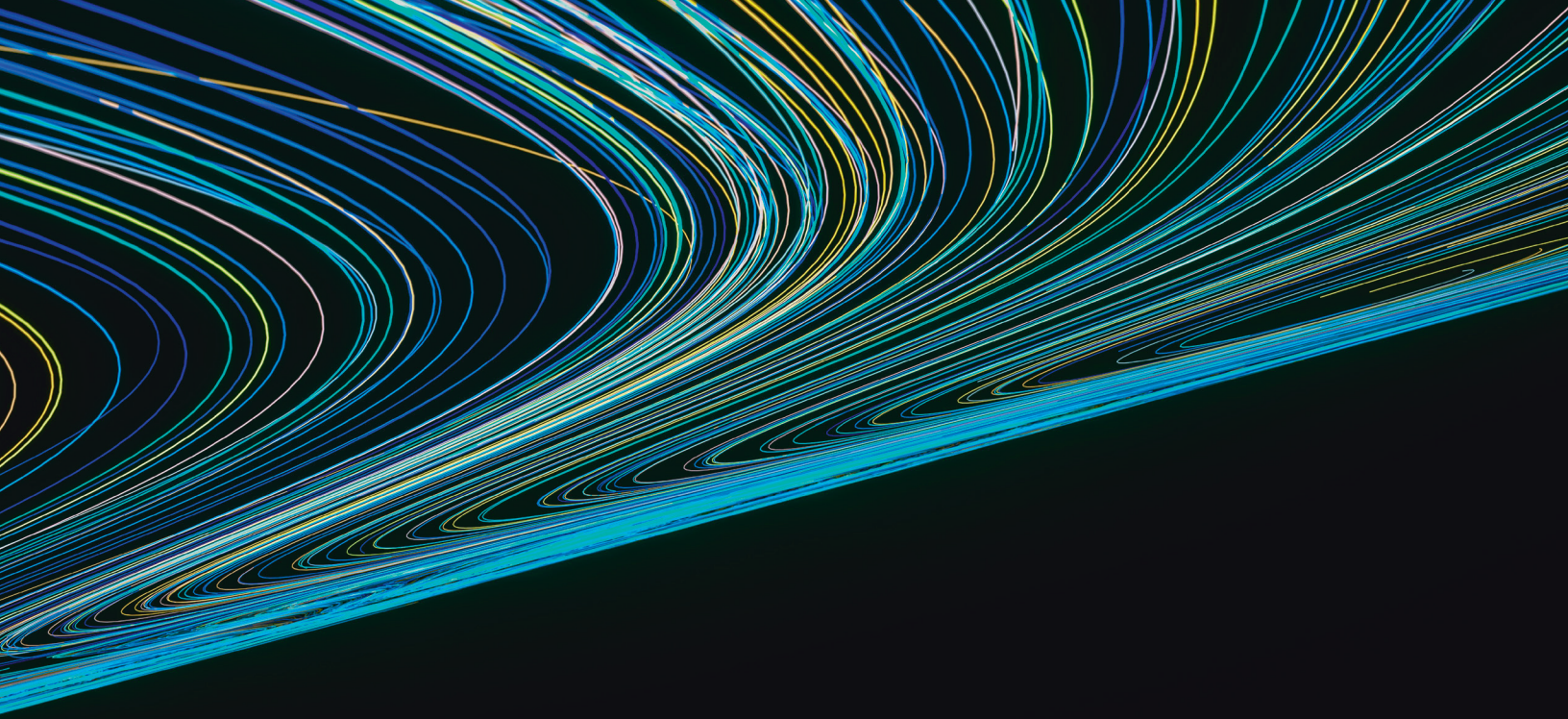


إطلاق العنان للابتكار:

صعود نهج المحفظة الإجمالية



CAIA
ASSOCIATION®

ملخص تنفيذي: جون ل. بومان (John L. Bowman)	3
حالة رأس المال العالمي القابل للاستثمار: آرون فيليك (Aaron Filbeck)	6
نهج المحفظة الإجمالية: مقدمة: ستيفن نوكوفيتش (Steven Novakovic) وكريستي هاميلتون (Christie Hamilton)	12
الحوكمة: بن ساميلد (Ben Samild) صندوق المستقبل (Future Fund)	15
عدسة العوامل (Factor Lens): ديريك ووكر (Derek Walker) وجيفري روبين (Geoffrey Rubin) مجلس استثمار خطة معاشات التقاعد الكندية (CPP Investments)	19
المنافسة على رأس المال: تشارلز هايد (Charles Hyde) صندوق التقاعد النيوزيلندي (New Zealand Superannuation Fund)	25
الثقافة: سوي تشيانغ تشيام (Swee Chiang Chiam) مؤسسة الخليج للاستثمار (GIC)	29
نهج المحفظة الإجمالية (TPA): هل يناسبك؟ جين بوك (Jayne Bok) ويلسون تاورز واتسون (WTW)	32
خواطر ختامية: جون ل. بومان (John L. Bowman)	37

ملخص تنفيذي

جون ل. بومان، محلل مالي معتمد (CFA)
رئيس CAIA (جمعية المحللين المعتمدين للاستثمارات البديلة)

أبحر الأمريكي فريدريك تيودور سنة 1806 في رحلة شهيرة إلى جزر الأنتيل الفرنسية لبيع الثلج إلى سكان جزر المارتينيك. فبعد أن اختبر المشروبات الباردة المنعشة والآيس كريم خلال فصل الصيف في نيو إنجلاند، تخيل أنه يجلب شاي لونغ آيلاند المثلج والبسكويت والقشدة الغنية إلى مناخ البحر الكاريبي الأكثر حرارة.

بالتأكيد كانت هناك تطورات في نماذج تخصيص الأصول على مدار السبعين عامًا الماضية. وقد تم تقديم نموذج الوقف من خلال منحة من مؤسسة فورد (Ford Foundation) إلى مؤسسة كومونفاند (Commonfund) في عام 1971 واستهله ديفيد سوينسن (David Swensen) في جامعة ييل حتى نضج بالكامل. مع التركيز القوي على البدائل والأصول غير السائلة لاستغلال أفاقها الزمني الدائم، وسع هذا النموذج بشكل كبير من فهمنا لفوائد التنوع. لقد كان للقبول السائد لنموذج الوقف تأثير كبير على البدائل التي تمثل 15% من عالم الاستثمار العالمي، كما هو موضح في القسم التالي. كما يستخدم هذا النموذج عادةً لجنة استثمار متطورة والاعتماد على مديرين خارجيين ذوي خبرة طويلة. النموذج الكندي، الذي وُلد من خلال إنشاء خطة تقاعد المعلمين في أونتاريو (Ontario Teachers' Pension Plan) في عام 1990، والذي تجسد الآن في مايل 8 (Maple 8)، عزز من الحوكمة والثقافة السليمة من خلال تعزيز المزيد من شركات إدارة الأصول المستقلة ذات المواهب التي لا تحتاج إلى مصادر خارجية وتتقاضى أجوراً تنافسية. ولكن على الرغم من أن هذه الابتكارات أسفرت عن تقدم مهم، إلا أن حمضها النووي الأساسي ظل مرتبطاً بفئات الأصول التقليدية.

ومع ذلك، في السنوات الأخيرة، بدأت حفنة من كبار مالكي الأصول المؤسسية في نيوزيلندا وكندا وأستراليا وسنغافورة في معارضة الحكمة الشائعة لنهج تخصيص الاستثماري للأصول نظراً لبعض نقاط الضعف المتأصلة فيه. وتشمل هذه النقاط الميل إلى سلوك الصومعة، والمنافسة غير الصحية على الموارد والاهتمام، والازدواجية غير المعترف بها أو التعرض للمخاطر غير المترابطة عبر المحفظة، وصعوبة إدارة مجموعة رأس المال بشكل شامل حول رؤية مستقبلية. وإدراكاً لهذه التحديات، ظهر نهج جديد. وفي حين أن هذا النهج يتخذ مصطلحات وأوصافاً مختلفة في بيئات معينة، إلا أننا نشير إليه باسم

لكنه فشل فشلاً ذريعاً رغم نموذج العمل الذي بدأ جيداً وسالماً وقتها، فلم يقدر سكان جزيرة المارتينيك الذين لم يختبروا المشروبات الباردة أو الحلوى الباردة من قبل، ميزة أو فائدة الثلج والمشروبات الباردة، كون إطارهم المرجعي الوحيد المتوفر لديهم كان المشروبات الدافئة. وعلاوة على ذلك، كان تقدير تيودور لتكاليف تبديل النظام الذي يتطلبه هذا التغيير الجذري أدنى بكثير من الواقع في تصديها لأسئلة مثل مكان وكيفية تخزين الثلج، وكيف يمكن ضمان عدم ذوبان الثلج خلال نقله؟ ومن أين سيتم الحصول على المكونات الأخرى وتدبيرها وإدارتها؟ وسرعان ما دمرت البنية التحتية والعقلية التي تدير عملية تحول بهذا الحجم حماس رائد الأعمال الشاب. لقد فات تيودور الحكمة التي تعلمناها في المقولة الشهيرة أن السمكة لا تدرک أنها في الماء.



**نحن نعتقد أن نهج المحفظة الإجمالية
يستحق عملية ضخ الأكسجين الذي
يمكن أن توفرها قوة الحشد العالمية
التي تتمتع بها CAIA لهذه العملية
التحويلية.**

ونشهد هذا القصور الذاتي في النظام بشكل واضح في مجال الاستثمارات، فمنذ طرح نظرية المحفظة الحديثة (Modern Portfolio Theory, MPT) في أوائل الخمسينيات من القرن الماضي على يد الأسطورة هاري ماركويتز (Harry Markowitz)، ونحن نتمسك بهذه الفلسفة بقوة عند إنشاء المحافظ الاستثمارية. إن الوريث الأكثر واقعية لـ MPT، وهو تخصيص الاستثماري للأصول (strategic asset allocation, SAA)، وجميع أجهزته - تحسين متوسط التباين والحدود الفعالة والمقارنة المعيارية، بالإضافة إلى المخططات التنظيمية وهياكل التعويضات والدورات الأكاديمية وصناعة الاستشارات وتقارير الأداء - قد خلدت هذه النظرة العالمية. تصنيف فئة الأصول هو الماء الذي نسبح فيه.



1. صندوق المستقبل، صندوق الثروة السيادي الأسترالي
2. مؤسسة CPP Investments، أكبر صندوق معاشات تقاعدية في كندا
3. صندوق التقاعد النيوزيلندي، صندوق التقاعد السيادي النيوزيلندي
4. GIC، صندوق الثروة السيادي في سنغافورة

من الأهمية مكان الإشارة إلى أن نهج المحفظة الإجمالية ليس منهجية موحدة جاهزة للتطبيق. بل تحتوي على عناصر مادية وغير مادية على حد سواء، مما يخلق طيفاً من الاختلافات في العملية. وقد وصف تشارلز هايد، رئيس قسم تخصيص الأصول في شركة نيوزيلندا سوبر (NZ Super)، الأمر بأنه "حالة ذهنية" أكثر من كونه سياسة أو عملية. يذكرنا جين بوك، رئيس قسم الاستثمارات في آسيا في شركة WTW، بأن "نهج المحفظة الإجمالية ليس نموذجاً محدداً ذا وجهة واحدة، بل هو مجموعة من الأساليب

نهج المحفظة الإجمالية (Total Portfolio Approach, TPA). جيفري روبن (Geoffrey Rubin)، المدير الإداري الأول وخبير استراتيجيات الصندوق الواحد في CPP Investments والمؤلف المساهم في هذا التقرير، يعرفه على نحو مناسب بأنه "وسيلة موحدة لتقييم المخاطر والعائدات للمحفظة بأكملها".

على مدار أكثر من عقدين من الزمان، كانت مبادئ CAIA هي دفع الصناعة إلى الأمام؛ وبناء الوعي والشفافية للاستراتيجيات التكوينية والتقنيات الحديثة لتخصيص رأس المال والاتجاهات المتطورة مع الحفاظ على اليقظة في حماية مصالح المستثمر. وعلى هذا النحو، نحن نعتقد أن نهج المحفظة الإجمالية يستحق عملية ضخ الأكسجين الذي يمكن أن توفرها قوة الحشد العالمية التي تتمتع بها CAIA لهذه العملية التحويلية.



من الأهمية مكان الإشارة إلى أن نهج المحفظة الإجمالية ليس منهجية موحدة جاهزة للتطبيق. بل تحتوي على عناصر مادية وغير مادية على حد سواء، مما يخلق طيفاً من الاختلافات في العملية

بعد جولة استماع عالمية وأبحاث مكثفة، قمنا بجمع أربعة من رواد الصناعة الذين يقودون الجيل التالي في مجال إنشاء الحافظات لمساعدتنا في سرد هذه القصة:

الكلمة الأخيرة ستكون لجين بوك، عضو مجلس إدارة CAIA، والتي تعكس سنوات من الخبرة كمستشار استراتيجي ومستشار سياسات لعملاء WTW الذين اتبعوا أشكالاً من نهج المحفظة الإجمالية. ويوضح بوك أن نهج المحفظة الإجمالية هي عملية إدارة تغيير في جوهرها، وعلى الرغم من أنها شكل متفوق من أشكال الحوكمة وبناء المحافظ، إلا أنها ليست لضعاف القلوب، وتتطلب قيادة جريئة وذات رؤية. هذه السلسلة المتصلة من الاختلافات تستلزم من الصناديق تجنب النظرة القاصرة للتبني وبدلاً من ذلك تقييم الطابع العملي والفريد لخطة قبل المضي قدماً. في نهاية المطاف، فإن البدء بخطوات صغيرة وتبني التعلم المستمر والقدرة على التكيف، مع الحفاظ على الوحدة حول "السبب" الأصلي، أمر بالغ الأهمية.

نحن واثقون من أن هذا التقرير الثري جاء في الوقت المناسب وأنه غني بالمعلومات وسيفيد القارئ كثيراً، وسيكون بمثابة عامل تحفيز للمهنة بشكل عام.

تقديم إطلاق العنان للابتكار: صعود نهج المحفظة الإجمالية.

التي يمكن تصميمها لتلبية الاحتياجات الفريدة لمالكي الأصول المختلفين، بغض النظر عن حجمها أو تعقيدها. وبالتالي، لا توجد قائمة مرجعية موحدة وليس المقصود من هذه الورقة أن تمثل كتيب تعليمات لطريقة تجميع نهج المحفظة الإجمالية في مؤسستك. وبدلاً من ذلك، طلبنا من كل واحد من قادة الفكر هؤلاء استكشاف أحد الأبعاد الأربعة لنهج المحفظة الإجمالية: الحوكمة وعدسة العوامل والمنافسة على رأس المال والثقافة. نختتم مع شركة WTW، وهي شركة رائدة في حركة نهج المحفظة الإجمالية، لتقديم مخطط عملي لأولئك الذين يفكرون في التحول إلى نهج المحفظة الإجمالية وربما يسعون إلى نقطة انطلاق للتنفيذ.

بن ساميلد، الرئيس التنفيذي للاستثمار في صندوق المستقبل الذي تم تعيينه حديثاً، يبدأ من حيث يجب أن يبدأ كل تغيير: الحوكمة. يقول ساميلد أن الشراكة السليمة مع مجلس الإدارة وهيكلته هي وسيلة لدمج ما أطلق عليه ساميلد اسم "نهج المحفظة المتكاملة" (Joined-up Portfolio Approach) ونظراً لأن مجالس الإدارة التي تمارس نهج المحفظة الإجمالية تعمل على تمكين مكتب الرئيس التنفيذي للاستثمار (CIO) والعاملين الكبار في قسم الاستثمار بشكل أعمق من خلال الإشراف على "ميزانية المخاطر" أو "المحفظة المرجعية" بدلاً من هدف تخصيص الأصول الشامل، فإنها تحررهم لقضاء المزيد من الوقت في مناقشة الأوضاع الحالية وفرص المنافسة دون قيود التسميات أو الدلاء.

يتناول كل من جيفري روبن ودريك ووكر، من فريق الحافظة الإجمالية (Total Portfolio) التابع لـ CPP Investments، نقاط الضعف في تصنيف فئات الأصول في فهم محركات المخاطر والعائدات للمحفظة المتنوعة ويؤيدان عدسة العوامل باعتبارها نهجاً أمثل في سياق نهج المحفظة الإجمالية. يبدأ أساس العدسة متعددة العوامل بتحديد مدى تقبل مخاطر السوق المناسبة قبل تخصيص تلك المخاطر عبر التعرضات التي يعتقدون أنها ستحقق أفضل عائد معدل للمخاطر خلال دورات السوق. ومن الأمور الهامة النظر إلى سبل دمج العوامل الناشئة أو سريعة التطور مثل ارتفاع التضخم الهيكلي وتغير المناخ والمخاطر الجيوسياسية في أطر عوامل نهج المحفظة الإجمالية.

يؤكد هايد من نيوزيلندا سوبر على الهوية والميزة الرئيسية لنهج المحفظة الإجمالية: المنافسة على رأس المال. يتطلب نهج المحفظة الإجمالية في جوهره أن "تكسب كل وحدة من وحدات تخصيص المحفظة مكانها" من خلال الالتزام باستثمار كل دولار هامشي بطريقة مثلى. في حين أن جميع مجتمعات رأس المال يجب أن تلتزم بحواجز حماية مثل السيولة وميزانيات المخاطر وتوفير الموارد، فإن الضوابط الأساسية تهدف إلى ضمان أن تنعكس أفضل الأفكار الاستثمارية في المحفظة في أي وقت. ومع ذلك، فإن الراحة في الصوامع، وتحديات جمع البيانات من أجل المقارنة الشاملة للفرص، والمكافآت غالباً ما تكون رباحاً معاكسة لتحقيق هذه الفوائد بشكل كامل.

بدأت رحلة برنامج نهج المحفظة الإجمالية لجمعية CAIA في أواخر عام 2022 باجتماع قهوة مثمر مع سوي تشيانغ تشيام في مدينة سنغافورة النابضة بالحياة. لذا، من المناسب أن يسلط رئيس سياسة المحفظة الإجمالية والتخصيص في مؤسسة GIC الضوء على البعد الأساسي للثقافة في توظيف نهج المحفظة الإجمالية. تتطلب ثقافة المحفظة الإجمالية من الرئيس التنفيذي للاستثمار رعاية فريق عمل تعاوني ومجموعة من المعايير المبنية على الرشاقة والمدى الطويل؛ وهو ما يطلق عليه "GIC واحدة". يبدأ هذا النموذج المثالي بنمذجة السلوك، ولكنه يتطلب أيضاً إعادة تنظيم هيكل فريق الاستثمار، وتطور المكتب الأوسط والمكتب الخلفي، والسياسات التنظيمية، وأطر التعويضات لمواءمة جميع الأنشطة والحوافز مع المحفظة الإجمالية.

حالة رأس المال العالمي القابل للاستثمار

آرون فيلبك، محلل الاستثمار البديل المعتمد (CAIA)، محلل مالي معتمد (CFA)، مخطط مالي معتمد (CFP®)، شهادة قياس أداء الاستثمار المعتمد (CIPM)، محترف البيانات المالية (FDP) المدير الإداري، رئيس منصة يونيفاي (UNIFI) من CAIA™

لقد كان لدينا توقيت مذهل في كتابة مقالات محورية قبل أحداث السوق غير المسبوقة مباشرة. في عام 2020، نشر تقرير "العقد القادم من الاستثمارات البديلة: من المراهقة إلى المواطنة المسؤولة" (The Next Decade of Alternative Investments: From Adolescence to Responsible Citizenship) في بداية أول جائحة عالمية منذ أكثر من قرن.

والانتقال سريعاً إلى عام 2022، تم إصدار كتاب "محفظة من أجل المستقبل" قبل أن ندخل العام الأكثر تحدياً لمحفظة 60/40 منذ 40 عاماً تقريباً. وهذا يتركنا نتساءل عما سيحدث بعد ذلك.

أظهر نمو الاستثمارات البديلة نمواً متفاوتاً داخل الفئات المختلفة وعبرها. وقد تفوقت الأسواق الخاصة، ولا سيما الأسهم الخاصة والديون الخاصة بشكل كبير على الاستراتيجيات الأخرى، كما هو موضح في الشكل 2. ومع ذلك، فقد أدى انتشار العديد من الاستراتيجيات الفرعية المختلفة إلى تحول العديد من "فئات الأصول" هذه إلى صناعات متنوعة ومعقدة

مشكلة فئات المنتجات

أظهر نمو الاستثمارات البديلة نمواً متفاوتاً داخل الفئات المختلفة وعبرها. وقد تفوقت الأسواق الخاصة، ولا سيما الأسهم الخاصة والديون الخاصة بشكل كبير على الاستراتيجيات الأخرى، كما هو موضح في الشكل 2. ومع ذلك، فقد أدى انتشار العديد من الاستراتيجيات الفرعية المختلفة إلى تحول العديد من "فئات الأصول" هذه إلى صناعات متنوعة ومعقدة

مهما كانت الاضطرابات، تواصل الاستثمارات البديلة تحقيق إمكانات غوها، حيث تمثل 22 تريليون دولار من الأصول المدارة اعتباراً من نهاية عام 2022. بعد التراجعات الكبيرة في أسواق الأسهم العامة والسندات في عام 2022 والنمو المستمر في الأسواق الخاصة، تمثل

السوق العالمية القابلة للاستثمار 2022 (تريليونات الدولارات)

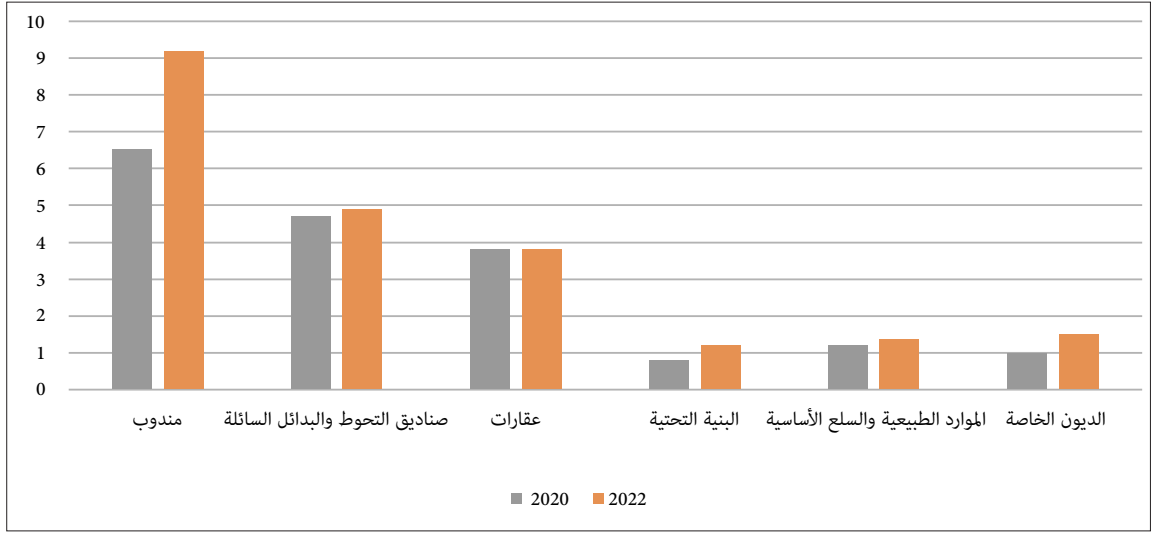
الأصول البديلة	الأصول التقليدية
الأسهم العالمية \$ 9.2	الأسهم العالمية \$ 57.4
صناديق التحوط والبدايل السائلة \$ 4.9	
عقارات \$ 3.8	السندات العالمية \$ 62.5
البنية التحتية \$ 1.2	
الموارد الطبيعية والسلع الأساسية \$ 1.4	أسواق المال \$ 7.0
الديون الخاصة \$ 1.5	
\$ 22.0	TOTAL \$ 126.9
15%	النسبة المئوية للبدايل

الشكل 1: السوق العالمية القابلة للاستثمار اعتباراً من 31 ديسمبر 2022

المصدر: جمعية CAIA، تطبيق مورنينجستار دايركت (Morningstar Direct) بريكن، شركة أبحاث صناديق التحوط (HFR)، البيانات الاقتصادية للاحتياطي الفيدرالي (FRED)، أبحاث جرانف فيو (Grand View Research)

الشكل 2: الاستثمارات البديلة للأصول
المُدارة (Alternative Investments of)
- (Assets Under Management (AUM)
2020 مقابل 2022

المصدر: جمعية CAIA، كتاب "محفظة
من أجل المستقبل
(The Portfolio for the Future")



10 تريليون دولار أمريكي بحلول عام 2024. قريبًا، ستمثل الأسهم الخاصة 50% من جميع الأصول الاستثمارية البديلة المدارة.

حالة تكوين رأس المال والقيمة

إن النمو في الاستثمار في الأسهم الخاصة على مدى العقد الماضي أو نحو ذلك لا ينبغي أن يفاجئ أحدًا بمجرد أن تتاح لك الفرصة للنظر إلى مجموعة الفرص الأوسع نطاقًا. وباستخدام الولايات المتحدة كمثال، فإن 13% فقط من الشركات التي تزيد إيراداتها عن 100 مليون دولار أمريكي هي شركات عامة، أما الـ 87% المتبقية فهي شركات مملوكة للقطاع الخاص. وهذا موضح في الشكل 3.

للغاية، مما جعل ميلنا إلى "الإفراط في الاستثمار" يؤدي إلى نتائج عكسية. إن النقص في التجزئة المفرطة هو أساس هذا التقرير، وكما ستقرأ، فإن التسميات أقل أهمية بكثير من التعرض للمخاطر والعائدات التي تقدمها الاستراتيجية للمحفظة بشكل عام.

ولماذا سنستمر في استخدامها

ومع ذلك، فإن نقطة انطلاقنا مبنية على عقود من الممارسة والإلمام وأي رحلة لإدارة التغيير يجب أن تبدأ من هناك. كما ستكتشف خلال التقرير أن نهج المحفظة الإجمالية هو عملية يجب أن تتطور مع مرور الوقت. لذا، قبل أن نبدأ نقاشًا حول الوجهة التي نتجه إليها، فإنه من المفيد دائمًا أن نفهم وضعنا الحالي.

الاسهم الخاصة: دعوة لكل رؤوس الأموال!

تجاوزت قيمة الأسهم الخاصة (التي تشمل رأس المال المخاطر، وأسهم النمو، وعمليات الاستحواذ بالرافعة المالية) 9 تريليون دولار أمريكي من الأصول المدارة وسوف تتجاوز حاجز

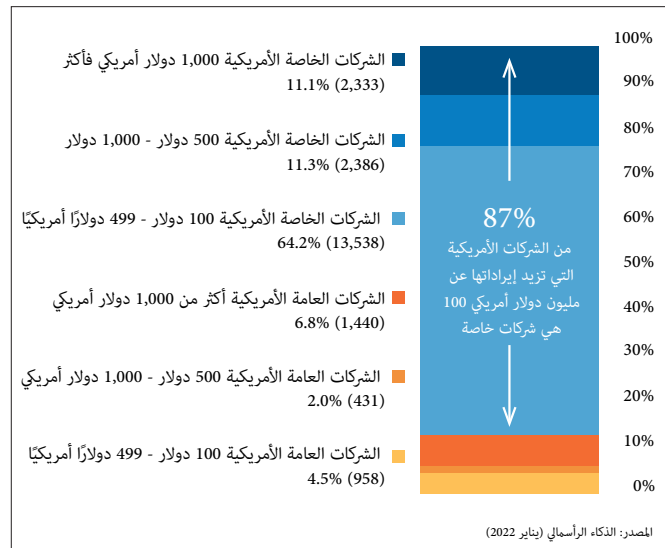
المال لم يعد مجانيًا بعد الآن، تحدّ لعمليات الاستحواذ

لقد استفادت صناعة الاستحواذ بالرافعة المالية الحديثة (The modern leveraged buy-out, LBO) من فترة تزيد عن عقد من الزمان عندما كانت الأموال مجانية، ولم يكن للرافعة المالية تكلفة تذكر على الأرباح النهائية. من المحتمل جدًا أن يؤدي ارتفاع تكاليف خدمة الدين إلى الضغط على شركات المحافظ، لا سيما بالنسبة لمديري LBO في الشركات التي تستخدم رافعة مالية كبيرة.

الأسهم الثانوية محور التركيز الأساسي للمستثمرين

مع استمرار زيادة الطلب على الأسهم الخاصة وانتشار طرق الوصول إليها، أتاح سوق الأسهم الثانوية للعديد من المستثمرين فرصًا لتطوير برامج تنويع الأسهم القديمة بسرعة والتخفيف من المنحنى الحاد المرتبط بهذه الاستراتيجيات. بالإضافة إلى ذلك، أتاح سوق الأسهم الثانوية إمكانية الوصول إلى الشركاء العموميين (GPs) التي قد تكون مغلقة أمام المستثمرين الجدد. في السنوات الأخيرة، كان لأسواق الأسهم الثانوية أيضًا ميزة إضافية تتمثل في تحسين الأداء، كما هو موضح في الشكل 4.

تسارعت وتيرة المعاملات الثانوية في عامي 2021 و2022، لا سيما مع سعي المستثمرين إلى إعادة التوازن إلى محافظهم الاستثمارية من تأثير المقام الذي حدث مع تراجع الأسواق

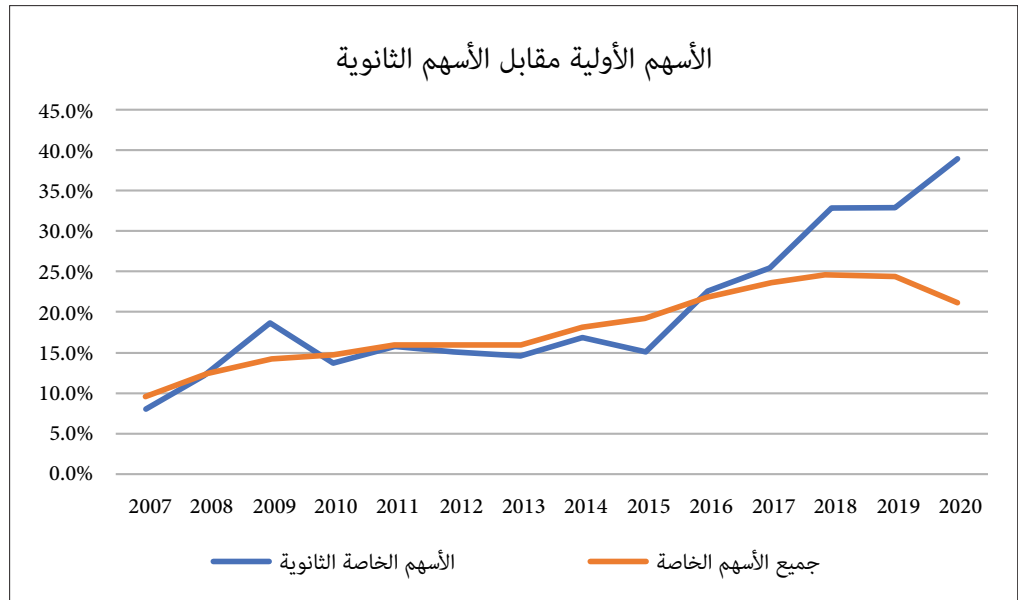


الشكل 3: الشركات الأمريكية - العامة مقابل الخاصة
المصدر: شركة هاميلتون لين (Hamilton Lane)، منصة كابيتال آي كيو (Capital IQ)

الأسهم الأولية مقابل الأسهم الثانوية

الشكل 4: متوسط صافي معدل العائدات الداخلية (IRR) الصافية حسب السنة القدية: الأسهم الثانوية الخاصة مقابل جميع الأسهم الخاصة

المصدر: بريكين، جمعية CAIA



العامة في الوقت الحقيقي وتراجع تقييمات السوق الخاصة.

الفائدة، والتي تكون مصحوبة أيضًا بشكل عام بمجموعة فرص بيتا أكثر تحديدًا.

صناديق التحوط: أشعر بنبض!

لا تزال صناديق التحوط والاستثمارات البديلة السائلة ثابتة عند مستوى 5 تريليون دولار فقط. قبل عشرين عامًا، كان مصطلح "الاستثمارات البديلة" و"صناديق التحوط" مترادفين. في ذلك الوقت، كانت هذه الاستراتيجيات تمثل الحصة الأكبر من إجمالي الأصول المدارة. واليوم، تمثل صناديق التحوط أقل من ربع الأصول المدارة، مع ثبات الأصول بين عامي 2020 و2022.

دفاعًا عن صناديق التحوط

واجهت صناديق التحوط تحديات على مدار الخمسة عشر عامًا الماضية. وصلت أسواق الأسهم العامة إلى مستويات مرتفعة جديدة مع انخفاضات قليلة للغاية وواصلت أسعار الفائدة انخفاضها بعد الأزمة المالية العالمية. لم تستحوذ الاستراتيجيات ذات مخاطر العائدات غير المرتبطة ببعضها البعض، أو التي حققت تراجعًا أقل، أو التي وعدت بعوائد مطلقة أعلى من التضخم على قلوب وعقول المستثمرين خلال هذه الفترة. كما أن مصطلح "صناديق التحوط" قد تم جمعها معًا كما لو كانت فئة أصول وليست وسيلة تستخدمها مجموعة متنوعة من الاستراتيجيات.

انعكاس الاتجاهات

كما ذكرنا في كتاب "محفظة من أجل المستقبل" (2022)، قد يعود التنويع إلى الواجهة، ويبدأ ذلك بتخصيص استراتيجيات معينة لا تتصرف مثل البقية. يمكن للأسواق الخاصة أن توفر التنويع، ولكنها لا تزال تحمل في طياتها بيتا مرتفعة للأسواق العامة. بعد ما يقرب من عشر سنوات تقريبًا دون تراجع كبير في السوق، حققت العقود الآجلة الكلية والمدارة نتائج إيجابية في كل من عامي 2020 و2022 عندما تراجعت أسواق الأسهم. من الناحية التاريخية، كانت عوائد صناديق التحوط أعلى، مع وجود ألفا أفضل، أثناء ارتفاع أسعار

الديون الخاصة: شكرًا لاهتمامك

بين نشر كتاب "محفظة من أجل المستقبل" (2022) وهذا التقرير، تمت الأصول المدارة للديون الخاصة بنسبة 50% من 1.0 تريليون دولار إلى 1.5 تريليون دولار، وهو معدل نمو مذهل في أقل من عامين. على الرغم من أن الديون الخاصة لا تزال تشكل جزءًا صغيرًا من إجمالي صناعة الاستثمارات البديلة، إلا أنها حظيت باهتمام كبير من المؤسسات الاستثمارية والمستثمرين ذوي الأرصدة المالية الضخمة. في الواقع، كانت الديون الخاصة واحدة من أسرع الاستراتيجيات نموًا في هذه الصناعة على مدى السنوات الخمس إلى العشر الماضية.

الحاجة إلى الإقراض الخاص أصبح عالميًا

وقد برزت الديون الخاصة بعد الأزمة المالية العالمية، ولا سيما في الولايات المتحدة الأمريكية، من خلال استراتيجيات الإقراض المباشر التي ملأت الفراغ الذي كان متاحًا للشركات الصغيرة والمتوسطة الحجم. وقد أدى ذلك إلى تحويل الديون الخاصة من مجرد دور ثانوي للشركاء العموميين للأسهم الخاصة إلى فئة أصول مستقلة معتمدة من قبل المؤسسات. لا تزال الولايات المتحدة تستحوذ على النسبة الأكبر من مبلغ 1.5 تريليون دولار، ولكن الفرص تتزايد في مناطق متفرقة حول العالم. ومع ذلك، فإن أوروبا وآسيا لا تزالان في المراحل الأولى - الشركات أصغر حجمًا وأكثر تجزئة وفرص التمويل لا تزال تعتمد على البنوك.

تغيير عرض القيمة

كان أحد عروض القيمة الأساسية للديون الخاصة هو تدفق الدخل الجذاب في بيئة أسعار فائدة معتدلة. خلال معظم عام 2010، أجبر التحفيز النقدي التيسيري في جميع أنحاء العالم أسعار الفائدة على الانخفاض إلى مستويات قياسية منخفضة. في ظل انخفاض أسعار الفائدة، كان المستثمرون على استعداد لنقل محافظهم الاستثمارية إلى خارج منحني المخاطر لتحقيق عائد أعلى، مع تقليل مخاطر المدة من خلال هيكل سعر الفائدة المتغير. واليوم، أصبح



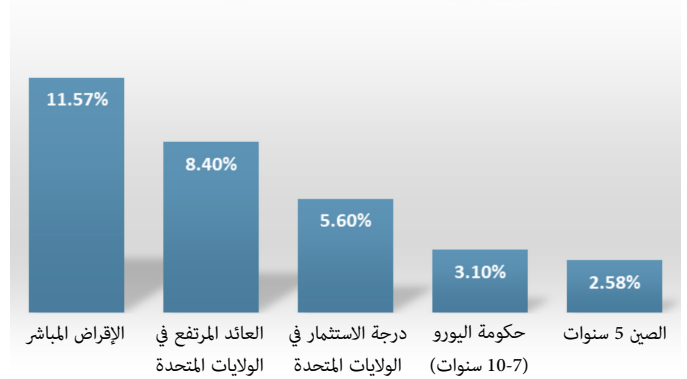
النقد فئة أصول جذابة مرة أخرى. كانت أسواق المال وحسابات التوفير تحقق عائداً يتراوح بين 4-5%، وكان معدل التمويل الليلي المضمون (Secured Overnight Financing Rate) (SOFR) يحقق عائداً يزيد عن 5% في عام 2023.

لا يزال الائتمان الخاص، ولا سيما الإقراض المباشر، يوفر عرض قيمة جذاب من منظور الدخل، كما هو موضح في الشكل 5. ومع ذلك، فإن الفوائد أكثر دقة من كونها تاريخية، ولم تعد هذه اللعبة ذات عائدات. مع دفع القروض الخاصة أكثر من 10% في معظم الاقتصادات المتقدمة، فإنه من المهم أن نتذكر أن أسعار الفائدة المتغيرة هذه، رغم أنها فائدة للمستثمرين، إلا أنها تمثل تكلفة رأس المال للشركات الصغيرة والمتوسطة الحجم.

كما سيخبرك العديد من المستثمرين، من السهل إقراض الأموال... ولكن من الصعب للغاية استعادتها. من المرجح أن نشهد المزيد من التشتت في العوائد داخل هذه الاستراتيجيات، لا سيما بين المديرين القدماء والمديرين الجدد. ستصبح قوة الميزانيات العمومية للشركات وربحياتها وتعهداتها أكثر أهمية من أي وقت مضى مع تزايد حالات التخلف عن السداد حتمًا واستحقاق الأموال.



الإقراض المباشر مقابل عوائد السندات



الشكل 5: الإقراض المباشر مقابل عوائد السندات
المصدر: جي بي مورغان (JP Morgan)، موقع ماركيت ووتش (MarketWatch)



البنية التحتية: العام بحاجة إلى الخاص

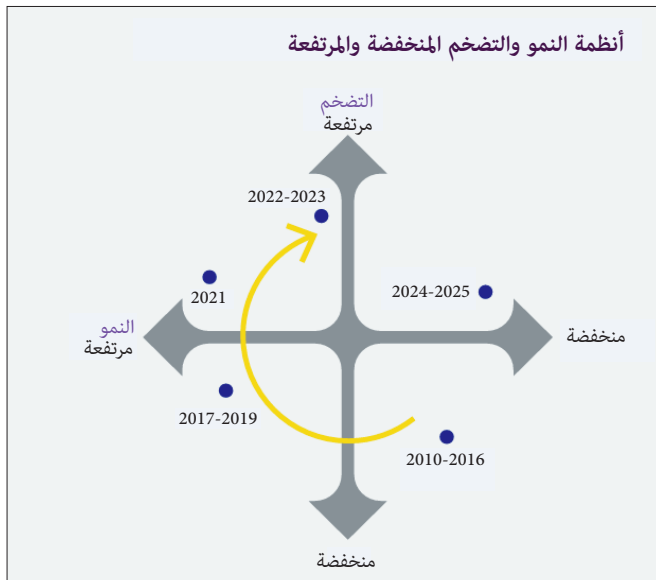
على الرغم من أنها لا تزال تمثل نسبة أقل من الاستثمارات البديلة للأصول المدارة، إلا أن البنية التحتية هي أحد القطاعات التي يجب مراقبتها. في عام 2022، وصلت عمليات جمع التبرعات إلى أعلى مستوياتها على الإطلاق بالنسبة لفئة الأصول، وتتوقع مؤسسة بريكن أن تكون البنية التحتية ثاني أسرع استراتيجيات الأسواق الخاصة نموًا على مدار السنوات الخمس المقبلة.

الأصول الحقيقية: التضخم، والمواقع، والمؤسسات الجديدة

لا تزال الأصول الحقيقية جزءًا مهمًا من المحفظة المتنوعة وتمثل ما يقرب من 6.4 تريليون دولار أمريكي. ومع ذلك، فإن كل قطاع من القطاعات الأساسية للأصول الحقيقية (العقارات، والبنية التحتية، والموارد الطبيعية/السلع الأساسية) له خصائص فريدة من نوعها، وقد مر كل منها بفترات ازدهار وانكماش صغيرة خاصة به على مدى السنوات القليلة الماضية.

خلال الجائحة العالمية، هيمنت العقارات التجارية على عناوين الرئيسية للعديد من المستثمرين. ومع تطبيق العديد من الشركات لسياسة "العودة إلى المكتب"، يبدو أن العناوين الرئيسية حول الزوال الوشيك للعقارات قد هدأت. ومع ذلك، وفقًا لمؤسسة بريكن (Prequin)، لم يتم معظم مالكي الأصول بزيادة أو خفض خطط التزامهم بفئة الأصول، ولكنهم أشاروا إلى أن التقييمات وارتفاع أسعار الفائدة من أهم المخاوف مع تكيف قيم العقارات ومعدلات رأس المال مع الوضع الطبيعي الجديد.

وبالمثل، استفادت السلع والموارد الطبيعية من بيئة تضخمية أعلى خلال عام 2022 وحتى عام 2023. ومع تباطؤ التضخم، تباطأ أيضًا أداء واهتمام المستثمرين باستراتيجيات السلع الأساسية. فوفقًا للبنك الدولي، من المتوقع أن تنخفض أسعار السلع الأساسية بنسبة 21% بحلول عام 2024، وأن تظل ثابتة بعد ذلك، مما قد يشير إلى أن تجارة السلع الأساسية المتضخمة قد أخذت مجراها.



الشكل 6: أنظمة النمو والتضخم المنخفضة والمرتفعة

المصدر: تحليل شركة كوليج كرافز روبرتس (KKR) للاقتصاد الكلي وتخصيص الأصول

بالإضافة إلى الخصائص الاستثمارية للبنية التحتية، يحتاج مجتمعنا ببساطة إلى مزيد من الاستثمار من الحكومات والقطاع الخاص. تم إجراء العديد من الدراسات الهامة خلال العقد الأول من القرن الحادي والعشرين حول حجم الفجوة اللازمة لتمويل البنية التحتية، بما في ذلك ما يلي:

في عام 2016، قُدِّرَت شركة ماكنزي آند كومباني (McKinsey & Company) أن متطلبات الاستثمار العالمي تبلغ 3.3 تريليون دولار سنوياً لمواكبة الناتج المحلي الإجمالي العالمي (GDP).

في عام 2017، قدر المركز العالمي للبنية التحتية (Global Infrastructure Hub) أن العالم سيحتاج إلى استثمار 94 تريليون دولار في البنية التحتية لدعم النمو الاقتصادي العالمي والتنمية.

في عام 2023، سيتم أكثر من مليار شخص على بُعد كيلومتريْن أو أكثر من الطريق، ويفتقر 675 مليون شخص إلى الكهرباء في منازلهم، ويعيش 450 مليون شخص بعيداً عن متناول إشارة الإنترنت واسع النطاق. في العام الماضي فقط، قدر المركز العالمي للبنية التحتية أن حجم الاستثمارات السنوية التي تحتاجها دول مجموعة العشرين (G20) ارتفع من 0.7 تريليون دولار إلى 3.0 تريليون دولار بن عامي 2017 و2022.

مع دخولنا في نظام جديد محتمل لأسواق رأس المال والسياسة النقدية والنشاط الاقتصادي، أصبح دور التنوع أكثر أهمية. وكما هو موضح في الشكل 6، من المحتمل أن ندخل فترة

[illegible]

الشكل 7: الارتباطات بين السوقيين العام والخاص، 2008 - 2023
المصدر: شركة جي بي مورجان لإدارة الأصول، جمعية CAIA

نهج المحفظة الإجمالية:

مقدمة

ستيفن نوكافيتش، محلل الاستثمار البديل المعتمد (CAIA)، محلل مالي معتمد (CFA)
المدير الإداري للمناهج الدراسية، جمعية CAIA

كريستي هاملتون

مدير المحتوى والأبحاث، جمعية CAIA

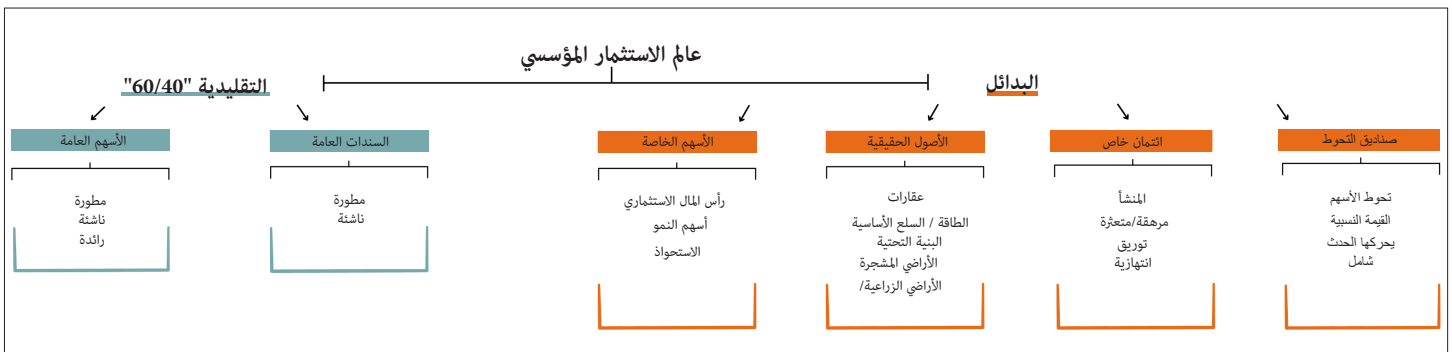
عصر نموذج الوقف

يتضمن الآن عالم الاستثمار العالمي، الذي تم تحديده بالتفصيل في القسم السابق، مجموعة واسعة من الاستراتيجيات التي توصف عادةً بأنها فئات أصول (أو مجموعات فئات أصول). تشير البيانات التاريخية إلى أن كل واحدة من هذه الاستراتيجيات تُعد إضافة إلى المحفظة الاستثمارية، ولكن يتعين على المستثمرين تحديد أولوياتهم ومقدار ما يخصصونه لكل منها.

ولحل هذه المعضلة، يطبق نموذج الوقف عادةً نموذج ماركويتز "متوسط التباين الأمثل" (Markowitz's Mean-Variance Optimisation, MVO) لتحديد التوزيع الاستراتيجي الأمثل للأصول على طول حدود فعالة مقيدة. لتغذية نموذج MVO والتأثير عليه، يجب على

على الرغم من وجوده لأكثر من 50 عامًا، إلا أن العقود القليلة الماضية كانت حقبة يسيطر عليها نموذج الوقف. كان إطار الاستثمار الذي يركز على تخصيص الأصول وزيادة استخدام البدائل لتنوع محفظة "60/40 البسيطة" شائعًا على يد الرئيس التنفيذي للاستثمار في جامعة ييل، ديفيد سوينسن، الذي قضى فترة طويلة في منصبه. وفي حين استفاد المستثمر المؤسسي العادي من تبني هذا النموذج، إلا أن مشهد السوق دفع العديد من الفرق إلى تعديل - أو في بعض الحالات دفعتهم إلى أن يقلبوا رأسًا على عقب - عملية الاستثمار الخاصة بهم لتناسب بشكل أفضل مع برامجهم الفريدة.

فئات الأصول ذات الجودة المؤسسية والاستراتيجيات الفرعية



المصدر: ستيفن نوكافيتش، المدير الإداري للمناهج الدراسية، جمعية CAIA

فريق الاستثمار (المنظم تاريخيًا حسب فئة الأصول) أن يولد توقعات سوق رأس المال طويلة الأجل لكل فئة من فئات الأصول.

في حين أن بزوغ فجر نموذج الوقف وسَّع عالم إمكانيات الاستثمار، إلا أنه بدأ أيضًا في كشف بعض نقاط الضعف والقصور في خطوات تخصيص الأصول التقليدية هذه. على سبيل المثال، كيف يمكنك إنشاء توقعات واقعية لشيء واسع النطاق مثل صناديق التحوط التي لا تمثل فئة أصول، بل هي هيكل قانوني وصناعة معقدة؟ وكيف تقوم بتعيين الاستثمارات التي لا تندرج بشكل واضح في أي من هذه الدلاء، على سبيل المثال، هل تنتمي الديون العقارية إلى دلو العقارات أو الديون الخاصة أو صندوق التحوط (إذا كان يستخدم هذه الأداة القانونية)؟

بالإضافة إلى ذلك، من خلال التنظيم الصارم حسب فئات الأصول، قد تخلق المؤسسة إحساسًا زائفًا بالتنوع، في حين أن التعرض داخل فئات الأصول قد يكون متشابهًا تمامًا عن غير قصد. على سبيل المثال، قد تتضمن محفظة الأسهم الخاصة استثمارات في صناديق الاستحواذ للشركات المتعثرة في حين أن محفظة صناديق التحوط قد تتضمن استراتيجيات متعثرة، وقد تتضمن محفظة الديون الخاصة استراتيجيات الديون مقابل السيطرة. ظاهريًا، يجب أن يكون هناك ارتباطات منخفضة بين صناديق الاستحواذ والديون الخاصة وصناديق التحوط مع بعضها البعض، ولكن إذا تم بناء المحافظ الاستثمارية على النحو الموصوف، فقد تظهر في الواقع ارتباطات عالية بناءً على تعرضها لمخاطر ومحرركات اقتصادية مماثلة، وهو ما قد يكون ضارًا بشكل خاص إذا كان أداء الاستراتيجيات المتعثرة ضعيفًا. من خلال إنشاء محفظة من القاعدة إلى القمة على مستوى فئة الأصول والاعتماد على هذه العملية لتكون كافية لضمان التنوع، قد يتجاهل المستثمرون التعرضات الحقيقية الموجودة في محافظهم. أخيرًا، تميل النظرة العالمية لفئة الأصول إلى أن تؤدي إلى أن يعمل كل فريق من فئات الأصول

بشكل مستقل، مع التركيز على إدارة حصته من رأس المال مع وجود سياق محدود للتأثير على إجمالي المحفظة. فغالبًا ما تكون الدوافع وهيكل التعويضات ومواءمة المصالح غير متطابقة عندما تكون هذه الفرق لا تزال مهياة في المقام الأول للتركيز على أداء "ممتلكاتها" مقابل معيار ضيق.

وصول نهج المحفظة الإجمالية

دخل نهج المحفظة الإجمالية لأول مرة عالم الاستثمار المؤسسي في منتصف العقد الأول من القرن الحادي والعشرين في كندا وآسيا. على الرغم من أن طريقة بناء المحفظة هذه ليست واضحة المعالم مثل نموذج الوقف، إلا أن هناك العديد من الفلسفات الواضحة التي تميز نهج المحفظة الإجمالية عن الطرق الأخرى وتحاول حل نقاط الضعف الموصوفة.

والأهم من ذلك، من خلال الابتعاد عن تصنيف فئات الأصول التقليدية، تركز المؤسسة التي تستخدم نهج المحفظة الإجمالية بدلاً من ذلك على العوامل/التعرضات الأكثر أهمية بالنسبة لخططها فيما يتعلق بالمخاطر والعائدات. بالنسبة لمعظم الشركات، يقتصر ذلك على التعرض للأسهم والدخل الثابت إلى جانب عدم السيولة. يمكن بعد ذلك تحديد تعرض كل استثمار لهذه العوامل، مما يسمح بتعيين أكثر وضوحًا لكل استثمار لميزانية مخاطر أو محفظة مرجعية (على سبيل المثال، 70% أسهم / 30% دخل ثابت). لم تعد المؤسسة معرضة لخطر الرهانات غير المقصودة أو التعرضات المكررة. على سبيل المثال، قد يُنظر إلى الاستثمار في الأسهم في صندوق عقاري تجاري على أنه يساهم بنسبة 50% في التعرض للأسهم و50% في التعرض للدخل الثابت.

وعلاوة على ذلك، ومن أجل تنفيذ نهج المحفظة الإجمالية بنجاح، تتبنى العديد من المؤسسات هيكل حوكمة تقوم فيه مجالس الإدارة (أو لجان الاستثمار) بتفويض الكثير

التخصيص الاستراتيجي للأصول (SAA) مقابل نهج المحفظة الإجمالية (TPA)

التخصيص الاستراتيجي للأصول			نهج المحفظة الإجمالية		
الأداء المقيم مقابل			المعايير		
يقاس النجاح من خلال :			القيمة المضافة النسبية		
فرص الاستثمار التي يحددها :			فئات الأصول		
التنوع بشكل أساسي من خلال :			فئات الأصول		
تخصيص الأصول يحدده :			عملية تتمحور حول مجلس الإدارة		
الحافظة المنفذة من قبل :			فرق متعددة تتنافس على رأس المال		
			أهداف الصندوق		
			إجمالي عائد الصندوق		
			المساهمة في النتيجة الإجمالية للمحفظة		
			عوامل الخطر		
			عملية تتمحور حول مجلس الإدارة		
			الرئيس التنفيذي للاستثمار		
			فرق واحد يتعاون معًا		

المصدر: معهد التفكير المستقبلي



على الرغم من هذه الاختلافات، فإننا نعتقد أن هناك أربعة أبعاد أساسية لنهج المحفظة الإجمالية موجودة بشكل ما في كل مؤسسة. لمساعدتنا في التغلب على هذا التعقيد، قمنا بعرض أربعة من كبار مالكي الأصول الذين طبقوا النموذج لمشاركة وجهة نظرهم وخبرتهم في كل من هذه المجالات.

المجال والمساهمون فيه هم:

1. هيكل تمكين الحوكمة من قبل صندوق المستقبل.

2. الاستثمار من خلال عدسة العوامل من قبل CPP Investments.

3. المنافسة على رأس المال عقلية سوبر نيوزيلندا.

4. ثقافة المحفظة الواحدة من GIC.

مع تحديد الأبعاد الرئيسية، يقدم جين بوك، رئيس قسم الاستثمارات في آسيا في شركة WTW، وهي شركة رائدة في حركة نهج المحفظة الإجمالية، مخططاً عملياً لأولئك الذين يفكرون في التحول إلى نهج المحفظة الإجمالية ويتساءلون من أين يبدأوا.

من سلطة اتخاذ القرار إلى الرئيس التنفيذي للاستثمار وفريق الاستثمار. وبذلك، يتيح ذلك للفريق القدرة على أن يكون ذكياً وينفذ تغييرات ذات مغزى في المحفظة في فترات زمنية أقصر.

ونتيجة لذلك، يسمح نهج المحفظة الإجمالية بالانتهازية؛ أي الاستثمار بعقلية ما هو أفضل استثمار في الوقت الحالي، مع الحفاظ على الولاء لميزانية مخاطر المحفظة. إن هذا التركيز الدؤوب على تبرير كل دولار هامشي من رأس المال المخصص مقابل جميع الخيارات الأخرى هو ما يميزه عن غيره من النماذج الأخرى.

ومع ذلك، يختلف التنفيذ والتطبيق الدقيق لنهج المحفظة الإجمالية من مؤسسة إلى أخرى. أثناء القراءة، سوف تكتشف أن نهج المحفظة الإجمالية ليس إلزامياً مثل نماذج الاستثمار الأخرى مثل نموذج الوقف أو نموذج الترويج (Norway Model) أو نموذج القيقب (Maple Model). هناك اختلافات وممارسات ملحوظة بين عدد قليل من المستثمرين الذين استخدموا نهج المحفظة الإجمالية، سواء في التصميم أو الإدارة، أو في الثقافة ونموذج الحوكمة الذي يسهل برنامجهم الكلي

الحوكمة

بن ساميلد

الرئيس التنفيذي للاستثمار، صندوق المستقبل

بالنسبة إلى مالكي الأصول الذين يسعون إلى استثمار محفظة باستخدام نهج المحفظة الإجمالية (TPA)، أو ما نسميه في صندوق المستقبل نهج المحفظة الشاملة المتكاملة، قد يبدو الأمر أحياناً مثل أسطورة سيزيف (Sisyphus) وهو يدحرج تلك الصخرة إلى أعلى التل لتتدحرج إلى أسفل وتكرر العملية.

إن عدم وجود تخصيص استراتيجي للأصول يعني أن المستثمرين في المحفظة الشاملة المتكاملة يجب أن يسألوا أنفسهم يومياً ما إذا كانت تركيبة المحفظة الحالية هي الأفضل لتلبية احتياجاتهم في المستقبل، بالنظر إلى الاحتمالات المخفضة لبيئات الاستثمار المستقبلية.

سياق صندوق المستقبل

عند تأسيسه في عام 2006، أتيحت الفرصة لصندوق المستقبل صندوق الثروة السيادية الأسترالي لبناء حوكمة وثقافة وفلسفة مالك الأصول من الصفر. وبذلك، قرر المؤسسون اتباع نهج المحفظة الشاملة المتكاملة كوسيلة لتحقيق هدفها المتمثل في تحقيق عائد التضخم زائد العائد على المدى الطويل.

”

هيكل الحوكمة الطريق لدمج نهج المحفظة الشاملة المتكاملة.





في القرارات (بدلاً من القرارات التي يتخذها فريق الاستثمار الذي يعمل كوكلاء للمجلس بموجب تفويض).

يقرّ نموذج الحوكمة هذا بأن مجلس الإدارة هو المالك للمحفظة وشريك مع الوكالة في تحقيق أهدافها. ولهذا السبب، يتطلب نهج المحفظة الشاملة المتكاملة بأكملها قضاء قدر كبير من وقت مجلس الإدارة في الاجتماعات لمناقشة حالة العالم والموقع الحالي للمحافظ والجاذبية النسبية للفرص المختلفة.

التحسين على حساب الكفاءة

تم تصميم كل عنصر من عناصر نهج المحفظة الشاملة المتكاملة لكي يقوم بتحسين المحفظة الإجمالية - بدلاً من التركيز على كفاءة العمليات أو كفاءة الأفراد في العملية. يمكن أن تكون عملية متطلبة بالنسبة للأفراد المعنيين لأنها تتطلب تبادلاً مستمراً للمعلومات ومشاركة الرؤى.

وقد كان الدافع وراء ذلك هو الرغبة في تحسين النهج التقليدي لمجلس إدارة يحدد التوزيع الاستراتيجي للأصول وتفويض تنفيذ ذلك إلى الإدارة، مع ما يرتبط بذلك من مخاطر نسيان الهدف. ما ظهر هو نموذج يتضمن مشاركة كل من مجلس الإدارة والإدارة في حوار مستمر حول كيفية تحقيق العائد المستهدف.

مجلس الإدارة والوكالة

إذن، ما هو المهم لتحقيق النجاح في تقديم استثمار المحفظة الشاملة المتكاملة بنجاح؟ مجلس إدارة ومحترفو الاستثمار الذين يشتركون بشكل جماعي في الاستثمار بعقلية المحفظة الكاملة؛ والبيانات والرؤى التي تتيح منظوراً مستنيراً للمحفظة الكاملة؛ ومشاركة المعرفة داخل فريق الاستثمار؛ والثقة والتعاطف المهني وثقافة التعاون لتحقيق التكامل. إن هيكل الحوكمة هو الوسيلة لدمج نهج المحفظة الشاملة المتكاملة.

كما يتم دعم نهج المحفظة الشاملة المتكاملة من خلال علاقة قوية وموثوقة بين مجلس الإدارة وموظفي الاستثمار حيث يكون مجلس الإدارة "شركاء" في عملية الاستثمار وشركاء

مميزات اتباع نهج المحفظة الشاملة المتكاملة

على فريق القطاع في المؤسسة التي تتبع نهج التخصيص الاستراتيجي للأصول العمل على توظيف ميزانية سنوية لفئة أصول محددة وتحقيق التنوع الأمثل عبر فئة الأصول تلك. ويؤدي ذلك إلى خطر الإفراط في التنوع على مستوى المحفظة ويقلل من فرصة تعظيم العوائد من أفضل الأفكار في جميع فئات الأصول.

ولكن في نهج المحفظة الشاملة المتكاملة، يتم تحقيق التنوع عبر المحفظة من خلال البحث عن أفضل تعبير عن خاصية معينة مثل التعرض المكافئ للأسهم (EEE) أو العملة أو المخاطر أو العائد المتوقع. يتم تقييم البحث من القمة إلى القاعدة ومن القاعدة إلى القمة مقابل استراتيجية المحفظة للعثور على أفضل طريقة للتعبير عن الهدف الاستثماري. تتعرض فئات الأصول والفرق التي تديرها في منافسة مستمرة على أفضل الأفكار.

يجب أن تكون أي فرصة - بغض النظر عن حجمها، أو فئة الأصول أو هيكلها أو موقعها - متكافئة مع هيكل المحفظة بأكمله مقارنة بالفرص الأخرى وإمكانات الكشف والتعرض الحالية. على سبيل المثال، يمكن اعتبار الاستثمار الكبير في البنية التحتية المباشرة على أنه فرصة جيدة قائمة بذاتها وطريقة جيدة لإدارة ارتفاع التضخم وارتفاع أسعار الفائدة. ولكن الفرصة ستتنافس مع استراتيجية صناديق التحوط الكلية؛ وعقود مشتقات التضخم، ومؤشرات السلع و سلال الأسهم، بالإضافة إلى سلال العملات الأجنبية وسندات الدين ذات السعر المتغير. هذا التحليل المقارن صعب، ولكنه يجبر المستثمرين على التفكير عالميًا والتعلم من بعضهم البعض وتنمية حس الفضول والتميز.

المحفظة الشاملة المتكاملة في الممارسة العملية

نظرًا لأن المحفظة الشاملة المتكاملة هي في الأساس أشخاص يؤثرون على بعضهم البعض، فإن تفويض الاستثمار يعمل بشكل مختلف مع نهج التخصيص الاستراتيجي للأصول. في حين أن فرق الاستثمار قد تتمتع بحرية نسبية في متابعة فرصة استثمارية وتطويرها، إلا أنها تحتاج إلى القيام بذلك مع فهم كافٍ لما هو مناسب في سياق المحفظة بأكملها وأن تكون مستعدة لتغيير حجم الفرصة على نطاق لا يكون مريحاً في تحسين المحفظة الفرعية. نظرًا لعدم تقسيم الهدف الاستثماري إلى محافظ قطاعية متعددة أصغر، فإن مجلس الإدارة سيكون، بالضرورة،





الدروس الرئيسية

- مكن موظفي الاستثمار في اتخاذ القرارات الاستثمارية وتخصيص الأصول.
- حدد بوضوح الهدف الإجمالي للمحفظة وميزانية المخاطر والمحفظة المرجعية.
- حدد أي معوقات للصندوق: عدم السيولة، والحد الأقصى لحجم الاستثمار، والموارد، وما إلى ذلك.

أكثر انخراطاً في قرارات الاستثمار مما هو عليه الحال عند تطبيق نهج التخصيص الاستراتيجي للأصول.

الخلاصة

يُعد نهج المحفظة الشاملة المتكاملة نهجاً غير شائع نسبياً لإدارة محفظة أصول على نطاق واسع، إضافة إلى ضرورة بذل جهودٍ إضافية، ويتطلب موافقة الجميع في المؤسسة وتعزيزاً مستمراً من خلال هياكل الحوكمة. مما يعني تتضخم التحديات التي يواجهها هذا النهج مع نمو المنظمة. كما يؤدي عندئذٍ في صندوق المستقبل إلى توجيه الصندوق بعيداً عن الانتشار الجغرافي مثل المكاتب الخارجية بسبب صعوبة الحفاظ على التفاعل المستمر عبر المناطق الزمنية. كما أنه يفضل إدارة الاستثمار بالاستعانة بمصادر خارجية للحفاظ على حجم الفريق بحجم يسمح بالتفاعل المتكرر مع الفرق الأخرى والشعور بالترابط مع المحفظة بأكملها. وعلى الرغم من أن هذا الأمر يرهق الأفراد المعنيين في بعض الأحيان، إلا أن تجربتي هي أنه مجزٍ للغاية ويجلب لي البهجة في عملي حيث نجتمع معاً كفريق واحد لمناقشة ما يحدث في العالم ونسعى لبناء أفضل محفظة لتلبية المتطلبات اللازمة للمضي قدماً نحو المستقبل.



عدسة العوامل

ديريك ووكر

المدير الإداري، رئيس قسم تصميم وإنشاء
المحافظ الاستثمارية، في CPP INVESTMENTS

جيفري روبين

مدير إداري أول، وخبير استراتيجيات الصندوق الواحد في
CPP INVESTMENTS

مخاطر السوق المستهدفة بدقة أكبر.

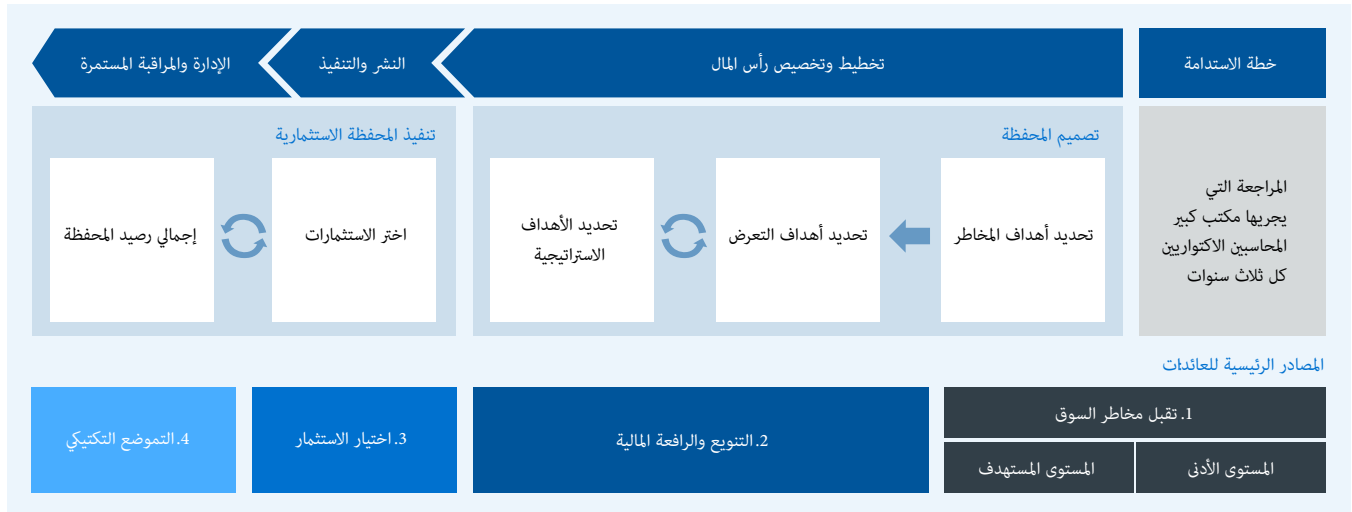
يستخدم المستثمرون المختلفون "أنظمة اعتقاد" مختلفة لفهم مصادر عوائد السوق ومخاطره. يأخذ مجلس CPP Investments في الاعتبار عوامل العائدات والمخاطر مثل النمو الاقتصادي وأسعار الفائدة وفروق أسعار الفائدة والائتمان التي نعتقد أن الأسواق تعوضها على المدى الطويل. يتم تقييم جميع الاستثمارات في محافظتنا من خلال هذا المنظور. على سبيل المثال، نحن نعتبر الأسهم الخاصة تعرضاً "عالي الكثافة" للنمو الاقتصادي. هذا على النقيض من المناهج التي تأخذ في الاعتبار العوامل التي تمثل تأثيرات الاقتصاد الكلي مباشرةً أو تركز على عوامل نمط فاما-فرنسا (Fama-French) مثل القيمة والحجم.

في حالة وجود محفظة معقدة متعددة فئات الأصول، تتيح لنا مجموعة العوامل المقتصدية تحديد الموقع العام للمحفظة وتساعد على التخفيف من "لعنة الأبعاد" التي تصيب مناهج التحسين المفرطة في التفصيل. كما أن مجموعة العوامل المقتصدية تُضيء وضوحاً على محركات المخاطر والعائدات الأساسية للمحفظة.

لماذا الاستثمار في العوامل؟

يُعد نهج المحفظة الإجمالية (TPA) أمراً بالغ الأهمية لكيفية مساهمتنا نحن في CPP Investments في استدامة خطة التقاعد الكندية. نحن نعتقد أن التنوع هو أقوى أداة للتحكم في المخاطر والتأثير على العوائد: يمكن تحسين العائد طويل الأجل لكل وحدة من إجمالي المخاطر، وقوة النتائج في ظروف السوق المعاكسة بشكل كبير من خلال تنويع جيد البنية يشمل أبعاداً متعددة. يكمن في صميم نهج المحفظة الإجمالية الخاص بنا الإيمان بأهمية النظر إلى الأصول من خلال عدسة العوامل لتحقيق محفظة متنوعة بشكل جيد.

نحن نعتقد أن عدسة العوامل مطلوبة لأن تصنيفات فئات الأصول العامة مثل "الأسهم" أو "العقارات" لا تعكس بشكل كافٍ العوامل الأساسية التي تؤثر على مخاطر الاستثمارات وعوائدها. وبناءً على ذلك، نقوم بتحليل العوامل الأساسية والأكثر استقلالية للعائدات والمخاطر التي تكمن وراء كل استراتيجية استثمارية. ومع التسليح بهذا الفهم، يمكننا تحقيق مزيجنا المفضل من التعرض للعوامل المصممة لزيادة العوائد إلى أقصى حد عند مستوى



تطبيق عامل الاستثمار في

سياق المحفظة الإجمالية

إن إطار عمل استثمارات المحفظة الإجمالية (TPIF) في CPP Investments هو تجسيد لنهج المحفظة الإجمالية الذي نتبعه، والذي يعكس النطاق الكامل لنشاطنا الاستثماري، بدءًا من كيفية تقييمنا لاستدامة الخطة إلى كيفية إدارتنا للمحفظة على أساس يومي. تركز هذه المكونات على رؤية العوامل التي نستخدمها في المحفظة. على مستوى عالٍ، يتألف إطار عمل TPIF من المكونات التالية:

تحديد أهداف المخاطر

يتمثل أساس استراتيجية الاستثمار لأي محفظة استثمارية في تحديد مدى تقبل مخاطر السوق بشكل حكيم ومناسب. نبدأ عملياتنا بتقدير مستوى مخاطر السوق الذي يحسن من مساهمة CPP Investments في استدامة خطة التقاعد الكندية على المدى الطويل. بعد كل مراجعة كل ثلاث سنوات يجريها مكتب كبير المحاسبين الاكتواريين (Office of the Chief Actuary, OCA) في كندا، نستخدم المعلومات الواردة في التقرير الاكتواري لمكتب OCA إلى جانب توقعاتنا الداخلية للمخاطر والعائدات لتقدير مستوى مخاطر السوق والتعبير عنها.

تحديد أهداف التعرض

كما ناقشنا سابقًا، قمنا بتحديد العديد من العوامل الرئيسية للعائدات والمخاطر التي تعتبر مستقلة نسبيًا عن بعضها البعض ولكنها تكمن وراء عوائد العديد من أنواع الاستثمارات. بمجرد أن نحدد المستوى المستهدف لمخاطر السوق، تتضمن الخطوة التالية في إطار عملنا تحديد مزيج من التعرض لهذه العوامل التي تزيد من العائد المعدل حسب المخاطر على المدى الطويل، وتكون قوية في بيئات الاقتصاد الكلي المختلفة.

تحديد الأهداف الاستراتيجية

بمجرد تحديدنا للتعرض للعوامل العامة التي نرغب في استهدافها، يجب أن نترجمها إلى لبنات البناء الفعلية لمحفظتنا، أي مجموعة استراتيجيات الاستثمار الخاصة بنا. ولتحقيق هذه الغاية، نقوم بنمذجة استراتيجياتنا الاستثمارية وتخطيطها على مجموعة العوامل الخاصة بنا، ثم يتم استخدام هذه التمثيلات بشكل متسق في جميع أنحاء TPIF. على سبيل المثال، فإن الأصول الحقيقية مثل العقارات واستثمارات البنية التحتية لها تعرض مشترك لكل من النمو الاقتصادي وأسعار الفائدة على حد سواء، بالإضافة إلى سماتها الخاصة. قد تبدو الاستثمارات الخاصة والعامة متشابهة من حيث الجوهر، ولكن ملف السيولة الخاص بها يختلف اختلافًا جوهريًا، حيث تختلف عادةً مستويات الرافعة المالية الداخلية أو مستويات الديون. تحمل سندات الدين مجموعة واسعة من الآجال ومخاطر الائتمان. تتنوع الأسهم من حيث التعرض الجغرافي والقطاعي والرافعة المالية. تجسد نمذجتنا هذه الخصائص المتنوعة.

في هذه المرحلة من العملية، ندرك أيضًا المخاطر والعوائد الإضافية المتوقعة للإدارة النشطة. والنتيجة هي محفظة من استراتيجيات الاستثمار التي توفر أفضل محفظة عند مستوى المخاطر المستهدف والذي يأخذ في الاعتبار تقديم عوامل التعرض في استراتيجياتنا الاستثمارية، ومساهمتها الإضافية في العائدات بسبب الإدارة النشطة، والقيود التنظيمية والتفضيلات المتعلقة بالرافعة المالية والسيولة.

تنفيذ المحفظة الاستثمارية: المحفظة المتوازنة واختيار الأوراق المالية

تجمع الخطوات الأخيرة في إطار عملنا بين التخصيص الاستراتيجي والإدارة اليومية للمحفظة. باستخدام عدسة العوامل الخاصة بنا، يمكننا تحليل كيفية تأثير الاستثمارات أو عمليات تصفية الاستثمارات الجديدة الرئيسية على فرص كشف أو تعرض المحفظة الإجمالية. مع



التعقيد: وضع نماذج لعوامل التعرض للأصول مهمة معقدة. يتطلب تطوير مجموعة متسقة من النماذج عبر فئات أصول مختلفة للغاية.

خطأ في النموذج: باعتبارها تبسيطات للواقع تهدف إلى التقاط جوهر محركات العائد والمخاطر للأصل أو المحفظة الاستثمارية، يجب توخي الحذر لضمان أن تكون النماذج قوية في مواجهة الأخطاء وتغير العلاقات الاقتصادية الكلية. يعد اختبار الإجهاد وتحليل السيناريوهات أدوات مفيدة في هذا الصدد.

الأصول الخاصة: استخدام العوامل لنمذجة الأصول الخاصة يمثل مجموعة متميزة من التحديات. هناك تقنيات مختلفة لمعالجة الطبيعة المتأخرة والسلسلة لعوائد الأصول الخاصة، ولكل منها مجموعة متميزة من المقايضات أو المبادلات.

القيود المفروضة على دقة النمذجة ومتانتها: على أساس مسبق سيكون للعديد من المحافظ المتنوعة المختلفة ذات التنوع الجيد خصائص متشابهة من حيث المخاطر والعوائد. ومع ذلك، على أساس النتائج اللاحقة، قد يكون لهذه المحافظ عوائد متحققة مختلفة للغاية. هناك حاجة إلى المزيد من الاستدلال والحكم بالإضافة إلى التحليل القائم على العوامل لتحديد المحفظة الأنسب لحل الهدف.

تغير الأسواق وأسعار الأوراق المالية، نستخدم حيازاتنا السلبية من الأوراق المالية في السوق العامة لإعادة التوازن إلى محافظنا الاستثمارية ونسعى إلى تجنب التعرض غير المقصود للعوامل والمخاطر.

التعرض للعمليات الأجنبية

في استراتيجية TPIF الخاص بنا، نقوم بفصل إدارة التعرض للعملات الأجنبية عن إدارة الأصول الأساسية. يسمح لنا هذا الفصل باستهداف محركات العائد والمخاطر المتميزة للعملات.

ويدرك نهجنا أنه بالنسبة للمستثمر الكندي العالمي، يميل التحوط من عوائد الأسهم الأجنبية إلى زيادة التقلبات الإجمالية للعائدات بدلاً من تقليلها.

التحديات

في حين أننا نعتقد أن استراتيجية TPIF التي نتبعها والعوامل التي نقوم عليها ستؤدي إلى تحقيق عوائد استثمارية أفضل، فإن النهج القائم على العوامل يجلب تحديات إضافية تتجاوز النهج التقليدي القائم على فئة الأصول بما في ذلك:



مشكلة "تفاهة المعايير المرجعية": قد يقرر المستثمر المعتمد على العوامل أن هناك طرقًا متعددة صالحة بنفس القدر لتقديم المحفظة (على سبيل المثال، أوزان مختلفة للأوراق المالية أو البصمة الجغرافية). إن فرض معيار مرجعي يقلل من درجات الحرية هذه من خلال معاقبة الانحرافات عن المعيار المرجعي ويشجع على "التمسك بالمعيار المرجعي".

الإسناد: يعد الإسناد القائم على العوامل أداة فعالة للتفسير اللاحق لأداء المحافظ الاستثمارية. إلا أنها قد تكون أقل بديهية بالنسبة لأصحاب المصلحة وقد تتطلب الترجمة إلى وجهة نظر قائمة على الأصول، مما قد يؤدي بدوره إلى فقدان المعلومات.

على الرغم من هذه التحديات، فإننا نعتقد أن النهج القائم على العوامل، عندما يتم تطبيقه بشكل مدروس، يوفر شفافية أكبر لمحرركات المحفظة الأساسية وأدوات أكثر فعالية لإدارة المحفظة.

”

نحن نعتقد أن النهج القائم على العوامل، عندما يتم تطبيقه بشكل مدروس، يوفر شفافية أكبر لمحرركات المحفظة الأساسية وأدوات أكثر فعالية لإدارة المحفظة.

الاتجاهات المستقبلية

التضخم والنمو المختلفة.

التغير المناخي: يُعد دمج تغير المناخ في تخصيص الأصول مجالاً ناشئاً ويتطلب نهجاً متعدد الأوجه. على هذا النحو، نواصل تطوير قدراتنا لتقييم مخاطر تغير المناخ والتعرض له على مستوى الصندوق بالكامل، وتحسين أدواتنا الحالية وتوسيع مجموعة أدواتنا. على سبيل المثال، في عملية تخصيص رأس المال لدينا، نقوم بإجراء تحليل سيناريوهات حول حساسية العوائد وخيارات تخصيص رأس المال لدينا لمسارات تغير المناخ المختلفة. يتم أيضًا إجراء المزيد من تحليل السيناريوهات المصممة خصيصًا كجزء لا يتجزأ من عمليات العناية الواجبة للاستثمار وإدارة المخاطر.

المخاطر الجيوسياسية: نظرًا لأن عالمنا أصبحت طبيعته أكثر تعددًا للأقطاب، فإن المخاطر الجيوسياسية هي عامل متزايد الأهمية بالنسبة للمستثمرين العالميين. ولسوء الحظ، إنها

بينما غمضي قدمًا في عالم أقل يقينًا، سنحتاج إلى مواصلة تطوير إطار عملنا الاستثماري القائم على العوامل. قد تكون بعض المخاطر الجديدة التي تلوح في الأفق مألوفة للمستثمرين ذوي الذاكرة الطويلة، مثل زيادة التضخم وتقلباته. تمثل بعض المخاطر الناشئة تحديات خطيرة في تقديرها الكمي مثل تغير المناخ وعدم الاستقرار الجيوسياسي. نحن نعتقد أن النظر في هذه الأنواع من العوامل الناشئة على مستوى التخصيص الاستراتيجي وفي خدمة بناء محفظة أكثر مرونة أمر مهم للمؤسسات الاستثمارية التي لديها محافظ عالمية متنوعة.

التضخم: على الرغم من أن التضخم ليس بالأمر الجديد، إلا أن أسواق رأس المال العالمية قد اعتادت على عقود من انخفاض عائدات السندات، كما أن استراتيجيات التنويع أصبحت تعتمد على العلاقة السلبية بين عائدات الأسهم والسندات (على سبيل المثال، المحفظة الأسطوانية 60/40). لقد عملنا على تعزيز المرونة في بناء محفظتنا الاستثمارية مع بيئات



واحدة من أصعب المخاطر التي يمكن تحديدها كمياً. وقد يُجري المستثمرون تقييماً صحيحاً للمخاطر الجيوسياسية ولكنهم قد يُخطئون في تقدير التأثير الناتج عن ذلك على الأسواق، أو العكس. يسعى نهجنا لإدارة هذه المخاطر إلى تعديل البصمة الجغرافية لمحففطنا بشكل منهجي حيث نتوقع درجة عالية من المخاطر الجيوسياسية.

بشكل عام، نحن واثقون من أن إطار عملنا الاستثماري الإجمالي للمحفظة الاستثمارية القائم على العوامل، والذي تم تعزيزه لمراعاة هذه الأبعاد الإضافية للمخاطر، سيستمر في خدمة المساهمين والمستفيدين بشكل جيد لسنوات عديدة قادمة.

الدروس الرئيسية

- ضع معايير حكيمة ومناسبة لتقبل مخاطر السوق.
- حدد عوامل العائد/المخاطر ذات الصلة ببرنامجك.
- حدد كل استراتيجية استثمارية وفقاً لمجموعة عوامل المخاطرة الخاصة بك.
- قم ببناء محفظة الاستثمارية وإعادة توازنها بناءً على التعرض الأمثل للعوامل؛ وليس لفئات الأصول.
- ضع في اعتبارك إضافة عوامل جديدة مع تطور الأسواق.

المنافسة على رأس المال

تشارلز هايد

رئيس قسم تخصيص الأصول، صندوق التقاعد النيوزيلندي

ما يستخدمون أساليب التحسين، إلا أن هناك عدة أسباب تجعلهم يعتمدون عادةً أيضًا على المزيد من الأساليب الاستدلالية التي تستخدم المعلومات النوعية. يتم بناء المحافظ الاستثمارية بشكل تدريجي مع مرور الوقت، وببساطة ليس من العملي إعادة البحث باستمرار عن المحفظة الأمثل في الوقت الفعلي لأن حساسية المخصصات للتغيرات الصغيرة في المدخلات يمكن أن تؤدي إلى عدم كفاءة تقلب المحفظة. قد يكون من الصعب أيضًا تحديد بعض القيود (على سبيل المثال، متطلبات الموارد المرتبطة بإدارة أنواع مختلفة من الأصول مقابل الموارد المتاحة). إن استخدام المزيد من الأساليب الاستدلالية هو ما يجعل من استخدام نهج المحفظة الإجمالية بتركيزه على المنافسة على رأس المال أمراً له قيمته.

نهج المحفظة الإجمالية والمرونة

يتطلب التنفيذ الفعال لنهج المحفظة الإجمالية قدرًا معيناً من المرونة في إطار الاستثمار. ينطلق نهج المحفظة الإجمالية من فرضية أنه من المستحيل معرفة الفرص الاستثمارية التي ستظهر مع مرور الوقت. لذلك، سيكون من غير المثالي ربط بناء المحفظة بشكل صارم بالتخصيصات الاستراتيجية. بدلاً من ذلك، يجب أن يكون نهج بناء المحفظة مرناً بما يكفي للسماح بدمج أفضل الاستثمارات المتاحة في المحفظة. ولكن ما هي أفضل السبل لتوفير المرونة المطلوبة مع ضمان أن تعكس المحفظة إلى حد ما الرؤى الواردة في المخصصات

تكمُن في جوهر نهج المحفظة الإجمالية (TPA) فكرة أن كل استثمار يجب أن يكسب طريقه في المحفظة. وهذا يعني أن كل استثمار يجب أن يكون جذاباً بما فيه الكفاية بالنسبة إلى مجموعة البدائل المتاحة لتبرير إدراجه في المحفظة. يمكن وصف هذا العنصر الأساسي في نهج المحفظة الإجمالية بأنه "المنافسة على رأس المال".

يتماشى نهج المحفظة الإجمالية بشكل جيد مع نظرية المحفظة الحديثة، التي تضع المحفظة بدلاً من مكوناتها في مركز عملية اتخاذ القرارات الاستثمارية. وبالمثل، فإن فكرة المنافسة على رأس المال تتطلب أن نتساءل باستمرار هل لا تزال جميع التعرضات الحالية في المحفظة جذابة بما فيه الكفاية (بالنسبة لبعضها البعض والخيارات الخارجية) للاحتفاظ بمكانها في المحفظة.

أهمية الحكم على الأمور

رهما يكون من الطبيعي أن نطرح سؤال عن سبب الحاجة إلى التأكيد على فكرة المنافسة على رأس المال في حين أن الأساليب الرسمية لتحسين المحفظة تضمن حدوث ذلك؟ يقوم المحسنون بتخصيص رأس المال النادر بناءً على خصائص المخاطر والعائد لكل أصل وأي قيود محددة، وبالتالي ضمان المنافسة على رأس المال المتاح. في حين أن المستثمرين المتمرسين غالباً





”

من غير المثالي ربط بناء المحفظة بشكل صارم بالتخصيصات الاستراتيجية. بدلاً من ذلك، يجب أن يكون نهج بناء المحفظة مرناً بما يكفي للسماح بدمج أفضل الاستثمارات المتاحة في المحفظة.

لنكون انتهازيين في الاستفادة من الفرص الاستثمارية الجذابة عند ظهورها. هناك درجة أخرى من المرونة تأتي من استخدام نهج المحفظة الإجمالية لتحديد المخصصات الفعلية، والتي قد تختلف عن المخصصات المستهدفة. في نهاية المطاف، يتم تحديد ما إذا كنا سنضيف استثماراً جديداً إلى المحفظة من عدمه من خلال ما إذا كنا نعتقد أنه سيحسن العائد المعدل حسب المخاطر لإجمالي المحفظة. يُطرح السؤال نفسه على الاستثمارات القائمة

الاستراتيجية؟ وبعبارة أخرى، كيف يمكن ضمان أن توفر المخصصات الاستراتيجية متركزاً قوياً بما فيه الكفاية لبناء المحفظة؟ والأمر الأساسي هو التأكد من أن مديري المحافظ يخصصون جهودهم في تحديد الاستثمارات الجديدة وفقاً للمخصصات الاستراتيجية. في حين أنه ليس هناك ما يضمن أن أي استثمار سيجد طريقه إلى المحفظة - لأن هذا يعتمد على كيفية مقارنته بالاستثمارات الأخرى المحتملة والحالية - إذا كان مديرو الإدارة يخصصون وقتهم وجهدهم في إنشاء استثمارات جديدة بطريقة تتماشى مع المخصصات الاستراتيجية، فإن هذا يزيد من احتمال تطور المحفظة بطريقة تتماشى مع المخصصات الاستراتيجية.

نهج نيوزيلندا سوبر

في صندوق نيوزيلندا سوبر، نقوم بمراجعة دورية لمخصصات ميزانية المخاطر النشطة، وهي عملية تسترشد بأداة تحسين تستخدم مدخلات العائد والمخاطر مع تعديلات نوعية تعكس التوافق مع أوقاف الصندوق (المزايا التنافسية) ومعتقداتنا الاستثمارية. كما يتم النظر في القيود التي تعكس ميزانية المخاطر النشطة للصندوق ومدى تقبل مخاطر السيولة. وهذا يحدد فعلياً مخصصاتنا الاستراتيجية.

يتم الاسترشاد في بناء المحفظة الفعلية بميزانيات المخاطر، وعند الاقتضاء، بأهداف المخاطر المتغيرة زمنياً (التي تتمحور حول ميزانيات المخاطر)، والتي توفر لنا المرونة التي نحتاجها

اعتبارات أخرى

عندما يتم إدراج استثمار ما في المحفظة فنادرًا ما يتعلق الأمر بالعائد المعدل حسب المخاطر فقط. يعمل المستثمرون في ظل قيدين رئيسيين: الموارد والسيولة. ونظرًا لأن فرق الاستثمار (والدعم) ثابتة الحجم على المدى القصير، فإن حجم الموارد المتاحة لتنفيذ وإدارة المحفظة مقيد. يمكن أن تختلف متطلبات توفير الموارد بشكل كبير بين أنواع الأصول المختلفة. على سبيل المثال، فإن الاستثمار المباشر في مزرعة رياح من قبل فريق داخلي يتطلب موارد أكبر بكثير من حيث المنشأ والإدارة المستمرة للأصول مقارنة بالاستثمار في صندوق أسهم خاصة مُدار خارجيًا. ومن ثم، يمكن أن تكون متطلبات توفير الموارد عاملاً مهماً في تحديد مدى جاذبية الاستثمار.

وبالمثل، بالنسبة للمستثمر المقيد السيولة، يمكن أن يكون تأثير الاستثمار على سيولة المحفظة عاملاً حاسماً في تحديد ما إذا كان يُنظر إليه على أنه جذاب أم لا. لتجنب الإعسار، يجب أن يكون لدى الصندوق ما يكفي من النقد لدعم استثماراته (على سبيل المثال، مطالبات الضمانات على مراكز المشتقات، ومطالبات رأس المال على التزامات الصندوق) خلال فترات السوق المجهدة. ونظرًا لأن أزمات السوق يمكن أن تحدث بعدة طرق، كل منها يؤثر على السيولة بشكل مختلف، فإن تقييم تأثير السيولة على أحد الأصول بطبيعته غير

في المحفظة - هل ما زالت هذه الاستثمارات تحقق أرباحًا في المحفظة أم يجب أن نتطلع إلى الخروج منها؟ يعد طرح هذه الأسئلة باستمرار أمرًا بالغ الأهمية لضمان الحفاظ على التوتر التنافسي داخل المحفظة.

على سبيل المثال، لا ينبغي أن يستند النظر في الاستثمار في طريق برسوم مرور فقط على ما إذا كانت هذه هي أفضل فرصة استثمارية يمكن لفريق البنية التحتية أو فريق الأصول الحقيقية تحديدها - حتى لو كان التخصيص الحالي للأصول الحقيقية أقل من التخصيص الاستراتيجي. يتطلب نهج المحفظة الإجمالية ألا يتم الاستثمار في الطرق ذات الرسوم إلا إذا كانت من بين أكثر الاستثمارات جاذبية في جميع فئات الأصول. في نهاية المطاف، لماذا لا تخصص بدلاً من ذلك الدولار الهامشي من رأس المال لمدير عالمي للاقتصاد الكلي إذا كان من المتوقع أن يؤدي ذلك إلى تحقيق محفظة إجمالية أكثر جاذبية؟



مؤكد إلى حد ما. ومع ذلك، بالنسبة للمستثمر المقيّد بالسيولة، يجب أن تتناول المنافسة على مناقشة رأس المال ما إذا كان الأصل يقدم مساهمة كافية في أداء المحفظة لكل وحدة من استهلاك السيولة.

تجميع المعلومات معاً

تطوي المنافسة الفعالة على مناقشة رأس المال على مقارنة مقاييس متعددة عبر استثمارات متعددة، وهو ما يمثل تحدياً معرفياً. لزيادة احتمالية إجراء مناقشة جيدة إلى أقصى حد، من الضروري دعمها بمعلومات عالية الجودة مقدمة في شكل سهل الاستيعاب. يساعد ذلك في الحفاظ على تركيز المناقشة على المعلومات الأساسية ويحول دون خروجها عن مسارها بسبب الجدل حول ما إذا كان مقياس معين محسوباً بشكل صحيح أو بسبب التفضيلات الشخصية والشخصيات المهيمنة. في نيوزيلندا سوبر أنشأنا سلسلة من التقارير عبر الإنترنت والتي تجمع المعلومات ذات الصلة معاً (العائد والمخاطر والسيولة والموارد، إلخ) بطريقة تدعم المنافسة على مناقشة رأس المال.

في حين أن طلب الأصول للتنافس على رأس المال قد يبدو وكأنه طريقة واضحة لبناء محفظة استثمارية، إلا أنه بالنظر إلى أن فرق الاستثمار غالباً ما تكون منعزلة وغالباً ما تفتقر أطر الاستثمار إلى المرونة المطلوبة، فإن ذلك أقل شيوعاً مما قد يتصور. سبب آخر هو أنه من الصعب مقارنة جميع الأصول في المحفظة. يتطلب الأمر جهداً في تنظيم المعلومات الصحيحة وتقديمها بطريقة سهلة الاستيعاب تساعد على إجراء مقارنات شاملة بين الاستثمارات. وثمة سبب آخر هو الثقافة و/أو سوء موازنة الحوافز، حيث من المرجح أن تجلب فرق الاستثمار التي لا تتمتع بثقافة محفظة إجمالية قوية عقلية ضيقة و/أو دفاعية إلى مناقشات المحفظة الإجمالية. سننتقل إلى ذلك لاحقاً.

الدروس الرئيسية

- قم بتقييم كل استثمار جديد مقابل عالم الاستثمار بأكمله.
- اسمح بالرشاقة وفرص الاستثمار قصيرة الأجل.
- إذا أدى الاستثمار الجديد إلى تحريف أوزان عوامل المحفظة، فقم بتعديل المحفظة عن طريق بيع استثمار أو تنفيذ تراكم.

الثقافة

سوي تشيانغ تشيام

رئيس سياسة المحفظة الإجمالية والتخصيص، GIC

التركيز المفرد، العمل الجماعي:

مفتاح نهج المحفظة الإجمالية

عندما يتم تنفيذ نهج المحفظة الإجمالية بشكل جيد، فإنه يسمح للمستثمر بتصميم محفظة متنوعة تتماشى مع أهداف الاستثمار ومتوازنة عبر المقايضات المتنافسة. ما سر نجاحها؟ ثقافة تنظيمية مبنية على المدى الطويل والرشاقة، حيث يشترك جميع الموظفين في تركيز واحد واضح، وهو تحقيق عوائد جيدة وحقيقية لإجمالي المحفظة على المدى الطويل.

عدم اليقين على المدى القصير، والاستفادة من اضطرابات السوق، ومضاعفة العوائد بمرور الوقت.

يعد التركيز على المدى الطويل مهمًا بشكل خاص بالنسبة لنهج المحفظة الإجمالية لأن التعديلات على مستوى المحفظة الإجمالية قد تستغرق وقتًا طويلاً وموارد كبيرة لتنفيذها. يتطلب الأمر درجة من الصبر والاعتناء لا يمتلكها سوى المستثمرين على المدى الطويل.

الرشاقة

الرشاقة سمة ثقافية أخرى مهمة نوليها الأولوية في GIC. فهي تتيح لنا الاستفادة من الفرص الاستثمارية الجديدة مع إدارة المخاطر بشكل أكثر فعالية. نحن نعتقد أن الجمع بين الهجوم والدفاع المرن أمر بالغ الأهمية لضمان استمرار المحفظة الإجمالية في تحقيق عوائد جيدة معدلة حسب المخاطر على المدى الطويل.

على المستوى الفردي، نأخذ بعين الاعتبار قدرة الفرد على اتخاذ قرارات محسوبة للاستجابة للواقع المتغير في عمليات التوظيف وتقييم المواهب. وفي الوقت نفسه، فإننا نكافئ السلوكيات والعقليات التي تُظهر الأخذ بمنظور "GIC الواحدة" أو "GIC بأكملها" لإيجاد الحلول. أما على مستوى الفريق، فنحن نوظف ونشجع التنوع الفكري في فرقنا. وهذا يوسع المنظور الجماعي للفريق ويمكنها من اتخاذ قرارات أفضل.

طويلة الأجل

إن تركيزنا في GIC على المدى الطويل هو جزء لا يتجزأ من مهمتنا، وهي الحفاظ على القوة الشرائية الدولية للاحتياجات التي نديرها وتعزيزها على المدى الطويل. إن النزعة طويلة الأجل متأصلة بعمق في جميع أنحاء المؤسسة، بدءاً من إطار عملنا الاستثماري إلى ممارساتنا التنظيمية.

مقياس الأداء الاستثماري في GIC من عميلنا، حكومة سنغافورة، هو معدل عائد حقيقي متجدد لمدة 20 عامًا. ويزيد هذا الأفق الطويل من أهمية بناء محفظة تتسم بالمرونة في مواجهة تغيرات النظام والاتجاهات الهيكلية.

هذا يعني أننا نركز على القيمة الأساسية، بدلاً من التركيز على التغيرات قصيرة الأجل في الأسعار، والتي غالبًا ما تتأثر بمشاعر السوق في كل مرحلة زمنية. يتيح لنا ذلك تجاوز حالة

استراتيجيات مؤسسة GIC القائمة على المهارات والاستراتيجيات النشطة

تتبع رشاقة مؤسسة GIC أيضًا في استراتيجياتنا النشطة القائمة على المهارات، حيث تقوم فرق العمل من القاعدة إلى القمة في المؤسسة بمخاطر استثمارية محسوبة بناءً على القدرات والسجل الحافل الذي أنشأته على مر السنين. على سبيل المثال، بعد أن استثمرنا في صناديق الأسهم الخاصة الثانوية لفترة طويلة، قمنا بتوسيع نطاق هذه الاستراتيجية بشكل كبير في عام 2016 من خلال الاستثمارات المشتركة والصفقات المباشرة. لقد استفدنا من قدرة مؤسسة GIC على الاستفادة من علاوة عدم السيولة التي توفرها الأسهم الثانوية الخاصة. يضم الفريق الآن أكثر من 10 أعضاء في مكاتبنا في سنغافورة ولندن ونيويورك.

تركيز واحد واضح

يتمثل الجزء الأخير من بناء ثقافة "المحفظة الإجمالية" في ضمان مواءمة المؤسسة بأكملها. نحن نعتقد أنه يجب على جميع الموظفين أن يطبقوا خبراتهم بشكل جماعي مع التركيز بشكل منفرد على مهمتنا. فالتعاون والتواصل هما مفتاح تحقيق ذلك.

تم تقديم عقلية "GIC الواحدة" في عام 2008 عندما جمعنا كياناتنا الاستثمارية المستقلة آنذاك. وقد تم إطلاقها في الأصل في تسعينيات القرن الماضي لتسريع نموها حيث كنا بحاجة إلى بناء القدرات بسرعة في الأسواق الخاصة. لقد أدركنا أهمية التعاون والتكامل مع استمرار نمو GIC وتوسعها. تضمنت عملية إعادة التنظيم دمج فرق الاستثمار، وإعادة

على مستوى المحفظة الاستثمارية، نقوم بتكييف استراتيجيتنا للتعامل مع الاتجاهات والمواضيع المتغيرة. على سبيل المثال، نقوم بإجراء تمرين سنوي للتخطيط الاستراتيجي للمحفظة لتحديد مسار محفظة GIC على المدى الطويل لضمان امتلاكنا للهيكل التنظيمي والموارد المناسبة للتنفيذ الجيد. وفي عام 2021 أدى هذا التمرين إلى زيادة التركيز على البنية التحتية قبل بدء نظام التضخم.

كما نقوم أيضًا بمراجعة استراتيجياتنا الاستثمارية بانتظام لرصد أطروحات المزايا التنافسية الدائمة وتأثير المحفظة الاستثمارية والتحقق منها. نحن على استعداد لتعديل أو حتى وقف هذه الاستراتيجيات لضمان استمرارنا في تحقيق هدفنا الاستثماري.

شبكة أبحاث مؤسسة GIC

أنشئت شبكة أبحاث مؤسسة GIC في عام 2021 لتسهيل تدفق الأفكار الاستثمارية في مؤسسة GIC. فهي تخلق منظومة لاستكشاف وترويج الأفكار الموضوعية التي يمكن أن تفيد المحفظة الإجمالية، يتضمن ذلك بناء مجتمعات بحثية تستفيد من خبرات الموظفين من مختلف فئات الأصول والاستراتيجيات، وتعزيز التعاون بين الأقسام وخلق أوجه التآزر.





تقييم الصفقات والاستراتيجيات الفردية للتأكد من أن حجمها مناسب على مستوى المحفظة الإجمالية، مع وجود خطوط واضحة للمساءلة على النحو المبين في إطار عمل GIC. هذا الوضوح والمواءمة هو ما يجعل الجميع مسؤولاً عن نجاح المحفظة الإجمالية.

التركيز المفرد، العمل الجماعي

نحن في مؤسسة GIC نعتقد أن التركيز الوحيد على تحقيق عوائد جيدة وحقيقية على أساس إجمالي المحفظة على المدى الطويل هو أمر بالغ الأهمية لنجاح نهج المحفظة الإجمالية. ويتطلب ذلك ثقافة طويلة الأجل ورشاقة، وهو ما سيستغرق وقتاً طويلاً لبنائها. بالنسبة لمؤسسة GIC، إنها رحلة ما زلنا نسير فيها.

تنظيم عملياتنا الوسطى والخلفية لتولي استثمارات أكثر تعقيداً ذات فئات أصول متعددة، و تبسيط سياساتنا التنظيمية.

وكان هذا الأمر بالغ الأهمية في ضمان إمكانية الاستفادة من قدرات GIC متعددة الأصول بطريقة منسقة، مما يسمح بالسعي وراء فرص استثمارية جديدة وتطوير قدرات جديدة. واليوم، لا تزال روح التعاون هذه واضحة في عملياتنا اليومية.

كما تفتنم الإدارة العليا لدينا كل فرصة لتذكير المؤسسة بهدفنا الاستثماري والتركيز على المحفظة الإجمالية. ولتشجيع الشفافية والتواصل عبر الفرق وأصحاب المناصب الوظيفية، ننظم منتديات منتظمة بين الأقسام، مثل مؤتمرات الموظفين أو منتديات القيادة لدينا، لتسهيل مشاركة الأفكار والأساس المنطقي لاستراتيجيات المؤسسة.

يتخلل تركيزنا على المحفظة الإجمالية جميع عملياتنا. ويشمل ذلك إطار عملنا الخاص بالتعويضات، حيث يتم تقييمنا على مستوى المجموعة على أساس إجمالي المحفظة عبر فترات زمنية مختلفة. على سبيل المثال، فإن الحوافز النقدية للإدارة العليا لمؤسسة GIC مؤجلة، حيث تخضع المدفوعات لأداء المحفظة في المستقبل. أما على صعيد الاستثمار، فيتم

الدروس الرئيسية

- نمذجة وتعزيز ميزة الأفق الزمني الطويل وأهمية الرشاقة لاستغلال الموضوعات والاتجاهات المتغيرة.
- ربط التعويضات بالهدف الإجمالي للمحفظة.
- إشراك فرق واسعة النطاق في عملية صنع القرار.

نهج المحفظة الإجمالية: هل يناسبك؟

جين بوك، محلل مالي معتمد (CFA)، محلل الاستثمار البديل المعتمد (CAIA)
رئيس قسم الاستثمارات، آسيا، WTW

أدخل نهج المحفظة الإجمالية أو الكلية (TPA) - المعروف أيضًا باسم "نهج المحفظة الواحدة" إن نهج المحفظة الإجمالية ليس نموذجًا ولا أسلوبًا، بل هو مصطلح يُستخدم لتغليف نهج مختلف لاستراتيجية الاستثمار. يمكن القول إن الأمر يتعلق أكثر بتغيير الحوكمة والثقافة وكيفية تحفيز الناس أكثر من كونه طريقة خيالية لنمذجة الأصول. لا يوجد تعريف لنهج المحفظة الإجمالية في الأدبيات الأكاديمية، لكن الممارسين غالبًا ما يشيرون إلى كندا ونيوزيلندا باعتبارهما من أوائل من تبنوا هذا النهج. في كلتا الحالتين، كان الدافع الرئيسي للتحويل في النهج هو تغيير نموذج الحوكمة بطريقة تتيح إدارة الأصول بشكل أكثر فعالية وابتكارًا. ومع ذلك، لا يأتي أي تغيير بدون مخاطر، ولم يكن الابتكار الذي أصبح نهج المحفظة الإجمالية ممكنًا إلا لأن المتبنين الأوائل اعتقدوا أن الفوائد تفوق المخاطر.

دراسة نهج المحفظة الإجمالية السابقة

في عام 2019، أجرى معهد Thinking Ahead Institute التابع لشركة WTW دراسة علمية حول مالكي الأصول (AOs) وممارساتهم في تخصيص الأصول، مع التركيز بشكل خاص على أولئك الذين تبنوا التفكير في المحفظة الكلية. في حين كان هناك العديد من الاختلافات في استراتيجيات بناء المحافظ الاستثمارية الفعلية التي تستخدمها المؤسسات المختلفة - 50 درجة من الرمادية بطريقة ما - كانت هناك العديد من القواسم المشتركة الرئيسية الجديرة بالملاحظة. وشمل ذلك:

- 1 زيادة التفويض لفريق الاستثمار.
- 2 إعطاء الأولوية لأهداف الصندوق الإجمالية على فئات الأصول الفردية ومعايير القيمة النسبية.
- 3 أطر وعمليات الاستثمار التي دعمت قدرًا أكبر من الديناميكية والمرونة.
- 4 التركيز على تعزيز ثقافة "الفريق الواحد" التعاونية.

عندما تواصلت معي CAIA لكتابة المقال الختامي لكتاب "إطلاق العنان للابتكار: صعود نهج المحفظة الإجمالية" (Innovation Unleashed: The Rise of Total Portfolio Approach) من وجهة نظر ممارس ومستشار، وافقت وبحماس على هذه الفرصة، فنهج المحفظة الإجمالية هو نهج اعتمدته WTW في وقت مبكر في طريقة تفكيرنا في تنفيذ المحافظ، ولكنه لم "يحدث" بين عشية وضحاها. مثل أي فكرة مستدامة، فإن فهمنا لنهج المحفظة والأوراق البحثية اللاحقة التي كتبناها حول هذا الموضوع قد تشكلت من خلال ملاحظتنا وتجاربنا ومحاولاتنا وأخطائنا ودعم شركائنا من مالكي الأصول الذين انضموا إلينا في هذه الرحلة.

بعد أن عملت في مجال الاستشارات لمدة عقدين من الزمن، يمكنني القول بثقة أن نهج التخصيص الاستراتيجي للأصول واسع الانتشار بين معظم العملاء الذين أعمل معهم. وهو يناسب فكرة المساءلة الواضحة والفصل بين الواجبات. يضع مجلس الإدارة سياسة الاستثمار ويركز فريق الاستثمار على التنفيذ. تنتظر فرق الاستثمار بفارغ الصبر لمعرفة كيف سيحدد نهج التخصيص الاستراتيجي للأصول كيفية تخصيصها وتوزيعها في ذلك العام. يُقاس النجاح على أنه ألفا أعلى من معايير التفويض في صفوف فئات الأصول الأنقية. لا يمكن أن تكون الحوكمة وهياكل الحوافز المرتبطة بها أكثر نظافة.

ولكن، مع ازدياد تعقيد عالم الاستثمار، وازدياد تشابك نماذج التخصيص الاستراتيجي للأصول، ومتطلبات مجلس الإدارة ليكون على رأس قائمة متزايدة من فئات الأصول المترابطة، تظهر حتمًا تصدعات في هذه الواجهة. واليوم، ما زلت أعمل مع العملاء الذين يبحثون بلا كلل عن الرقم السحري من أعلى إلى أسفل لفئة الأصول الفرعية (أ) أو معيار بديل يمثل فئة الأصول الفرعية (ب) على أفضل وجه. وفي حين أن أصحاب العقلية الكمية قد يجدون حلولاً ذكية لحل الجوانب التقنية لهذه المشكلة، إلا أن المشكلة الأساسية تبقى قائمة - فقد أدت بيئة الاستثمار اليوم إلى توسيع نطاق نماذج حوكمة نهج التخصيص الاستراتيجي للأصول التقليدية إلى ما هو أبعد من نقطة الفعالية بالنسبة لمعظم مجالس الإدارة.



أما النقطة الرابعة فتتعلق بالثقافة وكيفية تحفيز الفرق والأفراد على أساس مساهماتهم في الأداء العام للمحفظة. ويمثل هذا الجانب تحدياً أكثر تعقيداً لأنه لا ينطوي فقط على مواءمة الأنظمة التنظيمية بل أيضاً على تشكيل السلوك والعقلية.

نهج المحفظة الإجمالية - ليس لأصحاب القلوب الضعيفة

والآن، يجب أن يكون من الواضح تماماً أن اعتماد نهج المحفظة الإجمالية هو عملية تحول كاملة، وليس أمراً يمكن الشروع فيه برفق. وهذا بطبيعة الحال يثير العديد من الأسئلة المهمة. ما هي الفوائد التي تبرر إجراء مثل هذا التحول؟ هل من الممكن التحول من نظام قديم إلى آخر؟ ما هي التكاليف المرتبطة بمثل هذا التعهد؟ كيف يمكن للمرء أن يفعل ذلك، وما الذي يمكن أن يتعلمه الناس من الآخرين الذين اجتازوا هذا الانتقال لضمان فرصة أكبر للنجاح؟ والأهم من ذلك، هل الانتقال إلى نهج المحفظة الإجمالية هو الخيار المناسب لك؟

التطورات

لقد تمت مناقشة الأساس المنطقي أو "السبب" وراء اعتماد نهج استثماري ديناميكي ومتكامل سابقاً، ولكن دعنا نلخص ذلك. السبب الرئيسي وراء لجوء مالكي الأصول إلى هذا النهج هو التعامل مع التعقيدات المتزايدة للاستثمارات، عندما تعجز هياكل الحوكمة التقليدية.

فغالباً ما تميز كل من تبني أو لا هذا النهج بفائدة اللوح النظيف أو الصفحة البيضاء إما عبر تغيير في القيادة أو التفويضات أو نماذج الحوكمة التي توفر المرونة اللازمة لاستكشاف استراتيجيات جديدة. بالإضافة إلى ذلك، لعبت الأزمة المالية العالمية (GFC) دوراً حاسماً في دفع الصناديق نحو أطر بديلة للتخصيص، وإعادة تعريف ممارسات إدارة المخاطر، وتعزيز عملية اتخاذ القرارات المرننة.

وكما نرى من النقاط المذكورة أعلاه، يشمل نهج المحفظة الإجمالية كلاً من العوامل "الصلبة" أو الملموسة، والعوامل "الناعمة" أو غير الملموسة التي تترابط فيما بينها ويجب أن تتماشى مع بعضها البعض من أجل التنفيذ الناجح. دعونا نستكشف هذه العوامل بمزيد من التفصيل.

إذا أخذنا النقطة الأولى. بالنسبة لمبني نهج المحفظة الإجمالية، لم يعد الشعار القائل بأن "مجلس الإدارة يمتلك التخصيص الاستراتيجي للأصول" منطبقاً. وبدلاً من ذلك، كان مجلس الإدارة يدير مخاطر الاستثمار الإجمالية، وغالباً ما يتم ذلك من خلال محفظة مرجعية أو محفظة سياسات. ورغم السهولة السطحية لتحقيق ذلك إلا أنه في الواقع صعب التحقيق لدرجة أن مالكي الأصول المشاركين في الدراسة أقرت بأن البدء من "لوحة نظيفة" كان ميزة تنافسية أساسية في اعتماد نهج المحفظة الإجمالية كما رأينا في أمثلة مثل صندوق المستقبل واستثمارات CPP Investments. وبعبارة بسيطة، فإن تفويض مجلس الإدارة لفريق الاستثمار باستخدام نهج التخصيص الاستراتيجي للأصول هو شرط أساسي لنجاح نهج المحفظة الإجمالية، ومحرك رئيسي لزيادة الديناميكية في نهج الاستثمار.

وبالانتقال إلى النقطتين الثانية والثالثة، فقد تولى من تبني نهج المحفظة الإجمالية عن مجموعات فئات الأصول الجامدة وتبنوا استراتيجية ديناميكية لتخصيص رأس المال لتحقيق أهدافهم الإجمالية للصندوق. يتطلب هذا التحول القدرة على النظر إلى ما هو أبعد من التصنيفات التقليدية لفئات الأصول وتطوير القدرة على التعبير عن وجهات النظر الديناميكية. وتعتبر هذه المرونة المكتشفة حديثاً مصدراً قيماً لألفا الاستثمار، مما أدى إلى توسيع حجم فريق أسواق رأس المال ومجموعة المهارات.

القائمة المرجعية لأفضل الممارسات المتبعة في نهج المحفظة الإجمالية

مجال أفضل الممارسات	الفئة	الأهمية	الصعوبة
الأهداف - نهج المحفظة الإجمالية الذي يتماشى مع الأهداف ذات الصلة ويتضمن الأهداف والنتائج الرئيسية (OKRs)	هدف1. المحفظة المرجعية	تقنية	
	هدف2. أهداف العائد المطلق	تقنية	الأول =
	هدف3. الإبلاغ عن الأداء	تقنية	
	هدف4. الحوكمة والإشراف على الأداء	أشخاص	الثاني =
العملية - تدعم أطر عمل وإجراءات TPA جهود توليد القيمة	عملية1. إطار عمل ونموذج ميزانية المخاطر	تقنية	الأول =
	عملية2. نموذج الاستدامة	تقنية	الثاني =
	عملية3. نموذج التأثير	تقنية	الثاني =
	عملية4. التصميم التنظيمي وفريق التسليم	أشخاص	الأول =
الديناميكية - يستغل نهج المحفظة الإجمالية ظروف الاستثمار والفرص المتغيرة زمنياً	ديناميكية1. لوحة معلومات عن جودة المحفظة	تقنية	
	ديناميكية2. تواتر إعادة تجهيز المحفظة	تقنية	
	ديناميكية3. مصادر البيانات لبناء المحفظة الاستثمارية	تقنية	
	ديناميكية4. حوكمة التنفيذين قيد التنفيذ	أشخاص	الثاني =
الثقافة - فريق واحد	ثقافة1. ثقافة متوائمة مع هدف واحد وعقلية طويلة الأجل	أشخاص	الأول =

المصدر: معهد التفكير
المستقبلي، WTW

استناداً إلى ما سبق، هناك بعض الخرافات عن نهج المحفظة الإجمالية يمكن تبديدها على الفور. يتمثل أحد المفاهيم الخاطئة الشائعة في أن نهج المحفظة الإجمالية يتطلب محفظة مرجعية. في حين أن المحفظة المرجعية يمكن أن تكون مفيدة، خاصةً أثناء الانتقال من التخصيص الاستراتيجي للأصول، إلا أنها ليست شرطاً أساسياً لاعتماد نهج المحفظة الإجمالية. ومن المثير للاهتمام أن حوالي نصف مالكي الأصول المشاركين قد استخدموا حافظة مرجعية، لكن النصف الآخر لم يستخدمها، ولم يكن لدى العديد من هذه المجموعة الأخيرة خطط لدمجها في المستقبل.

ما يظهر بوضوح هو التركيز على أهداف العوائد المطلقة على حساب الأهداف النسبية التي تعتبر ذات أهمية قصوى. يساعد هذا في تبديد خرافة أخرى قد لا تكون واضحة على الفور من الجدول الموضح أعلاه. هناك اعتقاد بأن صناديق المعاشات التقاعدية أقل ملاءمة لنهج المحفظة الإجمالية مقارنةً بالصناديق ذات العوائد المطلقة أو أهداف عائدات أعلى من مؤشر أسعار المستهلكين (CPI+)، مثل صناديق الثروة السيادية. ومع ذلك، فإن الجهات التي تتبنى نهج المحفظة الإجمالية تسعى جاهدةً إلى التصدي للتحديات المرتبطة بنهج التخصيص الاستراتيجي للأصول، والتي ينبع الكثير منها من القيود التي تفرضها نماذج الحوكمة القديمة. وهذا مصدر قلق كبير للعديد من صناديق المعاشات التقاعدية، وفي الواقع، فإن العديد من أوائل المتبنين لنهج المحفظة الإجمالية أنفسهم كانوا من صناديق المعاشات التقاعدية!

هناك ملاحظة أخيرة ولكنها رائعة وهي التركيز على الخيط "الناعم". بالنسبة لكل مجال من مجالات أفضل الممارسات الثلاثة عشر، طُلب من مالكي الأصول اختيار العوامل التي تحتل المرتبة الأولى أو الثانية من حيث "الأهمية" و"الصعوبة". لكن المجالين اللذين احتلا المرتبة الأولى من حيث الأولوية في كلتا الحالتين هما قضايا الأفراد التي تدور حول التصميم التنظيمي والمواءمة الثقافية. في المناقشات الشخصية التي أجريتها مع الجهات التي تتبنى نهج المحفظة الإجمالية، أثبتت مسألة تغيير سلوك الناس ونظم الحوافز لتمكين نهج المحفظة الإجمالية مراراً وتكراراً باعتبارها مسألة حيوية لنجاح تنفيذ نهج المحفظة الإجمالية.

على الرغم من أنه قد يكون من السابق لأوانه الادعاء بانتشار تبني نهج المحفظة الإجمالية على نطاق واسع اليوم، إلا أنه من الإنصاف القول إنه منذ فترة ما بعد الأزمة المالية العالمية، بدءاً من عام 2010 تقريباً، كانت هناك زيادة كبيرة في الصناديق التي تعلن تبني استراتيجيات أو أفكار نهج المحفظة الإجمالية. يمكن أن يُعزى العديد من أسباب هذا التحول إلى محدودية النموذج الحالي لنهج التخصيص الاستراتيجي للأصول. خلال ورشة عمل عقدها معهد Thinking Ahead Institute التابع لشركة WTW مع مالكي الأصول في عام 2020، تم ذكر ثلاثة أسباب رئيسية لاعتماد نهج المحفظة الإجمالية:

- معالجة قضايا المواءمة بين ألفا وبيتا حيث كان هناك توتر بين المجالين في حين أنه في الواقع يجب دمج الاثنين كجزء من هدف إجمالي مشترك للصندوق.
- معالجة مشاكل التأطير المحيطة بنهج التخصيص الاستراتيجي للأصول، حيث أن الأفكار غير التقليدية أو الجديدة غالباً ما تسقط بين الشقوق لأنها لا تتناسب مع فئات الأصول الحالية.
- معالجة مشكلات تكلفة الفرصة البديلة المرتبطة بأطر العمل الثابتة لنهج التخصيص الاستراتيجي للأصول التي فشلت في التكيف مع ظروف السوق المتغيرة، مما أدى إلى مقايضات دون المستوى الأمثل بين المخاطر والعائد.

لا أعتقد أن أيًا من مالكي الأصول الذين حضروا ذلك اليوم (الذين من الواضح أنهم اختاروا أنفسهم بأنفسهم نظراً لأنهم كانوا أعضاء في مجموعة عمل نهج المحفظة الإجمالية يحضرون ندوة نهج المحفظة الإجمالية!) كانوا سידعون إلى العودة إلى نهج التخصيص الاستراتيجي للأصول السابق. ولكن من المثير للاهتمام أيضاً ملاحظة أن جزءاً كبيراً من المناقشة تمحور حول تحديات اعتماد وتنفيذ نهج المحفظة الإجمالية.

لتقديم تمثيل مرئي لوجهة نظر WTW حول التنفيذ الناجح لنهج المحفظة الإجمالية، يحدد المخطط أعلاه ثلاثة عشر مجالاً من أفضل الممارسات. يتم تصنيفها إما إلى خيوط "صلبة" (أي تقنية) أو "ناعمة" (أي الأشخاص)، ويتم تنظيمها في أربع فئات - الأهداف، والعملية، والديناميكية، والثقافة. لا تتعارض جميع النقاط مع بعضها البعض، والعديد من النقاط مترابطة فيما بينها.



أولاً وقبل كل شيء، عليك أن تدرك أن اعتماد نهج المحفظة الإجمالية هو عملية إدارة تغيير، وهي عملية تتطلب قيادة ورؤية جريئة. قد تواجه المؤسسات ذات الوظيفة التنفيذية الدورية أو المعينة سياسياً تحديات في تنفيذ هذا النهج، حيث أن طول العمر ضروري لإحداث تغيير حقيقي، خاصة عندما يتعلق الأمر بجوانب متعددة من المؤسسة - مثل هيكل الحوكمة وفرق وعمليات الاستثمار والتصميم التنظيمي وهيكل المكافآت والثقافة.

ثانياً، فكر جيداً في سبب سعيك لهذا التغيير. السبب الرئيسي الذي ذكره معظم المتبنين هو الرغبة في مزيد من الديناميكية والرشاقة. على الرغم من أن هذا قد يبدو جذاباً من الناحية النظرية، إلا أنه من الضروري تقييم مدى إمكانية تحقيق هذا الهدف عملياً داخل مؤسستك. إن العديد من الصناديق التي أعمل معها هي صناديق حكومية أو عامة بطبيعتها، وغالباً ما تعطي ثقافتها الأساسية الأولوية للحصافة والحذر. تجدر الإشارة إلى أن معظم من يتبنون نهج المحفظة الإجمالية يشتركون في انتماءات متشابهة، ومع ذلك يختارون بوعي تبني نهج استثماري ديناميكي للغاية. وقد يؤدي ذلك إلى زيادة التعقيد وزيادة عدد الفرق، وبصراحة إلى زيادة التكاليف الداخلية. للشروع في هذه الرحلة، يجب أن تؤمن بصدق أن فوائد تحقيق الرشاقة تفوق التكاليف المرتبطة بها.

في هذه المرحلة، يجب أن أضيف أننا لسنا مجرد مراقبين هنا. لقد تبنت WTW منذ فترة طويلة نهج المحفظة الإجمالية بالطريقة التي نتبعها في بناء المحافظ الاستثمارية، حتى قبل أن يتم تصنيفها على هذا النحو. وأعتقد أن هذا ينبع بشكل طبيعي من دورنا كمستشار استراتيجي أو مستشار للسياسات ومؤخراً كرئيس تنفيذي للاستثمار. وفي هذا المنصب، علينا أن نضع في اعتبارنا باستمرار النتائج النهائية لمحفظة عملاتنا. وقد أثر ذلك بطبيعة الحال على الطريقة التي ننظم بها ألفا التنظيمية (مزيج من الحوكمة والثقافة والموهبة والتكنولوجيا) وألفا الاستثمارية (حسب عامل المخاطرة)، وكذلك على سبب إدراجنا للثقافة كجزء من عملية تقييمنا للمديرين. وبعبارة أخرى، لدينا قناعة راسخة في اعتقادنا بأن نهج المحفظة الإجمالية يستحق القيام به.

التنفيذ العملي

فيما يتعلق بالتطبيق العملي للانتقال إلى نهج المحفظة الإجمالية وكيفية زيادة فرص النجاح، لا أعتقد أن هناك وصفة سحرية، ولكن يمكنني تقديم بعض النصائح بناءً على خبرتي. أفترض أن لديك، مثل العديد من عملائي، نهجاً راسخاً ومنضبطاً في التعامل مع نهج التخصيص الاستراتيجي للأصول تم تنميته على مدار سنوات عديدة بالفعل.



إدراك أن اعتماد نهج المحفظة الإجمالية هو عملية إدارة التغيير، وهي عملية تتطلب قيادة ورؤية جريئة.

ما زلت أتعلم

في الآونة الأخيرة، كان لي شرف التعاون مع أحد مالكي الأصول البارزين في آسيا الذي كان يستكشف بنشاط نهج المحفظة الإجمالية بهدف اعتماده في نهاية المطاف ليناسب متطلباته الفريدة. خلال هذه العملية، أتيحت لنا الفرصة لإجراء مقابلات مع العديد من أقرانهم من متبنّي نهج المحفظة الإجمالية الأوائل. كان أحد التعليقات المثيرة للاهتمام التي ظهرت باستمرار من هذه المحادثات هو الاعتراف بالحاجة إلى "التبسيط" وإيجاد طرق لمعالجة التعقيد الذي أدخله نهج المحفظة الإجمالية. وقد كان هذا الكشف بمثابة مفاجأة للجهة الراعية لمالكي الأصول التي كانت تعتبر نهج المحفظة الإجمالية مثالاً ساطعاً للابتكار الذي يجب الاقتداء به. ومع ذلك، فإن التعرف على تحديات التنفيذ العملي كان أمراً مثيراً للاهتمام حقاً. لقد انبهرت بشكل خاص باستعداد الصناديق النظرية للاعتراف بهذه العقبات والتدابير الهامة التي اتخذتها للتغلب عليها، والتي غالباً ما انحرفت عن نهجها الأولي. وقد أكد لي هذا الأمر أيضاً على أن نهج المحفظة الإجمالية هو عملية مستمرة ستستمر في التطور.

وفي هذا الصدد، أشجعنا جميعاً على أن نبقي منفتحين. ما زلنا جميعاً نتعلم، والمستقبل ليس منقوشاً على حجر. لا يزال نهج المحفظة الإجمالية في مراحله الأولى، ولكن لا يمكن إنكار إمكاناته التحويلية، خاصة عند مقارنته بنهج التخصيص الاستراتيجي للأصول. سنستمر في مراقبة التطورات في هذا المجال مع خطط لتحديث أبحاثنا حول نهج المحفظة الإجمالية من خلال دراسة جديدة لنظراء مالكي الأصول من المقرر إجراؤها في العام المقبل. نأمل أن يوفر ذلك فرصة للتعمق أكثر في المشهد المتطور لنهج المحفظة الإجمالية بالإضافة إلى استكشاف طرق لجعله في متناول جميع مالكي الأصول.

ثالثاً، يرجى العلم أن هذه العملية ستكون عملية متعددة السنوات وستتطلب التزاماً مستمراً وتكيفاً مستمراً إلى حد كبير. سيتطلب التغيير موافقة مجلس الإدارة وفريق الإدارة وقرق الاستثمار الأساسية والموظفين. يجب تنفيذ عمليات جديدة وتعلم سلوكيات جديدة. يجب على القيادة أن تكون متحدة في تعزيز الثقافة الصحيحة لدعم التفكير في المحفظة الإجمالية وتجنب السلوكيات الأنانية المتأصلة.

لقد ذكرت سابقاً أن نهج المحفظة الإجمالية ليس شيئاً يمكن الشروع فيه باستخفاف، ولكن هذا لا يعني أنني أعتقد أنه لا يستحق القيام به. كما هو الحال مع معظم الأشياء في الحياة، لا شيء يستحق الحصول عليه يأتي بسهولة، ولكن هذا لا يعني أنه يجب أن يكون صعباً. تذكر أن نهج المحفظة الإجمالية ليس نموذجاً محدداً ذا وجهة واحدة، بل هو مجموعة من الأساليب التي يمكن تصميمها لتلبية الاحتياجات الفريدة لمالكي الأصول المختلفين، بغض النظر عن حجمها أو تعقيدها. حتى إذا كان التحول الكامل يبدو صعباً، يمكنك البدء بإدخال استراتيجيات نهج المحفظة الإجمالية في محفظتك، أو الشراكة مع رئيس تنفيذي خارجي للاستثمار يطبق نهج المحفظة الإجمالية، أو ببساطة تعزيز عقلية وثقافة نهج المحفظة الإجمالية. المفتاح هو تبني التغيير واتخاذ الخطوة الأولى التي تتماشى مع ظروفك.





خواطر ختامية

جون ل. بومان، محلل مالي معتمد (CFA)
رئيس CAIA (جمعية المحللين المعتمدين للاستثمارات البديلة)

فإن الأمن الوظيفي، والرضا عن النفس، وضмор عملية الاستثمار ستكون جميعها بمثابة رياح معاكسة للتطور السريع.

ومع ذلك، فإننا نعتقد أن المبادئ التي يقوم عليها نهج المحفظة الإجمالية هي تقدم حتمي وضروري للصناعة في السنوات القادمة. وعلى هذا النحو، فإننا نحث الشركاء المحدودين والعموميين والاستشاريين ومقدمي الخدمات أن لا يكتفوا بدراسة المفهوم، بل يقوموا بإجراء تقييم موضوعي للآثار المترتبة عليه بالنسبة لوضع المنتج والعلاقات بين الشركاء المحدودين والعموميين وتوظيف المواهب والتطوير الوظيفي بشكل موضوعي.

ستظل جمعية CAIA، كما هو الحال دائماً، ميسراً نشطاً لدفع صناعتنا وحثها وقيادتها إلى الأمام لصالح نتائج العملاء.

وبالعودة إلى رجل الأعمال الشهير، سيقضي فريدريك تيودور أكثر من ثلاثين عاماً في محاربة الإفلاس وفشل شركائه التجاريين واحتقار الجمهور له قبل أن يقنع العالم بأن نقل الثلج كان مشروعاً يستحق العناء. في الواقع، في أواخر حياته المهنية، سيعرف باسم "ملك الثلج"، حيث كان لديه بيوت ثلج في هافانا وجامايكا ومدارس (تشيبي) وبومباي (مومباي) وسريلانكا وسنغافورة، وهو ما يتناقض بشكل صارخ مع بدايته المضحكة في مارتنينيك.

على الرغم من الفوائد التي تعود على علاقات الحوكمة/الموظفين، وبناء المحافظ، والثقافة، وربما الأداء الاستثماري الموضحة في هذه الورقة، فإننا نتوقع أن يكون اعتماد نهج المحفظة الإجمالية، مثل تجارة الثلج، متفاوتاً وتدرجياً ويستمر لجيل محترف. وكما وصفت جين بوك بالتفصيل، ستكون هناك مجموعة من النكهات الشائعة خلال هذه الفترة الانتقالية الممتدة، وستعتمد على القيادة تقييم البديل الأكثر ملاءمة لخطتها الخاصة. وعلاوة على ذلك،

المساهمون

آرون فيلبك، محلل الاستثمار البديل المعتمد (CAIA)،
محلل مالي معتمد (CFA)، مخطط مالي معتمد (CFP®)،
شهادة قياس أداء الاستثمار المعتمد (CIPM)، محترف
البيانات المالية (FDP)
المدير الإداري.
رئيس منصة يونيفاي من CAIA™
جمعية CAIA



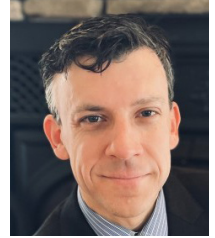
جون ل. بومان، محلل مالي معتمد (AFC)
رئيس
جمعية CAIA



كريستي هاملتون
مدير المحتوى والأبحاث
جمعية CAIA



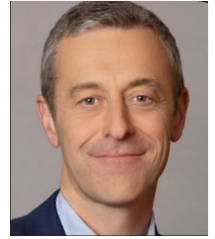
ستيفن نوكوفيتش، محلل الاستثمار البديل المعتمد
(CAIA)، محلل مالي معتمد (CFA)
المدير الإداري للمناهج الدراسية، جمعية CAIA



ديريك ووكر
المدير الإداري
رئيس قسم تصميم وإنشاء المحافظ الاستثمارية
CPP Investments



بن ساميلد
الرئيس التنفيذي للاستثمار في صندوق المستقبل



تشارلز هايد
رئيس قسم تخصيص الأصول
صندوق التقاعد النيوزيلندي



جيفري روبين
مدير إداري أول
خبير استراتيجيات الصندوق الواحد
CPP Investments

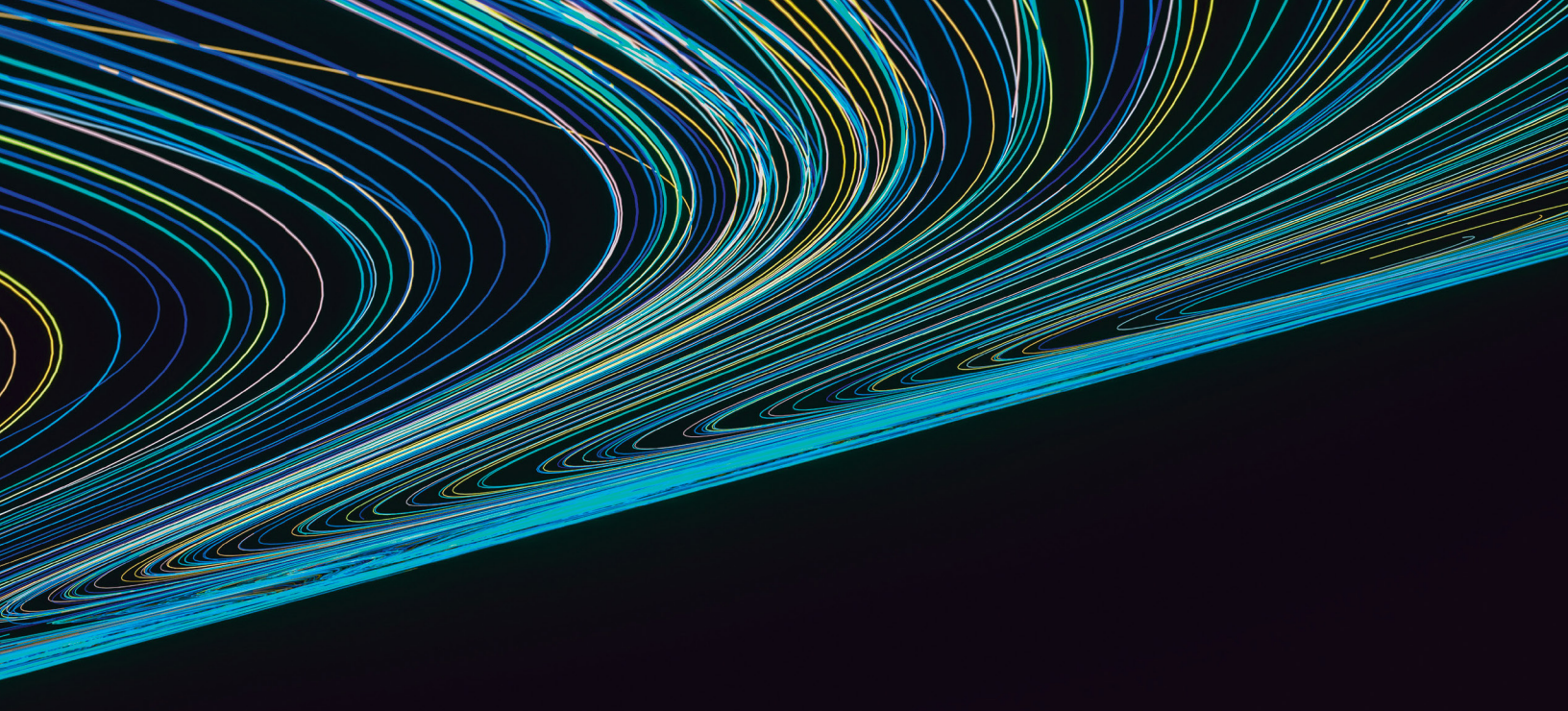


جين بوك، محلل مالي معتمد (CFA)، محلل الاستثمار
البديل المعتمد (CAIA)
رئيس قسم الاستثمارات في آسيا
WTW



سوي تشيانغ تشيام
رئيس سياسة المحفظة الإجمالية والتخصيص
GIC





جمعية CAIA هيئة مهنية عالمية رائدة في مجال إدارة الاستثمار. تحتضن الجمعية الأمريكية للاستثمارات البديلة، كجمعية في طليعة التحول في فئات الأصول الاستثمارية البديلة من «البديلة» إلى السائدة، خبرات متنوعة ومعرفة متعددة التخصصات ضرورية لتخصيص رأس المال المسؤول والإشراف على العملاء. تسعى المنظمة، وهي منظمة يقودها الأعضاء وتمثل المهنيين في أكثر من 100 دولة في جميع أنحاء العالم إلى إعداد المستثمرين لمستقبل ديناميكي، وإلى تحدي تقاليد الاستثمار وخلق الفرص وتعزيز الاستدامة على المدى الطويل.

لمعرفة المزيد عن جمعية CAIA وكيف تصبح جزءًا من الشبكة المهنية الأكثر نشاطًا التي تشكل مستقبل الاستثمار، يرجى زيارتنا على <https://caia.org/>.

2024 جمعية المحللين البديلين المعتمدين (Chartered Alternative Analyst Association) (*)