

الفصل الأول

أساسيات الاستثمار ومقوماته

1- أساسيات الاستثمار.

مفهوم الاستثمار.

بيئة الاستثمار Investment Environment.

عملية الاستثمار Investment Process.

صناعة الاستثمار.

2- مقومات القرار الاستثماري الناجح.

الاستراتيجية الملائمة للاستثمار.

الاعتماد على الأسس والمبادئ العلمية لاتخاذ القرار.

مراعاة العلاقة بين العائد والمخاطرة.

أسئلة وتمارين الفصل الأول.

تعاظمت الابتكارات في الاستثمارات المالية في السنوات الأخيرة بشكل مضطرد، مما دعا إلى اهتمام المدراء الماليين بهذا النوع من الاستثمارات (الاستثمار في الأوراق المالية) على والقدر نفسه من الاهتمام بالاستثمارات الحقيقية (العينية).

1- أساسيات الاستثمار:

إن دراسة الاستثمار أمر في غاية الأهمية نظراً لحاجة كل فرد إلى الخبرة والدراية التي تمكنه من تحقيق أفضل العوائد في ظل مستوى منخفض من المخاطر. كما أن معرفة أساسيات الاستثمار قد تساعد الفرد على التحوط Hedging ضد مخاطر تقلبات العوائد المتوقعة من استثماراته في أصول مالية، أو للمحافظة على قيمة أصول محفظته...الخ. من هنا تبرز ضرورة دراسة ما المقصود بالاستثمار؟ وما هي العناصر المكونة للبيئة الاستثمارية؟ ومن ثم الحديث عن العملية الاستثمارية وصناعتها.

1-1. مفهوم الاستثمار:

هناك العديد من المفاهيم والمعاني التي يمكن أن تُستخدم بموجبها كلمة استثمار Investment. حيث يمكن تعريف الاستثمار من وجهة نظر الشركة أنها العملية التي يتم بموجبها تخصيص الأموال في مشاريع حقيقية أو مالية على أمل الحصول مستقبلاً على عائد من شأنه زيادة ثروة المستثمر، وبمعنى آخر خلق القيمة.

كما يمكن تعريف الاستثمار من وجهة النظر نفسها أنه امتلاك أصل من الأصول بغية تحقيق عائد من وراء ذلك مستقبلاً (منير الهندي، 2003 ص 5). وهناك تعريف آخر للاستثمار بوصفه تخصيص قدر من الموارد المتاحة للمنشأة بهدف تحقيق مكاسب يُتوقع الحصول عليها مستقبلاً خلال فترة زمنية طويلة نسبياً.

وقد يُنظر إلى الاستثمار على أنه "التضحية بالأموال الحالية في سبيل الحصول على أموال مستقبلية" (محمد الحناوي وآخرون، 2007، ص 9).

أما من وجهة نظر الاقتصاد الكلي، فيمكن النظر إلى الاستثمار على أنه خلق أصل جديد في المجتمع أو هو عبارة عن زيادة الأصول الرأسمالية المتاحة لدى المجتمع.

ويمكن أن يكون الاستثمار في أصل مالي أو في أصل حقيقي. كما يمكن أن يكون استثماراً مباشراً أو غير مباشر. وسوف نقوم في دراستنا بالتركيز على الاستثمار في أصول مالية (محفظة الأوراق المالية)، كما أننا سوف نتعرف بشيء من التفصيل على أدوات الاستثمار المباشر وأدوات الاستثمار غير المباشر وذلك في الفصول اللاحقة.

2-1. بيئة الاستثمار Investment Environment:

تتمثل بيئة الاستثمار بالعناصر الأساسية الثلاثة التالية: (الحنوي وآخرون، مرجع سابق ص11). الأوراق المالية، أسواق الأوراق المالية، مؤسسات الوساطة المالية.

• **الأوراق المالية:** وهي عبارة عن الأصول المالية أو الاستثمارات المالية. ويمكننا تعريف الورقة المالية أنها التمثيل القانوني لحق المستثمر في الحصول على العوائد المتوقعة في المستقبل في ظل شروط محددة.

• **أسواق الأوراق المالية:** ويُطلق عليها أيضاً تسمية الأسواق المالية. وفيها يتم الجمع بين المشتريين والبائعين للأوراق المالية، ومهمتها الأساسية تتمثل في تسهيل عملية تداول وتبادل الأصول والأوراق المالية.

• **مؤسسات الوساطة المالية:** وهي عبارة عن مؤسسات مالية، تقوم بإصدار أوراق مالية تمثل التزامات على هذه المؤسسات في مقابل النقد الذي تحصل عليه، وتعاود استثماره في صورة شراء أصول مالية من الأخرى. وتوفر هذه المؤسسات أسلوباً غير مباشر لحصول الشركات على الأموال التي تحتاج إليها. من هذه المؤسسات يمكننا ذكر البنوك الاستثمارية، البنوك التجارية، شركات التأمين، شركات وصناديق الاستثمار... إلخ.

البيئة الاستثمارية

الشكل (1-1): عناصر البيئة الاستثمارية

3-1. عملية الاستثمار Investment Process:

تمثل عملية الاستثمار وصفاً للآلية التي يقوم بها المستثمر عند اتخاذ قراراته الاستثمارية الخاصة باختيار الأوراق المالية والنسبة المستثمرة في كل نوع من هذه الأوراق وأيضاً وصفاً لما يخص التوقيت الملائم للاستثمار.

وبشكل عام، يمكن أن نقسم عملية الاستثمار في الأوراق المالية إلى المراحل التالية: (عبد الغفار الحنفي، 2007 ص 16).

أ- تحديد الهدف المرجو من الاستثمار في الأوراق المالية: يتمثل هذا الهدف في تحقيق أعلى عائد ممكن.

ب- تحديد مستوى الخطر الملائم: إن المرحلة الأولى تواجه قيداً مهماً ألا وهو المخاطرة، لذلك لابد من تحديد مستوى المخاطرة الملائمة للعائد المتوقع.

ت- تحليل الأوراق المالية: وفي هذه المرحلة تتم دراسة خصائص الاستثمارات المختلفة والعوامل التي تؤثر عليها. والجدير ذكره هنا بأنه يوجد مدخلان أساسيان لتحليل الأوراق المالية، مدخل التحليل الأساسي Fundamental Analysis ويهتم بمعرفة القيمة العادلة Fair Value لمقارنتها مع القيمة السوقية لمعرفة إن كان هناك خلل في التسعير، ومدخل التحليل الفني Technical Analysis الذي يقوم بدراسة الأسعار التاريخية للأسهم في محاولة للتنبؤ بتحركات السعر في المستقبل لأسهم شركة معينة.

ث- تشكيل المحفظة المثلى للأوراق المالية: في هذه المرحلة يتم اختيار مجموعة الأوراق المالية التي تحقق للمستثمر أهدافه من حيث مستوى العائد ودرجة المخاطرة المقبولة، وكذلك يتم تحديد الوزن النسبي لكل ورقة ضمن مكونات محفظة المستثمر مع مراعاة العناصر التالية: الانتقاء Selectivity من خلال التركيز على تحركات الأسعار للأسهم الفردية، التوقيت Timing عبر التنبؤ بأسعار الأسهم العادية ومقارنتها بأسعار الأوراق المالية ذات الدخل الثابت مثل السندات، والعنصر الثالث يتمثل بالتنوع Diversification لتخفيض وتوزيع المخاطر.

ج- تقييم ما تم تحقيقه: تتضمن هذه المرحلة التقييم الدوري لأداء المحفظة، ومن ثم إعادة تأهيل وتطوير أساليب قياس الأداء.

أما القرارات الاستثمارية التي يمكن اتخاذها فيما يتعلق بالاستثمار في الأوراق المالية، فإنه يمكننا ذكر ثلاثة أنواع من هذه القرارات وهي: قرار الشراء، قرار عدم التداول، قرار البيع. ويتوقف اتخاذ هذا القرار على نتيجة المقارنة بين القيمة العادلة للورقة المالية والمتمثلة في القيمة الحالية للتدفقات المتولدة عن هذه الورقة وبين القيمة السوقية والخاضعة لقوى العرض والطلب على هذه الورقة، وذلك على النحو التالي:

• إذا كانت القيمة الحالية للتدفقات النقدية أكبر من القيمة السوقية، أي أن الورقة مقيمة بأقل مما يجب Undervalued ، هذا الأمر يولد حافزاً لاقتناء هذه الورقة بغية تحقيق أرباح رأسمالية مستقبلية بعد الارتفاع المتوقع لسعرها في السوق. والقرار المتخذ في هذه الحالة هو قرار الشراء.

• إذا كانت القيمة الحالية للتدفقات النقدية مساوية للقيمة السوقية، أي أن الورقة مقيمة كما يجب ، هذا الأمر لا يشكل حافزاً للمستثمر لاقتناء هذه الورقة حيث لا يوجد أمل من تحقيق أرباح رأسمالية مستقبلية، وفي نفسه لا توجد مخاوف من مخاطر انخفاض السعر في المستقبل القريب . والقرار المتخذ في هذه الحالة هو قرار عدم التداول.

• إذا كانت القيمة الحالية للتدفقات النقدية أصغر من القيمة السوقية، أي أن الورقة مقيمة بأكثر مما يجب Overvalued ، هذا الأمر يولد حافزاً لدى المستثمر للتخلي عن هذه الورقة تحسباً لمخاطر انخفاض سعرها في السوق. والقرار المتخذ في هذه الحالة هو قرار البيع.

1-4. صناعة الاستثمار:

تستخدم الدول المتقدمة تعبير صناعة الاستثمار لتتضمن جميع المهن والحرف المرتبطة بالتمويل والاستثمار والتأمين والاستثمار العقاري. (الحناوي وآخرون، ، 2002 ص15). وقد تطورت هذه الصناعة بشكل كبير جداً في الآونة الأخيرة، حيث تم إعداد العديد من النماذج الكمية المعقدة والمتطورة التي تسمح للمستثمر بالتنبؤ المستقبلي بعوائد استثماراته، كما أنه قد ظهرت فرص الاستثمار على مدار الساعة Around the Clock في أسواق مالية

وفي مناطق متفرقة من العالم وذلك بفضل الاستثمار عبر الإنترنت Investment On Line، حيث سمح هذا الأخير بتحقيق ما يُسمى ديمقراطية الاستثمار لأن المعلومات المالية المتعلقة بالاستثمار متاحة للجميع. والشيء الهام الذي دفع بهذه الصناعة إلى الأمام هو بروز ظاهرة المستثمر المؤسسي Institutional Investors والمتمثلة بأقسام الاستثمار في المصارف وشركات التأمين وصناديق الاستثمار.

2- مقومات قرار الاستثمار الناجح:

إن القرار الاستثماري الناجح يستند إلى ثلاث مقومات أساسية هي (محمد مطر، فايز تيم، 2005، ص19):

- القيام بتبني استراتيجية ملائمة للاستثمار.
- الاعتماد على الأسس و المبادئ العلمية لاتخاذ القرار.
- مراعاة العلاقة بين العائد والمخاطرة.

وسوف نقوم بشرح هذه المقومات فيما يلي:

2-1. الاستراتيجية الملائمة للاستثمار:

تختلف استراتيجيات الاستثمار التي يتبناها المستثمرون وذلك حسب اختلاف أولوياتهم الاستثمارية. وتتمثل أولويات المستثمر بما يعرف بمنحنى التفضيل الاستثماري Investor Preference Curve الذي يختلف بالنسبة لأي مستثمر وفق ميله تجاه العناصر الثلاثة التالية:

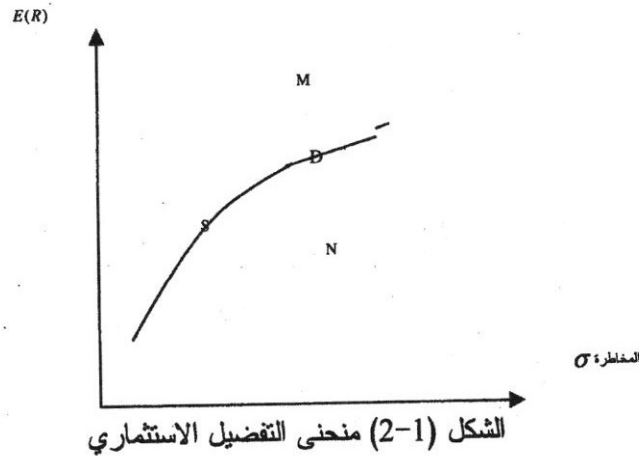
الربحية Profitability

السيولة Liquidity

الأمان Safety

ويُعبّر عادة عن ميل المستثمر لعنصر الربحية بمعدل العائد على الاستثمار الذي يتوقع تحقيقه من الأموال المستثمرة، بينما يُعبّر عن ميله اتجاه العنصرين الآخرين بالمخاطرة التي يكون مستعداً لقبولها في نطاق العائد على الاستثمار الذي يتوقعه. وبناءً على ذلك يمكننا تعريف منحني التفضيل الاستثماري لمستثمر ما بأنه ذلك المنحنى الذي ستقع عليه جميع

النقاط الممثلة لبدائل المزج الممكنة أو بدائل المقايضة بين العائد الذي يتوقعه من جهة والمخاطرة التي يقبلها من جهة أخرى. (محمد مطر، فايز تيم، مرجع سابق، ص 19) كما أن جميع النقاط (الاستثمارات) الواقعة فوق خط المنحنى هي خارج إمكانيات المستثمر المعني، وبالمقابل جميع النقاط (الاستثمارات) الواقعة تحت هذا الخط غير مقبولة لكونها تحقق عائداً قليلاً بدرجة مخاطرة مرتفعة، والشكل التالي يوضح ذلك:



وكما هو واضح من خلال الشكل (2-1) تتوافق الاستثمارات الواقعة على المنحنى مع ميول المستثمر المعني بالدراسة، والنقاط الواقعة على المنحنى في مثالنا أعلاه هي D و S ، حيث تمثل له المقايضة المثلى بين العائد والمخاطرة Trade-off. بينما جميع النقاط الواقعة فوق هذا المنحنى تحقق عائداً أعلى في ظل المستوى نفسه من المخاطرة، ولكنها غير متاحة لهذا المستثمر، ويتضح ذلك من خلال النقطة M. أما النقطة N فهي غير مقبولة لكونها تحقق عائداً للمستثمر أقل من مستوى العائد الذي يحققه النقطة (الاستثمار) D وعند مستوى المخاطرة نفسه تقريباً.

وبناءً على ذلك ينقسم المستثمرون إلى ثلاثة أنماط:

• المستثمر المتحفظ *Conservative Investor*:

وهو ذلك المستثمر الذي تكون درجة حساسيته اتجاه عنصر المخاطرة قوية جداً، حيث إنه يوجه أولوياته لضمان عنصر الأمان. حيث تكون الاستثمارات موجهة إلى الأوراق المالية عديمة المخاطرة كأذون الخزينة، أو إلى الأوراق المالية (الاستثمارات) الآمنة والتي تدر دخلاً بشكل منتظم على الرغم من تردي الأحوال الاقتصادية العامة. ويمكن أن نجد هذا النوع من المستثمرين عند أصحاب المحافظ المنخفضة القيمة أو ذوي الدخل المحدود وأيضاً المستثمرين من كبار السن.

• المستثمر المضارب *Speculator*:

إن المستثمر المضارب يكون على عكس المستثمر المتحفظ، حيث إنه يعطي الأولوية لعنصر الربحية على عنصري الأمان والسيولة. ولذا تكون حساسيته تجاه عنصر المخاطرة متدنية. وهو على استعداد لتحمل قدر كبير من المخاطرة مقابل الحصول على أعلى العوائد في أقصر فترة ممكنة. حيث يتم توجيه الأموال نحو الأسهم الهجومية أو أسهم الشركات ذات النشأة الحديثة (شركات التنقيب عن النفط) التي تكون مخاطرتها مرتفعة جداً، وبالمقابل تكون العوائد المتوقعة منها أيضاً مرتفعة.

• المستثمر المتوازن *Balanced Investor*:

و هو المستثمر الرشيد الذي يوازن مابين عنصري العائد و المخاطرة بالشكل الذي يحقق له عائداً معقولاً. والغالبية العظمى من المستثمرين يمكن إدراجها تحت هذا النوع .

2-2. الاعتماد على الأسس و المبادئ العلمية لاتخاذ القرار:

المقصود باعتماد المستثمر على الأسس والمبادئ العلمية أنه يتوجب عليه قبل أن يتخذ القرار بالاستثمار أن يراعي أمرين اثنين هما:

- أ- أن يتبع في إتخاذ القرار المدخل العلمي الذي يقوم على عدد من الخطوات قد تم ذكرها في فقرة عملية الاستثمار في هذا الفصل.
- ب- أن يراعي بعض المبادئ أو المعايير في اتخاذ قراره. ومن أهم هذه المبادئ :

- مبدأ تعدد الخيارات الاستثمارية: ينطلق هذا المبدأ من حقيقة مفادها أن الفوائد النقدية المتوفرة لدى المستثمر تتسم بالندرة، بينما المجالات الاستثمارية المتنافسة على استقطاب هذه الفوائد كثيرة. لذلك يجب على متخذ القرار أخذ ذلك بالحسبان واختيار الأداة الاستثمارية التي تناسبه.

- مبدأ الخبرة و التأهيل: يقضي هذا المبدأ أن القرار الاستثماري الرشيد يتطلب دراية وخبرة قد لا تتوفر لدى كل فئات المستثمرين. لذا فإنه في حال عدم الدراية الكافية يتم الاستعانة بمشورة المحللين المتخصصين.

- مبدأ الملائمة: أي أن يقوم المستثمر باختيار المجال الاستثماري المناسب ثم الأداة الاستثمارية المناسبة. ويعتمد في ذلك على منحى تفضيل المستثمر. وحال المستثمر المؤسسي في ذلك هو مثل حال المستثمر الفرد. فالمؤسسات المالية هي الأخرى توجه مدخراتها لأوجه الاستثمار الملائمة لظروفها الخاصة وذلك وفقاً لما يعرف بنظرية القطاعات السوقية Segmented Markets Theory. و تقضي هذه النظرية أن السوق المالي ينقسم عادة إلى قطاعات مختلفة يستقطب كل منها فئة معينة من فئات المستثمرين وذلك وفقاً لميولهم الاستثمارية.

- مبدأ التنوع أو توزيع المخاطر الاستثمارية:

1- ينطلق هذا المبدأ من المقولة التي تقول "لاتضع كل البيض في سلة واحدة"

. **Not putting all the eggs in one basket, or Spreading the risks.**

ومن ثم فإن كل مستثمر يحدد العائد من الاستثمار الذي يطمح إلى تحقيقه من استثماراته وذلك في صورة هدف. ولا يمكن للمستثمر أن يضمن تحقق العائد والهدف من استثماراته إلا بتحقيق شرطين هما:

- أن تكون التدفقات النقدية المتوقعة من الاستثمار مؤكدة تماماً من حيث القيمة.

- أن تكون أيضاً مؤكدة تماماً من حيث التوقيت.

وينشأ عن احتمال عدم تحقق أي من هذين الشرطين مخاطرة تحيط بالاستثمار

وتتنوع المخاطر بوجه عام في نوعين رئيسيين:

في الفصل الثالث من هذا الكتاب.

العلاقة هذه بين المخاطر والمخاطر، حيث يتم اختيار المخاطر والمخاطر بين المخاطر وفق الاختيار الذي يتم اختياره في المخاطر والمخاطر. وسوف يتم الحديث بالتفصيل عن هذه العلاقة في الفصل الثالث من هذا الكتاب.

أي أن يتم اختيار المخاطر والمخاطر بين المخاطر وفق الاختيار الذي يتم اختياره في المخاطر والمخاطر. وسوف يتم الحديث بالتفصيل عن هذه العلاقة في الفصل الثالث من هذا الكتاب.

3-3- من أمثلة العلاقة بين المخاطر والمخاطر:

التوزيع في محتويات المحفظة الاستثمارية.

السوق بشكل عام. وتحدث هذه المخاطر في ظروف استثنائية، ويمكن التنبؤ منها عن طريق طرق مختلفة، وهذه المخاطر هي المخاطر التي يمكن التنبؤ بها عن طريق طرق مختلفة، وهذه المخاطر هي المخاطر التي يمكن التنبؤ بها عن طريق طرق مختلفة.

مخاطر غير سوقية (خاصة) / غير منتظمة: وهذا النوع من المخاطر لا يمكن التنبؤ بها عن طريق طرق مختلفة، وهذه المخاطر هي المخاطر التي يمكن التنبؤ بها عن طريق طرق مختلفة.

مخاطر سوقية / منتظمة: وهي مخاطر عامة يمكن التنبؤ بها عن طريق طرق مختلفة، وهذه المخاطر هي المخاطر التي يمكن التنبؤ بها عن طريق طرق مختلفة.

أسئلة وتمارين الفصل الأول

السؤال الأول: تحدث عن عناصر البيئة الاستثمارية.

السؤال الثاني: ما هي المراحل التي تمر بها عملية الاستثمار في الأوراق المالية؟

السؤال الثالث: عدد المقومات التي يبنى على أساسها القرار الاستثماري الناجح.

السؤال الرابع: ما المقصود بمنحنى التفضيل الاستثماري؟ وما هي العناصر التي يُبنى عليها؟

السؤال الخامس: ما هي الأنماط الأساسية للمستثمرين في الأوراق المالية؟

السؤال السادس: ما المقصود بالمخاطرة المنتظمة والمخاطرة غير المنتظمة؟ وما هو الفرق الأساسي بينهما؟