

استراتيجيات إدارة المحافظ الاستثمارية وتأثيرها بكفاءة السوق المالية

Investment portfolio management strategies and their impact on financial market efficiency

د. إسماعيل شهرزاد

أستاذة محاضرة (ب)، المركز الجامعي تيبازة، ismail.chahrazed@cu-tipaza.dz

القبول: 2024-04-01

الاستلام: 2024-02-17

ملخص:

تهدف هذه الدراسة إلى التعرف على التأصيل النظري لكل من كفاءة السوق المالي وإدارة المحفظة الاستثمارية ، ونظرا لأهمية العلاقة التي تربطهما ، أصبح هناك توجه واهتمام كبير بكيفية إدارة تلك المحفظة من خلال التطرق إلى استراتيجياتها المتبعة ، والتي عرفت ارتباطا بمدى قبول أو رفض المستثمر لنظرية كفاءة السوق المالية، فالتسليم بكفاءة السوق يعني ان أسعار الأسهم في السوق تعكس قيمتها الحقيقية مما لا يستدعي اجراء تغييرات كبيرة لمكونات المحفظة بهدف تحقيق أرباح غير عادية ولا تكاليف اضافية، أما سياسة الاعتراف بكفاءة السوق ينتج عنها الاعتماد على استراتيجية نشطة يتم من خلالها البحث عن أوراق مالية التي يمكن ان يخطأ السوق في تقديرها ومحاولة استغلال الفرص من خلال عدة طرق ، وهذه الدراسة تستدعي تكاليف إضافية للحصول على دراسة توقعيه صحيحة، مما يميز السوق الكفء.

الكلمات المفتاحية:

المحفظة الاستثمارية ، كفاءة السوق المالي ، الاستراتيجية، إدارة، المستثمر.

Abstract:

This study aims to identify the theoretical foundation of both financial market efficiency and investment portfolio management. Given the importance of the relationship that links them, there has become a great trend and interest in how to manage that portfolio by addressing the strategies used in its management, which are known to be linked to the extent of the investor's acceptance or rejection of the theory. Efficiency of the financial market. Recognizing the efficiency of the market means that stock prices in the market reflect their true value, which does not require major changes to the components of the portfolio in order to achieve extraordinary profits or additional costs. As for the market, it resulted in relying on a policy strategy through which the search for securities that could be marketed incorrectly in their classification and contributes to opportunities through several ways, and therefore studying the additional costs to obtain a correct scientific study, and this is what leads to the market differences.

key words:

Investment court, dynamic area, strategy, management, investors.

المؤلف المراسل: إسماعيل شهرزاد ، ismail.chahrazed@cu-tipaza.dz

1. مقدمة:

أصبح موضوع إدارة المحافظ المالية حديث الساعة ، نظرا لدوره الفعال في تخفيض المخاطر التي يتعرض لها المستثمر ، ففي الآونة الأخيرة تم التركيز على استراتيجيات ادارتها والتي تختلف وتنوع حسب هدف ووجهة نظر المستثمر ، فهناك من يتبع استراتيجية الاستثمار السلبية *passive investment strategy* والتي تعترف بكفاءة السوق وهناك من يتبع استراتيجية الاستثمار النشطة *Active Investment strategy* التي لا تعترف بكفاءة السوق ، وهنا يأتي دور المستثمر (المتبع للاستراتيجية السلبية) سواء في الحرص على تقليل تكاليف المعاملات والحد من الجهد والوقت والتي بنظره ليس لها جدوى بما أن أسعار الأوراق ستعكس كل المعلومات المتاحة في السوق ، أما المستثمر المتبع الاستراتيجية النشطة يعمل على البحث عن ثغرات تؤدي الى حصوله على أرباح غير عادية من خلال الاستثمار مثلا في أوراق مالية يمكن الاستفادة من فاصلها الزمني المستغرق للاستجابة في المعلومات الخاصة بأسعار السوق الجديدة، وهذا ما يكلف المستثمر تكاليف إضافية تتمثل في تكلفة المعاملات وتكلفة تحليل تلك الأوراق المالية .

وفي هذا السياق يمكن طرق الإشكالية الرئيسية التالية:

فيما تتمثل استراتيجيات إدارة المحافظ في ظل اعتراف او رفض المستثمر لنظرية كفاءة السوق؟

- فرضيات الدراسة:

يندرج ضمن الإشكالية الرئيسية ارتكاز على فرض رئيسي والمتمثل في اختلاف نوع التحليل الاستثماري والاستراتيجيات المعتمدة من قبل المستثمرين حسب ثقافتهم في كفاءة سوق الأوراق المالية والتي تنقسم الى استراتيجيات سلبية (كاستراتيجية الشراء والاحتفاظ) وأخرى نشطة (كتنوع تواريخ الاستحقاق).

- أهداف الدراسة: يهدف بحثنا الى تحقيق جملة من الأهداف وهي كالتالي:

- التعرف على مفهوم كفاءة السوق وفرضياتها.

- التعرف على إدارة المحفظة الاستثمارية وخطواتها.

أبراز العلاقة بين إدارة المحفظة الاستثمارية وتأثيرها بكفاءة السوق، من خلال التطرق إلى مختلف الاستراتيجيات المعتمدة في إدارة تلك المحفظة.

- منهجية الدراسة:

يعتمد منهج الدراسة على المنهج الوصفي والذي تم التعرف من خلاله على الاطار النظري لكل من كفاءة السوق وإدارة المحفظة الاستثمارية ، و الى العلاقات التي تربطهما من خلال التطرق الى مختلف الاستراتيجيات المعتمدة في إدارة المحفظة الاستثمارية وعلاقتها بكفاءة السوق.

2. ماهية السوق المالية الكفؤة:

تعتبر نظرية كفاءة السوق من النظريات التي أثارت جدلا بين خبراء الأسواق المالية، فقد حظي هذا الموضوع بأهمية كبيرة منذ سبعينات القرن الماضي، حيث قام محلي الأوراق المالية بدراسات عدة تخص هذا الموضوع مما يزيد من أهميته ، ومن هذه الدراسات بما يعرف بالتحليل الأساسي وتحليل القوائم المالية ، بهدف تقييم الأوراق المالية وتحديد قيمتها مقارنة مع قيمتها الحقيقية، فتم اعتبار أن عدم الكفاءة يعني انحراف القيمة السوقية عن القيمة الحقيقية.

2-1: مفهوم كفاءة السوق المالية ومتطلباتها:

أ- مفهوم كفاءة السوق المالية:

على الرغم من تعدد التعاريف والمفاهيم التي حددها خبراء المال والاقتصاد في خصوص كفاءة سوق الأوراق المالية، إلا أن أغلبها يكاد ينطوي على نفس المعنى ،أهمها ما يلي:

- "هي تلك السوق التي تنعكس فيه كافة المعلومات الخاصة بالتغيرات المنظرة في نتائج في المؤسسة على أسعار أوراقها المالية " .

- "هي السوق التي تكون في حالة توازن مستمر بحيث تكون أسعار الأوراق المالية فيها متساوية تماما لقيمتها و تتحرك بطريقة عشوائية دون إمكانيات السيطرة عليها". (الحسناوي، 2024، صفحة 74)

يشمل هذا التعريف الأمور التالية :

- أن الأسعار في هذه الحالة تعبر و بشكل واقعي عن المعلومات المصرحة و المتوفرة عن الأوراق المالية ؛
- توفر عنصر مهم في السوق وهو مرونة في السوق بحيث تتعامل مع المعلومات الجديدة والفورية وبيادية تامة.
- "كما يمكن تعريفها بانها السوق التي تتساوي فيها سعر الورقة المالية مع قيمة الاستثمار". (الحسناوي، 2024، صفحة 74)

و يقصد بالسوق المالي الكفؤة أنها الانعكاس الكامل للمعلومات على أسعار الورقة المالية بشكل سريع و دائم.

ومنه يتضح أن المشاركين في السوق تكون استجاباتهم سريعة للمعلومات الحديثة والجديدة ثم يحللونها و يعكسونها على توقعاتهم و بذلك يتفادون التغيرات الغير عادية لعوائد الأسهم ومنه يتعذر على أي واحد منهم تحقيق عوائد غير عادية abnormal return تفوق التوقعات العادية للأسعار ، و عليه يكون السعر المعلن هو حصيلة لسلوك المشاركين في السوق، وبالتالي يكون السعر دلالة لحال التوازن في السوق ، باعتبار غياب الفاصل الزمني الموجود بين تحليل المعلومات المستلمة و النتائج المتوصل إليها في تحديد سعر تلك الأوراق المالية.

ب- متطلبات كفاءة السوق المالية :

بعد أن اجتمع أغلب الاقتصاديين (في مجال الأسواق المالية) توصلوا لتحديد بعض الشروط (المتطلبات) لتوفير سوق ذو كفاءة أهمها ثلاث متطلبات وهي:

- كفاءة التسعير (Price Efficiency).
- كفاءة التشغيل (Opérationnelle Efficiency).
- كفاءة التخصيص (Allocational Efficiency).

أولاً: كفاءة التسعير (الكفاءة الخارجية)

يقصد بها وصول المعلومات إلى السوق بسرعة ودون أي فاصل زمني كبير مما يجعل أسعار الأوراق المالية تعكس كل المعلومات المتاحة وبدون تكاليف للحصول على تلك الأخيرة وبذلك تصبح السوق عادلة لجميع المستثمرين.

ثانياً: كفاءة التشغيل (الكفاءة الداخلية)

تكون السوق في هذه لحالة قادرة على خلق توازن بين العرض و الطلب دون أي تكاليف سمسرة عالية و دون أن يتاح للمستثمرين فرصة لتحقيق هامش ربح مبالغ فيه.

ثالثاً: كفاءة التخصيص

تكون السوق قادرة على توجيه الاستثمارات نحو مشاريع تتسم بأرباح كبيرة مما يستدعي ويتطلب توفر عدد ملائم من الأوراق المالية مما يؤدي الى توزيع المخاطر بشكل سليم وقيام المشاريع الأكثر كفاءة. (نوي، 2023، صفحة 56)

2-2: فرضيات كفاءة الأسواق المالية :

لكي تتسم أسواق الأوراق المالية بالكفاءة يجب أن تعكس أسعار أوراقها المالية المتداولة كل المعلومات، وبالتالي يعكس السعر الحالي للورقة المالية كل المعلومات المتوفرة، كما يجب أن تكون أسعار الأوراق المالية مقيمة في السوق بقيمتها الحقيقية أي العادلة بدون فاصل زمني كبير بين وصول المعلومات وتحليلها وانعكاسها على القيمة السوقية، غير أن هذا الانعكاس غير دائم توافقا مع صحة المعلومات .

باعتبار أن الكفاءة مفهوم نسبي وليس مطلق، تم تقسيمها من قبل الخبراء إلى ثلاث مستويات وهي:

أولاً: المستوى الضعيف :

تسمى أيضا نظرية الحركة العشوائية ويقصد في هذا المستوى أن الأسعار تسير بصورة عشوائية مما يفسر ويعني أن حركة الأسعار السابقة (أي في الماضي) لا أثر لها في توجيه حركة الأسعار في المستقبل ، و في هذه الحالة فإن أصحاب المنفعة (المستثمرين) لا يستطيعون الحصول على أرباح غير عادية من خلال الاعتماد على بيانات الأسعار التاريخية. (يوسف، صفحة 12)

حيث يصبح التحليل الفني (الذي يعتمد على المعلومات التاريخية عن السوق دون التنبؤ بالمستقبل) عديم الجدوى.

ثانياً: المستوى المتوسط:

تسمى أيضا بفرضية الصيغة الشبه قوية لكفاءة السوق المالية ، تفرض هذه الفرضية إضافة إلى الأسعار التاريخية معلومات أخرى متاحة للمستثمرين والمتعلقة بالبيانات الأساسية للشركة، أي أن الأسعار تعكس المعلومات التاريخية و الحالية ، و في هذه الحالة لا يتمكن المستثمر من تحقيق أرباح غير عادية عبر دراسة التقارير المحاسبية المنشورة والمعلومات المتوفرة للجميع (معلومات أخرى متعلقة بالجمهور وبالبيانات الأساسية للشركة "تقارير مالية للشركة، إعلانات المؤسسة كإعلان التوزيع والاستحواذ...) وجميع المعلومات العامة كالأحداث السياسية و الاقتصادية)، يعود السبب الأساسي في عدم تحقيق المستثمر أرباح غير عادية هو أن تلك المعلومات قد أثرت بالفعل في الأسعار.

ومنه في هذه الصيغة وفي ظل توفر تلك المعلومات المتاحة يتوقع ان تستجيب أسعار الأوراق المالية، أما في الفترة الأولى تتكون وجهة نظر أولية تكون مصداقية المعلومات فيها محتمل مما يجعل الاستجابة تكون ضعيفة في البداية، و في حال إذا ادرك المستثمر في الحين القيمة الحقيقية لسعر السهم في ظل تلك المعلومات ومن الفترة الأولى فسوف يحقق أرباح غير عادية مقارنة بأصحاب المصلحة (المستثمرين).

ثالثاً: المستوى القوي:

تؤكد هذه الصيغة لفرضية كفاءة السوق المالية أن أسعار الأوراق المالية ينعكس فيها المعلومات الحالية و التاريخية و الخاصة بشكل كامل، وهنا المستثمرين لن يتمكنوا من تحقيق أرباح تفوق الأرباح الغير عادية في السوق من خلال كل تلك المعلومات (منها المعلومات الخاصة) ، لأن تلك المعلومات ستنعكس بشكل مباشر على الأسعار، مما يعسر عملية احتكار المعلومات (والتي كان من الممكن أن تؤثر على الأسعار) ، وبالتالي لن يحصل أي مستثمر على

أرباح غير عادية ، و تحقيق هذه الصيغة بشكل صحيح لا يكفي بأن يكون السوق كفئا (أي تكون الأسعار تعكس كل المعلومات المتاحة) بل يتطلب ايضا أن يكون السوق كاملا ، وبالتالي تتاح كل المعلومات للجميع في نفس الوقت ، أي دون فارق زمني الموجود بين تحليل المعلومات المستلمة و النتائج المتوصل اليها. (نوي، 2023، صفحة 59)

وفيما يلي جدول لخصنا فيه أهم النقاط الخاصة بمستويات الكفاءة التسعيرية للأسواق المالية:

الجدول رقم(01): مستويات الكفاءة التسعيرية في الأسواق المالية

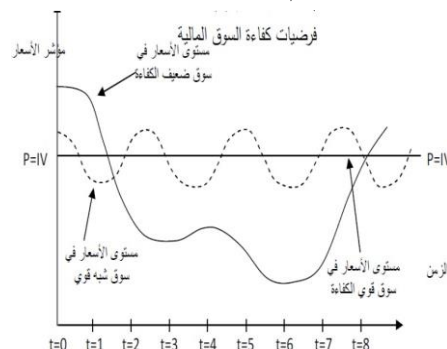
المستوى	المواصفات	انعكاس المعلومات على أسعار الأوراق المالية
المستوى الضعيف	-تعكس الأسعار السائدة في السوق المعلومات التاريخية فقط و هنا لا يتمكن المستثمر من تحقق أية عوائد تفوق العوائد العادية عبر تحليله للمعلومات التاريخية، لان الأسعار تسلك سلوكا عشوائيا (نموذج السلوك العشوائي) و لا يتمكن في ظل هذا السلوك من التنبؤ بالأسعار	الأسعار القابلة للأوراق المالية
المستوى شبه القوي	-تعكس الأسعار السائدة في السوق المعلومات المنشورة و التاريخية و هنا لا يحقق المستثمر أية عوائد غير عادية بعد تحليله لتلك المعلومات المتاحة لأنها لا تسهل عليه عملية التنبؤ بالأسعار المستقبلية	جميع المعلومات المتاحة
المستوى القوي	-تعكس الأسعار السائدة في السوق جميع أنواع المعلومات : المنشورة و التاريخية و الخاصة وهنا المستثمر لا يستطيع أن يحقق أية عوائد تفوق العوائد العادية من تحليل تلك المعلومات لأنها تسهل عليه عملية التنبؤ بالأسعار المستقبلية	جميع المعلومات العامة والخاصة

المصدر: من إعداد الباحثة بالاعتماد على المصادر التالية:

عبد الحميد ، عبد المطلب،(2024)، ص223.

رمضان، زياد ، و مروان شموط، (2024)ص206-207.

الشكل رقم(1): فرضيات كفاءة السوق



المصدر: عبد الرحمن بن مساعد المقرن، 2023، ص315.

3- ماهية إدارة المحافظ الاستثمارية:

3-1: مفهوم إدارة المحفظة الاستثمارية:

قبل التطرق إلى مفهوم إدارة المحفظة المالية ، نتطرق الى المفاهيم التالية :

- تتكون كلمة إدارة المحفظة من كلمتين :

الإدارة : وتعني التخطيط والتنظيم والرقابة

المحفظة: يمكن تفسيرها بالوعاء المليء بالأصول المالية ذات قيم مختلفة، كما يمكن ان تكون هذه المحفظة مملوكة لفرد او مجموعة أو مجموعة من الأفراد أو ملك لمؤسسة ما. (المومني، 2016، صفحة 18)

- تعريف المحافظ الاستثمارية: تعرف بأنها "كل ما يملكه الفرد من أصول حقيقية أو مالية من أجل تنمية قيمتها" (المومني، 2016، صفحة 17)

- مفهوم إدارة محفظة الأوراق المالية²:

في سوق راس المال ترتبط محفظة الأوراق المالية بعملية إدارة الاستثمار في الأوراق المالية المتداولة، من خلال عمليات البيع والشراء لهذه الاخيرة بغرض تحقيق عائد مطلوب، في ظل توازن درجة المخاطرة في ذلك الاستثمار (الخاص بالأوراق المالية)، كما تمتاز كل ورقة مالية بخصائص استثمارية معينة للعائد والمخاطرة ، والتي تؤخذ بعين الاعتبار في إدارة تلك المحفظة ، بغرض تحقيق أرباح وسيولة مالية ، وبالتالي تنوع هذه الأصول يعمل على توزيع مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية

وبالتالي تعتبر هذه المحفظة سياسة استثمارية هدفها تكوين مزيج من الفرص والبدائل الاستثمارية القيمة ، والتي تهتم بتخفيض مخاطر الاستثمار إلى أدنى حد ممكن عبر عمليات التنويع لتلك البدائل الاستثمارية، مع الاخذ بعين الاعتبار كفاءة أسواق رأس المال، و أسعار الفائدة الخاصة بالقروض، والقوة الشرائية للنقود، ومعدل التضخم الخاص بالاقتصاد القومي... الخ. (الحמיד، 2024، صفحة 120)

² يتمثل الفرق بين المحفظة المالية والمحفظة الاستثمارية في ان المحفظة المالية (أداة مركبة من أدوات الاستثمار) (عاشور، 2017) فهي أداة للحفاظ على راس المال وتخفيض المخاطرة ، أما المحفظة الاستثمارية (فهي مجموعة من الأصول والأدوات المالية) حيث تعتبر أداة لتحقيق عائد استثمار مرتفع ورفع القيمة الاستثمارية

ومنه نظرا لأهمية محافظ الاستثمار في إدارة رأس المال ، أصبح هناك توجه واهتمام أكبر بكيفية إدارة تلك المحفظة من خلال اختيار الأسهم والسندات واتباع الاستراتيجيات التي تضمن أقل نسبة مخاطرة وتحقيق عوائد مرتفعة .

2-3: خطوات ومعايير إدارة المحفظة الاستثمارية:

1-2-3: خطوات إدارة المحفظة الاستثمارية:

يعمل المستثمر على تبني مجموعة من الخطوات والاستراتيجيات لإدارة محفظته الاستثمارية بشكل رشيد ، تتمثل هذه الخطوات في مجموعة من الأنشطة هدفها توظيف الموارد المالية بشكل رشيد يعمل على تعظيم الأرباح ، ومن بين الأساليب المهمة لإدارة المحفظة الاستثمارية (الأسلوب العمودي) (Top- Down Approach)، ومن خلاله يمكن الاعتماد على أهم الخطوات والقرارات التي يتخذها المستثمر وهي :

أ-تخطيط المحفظة: تقوم المؤسسة من خلاله بدراسة أسهم المؤسسة والمفاضلة بينها بعد دراسة العوائد والمخاطر بغرض الوصول الى أكبر العوائد بأقل خطر ممكن، كما يمكن التمييز بين الأسهم من خلال اختيار الأسهم ذات نمو راس مال بتزايد قيمها المستمرة مع الزمن ، مع الأخذ بعين الاعتبار ملائمة تلك الأسهم لرغبات واحتياجات المستثمر (يمكن ان تكون احتياجاته قصيرة او طويلة الاجل) (جميل، 2015، صفحة 279)

يتم الاعتماد على التخطيط من خلال اتخاذ قرار استثماري مناسب بالاعتماد على الجوانب الشخصية للمستثمر يتم فيها تحديد أهدافه وأسلوب تكوين تلك المحفظة ، كما يتم الاعتماد على مجموعة من المعايير الوصفية والكمية والتي تساهم في تسهيل تحديد وقت البيع أو الشراء للأوراق المالية (متى يبيع أو يشتري) ، بغرض تحقيق أكبر العوائد بأقل درجة مخاطرة (الحמיד، 2024، صفحة 123)

ب- تحليل الاستثمارات التي تنظمها المحفظة: بعد تحديد النسب المخصصة للأسهم وتوزيعها ، تأتي أهم خطوة وهي انتقاءها من خلال اختيار الأسهم الناجحة وتحديد نسب الشراء الموافقة لحجم تلك الشركة (صفية، 2018، صفحة 214)، وهذا ما يتطلب دراسة تحليلية للوضع المالي المتوقع (كقدرتها على النمو) والخاص بالشركات المساهمة وتحليلها أيضا بالنسبة للحالة الاقتصادية للدولة وسياساتها النقدية والاقتصادية، كما يتم تحليل البيانات عن كفاءة أسواق راس المال والبورصات وما تعرضه من معلومات وبيانات عن الأوراق المالية المتداولة، بغرض التنبؤ بالفرص الاستثمارية الملائمة واتخاذ القرار المناسب. (الحמיד، 2024، صفحة 123).

ج- التوقيت الاستثماري: بعد تخطي المراحل السابق ذكرها تأتي مرحلة التوقيت والتي يتم فيها اختيار الوقت المناسب لاقتناء أو بيع تلك الأوراق المالية ، حيث يشتري تلك الأوراق إلا في حال انخفاض أسعارها ، والعكس صحيح في حالة البيع، مع الاخذ بعين الاعتبار تقلبات الأسعار التي يمكن ان تحدث، وهنا يستعين المستثمر بخبرته ومعرفته العلمية، فاتخاذ قرار البيع أو الشراء او الاحتفاظ يتزامن أيضا مع الظروف الاقتصادية والسياسية التي تؤخذ بعين الاعتبار. (جميل، 2015، صفحة 279)

د- المراقبة والمتابعة: يبقى المستثمر في هذه الحالة يراقب تقلبات أسعار السوق لتلك الأوراق المالية بغرض تجنب حدوث أي خسائر جسيمة ، وهذا بعد دراسة حركة السوق (قوى العرض والطلب) ، مما يدفع لاجراء تعديلات في تركيبة محفظته دوريا حسب تغير أوضاع المؤسسة والأوضاع الاقتصادية

3-2-2: معايير إدارة المحفظة الاستثمارية:

بعد تكوين وتشكيل المحفظة المالية تأتي أهم مرحلة وهي إدارة تلك المحفظة كما ذكرنا سابقا ، حيث يتم وضع تخطيط وتنظيم ثم متابعة مناسبة وفق الأولويات، لكن تتحكم في تلك الإدارة عدة معايير وهي كالتالي:

. المعيار الأول : سعر الورقة المالية ومعدل الفائدة

يتعلق قرار الاحتفاظ بالورقة المالية بالعائد الذي تحققه تلك الورقة التي تم الاحتفاظ بها، حيث يحدد أيضا سعر تلك الورقة المالية بالعائد الذي تحققه مقارنة بالعائد السائد في السوق ، ولذلك يتم إدارة المحفظة من خلال متابعة تطور العائد الخاص بتلك الورقة ، (سواء عوائد متغيرة كالأسهم أو ثابتة كالسندات العادية)، كما يتم متابعة الأوراق التي يتم طرحها في السوق ومقارنتها بالأوراق التي تم الاحتفاظ بها، ففي حال اذا كانت أسعار تلك الأوراق التي طرحت لأول مرة في السوق مرتفعة العائد ، هنا يتم التخلي عن الورقة التي يتم الاحتفاظ بها من خلال بيعها والعكس صحيح .

.المعيارالثاني:- مدى تقلبات معدل العائد (سعر الفائدة) للورقة المالية :

يعتبر استقرار سعر الفائدة من الأمور المهمة في اتخاذ قرار الاستثمار في الأوراق المالية ، حيث يتغير سعر الورقة في الاجلين القصير والطويل ، ففي الاجل القصير تتقلب أسعار تلك الأوراق بشكل سعيير ويمكن ان يكون مفاجئ بسبب خضوعها لتغيرات مختلفة منها تأثر معدل العائد بتغيرات أسعار الصرف ، وأيضا بظروف الاحتياطي النقدي ، والسياسة النقدية الخاصة بتلك الدولة والتي تؤثر على حجم الائتمان ونوعه... الخ ، في حين أن في الاجل الطويل يرتبط تغير ذلك السعر بالتغيرات الهيكلية وهي بطيئة وقليلة ، وبالتالي يحدد هذا الاختيار حسب رغبة المستثمر فإذا كان مغامرا

فإنه يدخل أسواق ذات تأثير كبير على معدل العائد.

المعيار الثالث . - مدى تقلبات سعر الورقة المالية ذاتها :

تتأثر حركة معاملات الأوراق المالية بالقيمة السوقية واتجاهاتها ، فإذا زاد قيمة الورقة المالية بشكل تراكمي فإن الرغبة بالاحتفاظ بتلك الورقة يزيد ، حيث تلك الزيادة تشجع المستثمرين على الحصول على تلك الأوراق لما تحققه من ربح رأس مالي.

المعيار الرابع . - تأثير الكوبون^١ على حركة المحافظ المالية:

يرتفع سعر الورقة المالية كلما طال موعد دفع الكوبون مما يزيد من الطلب عليها، يتم انتهاز هذه الفرصة من قبل المستثمرين ، فيقومون بتوقع معدل العائد الذي سيتم تحصيله من خلال الكوبون المزمع تحصيله، فكلما ارتفع ذلك العائد كلما زادت رغبة المستثمر بالاحتفاظ بتلك الورقة المالية، مما ينتج عنه ارتفاع سعر تلك الورقة في السوق، وفي حال اذا تم توقع انخفاض معدل عائد تلك الورقة فهنا يتم التخلص من تلك الورقة (بيعها) في السوق.

المعيار الخامس:- تأثير التضخم (تأثير القوة الشرائية للنقود):

بوجود التضخم يصبح الاحتفاظ بالنقود دون الاستثمار بها أمر غير رشيد ، ولذلك عند ارتفاع معدلات التضخم يزداد الاقبال على الاستثمار في الأوراق المالية والأصول العينية، خاصة الأوراق التي ترتفع أسعارها مع مرور الوقت نظرا لزيادة قيمة تلك الأصول مقارنة بسعر الشراء. (الحמיד، 2024، الصفحات 125-128)

4- آثار وانعكاسات استراتيجيات المحفظة الاستثمارية بمستوى كفاءة السوق:

4-1: تأثير استراتيجيات الاستثمار المحافظي بمستوى كفاءة سوق الأوراق المالية:

لمعرفة حسن أداء المحفظة واتخاذ قرار صائب (يعمل على تقليل المخاطر) يتبع المستثمر استراتيجية استثمارية معينة ، تعمل على إدارة المحفظة وبناءها ومراجعتها بشكل مستمر ، وتختلف نظرة المستثمر فهناك مستثمرين يتبعون استراتيجية الاستثمار الخاصة بالسوق الكفوء والتي تسمى السلبية ، وآخرون يتبعون استراتيجية غير مؤمنة بكفاءة السوق المالية والتي تسمى أيضا استراتيجية الاستثمار النشطة.

ومنه تنقسم استراتيجيات الاستثمار الخاصة بالمحافظ الاستثمارية إلى ما يلي:

أولاً: استراتيجيات تعترف بكفاءة سوق الأوراق المالية (استراتيجية الاستثمار السلبية أو الساكنة) passive

^١ الكوبون هو قسيمة تحتوي على رموز ، حيث يمكن استبدال تلك القسيمة بحسم مالي ، أو تخفيض للأسعار في حالة شراء المنتجات او طلب خدمة

:investment strategy

تشير هذه الاستراتيجية الى ان أسعار الأسهم تكس وبشكل سريع المعلومات التي تصل الى السوق ، وبالتالي وفي العادة لن يتمكن المستثمر من تحقيق أية أرباح غير عادية ، في ظل القيمة السوقية للسهم في ذلك السوق والتي تعبر عن القيمة الحقيقية وهي قيمة عادلة بالنسبة للمستثمر ، والتي من خلالها يتم تحقيق عائد يكفي ذلك المستثمر لتغطية المخاطر الناتج عن ذلك الاستثمار ، ولذلك لا توجد جدوى لتغيير مكونات المحفظة (استقرار مكوناتها) ، بغرض تحقيق أرباح غير عادية.

اذا هذه الاستراتيجية تخص المستثمر الذي يعتمد على التحليل الأساسي والذي يعتمد مدخله على القيمة الحقيقية للورقة المالية ، وهكذا تحمل هذه الاستراتيجية في طياتها افتراضا يتضمن تكاليف اقل للمعاملات وحد أدنى خاص بالمجهود المبذول في إدارة تلك المحفظة المالية، نظرا لاستقرار مكونات تلك المحفظة . (نعيمه، 2011، صفحة 331)

كما يحتاج المستثمرون السلبيون إلى التداول عندما يتغير تكوين المؤشر القياسي الخاص بهم، وهو ما يمكن توقعه واستغلاله من قبل المستثمرين النشطين. ويخلص بيدرسن (2018) إلى وجود مستوى توازن من الاستثمار النشط والسلبى الذي يبقى السوق قريباً ولكن ليس فعالاً تماماً. (Patrick Jaquart، 2023)

ويمكن تصنيف الاستراتيجية السلبية إلى ما يلي :

أ- استراتيجية الشراء والاحتفاظ Buy-and- Hold strategy:

في ظل استراتيجية الشراء والاحتفاظ يسارع المستثمر بالشراء حال توفر لديه الأموال وبالبيع حال رغبته بالحصول على الأموال، ورغم أن السوق الكفاء يتميز بعدم تحقيق أرباح تفوق غيره ، الا ان المستثمر مطالب باختيار تشكيلة محفظته الاستثمارية التي تحقق له أهدافه في ظل مستوى معين من المخاطرة (كمخاطر الظروف الاقتصادية، وظروف المؤسسة ..الخ)، أخذا بعين الاعتبار التوقيت المناسب لاختيار أصول استثمارية ملائمة و الضرائب واجبة الدفع. (صفية، 2018، صفحة 116)

رغم مميزات هذه الاستراتيجية الا انه يرى جونز Jones1994 أن المستثمر مطالب بتغيير مكونات محفظته في حال أصبحت ظروفه تمكنه من تحمل مخاطر أكبر ، وأيضاً في حالة انخفاض أداء أحد أسهمه بشكل مستمر . (نعيمه، 2011، صفحة 332)

ب- استراتيجية صناديق المؤشرات (الإدارة السلبية او السلبية) Index Funds Strategy:

تعتمد هذه الاستراتيجية على بناء المستثمر محفظة مماثلة لأحد مؤشرات السوق ومن بينها مؤشر S&P500 ومؤشر داو جونز ، ونظرا لما حققته هذه المؤشرات من عوائد ، يعمل المستثمر على شراء صناديق استثمار مكونة من تشكيلة الأسهم المكونة للمؤشر، وبذلك يصبح المستثمر ضامنا ومطمئنا على حصوله لعائد متوسط لعوائد الأسهم المتداولة في السوق ، بدون مخاطر أكبر ، بما ان حركة المؤشر تعكس أسعار كل الأسهم المتداولة في السوق المالية. (نعيمه، 2011، صفحة 332)

كما تقدر أتعاب إدارة هذه الصناديق ب 1 إلى 2 من مجمل قيم الأصول الخاصة بتلك المحفظة، مما يدل على انخفاض تكاليفها ، ومن أشهر الصناديق الأمريكية ، صندوق شواب توتال انترناشيونال و مجموعة فانجرود S&P، (صفحة، 2018، الصفحات 116-117)، ومؤشر Salmon Brother و أيضا مؤشر Shearson Lehman (نعيمه، 2011، صفحة 333)

ج- الاستراتيجية الساكنة للاستثمار في محفظة السندات:

في حال إعادة تكييل مكونات محفظة السندات يجب تقييم السندات الفردية أولا من حيث مخاطر العسر عن التسديد ، مخاطر تخص صعوبات التسوق... الخ ، وتستدعي هذه الاستراتيجية معرفة نوع السند إذا سندات ذو دخل □□ أم سندات رأسمالية □□، كما يوجد نوع آخر وهو سندات الخصم والتي تتأثر قيمها بمعدلات الكوبون الذي بسبب انخفاض معدله مقارنة بأسعار الفائدة في السوق ينتج عن ذلك بيع تلك السندات بقيم أقل من قيمتها الاسمية ، حيث يمثل هذا الانخفاض تعويضا للمستثمر عن انخفاض معدل الكوبون. (نعيمه، 2011، صفحة 333)

د- استراتيجية التحصين Immunization Strategy:

تعمل هذه الاستراتيجية على الحماية من مخاطر تغير أسعار الفائدة ،من خلال اختيار السندات المماثلة في الأمد □Duration مع الفترة الزمنية المخططة لذلك الاستثمار، أي يتوجب على المستثمر تحديد فترة الاستثمار لتلك المحفظة ثم يعمل على اختيار توليفة من السندات يكون فيها المتوسط المرجح لأمد الاستثمارات الفردية مماثلة وملائمة للفترة الزمنية المخططة لذلك الاستثمار. (نعيمه، 2011، الصفحات 333-334)

^[2] تعني سندات الدخل: أن عائد أساسي في العوائد الدورية

^[2]

^[2] أمد محفظة السندات : يعني المتوسط المرجح بالأوزان للأمد السندات المكونة لتلك المحفظة

ثانيا: استراتيجية لا تعترف بكفاءة أسواق الأوراق المالية (استراتيجية الاستثمار النشطة) Active Investment strategy:

تتضمن هذه الاستراتيجية لادارة محفظة الأوراق المالية اعتقادا مؤداه بإمكانية بعض المستثمر الحصول على معلومات قبل غيرهم ،مما يمكنهم من تحقيق عوائد تفوق مستثمرين آخرين، وهنا بنظرهم فإن أسعار الأسهم في السوق لا تعكس قيمها الحقيقية خلال فترات معينة. (نعيمة، 2011، صفحة 334)

أ-استراتيجية نشطة للاستثمار في محفظة الأوراق المالية:

تصنف هذه الاستراتيجية ثلاث استراتيجيات لا تعترف بكفاءة السوق وهي:

1. استراتيجية اختيار الأوراق المالية Stock Selection :

تعتمد هذه الاستراتيجية على القيام بالتحليل الأساسي والفني وعلى أساليب أخرى لتقييم الأوراق المالية ، بغرض تحديد القيمة الحقيقية لتلك الورقة ثم مقارنتها بقيمتها السوقية، بهدف اختيار أوراق مالية ، من خلال التخلص من الأوراق المالية ذات قيم أعلى من قيمها الحقيقية و الاحتفاظ أو شراء أوراق بأقل من قيمتها الحقيقية ، ومن بين المعلومات التي يعتمد عليها المستثمر لتقييم القيمة الحقيقية لذلك السهم هي ربحية السهم مستقبلا ، نسبة الأرباح الموزعة لذلك السهم .

2. استراتيجية توزيع مخصصات المحفظة المالية Sector Rotation:

تعمل هذه الاستراتيجية على مراعاة إعادة توزيع نسب الموارد المالية الخاصة بالاستثمار في أسهم شركات قطاع معين على حساب أسهم شركات تنتسب إلى قطاعات أخرى ، وهنا تصبح عملية توزيع أصول المحفظة عملية ديناميكية ، يتم من خلالها تغيير الأوزان حسب التوقعات الخاصة بالعائد والخاطرة.

ويمكن تصنيف أسهم القطاعات إلى :

–أسهم مؤسسات حساسة لتغيرات أسعار الفائدة (كأسهم البنوك و المؤسسات المالية..الخ)، ترتفع أسعار هذه الأسهم بشكل بيكير مع انخفاض مستوى الفائدة والعكس صحيح.

-أسهم مؤسسات منتجة لسلع معمرة (أسهم دورية): تتغير قيمها حيث ترتفع في فترة الرواج وتنخفض في حالة الكساد

-أسهم مؤسسات منتجة لسلع رأسمالية: لا تتغير قيمة أسهمها في حالة الكساد أو الرواج قصيرة الأجل بل تتأثر بالكساد أو الرواج الطويل الأجل.

-أسهم دفاعية: من بين هذا النوع من الأسهم هي الأسهم الخاصة بالأدوية والأغذية، فهي أسهم لا تحمل صاحبها مخاطرة كبيرة نظرا لعدم تأثرها كثيرا بحالات الرواج والكساد.

3. استراتيجية توقيت السوق المالي Market Timing Strategy:

تستند هذه الاستراتيجية على إعادة توزيع مكونات المحفظة المالية وهذا بين الأسهم العادية وأصول مالية أخرى، وفي ظل ادراك المستثمر الوقت المناسب للاستمرار، الدخول، أو الخروج من سوق الأسهم، يمكن ان يحقق من ذلك أرباح غير عادية، فإذا رأى أنه من المناسب الخروج منها هنا يوجه حصيلة بيع الأسهم إلى أصول مالية تتميز بقصر أجلها مثل أذونات الخزينة، وحال تحسن الظروف يحولها إلى سيولة ليتمكن من شراء أسهم أخرى، ومن مميزات هذه الاستراتيجية أنها تمكن المستثمر من أن يقترض لدعم استثماراته في حالة توقع الرواج في ذلك السوق، وهذا مرهون بحجم عمولة السمسرة والضرائب وبمعدلات الفائدة.

يعتمد المحللون الفنيون في هذه الاستراتيجية على الخرائط لدراسة تغيرات الأسعار الماضية، وإيجاد توقيت الشراء والبيع للأسهم، فهذا التواجه مماثل للتحليل الأساسي لكن على مدى أفق زمني بعيد. (نعيمه، 2011، صفحة 335)

ب-استراتيجية نشطة للاستثمار في الأسهم: يخص هذا النوع من الاستثمار صغار المستثمرين، وتنقسم هذه الاستراتيجية إلى نوعين:

النوع الأول: استراتيجية السمة الواحدة: أهمها ما يلي:

-استراتيجية المضاعف: يتم من خلالها شراء أسهم يكون مضاعف الربحية الحالية لهذا السهم اقل من متوسط مضاعف الربحية خلال الخمس سنوات الأخيرة، كما يمكن مقارنتها مع مضاعف الربحية لمؤشر S&p500 الذي يتطلب من ان يكون سعر السهم أقل منه ب 90%، مما ينتج عنه أرباح(عائد) تزيد عن متوسط أرباح السوق.

- استراتيجية السهم المشتق مقابل توزيعات: يتم من خلالها منح أسهم جديدة مقابل سهم قديم، هذه الاستراتيجية تعمل على زيادة عدد الأسهم وانخفاض القيمة السوقية للسهم ، مما تسهل عليه عملية تسيلها ، يتميز السهم المتوقع للاشتقاق بسيولة أفضل وقيمة سوقية أعلى من قيمته الحقيقية خلال فترة ما بعد الاشتقاق
- استراتيجية السهم ذو التوزيعات المتزايدة: يمكن أن يحقق المستثمر أرباح غير عادية في حال علمه مسبقا بزيادة نسبة الأرباح المزمعة لأسهم ما ، فيقوم بشراءها قبل الإعلان عن ذلك التوزيع.

استراتيجية الإصدارات الجديدة:

في هذه الاستراتيجية يتم تفضيل شراء أسهم المؤسسات التي أصدرت أوراقها المالية (أسهمها) للتداول في السوق لأول مرة ، لأن قيم تسعيرها لأول مرة تكون منخفضة أي بقيم أقل من قيمتها الحقيقية ، بسبب نقص المعلومات عنها وبسبب المسؤولية القانونية. (صفحة، 2018، الصفحات 118-119)

النوع الثاني: إستراتيجية السمات المتعددة

تتطلب هذه الاستراتيجية توافر سمات معينة يعتمد عليها المستثمر لاقتناء أصول مالية (وبالتحديد الأسهم) لشركة ما وضمها إلى محفظته المالية بغرض الحصول على عائد يفوق متوسط عائد السوق، عرض "Reinganum" دراسته التي تحث على توفر أربع سمات للاستثمار في أسهم شركة ما وهي:

1. زيادة مطردة للأرباح في أربعة أرباع السنة (أي لكل ثلاث أشهر سنويا) للمؤسسة؛
2. يجب أن يقل عدد الأسهم المصدرة عن 20 مليون سهم ؛
3. أن تكون القيمة السوقية للسهم أقل من قيمته الحقيقية ، وبالتحديد أن تكون النسبة السوقية للسهم عن قيمته الدفترية أقل من الواحد، بغرض تحقيق أرباح في المستقبل القريب؛
4. " أن تكون القوة النسبية للسهم في ربع السنة الحالي أعلى مما كانت عليه في ربع السنة الماضي كما ينبغي أن تكون القوة النسبية للسهم 70 على الأقل، وتقاس القوة النسبية بالمتوسط المرجح بالأوزان للتغير في السعر خلال الإثنى عشر شهرا الماضية، وقد أعطى "Reinganum" وزنا قدره (0.4)

لربع السنة الأخير، بينما أعطى لكل من الثلاثة أرباع الأخرى من السنة وزنا قدره (0.6). " (صفية، 2018، صفحة 120)

ج - الاستراتيجية النشطة للاستثمار في محفظة السندات:

يقصد بهذه الاستراتيجية محاولة وضع تغيير مستمر لمكونات المحفظة والاخذ بعين الاعتبار كل من معدل الفائدة المتوقعة وتواريخ الاستحقاق الخاص بالسندات ، فإذا تم توقع أن أسعار الفائدة ستخفض مستقبلا هنا أحسن قرار استثماري هو الإبقاء على السندات طويلة الأجل ، وفي حال توقع ارتفاع أسعار الفائدة هنا من المستحسن اقتناء سندات قصيرة الأجل . ومن بين استراتيجية إدارة محفظة السندات ما يلي:

أ. استراتيجية تنويع تواريخ الاستحقاق

يؤثر تغيرات أسعار الفائدة على القيم السوقية للسندات طويلة الأجل بشكل ملحوظ وكبير مقارنة بالسندات القصيرة الأجل ، أما في خصوص العوائد المحققة فإن السندات الطويلة الاجل تمتاز باستقرار عوائدها مقارنة بالسندات القصيرة الاجل التي تتعرض لخطر تقلبات العائد من سنة لأخرى، ولتفادي هذا المشكل بالذات يتوجب الاستثمار في سندات قصيرة الأجل بأسعار فائدة مختلفة ، أما في حال إذا اضطر المستثمر إلى بيع جزء من السندات هنا القيمة السوقية للسندات قد تتعرض إلى تقلبات يمكن أن تعرض صاحبها لخسائر كبيرة، ويمكن تخطي هذا المشكل من خلال إتباع استراتيجية تنويع تواريخ الاستحقاق.

وبالتالي يتم التوصل من خلال هذه الاستراتيجية الى تنويع محفظة المستثمر بين سندات طويلة الاجل وأخرى قصيرة الاجل مما ينتج عنه استغلال مزايا كل منهما وتقليل المخاطر. تنقسم هذه الاستراتيجية إلى ثلاث أساليب وهي كما يلي:

أ. الأسلوب الهجومي Aggressive portfolio management

تتطلب هذه الاستراتيجية مستوى عالي من الكفاءة في إدارة المحفظة ، حيث تعتمد على مدى دقة تنبؤ المستثمر باتجاه أسعار الفائدة، فإذا توقع أن أسعار الفائدة في ارتفاع يسارع صاحب المصلحة (المستثمر) في بيع السندات طويلة الأجل واستغلال حصيلتها لشراء سندات قصيرة الأجل، وفي حال توقع أن أسعار الفائدة

ستنخفض هنا يسارع الى بيع السندات قصيرة الأجل واستغلال حصيلتها لاقتناء سندات طويلة الأجل ، إذا تعتمد هذه الاستراتيجية على تحويل المستثمر من السندات طويلة الاجل الى قصيرة الاجل والعكس حسب توقعاته.

ب-استراتيجية التنسيل أو (تدرج تواريخ الاستحقاق) Laddered Maturity Structure:

يتم من خلال هذه الاستراتيجية توزيع مخصصات المحفظة من خلال تدرج تواريخ استحقاقها ، مما يخفف حساسية المحفظة لتغيرات أسعار الفائدة ويساعد على تحصيل أموال السندات المستردة قيمتها ليعاد استثمارها في سلم طويل الاجل، ففي هذه الحالة اذا أراد مستثمر استثمار في سندات لا يزيد تاريخ استحقاقها عن 20 سنة ويخطط لاستثمار 20 مليون دولار ، هنا يقسم استثماراته من خلال تخصيص 2 مليون دولار للاستثمار في سندات تستحق بعد سنة ، ومليونين بعد سنتين حتي يستثمر كل المبلغ (20 مليون) في مجموعة سندات تستحق بعد 20 سنة، أي في كل سنة يسترد المستثمر القيمة الاسمية الخاصة بالسند بعد تاريخ استحقاقه واستثماره مرة أخرى في مجموعة السندات المستحقة بعد 20 سنة .

كما يمكن للمستثمر أن يدخل خاصية المرونة في تواريخ الاستحقاق، من خلال استغلال استراتيجية تنويع تواريخ الاستحقاق والتي تم شرحها سابقا، فاذا توقع انخفاض أسعار الفائدة يمكنه ان يتخلى على توزيع المخصصات بالتساوي ويقسمها بالاستثمار في جزء أكبر في السندات الطويلة الاجل والجزء الأقل في السندات القصيرة الأجل .

ج-أسلوب التركيز على الاستثمارات قصيرة الأجل والطويلة الاجل Barbell Maturity Structure:

يتم من خلال هذه الاستراتيجية الاستثمار في سندات قصيرة الاجل وطويلة الاجل فقط واستبعاد أو التخلي عن الاستثمار في السندات المتوسطة الاجل ، وهذا لان من ميزات الاستثمار في السندات قصيرة الاجل هو مواجهة السيولة ، أما الطويلة الاجل فهي ربحية ، فكما تم ذكره سابقا أن التوزيعات تتم حسب توقعات أسعار الفائدة وعلى مدى الحاجة الى السيولة. (نعيمه، 2011، صفحة135-138)

4-2: تأثير الاستثمار المحفظي على مستوى كفاءة سوق الأوراق المالية:

يمكن تجسيد الآثار الإيجابية للاستثمار المحفظي على أسواق الأوراق المالية فيما يلي:

-تنشيط سوق الأوراق المالية ، من خلال المساهمة في رفع مستوى السيولة للأوراق المالية فشاء وبيع المستثمر لتلك الاوراق بسرعة للحصول على أمواله ، يرفع الطلب عليها وبالتالي ترتفع قيمها وفي نفس الوقت تنخفض تكلفة تحصيل رأس المال، مما يحفز ويشجع المستثمرين المحليين(المؤسسات المحلية) في طرح المزيد من الإصدارات

- تعمل مساهمة وتدخلات الشركات الأجنبية في سوق الأوراق المالية المحلية على تحفيز استخدام الشفافية و الإفصاح للمعلومات الخاصة بإدارة الشركات ، وعلى تطوير قواعد المحاسبة والتقارير ، وهذا نتيجة لطلب المستثمر وشروطه الخاصة بوضوح تلك المعلومات والمستوى المتقدم للخدمات التي تساعد على التداول مثل مؤسسات السمسرة ، نظم المقاصة والتسويق الخ ، مما يرفع وينمي كفاءة الأسواق المالية الناشئة
- تزيد كفاءة السوق المالية بتزايد تدفق رؤوس الأموال الأجنبية من خلال التواصل مع الشركات المالية الأجنبية ذات تكنولوجيا مالية متطورة ، فالارتباط معها يولد زيادة للمعرفة بتلك الأسواق وجذب المزيد من التدفقات مما يعمل على تنشيط الاستثمار الأجنبي.
- تعمل الاتفاقيات المبرمة مع الأجانب (دخولهم الى السوق المحلية) في دفع اسهم المؤسسات المحلية نحو القيم العادلة ، لان الاتفاقيات المبرمة مع الأجانب تكون اتفاقيات مبادلة لاسهم بقيم اقل من قيمتها العادلة مما يساهم في استقرار السوق
- كما ان للاستثمار المحفظي وبوجه الخصوص الأجنبي (الغير المباشر) انعكاسات سلبية على سوق الأوراق المالية وعلى الاقتصاد الوطني يمكن تجسيدها فيما يلي:
- تنعكس آثار عملية المضاربة بشكل كبير على الأسواق المالية، ففي التسعينات للقرن العشرين تعرضت دول عديدة لهجمات مضاربة عملت على احداث أزمات لبورصات عديدة ، أشدها ضررا هي الأسواق الناشئة ، حيث تعمل تلك الازمات على نشر الهلع والذي بدوره يجعل المستثمرين ومدراء المحافظ والصناديق يخرجون فجأة من تلك السوق بغرض تخفيض المخاطر، وهذا ما حدث سنة 1997م فقد خرج المستثمرون من جميع أسواق جنوب شرق آسيا مما أدى الى انهيار اقتصادها وانتقل هذا الانهيار الى بقية الأسواق الناشئة مثل دول أوروبا الجديدة وروسيا، ثم تدخلت الدول الصناعية الكبرى لكبح هذا الخطر وإعادة الاستقرار تدريجيا . (صفية، 2018، الصفحات 121-122)

5- الخاتمة:

يتم التوصل الى تكوين محفظة استثمارية مثلى او مربحة من خلال الاعتماد على استراتيجيات مختلفة يختارها المستثمر بناء على النظرية التي يعترف بها وبناء على التوقعات التي يصل اليها لتغيرات أسعار الفائدة ، فالتسليم بكفاءة السوق يجعل المستثمر (صاحب المصلحة) مقتنع أن أسعار الأسهم في السوق تعكس قيمتها الحقيقية ، وفي نظر هذا المستثمر أن تعديل مكونات المحفظة وتغييرها ليس له جدوى ، فهنا المستثمر يتبع سياسة سلبية تحمل في طياتها اقتناع بصعوبة إيجاد أو الحصول على أوراق مالية مسعرة تسعيرا خطأ ، لأن أسعار الأسهم تعكس كل

المعلومات التي تصل الى السوق، ولذلك لن يتمكن المستثمر من تحقيق أرباح غير عادية، ولا دفع تكاليف إضافية (للحصول على المعلومات)، ولبناء محفظة مالية في ظل هذه الاستراتيجية يمكن الاعتماد على استراتيجية الشراء والاحتفاظ ، استراتيجية صناديق المؤشرات (بناء محفظة مماثلة لمحفظة السوق)،... الخ

كما يوجد الاستراتيجية النشطة والتي لا تعترف بكفاءة السوق (أي أن أسعار الأوراق المالية لا تعكس قيمتها الحقيقية)، فيعمل المستثمرون على إيجاد ثغرات تمكنهم من الحصول على معلومات تكسبهم أرباح غير عادية ، واستغلال الفرص كالبحت عن أوراق مالية التي يخطأ السوق في تقديرها، ومن بين الاستراتيجيات المعتمدة استراتيجية الاستثمار النشطة للأوراق المالية منها استراتيجية اختيار الأوراق المالية ، استراتيجية توزيع مخصصات المحفظة المالية .. الخ، كما تم تحديد وتفصيل الاستراتيجيات النشطة للاستثمار في كل من الأسهم والسندات .

ومنه اتخاذ القرار الاستثماري الرشيد يعتمد على إدارة تلك المحفظة المالية من خلال استراتيجيات مختلفة.

6- قائمة المراجع:

المؤلفات:

راهي الحساوي، سالم صلال، (2024)، *الاستثمار والتمويل في الأسواق المالية*. الشركة العربية المتحدة، القاهرة.

عبد الحميد ، عبد المطلب، (2024) ، *اقتصاديات الاستثمار في البورصة*، الشركة العربية المتحدة، القاهرة.

نوري، نبيلة، (2023)، *سوق رأس المال والادوات المتداولة فيها- الأدوات الأساسية والأدوات المشتقة*-. دار المتبني للطباعة والنشر، المسيلة، الجزائر

رمضان، زياد ، و مروان شموط، (2024) *الأسواق المالية*، الشركة العربية المتحدة، القاهرة.

المومني، غازي فلاح ، (2016)، *إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة*، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان.

الأطروحات:

صفية، العمري ، (2018)، *سبل تفعيل كفاءة أسواق الأوراق المالية لجذب الاستثمارات المحلية والأجنبية-دراسة حالة أسواق الأوراق المالية لدول المغرب العربي-*، قسم العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والعلوم التجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر 3، الجزائر.

المقالات:

يوسف، مسعداوي، (2014)، متطلبات تحقيق كفاءة الأسواق المالية-دراسة تحليلية لبورصة الجزائر-. مجلة الاقتصاد والتنمية البشري، المجلد 5، (العدد2). متوفرة على الموقع التالي:

<https://www.asjp.cerist.dz/en/article/18874>

عبد الرحمن ، بن مساعد المقرن، (2023)، تقييم المستوى الضعيف من الكفاءة: دراسة حالة السوق المالية السعودية (2000-2023)، المجلة العربية للإدارة ، المجلد 43، العدد2.

جميل، أحمد صبحي ، (2015)، الأسس والقواعد العلمية في تكوين المحافظ الاستثمارية دراسة حالة على عينة من المصارف العراقية، مجلة كلية بغداد للعلوم الاقتصادية الجامعة ، العدد 44.

نعيمة، برودي ، (2011)، مجلة الاقتصاد والإدارة، كفاءة الأسواق المالية واستراتيجيات الاستثمار في الأسهم والسندات ، المجلد 10 ، العدد1.

Marvin Motz, Lutz Köhler & Christof Weinhardt Patrick Jaquart. (2023). The impact of active and passive investment on. *Journal of Applied Economics*.