

كفاءة الأسواق المالية واستراتيجيات الاستثمار

في الأسهم و السندات

برودي نعيمة

جامعة تلمسان

مقدمة

تتضمن عملية بناء المحفظة الاستثمارية اختيار عناصر المحفظة من حيث أنواعها، ومن حيث نسبة الأموال المستثمرة في كل منها، ويتوقف نجاح الاستثمار في الواقع على عملية مراجعة المحفظة بشكل دائم لتحديد متى وكيف يجب أن يتم تغيير عناصر المحفظة حيث أن أهداف المستثمرين تتغير من جهة، كما تتغير أسعار الأوراق المالية من جهة أخرى. فعملية إدارة المحفظة والتي تشمل بناء المحفظة و مراجعتها لابد و أن تتم بصفة مستمرة سواء كان المستثمر يتبع إستراتيجية الاستثمار السلبية Passive investment strategy أم يتبع إستراتيجية الاستثمار النشطة Active investment strategy.

و ترتبط المفاضلة بين الإستراتيجية السلبية و الإستراتيجية النشطة بمفهوم كفاءة السوق ارتباطا قويا، فالمستثمر الذي يؤمن بكفاءة السوق سوف يتمسك بإتباع سياسة الاستثمار السلبية طالما أنه مقتنع بصعوبة إيجاد أوراق مالية مسعرة تسعيرا خاطئا، وبالتالي سوف يحرص على تقليل تكلفة المعاملات وعلى الحد من الوقت و الجهد والموارد اللازمة لتحليل الأوراق المالية طالما أن أسعار هذه الأوراق سوف تعكس جميع المعلومات المتاحة في السوق في ظل فرض نظرية السوق الكفاءة، أما المستثمر الذي لا يؤمن بكفاءة السوق سوف نجده حريص على إتباع الإستراتيجية النشطة من خلال البحث عن الأوراق المالية ذات الخلل السعر في محاولة للاستفادة من الفاصل الزمني الذي تستغرقه عملية استجابة أسعار السوق للمعلومات الجديدة هو ما يميز السوق غير الكفاء. فهذه المجموعة من المستثمرين تتحمل تكاليف مرتفعة تتمثل أساسا في تكلفة المعاملات وتكلفة تحليل الأوراق المالية، ولكنها تعتقد في إمكانية تحقيق عوائد غير عادية تفوق هذه التكاليف الإضافية.

و عليه فيما تتمثل مختلف الاستراتيجيات التي يختارها المستثمرون من أجل تكوين و إدارة محافظ الأسهم و السندات في ظل الاعتراف أو رفض نظرية السوق الكفاء؟

أولا: كفاءة الأسواق المالية

تقوم سوق الأوراق المالية بمهمة أساسية تتمثل في تخصيص و حشد الموارد تجاه الاستثمارات المنتجة، وهي بذلك تمثل قناة تضمن تمويل الاستثمارات و آلية لتسويق و تسعير الأوراق المالية، وحتى تقوم السوق بوظائفها على أكمل وجه يجب أن تتصف بالكفاءة، و تتصف السوق بالكفاءة الكاملة إذا كانت تعكس بصورة كاملة و صحيحة كافة المعلومات المتاحة و المتصلة بالتأثير على سعر الورقة المالية.

1. مفهوم كفاءة السوق و علاقتها بالحركة العشوائية

تعتبر نظرية كفاءة الأسواق المالية من النظريات البسيطة إلا أن امتداداتها معقدة، إذ توجد عدة تعاريف للكفاءة، حيث تطور هذا المفهوم بمرور الزمن نتيجة للأعمال المطردة منذ أول ظهور لهذه النظرية.

1. تعريف كفاءة الأسواق المالية

تعريف فاما 1965 Fama " نقول عن سوق مالي أنه كفاء إذا كانت جميع المعلومات المتاحة والخاصة بكل أصل متداول في هذا السوق مدمجة و بسرعة في سعر ذلك الأصل".
أما 1978 Jensen فقد عرف السوق الكفاء كما يلي: " نقول عن سوق مالي بأنه كفاء إذا كانت الأسعار تعكس كافة المعلومات المتاحة، و من أجل أن تعكس الأوراق المالية هذه المعلومات لابد أن يكون هامش الربح الناتج عن التصرفات المعتمدة على المعلومات لا يتجاوز التكاليف الحدية للحصول على هذه المعلومات، فـ جنسن يرى أنه يستحيل تحقيق أرباح غير عادية على أساس تلك المعلومات".
أما 2003 Malkiel إن الأسواق المالية الكفاءة لا تسمح للمستثمرين بتحقيق عوائد أعلى من متوسط السوق إلا إذا قبلوا تحمل مخاطر أكبر".

و قد عرف 1992 Higgins السوق الكفاء على أنها " السوق التي تستجيب في ظلها أسعار الأوراق المالية للتغيرات في نتائج تحليل المعلومات الواردة إلى السوق، بحيث تحدث هذه الاستجابة بسرعة و تؤدي إلى تساوي القيمة السوقية للأصل مع قيمته الحقيقية، وبحيث لا تستطيع أي فئة من المستثمرين تحقيق عوائد غير عادية على حساب فئة أخرى كنتيجة لاكتشاف أوراق مالية تقل أو تزيد أسعارها عن قيمتها الحقيقية، و في ظل السوق الكفاء يحقق المستثمرون نفس معدل العائد لمستوى معين من المخاطرة".

أما 1986 Firth يعرف السوق الكفاء على أنها " السوق التي لا يوجد فيها فاصل زمني بين تحليل المعلومات و الوصول إلى نتائج بشأن قيمة الورقة المالية، و بالتالي لن يستطيع أي مستثمر أن يستغل معرفته بمعلومات معينة لتحقيق عائد غير عادي".

كما تعرف السوق الكفاءة بأنها " السوق التي يتم فيها تعديل أسعار الأوراق المالية بشكل سريع استجابة لنشر المعلومات الجديدة، و أن الأسعار الجارية للأوراق المالية تعكس و بشكل كامل كل المعلومات المتاحة، لذلك فإن الأسعار الجارية للأوراق المالية في سوق فعالة تعبر عن الأسعار الحقيقية لهذه الأوراق".

و يعرفها Scott " هي السوق التي تقوم بتسعير الأوراق المالية بشكل صحيح".

2. الحركة العشوائية للأسعار و كفاءة السوق

تصف ظاهرة الحركة العشوائية Random Walk حركة متغير لا يمكن التنبؤ بتغيراته المستقبلية حيث يحتمل أن تتغير قيمته الحالية انخفاضاً و ارتفاعاً، ويرجع اكتشاف ظاهرة الحركة العشوائية إلى الباحث الفرنسي لويس باشلييه Louis Bachelier في عام 1900 حيث قام برصد التغيرات المتتالية للأسعار في سوق السلع وتبين له أنها تفتقد وجود أي ترابط بينها مما يعني عدم وجود

نمط محدد لحركة تلك الأسعار، وقد علق على ذلك بأن المضاربة في السوق هي لعبة عادلة حيث لا يمكن لا للبانع ولا للمشتري تحقيق أرباح على حساب غيره.

إلى جانب هذا قام موريس كاتدال Maurice Kendall في عام 1953 بدراسة سلوك أسعار الأسهم من خلال دراسته للأسواق في بريطانيا، وذلك في محاولة منه لضبط نماذج متكررة لتلك الأسعار وفي فترات زمنية مختلفة من الرواج والكساد، غير أنه فوجئ بأنه لا يمكن تحديد أنماط محددة لتغيرات أسعار الأوراق المالية يمكن استخدامها في التنبؤ، حيث اتضح له أن أسعار الأسهم تتغير بشكل عشوائي، فقد ترتفع أو تنخفض في اليوم الواحد بغض النظر عن اتجاهات تغيرها في الماضي، وبالتالي لا يمكن لمجموعة من المستثمرين تحقيق أرباح على حساب الآخرين على اعتبار أن جميع المعلومات المتحصل عليها تنعكس في سعر الورقة المالية و أي معلومة جديدة تصل السوق تعدل توقعات المستثمرين فيتغير السعر، وحتى توقعات المستثمرين بشأن بعض المؤسسات و نتائجها معكوسة في أسعار أوراقها المالية المصدرة وبالتالي فإن التغيرات في الأسعار تكون مستقلة عن بعضها البعض و تبقى مرتبطة بالمعلومات التي تأتي إلى السوق في نمط عشوائي وتعكس في السعر.

II. سمات و متطلبات كفاءة الأسواق المالية

يتسم السوق الكفاء بما يلي:

- في السوق الكفاء تكون القيمة السوقية للورقة المالية مساوية لقيمتها العادلة التي يتولد عنها عائد يكفي لتعويض المستثمر عن مخاطر الاستثمار في تلك الورقة، و على الرغم من أن المعلومات المتاحة لكافة المتعاملين في نفس الوقت إلا أن تقديراتهم بشأن عوائد الاستثمار والمخاطر المرتبطة بها تتباين، فتتجه قرارات بعض المستثمرين بالأسعار بعيدا عن قيمتها الحقيقية نظرا لمحدودية خبرتهم، في حين تدفع قرارات المستثمرين ذوي الخبرة الواسعة بالأسعار نحو القيمة الحقيقية للورقة المالية.
- لا يمكن لأي من المتعاملين تحقيق أرباح غير عادية نظرا لأن أسعار التداول في السوق تعكس دائما كافة المعلومات المتاحة بسرعة فائقة، و بالتالي لا يتم بيع أي ورقة مالية في السوق في أية لحظة بسعر يزيد أو يقل عن قيمتها الحقيقية، حيث يعكس سعر التداول كافة المعلومات المتاحة لجمهور المتعاملين في تلك اللحظة. و ليس بالضرورة أن يكون سعر التداول الجديد عند وصول معلومة جديدة إلى السوق هو السعر التوازني، إلا أنه قد يمثل تقدير غير متحيز للسعر التوازني النهائي الذي يستقر عنده التداول بعد حصول كافة المتعاملين على كل المعلومات الجديدة .

ففي حالة السوق غير الكفاء لا يستجيب سعر تداول الورقة المالية بسرعة لأي معلومة جديدة وتمر فترة زمنية حتى يصبح السعر السوقي مساويا للقيمة العادلة للورقة المالية، و يتوقف طول الفترة الزمنية التي يحتاجها السعر ليصل إلى قيمته الحقيقية على سرعة وصول المعلومة الجديدة للمتعاملين ليقوموا بتصحيح تقديراتهم الخاصة بالقيمة العادلة للورقة المالية و تعديل قراراتهم الاستثمارية، أما في حالة السوق الكفاء يحدث ارتفاع أو انخفاض في سعر تداول الورقة المالية في الحال و بعد وصول المعلومة الجديدة مباشرة، بعبارة أخرى لا يوجد فاصل زمني بين وصول المعلومة الجديدة إلى السوق و استجابة سعر التداول لها.

1. الكفاءة الكاملة و الكفاءة الاقتصادية

إن السوق الكفاء هو ذلك السوق الذي لا يوجد فيه فاصل زمني بين تحليل المعلومات الجديدة الواردة إلى السوق و بين الوصول إلى نتائج محددة بشأن سعر السهم، و هو ما يضمن تغيير فوري في السعر بما يعكس ما تحمله تلك المعلومات من أنباء سارة أو غير سارة هذا بالطبع يحمل في طياته أن لا يوجد فاصل زمني بين حصول مستثمر و آخر على تلك المعلومات و من ثم لن تتاح لأي منهم فرصة لا تتاح لغيره و هذا ما يعرف بالكفاءة الكاملة.

أ. الكفاءة الكاملة

- يتسم السوق بالكفاءة الكاملة في حالة توافر فروض السوق الكاملة و تتمثل في ما يلي:
- المعلومات متاحة لجميع المستثمرين بسرعة و بدقة و في نفس اللحظة، فعندما يستقبل المستثمرون المعلومات الجديدة يسعون إلى تصحيح الأسعار بسرعة، كما أن المستثمرون يحصلون على المعلومات بدون تكاليف و من ثمة تماثل و تجانس توقعات كل المستثمرين نظرا لتماثل المعلومات المتاحة لهم.
- ترد المعلومات إلى السوق بطريقة عشوائية حيث أن وصول أية معلومة إلى السوق يكون مستقلا عن وصول أية معلومات أخرى، كما يمكن للمستثمر أن يبيع أو يشتري أي كمية من الأوراق المالية مهما صغر حجمها و بالتالي سهولة الدخول و الخروج من السوق في ظل عدم وجود قيود على التعامل مثل تكاليف المعاملات أو الضرائب.
- وجود عدد كبير من المستثمرين و من ثم فإن تصرفات أي منهم لا يحتمل أن تؤثر تأثيرا ملموسا على أسعار الأسهم، و هذا يعني أن على كل مستثمر أي يقبل الأسعار المعلنة.
- يتصرف المستثمرون بالرشد فهم يسعون إلى تعظيم المنفعة التي يحصلون عليها من وراء استغلال ثرواتهم.

و لكن هل يمكن لهذه الشروط أن تتحقق في الواقع؟

بالنسبة للشرط الأول: يؤكد الواقع على أن المعلومات في بعض الأسواق على الأقل تعد مكلفة كما لا اتكار احتمال قيام أحد أعضاء مجلس إدارة إحدى الشركات بتزويد بعض أقرانه أو أصدقائه بالمعلومات عن الشركة المعنية يمكنهم بمقتضاها تحقيق نوع من السبق على غيرهم من المستثمرين.

أما بالنسبة للشرط الثاني: فهناك تكاليف للمعاملات كما توجد ضرائب على المعاملات بالإضافة إلى تكاليف أخرى، كما أن هناك العديد من القوانين التي تفرض قيودا على إبرام بعض الصفقات و من أمثلتها تلك التي تتعلق بالشراء على الهامش و البيع على المكشوف، ويضاف إلى ذلك وجود حد أدنى لعدد الأسهم التي يمكن أن يشتريها أو يبيعها المستثمر من أسهم منشأة ما .

أما بالنسبة للشرط الثالث: و الذي يقضي على توافر عدد كبير من المستثمرين فسوف نواجه بالحقيقة التي تشير إلى أن ما بين 70% إلى 75% من المعاملات التي أبرمت في العقد الأخير من القرن الماضي في بورصة نيويورك كانت لحساب المؤسسات المالية المتخصصة في الاستثمار و أن حجم الصفقات لبعض هذه المؤسسات كان ضخاما، بحيث ترك في بعض الأحيان أثارا على سعر الورقة المالية التي تضمنتها الصفقة، ليس هذا فقط بل أن مجرد إشاعة عن أن أحد الخبراء المعروفين في مجال تنفيذ صفقات شراء الأسهم بهدف السيطرة أو أن أحد المستثمرين المشهود لهم بالحنكة و القدرة على المناورة

في طريقه إلى شراء أسهم إحدى الشركات كفيل بأن يحدث تغييرا في سعر الورقة المالية التي يزعم التعامل عليها.

أما الشرط الرابع و هو الذي يقضي بأن المستثمر يسعى لتعظيم المنفعة من موارده المتاحة فهو شرط مقبول حيث أن أغلبية المستثمرين يضع ذلك الهدف نصب عينه إذ يستخدمون العائد والمخاطرة كأساس للمفاضلة بين الأوراق المالية المناظرة.

و إذا ما قبلنا الشرط الرابع حينئذ نكون قد انتقلنا من مفهوم الكفاءة الكاملة للسوق إلى مفهوم الكفاءة الاقتصادية.

ب. الكفاءة الاقتصادية

يفترض في الكفاءة الاقتصادية للسوق أن المستثمر يسعى أيضا إلى تعظيم المنفعة وأنه يسعى إلى الحصول على المعلومات التي تساعد لتحقيق هذا الهدف، و في ظل الكفاءة الاقتصادية للسوق يتوقع أن يمضي بعض الوقت بين وصول المعلومات الجديدة إلى السوق و ممارسة تلك المعلومات لتأثيرها على أسعار الأوراق المالية، أو بمعنى آخر توجد فترة إبطاء قصيرة بين وصول المعلومات و انعكاس هذه المعلومات على الأسعار في السوق، و يعني ما تقدم أن القيمة السوقية للسهم قد تكون أعلى أو أقل من قيمته الحقيقية لبعض الوقت على الأقل، تتكفل بعدها قوى السوق بإعادة التوازن.

2. متطلبات كفاءة السوق المالي

يعترف مفهوم الكفاءة الاقتصادية بوجود فاصل زمني بين ورود المعلومات و استجابة أسعار الأسهم لتلك المعلومات حيث أشار Francis و Samuels و Wilkes إلى أن السوق الكفء هو ذلك السوق الذي يحقق تخصيصا كفئا للموارد المتاحة بما يضمن توجيه تلك الموارد إلى المجالات الأكثر ربحية، كما أن السوق يلعب دورين أساسيين هما:

- الدور المباشر: يقوم على حقيقة مؤداها أنه عندما يقوم المستثمرون بشراء أسهم منشأة ما فهم في حقيقة الأمر يشترون عوائد مستقبلية، هذا يعني أن المنشآت التي تتاح لها فرص استثمار واعدة سوف تستطيع بسهولة إصدار المزيد من الأسهم و بيعها بسعر ملائم مما يعني زيادة حصيللة الإصدار و انخفاض متوسط تكلفة الأموال بالتبعية، و يحدث العكس إذا لم يكن للمؤسسة فرص استثمارية واعدة حيث تنخفض حصيللة الإصدارات لديها عند تصريف أسهمها و منه ارتفاع تكلفة الأموال.
 - الدور غير المباشر: إن إقبال المستثمرين على التعامل في الأسهم التي تصدرها المنشأة يعد بمثابة مؤشر أمان للمقرضين مما يعني إمكانية حصول المنشأة على المزيد من الموارد المالية خلال إصدار سندات أو إبرام عقود اقتراض مع المؤسسات المالية و عادة ما يكون ذلك بسعر فائدة مقبول.
- و لكي يحقق السوق المالي هدفه الرئيسي المتمثل في التخصيص الكفء للموارد المالية المتاحة يجب أن تتوافر سمتين أساسيتين هما كفاءة التسعير و كفاءة التشغيل .

أ. كفاءة التسعير

يطلق على كفاءة التسعير بالكفاءة الخارجية و يقصد بها أن المعلومات الجديدة تصل إلى المتعاملين في السوق بسرعة بما يجعل أسعار السهم مرآة تعكس كافة المعلومات المتاحة، ليس هذا فقط

بل أن المعلومات تصل إلى المتعاملين دون أن يتكبدوا في سبيلها تكاليف باهضة بما يعني أن الفرصة متاحة للجميع للحصول على تلك المعلومات، وبهذا يصبح التعامل في ذلك السوق بمثابة مباراة أو لعبة عادلة فالجميع لديهم نفس الفرصة لتحقيق الأرباح إلا أنه يصبح صعبا على أي منهم أن يحقق أرباحا غير عادية على حساب الآخرين .

و إذا كان تحقيق أرباح غير عادية أمرا صعبا في السوق إلا أنه أيضا أمر غير مستحيل فقد يمتنى مستثمر عديم الخبرة بخسائر فادحة نظرا لدخوله السوق دون تحليل للمعلومات المتاحة غير أن هذا لا يرجع إلى نقص كفاءة السوق بل يرجع إلى جهل المستثمر، كذلك قد يستطيع عدد محدود من الأفراد استخدام وسائلهم الخاصة في الحصول على المعلومات قبل غيرهم و استخدامها في تحقيق أرباح غير عادية غير أن هذا يحدث في عدد قليل من المستثمرين و لمرات معدودة . فالسوق الكفاء لا يمكن في ظله لعدد كبير من المتعاملين أن يحصلوا على الدوام على تلك المعلومات و يحققوا بسبب ذلك أرباح طائلة على حساب آخرين.

و يكون السوق كفاء عند هذا المستوى كفاءة التسعير إذا كانت جميع المعلومات المتوفرة و الملائمة لتقييم الأصول المالية المتعامل بها في السوق منعكسة في الأسعار و في اللحظة ذاتها التي تصل فيها سواء كانت هذه المعلومات متعلقة بالماضي أو معلومات حاضرة ، تتوفر في وقت التقييم أو تعلق بتوقعات الأحداث في المستقبل و بالتالي فإن سعر الأصل المالي في أي لحظة هو تقدير عادل لقيمتة الحقيقية انطلاقا من هنا يطلق بعض المفكرين في مجال الفكر المالي مصطلح الكفاءة التخصيصية لهذا المطلب من متطلبات الكفاءة لأنه انطلاقا من القيمة الحقيقية يتمكن السوق المالي من توجيه الموارد المالية للمجالات الأكثر ربحية باعتبار أن القيمة الحقيقية للورقة المالية تعطي صورة عادلة لقيمة المؤسسة المصدرة لها.

ب. كفاءة التشغيل

يطلق على كفاءة التشغيل بالكفاءة الداخلية و يقصد بها قدرة السوق على خلق توازن بين العرض والطلب دون أن يتكبد المتعاملين فيها تكلفة عالية للسمسرة و دون أن يتاح للتجار و المتخصصين أي صناع السوق فرصة لتحقيق مدى أو هامش ربح مغال فيه و كما يبدو فإن كفاءة التسعير تعتمد إلى حد كبير على كفاءة التشغيل، فلكي تعكس قيمة الورقة المالية المعلومات الواردة ينبغي أن تكون التكاليف التي يتكبدتها المستثمرون لإتمام الصفقة عند حدها الأدنى بما يشجعهم على بذل الجهد للحصول على المعلومات الجديدة وتحليلها مهما كان حجم التأثير الذي تحدثه تلك المعلومات على السعر الذي تباع به الورقة . ويتحقق كفاءة السوق التشغيلية من خلال الحفاظ على استقرار السوق من قبل التجار وصناع السوق والسماسرة والوسطاء وذلك عن طريق مواجهة حالات الطلب العالي وامتصاص العرض الكبير من الأوراق المالية، وذلك بشرائها لحسابهم الخاص وبهوامش منخفضة. ومع تزايد كفاءة العمليات تنخفض تكاليف العمليات و هذا ما يؤدي إلى اتساع حجم السوق لتكون أكثر قدرة على استيعاب كافة المشروعات الاستثمارية.

III. الصيغ المختلفة لكفاءة السوق

إن كفاءة الأسواق المالية ترتبط أساساً بتوافر المعلومات المناسبة بسرعة و بدون تكلفة بالنسبة لجميع المتعاملين حيث تتعلق بفروض السوق الكفاء بمدى استجابة أسعار الأسهم للمعلومات، وبالتالي فإن السوق قد تكون كفاء بالنسبة لنظام معين من المعلومات و لكنها غير كفاء بالنسبة لنظام معين، و قد اقترح Eugene Fama في سنة 1970 ثلاثة صيغ للكفاءة على أساس المعلومات التي تتضمنها مجموع المعلومات المتاحة. و تتمثل تلك الصيغ في :

1. الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق

بموجب هذه الصيغة تكون المعلومات التي تعكسها أسعار الأوراق المالية في السوق هي معلومات تاريخية و التي تتعلق بتحركات الأسعار و أحجام التداول السابقة، و عليه فإن المعلومات التي أدت إلى ارتفاع سعر سهم ما في الفترة السابقة ليست ذي جدوى و أهمية في التنبؤ بالسعر مستقبلاً. إذن في ظل هذا الفرض فإن أي محاولة للتنبؤ بأسعار أي سهم من واقع سلسلة زمنية للأسعار الماضية لن تنجح، ذلك لأن التغيرات في الأسعار تأخذ شكلاً عشوائياً يرتبط بمرور معلومات جديدة و ليس بوجود معلومات تاريخية و لأن جميع المعلومات التاريخية هي متاحة و معروفة للجميع أضف إلى ذلك بأن التغيرات الحاصلة على أسعار الأوراق المالية تتميز بأنها مستقلة عن بعضها البعض و أنها عديمة الارتباط فيما بينها و منه فليس بمقدور أي شخص أن يقوم بتحليل المعلومات التاريخية من أن يحدد ما ستكون عليه أسعار الأوراق المالية في المستقبل بعبارة أخرى أن سعر الورقة المالية في الفترة $t+1$ مستقلة تمام الاستقلال عن سعر الورقة المالية في الفترة t أو أي فترة سبقتها.

و عليه فإنه لا يمكن للمستثمرين أن يحققوا أي أرباح غير عادية من تحليل الحركة التاريخية للأسعار، و تكون الوسيلة الوحيدة لتحقيق أرباح غير عادية هي الوصول إلى معلومات عامة أو معلومات خاصة من داخل الشركة، و في ظل ذلك الفرض تكون الاختلافات بين السعر السوقي للسهم و قيمته الحقيقية واسعة.

يتضح مما تقدم أن المستثمرين في ظل افتراضات هذه الصيغة يستجيبون لمعلومات و الأحداث الاقتصادية الجديدة فقط و تنعكس هذه الاستجابة في أسعار الأسهم المستقبلية و عليه لا يمكن للمضاربين أن يحققوا أرباحاً غير اعتيادية عند الاعتماد على تحليل المعلومات التاريخية لأسعار الأسهم.

و قد تم إجراء العديد من الاختبارات لإثبات صحة الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق و منها سلسلة الارتباط وقواعد التصفية و اختبار الأنماط الطارئة و استخدمت العديد من الدراسات هذه الاختبارات وأكدت صحة فرضيات الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق.

2. الصيغة المتوسطة لكفاءة السوق

حسب هذه الصيغة فإن أسعار الأوراق المالية لا تكون انعكاساً لكافة المعلومات التاريخية التي تهتم بكل ما طرأ من التغيرات على الأسعار و حجم المعاملات لهذه الأوراق في الزمن الماضي فحسب، بل يمتد كذلك إلى جملة المعلومات المتاحة للجمهور أو تلك التنبؤات التي تركز على مثل هذه المعلومات و التي يمكن أن تؤثر على أسعار الأوراق مستقبلاً، و تتمثل هذه المعلومات في التقارير المالية، الإعلان عن

النتائج، توزيعات الأسهم المجانية ، الإشاعات، ظروف الشركة الداخلية، بالإضافة الأحداث السياسية و الاقتصادية على مستوى المحلي وعلى المستوى الدولي.

وفي ظل هذه الصيغة يتوقع أن تستجيب أسعار الأوراق المالية لما يتاح من هذه المعلومات غير أن الاستجابة قد لا تكون صحيحة في بداية الأمر لأنها تكون مبنية على رؤية أولية لهذه المعلومات، إلا أنه يمضي وقت قصير سوف يتوافر التحليل النهائي للمعلومات لينعكس أثره على الأسعار، وفي حدود ذلك المستوى من المعلومات لا يمكن لأي مستثمر أن يحقق عوائد غير عادية ذلك أن الوقت المتاح للمستثمر لتحليل المعلومات بهدف الوصول إلى القيمة الحقيقية للسهم قد لا يكون كافياً إذ قد ترد إلى السوق معلومات جديدة من شأنها أن تحدث تغيراً على سعر الورقة المالية قبل أن يصل المستثمر إلى نتيجة تحليله للمعلومات التي وصلت له من قبل.

و من ثم يبدو من خلال الصيغة المتوسطة القوة لكفاءة السوق أنها تجعل من عملية التحليل الأساسي للمعلومات عملية لا جدوى لها وأن بذل جهد أكبر و تحمل المزيد من التكاليف بغية تحليل المعلومات الجديدة لا يوجد ما يبرره، ذلك لأن العائد المتواضع الذي يحصل عليه قد لا يغطي حتى تلك المبالغ التي أنفقت على تحليل هذا النوع من المعلومات . فحسب هذه الصيغة إن السعر يتوقف على ما يتاح من معلومات وبالتالي لن يستطيع المستثمر - حتى ولو قام بالتحليل الأساسي لتلك المعلومات- أن يحقق أرباحاً غير عادية على حساب الآخرين، حيث تستجيب الأسعار مباشرة لهذه المعلومات و بذلك يحدث تساوي بين القيمة الحقيقية للسهم وسعره، و تتحقق الأرباح فقط قبل وصول هذه المعلومات. ولكي يتمكن المستثمر من تحقيق أرباح غير عادية ينبغي عليه أن يدرك القيمة الحقيقية التي ينبغي أن يكون عليها سعر السهم في ظل هذه المعلومات و التي تتمثل في (الفرق بين القيمة السوقية للسهم قبل وصول المعلومات و بين القيمة الحقيقية في ظل المعلومات الجديدة).

و قد اختبرت صيغة كفاءة السوق شبه القوي بصورة غير مباشرة من خلال قياس استجابة الأسعار السوقية لمحتوى الإعلان عن الأرباح و توزيعات الأرباح و اشتقاق الأسهم و الإصدارات الجديدة و الإعلانات عن الاندماج و تغيير الطرق المحاسبية و معدلات الفائدة إلى غير ذلك من المعلومات العامة التي تتاح للجميع دون استثناء و تبقى الفرصة متاحة فقط لمن يمتلك معلومات خاصة *Insiders* لتحقيق أرباح غير اعتيادية.

3. الصيغة القوية لكفاءة السوق

في ظل الصيغة القوية لفرض كفاءة السوق تكون أسعار الأوراق المالية تعكس جميع المعلومات والمتمثلة في المعلومات التاريخية والتي تتضمن ما حدث من تغيرات على الأسعار و حجم التداولات للأوراق المالية في الماضي إضافة إلى تلك المعلومات المتاحة لكافة الجمهور (المعلومات العامة) و كذلك المعلومات الخاصة المتاحة لمساهمي الشركة و كبار العاملين و أعضاء مجلس إدارتها .

أي أن الأسعار الحالية للأوراق المالية تعكس كل ما يمكن معرفته عن المنشأة و بالتالي فلن يستطيع أي مستثمر حتى ولو امتلك خبرة و مهارة فائقة في التحليل أن يحصل على إيرادات غير عادية. ويعود السبب في ذلك إلى أن التغيرات في سعر الورقة المالية تغيرات عشوائية مستقلة، و إذا كان هناك

من يملك معلومات خاصة فإن أسعار السوق سوف لن تعكس بالكامل جميع المعلومات. ففي الواقع العملي لا تتوفر الظروف اللازمة لتحقيق هذا الفرض حتى في ظل مفهوم الكفاءة الاقتصادية إذ أن كبار الموظفين و المساهمين بالشركة يتمتعون بإمكانية الوصول للمعلومات الخاصة بالشركة وذلك قبل إعلانها بشكل رسمي بفترة كافية الأمر الذي يمنحهم الأفضلية على غيرهم في تحقيق أرباح غير عادية.

بالرغم من أن العديد من الدراسات التي أجريت لفحص و اختبار هذه الصيغة إلا أن نتائجها أشارت إلى صعوبة التحقق من كفاءة السوق في الصيغة القوية و يعود السبب في ذلك إلى الصعوبة في تحديد من يملك معلومة خاصة، إن هذه المعلومات تصبح عامة إذا علم أنها موجودة لدى أحد المتعاملين . يتضح مما سبق من صيغ لكفاءة سوق رأس المال أن هناك خلاف على حقيقة الصيغة القوية و الشبه القوية للكفاءة و أن الصيغة الضعيفة تحظى بقبول عام من قبل محلي الأوراق المالية و عموم المتعاملين في السوق مما يعني عدم وجود فرصة أمامهم لتحقيق أرباح غير عادية بالاعتماد على تحليل حركة الأسعار السابقة.

ثانيا: استراتيجيات الاستثمار

تعتمد استراتيجيات الاستثمار على القرارات الاستثمارية على اختلاف أنواعها بقصد الموازنة بين تكلفة الأموال المستثمرة و عوائدها المتوقع تحقيقها خلال الفترة الزمنية المستقبلية.

و تمثل الإستراتيجية الاستثمارية سلسلة من القرارات التي تترجم إلى خطط يتم تنفيذها من قبل المستثمر لتحقيق أهداف استثمارية منها:

- z تخفيض المخاطر التي تتعرض لها استثماراته في الآجال الطويلة.
 - z احتمال تحقيق زيادة في العائد على الاستثمار خلال الفترة الطويلة (تناسب طردي بين العائد والمخاطرة مع المدى الزمني).
 - و لكي يضع المستثمر لنفسه إستراتيجية لاستثماراته لابد أن تتضمن الأهداف المطلوب تحقيقها من حيث:
 - z حجم المحفظة الاستثمارية.
 - z المدى الزمني للاستثمار (مدى قصير متوسط، طويل).
 - z حجم العائد المطلوب تحقيقه (أرباح رأسمالية، العوائد الدورية).
 - z درجة تحمل المخاطرة.
 - z تحديد نوع الاستثمار بهدف تنويع و تقليل المخاطر.
 - z الجهات التي يمكن أن تساعد في الحصول على البيانات المالية و تحليلها.
- إن تطبيق المستثمر لإستراتيجية استثمارية معينة تعتبر ضرورة لمعرفة حسن أداء المحفظة و طريقة اتخاذ القرارات الصائبة و التي تسهم في تقليل المخاطر، حيث انه يقوم بإدارة المحفظة - التي تشمل بناء لمحفظة ومراجعتها- بصفة مستمرة سواء كان هذا المستثمر يتبع إستراتيجية الاستثمار السلبية و التي تعترف بأن السوق كفاء أو يتبع إستراتيجية الاستثمار النشطة و التي لا تؤمن بكفاءة الأسواق المالية.

1. استراتيجيات الاستثمار السلبية Passive investment strategy

يطلق على الاستراتيجيات التي تعترف بأن السوق كفاء بالإستراتيجيات الساكنة أو السلبية، وتشير هذه الاستراتيجيات إلى اختيار الأصول المختلفة التي سوف يتم الاستثمار فيها مع تحديد نسب الأموال المستثمرة في كل منها مع الإبقاء على هذه المحفظة المالية دون تغيير يذكر، و لكن حتى في ظل إستراتيجية الاستثمار السلبية سوف يجد المستثمر نفسه مدفوعا نحو التغيير بسبب الضرائب و تكلفة المعاملات و الرغبة في الاحتفاظ بمستوى معين من الخطر و غيرها من العوامل التي تؤثر بالضرورة على تشكيلة المحفظة.

فالإيمان بكفاءة السوق يحمل في طياته افتناع بأن أسعار الأسهم في السوق تعكس قيمتها الحقيقية وهو ما يعني أن العائد يتناسب مع المخاطر التي ينطوي عليها الاستثمار في السهم، لذلك لا توجد جدوى من إجراء تغييرات مستمرة على مكونات المحفظة بهدف تحقيق أرباح غير عادية، و في ظل هذه القناعة يصبح الاستقرار في مكونات المحفظة سمة أساسية للإستراتيجية الساكنة أو السلبية.

و يتوقع أن يكون عائد المحفظة في ظل هذه الإستراتيجية في حدود عائد محفظة السوق، و عليه سيقوم المستثمر بتكوين محفظة مماثلة لمحفظة السوق، بحيث يكون معامل بيتا لهذه المحفظة - التي تم تكوينها وفق الإستراتيجية السلبية- مساويا للواحد، و بالتالي سيكون عائد المحفظة مساويا لعائد محفظة السوق، و عليه فإن المخاطر التي تتضمنها المحفظة يتم تفسيرها بالتقلبات التي تحدث لعائد محفظة السوق.

بعبارة أخرى يرى أنصار هذه الإستراتيجية أنه لا يمكن لأي إستراتيجية نشيطة تقوم على التحليل وإعادة التقييم المستثمر لمكونات المحفظة و إحداث تعديلات فيها إن تحقق عائد يفوق عائد السوق، فالتكاليف المصاحبة لإعادة تشكيل المحفظة عادة ما تفوق العائد الإضافي المتولد. و هكذا تحمل الإستراتيجية الساكنة في طياتها تكلفة أقل للمعاملات و حد أدنى من الجهد المبذول في إدارة المحفظة.

أ. الإستراتيجية السلبية أو الساكنة للاستثمار في محفظة الأسهم

تجد من بين الاستراتيجيات الساكنة في تكوين محفظة الأسهم إستراتيجية الشراء والاحتفاظ وإستراتيجية صناديق المؤشرات.

أ. إستراتيجية الشراء و الاحتفاظ Buy-and- Hold strategy

في ظل هذه الإستراتيجية على المستثمر أن يسارع في الشراء -إذا ما توافرت له الأموال- دون انتظار طالما أن أسعار الأسهم في السوق تعكس القيمة الحقيقية لها، كما أن عليه أن يتخلص منها بالبيع حينما يشاء دون انتظار وليس هناك فرصة آتية أو مستقبلية يمكن أن يحقق من ورائها أرباحا متميزة على حساب آخرين.

فالمستثمر الذي يتبع الإستراتيجية السلبية لا تتوافر لديه مصادر للحصول على المعلومات الخاصة، كما أنه ليس له القدرة على التحليل السريع للمعلومات العامة المتاحة.

و لا تعني الإستراتيجية الساكنة المتمثلة في اشتري و احتفظ وقوف المستثمر مكتوف اليدين، بل عليه أن يختار التشكيلة التي تتكون منها المحفظة بما يحقق أهدافه في إطار مستوى المخاطر التي يبدي استعداد له لتحملها. إذ يرى جونز 1994 Jones أن على المستثمر حتى في ظل هذه الإستراتيجية أن

يجري تغييرا في مكونات المحفظة إذا ما تغيرت ظروفه بشكل يسمح له بتحمل مخاطر أكبر و يدعو لتحمل مخاطر أقل، وإذا ما اتضح انخفاض أداء أحد السهم بصورة لافتة للنظر، كذلك فقد تتحسن القيمة السوقية لعدد من الأسهم التي تتكون منها المحفظة لترتفع قيمتها النسبية بشكل قد يؤدي إلى ارتفاع مستوى مخاطر المحفظة كما هو مخطط له بحيث يصبح إعادة تشكيل مكونات المحفظة مسألة لا مفر منها.

وتؤدي سياسة الشراء و الاحتفاظ إلى تجنب متابعة السوق أو قراءة الجداول اليومية للتعاملات على الأسهم، أي أنه في الأجل الطويل لا توجد حاجة لذلك لأن المحافظ المالية للمستثمرين الذين يستخدمون هذه الإستراتيجية ليست بحاجة إلى المزيد من الأوراق المالية. كما أن لهذه الإستراتيجية ميزة أخرى وهي تخفيض تكلفة التعاملات وتجنب تكلفة الحصول على المعلومات. و لا يعني هذا أن الأسهم التي تم شراؤها يتم إهمالها، حيث يمكن مراجعة هذه المحفظة من وقت لآخر وذلك بمقارنة أداء هذه الأسهم مع النمو في المبيعات و الدخل واستبعاد أو التخلص من الأسهم التي لا تعطي نموا في العائد. ومع أن سياسة الشراء و الاحتفاظ تخفض من الوقت اللازم لاتخاذ القرار الخاص بـ : متى يتم الشراء أو البيع، ولكن المشكلة بالنسبة للمستثمر هي أي من السهم يتم اختيارها.

ب. استراتيجيات صناديق المؤشرات Index Funds Strategy

تقضي هذه الإستراتيجية بقيام المستثمر ببناء محفظة مماثلة لأحد مؤشرات السوق مثل مؤشر S and P 500 أو مؤشر داو جونز وبذات نسبة الأسهم لكل شركة داخل المؤشر، وبالطبع يمكن للمستثمر أن يربح نفسه كلية وذلك بأن يشتري وثائق صناديق مؤشرات، أي شراء صناديق استثمار تمثل مكوناتها تشكيلة الأسهم المكونة للمؤشر، وفي هذه الحالة سوف يضمن المستثمر حصوله على عائد يماثل متوسط عوائد الأسهم المتداولة في السوق دون أن ينطوي على ذلك تحمل مخاطر أكبر و ذلك طالما أن حركة المؤشر تعكس حركة جميع أسعار الأسهم المتداولة في السوق.

ب. الإستراتيجية السلبية (أو الساكنة) للاستثمار في محافظ السندات

تقوم الاستراتيجيات السلبية لإدارة محفظة السندات على فرضية أساسية هي أن السوق كفاء، و أن الأسعار في حالة توازن، بمعنى أن العائد الذي يتولد عن السند بالسعر الذي يباع به يكفي للتعويض عن المخاطر التي ينطوي على الاستثمار في السند، وعليه فانه لا جدوى من إعادة تشكيل المحفظة من وقت لآخر بهدف اغتنام فرصة لتحقيق أرباح غير عادية. ولكن يجب ضرورة الحذر في فهم عبارة الإستراتيجية الساكنة وذلك أنها لا تعني أن المستثمر لا يفعل شيء بالمرّة، إذ يتوقع منه أن يعيد تشكيل مكونات المحفظة إذا ما تغيرت أهدافه أو تغيرت قدرته على تحمل مستوى المخاطر أكبر، إضافة إلى ذلك فإن إعادة تشكيل المحفظة قد يكون ضرورة ملحة وذلك إذا ما تغيرت الظروف، فزيادة مخاطر التوقف عن السداد لشركة تتضمن محفظة المستثمر بعض سنداتها قد يكون مدعاة للتصرف فيها وإحلالها بسندات شركة أخرى ذات مركز مالي أفضل.

فعند تكوين محفظة السندات أو عند إعادة تشكيل مكوناتها لابد أولا من القيام بتقييم السندات الفردية المتاحة وذلك من حيث: مخاطر التوقف عن السداد، مخاطر الاستدعاء، مخاطر صعوبة التسويق ...، كما ينبغي الأخذ في الحسبان إذا ما تأتت السندات هي سندات، دخل أي سندات يتمثل عائداتها أساس في

العوائد الدورية أم سندات تحقق لحاملها أرباحاً رأسمالية. ومن أبرز أنواع السندات التي تستهدف تحقيق أرباح رأسمالية السندات ذات المعدل الصفري التي تباع بقيمة أقل من قيمتها الاسمية بينما يحصل حاملها على القيمة الاسمية في تاريخ الاستحقاق، و يمثل الفرق بين القيمتين الفوائد التي يمكن اعتبارها الأرباح الرأسمالية المتولدة، و هناك كذلك سندات الخصم والتي بسبب انخفاض معدل الكوبون الذي تحمله مقارنة بأسعار الفائدة السائدة في السوق فإنها تباع بقيمة أقل من قيمتها الاسمية، ويمثل هذا الانخفاض في القيمة تعويض للمستثمر عن انخفاض معدل الكوبون. إن قرار المفاضلة بين سندات الدخل وسندات الأرباح الرأسمالية أمر له أهميته على ضوء الهدف الذي حدده المستثمر.

وفي ما يلي عرض للاستراتيجيات الأكثر شيوعاً في تكوين محافظ السندات وهي:

أ. إستراتيجية الشراء والاحتفاظ

من خلال هذه الإستراتيجية يمكن للمستثمر بعد أن يكون قد حدد متطلباته الخاصة بشأن مستوى المخاطرة التي يبدي استعداداً لتحملها والعائد المتوقع وطبيعته وأهدافه الخاصة وغير ذلك من المتغيرات التي يوليها اهتماماً أن يختار مجموعة من السندات تتناسب مع تلك المتطلبات على أن يحتفظ بتلك السندات ولا يجري تعديلاً عليها إلا إذا تغيرت أهدافه أو تفضيلاته أو ظروف الشركات المصدرة للسندات.

ب. إستراتيجية المؤشرات

يهدف المستثمر من خلال هذه الإستراتيجية إلى شراء السندات والاحتفاظ بها، محاولة الاستفادة من الفرص التي تظهر في السوق عن طريق شراء بعض السندات وبيع البعض الآخر وذلك باستعمال معلومات من السوق، ففي ظل هذه الإستراتيجية فإن المستثمر لا يضع وقته وجهده وماله لاختيار أفضل توليفة من السندات ليضمنها محفظته، بل بتشكيل محفظة مطابقة لمحفظة السندات الكفاءة التي شكلتها مؤسسات مالية معروفة، ففي الـم.أ هناك مثلاً محافظ أو مؤشرات سندات مثل مؤشر **Salmon Brothers** ومؤشر **Shearson Lehman** و ما على المستثمر إلا أن يبنى محفظة سندات تشتمل على توليفة مماثلة لمكونات أي من هذين المؤشرين. هنا سوف يضمن عائداً مماثلاً للعائد الذي يحققه المؤشر دون حاجة لإتفاق أي مصروفات عدا تكلفة المعاملات الخاصة بشراء تلك السندات.

ج. إستراتيجية التحصين Immunization Strategy

تقوم تلك الإستراتيجية على اختيار السند الذي يتماثل فيها الأمد **Duration** مع الفترة الزمنية المخططة للاستثمار و ما ينطبق على السندات المفردة ينطبق على محفظة السندات. فأمد محفظة السندات هو المتوسط المرجح بالأوزان لأمد السندات المكونة للمحفظة مع ملاحظة أن الوزن هنا يتمثل في الأموال المخصصة للاستثمار في كل سنة **Rose et Koleri 1995**. فعلى المستثمر أن يقوم أولاً بتحديد الفترة المخططة للاستثمار في المحفظة ثم يقوم بعد ذلك باختيار مجموعة من السندات يكون المتوسط المرجح لأمد الاستثمارات الفردية المكونة لها مماثلاً للفترة الزمنية المخططة للاستثمار، ويمكن بالطبع للمستثمر أن يغير الفترة الزمنية المخططة غير أن ذلك يقتضي إعادة تشكيل مكونات المحفظة التي يتماشى المتوسط

المرجح للأمد مع الفترة الزمنية الجديدة. فإستراتيجية التحصين من شأنها أن تحمي المستثمر من نوع واحد من المخاطر هو مخاطر تغير أسعار الفائدة.

II. الإستراتيجية الاستثمار النشطة (الاجابية) Active investment strategy

تشير الإستراتيجية النشطة للاستثمار إلى قيام المستثمر بتعديل تشكيلة الأصول و مقدار الأموال المستثمرة في كل منها بصفة مستمرة و ذلك بغرض تحقيق عوائد إضافية. و تقوم الاستراتيجيات النشطة لإدارة محفظة الأوراق المالية على اعتقاد أساسي مؤداه أن أسعار الأسهم في السوق لا تعكس قيمتها الحقيقية خلال بعض الفترات الزمنية ، أي أن المستثمر يؤمن بعدم كفاءة الأسواق المالية.

1. الإستراتيجية النشطة للاستثمار في محفظة الأسهم

توجد ثلاثة مداخل للإستراتيجية النشطة لإدارة محفظة الأوراق المالية المكونة من مجموعة من الأسهم و هي:

أ. إستراتيجية اختيار الأوراق المالية Stock Selection

تتطلب هذه الإستراتيجية القيام بالتحليل الأساسي و التحليل الفني، كما تتطلب استخدام سبل تقييم أسهم و ذلك بهدف تحديد القيمة الحقيقية لورقة المالية و مقارنتها بقيمتها السوقية، ثم اتخاذ قرار تضمينها مكونات المحفظة أو استبعادها منها. و لتقدير القيمة الحقيقية للسهم يحتاج المحلل إلى معلومات عن ربحية السهم المستقبلية (مدخل مضاعف الربحية) وكذا الوقوف على نسبة الأرباح الموزعة حتى يمكن تقدير نصيب السهم منها وذلك حتى يتمكن من استخدام نموذج تقييم التوزيعات.

ب. إستراتيجية توزيع مخصصات المحفظة Sector Rotation

تقوم هذه الإستراتيجية على إعادة توزيع نسبة الموارد المالية الموجهة للاستثمار في أسهم شركات قطاع معين لحساب أو على حساب أسهم شركات تنتمي لقطاعات أخرى.

و تصنف أسهم القطاعات ضمن أربع مجموعات هي:

a أسهم شركات حساسة للتغيرات التي تحدث في أسعار الفائدة كأسهم البنوك والمؤسسات المالية الأخرى، حيث أن أسعار أسهمها ترتفع بدرجة كبيرة مع انخفاض مستوى أسعار الفائدة، و تنخفض أسعارها بدرجة كبيرة مع ارتفاع مستوى أسعار الفائدة، و هذا يعني أنه خلال الفترات التي يتوقع فيها ارتفاع أسعار الفائدة يصبح من المناسب البدء في تخفيض نسبة الاستثمار في تلك الأسهم والعكس في حالة توقع ارتفاع مستوى أسعار الفائدة.

a أسهم الشركات المنتجة للسلع المعمرة والتي يمكن أن نطلق عليها اسم الأسهم الدورية، فأسعار أسهمها ترتفع في فترات الرواج و تنخفض في فترات الكساد، مما يعني العمل على الحد من نسبة الموارد المستثمرة فيها في حالة توقع حدوث كساد و زيادة تلك النسبة في حالة توقع موجة الرواج.

a أسهم الشركات المنتجة للسلع الرأسمالية و هي أسهم لا تتأثر كثيرا بموجات الكساد والرواج قصيرة الأجل و إنما تتأثر بموجات الكساد و الرواج الطويلة الأجل هي وحدها التي تترك تأثيرا ملحوظا على القيمة السوقية لأسهمها.

a الأسهم الدفاعية كأسهم شركات الأدوية و الأغذية، فأسهم هذه الشركات لا تتأثر كثيرا بدورات الرواج و الكساد لذا قد يفضل المستثمر الذي لا يرغب في تحمل المخاطر أن يوجه إليها نسبة كبيرة من مخصصات المحفظة، و ذلك على عكس المستثمر الذي يبدي استعدادا أكبر لتحمل المخاطرة.

ج. إستراتيجية توقيت السوق Market Timing Strategy

وهي الإستراتيجية التي تركز على إعادة توزيع مخصصات (مكونات) المحفظة بين الأسهم العادية والأصول المالية الأخرى، فحسب هذه الإستراتيجية يمكن للمستثمر أن يحقق أرباحا غير عادية لو انه يدرك متى يدخل في سوق الأسهم و إلى متى سيستمر و متى يصبح من الأفضل له الخروج منه موجهة حصيلة بيع الأسهم إلى أصول مالية قصيرة الأجل (أذونات الخزينة)، وعندما تتحسن الظروف يقوم بتسييل تلك الاستثمارات لإعادة استخدامها في شراء الأسهم. وحسب هذه الإستراتيجية أيضا فإنه في حالة توقع رواج في سوق الأسهم يمكن للمستثمر أن يقتصر لتدعيم المخصصات الموجهة للاستثمار في الأسهم العادية ونجاح تلك العملية مرهون بمعدلات الفائدة و حجم عمولة السمسرة، و الضرائب على الأوراق المالية، فكلما تضاعف حجم عمولة السمسرة و الضرائب كلما كانت فرصة نجاح تلك الإستراتيجية أكبر.

و يستخدم المحللون الفنيون الخرائط لدراسة تحركات الأسعار الماضية لتوقيت متى تتم عملية شراء أو بيع الأسهم سواء على مستوى السوق أو على مستوى أسهم الفردية (أمد قصير) وكذلك الحال بالنسبة للتحليل الأساسي حيث يسعى المحللون الأساسيين إلى تحديد توقيت الشراء و البيع، و لكن على مدى أفق زمني بعيد، مع تركيز الانتباه على أي من الأسهم يتم بيعها أو شراؤها .

2. الإستراتيجية النشطة للاستثمار في محفظة السندات

يقصد بهذه الإستراتيجية إمكانية إجراء تغييرات مستمرة على مكونات المحفظة إذا كان من شأن ذلك أن يؤدي إلى تحسين العائد أو تخفيض المخاطر، ويوجد متغيرين أساسيين يحكمان إدارة المحفظة هما: الاتجاهات المتوقعة لأسعار الفائدة، وتواريخ استحقاق السندات المتاحة، ويترتب عن انخفاض (أو ارتفاع) مستوى أسعار الفائدة ارتفاع (أو انخفاض) في قيمة الأوراق المالية المتداولة في السوق ومن بينها السندات، كما أن حساسية أسعار السندات ذات تواريخ الاستحقاق الأطول للتغيير في مستوى أسعار الفائدة يكون أكبر مقارنة بالسندات ذات تاريخ الاستحقاق الأقصر. وبناءا عليه إذا كانت التوقعات تشير إلى انخفاض في أسعار الفائدة مستقبلا حينئذ يكون الإبقاء على السندات طويلة الأجل هو القرار الاستثماري الأنسب، والعكس إذا ما كان من المتوقع أن ترتفع أسعار الفائدة إذ حينئذ تزداد جاذبية السندات القصيرة الأجل. إذن فالأمر يتوقف على القدرة على التنبؤ بالمستويات المتوقعة لأسعار الفائدة.

و يمكن إجمال مختلف الاستراتيجيات النشطة المستعملة في إدارة محفظة السندات في الاستراتيجيات التالية:

أ. إستراتيجية تنويع تواريخ الاستحقاق

تشير العلاقة بين أسعار الفائدة السائدة و القيمة السوقية للأوراق المالية إلى أن تغير أسعار الفائدة يترتب عليه تغيرا أكبر في قيمة السندات طويلة الأجل مقارنة بالسندات قصيرة الأجل، و هكذا قد يواجه المستثمر -في ظل عدم التأكد- مشكلة تحتاج إلى حل. فإذا ما استثمر مخصصات المحفظة في

سندات قصيرة الأجل، فإنه يتجنب التقلب الكبير في القيمة السوقية للسندات، وبذا يقلل مقدار الخسائر الرأسمالية، غير أن استثمار الأموال في تلك السندات سوف يترتب عليه تقلبات كبيرة في العائد من سنة إلى أخرى إذ يصبح لزاما على المستثمر أن يقوم بسلسلة من الاستثمارات قصيرة الأجل بأسعار فائدة مختلفة، و من ناحية أخرى إذا استثمرت مخصصات المحفظة في سندات طويلة الأجل فسوف يتحقق استقرار أكبر في العائد السنوي المتولد، إلا أن القيمة السوقية لتلك السندات قد تتعرض لتقلبات شديدة مما قد يعرض المستثمر لخسائر رأسمالية وذلك إذا ما اضطر إلى بيع جزء منها قبل تاريخ الاستحقاق. هذه المشكلة قد يمكن التغلب عليها بإتباع سياسة تنويع تواريخ الاستحقاق. و تقضي تلك السياسة بتنويع مخصصات المحفظة بين السندات الطويلة الأجل والقصيرة الأجل بشكل يؤدي إلى الاستفادة من مزايا كل منها وتقليل المخاطر التي قد تترتب على توجيه كافة مخصصات المحفظة لأي من هذين النوعين دون النوع الآخر.

و توجد ثلاثة أساليب للتنويع هي: الأسلوب الهجومي، وأسلوب تدرج تواريخ الاستحقاق، والتنويع بالتركيز فقط على الاستثمارات قصيرة الأجل وطويلة الأجل. ويمكن إيضاح تلك الاستراتيجيات كما يلي:

أ. الأسلوب الهجومي Aggressive portfolio management

يقوم الأسلوب الهجومي في إدارة المحفظة على تحول المستثمر من السندات قصيرة الأجل إلى السندات طويلة الأجل و العكس و ذلك طبقا للظروف، أي وفقا للاتجاهات المتوقعة لأسعار الفائدة، فإذا أشارت التوقعات إلى أن أسعار الفائدة في طريقها إلى الارتفاع يسارع المستثمر إلى بيع السندات طويلة الأجل و استخدام حصيلتها في شراء سندات قصيرة الأجل، و ذلك قبل أن يحدث ارتفاع فعلي في أسعار الفائدة، فإذا ما تحققت التوقعات و ارتفعت أسعار الفائدة فسوف تتاح للمستثمر فرصة تحقيق المزيد من الأرباح طالما أن السندات قصيرة الأجل تتحول إلى نقدية في المدى القصير مما يتيح فرصة استخدام حصيلتها في استثمارات جديدة تحمل أسعار فائدة مرتفعة. أما إذا كانت التوقعات تشير إلى أن أسعار الفائدة في طريقها إلى الانخفاض حينئذ يتوقع أن يسارع المستثمر إلى بيع السندات قصيرة الأجل واستخدام حصيلتها في شراء سندات طويلة الأجل، فإذا تحققت التوقعات فلن يتعرض المستثمر لتقلبات في العائد الدوري المتولد عن المحفظة إذ سيظل محتفظا بالسندات التي تحمل معدل فائدة مرتفع مقارنة بمعدل الفائدة السائد في السوق لسندات مماثلة، إضافة إلى إمكانية تحقيق أرباح رأسمالية كبيرة إذا ما قرر التخلص من جزء من مكونات المحفظة قبل تاريخ الاستحقاق.

غير أن نجاح الأسلوب الهجومي يتوقف كلية على مدى دقة التنبؤ باتجاه أسعار الفائدة، فإذا تحققت التوقعات يمكن للمستثمر مضاعفة عائد المحفظة، وإذا لم تتحقق التوقعات فقد يتعرض عائد المحفظة لهزات عنيفة كما قد تتعرض قيمتها السوقية إلى الانخفاض كبير قد يلتهم جزءا من أصل الاستثمار، لذا يتوقع عدم لجوء المستثمر لمثل هذا الأسلوب الهجومي في إدارة المحفظة ما لم يكن على درجة عالية من الكفاءة و المعرفة بشؤون الاستثمار.

ب. إستراتيجية تدرج تواريخ الاستحقاق Laddered Maturity Structure

و يطلق عليها أيضا باسم إستراتيجية التيسيل، يقصد بتدرج تواريخ الاستحقاق توزيع مخصصات المحفظة على استثمارات ذات تواريخ استحقاق متدرجة، إذ تعتمد هذه الإستراتيجية على مبدأ تنويع الاستحقاقات و بفواصل زمنية متساوية، و بذلك تكون حساسية المحفظة لتحركات أسعار الفائدة مختلفة من جانب و من جانب آخر فإن الأموال المتحصل عليها من السندات التي تم استرداد قيمتها يعاد استثمارها في السلم الطويل الأجل.

لنفترض أن مستثمر ما قرر الاستثمار في سندات لا يزيد تاريخ استحقاقها عن 10 سنوات وأنه يخطط لاستثمار 10 مليون دولار، في هذه الحالة يمكنه أن يحقق تدرجا صارما في تواريخ الاستحقاق وذلك بتنويع مخصصات المحفظة إلى 10 أجزاء متساوية ثم يقوم باستثمار كل جزء في مجموعة من السندات تستحق في تاريخ معين مختلف عن غيرها من المجموعات، بمعنى أن يقوم باستثمار مليون دولار في مجموعة سندات تستحق بعد عام، و مليون في مجموعة تستحق بعد سنتين و هكذا حتى تستثمر مليون دولار في مجموعة سندات تستحق بعد 10 سنوات. و من السهل إدارة تلك المحفظة، فبعد عام من الآن ستصبح السندات التي كانت تستحق بعد 10 سنوات تستحق بعد 9 سنوات و السندات التي كانت تستحق بعد سنتين تستحق بعد سنة واحدة، أما السندات التي كانت تستحق بعد سنة واحدة فلن يكون لها وجود بعد عام من الآن، إذ سيسترد المستثمر قيمتها الاسمية من الجهة المصدرة لها، وما على المستثمر إلا أن يستثمر تلك الأموال المستردة في سندات تستحق بعد 10 سنوات حتى يكتمل التدرج، أي أنه في كل عام يسترد المستثمر القيمة الاسمية للسندات التي حل تاريخ استحقاقها ليعيد استثمار حصيلتها في مجموعة السندات التي تستحق بعد 10 سنوات.

و يمكن للمستثمر إدخال بعض المرونة على توزيع مخصصات المحفظة فإذا كانت التوقعات تشير إلى احتمال ارتفاع أسعار الفائدة فيمكنه في هذه الحالة التخلي عن توزيع مخصصات المحفظة بالتساوي وذلك بزيادة الاستثمار في السندات قصيرة الأجل على حساب الاستثمار في السندات طويلة الأجل، أما إذا كانت التوقعات تشير إلى احتمال انخفاض أسعار الفائدة فيمكنه استثمار جزء أكبر في السندات طويلة الأجل، و جزء أقل في السندات قصيرة الأجل.

ويسهم هذه النوع من التنويع في تحقيق أهداف المحفظة التي تتمثل في السيولة و الربحية و تجنب انخفاض القيمة السوقية للاستثمارات المكونة لها، فوجود السندات قصيرة الأجل يسهم في مواجهة احتياجات السيولة، أما وجود السندات طويلة الأجل فيسهم في تحقيق نوع من الاستقرار في العائد الدوري المتولد عن الاستثمار في المحفظة، كذلك يسهم وجود السندات طويلة الأجل مع السندات قصيرة الأجل في الحد من الخسائر الرأسمالية التي تتعرض لها المحفظة، فلو أن استثمارات المحفظة تتكون فقط من سندات طويلة الأجل ثم ارتفعت أسعار الفائدة ليرتب على ذلك هبوطا شديدا في القيمة السوقية للاستثمارات المكونة للمحفظة، أما إذا وزعت مخصصات المحفظة بين سندات طويلة و سندات قصيرة الأجل و متوسطة فإن هبوط القيمة الكلية للمحفظة سوف يكون أقل.

ج. أسلوب التركيز على الاستثمار قصيرة الأجل والطويلة الأجل Barbell Maturity Structure

يقصد بأسلوب التركيز على السندات قصيرة الأجل وطويلة الأجل، تشكيل المحفظة من سندات قصيرة الأجل (أقل من 3 سنوات)، وسندات طويلة الأجل (من 7 إلى 10 سنوات) فقط واستبعاد السندات متوسطة الأجل (من 3 إلى 7 سنوات). ويرجع السبب في ذلك إلى أن السندات قصيرة الأجل تسهم في مواجهة متطلبات السيولة بينما تسهم السندات طويلة الأجل في مواجهة متطلبات الربحية، أما السندات متوسطة الأجل فهي لا تسهم في مواجهة متطلبات السيولة ولا في مواجهة متطلبات الربحية. ويعتمد توزيع مخصصات المحفظة على التوقعات بشأن اتجاه أسعار الفائدة وعلى مدى الحاجة إلى السيولة، فإذا كانت التوقعات تشير إلى اتجاه أسعار الفائدة نحو الهبوط وأن الحاجة إلى السيولة محدودة فيكون من الأفضل تخصيص قدر أكبر من الموارد للسندات طويلة الأجل، أما إذا كانت التوقعات تشير إلى اتجاه أسعار الفائدة نحو الارتفاع وأن الحاجة إلى السيولة قد تكون ملحة فقد يكون من الملائم تخصيص نسبة أكبر من الموارد المتاحة للسندات قصيرة الأجل.

خاتمة:

إن تطبيق المستثمر لإستراتيجية استثمارية معينة تعتبر ضرورة لمعرفة حسن إدارة المحفظة سواء كان هذا المستثمر يتبع إستراتيجية الاستثمار السلبية أو يتبع إستراتيجية الاستثمار النشطة. فالتسليم بكفاءة السوق يحمل في طياته اقتناع بأن أسعار الأسهم في السوق تعكس قيمتها الحقيقية ومن ثمة لا جدوى من إجراء تغييرات وتعديلات على مكونات المحفظة بهدف تحقيق أرباح غير عادية، فالمستثمر الذي يؤمن بكفاءة السوق سوف يتبع سياسة الاستثمار السلبية طالما أنه مقتنع بصعوبة إيجاد أوراق مالية مسعرة تسعيراً خاطئاً، وفي إطار الاستراتيجيات التي تعترف بكفاءة السوق وتستخدم لتكوين محافظ الأسهم أو محافظ السندات نجد هناك إستراتيجية الشراء والاحتفاظ وإستراتيجية صناديق المؤشرات وإستراتيجية التحصين ورغم أن تلك الاستراتيجيات لا تقضي عادة بتقييم مستمر وإعادة تشكيل مكونات المحفظة فإن هذا لا يعني أن يقف المستثمر مكتوف الأيدي إذ هناك قرارات عديدة لا بد عليه اتخاذها وعليه فإن هذه الاستراتيجيات لا تتطلب من المستثمر على قدر ضئيل من الوقت والجهد لإدارتها لذا أطلق عليها الاستراتيجيات الساكنة أو السلبية.

أما في ظل إتباع الإستراتيجية النشطة فإن المستثمر لا يؤمن بكفاءة السوق إذ يعتقد هذا المستثمر أن أسعار الأوراق المالية لا تعكس قيمتها الحقيقية، وحتى يكون محفظته المالية فهو يبحث عن الأوراق المالية التي يخطأ السوق في تقديرها في محاولة منه للاستفادة من الفاصل الزمني الذي تستغرقه عملية استجابة أسعار السوق للمعلومات الجديدة هو ما يميز السوق غير الكفاء. وبإتباع الإستراتيجية النشطة للاستثمار فإن المستثمر يقوم بتعديل تشكيلة الأصول ومقدار الأموال المستثمرة بصفة مستمرة وذلك بغرض تحقيق عوائد إضافية. وتتعدد الاستراتيجيات النشطة التي يتبعها المستثمر سواء في تكوين محفظة السندات أو تكوين محفظة الأسهم، وفي مقدمة الاستراتيجيات النشطة لإدارة محفظة السندات ما يسمى باستراتيجيات تنويع تواريخ الاستحقاق والتي تتضمن ثلاثة أساليب هي: الأسلوب الهجومي، وأسلوب تدرج تواريخ الاستحقاق، وأسلوب للتركيز على الاستثمارات طويلة وقصيرة الأجل فقط، أما مجموع

الإستراتيجية النشطة للاستثمار في محفظة الأسهم فنجد: إستراتيجية اختيار الأوراق المالية، إستراتيجية توزيع مخصصات المحفظة، إستراتيجية توقيت السوق.

قائمة المراجع:

- 1- Gillet Philippe « L'efficience des marchés financiers » Economica, paris, 2^{ème} édition 2006, p13.
- 2- Lardic Sandrine et Mignon Valérie « L'efficience informationnel des marchés financiers » La Découverte, paris 2006, p 19 + Spieser Philippe « Information économique et marchés financiers » Economica, paris 2000 , p 246.
- 3- Aftalion Florin « la nouvelle finance et la gestion des portefeuilles » Economica, paris 3^{ème} édition 2008, p 176.
- 4- Aftalion Florin .op.cit.p176
- 5- Gitman Lawrence et al « Investissement et marchés financiers » Pearson Education, France 9^{ème} édition, 2005 p 406.
- 6- Claude Broquet, Cobbaut Robert, Gillet Roland, Van den Berg André « Gestion de portefeuille » De Boeck, Bruxelles, 4^{ème} édition 2004, p p.384-385.
- 7- Gillet Philippe « L'efficience des marchés financiers » Economica, paris, 2^{ème} édition 2006, p13.
- 8- Lardic Sandrine et Mignon Valérie « L'efficience informationnel des marchés financiers » La Découverte, paris 2006, p 19 + Spieser Philippe « Information économique et marchés financiers » Economica, paris 2000 , p 246 .
- 9- Aftalion Florin « la nouvelle finance et la gestion des portefeuilles » Economica, paris 3^{ème} édition 2008, p 176.
- 10- مطر محمد 'إدارة الاستثمارات: الإطار النظري و التطبيقات العلمية ' دار وائل للنشر و التوزيع، عمان، الأردن الطبعة الرابعة 2006، ص 168.
- 11- الحناوي محمد الصالح " تحليل و تقييم السهم و السندات " الدار الجامعية، الاسكندرية 2006، ص 125.
- 12- حنفي عبد الغفار " أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية " الدار الجامعية الجديدة الإسكندرية 2005، ص 204.
- 13- حيدر فاخر عبد الستار " التحليل الاقتصادي لتغيرات أسعار الأسهم منهج الاقتصاد الكلي " دار المريخ للنشر، الرياض المملكة العربية السعودية 2002، ص 50.
- 14- هندي منير إبراهيم " أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية " منشأة المعارف، الاسكندرية 1999، ص 515.
- 15- هندي منير إبراهيم " الفكر الحديث في مجال الاستثمار " منشأة المعارف الإسكندرية 1999، ص ص 43-45.
- 16- اندراوس عاطف وليم " أسواق الأوراق المالية : بين ضرورات التحول الاقتصادي و التحرير المالي و متطلبات تطويرها " دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، الطبعة الأولى 2006، ص 152.
- 17- حسين عصام " أسواق الأوراق المالية: البورصة " دار أسامة للنشر، عمان الأردن، الطبعة الأولى 2008، ص 33.
- 18- علوان قاسم نايف " إدارة الاستثمار بين النظرية و التطبيق " دار الثقافة للنشر و التوزيع، عمان الأردن، الطبعة الأولى 2009، ص 166.
- 19- الحناوي محمد صالح/ مصطفى نهال فريد / العبد جلال إبراهيم " الاستثمار في الأوراق المالية و مشتقاتها: مدخل التحليل الأساسي و الفني " الدار الجامعية الإسكندرية، مصر 2005، ص ص 17-18.

- 20- السيد متولي عبد القادر " الأسواق المالية و النقدية في عالم متغير " دار الفكر، عمان الأردن الطبعة الأولى 2010، ص 146.
- 21- التميمي أرشد فؤاد " الأسواق المالية: إطار في التنظيم و تقييم الأدوات " دار اليازوري العلمية للنشر و التوزيع، عمان الأردن، 2010 ص 268-270 + هندي منير إبراهيم " أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية " مرجع سابق، ص 558-562.
- 22- مطر محمد " إدارة الاستثمارات: الإطار النظري و التطبيقات العلمية " دار وائل للنشر و التوزيع، عمان، الأردن الطبعة الرابعة 2006، ص 168.
- 23- حنفي عبد الغفار " أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية " الدار الجامعية الجديدة الإسكندرية 2005، ص 204.
- 24- الحناوي محمد الصالح " تحليل و تقييم السهم و السندات " الدار الجامعية، الإسكندرية 2006، ص 125.
- 25- التميمي أرشد فؤاد " الأسواق المالية: إطار في التنظيم و تقييم الأدوات " دار اليازوري العلمية للنشر و التوزيع، عمان الأردن، 2010 ص 268-270 + هندي منير إبراهيم " أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية " مرجع سابق، ص 558-562.
- 26- هندي منير إبراهيم " أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية " منشأة المعارف، الإسكندرية 1999، ص 515.
- 27- حسين عصام " أسواق الأوراق المالية: البورصة " دار أسامة للنشر، عمان الأردن، الطبعة الأولى 2008، ص 33.
- 28- علوان قاسم نايف " إدارة الاستثمار بين النظرية و التطبيق " دار الثقافة للنشر و التوزيع، عمان الأردن، الطبعة الأولى 2009، ص 166.
- 29- السيد متولي عبد القادر " الأسواق المالية و النقدية في عالم متغير " دار الفكر، عمان الأردن الطبعة الأولى 2010، ص 146.