

## إستراتيجيات الاستثمار المالي - أطار مفاهيمي

أ.د. صبيحة قاسم هاشم / كلية الإدارة والاقتصاد / جامعة بغداد  
الباحث/ يسرى عامر عبد الكريم

### المستخلص

يحتاج المستثمر إلى إستراتيجية واضحة لغرض الدخول الى السوق المالي ، أي أن تكون لديه خطة لزيادة حصته من الأرباح بفكر منظم وجديد ، وتبرز أهمية هذا الأمر في أنه يحدد للمستثمر متى يدخل للسوق ، ومتى يخرج منه ، وعند أي سعر يشتري أو يبيع السهم، وما هي حجم الأموال التي يبدأ بها. ومن حسن الحظ أنه لا يحتاج الى اختراع إستراتيجية استثمار خاصة به ، لأنه وعلى مدار السنين تم تطوير اساليب فعالة للشراء والبيع وبمجرد فهم كيفية عمل هذه الاساليب يمكن للمستثمر اختيار الاساليب الاكثر ملاءمة وتكيفها بالصورة التي تلائم اسلوبه الاستثماري .

وهنا يشار الى ان وجود إستراتيجية استثمار محددة تعصم المستثمر من الخسائر المفاجئة مثلها مثل أي ميدان في الحياة ، ومما لاشك فيه ان الاستراتيجيات التي يتبناها المستثمر ستؤثر في اختياره لنوع الاوراق المالية التي ينوي الاستثمار فيها ، مما يؤدي الى تباين تفضيلات المستثمرين ومن ثم تباين سلوكيات المستثمرين والهدف المرجو من الاستثمار .

يعد البحث الحالي بحثاً أساسياً الهدف منه استعراض تشكيلة من استراتيجيات الاستثمار التي تضمن للمستثمر اتخاذ القرار الاستثماري السليم عندما يكون السوق المالي كفوء او غير كفوء . ففي حالة كون السوق المالي كفوء يفضل ان يبني المستثمر محفظته في ضوء اعتبارات تتعلق بالتنوع والمخاطر والضرية والسيولة وتوقيت الاستثمار ، اما اذا كان السوق المالي غير كفوء فان امام المستثمر اتباع مجموعة من الاستراتيجيات معتمدا على عدة طرق لتقييم الاوراق المالية .

**المصطلحات الرئيسية للبحث/** استراتيجيات الاستثمار المالي- الاستراتيجيات الخاملة او الساكنة-  
الاستراتيجيات النشطة



مجلة العلوم  
الاقتصادية والإدارية  
المجلد ٢٢ العدد ٨٨  
الصفحات ٩٤-١٠٧

\*بحث مستل من اطروحة دكتوراه

### المقدمة

تختلف استراتيجيات الاستثمار تبعاً لنظرة المستثمر الى فرضية كفاءة الاسواق ومدى تحققها على ارض الواقع ، وكلما توافرت المعلومات وتمثلت بالنسبة لجميع المستثمرين، كلما انخفضت تكاليف الحصول على هذه المعلومات مما يؤدي إلى زيادة حجم المعاملات و سرعة تنفيذها ، ومن ثم الوصول الى السوق الكفوء ، وفي اطار ذلك جرى الاعتماد على مجموعة من الاستراتيجيات التي تعترف بكفاءة السوق ، كاستراتيجية الشراء و الاحتفاظ ، واستراتيجية صناديق المؤشرات .

ومن جهة اخرى ، لربما هناك عدد من المستثمرين لا يؤمنون بكفاءة السوق المالي ، ويعمد إلى إتباع استراتيجيات لا تعترف بكفاءة السوق، وذلك انطلاقاً من قناعتهم بأن هناك عدد من المستثمرين الذين يتمتعون بقدرة على الحصول على المعلومات قبل غيرهم، وذلك نتيجة قربهم من مجلس الإدارة في المنشأة مثلا ، أو لعلاقات شخصية ، أو لأسباب أخرى ، فيتمكنون بذلك من تحقيق عوائد تفوق ما حققه غيرهم من المستثمرين ، وعليه فإن عدم تماثل المعلومة يقلل من كفاءة السوق ، فضلا عن اسباب اخرى تكمن في شذوذ السوق المالي ، الأمر الذي يدفع بالمستثمرين إلى البحث عن استراتيجيات تسمح لهم بالتقليل من مخاطر تقلب العائد ، انطلاقاً من القناعة بأن سعر السهم لا يعكس قيمته الحقيقية و لو لمدة من الزمن .

وفي إطار السوق الذي يتسم بعدم الكفاءة يمكن للمستثمر إتباع مجموعة من الاستراتيجيات النشطة، معتمداً في ذلك على مجموعة من الطرائق التي تسمح له بتقييم الأوراق المالية، واستغلال الفرصة التي يكون فيها سعر الورقة المالية مختلف عن قيمته الحقيقية ، لينتخذ بذلك القرار الاستثماري المناسب ببعاً وشراءً.

### المبحث الأول / منهجية البحث

#### أولاً / مشكلة البحث

يمتاز الاستثمار في الأوراق المالية ولاسيما في مجال الاسهم بالعوائد العالية ، الا انه يعرف بدرجة المخاطرة العالية ايضا ، الأمر الذي يحتم على المستثمر القيام بجملة من الدراسات التي تؤهله لمعرفة مواطن القوة والضعف في اسهم المنشأة المراد الاستثمار فيها . وهذا يتطلب من المستثمر اتباع استراتيجية مناسبة للدخول الى السوق ، الأمر الذي يستلزم ان يكون المستثمر على دراية وخبرة واسعة من اجل اتخاذ قرارات سليمة ، وعلى الرغم من وجود استراتيجيات استثمارية مختلفة وقواعد مختلفة لان المستثمرون يتعاملون بانواع مختلفة من الأوراق المالية ، الا ان جميع المستثمرين يشتركون بسمة واحدة وهي الانضباط اي ان يلتزم المستثمر باستراتيجية محددة لايجد عنها مهما كانت ظروف السوق ، وما يترتب على ذلك من نتائج غير متوقعة بصدد العوائد المطلوبة من الاستثمار ، لذا ينبغي ان يكون لديه نظام يستطيع من خلاله السيطرة على مشاعره وميوله الذاتية خاصة مايتعلق بمشاعر الخوف ، والقلق ، والجشع .

وعلى هذا الاساس تتحدد مشكلة البحث انطلاقاً من التساؤل الآتي :

(( ماهي الاستراتيجية الاستثمارية المناسبة التي تسهم في نجاح القرار الاستثماري المتخذ ؟ ))

#### ثانياً : اهمية البحث

تتبع اهمية البحث من خلال اهمية الموضوع الذي تصدى له ، ويمكن ايجاز اهميته بالاتي :

1. توجيه المستثمر بضرورة تبني استراتيجية واضحة تضمن له اتخاذ القرار الاستثماري الذي يحقق هدفه الاساسي الا وهو تعظيم الربح .
2. تسليط الضوء على استراتيجية الاستثمار الملائمة في حالة كون السوق المالي كفوء ، والاستراتيجيات الملائمة في حالة كون السوق المالي غير كفوء .

#### ثالثاً : هدف البحث

ينصب هدف البحث الحالي في الاجابة عن التساؤل المطروح في مشكلته الرئيسية من خلال عرض وتقديم اطار فكري نظري يحاكي مفهوم استراتيجيات الاستثمار المالي وانواعها في محاولة للتعريف باليات اتخاذ القرار الاستثماري المناسب .

## المبحث الثاني / إستراتيجيات الاستثمار المالي

### أولاً : تعريف إستراتيجية الاستثمار

الإستراتيجية هي مصطلح مشتق من الكلمة اليونانية (Strategos) ، التي تعني فن القائد ( Art of Generalship ) ، او الجنرالية (Generalship) ، وتتكون من مقطعين الاول ( Again ) والذي يعني الجيش ، اما الثاني (Stratos) ويعني فن القيادة ، لذا فان الإستراتيجية في السياق العسكري هي فن قيادة الجيوش كما تشير الى الخطة الشاملة لكيفية اعداد القادة العدة للقتال والانتصار على العدو في الحرب. (El-Kadi,2008:10) ، ولم يعد استخدام الإستراتيجية قاصراً على الميادين العسكرية وحدها وإنما امتد ليكون قاسم مشترك بين كل النشاطات في ميادين العلوم المختلفة . ( شاهين ، ٢٠١١ : ٢٢ )  
وتعرف الإستراتيجية وفقاً لقاموس Cambridge بانها الخطة الموضوعية بعناية للعمل على انجاز الاهداف او فن تطوير وتنفيذ الخطة . (Cambridge,2003:631) . كما تعرف بانها المماثلة بين ما تستطيع عمله اي تحديد القوة والضعف ، وبين ما يجب ان نفعله الفرص والتهديدات . ( Claude , 2004 : 39 )

ويقول Mintzberg أن الإستراتيجية قد تأخذ أشكالاً مختلفة سماها بمسميات تبدأ بحرف (P)، لذا سمي نموذجها بـ (SP's) وهذه الأشكال هي: (Mintzberg , 2001 : 11)

١. الإستراتيجية بوصفها خطة (Plan) : تأخذ الإستراتيجية هنا شكل الخطة التي تعد مسبقاً لمواجهة البيئة ويشابه هذا الشكل من الإستراتيجية النظرة التي يقدمها المفهوم الخطي.

٢. الإستراتيجية بوصفها نمط (Pattern): تأخذ الإستراتيجية هنا شكل التصرفات والأفعال والقرارات المتكررة والمتجانسة التي تسعى لتحقيق الموائمة المستمرة مع التغييرات في البيئة الخارجية ويشابه هذا الشكل من الإستراتيجية النظرة التي يقدمها مفهوم التكيف.

٣. الإستراتيجية بوصفها رؤية أو فكرة ( Perspective ) : أن الإستراتيجية هنا قد تأخذ شكل رؤية معينة للبيئة وللفرص وللمخاطر ولنقاط القوة والضعف ولطريقة مطابقة كل تلك العناصر ، وعليه فالإستراتيجية هنا قد تكون عبارة عن طريقة لرؤية العالم أو عقيدة واقتناع وانطباع وصورة ذهنية محددة .

٤. الإستراتيجية بوصفها مركز تنافسي (Position) : تبعاً لهذا الشكل فإن الإستراتيجية تتمثل في الاختيار السليم للأسواق والمنتجات وطرائق المنافسة (تحديد الخاصية أو الميزة) التي تحقق التفوق .

٥. الإستراتيجية بوصفها خدعة أو مراوغة (Ploy) : يصور هذا الشكل الإستراتيجية وكأنها حركة مؤقتة أو مراوغة تتخذ بذكاء لمواجهة أمور وتقلبات طارئة ، ويلاحظ أن هذا الشكل يركز على تحقيق التفوق عن طريق سلسلة من الحركات والاختيارات المرنة والذكية لمواجهة التغييرات البيئية.

اما الإستراتيجية الاستثمارية فهي سلسلة من القرارات التي تترجم الى خطط يجري تنفيذها من قبل المستثمر لتحقيق اهداف استثمارية متعددة أهمها: تخفيف المخاطر التي تتعرض لها استثماراته في الاجال الطويله وأرتفاع احتمالية تحقيق زيادة في العائد على الاستثمار عبر المدة الاستثمارية الطويله (علوان، ٢٠٠٩ : ١٦٦) ، ولقد اشار كل من Gigerenzer & Selten الى ان اختيار الاستراتيجية الاستثمارية اللازمة للوصول الى القرار الرشيد من قبل المستثمر تتطلب كمية محددة من المعلومات . ( Gigerenzer & Selten , 2001 )  
30: ) ، كما يتطلب بناء الاستراتيجية الاستثمارية اربع مراحل رئيسة وكالاتي : (ال شبيب ، ٢٠٠٩ : ٤٠٠ )

- أ. مرحلة بناء الحصه ( Share – Building Strategy ) .
- ب. مرحلة استراتيجية النمو وزيادة الحصه ( Growth Strategy ) .
- ج. مرحلة التركز في السوق ( Market Concentration Strategy ) .
- د. مرحلة النضوج ( Maturity Strategy ) في اختيار الاستثمارات المناسبه ومرحلة التمسك والاحتفاظ او تحقيق الربح .

### ثانياً : أنواع إستراتيجيات الاستثمار المالي

تقسم استراتيجيات الاستثمار المالي على نوعين رئيسيين ،الأول يضم الاستراتيجيات التي تعترف بكفاءة الأسواق وهي تخص المستثمر الذي يعتمد على التحليل الأساسي لأن هذا المدخل يمدد بالقيمة الحقيقية للورقة اي القيمة التي ينبغي أن يكون عليها السعر السوقي لهذه الورقة ، اما النوع الثاني فهي الاستراتيجيات التي لاتعتمد على كفاءة الأسواق ، ويتعامل المستثمر هنا مع التحليل الفني ويبنى استراتيجياته على أساس تحديد نمط تحرك أسعار الاوراق المالية بناءً على المعطيات التاريخية ثم توقع الاتجاهات المستقبلية للأسعار، وعادة ما يتبع المستثمر الاستراتيجية التي تحقق اهدافه من اقتناء ذلك الاستثمار . (Gitman & Joehnck , 2008 : 409) ، وفي ما يأتي شرح تفصيلي لكل نوع :

#### ١ . الاستراتيجيات التي تعترف بكفاءة الأسواق

وتسمى ايضا بالاستراتيجية الخاملة (Passive Strategy) ، اذ انه في ظل السوق الكفوء فان أسعار الأسهم تعكس وبسرعة المعلومات التي تصل إلى السوق ، ومن ثم لن تكون هناك فرصة لأي مستثمر لكي يحقق أرباح غير عادية، وإذا حدث ذلك فانما يكون نتيجة للمصادفة فقط. كما أن القيمة السوقية للسهم في هذا السوق تعبر عن قيمته الحقيقية و التي تعد بالنسبة للمستثمر قيمة عادلة، على أساس أنه من خلال هذه القيمة العادلة يتم تحقيق عائد كافي لتغطية المخاطر الناتجة عن الاستثمار في هذا السهم . وانطلاقاً من ذلك لن يكون هناك مسوغ لتغيير مكونات محفظة الأوراق المالية ، من أجل تحقيق عوائد غير عادية، لذلك يتم الاحتفاظ بالمكونات السابقة للمحفظة ( أي استقرار المحفظة ) وهو القرار الذي يندرج ضمن الاستراتيجيات التي تعترف بكفاءة السوق لذا سميت بالاستراتيجيات الخاملة، فضلاً عن ذلك أن بقية الاستراتيجيات التي تخرج عن نطاق الاستراتيجيات الخاملة ، والتي تقوم بإجراء تحليلات و دراسات من أجل اختيار مكونات محفظة أوراق مالية تحقق عوائد مرتفعة تفوق معدلات السوق، لن تتمكن من تحقيق ذلك لأن تكاليف إجراء هذه التحليل ستفوق العائد الاضافي المحقق. (Jacquillat & Solnik , 1997 : 386) ، وتحمل الاستراتيجية الخاملة في طياتها افتراضاً جوهرياً يقضي بانعدام التكاليف على المعاملات ووجود حد ادنى من الجهد المبذول في ادارة المحفظة . (Isabelle , 2000 : 11)

ويمكن تصنيف الاستراتيجيات التي تعترف بكفاءة السوق بشكل عام إلى نوعين هما :

**أ. إستراتيجية الشراء والاحتفاظ :** وهي استراتيجية مهمة و اساسية لكل الاستراتيجيات الاستثمارية الأخرى (Gitman & Joehnck , 2008 : 223) ، وفقاً لهذه الإستراتيجية يقوم المستثمر بالشراء عندما تتوفر لديه الأموال، ويقوم بالبيع عندما يرغب في الحصول على الأموال ، وليس عليه انتظار المستقبل ليقيم بذلك أملاً في تحقيق أرباح، لأن السوق الكفوء لن يسمح له بتحقيق أرباح تفوق عما يحققه غيره من المستثمرين ، لكن يجب الأخذ بالحسبان أن مخاطر وعوائد الورقة المالية تختلف من ورقة لأخرى تبعاً لعدة عوامل كالظروف الاقتصادية العامة ، ظروف المنظمة... الخ ، وعليه فليس هناك ما يمنع المستثمر من تغيير مكونات محفظته من مدة لأخرى تبعاً لدرجة المخاطر التي يكون مستعداً لتحملها، ويضيف ( Jones , 2002 ) أن على المستثمر حتى في ظل هذه الاستراتيجية أن يجري تغييراً في مكونات المحفظة إذا ما تغيرت ظروفه بشكل يسمح له بتحمل مخاطر أكبر أو يدعو له لتحمل مخاطر أقل، أو إذا اتضح انخفاض أداء أحد الأسهم بصورة لافتة للنظر. (Jones , 2002 : 310-311) ، كذلك فقد تتحسن القيمة السوقية لعدد من الأسهم التي تتكون منها المحفظة، لترتفع قيمتها النسبية بشكل قد يؤدي إلى ارتفاع مستوى مخاطر المحفظة عن ما هو مخطط له، بإذ يصبح إعادة تشكيل مكونات المحفظة مسألة لا مفر منها، ويجب الأخذ بعين الاعتبار أن هناك مجموعة من الشروط الواجب توفرها في إستراتيجية الشراء و الاحتفاظ حتى تحقق الأهداف المرجوة منها، ومن أهم هذه العوامل أو الشروط : ( هندي ، ٢٠٠٦ : ٤٦٣-٤٦٧ ) .

**١ . تحقيق مستوى ملائم من التنوع :** يقصد بالتنوع ضرورة أن يستثمر الفرد أمواله في أكثر من ورقة مالية، اي أن ينوع مكونات محفظة اوراقه المالية ، تجنباً للوقوع في المخاطر الناتجة عن الاستثمار في أسهم منشأة واحدة، وبمعنى آخر فان التنوع في الموجودات المالية يعمل على ازالة جزء من مخاطرتها. ( Ross , 2004:395) ، وهناك طريقتين للتنوع:

أ. التنوع الساذج أو البسيط : يستند هذا التنوع الى الحكمة القائلة لاتضع كل ما تملكه من بيض في سلة واحدة أي ان زيادة تنوع مكونات محفظة الأوراق المالية يؤدي إلى تخفيض المخاطر التي يمكن أن يتعرض لها عاندا ، وانطلاقاً من هذا المبدأ فإن المحفظة التي تضم أسهم خمسة منشآت أفضل من محفظة تضم أسهم أربع منشآت ، لأن المخاطرة الكلية فيها أقل ، لكن لا يجب المبالغة في التنوع كثيراً ، لأن ذلك من شأنه أن يحقق نتائج عكسية نتيجة لارتفاع تكاليف البحث عن أوراق مالية جديدة ، صعوبة إدارة المحفظة والتحكم فيها نتيجة العدد الكبير لأوراقها المالية . (Francis , 1991 : 228-229) ، كما يجب الأخذ بالحسبان ان هذا النوع من التنوع يقوم على اساس اقتناء مجموعة من الاوراق المالية لاعلى التعيين او اعتباطياً لذا فهو يخفض من المخاطرة ، لكنه لا يقللها الى الحد الأدنى . (Bodie , 2007 : 163)

ب. تنوع ماركوتر : ويقوم هذا التنوع على حساب معامل الارتباط بين عوائد مكونات محفظة الأوراق المالية ، فإذا ثبت أن هناك ارتباط بين عوائد الأوراق المالية المكونة للمحفظة ، أي أن هناك علاقة طردية بينهم ، فإن ذلك دليل على زيادة مخاطر هذه المحفظة ، والعكس صحيح . (Jones,2002:166)

٢. السيولة : يقصد بالسيولة ، سهولة بيع الورقة المالية بأسرع وقت ممكن وبأقل خسائر ممكنة أو دون خسائر نهائياً ويعد هدف السيولة من الأهداف التي يسعى المستثمر لتحقيقها عند تكوين محفظة الأوراق المالية ، ولكي يضمن المستثمر تحقيق هذا الهدف ، فما عليه إلا الاستثمار في الأوراق المالية الحكومية كالسندات الحكومية ، وأذونات الخزينة التي تعد أوراق مالية شديدة السيولة فضلاً عن الأوراق المالية الخاصة بالمنشآت ذات المراكز المالية القوية والسمعة الجيدة إذ يمكن تصريفها بسهولة ، وللسيولة ثلاثة ابعاد وهي : (Howells & Bain, 2000, 8)

أ. الوقت : وهو السرعة التي يمكن من خلالها تحويل الموجود إلى نقد .

ب. المخاطرة : هي احتمالية هبوط قيمة ذلك الموجود أو احتمالية تقصير أو إهمال المصدر أو المنتج بطريقة ما في هذا المجال .

ج. الكلفة : هي التضحيات المالية والتضحيات الأخرى التي لا بد من وجودها في عملية تنفيذ ذلك التغيير .

٣. مستوى المخاطر : إن أي مستثمر يهدف دائماً من خلال تنوع محفظة أوراقه المالية إلى التقليل من المخاطر التي يمكن أن يتعرض لها ، وانطلاقاً من ذلك يمكن للمستثمر أن يخفض من مستوى المخاطر التي تتعرض لها محفظة أوراقه المالية ، وذلك بالاستثمار في الأوراق المالية الحكومية ( السندات الحكومية ، وأذونات الخزينة ) فضلاً عن أسهم المنشآت القوية ذات المراكز المالية القوية و الواعدة ففي هذه الحالة يضمن المستثمر إمكانية بيع هذه السندات و الأسهم لأنها ذات سيولة عالية . كما أنه يضمن من جهة أخرى تقليل المخاطر الناتجة عن الاستثمار في هذا النوع من الأوراق خاصة السندات الحكومية ، لأنها ذات عائد ثابت و يمكن تصريفها في أي وقت ، ولقد اشتدت المنافسة بين الدول من أجل ترويج سنداتها وتعد السندات الأمريكية أكثر السندات رواجاً لارتباطها بعوائد مرتفعة . (Michie , 2006 : 13)

٤. توقيت الاستثمار : لن يكون المستثمر الذي يؤمن بكفاءة السوق و يطبق استراتيجيات الاستثمار التي تعترف بهذه الكفاءة مضطراً لأجراء دراسة و تحليل من أجل تحديد توقيت الاستثمار المناسب خاصة في ظل إستراتيجية الشراء و الاحتفاظ . إذ يمكن للمستثمر أن يشتري عندما يكون لديه ما يكفي من النقود لتنفيذ عملية الشراء ، كما يمكنه البيع عندما يكون بحاجة إلى النقود ، وعليه فإن تحديد توقيت الاستثمار ليس مشكلة في ظل هذه الاستراتيجية طالما أن السوق كفوء والمعلومات متاحة لجميع من في السوق بنفس الوقت وبدون تكاليف . (Giovanni & Isadora , 2002 : 14) ، لذا فإن القيمة السوقية هي قيمة عادلة والإقدام على المضاربة من أجل تحقيق عوائد إضافية لن تكون ذات فائدة ، إذا ما احتسبنا التكاليف الناتجة عن عملية المضاربة .

٥. الاعتبارات الضريبية : تعد الاعتبارات الضريبية من الأمور المهمة التي يجب أخذها بالحسبان عند تطبيق إستراتيجية الشراء و الاحتفاظ على محفظة الأوراق المالية . إذ عادة ما نجد كبار المستثمرين يفضلون الأوراق المالية التي لا تقوم المنشأة المصدرة لها بإجراء توزيعات عند تحقيق أرباح ، أو تقوم بتوزيع جزء فقط من هذه الأرباح ، خاصة إذا كان معدل الضريبة على الأرباح الإيرادية ، أي معدل الضريبة على التوزيعات أكبر من معدل الضريبة على الأرباح الناتجة عن ارتفاع سعر الورقة المالية .



وهناك اعتبار ضريبي آخر قد يأخذه المستثمر بالحسبان عند تشكيل محفظة الأوراق المالية، وهو تحقيق وفورات ضريبية من خلال التخلص من الورقة المالية عندما ينخفض سعرها، وبذلك يحقق وفرة ضريبية تتمثل في (الفرق بين مبلغ الضريبة على سعر السهم عند شرائه ومبلغ الضريبة على سعر السهم عند بيعه عندما ينخفض سعره ) ، يتمثل في الخسارة مضروبة في معدل الضريبة ، ويمكنه أن يستثمر المبلغ الذي يحصل عليه من بيع السهم الذي انخفض سعره في شراء أسهم منشآت أخرى ، وهنا نشير بان المستثمر يسعى دائماً لتقليل العواقب الضريبية على استثماراتهم من أجل تعزيز صافي العائد السنوي . ( Birla , 2011 : 5 )

**ب. إستراتيجية صناديق المؤشرات :** وتقضي هذه الإستراتيجية بقيام المستثمر ببناء محفظة مماثلة لأحد مؤشرات السوق مثل مؤشر ستاندر و بور 500 ( S&P ) أو مؤشر دوجنز DOW JONES ، و بدأت نسبة الأسهم لكل منشأة داخل المؤشر، وبالطبع يمكن للمستثمر أن يريح نفسه كلياً، وذلك بأن يشتري وثائق استثمار صناديق مؤشرات أي شراء صناديق استثمار تماثل مكوناتها تشكيلة الأسهم المكونة للمؤشر. وفي هذه الحالة سوف يضمن المستثمر حصوله على عائد يماثل متوسط عوائد الأسهم المتداولة في السوق، دون أن ينطوي ذلك على تحمله مخاطر أكبر، طالما أن حركة المؤشر تعكس حركات أسعار الأسهم المتداولة في السوق، وكأما اتبع أسلوب المقارنة المرجعية (Benchmarking)، في تكوين محفظته. (Hopkins , etal., 2013 : 38)

### ٢. إستراتيجيات الاستثمار التي لا تعترف بكفاءة الاسواق

وتسمى أيضاً الإستراتيجيات النشطة (Active Strategy) ، وهي تقوم على فروض معاكسة تماماً للفروض التي قامت عليها الإستراتيجيات الخاملة، إذ إن اتخاذ القرار الاستثماري يتطلب وضع إستراتيجيات معينة ، الهدف منها تعظيم العائد وتخفيض المخاطر .هذا وان كانت الإستراتيجيات التي تعترف بكفاءة السوق لا تتطلب اختصاص أو بذل مجهود كبير، انطلاقاً من التسليم بكفاءة السوق، إلا ان الرشد الاقتصادي يحتم على المستثمر إعادة النظر في قراراته، أو بتعبير آخر يمكن له أن يغير إستراتيجيته، وهو الأمر الذي يطرح أمامنا فكرة الإستراتيجيات التي لا تعترف بكفاءة السوق، بمعنى أنه ليس كل المستثمرين يؤمنون بفكرة كفاءة سوق رأس المال ، انطلاقاً من القناعة بأن هناك بعض المستثمرين الذين يمكنهم الحصول على معلومات قبل غيرهم، أو يمكنهم الإطلاع على معلومات خاصة من مصادر قريبة من المنشأة، وهو ما سيمكنهم من تحقيق عوائد تفوق ما يحققه غيرهم من المستثمرين . وهنا فان تحقيق أرباح غير عادية لا يعني عدم كفاءة سوق الأوراق المالية ، بل قد يعني عدم كفاية نظام المعلومات المرتبطة بالشركات المصدرة للأوراق المالية ، والذي يسمح بإعطاء بعض المستثمرين الداخليين إلى السوق سبلاً احتكارية للوصول إلى المعلومات التي تمكنهم من الحصول على أرباح غير عادية نتيجة أوضاعهم المتميزة ، وهناك ثلاث إستراتيجيات لا تعترف بكفاءة السوق، علماً أنه لا يوجد نهج واحد لاتباع أي واحدة من تلك الإستراتيجيات وانما يختلف ذلك باختلاف الهدف من الاستثمار . (Schneewise ,etal., 2010: 91)

وقبل استعراضها لابد ان نتطرق إلى العوامل التي تجعل السوق غير كفوء أو بعيد عن حالة التوازن وهي :

١. عدم تماثل المعلومة وأثره في سوق الأوراق المالية : تعد المعلومة الدعامية الأساسية في تحديد كفاءة أو عدم كفاءة سوق رأس المال، وذلك انطلاقاً من مدى توفر المعلومات المناسبة و الإفصاح عنها بشكل صادق، شفاف وموضوعي، فضلاً عن توفرها في الوقت المناسب ومن هنا فان أهمية المعلومة (مالية واقتصادية) تنعكس في ثقة المستثمرين و المتعاملين بكفاءة سوق الأوراق المالية. وان درجة هذه الثقة تتحدد بنوعية وكمية المعلومات المتاحة لعموم المستثمرين بكلفة أقل ومنفعة أعلى بشرط أن تعكس هذه لمعلومات مؤشرات حقيقية عن واقع الجهات المصدرة للورقة المالية و ظروف سوق تداولها، فضلاً عن الوضع الاقتصادي العام في البلد المعني.

ويقصد بـ (لاتماثل المعلومات ) ان هناك على الأقل طرف واحد في المعاملة يمتلك معلومات مناسبة ووثيقة الصلة في حين الطرف (او الاطراف) الاخرى لاتمتلك تلك المعلومات (Besley&Brigham,2008:544) . ومما تجدر الإشارة اليه بان هناك حالات يتسنى فيها لبعض المستثمرين كالمديرين و العاملين بالمنشأة المصدرة للأوراق المالية التي يكتتبون فيها، الإطلاع على بعض المعلومات التي تعد أسرار المنشأة، بالشكل الذي يمكنهم من تحقيق أرباح تفوق ما يحققه غيرهم من المستثمرين، وهو ما يعكس عدم تماثل المعلومة، بمعنى أن المعلومات غير متاحة بشكل عادل لجميع المستثمرين وعليه نجد في أسواق رأس المال متدخلين مطلعين على المعلومات بشكل أفضل من الآخرين.

من جهة أخرى أنهم يستطيعون الاستفادة من هذه المعلومة لتحقيق أرباح باستعمال وضعيتهم كمطالعين على الأسرار، لخداع أو مناورة بقية المتدخلين، كما ان المتدخلين غير المطلعين سوف يجربون ملاحظة قرارات أولئك الذين يملكون المعلومة فعلياً . (Artus , 1995:33)

٢. شذوذ أو تشوه السوق : يتعارض الشذوذ أو التشوه مع فرضية الكفاءة ، إذ أن عدة دراسات سيكولوجية أثبتت وجود ارتباط بين الزمن و مزاج الأفراد . ( 9 : 2004 , Chikhi ) ، وفي بداية الثمانينات، كان هناك شبه إجماع عام بأن كفاءة أسواق رأس المال بدأت تتلاشى، لأن الباحثين اكتشفوا شذوذ (عدم اتزان) في عائد الأسهم ، وكمثال على الشذوذ فإن المنشآت ذات PER (نسبة سعر السهم الى ربحيتها ) الضعيف تحقق عوائد تفوق العادي . ( 42 : 1999 , Henry ) ، وهناك حالات كثيرة نسجل فيها عدم توازن عائد السوق، أو عدم كفاءة سوق رأس المال إذ تبتعد القيمة السوقية للورقة المالية عن قيمتها الحقيقية. وان عدم توازن السوق أو شذوذ السوق قد يرجع الى عوامل موسمية مثل تأثير جانفي او تأثير نهاية الاسبوع. (Brahmana , etal., 2012:1) ، وفيما يخص اثر نهاية السنة او مايعرف باثر جانفي فقد لوحظ بان اكثر العوائد يتم الحصول عليها في هذا الشهر ، لذا من المريح ان يقوم المستثمر بشراء الاسهم في نهاية ديسمبر واعادة بيعها في نهاية جانفي ، وقد تم تفسير ذلك الاثر على ان ان المستثمر وفقا لذلك يعمل على تقليل الوعاء الضريبي ( النتيجة الخاضعة للضريبة ) . ( 18 : 2009 , Clotide ) ، اما اثر نهاية الاسبوع او يوم الاثنين فيقصد به بان معدلات مردودية الاوراق المالية تكون سالبة يوم الاثنين وموجبة في نهاية الاسبوع ، وبمعنى اخر فان الاسعار تميل الى الانخفاض يوم الاثنين وخاصة في الساعات الاولى من التداول وترتفع يوم الجمعة ، ووفقا لذلك اذا قام المستثمر بشراء الاسهم يوم الاثنين وقام ببيعها عند الاقفال يوم الجمعة فانه سيحقق مكاسب نظامية . ( Michel , 2005 : 175 -176)

فضلا ما سبق جاءت دراسات بعض الباحثين لتوضح أن انحراف سعر السهم عن قيمته الحقيقية ( القيمة العادلة) يعود إلى التصرفات غير الرشيدة للمستثمرين الذين لا يعتمدون على التحليل الأساسي في اتخاذ قراراتهم الاستثمارية ، وإنما يستندون إلى عوامل ذاتية ونفسية ، كالخوف ، التشاؤم ، التفاؤل... الخ وكلها عوامل غير رشيدة ، ومن جانب اخر اكتشف باحثين آخرين بأن عوائد مؤشرات السوق ، سوف تتجه مع الوقت الى اعادة التوازن ، اي ان انحراف قيمة العائد عن سعر التوازن يزول مع الوقت، لأن الفترات التي يرتفع فيها العائد ستليها فترات ينخفض فيها ، والعكس صحيح ، لذلك فإن عامل شذوذ السوق أو حالة عدم التوازن لايفسر تحركات الاسعار بدقة ، أو لم يسهم في تحديد أسبابها بدقة ، وبالشكل الذي يسمح بتحقيق أرباح غير عادية لمدة طويلة ، كون حالة عدم التوازن مؤقتة وستزول ، من خلال تدخل المستثمرين في دفع السعر نحو التوازن لتتحقق بذلك الكفاءة لسوق رأس المال . ( 3 : 2012 , Brahmana , etal., )

اما اهم استراتيجيات الاستثمار النشطة فهي عبارة عن مجموعتين من الاستراتيجيات :  
١. الاستراتيجيات النشطة للاستثمار في محفظة الاوراق المالية : وتتضمن هذه الإستراتيجيات ثلاثة أنواع وهي:

أ. إستراتيجية اختيار الأوراق المالية : وفقاً لهذه الإستراتيجية فان المستثمر النشط يقوم باختيار مكونات محفظته بالاعتماد على التحليل الأساسي والفني معاً ، لتحديد القيمة العادلة للورقة المالية ومقارنتها بالقيمة السوقية . فإذا كانت القيمة السوقية للورقة المالية أكبر من قيمتها الحقيقية، يقوم المستثمر بالتخلص من هذه الورقة المالية، لأنها قيمت بأكثر من قيمتها الحقيقية، أي أن قيمة هذه الورقة مبالغ فيها ، أما إذا كان المستثمر يعتقد أن الورقة المالية قيمت بأقل من قيمتها الحقيقية أي ( قيمتها السوقية أقل من قيمتها الحقيقية ) فإنه يفضل الاحتفاظ بهذه الورقة، بل شراء المزيد منها إذا كانت الإمكانيات المالية تسمح بذلك ، لذا فإن جوهر هذه الإستراتيجية يقوم على اختيار الاوراق المالية على اساس ادائها في السوق، وليس على اساس انتماها لمؤشر او قطاع معين ، ويعتمد المستثمر الذي يتبنى هذه الإستراتيجية على درجة معينة من عدم كفاءة السوق ، التي تسمح له بتحقيق معدل عائد عالي على المدى القصير جداً ، طالما ان اسعار الاوراق المالية ليس ثابتاً ، وهنا يأتي دور المستثمر في اختيار الاسهم ( Selection Stock ) ، او التقاط ( Picking ) ، الاسهم ذات الاداء العالي . ( Sudacevski , 2013 : 935)

ب. إستراتيجية إعادة توزيع قيم الاستثمار في المحفظة بين قطاعات مختلفة : يقصد بهذه الإستراتيجية أنه يجب مراعاة القطاع الذي تنشط فيه المنشأة المراد الاستثمار في أسهمها ، وتقوم على اساس إعادة توزيع نسبة الموارد المالية الموجهة للاستثمار في اسهم شركات قطاع معين على حساب قطاعات اخرى وذلك حسب رغبة المستثمر وطبيعة القطاع ، وقد تكون إعادة التوزيع على المستوى المحلي او قد تكون على المستوى الدولي . ( 387 : 1997 , Jacquillat & Solnik ) ، وينبغي على المستثمر هنا النظر في توزيع اصول محفظة على انها عملية ديناميكية ، يتم على اساسها تغيير الاوزان وفقاً لتوقعات العائد والمخاطرة . ( 19 : 2000 , Statman ) ، اي ان اوزان المحفظة تتغير تبعاً لتغير عوائد الاصول فيها على ان يراعى تحقيق التوازن في المحفظة . ( 99 : 2010 , Scheewise ) ، كما يجب التمييز بين أسهم البنوك والمنشآت المالية ، اذ ان اسهم البنوك تتأثر كثيراً بالتغير في أسعار الفائدة ، ويمكن القول أن هناك علاقة عكسية بين أسعارها ومعدل الفائدة ، أي أن انخفاض سعر الفائدة سيؤدي إلى ارتفاع سعر السهم، بينما ينخفض سعر السهم مع ارتفاع سعر الفائدة . وعليه فانه على المستثمر أن يتخلص من هذه الأسهم عند ارتفاع أسعار الفائدة والعكس صحيح ، اما بالنسبة لاسهم المنشآت فيمكن التميز هنا بين نوعين ، النوع الاول هو المنشآت التي تنتج السلع المعمرة ، والتي تتأثر بالمرحل التي يمر بها الاقتصاد، فتنخفض أسعار أسهمها في فترات الكساد، وترتفع في فترات الرواج، وعليه يكون من المناسب الاستثمار في أسهم هذه المنشآت في فترات الرواج، والتقليل من الموارد المستثمرة في هذه الأسهم في حالة الكساد ، اما النوع الثاني فهو المنشآت التي تنتج السلع الرأسمالية كالمعدات والالات والأسهم الدفاعية التي لا تتأثر كثيراً بدورات الرواج و الكساد ، لذا قد يفضل المستثمر الذي لا يرغب كثيراً في تحمل المخاطر أن يوجه إليها نسبة كبيرة من مخصصات المحفظة، وذلك على عكس المستثمر الذي يبدي استعداداً أكبر لتحمل المخاطر . ( هندي، ٢٠٠٦ : ٤٨١ ) .

ج. إستراتيجية التوقيت : تستند هذه الاستراتيجية الى فكرة التخلص من الاوراق المالية عندما تدل المؤشرات بدخولها منطقة الخطر ، لذلك فان هذه الاستراتيجية تبنى بالاعتماد على المؤشرات الفنية والمتوسطات المتحركة النموذجية . ( 2 : 2013 , Piard ) ، ويقوم جميع المستثمرين بتحديد المحفظة الاستثمارية ومحتواها من الأوراق المالية بالشكل الذي يمكنهم من الحصول على أحسن مزيج من المخاطرة والعائد سواء تبنى الاستراتيجية الخاملة او النشطة ، فالمستثمر الخامل (الذي يؤمن بكفاءة السوق ) يصنع هذا القرار بناء على إيمانه بأن العوائد المتوقعة على أنواع مختلفة من الموجودات ذات مخاطر مقبولة اي معتدلة . أما المستثمر النشط فإنه يحاول تحديد الفترات الزمنية عندما تكون الأسهم قد سرعت بأكثر أو أقل مقارنة بأصول أخرى، وعندما يشعر المستثمر بأن قيمة أصل معين قد سرعت بأكثر مما يجب فإنهم يقللون من وزن هذا الأصل في محافظهم الاستثمارية ( الاحتفاظ باقل مما يجب الاحتفاظ به ) ، وعندما يعتقد المستثمرون أن صنف معين من الأصول قد سعر بأقل مما يجب فإنهم يعطون وزناً أكبر (الاحتفاظ بأكثر مما يجب الاحتفاظ به بالأوقات العادية ) ، ويسمى هذا النوع من الإدارة الفعالة تاريخياً ب توقيت السوق . وعليه اعتماداً على هذه الإستراتيجية يمكن للمستثمر أن يحقق أرباح غير عادية عندما يحدد جيداً التوقيت المناسب لشراء أو بيع الأوراق المالية ، لذا فإن جوهر هذه الاستراتيجية يدور حول توقعات نمو عائد السوق . ( Sudacevski , 2013 : 935 ) .

### ٢. الإستراتيجيات النشطة للاستثمار في السهم

يوجه هذا النوع من الإستراتيجيات خاصة لصغار المستثمرين الذين لا يستثمرون أموالهم في صناديق الاستثمار ، أو أنهم يستثمرون جزء من أموالهم في محفظة أوراق مالية، ويخصصون جزء آخر للاستثمار في أسهم منشأة واحدة بعينها . لذلك جاءت هذه الإستراتيجيات لتساعد صغار المستثمرين على التقليل من مخاطر الاستثمار في أسهم منشأة واحدة ، وهناك نوعين من هذه الإستراتيجيات وهي :

اولاً : إستراتيجية السمة الواحدة : إن المتتبع لهذه الإستراتيجية سيجد أنها تعتمد بصورة كبيرة على مبادئ التحليل الأساسي ، إلا أنها لا تعترف بكفاءة السوق ، ومن بين إستراتيجيات السمة الواحدة ما يأتي:

أ. إستراتيجية المضاعف : يقصد بهذه الإستراتيجية قيام المستثمر بشراء السهم الذي يكون مضاعف الربحية الحقيقي له (نسبة سعر السهم إلى ربحيته) أكبر من مضاعف الربحية الفعلي . ومن بين تطبيقات هذه الإستراتيجية الاتجاه لشراء السهم الذي يكون مضاعف الربحية الحالي له أقل من متوسط مضاعف الربحية في الخمس سنوات الاخيرة ، أو أقل من ٩٠% من مضاعف الربحية لمؤشر S&P 500 ، ف شراء هذا السهم يتوقع أن يترتب عليه تحقيق عائد يزيد عن متوسط عائد السوق، وهو ما أكدته نتائج عدد من الدراسات، كما يؤكد المنطق خاصة إذا لم يحدث تغير ملموس في ظروف المنشأة المصدرة للسهم. ( هندي، ٢٠٠٦ : ٤٧٢ )



ب. إستراتيجية السهم المشتق و الأسهم مقابل التوزيعات : يقصد باشتقاق السهم منح أسهم جديدة مقابل سهم قديم، هذه السياسة من شأنها أن تساهم في زيادة عدد الأسهم و انخفاض القيمة السوقية للسهم، وبالتالي لن يجد المستثمر صعوبة في تصريف هذا السهم. ويضاف إلى ذلك أن الاشتقاق يعد بمثابة رسالة إلى المتعاملين في السوق مفادها أن الإدارة تتوقع أداء متميزا للمنشأة في المستقبل. وباختصار يتمتع السهم الذي يتوقع له الاشتقاق بسمتين أساسيتين ، أولهما سيولة أفضل، وثانيهما قيمة سوقية أعلى من قيمته الحقيقية خلال مدة ما بعد الاشتقاق ، وما ينطبق على الأسهم التي يتوقع أن تشتق ، ينطبق كذلك على أسهم المنشآت التي يتوقع أن تصدر أسهما مقابل توزيعات. ( هندي، ٢٠٠٦ : ٤٧٢ - ٤٧٣ ) ، ويقصد بتوزيع الأسهم مقابل توزيعات ،

فقصده به قيام المنشأة بتوزيع أسهم مجانية على مساهميها عوض القيام بتوزيعات نقدية، وهو الأمر الذي سيؤدي إلى زيادة رأسمال الشركة، وإلى انخفاض القيمة السوقية للسهم. والميزة في هذه السياسة أن يكون المستثمر قادرا على شراء السهم قبل اشتقاقه أو توزيع أسهم مجانية عليه، لأنه لو تمت عملية الاشتقاق والتوزيع فعلا، فلن يتمكن المستثمر من تحقيق أرباح غير عادية لأن سعر السهم سيرتفع بعد ذلك.

ت. إستراتيجية السهم ذو التوزيعات المتزايدة : تسمح هذه الإستراتيجية للمستثمر بتحقيق أرباح غير عادية إذا توقع أو استطاع أن يحصل على معلومات تفيد بقيام المنشأة بزيادة نسبة توزيعات الأرباح على الأسهم، وقام بشراء أسهم هذه المنشأة قبل إعلانها عن عملية التوزيع. لأن هناك فكرة سائدة في مجال الاستثمار مفادها أن المنشأة التي تقوم بإجراء زيادة في معدل توزيع الأرباح ستعرف ازدهار في أرباحها في المستقبل، وهو الأمر الذي سيؤدي إلى ارتفاع القيمة السوقية للسهم قد تمتد إلى شهر بعد الاعلان (هندي، ٢٠٠٦ : ٤٧٤)

ث. إستراتيجية الإصدارات الجديدة : تقضي هذه الإستراتيجية بتفضيل شراء أسهم المنشآت التي طرحت إصداراتها من الأسهم للتداول العام لأول مرة ، وذلك على أساس ان تسعير السهم في تلك الإصدارات عادة ما يكون عند قيمة أقل من قيمته الحقيقية ، ويعزى ذلك لسببين ، الأول هو المسؤولية القانونية ، والثاني هو نقص المعلومات لدى بعض المستثمرين ، وبشكل أكثر تفصيل فأن السهم الذي يطرح للتداول لأول مرة يُسعر بأقل مما ينبغي كنوع من الوقاية ضد المسؤولية القانونية التي قد تتعرض لها المنشأة ، فإذا سعر السهم بقيمة أعلى مما ينبغي او حتى عند قيمته الحقيقية ثم تعرضت القيمة السوقية لانخفاض شديد عقب الإصدار ، حينئذ يمكن للمستثمر مقاضاة تلك المنشأة بدعوى ان البيانات التي اتاحتها بشأن الإصدار لم تكن صادقة ، مما يلحق الضرر بسعة ومستقبل المنشأة في السوق . ( Loderere , et al., 1991 : 36 ) ، ومن جهة أخرى اذا صدر السهم بقيمته الحقيقية فإنه يتوقع من المستثمر الذي لديه معلومات خاصة لاتتاح لغيره من المستثمرين ان تكون حصته من تلك الإصدارات ضئيلة ، بينما تزداد حصة المستثمر من الإصدارات التي يدرك بفضل ماتتوفر لديه من المعلومات ( ان كانت القيمة السوقية للسهم أقل من قيمته الحقيقية ) ، وفي ظل هذا السيناريو سيكون الربح من نصيب المستثمر الذي تتوفر لديه المعلومات ، وبالمقابل فإن الخسارة ستكون من نصيب المستثمر الذي لاتتوفر لديه المعلومات . ( Loderere , et al., 1991 : 37 )

ج. الأسهم التي يعاد شراؤها أو الأسهم القابلة للاستدعاء : قد تقوم المنشأة في بعض الأحيان بإعادة شراء الأسهم التي سبق وأصدرتها، و ذلك لعدة أسباب ، و من تلك الأسباب ، اعتقاد الإدارة بأن سعر السهم أقل مما ينبغي، و أن إعادة شرائه يعد بمثابة استثمار مربح، كذلك قد تستهدف من إعادة الشراء خلق تعامل نشط على السهم، وهو أمر من شأنه أن يترك أثرا على سيولته وعلى القيمة السوقية بالتبعية، ولكن بشرط أن يكون دخولها للشراء عن قناعة بأن سعر السهم أقل مما ينبغي، وإلا وقعت تحت طائلة القانون. كما قد يكمن السبب في رغبة الإدارة في تحريك سعر السهم، إذ أن قرار إعادة الشراء بهدف تخفيض عدد أسهم رأس المال من شأنه أن يحد من المعروض من أسهم المنشأة، وهو ما يسفر عن زيادة في ربحية السهم، وفي قيمته السوقية بالتبعية ، وهناك سببا آخر هو رغبة الإدارة في توفير عدد من الأسهم لمواجهة خطة مشاركة العاملين في ملكية المنشأة، أو استعدادا لاحتمال قيام المديرين بتنفيذ حقوق الاختيار التي حصلوا عليها ، وكلها مؤشرات ايجابية لمستقبل السهم ، ويضيف Bartov بأن شراء المنشأة لاسهمها يعد بمثابة رسالة عن مستقبل مشرق لها خاصة فيما يتعلق بالعائد والمخاطرة . ( Bartov , 1991 : 293 )

ح. أسهم الشركات الصغيرة : هناك اعتقاد سائد بأن أسهم الشركات الصغيرة تحقق عائد يفوق عائد السوق حتى بعد الأخذ بنظر العناية المخاطرة، وقد اكدت الدراسات التي قام بها كل من (Reinganum,1981,1982) و (Benz,1981) واقعية تلك الفكرة ، الا ان هناك تخوف من الاستثمار في أسهم الشركات الصغيرة ، نظرا لصغر حجمها ، وانخفاض نسبة السيولة فيها ، ويدعم ذلك انتقاد كل من ( Handa et al., Chan & Chen ، Roll )

فكرة تأثير الحجم الصغير على أساس أن مخاطر المنشآت الصغيرة عادة ما تكون أكبر، فضلا عن أن قياس مخاطرها بدقة يعد أمر غاية في الصعوبة. كذلك هناك انتقاد آخر مفاده أن تكلفة المعاملات لأسهم المنشآت الصغيرة عادة ما تكون مرتفعة، ليس فقط بسبب صعوبة تسويقها، بل أيضا بسبب ارتفاع الهامش الذي يطلبه صناع السوق (التجار والمتخصصين) الذين يتعاملون في تلك الأسهم، وأيضا بسبب ارتفاع معدل دورانها داخل محفظة الأوراق المالية للمستثمر، وهو ما يساهم في ارتفاع متوسط تكلفة المعاملات. ومن ثم حتى وان حققت أسهم تلك المنشآت عائدا إجماليا متميز ، فإن كلفة المعاملات كقيلة بأن تلتهم جزءا من ذلك العائد. (هندي ، ٢٠٠٦ : ٤٧٨ )

د. أسهم المنشآت الخاسرة : توصلت دراسة (Jaff ,etal., 1989 : 138) الى استنتاج يثير الدهشة والاستغراب لأول وهلة ، مفاده ان الاستثمار في اسهم المنشآت التي منيت بخسائر عادة مايكون اكثر ربحية مقارنة بالاستثمار في اسهم المنشآت التي حققت ارباحاً ، وكدت دراسة (Ettredge & Fuller , 1991) على ذلك ، كما اضافت انه حتى بعد تثبيت متغير الحجم فإن عائد الاستثمار في اسهم المنشآت التي تعرضت للخسائر اعلى من مثيله للمنشآت التي حققت ارباحاً خاصة خلال السنة التالية لتعرضها للخسائر . ويقدم (Brown , etal., 1991) تفسيراً لتلك الظاهرة ، بناءً على ما يطلقون عليه بفرض المعلومات غير المؤكدة الذي يقضي بأنه عندما تكون الآثار التي تحدثها المعلومات الجديدة (أي الخسائر في هذه الحالة) غير مؤكدة ، يرتفع معدل العائد المطلوب للتعويض عن المخاطر التي ينطوي عليها الاستثمار في اسهم المنشأة مما يؤدي الى انخفاض قيمتها السوقية ، وعندما يزول عدم التاكيد وهو ما يحدث عندما تستعيد المنشأة قدرتها على تحقيق الارباح تنخفض المخاطرة وينخفض معدل العائد المطلوب على الاستثمار وهو الامر الذي ينجم عنه ارتفاع القيمة السوقية للسهم . (Ettredge & Fuller , 1991 : 28)

**ثانياً : استراتيجيات السمات المتعددة :** يقصد بهذه الاستراتيجية ضرورة توافر سمات معينة في المنشأة التي يوجه المستثمر اليها جانباً من مخصصات محفظته للأوراق المالية لشراء جزءاً من اسهمها ، وفي هذا الصدد اقترح Benjamin Graham الذي يعد الأب الروحي لتحليل الأوراق المالية عددا من السمات بناء على خبرة طويلة وواسعة في تحليل الأوراق المالية ، وتتمثل هذه السمات في الاتي : (هندي ، ٢٠٠٦ : ٤٦٨)

١. أن تكون نسبة ربحية السهم إلى السعر ضعف عائد السندات مرتفعة الجودة .
٢. أن يكون مضاعف الربحية ( نسبة سعر السهم إلى ربحيته) أقل من ٤٠% مقارنة بأعلى مضاعف ربحية لذات السهم في الخمس سنوات الماضية.
٣. أن يكون معدل عائد التوزيعات ثلثي عائد السندات مرتفعة الجودة على الأقل ، ويقصد بمعدل عائد التوزيعات نسبة التوزيعات التي حصل عليها السهم خلال السنة مقسومة على متوسط أعلى سعر وأقل سعر يباع به السهم.
٤. أن تكون القيمة السوقية التي يباع بها السهم ثلثي نصيب السهم من الأصول المكونة للمنشأة على الأقل، ويقصد بنصيب السهم من الأصول ناتج قسمة القيمة الدفترية للأصول الملموسة على عدد الأسهم العادية المصدرة.
٥. أن تكون القيمة السوقية التي يباع بها السهم أقل من ثلثي نصيب السهم من صافي الأصول المتداولة، ويقصد بصافي الأصول المتداولة في هذا الصدد ( مجموع الأصول المتداولة مطروحا منها القيمة الدفترية لمجموع القروض و الأسهم الممتازة ) .
٦. أن يكون مجموع الأموال المقترضة أقل من القيمة الدفترية للأصول الملموسة.
٧. أن لا تقل نسبة التداول عن (٢) .
٨. أن يكون مجموع الأموال المقترضة أقل من ضعف قيمة صافي الأصول المتداولة على أساس التعريف الوارد بالفقرة (٥) المذكور انفا .

٩. أن يكون المعدل المركب للربحية في العشر سنوات السابقة لا يقل عن ٧% .  
١٠. أن يتسم معدل نمو ربحية المنشأة بالاستقرار، ويقصد بالاستقرار في هذا الصدد أن لا تكون ، الربحية قد انخفضت أكثر من مرتين خلال العشر سنوات الماضية بمعدل ٥% أو أكثر .  
اما Reinganum فقد قدم دراسة كشفت عن اربعة سمات لو توافرت في المنشأة التي يوجه إليها المستثمر جزءاً من مخصصات محفظة أوراقه المالية ، لحقق عائداً على الاستثمار يفوق متوسط عائد السوق ، وتتمثل هذه السمات في الآتي : (هندي ، ٢٠٠٦ : ٤٧٠)  
(١) تزايد مضطرب في الربحية ربع السنوية للمنشأة .  
(٢) أن يكون عدد الأسهم المصدرة أقل من 20 مليون سهم .  
(٣) أن تكون نسبة القيمة السوقية للسهم إلى قيمته الدفترية أقل من الواحد الصحيح ، هذا يعني أن القيمة السوقية للسهم أقل من قيمته الحقيقية ، مما يتيح فرصة لتحقيق أرباحاً رأسمالية في المستقبل.  
(٤) أن تكون القوة النسبية للسهم في ربع السنة الحالي أعلى مما كانت عليه في ربع السنة الماضي كما ينبغي أن تكون القوة النسبية للسهم ٧٠ على الأقل ، وتقاس القوة النسبية بالمتوسط المرجح بالأوزان للتغير في السعر خلال الإثنى عشر شهراً الماضية، وقد أعطى Reinganum وزناً قدره (0.4) لربع السنة الأخير، بينما أعطى لكل من الثلاثة أرباع الأخرى من السنة وزناً قدره (0.6)

### المبحث الثالث/ الاستنتاجات والتوصيات

#### أولاً : الاستنتاجات

توجد استراتيجيات استثمارية متعددة ، وان هذا التنوع يضع المستثمر امام ضرورة توخي الرشد والاعتماد على الاسس والمبادئ العلمية في تبني استراتيجية دون اخرى ، وبما يخدم الاهداف المرجوة منها في المساهمة بتعزيز جودة اتخاذ القرار الاستثماري ، ويشار الى ان تلك الاستراتيجيات تختلف تبعاً لنظرة المستثمر الى فرضية كفاءة الاسواق ، وبشكل عام توصل البحث الى :  
١. تعد استراتيجيه الاستثمار سلسله من القرارات التي تترجم الى خطط يجري تنفيذها من قبل المستثمر لتحقيق اهداف استثماريه متعددة أهمها تخفيف المخاطر التي تتعرض لها استثماراته في الاجال الطويله وأرتفاع احتمالية تحقيق زيادة في العائد على الاستثمار عبر المدة الاستثماريه الطويله .  
٢. يتجه المستثمر الى تبني الاستراتيجيات التي تعترف بكفاءة الاسواق المتضمنة كلما تمنع سوق الاوراق المالية بالصيغة القوية للكفاءة ، لان تلك الاستراتيجيات ستمكنه من تحقيق الربح من غير ان يتطلب ذلك جهداً كبيراً لإدارة المحفظة ، كون القيمة السوقية للسهم في ظل هذا السوق تعكس القيمة الحقيقية التي تعد قيمة عادلة بالنسبة للمستثمر ، ووفقاً لذلك يمكن للمستثمر تحقيق الارباح عند الاخذ بنظر الاعتبار مستوى التنوع الملائم ، مستوى المخاطر ، وتوقيت الاستثمار ، والاعتبارات الضريبية ، عند تنوع المحفظة الاستثمارية .  
٣. يتجه المستثمر الى تبني الاستراتيجيات التي لاتعترف بكفاءة الاسواق كلما غلبت على السوق الصيغة الضعيفة للكفاءة ، انطلاقاً من قناعة المستثمر بان هناك عدد من المستثمرين يتمتعون بالقدرة على الحصول على المعلومات قبل غيرهم ، اما نتيجة العلاقات الشخصية او لاسباب اخرى ، بما يمكنهم من تحقيق عائد يفوق ما حققه غيرهم من المستثمرين ، وعليه فان عدم تماثل المعلومة وشذوذ السوق السببان الرئيسان في ضعف كفاءة الاسواق ، الامر الذي يدفع المستثمر الى البحث عن استراتيجيات تسمح له بالتقليل من مخاطر تقلب العائد ، وهنا امامه اتباع مجموعة من الاستراتيجيات النشطة معتمداً على عدة طرائق لتقييم الاوراق المالية ، واستغلال الفرص التي يكون فيها سعر الورقة المالية مختلف عن قيمته الحقيقية ليتخذ بذلك القرار الاستثماري المناسب اما بالبيع او الشراء .

#### ثانياً : التوصيات

قادت النتائج التي توصل اليها هذا البحث الى اقتراح جملة من التوصيات التي تسمح للمستثمر في توظيف امواله بشكل اكثر كفاءة ، اهمها الآتي :  
١. إدراك آثار تبني المستثمر للاستراتيجية السليمة التي تؤدي الى نجاح القرار الاستثماري المتخذ ، بوصف التداخل الموجود بينهما ، وان الاعتماد على رؤية واضحة وشاملة تتكامل فيها جميع عوامل عملية اتخاذ القرار ، واستمرار البحث في هذا المجال واستثماره يوصل بلا شك إلى سلوك استثماري رشيد .



٢. الاعتماد على اسس علمية مخطط لها مسبقا عند اتخاذ القرار الاستثماري ، وهذا يتطلب تحديد الهدف الاساسي من الاستثمار ، وتجميع المعلومات اللازمة لاتخاذ القرار ، وتبني الاستراتيجية التي تؤدي الى تحقيق الاهداف .
٣. على المستثمر ادراك اهمية اتخاذ القرار الاستثماري المناسب الذي يتوافق مع امكانياته المادية والمعرفية، لارتباطه بمستقبله المالي الذي يحدد بقاءه في السوق وقدرته على المشاركة والمنافسة .
٤. ينبغي على المستثمر التواصل والتفاعل مع المراكز البحثية والاكاديمية لتحسين ورفع مستوى المعرفة والمهارة لديه ولاسيما في مجال اتخاذ القرار بالاستفادة من البحوث المعدة بهذا المجال .

### المصادر

#### أولاً : المصادر العربية

١. آل شبيب ، دريد كامل ، الاستثمار والتحليل الاستثماري - الطبعة العربية ، اليازوري ، عمان - الاردن ، ٢٠٠٩ .
٢. شاهين، عبد الحميد حسن ، استراتيجيات التدريس المتقدمة واستراتيجيات التعلم وانماط التعلم ، محاضرات في جامعة الاسكندرية ، ٢٠١١ .
٣. علوان ، قاسم نايف ، ادارة الاستثمار بين النظرية والتطبيق ، الطبعة الاولى ، دار الثقافة للنشر والتوزيع ، عمان ، ٢٠٠٩ .
٤. هندي ، منير إبراهيم ، الاوراق المالية واسواق المال ، توزيع منشأة المعارف ، الإسكندرية ، ٢٠٠٦ .

#### ثانياً : المصادر الاجنبية

1. Artus , Patrick, Anomalies in financial markets, ed., Oxford University, Paris, 1995.
2. Bartov , E., Open – Market Stock Repurchase as Singles For earning & risk changes , Journal of Accounting & economics , 14 ( sept., 1991 ) pp 275 – 294 .
3. Besley , Scott & Brigham , Eugene F., " Essentials Of Managerial Finance , 14<sup>th</sup> ,ed. , Thomson South – Western , 2008 .
4. Birla , Richa Determinants of the Success of Active vs. Passive Investment Strategy University at Albany , 2011 .
5. Bodie , Zvi , Kane , alex and Marcus , Alan. J , Essentials of investment , McGraw- Hill U.S.A 2007.
6. Brahmana , Rayenda, Chee Wooi Hooy and Zamri Ahmad , The Role Of Herd Behavior In Determining the Investor's Monday Irrationality , Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance Vol. 8, No. 2, 1–20, 2012 , pp 1-20
7. Cambridge, Cambridge Learners Dictionary , Cambridge University Press , 2003 .
8. Claude, Broquet and Other, Portfolio Management, y Edition de Boeck , 2004.
9. Chikhi , Mohamed, econometric study efficiency informational. response to deficiencies in the stock markets, university Ouargla , 2004.
10. Clotide , Wetzter , Behavioral finance; a better understanding of a new regulation of financial markets, Master Thesis, University of Paris Pantheon Assas II, 2008-2009 .
11. Etterdge , M., and Fuller , R., The Negative Earning effect , Journal of Portfolio Management 18 ( Spring , 1991 ) pp 27 – 33 .



12. El-Kadi , O., Strategy Definition and Fundamentals, 2008 .  
<http://WWW.easy-strategy.com / strategy - definition.html>
13. Francis, J. , Investment Analysis and Management , 5<sup>th</sup> ., ed , New York , McGraw Hall , Inc., 1991 .
14. Gitman, Lawrence J. , and Joehnek , Michael D, Fundamentals of Investing. The Addison -Wesley Series in Finance , 2008 .
15. Giovanni , Sabatini, & Isadora Tarola, Transparency on Secondary Markets, National Committee for companies and stock exchanges , Consob , Italy, May 2002
16. Gigerenzer , Gerd, & Reinhard , Selten , Bounded Rationality :The Adaptive Toolbox. Dahlem Workshop Reports. Cambridge, MA: The MIT Press , 2001
17. Hopkins , Brandy , Delbert C. Goff , Don R. Cox , The Investment Performance Of U.S. University Endowment Funds: Should Some Be Passively Managed ? Journal of Financial and Economic Practice , Volume 13 Issue , Spring 2013
18. Howells , Peter , Bain , Keith , Financial Markets & Institutions , 3<sup>th</sup> ed. , prentice Hall , 2000 .
19. Isabelle , Bajoux-Besnainou, Roland Portait, "Dynamic, Deterministic and Static Optimal Portfolio Strategies in a Mean - Variance Framework under Stochastic Interest Rates", Working Paper, The George Washington University (January 2000) .
20. Jacquillat, B., B. Solnik, The Financial Markets: Portfolio Management and Risk Management, 3<sup>rd</sup> Edition, Paris: Dunod, 1997.
21. Jones , Charles P . Investment : Analysis & Management 8<sup>th</sup> ed. , John Wiley & Sons , Inc , U.S.A. 2002 .
22. Loderer , C., Conney , J., and Van , Drunen , L., The price elasticity of demand for common stock , Journal of finance , 46 ( June , 1991) , pp 621 – 651 .
23. Michel , Menry Bouhet , globalization, introduction to the new world economy, France, Edition Pearson Education , 2005.
24. Michie , Ranald, The Global Securities Market in the 20th Century: Trends, Events, Governments and Institutions, University of Durham , England, February 2006.
25. Mintzberg , Henry , The strategy Concept I : Five Ps For Strategy , California Management Review , Copyright 2001 , All Right Reserved , pp 11-24
26. Piard , Fred , Quantitative investing , strategies to exploit stock market anomalies for all investors , First published in Great Britain , 2013 .
27. Ross , Stephen A. , Westerfield , Randolph , W. & Jordan , Brad Ford D. , Fundamentals of Corporate Finance, 5<sup>th</sup> ed. , McGraw – Hill Book Company , 2004 .
28. Schneeweis T., Crowder G., Kazemi H. , The New Asset Allocation – Risk Management in a Multi-Asset World, John Wiley & Sons Inc , 2010 .
29. Sudacevschi , , Mihaela , Characteristics Of Investment Portfolios Passive Management Strategy On The Capital Market , Challenges of the Knowledge Society. Economics , 2013 , pp 931 – 936 .
30. Statman M. , The 93,5% Question of Financial Advisors, The Journal of Investing , 2000 , pp.16-20





## Financial investment strategies – Conceptual Framework

### Abstract

The investor needs to a clear strategy for the purpose of access to the financial market, that is, has a plan to increase The share of the profits thinking entrepreneur and new, and highlights the importance of this in that it sets for the investor when it goes to the market, and when it comes out of it, and at what price to buy or sell the stock, and what is the the amount of money it starts. Fortunately, he does not need to invent his own investment strategy, because over the years the development of effective methods of buying and selling, and once you understand how to work these methods investor can choose the most appropriate methods and adapted image that fit his style investment .

Here we note that the presence of a specific investment strategy exempt investors from sudden losses like any field of life, which is no doubt that the strategies adopted by the investor will affect the choice of type of securities that it intends to invest in it, leading to investors' preferences varied and thus contrast the behavior of investors and the desired goal of investment .

Therefore , the goal of current research is to review a variety of investment strategies that guarantee for the investor the right investment decision when the financial market being efficient or inefficient. In the event that the financial market prefers to efficiently build investor's portfolio in light of considerations relating to diversification, risk , tax and liquidity and the timing of the investment, but if the financial market is efficient in front of the investor to follow a set of strategies based on several methods to evaluate securities .

**Key words:** financial investment strategies- passive strategies- active strategies