحات 365–372) :

$$C=\frac{\sigma_m^2\sum_{i=1}^{n}\frac{(Ri-Rf)Bi}{\sigma_i^2}}{1+\sigma_m^2\sum_{i=1}^{n}(\frac{B_i^2}{\sigma_i^2})}$$

σ_m^2: تباين مؤشر السوق ، σ_i^2 : تباين عائد الورقة المالية ، Ri : معدل عائد الورقة المالية.

Bi : المخاطر المنتظمة للورقة المالية ، Rf : معدل العائد الخالي من المخاطر.

–اختيار الأوراق المالية الدولية ذات قيمة مقياس تراينور أكبر من نقطة قطعها(شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، 2009، الصفحات 370–372).

قبل أن نمر إلى الخطوة الثانية من تشكيل المحفظة الاستثمارية الدولية المثلى يجب الإشارةإلى الدور الكبير الذي تلعبه مؤشرات الأسواق المالية الدولية في هذه الخطوة إذ نجدها تدخل في تركيبة مقياس تراينور وكذا تركيبة نقطة القطع، وعليه يمكن القول أنه يتم الاعتماد على مؤشرات الأسواق المالية الدولية في اختيار الأوراق المالية الدولية الأفضل.

ب. **تشكيل محافظ الأوراق المالية الممكنة** :بعد الحصول على الأوراق المالية الأفضل التي يمكن تشكيل المحفظة الاستثمارية الدولية المثلى منها، يكون لزاما على مدير المحفظة في الخطوة الثانية تحديد العدد الممكن من المحافظ من الأوراق المالية الدولية المتاحة لدينا وكذا تحديد الوزن النسبي لكل ورقة في المحفظة المشكلة .ولهذا الغرض يقوم مدير المحفظة بالخطوات التالية :

– تحديد عدد المحافظ الممكنة من خلالالتوليف بين الأوراق المالية المتاحة للوصول إلى العدد الممكن تكوينه من المحافظ(العيد م.، 2003–2004، صفحة 226).

– تحديد الوزن النسبي لكل ورقة مالية في محفظتها بالاعتماد علىالنموذجين الرياضيين التاليين :

$$Z_{i=} \frac{B_i}{\sigma_i^2}\left(\frac{R_i - R_f}{B_i} - C_i\right)$$

$$W_i = \frac{Z_i}{\sum_{i=1}^{n} Z_i}$$

المعادلة الأولى يتم من خلالها تحديد الوزن الترجيحي للورقة المالية . أما المعادلة التالية فهي نسبة مئوية تحدد الوزن النسبي للورقة المالية داخل المحفظة (المومني، 2009، صفحة 172).

نلاحظ أن لمؤشرات الأسواق المالية الدولية دور في تحديد الوزن النسبي للأوراق المالية الدولية داخل المحفظة الاستثمارية الدولية بحيث يدخل في تركيب بيتا التي تدخل في تركيب القانون الذي يعتمد عليه في تحديد الوزن النسبي للأوراق المالية .

– **تحديد المحافظ الاستثمارية الكفأة** من خلال رسم منحنى الحد الفعال الذي يربط بين المحافظ الاستثمارية الدولية التي تنطبق عليها قواعد الهيمنة(العيد م.، 2003–2004، صفحة 229).

ومن أجل رسم هذا المنحنى يقوم مدير المحفظة بحساب عائد ومخاطر كل محفظة استثمارية دولية وذلك وفق المعادلات التالية (غنيم، 2002، صفحة 22):

- ✓ **معادلة عائد المحفظة الاستثمارية**

$$R_{p=} \sum_{i}^{n} W_i R_i$$

Rp :عائد المحفظة الاستثمارية الدوليةRi : العائد المتوقع لكل ورقة مالية دوليةWi: الوزن النسبي لكل ورقة مالية دولية داخل المحفظة(شبيب، ادارة المحافظ الاستثمارية ،ط1، 2010، صفحة 104)

- ✓ **معادلات مخاطر المحفظة الاستثمارية الدولية**
  - معامل بيتا للمحفظة الاستثمارية

$$B_{P=}\frac{\sum_{i=1}^{n} V_i B_i}{\sum_{i=1}^{n} B_i}$$

B_P: بيتا المحفظة، B_i: بيتا كل ورقة مالية داخل المحفظة، V_i: قيمة كل ورقة مالية دولية في رأسمال المحفظة(المومني، 2009، صفحة 187).

- الانحراف المعياري (σ) للمحفظة الاستثمارية ذلك

$$\sigma_{p=}\sqrt{\sum_{i}^{n} W_i^2 \sigma_i^2 + 2\sum_{i=1,j=1}^{n} W_i W_j COV_{ij}}$$

$$\sigma_{p=}\sqrt{\sum_{i=1}^{n} W_i^2 \sigma_i^2 + 2\sum_{i=1,j=1}^{n} W_i W_j r_{i,j} \sigma_i \sigma_j}$$

σ_P: المخاطر غير المنتظمة للمحفظة الاستثمارية الدولية، $W_{i,j}$: وزن كل ورقة مالية دولية داخل المحفظة الاستثمارية الدولية، $\sigma_{i,j}$: المخاطر غير المنتظمة لكل ورقة مالية دولية ، COV_{ij}:التغاير المشترك بين كل ورقتين ماليتين في المحفظة، $r_{i,j}$: معامل الارتباط بين كل ورقتين دوليتين في المحفظة الاستثمارية الدولية (سلام، 2004، صفحة 331).

ج. **تحديد المحفظة الاستثمارية الدولية المثلى Optimum International Investment Portfolio:** المحفظة الاستثمارية الدولية المثلى هي تلك المحفظة التي تتكون من تشكيلة متوازنة من الأصول الاستثمارية تجعلها أكثر ملائمة لتحقيق أهداف المستثمر (بكري، 2002، صفحة 203).من أجل تحديد المحفظة الاستثمارية المثلى من ضمن الكفأة المتوفرةيستعين مدير المحفظة بمنحنيات السواءالتي تعبر عن الخطالذي يصل النقاط التي يكون تخوف المستثمر فيها من المخاطر و رغبته في العوائد متساويةو جميع هذه النقاط تكون بالنسبة له واحدة(شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، 2009، صفحة 355).

من خلال ماسبق يتضح الدور الفعال الذي تلعبه مؤشرات الأسواق المالية الدولية في قرار المزج الرئيسي بحيث من خلال الاستعانة بها يمكن تحديد الأوراق المالية الكفأة التي يمكن

ضمها إلى المحفظة الاستثمارية الدولية هذا من جهة، وتحديد الأوزان النسبية لهذه الأوراق في المحفظة الاستثمارية الدولية من جهة أخرى. و هتان النقطتان تشكلان جوهر قرار المزج الرئيسي .

2/2/1- دور مؤشرات الأسواق المالية الدولية في قرار التوقيت الاستثماري :

يشكل قرار التوقيت الاستثماري الأساس الثاني لمرحلة اختيار المحفظة الاستثمارية الدولية ، ذلك أنه بعد تعرف مدير المحفظة على ماذا يشتري كأساس أول يكون لزاما عليه تحديد متى يشتري ؟

من أجل هذا يعتمد مدير المحفظة على تقنيات التحليل الفني الذي هو عبارة عن دراسة حركة سوق الأوراق المالية الدولية باستخدام الرسوم البيانية (الخرائط) من حيث السعر وحجم التعاملات. سواء على مستوى سوق الأوراق المالية الدولية الكلي(مؤشرات الأسواق المالية الدولية) أو الأوراق المالية الدولية الفردية ، وذلك لتحديد اتجاهات السوق السابقة والتي يمكن من خلالها التنبؤ بالسلوك المستقبلي للسوق ككل والأوراق المالية الفردية ، وأحيانا يسمى بتحليل السوق أو التحليل الداخلي ، لأنه يستخدم بيانات السوق نفسه لتقييم الطلب والعرضعلى أوراق مالية دولية معينة أو السوق بأكمله(المهيلمي، 2006، صفحة 06).وهذا يعني أن لمؤشرات الأسواق المالية الدولية دور في قرار التوقيت الاستثماري .

3/1- دور مؤشرات الأسواق المالية الدولية في تقييم المحفظة الاستثمارية الدولية

يتطلب تقييم المحفظة الاستثمارية المشكلة احترام المبادئ التالي :

- مقارنة الأداء الفعلي بالأداء المتوقع و يكون ذلك من خلال الاعتماد على آليات السوق المالي الدولي آخذين بعين الاعتبار مدى حساسية المواد المكونة للمحفظة الاستثمارية لمخاطر السوق.
- قياس قيمة أصول المحفظة و هنا يكون على أساس القيمة السوقية أو القيمة الحقيقية للأدوات ولا يعتمد على كلفتها الأصلية.
- نأخذ بعين الاعتبار الأرباح الموزعة و المتوقع توزيعها في المستقبل إضافة إلى ذلك العائد الإجمالي و المكاسب و الخسائر الإرادية و الرأسمالية الفعلية (و غير المحققة) التي تنشأ نتيجة لتقلبات القيمة السوقية للأدوات الاستثمارية.
- مقارنة أداء المحفظة الاستثمارية مع أداء السوق المالي الدولي الذي تعكسه مؤشرات الأسواق المالية الدولية.

من أجل تقييم المحافظ الاستثمارية الدولية توجد العديد من الأدوات من أهمها مقياس شارب، مقياس تراينور، نموذج جنسن(سويلم، 2001، صفحة 180).

أ. **مقياس شارب** :يمثل مقياس شارب نسبة المكافأة إلى التقلب في العوائد،ويعطى وفق الصيغة الرياضية التالية

$$C_{P=}\frac{R_P-R_f}{\sigma_P}$$

C_P : أداء المحفظة الاستثمارية الدولية ،R_P: عائد المحفظة الاستثمارية الدولية

R_f: العائد الخالي من الخطر، σ_P: الانحراف المعياري لعوائد المحفظة الاستثمارية الدولية لمعرفة أداء المحفظة الاستثمارية الدولية يتم مقارنة نتيجة مقياس شارب مع خط السوق الذي يمثل بالمعادلة التالية(المومني، 2009، صفحة 227) :

$$R_{P=}\sigma_P+\frac{R_m-R_f}{\sigma_m}$$

ما يمكن ملاحظته هو أن مؤشر السوق لم يستخدم في صيغة مقياس شارب لكنه موجود في معادلة خط السوق التي يجري الاعتماد عليها في التقييم مع مقياس شارب ، مما يعني أن لمؤشر السوق دور في تقييم المحفظة الاستثمارية وفق مدخل مقياس شارب .

ب. **مقياس تراينور** يعتمد مقياس تراينور على بيتا في تقييم المحفظة الاستثمارية ، بحيث يعتبر أن المخاطر الغير منتظمة يمكن السيطرة عليها من خلال التنويع . يتم تحديد أداء المحافظ الاستثمارية الدولية بواسطة هذا المقياس حسب النموذج الرياضي التالي(حنفي، 2005، صفحة 499):

$$T_P=\frac{R_P-R_f}{B_P}$$

T_P: مقياس تراينور لأداء المحفظة ،R_P: معدل عائد المحفظة ،R_f: المعدل الخالي من المخاطر.

B_P: بيتا المحفظة .

من خلال ملاحظة تركيبة مقياس ترينور ، نجد أن مؤشر السوق موجود ضمن التركيبة، ذلك أن بيتا المحفظة تحسب من خلال بيتا كل ورقة مالية ، وهذه الأخيرة تحسب بناء على العلاقة بين الورقة المالية ومؤشر السوق، وعليه يمكن القول أن لمؤشرات الأسواق المالية الدولية دور في مقياس ترينور الذي يستخدم لمعرفة رتبة أداء المحفظة ومنه في تقييم المحفظة الاستثمارية .

ج. **نموذج جنسن** :اعتمد جنسن في تقييم المحفظة الاستثمارية النموذج الذي يقدم وفق الصيغة التالية(المومني، 2009، صفحة 235):

$$R_P - R_f = \alpha_P + B_P(R_m - R_f)$$

R_P: معدل عائد المحفظة، R_f: المعدل العائد الخالي من المخاطرة ، α_P:قدرة مدير المحفظة على التقدير، B_P: بيتا المحفظة ، R_m: معدل عائد السوق تعكسه أحد مؤشرات الأسواق المالية الدولية.

ويتم الاعتماد في هذا النموذج على قيمة α لتقييم أداء المحفظة الاستثمارية الدولية، بحيث إذا كانت (α>0) فهذا أن أداء المحفظة أعلى من أداء السوق ، والعكس إذا كانت (α<0). وطبعا إذا كانت (α=0) فإن أداء المحفظة مقبول وهو يوازي أداء السوق(سلام، 2004، صفحة 218).

يظهر من خلال تركيبة نموذج جنسن أن لمؤشرات الأسواق المالية دور فيه بحيث نجدها من خلال قيمة R_m وكذا قيمة B_P. و عليه يمكن القول بما أن نموذج جنسن يستخدم في تقييم المحفظة الاستثمارية الدولية ومؤشرات الأسواق المالية الدولية لها دور في هذا النموذج وعليه فإن لمؤشرات الأسواق المالية الدولية دور في تقييم المحفظة الاستثمارية الدولية.

بتقييم أداء المحفظة الاستثمارية يكون مدير المحفظة الاستثمارية الدولية قد مر على كل مراحل إدارة المحفظة، لكنه سيبدأ من جديد بحيث أن هذا التقييم سيوجه لمراجعة المحفظة وهي المرحلة الأخيرة من إدارة المحفظة الاستثمارية ، في هذه المرحلة يتم إعادة تركيب المحافظة بناء على ما يتم التوصل إليه خلال مرحلة التقييم

الخاتمة :

يتبين لنا من دراسة دور مؤشرات الأسواق المالية الدولية في إدارة المحفظة الاستثمارية الدولية أهمية وجود هذه المؤشرات، ذلك أنها توفر الكثير من الحسابات على مدير المحفظة هذا من جهة، ومن جهة أخرى مساهمتها الكبيرة في تحليل المعلومات وتركيب المعادلات التي يجريها مدير المحفظة خلال إدارته لمحفظته الاستثمارية الدولية والوصول إلى المحفظة المثلى التي تحقق الأهداف التي شكلت من أجلها.

الهوامش:

1 أرشد فؤاد التميمي،أسامة عزمي سلام. (2004). الاستثمار بالاوراق المالية تحليل و ادارة ،ط1. عمان، الأردن: دار الميسرة للنشر والتوزيع والطباعة.

2 أمين السيد أحمد لطفي. (2006). التحليل المالي لأغراض تقييم الأداء و الاستثمار في البورصة. الإسكندرية ، مصر: الدار الجامعية .

3 حسين عطا غنيم. (2002). دراسات في التمويل ،ط1. عمان ، الاردن : دار المناهج.

4 دريد كامل آل شبيب. (2010). ادارة المحافظ الاستثمارية ،ط1. عمان ، الاردن: دار المسيرة للنشر والتوزيع والطباعة.

5 دريد كامل آل شبيب. (2009). الاستثمار والتحليل الاستثماري. عمان، الأردن: دار البازوري العلمية للنشر والتوزيع.

6طارق عبد العال حماد. (2007). دليل التعامل في البورصة. الإسكندرية، مصر: الدار الجامعية.

7عبد العزيز النجار. (2007). أساسيات الإدارة المالية. الإسكندرية، مصر: المكتب العربي الحديث.

8عبد الغفار حنفي. (2005). اساسيات الاستثمار في بورصة الاوراق المالية . الاسكندرية ، مصر : الدار الجامعية .

9عبد المجيد المهيلمي. (2006). التحليل الفني لأسواق المالية ،ط3. القاهرة ،مصر: البلاغ للطباعة والنشر والتوزيع.

10غازي فلاح المومني. (2009). ادارة المحافظ الاستثمارية الحديثة . عمان ، الاردن : دار المناهج للنشر والتوزيع .

11كمال الدين الدهراوي. (2006). تحليل القوائم المالية لإغراض الاستثمار. الإسكندرية، مصر: المكتب الجامعي.

12محمد سويلم. (2001). ادارة البنوك وصناديق الاستثمار وبورصات الاوراق المالية . مصر: دار النهضة العربية .

13محمد صالح الحناوي ،نهال فريد مصطفى، جلال إبراهيم العيد. (2003-2004). الاستثمار في الأسهم والسندات. الإسكندرية، مصر: الدار الجامعية.

14محمد صالح الحناوي. (2000). الإدارة المالية والتمويل. الإسكندرية، مصر: الدار الجامعية.

15محمد صالح الحناوي، نهال فعال فريد مصطفى، جلال إبراهيم العيد. (2003-2004). الاستثمار في الأوراق المالية ومشتقاتها، مدخل التحقيق الأساسي والفني . الإسكندرية، مصر: الدار الجامعية.
16محمود محمد الداغر. (2005). الأسواق المالية،مؤسسات،أوراق، بورصات. عمان ، الاردن : دار الشروق.
17هوشيار معروف. (2003). الاستثمارات والأسواق المالية . عمان ، الاردن : دار الصفاء .
18وليد صافي ،أنس بكري. (2002). الأسواق المالية والدولية. عمان، الاردن: دار المستقبل للنشر.