

المحفظة الاستثمارية المثلى Optimum Portfolio

يمكن تعريف المحفظة المثلى من زاوية المستثمر الرشيد بأنها "تلك المحفظة التي تتكون من تشكيلة متنوعة ومتوازنة من الأصول أو الأدوات الاستثمارية، وبطريقة تجعلها الأكثر ملاءمة لتحقيق أهداف المستثمر المالك لها أو من يتولى إدارتها."

ويصعب تحديد نموذج عام وموحد للمحفظة المثلى، يحدد مواصفاتها من وجهة نظر جميع المستثمرين. وبناء على ذلك، فإن مصطلح المحفظة المثلى، يعني أنها كذلك، أي مثلى، من وجهة نظر مستثمر معين فقط، قد يختلف في ميوله واتجاهاته عن مستثمر آخر. إن ما يعتبر محفظة مثلى بالنسبة لمستثمر عقلاني ورشيد معين وليكن (x) قد تكون غير مثلى بالنسبة لمستثمر آخر مخاطر مثل (y) والعكس صحيح.

وينقسم المستثمرون إلى أنماط مختلفة تبعاً لاختلاف أهدافهم الاستثمارية، ما يعني وجود أنماط مختلفة للمحفظة المثلى. ويتحدد نمط المستثمر، بشكل عام، على أساس العائد على الاستثمار (ROI) ومستوى المخاطرة Risk المقبولة لديه، وقد وظف واضعوا نظرية المحفظة، مفهوم المنفعة الحدية، للتمييز بين المستثمرين تبعاً لمدى تقبلهم للمخاطرة وتقسيمهم إلى فئتين، هما:

- فئة المستثمر الرشيد Rational ، وهو متحفظ بطبيعته تجاه عنصر المخاطرة.
 - فئة المستثمر المضارب Speculator ، ويكون محبا بطبيعته للمخاطرة.
- يحقق العائد على الاستثمار، وفقاً لنظرية المحفظة، درجات متفاوتة من الإشباع تبعاً لتفاوت درجات المنفعة الحدية التي يحققها المستثمر من هذا الاستثمار. وكما أن المنفعة الحدية للسلع تكون متناقصة بالنسبة للمستهلك الرشيد، فإن المنفعة الحدية للعائد على الاستثمار بالنسبة للمستثمر الرشيد، تكون هي الأخرى متناقصة. أي أن الإشباع الذي يحققه الدينار الأول من العائد على الاستثمار للمستثمر الرشيد، يفوق الإشباع الذي يحققه له الدينار الثاني والذي يفوق بدوره ما يحققه له الدينار الثالث وهكذا، مما يجعل منحنى المنفعة الحدية للعائد على الاستثمار لديه متناقصاً. ويعتبر تناقص المنفعة الحدية للعائد على الاستثمار، هو القاعدة لدى معظم المستثمرين، إلا أن لكل قاعدة استثناءات. فقد نجد أن المستثمر المضارب تزايد لديه المنفعة الحدية للعائد على الاستثمار باضطراد، بمعنى أن الإشباع الذي يحققه له الدينار الثالث من العائد على الاستثمار، يفوق الإشباع الذي يحققه له الدينار الثاني، لذلك فإن منحنى المنفعة الحدية للعائد على الاستثمار لديه متزايداً.

إن شعور المستثمر من النمطين أعلاه تجاه العائد على الاستثمار، ينعكس على ميله تجاه عنصر المخاطرة، بطريقة تجعل لكل مستثمر نموذجاً أو دالة معينة، تحدد معامل مفاضلة العائد بالمخاطرة، وبناء على

هذا المعامل يتم تصنيفه إما كمستثمر رشيد أو مضارب Risk-Return Tradeoff

إن تناقص المنفعة الحدية للعائد على الاستثمار لدى المستثمر الرشيد تجعل حساسيته تجاه عناصر المخاطرة متزايدة باضطراد، مما يعني أن فرصة تلوح له لتحقيق عائدا أعلى على استثماراته، ولكن بمخاطرة أعلى من المستوى المقبول لديه، ستزيد من حساسيته تجاه عنصر المخاطرة وتجعله يتردد في قبولها. بينما على العكس تماماً، فإن المضارب يصبح أقل مبالاة للمخاطرة وبصورة متزايدة تقلل من حساسيته تجاهها، كلما لاحت له فرصة استثمارية جديدة تعده بعائد أكبر على الاستثمار. وتندرج غالبية المستثمرين في إطار الفئة العقلانية أو الرشيدة من المستثمرين، وبناء عليه يمكننا تحديد مواصفات المحفظة المثلى بالنسبة لهذه الفئة وهي:

(a) تحقق للمستثمر توازنا معقولاً بين عنصرى العائد والأمان؛

(b) تتسم أصولها بقدر كاف من التنوع، مع مراعاة أن لا تقتصر أهداف مدير المحفظة على مجرد تنوع أصولها فقط، بل تشمل أيضاً التنوع الجغرافي لأدوات الاستثمار فيها، بما في ذلك آجال هذه الأدوات والعملات الأجنبية المقومة بها. وذلك حتى يكون بالإمكان تخفيض معظم المخاطر غير المنتظمة التي تتعرض لها الاستثمارات بما فيها المخاطر السياسية ومخاطر تقلبات أسعار الصرف الأجنبي

(c) أن تحقق أدوات المحفظة حداً أدنى من السيولة أو القابلية للتسويق مما يوفر لمديرها ميزة المرونة التي تمكنه من إجراء أية تعديلات كبيرة يراها ضرورية وبأقل الخسائر.

تبنى المحفظة المثلى بالنسبة للمستثمر الرشيد على ثلاثة مبادئ هي:

(١) في حال توفرت إمكانية الخيار لهذا المستثمر بين محفظتين تحققان نفس العائد ولكن مع اختلاف

درجة المخاطرة، فسيختار المحفظة ذات المخاطرة الأقل.

(٢) وإذا كان الخيار بين محفظتين بنفس درجة المخاطرة ولكن مع اختلاف العائد، سيختار المحفظة

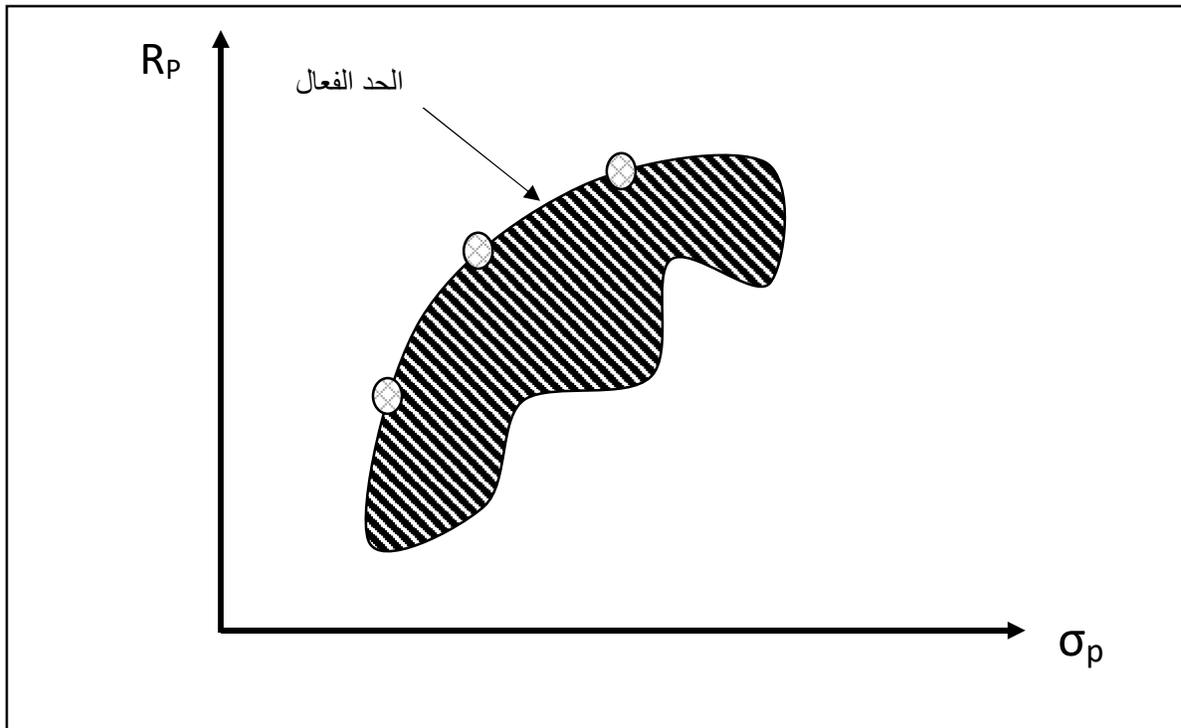
ذات العائد الأعلى.

(٣) وفي حال كانت المحفظة الأولى أعلى عائداً وأقل مخاطرة من الثانية، سيختار الأولى.

الحد الفعال Efficient Frontier

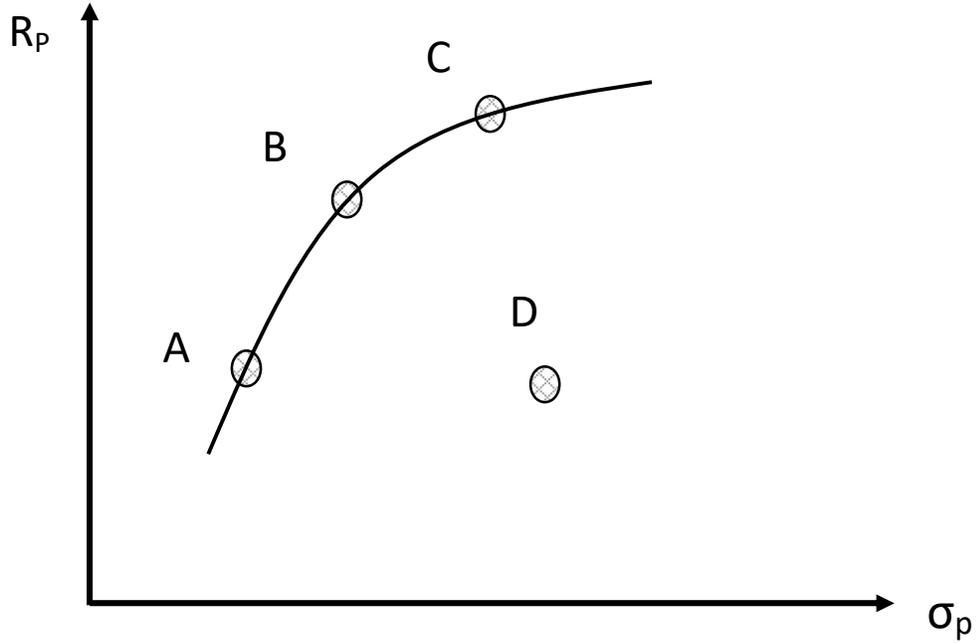
من أجل بناء المحفظة المثلى، لابد للمستثمر أو لمدير المحفظة من أن يحدد أولاً، منحنى المحافظ المثلى أو ما يسمى بالحد الفعال. ويرتسم على ذلك المنحنى، النقاط الممثلة لمجموعة المحافظ المثلى. وتتحد تلك النقاط عن طريق تحليل العلاقة القائمة بين عنصرى العائد والمخاطرة، من واقع بيانات تاريخية لهذين العنصرين وفي مجالات استثمار مختلفة. ويتم ذلك بناء على افتراض مفاده، أن جميع أدوات الاستثمار المتاحة هي من النوع الخضر، بحيث لا يوجد بينها أدوات استثمار خالية من المخاطرة Risk-Free

شكل (١) الحد الفعال



وكما يتضح من الشكل ادناه، اذ يمثل المحور العمودي العائد على الاستثمار والمحور الأفقي المخاطرة، فإن الحد الفعال أو منحنى المحافظ المثلى يتمثل في المنحنى $H(ABC)$ يقسم مجالات الاستثمار المتاحة أمام المستثمر إلى قطاعين رئيسيين: قطاع أعلى موجود على يسار المنحنى، ويمثل مجموعة المحافظ غير المتاحة أو غير الممكنة بالنسبة للمستثمر Infeasible Portfolios ، وقطاع أدنى موجود على يمين المنحنى، ويمثل مجموعة المحافظ المتاحة أو الممكنة للمستثمر . feasible Portfolios .

شكل (٢) منحنى المحافظ المثلى



ونظراً للعلاقة الطردية بين العائد على الاستثمار والمخاطرة المصاحبة له والتي يكشف عنها الشكل السابق، لذا فمن ناحية نظرية بحتة نلاحظ أن من مصلحة المستثمر أن يختار محفظته المثلى في نقطة ما من نقاط القطاع الأعلى على يسار المنحنى، ذلك على اعتبار أن أية محفظة يختارها هناك وتحت مستوى مخاطرة معين، ستحقق له عائداً أعلى من العائد التي تحققه له أية محفظة يختارها من نقاط القطاع الأدنى. لكن، ولأن المحافظ الواقعة في القطاع الأعلى ليست متاحة عملياً بالنسبة للمستثمر، لذا سيضطر حينئذ أن يبحث عن محفظته المثلى في حدود القطاع الأدنى، وفي نقطة تحقق له أعلى عائد ممكن في حدود المخاطرة التي يقبلها. وهنا يجد من مصلحته أن يختار محفظته المثلى في نقطة ما من نقاط المنحنى (ABC) باعتبار أن هذا المنحنى هو أبعد حد في قطاع المحافظ الممكنة يمكن أن يذهب إليه المستثمر الرشيد في اختياره.