



الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف ميله
معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم علوم التسيير



المرجع :/2020

الميدان: العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية

فروع: علوم التسيير

التخصص: إدارة مالية

مذكرة بعنوان:

إدارة محفظة الأوراق المالية في البنوك التجارية
دراسة حالة البنك الفرنسي BNP PARIBAS في الفترة (2014-2019)

مذكرة مكتملة لنيل شهادة الماستر في علوم التسيير
تخصص " إدارة مالية "

إشراف:
أ.داودي حمزة

إعداد الطالبان:
- بوهالي صلاح الدين
- بوعبدالله دحمان

لجنة المناقشة

الصفة	الجامعة	اسم ولقب الأستاذ
رئيسا	المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف ميله	لمزاودة رياض
مشرفا ومقررا	المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف ميله	داودي حمزة
مناقشا	المركز الجامعي عبد الحفيظ بوالصوف ميله	باي مريم

السنة الجامعية 2020/2019



إهداء

إلى من أفضّلها على نفسي، ولم لا؛ فلقد ضحّت من أجلي ولم تدّخر جهدًا في
سبيل إسعادي على الدوام

(أُمِّي الحبيبة).

نسير في دروب الحياة، ويبقى من يُسيطر على أذهاننا في كل مسلك نسلكه
صاحب الوجه الطيب، والأفعال الحسنة.

فلم يبخل عليّ طيلة حياته

(والدي العزيز).

إلى أصدقائي، وجميع من وقفوا بجواري وساعدوني بكل ما يملكون، وفي
أصعدة كثيرة

أقدّم لكم هذا البحث، وأتمنّى أن يحوز على رضاكم

صلاح.

إهداء

إلى أعز ما أملك في الوجود قرة عيني وسبب وجودي في الحياة ...

إليك أُمي الغالية

إلى الذي كان قدوة في الحياة، ومثلاً أسمى ... إلى الذي علمني الصبر
والمثابرة...

إليك أبي العزيز

إلى الذين كانوا عوناً وسنداً في دراستنا، ونوراً يضيء الظلمة التي كانت
أحياناً تقف في طريقنا... إلى إخوتي وإخواني وكل العائلة

إلى الذين زرعوا التفاؤل في دربنا و قدموا لنا المساعدة ... إلى كل الأحباب و
الأصحاب

كل هؤلاء أهدي هذا العمل ثمرة جهدي وخلاصة عملي

دحمان

الشكر والتقدير

الحمد لله رب العالمين والصلاة والسلام على المبعوث رحمة
للعالمين سيدنا محمد وعلى آله وصحبه أجمعين.

بعد شكر الله سبحانه وتعالى على توفيقه لي لإتمام هذا البحث
أتقدم بجزيل الشكر للأستاذ المشرف " حمزة داودي " والامنتان
الكبير على توجيهاته ونصائحه التي ساهمت بشكل كبير في
إتمام واستكمال هذا العمل.

كما أتقدم بخالص الشكر إلى كل أساتذة وموظفي كلية العلوم
الاقتصادية،

وإلى كل من ساهم في إنجاز هذا العمل من قريب أو بعيد
جزيل الشكر والتقدير.

ملخص

يعد موضوع المحفظة المالية من الموضوعات المهمة في الإدارة المالية لأن هدف أي مستثمر سواء كان فردًا أو مؤسسة مالية هو تكوين محفظة مالية مثلى بالشكل الذي يقلل من المخاطر التي يتعرض لها حتى ولو كان استثماره موجهًا إلى ورقة مالية معينة، ولكي يتمكن من إدارة هذه المحفظة فإن ذلك يتطلب إمكانيات مادية وخبرة ودراسة علمية تخضع للعديد من النظريات والنماذج من أجل تكوينها وإدارتها بشكل الذي يحقق الأهداف المرجوة.

يهدف هذا البحث إلى دراسة الدور الذي تلعبه البنوك التجارية في إدارة محفظة أوراقها المالية وذلك في ظل العائد والمخاطرة والوقوف على السياسات واستراتيجيات التي تتبعها البنوك في هذا المجال، حيث أجريت الدراسة التطبيقية في هذا البحث على بنك BNP Paribas وقد تبين من خلال النتائج المتوصل إليها أن هذا البنك يقوم بدور فعال في إدارة محفظته المالية معتمد في ذلك على سياسة التنويع الكفاء.

الكلمات المفتاحية: العائد، المخاطرة، البنوك التجارية، سياسات واستراتيجيات إدارة المحفظة، التنويع.

Résumé

Le sujet du portefeuille financier est l'un des sujets importants de la gestion financière car l'objectif de tout investisseur, particulier ou institution financière, est de créer un portefeuille financier optimal de manière à réduire les risques auxquels il est exposé même si son investissement est orienté vers un titre spécifique, et afin de pouvoir gérer ce portefeuille, Cela nécessite des capacités matérielles, de l'expérience et des études scientifiques soumises à de nombreuses théories et modèles afin de les former et de les gérer de manière à atteindre les objectifs souhaités.

Cette recherche vise à étudier le rôle que jouent les banques commerciales dans la gestion de leur portefeuille de titres à la lumière du rendement, du risque et de la prise de conscience des politiques et stratégies poursuivies par les banques dans ce domaine, où l'étude appliquée dans cette recherche a été menée sur BNP Paribas, et elle a été trouvée à travers les résultats qui ont été atteints que Cette banque joue un rôle actif dans la gestion de son portefeuille financier en s'appuyant sur une politique de diversification efficace.

Mots clés: rendement, risque, banques commerciales, politiques et stratégies de gestion de portefeuille, diversification.

الفهارس

فهرس المحتويات

الصفحة	المحتوى
	الإهداء
	شكر والتقدير
I	الملخص
II- III	فهرس المحتويات
IV	فهرس الجداول
V	فهرس الأشكال
أ-د	مقدمة
29-1	الفصل الأول: مدخل الى إدارة المحافظ المالية
02	تمهيد
03	المبحث الأول: ماهية المحفظة المالية
03	المطلب الأول: التعريف بالمحفظة المالية
05	المطلب الثاني: أنواع المحافظ المالية
07	المطلب الثالث: آليات تكوين محفظة الأوراق المالية
09	المبحث الثاني: مقومات تكوين المحفظة المالية
09	المطلب الأول: العائد
13	المطلب الثاني: المخاطرة
20	المطلب الثالث: التنويع
23	المبحث الثالث: إدارة المحافظ المالية
23	المطلب الأول: التعريف بإدارة المحافظ المالية
26	المطلب الثاني: العوامل والاعتبارات الفنية المؤثرة في إدارة المحافظ المالية
27	المطلب الثالث: السياسات المتبعة في إدارة المحافظ المالية
29	خلاصة الفصل
60-30	الفصل الثاني: نماذج إدارة المحفظة المالية في البنوك التجارية وطرق تقييمها
31	تمهيد
32	المبحث الأول: نماذج إدارة المحفظة المالية
32	المطلب الأول: نظرية المحفظة المالية
39	المطلب الثاني: نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM

43	المطلب الثالث: نموذج التسعير المرجح APT
47	المبحث الثاني: تقييم أداء المحافظ المالية
47	المطلب الأول: نموذج شارب لتقييم أداء المحفظة
48	المطلب الثاني: نموذج ترينور لتقييم أداء المحفظة
49	المطلب الثالث: نموذج جنسن لتقييم أداء المحفظة
50	البحث الثالث: إدارة المحفظة المالية في البنوك التجارية
50	المطلب الأول: محفظة الأوراق المالية في البنوك التجارية
54	المطلب الثاني: استراتيجيات إدارة المحفظة المالية في البنوك التجارية
56	المطلب الثالث: خطوات إدارة المحفظة المالية في البنوك التجارية
60	خلاصة الفصل
89-61	الفصل الثالث: دراسة حالة بنك BNP PARIBAS
62	تمهيد
63	المبحث الأول: التعريف بالبنك محل الدراسة
63	المطلب الأول: التعريف بالبنك BNP PARIBAS
74	المطلب الثاني: المخاطر التي يتعرض لها البنك BNP PARIBAS
78	المبحث الثاني: دور البنك BNP Paribas في إدارة محفظة أوراقه المالية وتقييم أدائها
78	المطلب الأول: دور البنك BNP Paribas في إدارة محفظة أوراقه المالية
82	المطلب الثاني: تقييم إدارة محفظة بنك BNP PARIBAS
89	خلاصة الفصل
93-90	الخاتمة
98-94	قائمة المراجع
99	الملاحق

فهرس الجداول

الرقم	العنوان	الصفحة
01	نتائج البنك خلال سنة 2019 مقارنة مع العام 2018	72
02	تطور تكلفة المخاطر للبنك من 2014 الى 2019	75
03	قيمة المخاطر السوق (10 يوم، 99 %)	77
04	مكونات محفظة بنك BNP Paribas	80
05	تطور أولويات الاستثمار في محفظة بنك BNP Paribas	81
06	عوائد محفظة بنك BNP Paribas	82
07	حساب عائد محفظة الأوراق المالية لبنك BNP Paribas	83
08	حساب الانحراف المعياري لمحفظة الأوراق المالية	84
09	حساب التباين المشترك بين عوائد الأوراق المالية	85
10	عوائد أوراق الاستثمار Titresd'investissement	88

فهرس الأشكال

الرقم	العنوان	الصفحة
01	تأثير التنويع على مخاطر المحفظة	20
02	معامل الارتباط بين العوائد على الأسهم	22
03	منحنى الحد الفعال	35
04	منحنيات السواء للخطر والعائد المتوقع	36
05	تحديد المحفظة الكفوة	37
06	اختيار المحفظة المثلى وفقا لنموذج (توبين)	38
07	اختيار المحفظة الكفوة وفقا لنموذج (شارب)	39
08	خط سوق رأس المال (CML)	41
09	خط سوق الاستثمار (سوق الورقة المالية)	42
10	خطوات إدارة المحفظة في البنوك التجارية	56
11	تكوين مساهمي البنك في 31 ديسمبر 2019 على أساس حقوق التصويت	68
12	سعر سهم BNP Paribas مقارنة مع Euro Stoxx Banks و Stoxx Banks و CAC40	69
13	المتوسط الشهري لسعر السهم BNP Paribas منذ جانفي 2018	69
14	إجمالي حجم التداول (متوسط اليومي) في عام 2019 بملايين الأوراق على Euronext Paris و MTF	70
15	تطور التوزيعات بالأورو بالنسبة للسهم من 2008 الى 2019	71

مقدمة

مقدمة:

يعتبر الاستثمار الركيزة الأساسية التي يقوم عليها الاقتصاد في الدول العالم، إذ يلعب دوراً هاماً في تحقيق التنمية المستدامة في المجال الاقتصادي وزيادة ثروة الأفراد، كما أصبح مصدر أساسي لدخل العديد من الأفراد في العالم، ومما لا شك فيه أن التغيرات السريعة والمتلاحقة التي طرأت على اقتصاديات المعاصرة خاصة بعد ظهور النفط أدت إلى ظهور فوائض مالية تتطلب التوظيف الأمثل في الفرص الاستثمارية الملائمة لها ولعل أهم تلك الفرص المتاحة الاستثمار في المحافظ المالية.

تعد المحافظ المالية من الأدوات الاستثمارية الهامة في عالم المال والأعمال، والتي تهدف إلى تحقيق التوظيف الأمثل للأصول التي تديرها وتوجهها نحو الاستثمارات المناسبة، والمحافظة على رأس المال المكون لها، وكذلك تحقيق الاستقرار في التدفق النقدي والعائد وفقاً لحاجات الأفراد وطبيعة تكوين المحفظة، كما تعمل المحافظ المالية في هذا الصدد على تقليل المخاطر التي يتعرض لها المستثمر وذلك من خلال الإدارة المحترفة بواسطة مؤسسات مالية متخصصة.

ولا تختلف المحافظ الأوراق المالية التي تنشأ في شركات الاستثمار عن المحافظ المالية التي تنشأ البنوك التجارية، فهي عبارة عن أموال يقدمها المستثمرون للبنك ليقوم نيابة عنهم باستثمارها في شراء تشكيلة من الأوراق المالية يديرها لصالحهم ويشاركهم نسبة محددة من الأرباح.

تقوم فكرة المحافظ المالية لدى البنوك التجارية، على الاستثمار في الفرص الاستثمارية ذات الجدوى، حيث يتم الاستثمار ضمن المحفظة المالية التي تتكون من مختلف الأدوات المالية طويلة أو قصيرة الأجل، كالأسهم والسندات واذونات الخزينة، والتي ينبغي المفاضلة بينها من خلال التنوع الجيد لتكوين التشكيلة المناسبة التي تسمح بالحصول على أكبر العوائد، والحفاظ على مستوى دخل مستمر ومستقر. كما تعتبر عملية إدارة المحافظ المالية عملية صنع قرارات من خلال مراقبة تحركات عمليات الاستثمار، مع أن المعلومات التي يمكن أن يستند عليها متخذ القرار مستمدة من مصدرين مهمين، الأول هو المستثمر وأهدافه وحاجاته بينما المصدر الآخر هو أسعار الأوراق المالية وتأثيرها بما يحيط بها، لذا ينبغي القيام بقياس كفاءة المحافظ المالية من خلال الاعتماد على عدة مؤشرات تمكّن مدير المحفظة المالية من التوصل إلى تحقيق الهدف المرجو من إنشاء المحفظة.

1- إشكالية البحث:

من خلال ما سبق نطرح إشكالية بحثنا في السؤال الجوهرية التالي:

كيف تقوم البنوك التجارية بإدارة محافظ أوراقها المالية؟

وللإجابة على السؤال السابق تم طرح التساؤلات التالية:

- ما المقصود بالمحفظة المالية؟
- ماهي المخاطر التي تتعرض لها المحفظة المالية وكيف يتم قياسها؟
- كيف يمكن الحكم على مدى فعالية إدارة المحافظ الأوراق المالية؟
- كيف يتم تكوين وإدارة المحفظة المالية في البنوك التجارية؟
- هل يقوم بنك BNP PARIBAS بإدارة محفظة أوراقه المالية بكفاءة وفعالية؟

2-فرضيات البحث:

- تختلف إدارة محفظة الأوراق المالية في البنوك التجارية عن إدارتها لدى المدير المستثمر .
- يمكن الحكم على فعالية إدارة المحفظة المالية بناء على مجموعة من المؤشرات التي تبين لنا الأداء الجيد للمحفظة المالية.
- يعتمد البنك التجاري محل الدراسة على سياسة التنوع في تكوين وإدارة محفظته المالية لتحقيق أقصى العوائد مع تخفيض المخاطر .
- يقوم بنك BNP PARIBAS بإدارة محفظة أوراقه المالية بكفاءة وفعالية.

3-أسباب اختيار البحث:

- يعود السبب في اختيار هذا الموضوع الى الرغبة في الاطلاع على موضوعات إدارة المحفظة المالية، باعتبارها من المواضيع الهامة في الوقت الحالي، مع تزايد أهمية البنوك من خلال الدور الذي تلعبه في هذا المجال .
- صلة الموضوع بالتخصص العلمي للباحثين .
- يعتبر هذا الموضوع غائبا تماما من الناحية التطبيقية في البنوك التجارية الجزائرية.

4-أهداف البحث:

- توفير معلومات عن اهمية المحافظ المالية كأصل من اصول البنك التجاري .
- تقييم أداء المحافظ المالية باستخدام النماذج والأساليب الكمية.

- التعرف على أهم الخطوات والاستراتيجيات التي تتبعها البنوك التجارية في إدارة محافظها المالية.
- الحكم على مدى فعالية بنك BNP PARIBAS في إدارة محفظة أوراقه المالية.

5-أهمية البحث:

تستمد هذه الدراسة أهميتها من أهمية موضوع إدارة محافظ الأوراق المالية باعتباره من الخدمات المصرفية الحديثة في البنوك التجارية وذلك من خلال التعرف على كيف تقوم البنوك التجارية بإدارة المحافظ المالية الخاص بها ثم اختبار هذه الأخيرة في الدراسة التطبيقية على بنك BNP PARIBAS.

6-منهج البحث:

تم انجاز البحث اعتمادا على الاجراءات والاعتبارات المنهجية التي تستند الى معالجة المشكلة البحثية، بإتباع المنهج الوصفي التحليلي، عن طريق وصف ظاهرة البحث وتشخيصها بغرض استعاب عناصر الإطار النظري المرتبط بإدارة المحافظ المالية من خلال تبيان المفاهيم الخاصة بالمحفظة المالية وكذا النماذج الكمية المتبعة في إدارتها، بإضافة إلى الدور الذي تلعبه البنوك التجارية في هذا المجال، ثم حاولنا إسقاط ذلك على الواقع من خلال استعراض حالة تطبيقية ممثلة في حالة البنك الفرنسي BNP PARIBAS.

7-صعوبات البحث:

- صعوبة حصر وتركيز واختصار الدراسة وذلك لتشعب الموضوع.
- صعوبة التحكم في المعلومات نظراً لكثرة المراجع حول الموضوع.
- عدم قدرة الجهاز المصرفي الجزائري على تقديم معلومات حول الموضوع، مما اضطررنا إلى قيام بدراسة حول بنك فرنسي.
- جائحة كورونا وما نتج عنه من فرض الحجر المنزلي مما أدى إلى صعوبة التنقل للمكتبة الجامعة وجمع المعلومات من الكتب.

8-الدراسات السابقة:

- دراسة مشروم نوال بعنوان: استراتيجيات إدارة محفظة الأوراق المالية في البنوك التجارية، مجلة دراسات وأبحاث، العدد 31، جوان 2018، تمثلت إشكالية هذه الدراسة في: ما أهم استراتيجيات إدارة محفظة الأوراق المالية في البنوك التجارية؟ ما يميز دراستنا عن هذه الدراسة هو أن هذه الدراسة لم تتطرق إلى دراسة مقومات التي تحكم المحفظة المالية التي تتمثل في العائد، المخاطرة، التنويع، كما أنها لم تتطرق إلى النماذج الكمية المتبعة في إدارة المحفظة المالية، وهذا ما كان ضمن دراستنا.

- دراسة سارة بوزيد بعنوان: **ادارة محفظة الأوراق المالية على مستوى البنك التجاري -دراسة حالة بنك BNP PARIBAS-**، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير تخصص إدارة مالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة منتوري-قسنطينة، 2006-2007. حيث هدفت هذه الدراسة إلى ابراز الدور الذي تلعبه البنوك التجارية في مجال إدارة المحافظ المالية سواء كانت تخصصها أو كانت خاصة بعملائها وهذه الدراسة ينطبق عنوانها بشكل كبير مع عنوان دراستنا لكن ما يميز دراستنا عن هذه الدراسة هو أنها جاءت مكملية من خلال دراسة حالة بنك BNP PARIBAS خلال فترة (2014-2019)، بالإضافة إلى أنها تركز على دراسة كيف يقوم البنك التجاري بإدارة محفظته المالية فقط.
- دراسة نعمان محصول بعنوان: **تسيير محفظة الأوراق المالية في البنوك التجارية -دراسة حالة البنك الخارجي الجزائري-**، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص إدارة أعمال المؤسسات، كلية علوم التسيير، جامعة جيجل، 2006-2007. وتمثلت إشكالية هذه الدراسة في: ماهي أساليب الاستثمار في الأوراق المالية كبديل جديد للوظائف التقليدية في البنوك التجارية، وكيف يتم تسيير محفظة الأوراق المالية في البنوك التجارية وفق العائد والمخاطرة؟ حيث أن ما يميز دراستنا عن هذه الدراسة هو أن هذه الدراسة لم تنطرق إلى دراسة نموذج المراجعة، وكذلك إلى استراتيجيات البنوك في إدارة المحفظة المالية وهذا ما تم التطرق إليه ضمن دراستنا، بالإضافة إلى الاختلاف في الدراسة التطبيقية، وذلك أن دراستنا كانت حول البنك الفرنسي BNP PARIBAS.

9-هيكل البحث:

وفقا لمقتضيات البحث والإشكالية المطروحة تم تقسيم الدراسة إلى ثلاثة فصول، الفصلين الأولين تتعلق بالجانب النظري والثالث بالجانب التطبيقي نستعرض محتواها على النحو التالي:

الفصل الأول: بعنوان مدخل إلى إدارة المحافظ المالية، والذي تم تقسيمه الى ثلاث مباحث، بحيث احتوى المبحث الأول على ماهية المحفظة المالية، والتطرق الى التعريف بالمحفظة المالية، وأنواعها، بالإضافة إلى آليات تكوينها. أما المبحث الثاني فقد تم تخصيصه لمقومات تكوين المحفظة المالية، العائد، المخاطرة، التنويع. ثم يليه المبحث الثالث الذي يتناول المفاهيم المتعلقة بإدارة المحفظة المالية، من خلال التطرق إلى التعريف بإدارة المحافظ المالية، العوامل والاعتبارات الفنية المؤثرة فيها، ثم السياسات المتبعة في إدارتها.

الفصل الثاني: بعنوان نماذج إدارة المحفظة المالية في البنوك التجارية وطرق تقييمها، وقد تم تقسيمه كذلك إلى ثلاث مباحث، بحيث يتناول المبحث الأول نماذج إدارة المحفظة المالية، والذي يتم التطرق فيه إلى أول نظرية وهي نظرية المحفظة المالية، ثم نموذج تسعير الأصول الرأسمالية، وفي الأخير نموذج التسعير المرجح. أما المبحث الثاني كان حول تقييم أداء المحفظة المالية من خلال دراسة ثلاث نماذج، نموذج شارب، نموذج ترينور، ونموذج جنسن. أما فيما يتعلق بالمبحث الثالث والأخير فقد خصص لدراسة إدارة

المحفظة المالية في البنوك التجارية وذلك من خلال التعرف على ثلاث جوانب وهي: محفظة الأوراق في البنوك التجارية، استراتيجيات إدارة المحفظة المالية في البنوك التجارية، خطوات إدارة المحفظة المالية في البنوك التجارية.

الفصل الثالث: تناولنا فيه دراسة حالة بنك **BNP PARIBAS** ، وقد تم تقسيمه إلى مبحثين، بحيث نتطرق في البحث الأول إلى التعريف بالبنك والمخاطر التي يتعرض لها. أما في ما يخص المبحث الثاني نتناول فيه دور البنك BNP PARIBAS في إدارة محفظة أوراقه المالية ثم نقوم بتقييمها بناءً على مجموعة من المؤشرات الإحصائية التي تبين لنا فعالية البنك في إدارة محفظته المالية.

**الفصل الأول: مدخل
إلى إدارة المحافظ
المالية**

تمهيد:

يعتبر موضوع المحفظة المالية من الموضوعات الهامة في الإدارة المالية لأن هدف أي مستثمر هو تكوين محفظة مالية مثلى بالشكل الذي يقلل من المخاطر التي يتعرض لها المستثمر فيما لو كان استثماره موجهاً إلى ورقة مالية معينة، ولكي يتمكن المستثمر من إدارة هذه المحفظة فإن ذلك يتطلب إمكانيات وخبرة في هذا المجال ودراسة علمية من أجل تكوينها وإدارتها وتحديد المخاطر المتوقعة التي تتعرض لها، ومن أبرز الاجراءات المتخذة عند اختيار استثمار معين هو إجراء التحليل اللازم للعائد والمخاطر باعتبارها أساس تقييم المحافظ المالية.

وبناء عليه سنتناول في هذا الفصل ثلاث مباحث كالآتي:

❖ المبحث الأول: ماهية المحفظة المالية

❖ المبحث الثاني: مقومات تكوين المحفظة المالية

❖ المبحث الثالث: إدارة المحافظ المالية

المبحث الأول: ماهية المحفظة المالية

تعتبر محفظة الأوراق المالية المكون الرئيسي لأسواق رأس المال، فجل الاستثمارات في هذه الاسواق تأخذ طابع المحفظة، ونادرا ما يحتفظ المستثمرون باستثماراتهم في شكل ورقة فردية، وعليه فان ولوج عالم البورصات واسواق راس المال يتطلب الالمام بكل من يتعلق بالمحفظة المالية من مفاهيم وما ما تتجسد فيه من أدوات تستحدث باستمرار لتواكب مختلف التطورات العالمية وهو ما سنحاول الوقوف عليه في هذا المبحث.

المطلب الأول: التعريف بالمحفظة المالية

تعتبر المحفظة المالية من أهم مكونات المحفظة الاستثمارية في المؤسسات المالية والاقتصادية والتي أصبحت خيارا لا مفر منه لمواكبة التطورات الحاصلة في المجال المالي.

أولا تعريف محفظة المالية: هناك عدة تعاريف للمحفظة المالية من أهمها:

التعريف الأول: عرف قاموس (Webster) المحفظة المالية على أنها: عبارة عن أوراق مالية يمسكها المستثمر أو البيوت المالية مثل المصارف. وعرفها كذلك قاموس (Oxford) على أنها: "مجموعة من الأسهم المملوكة بواسطة فرد أو منظمة معينة".

التعريف الثاني: عرفت كذلك بأنها: "مجموعة من الموجودات المتمثلة بالأسهم والسندات الممسوكة من قبل المستثمر¹.

التعريف الثالث: بينما يعرفها آخرون بأنها: تشكيلة من ورقتين ماليتين أو أكثر من الموجودات².

التعريف الرابع: هي مصطلح يطلق على مجموع ما يملكه الفرد من الأسهم والسندات، والهدف من امتلاك هذه المحفظة هو تنمية القيمة السوقية لها، وتحقيق التوظيف الأمثل لما تمثله هذه الأصول من أموال³.

التعريف الخامس: هي تشكيلة من موجودين أو أكثر من الموجودات المختلفة في النوع والعدد بشكل عام، ويشار إليها بشكل خاص على أنها تشكيلة من الأوراق المالية: أسهم، سندات، أسهم وسندات التي يمسكها المستثمر لتخفيض المخاطر وتعظيم الربح⁴.

¹Ross,Stephen,Westerflied,Randolph,W.andjordan,d,Bradford, **Fundamental of Corporate Finance**, 4th ed, Mc graw-HillCompanies,1998, P 370.

²Van horne, jamea, **Financial Mangement and Policy**, 11th ed,Prentice-Hill internationa,1998, P 51.

³ سيد سالم عرفة، إدارة المخاطر الاستثمارية، ط1، دار الراية، الأردن، 2009، ص 73.

⁴ محمد علي إبراهيم العامري، الإدارة المالية المتقدمة، ط1، دار إثراء، الأردن، 2010، ص 26.

من خلال التعاريف السابقة يمكن القول بأن المحفظة المالية عبارة عن أداة مشكلة من أوراق مالية سواء كانت من نفس النوع أو كانت متنوعة ذات عوائد مختلفة وبدرجات مخاطر مختلفة تتلاءم مع اتجاهات ورغبات المستثمر وتوفر الحماية الكافية للأموال المستثمرة فيها، كما تخضع لإدارة شخص مسؤول عنها بواسطة فرد أو منظمة مالية معينة.

ثانياً أهمية المحفظة المالية:

يمكن حصر أهمية المحافظ المالية في النقاط التالية¹:

- توافر فوائض مالية لدى مختلف القطاعات أو المؤسسات سواء كانت صناعية أو تجارية أو خدمية، أفراداً كانوا أو مؤسسات، إنتاجية أو مالية.

- توسع نشاط المؤسسات المالية ومؤسسات الاستثمار وبيوت الخبرة، وكذلك التوسع في تقديم الخدمات والنصائح الاستشارية إلى المستثمرين، إضافة إلى تنوع الأدوات الاستثمارية المتاحة الداخلية والخارجية نتيجة لانتشار مظاهر العولمة المتمثلة في الانفتاح الاقتصادي وازدهار تكنولوجيا المعلومات واستخدام الانترنت في التداول.

- الاهتمام بتحقيق مبدأ الفرصة البديلة، أي العمل على استغلال رأس المال الفائض الاستغلالي الأمثل بغرض تحقيق الربح، حتى ولو كان الاستثمار في نشاط مختلف عن النشاط الأصلي للمؤسسة المولدة للأموال.

- توسع نشاط بعض المؤسسات ذات الطبيعة الخاصة التي تتعامل بالأموال، مما أدى إلى تراكم الأموال بأحجام كبيرة لديها كمؤسسات التأمين وصناديق التأمين والتقاعد والتوفير، حيث تتراكم لديها الفوائض المالية. ونتيجة لوجود التزامات تترتب عليها، يتطلب الأمر قيامها باستثمار هذه الفوائض لكي تستطيع الإيفاء بالالتزامات المالية المختلفة في الحجم والوقت المناسبين، مما يتطلب إيجاد أدوات استثمارية ومحافظ استثمارية تلبي حاجة هذه المؤسسات.

ثالثاً الهدف من تكوين محفظة الأوراق المالية:

إن الهدف الرئيسي لأي مستثمر هو الوصول إلى محفظة مثالية، أي تحقيق أكبر عائد ممكن عند مستوى خطر معين، أو تحقيق أقل مستوى خطر ممكن عند مستوى عائد ثابت، وبالتالي فإن الهدف الرئيسي

¹ غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، دار المناهج، الأردن، 2015، ص 18.

للمستثمر وهو يشكل محفظته المالية هو الحصول على أحسن ثنائية (خطر/ عائد) ممكنة¹.

ومن أهم الأهداف التي يطمح المستثمرين إلى الوصول إليها في مجال الاستثمار في الأوراق المالية ما يلي²:

أ- **تعظيم الربح**: أي تعظيم المخاطرة فإذا كان للربح الأولوية في سلم أفضليات المستثمر، فهذا يدل على أن المستثمر سيعمل على تكوين محفظة مالية ذات مستوى كبير من المخاطرة.

ب- **تحقيق أمان مستقبلي**: وهذا بتشكيل محفظة تتكون من أوراق مالية تعمل بمثابة احتياطي متراكم تزداد قيمته مع الأيام، وفي مثل هذه الحالات عادة ما يتم اللجوء إلى محفظة تتكون من سندات صادرة عن الحكومة والمؤسسات المالية المستقرة ذات العائد المتوازن.

ج- **تحقيق النمو**: أي زيادة تراكمية رأسمالية، وفي مثل هذه الحالة يعمل المستثمر على البحث عن المجالات التي تحقق له هذا الهدف، مما يجعله يلجأ إلى أسهم الشركات التي يميل مجلس إدارتها إلى التوسع وزيادة خطوط إنتاجها أو رأسمالها أو أرباحها.

د- **تحقيق مكانة في المجتمع الاقتصادي**: من خلال حيازة مجموعات متنوعة من الأسهم والسندات يتم تدويرها بشكل كفء وفعال، مما يكسبه مكانة مرموقة في المجتمع.

هـ- **التأثير على قرارات الجمعية العامة للمساهمين**: لأن الحصول على عدد أكبر من الأسهم يزيد في سلطة المساهم داخل الشركة، وبالتالي زيادة قدرته على التدخل في قرارات التغيير.

و- **مواجهة الالتزامات المستقبلية**: أي هدف تحقيق السيولة اللازمة لتغطية الالتزامات الخارجية. وفي الواقع فإن الهدف من تشكيل محفظة أوراق مالية هو مزيج من الأهداف السابقة، وتحدد درجة أولوية كل منها وفقاً لاحتياجات وطبيعة المستثمر صاحب المحفظة.

المطلب الثاني: أنواع المحافظ المالية

في هذا المطلب سنتعرف على أهم أنواع المحافظ المالية بالإضافة إلى ضوابط وقيود تكوينها.

أولاً **أنواع المحافظ المالية**: تتعدد أنواع المحافظ المالية حسب تعدد المعايير

أ- **من حيث مكوناتها**: حسب هذا المعيار يمكن تصنيفها إلى نوعين³:

¹LawrenleGitman, Michael Joelink : **Investissement et marchés financiers**, person éducation, 9ème édition, paris, 2005, p162.

² محسن أحمد الخضيرى، كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة، دار ابتراك، مصر، 1999، ص ص135- 138.

³ منير إبراهيم هندي، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال، المكتب العربي الحديث، مصر، 2008، ص121.

1. محافظ شاملة: هي التي تحتوي على أوراق مالية متعددة وليست مقتصرة على شكل معين كالأسهم فقط أو السندات فقط، كما أنها شاملة من حيث التنوع الجغرافي وغير مقتصرة على منطقة جغرافية معينة.

2. محافظ متخصصة: هي محافظ خاصة وعكس الأولى وتكون مقتصرة إما على الأسهم فقط أو السندات وتعمل في نطاق جغرافي محدد.

ب- من حيث أهدافها: يمكن تقسيم المحافظ المالية من حيث أهدافها إلى ثلاثة أنواع وهي¹:

1. محافظ الدخل أو العائد: هي تلك المحافظ التي تهدف إلى تحقيق أعلى عائد بأقل درجة من المخاطر وتحصل على الدخل النقدي من الأوراق المالية التي يحتفظ بها المستثمر في محفظته لأغراض تحقيق العائد من الفوائد التي تدفع للسندات أو التوزيعات النقدية للأسهم الممتازة أو الأسهم العادية ذات المخاطر المنخفضة.

2. محافظ الربح أو النمو: وهي المحافظ التي تشمل الاستثمار في الأوراق المالية التي تحقق ربح رأسمالي كالاستثمار في أسهم المضاربة التي تتغير أسعارها في السوق المالي وتحقق نمواً متواصلاً في الأرباح الرأسمالية للمحفظة نتيجة ارتفاع الأسعار من خلال المضاريات أو الاستثمار في صناديق النمو التي تهدف إلى تحقيق تحسن في القيمة السوقية للمحفظة.

3. محافظ استثمارية متنوعة: هي المحافظ التي تضم مجموعات متنوعة من الأوراق المالية مختلفة العائد والمخاطر فقد تحقق إيرادات جارية ورأسمالية أو إيرادات جارية فقط أو إيرادات رأسمالية فقط، وعادة تسمى إدارة هذه المحافظ بالإدارة الرشيدة ويفضلها المستثمر الرشيد الذي يوازن بين العائد والمخاطر.

ج- من حيث طبيعة ملاكها: يمكن تقسيم المحافظ المالية من حيث طبيعة ملاكها إلى نوعين هما:

1. محافظ المستثمرين الأفراد (individual investor): وهي المحافظ التي تعود ملكيتها لشخص طبيعي يستثمر مبالغ صغيرة من المال لنفسه وليس نيابة عن أي شخص آخر، ويسمى أيضاً مستثمر التجزئة **retail investor**، ويتميزون عموماً بالنفور من المخاطرة وقلة المعرفة مقارنة بالمستثمرين الآخرين، على الرغم من وجود خلاف حول مدى صحة ذلك.

2. محافظ المستثمرين المؤسسيين (investors Institutional): هي المحافظ تعود ملكيتها للمؤسسات أو الشركات، الكبيرة والصغيرة، وصناديق المعاشات التقاعدية، والعملاء المؤسسون جذابون بشكل خاص لمدراء المحافظ المالية، لأن استثماراتهم عادة ما تكون طويلة الأجل مع امتلاكهم لحجم كبير من الأصول. كما أن المستثمرين المؤسسيين مهمون لطرح إصدارات جديدة من الأسهم والسندات، حيث يمكنهم شراء عدد أكبر من الإصدار من المستثمرين الأفراد، ويمثل هذا النوع من المستثمرين صناديق المعاشات وشركات التأمين إلى جانب بنوك التوفير وبنوك الاستثمار ووكالات رأس المال المتخصصة وغيرها.

¹ دريد كامل آل شبيب، إدارة المحافظ الاستثمارية، ط1، دار المسير، الأردن، 2010، ص ص 21-23.

د- من حيث طبيعة ملكيتها: يمكن تقسيم المحافظ المالية من حيث طبيعة ملكيتها إلى نوعين هما:

1. **محافظ فردية:** وهي المحافظ التي تعود ملكيتها لجهة واحدة، لها الحق في التصرف المباشر لكل مكونات المحفظة، وتغيير تشكيلتها وحتى تصفيتها، كما لها الحق في كل العوائد التي تحققها وتحمل لوحدها الخسائر في حالة حدوثها.

2. **محافظ جماعية:** هي محافظ تعود ملكيتها لعدة جهات أو مستثمرين، وليس لكل هؤلاء الحق في التصرف المباشر لكل مكونات المحفظة، وتغيير تشكيلتها وحتى تصفيتها، كما لها الحق في جزء من العوائد التي تحققها حسب نسبة المساهمة، وتحمل الخسائر في حالة حدوثها بنفس النسبة، وعادة ما تمثلها صناديق الاستثمار، ووحدات الاستئمان Unit trust.

المطلب الثالث: آليات تكوين محفظة الأوراق المالية

ان تكوين المحفظة يعني الجمع بين مختلف الأوراق المالية والأصول الأخرى بما يسمح بتلبية احتياجات المستثمرين، ثم إدارة تلك المحفظة من أجل تحقيق أهداف الاستثمار، ومهمة مدير المحفظة هي إدارة مجموعة واسعة من المعلومات المتاحة وتحويلها إلى استثمارات ناجحة للمحفظة التي لديه الحق في إدارتها. ومن أجل تكوين محفظة مالية جيدة لابد من التحديد المسبق للضوابط والقيود تكوينها، بالإضافة إلى الشروط التي ينبغي مراعاتها أثناء وبعد عملية الإنشاء والبناء للمحفظة.

أولاً ضوابط وقيود تكوين المحفظة المالية:

في كثير من الأحيان لا يمكن للمديرين أو المستثمرين اتخاذ قرارات استثمارية بحرية تامة، لانهم يواجهون قيوداً خارجية على اختياراتهم من الأصول وبالتالي على محفظتهم الناتجة، لذا يجب عليهم أن يأخذوا في الحسبان اعتبارات أخرى، مثل الحالة الضريبية للمستثمر ونوع أدوات الاستثمار، بالإضافة إلى موارد العميل واحتياجات السيولة والأفق الزمني للاستثمار وغيرها من القيود، التي نذكرها فيما يلي:

أ- **ضوابط وقيود زمنية:** أي مدى الزمني الذي يرغب صاحب المحفظة الاستمرار فيه مستثمراً لأمواله (قصيراً، طويلاً، متوسطاً، لمدة سنة ...)¹.

ب- **ضوابط وقيود مالية:** أحد القيود الواضحة التي تواجه القائم ببناء المحفظة هي كمية الموارد المتاحة للاستثمار، فالعديد من الاستثمارات لها حد أدنى من المتطلبات المالية، على سبيل المثال ، قد يتطلب إنشاء حساب هامش في الولايات المتحدة الأمريكية ما لا يقل عن بضعة آلاف من الدولارات عند إنشائه، وبالمثل، فإن الاستثمار في صندوق تحوط قد يكون ممكناً فقط للأفراد الذين تزيد رأسمالهم عن مليون

¹ خلفان حمد عيسى، إدارة الاستثمار والمحافظ المالية، ط1، دار الجنادية، الأردن، 2016، ص ص 88، 89.

دولار، وحد أدنى من الاستثمارات يبلغ عدة مئات الآلاف من الدولارات، لذلك تراعي استراتيجية الاستثمار الحدود الدنيا والقصى للموارد¹.

ج- **ضوابط وقيود السيولة:** وهو القيد الذي يضعه صاحب المحفظة على مديرها في شكل إمكانية تسهيل المحفظة بالكامل أو بجزء كبير منها أو بشكل فجائي أو في أجل قصير، مما يجعل مدير المحفظة ينجز أنواعا معينة من الأوراق المالية التي تحقق هذا الهدف².

د- **ضوابط وقيود ضريبية:** من أجل بناء محفظة مالية مناسبة، يجب النظر في المسائل الضريبية من قبل المستثمرين ومدير المحفظة، فعلى سبيل المثال ان كان أصحاب الأموال لا يخضعون للضرائب على الإطلاق (بعض الصناديق) فيجب على المدير محاولة تجنب تلك الأسهم التي يتم فيها خصم الضريبة في المصدر، وعلى الرغم من أن هذه الجهات قد تكون قادرة على استرداد الضريبة المقطوعة، إلا أنها ستتكد تكلفة الفرصة البديلة على الفوائد المفقودة أو العوائد التي كان بإمكانها تحصيلها لو لم يتم خصم الضريبة، وسيحتاج المستثمرون إلى تقييم أي مفاضلة بين الاستثمار في الأدوات المعفاة من الضريبة والأدوات الخاضعة للضريبة، كما يجب الانتباه الى أن بعض صناديق الاستثمار المعفاة من الضرائب قد تحتوي على قيود سيولة مما يعني أن المستثمرين لن يتمكنوا من سحب أموالهم من الصناديق لعدة سنوات مقابل عدم التعرض للضريبة³.

هـ- **ضوابط وقيود الأخطار والمخاطر:** يقوم مدير الاستثمار باختيار الأوراق المالية التي يتناسب درجة الخطر في الاستثمار فيها مع استعداد المستثمر وقدرته على قبول وتحمل المخاطر⁴.

و- **ضوابط وقيود خاصة:** إلى جانب القيود التي سبق ذكرها، قد يكون للمستثمرين ظروف أو متطلبات خاصة تؤثر على الاستثمار الخاص بهم، على سبيل المثال، سيختلف عدد الأشخاص المعالين (الذين يعيّلهم) واحتياجاتهم من مستثمر لآخر، ما يجعل المستثمر في حاجة إلى التخطيط المسبق لرسم المدرسة أو الجامعة لواحد أو أكثر من الأطفال، ما يعني أن بعض الأدوات الاستثمارية ستكون أكثر ملاءمة لهؤلاء المستثمرين، في حين قد يرغب مستثمرون آخرون في الاستثمار في الصناديق المسؤولة اجتماعياً (socially responsible funds)، كما أن بعض المستثمرين المطلعين على الشركات أو أصحاب المناصب السياسية، قد يكونون مقيدون قانونياً فيما يتعلق باستثماراتهم واختياراتهم⁵.

ثانياً شروط بناء وتكوين المحفظة المالية:

¹ Christine Brentani, **Portfolio Management in Practice**, Elsevier Butterworth-Heinemann, UK, 2004, p 2.

² خلفان حمد عيسى، إدارة الاستثمار والمحافظ المالية، ط1، دار الجنادية، الأردن، 2016. ص ص 88، 89.

³ Christine Brentani, **op cit**, p 2.

⁴ خلفان حمد عيسى، إدارة الاستثمار والمحافظ المالية، ط1، دار الجنادية، الأردن، 2016. ص ص 88، 89.

⁵ Christine Brentani, **op cit**, p 2.

عند تكوين المحفظة المالية يفضل أن يلتزم المستثمر بالعناصر التالية¹:

- الاعتماد على رأس المال الخاص للمحفظة في تمويل استثماراتها دون اللجوء إلى الاقتراض من الغير.
- يجب أن يكون مزيج الأوراق المالية ملائم لأهداف المحفظة وبالمخاطر التي تحددها إدارة المحفظة وأن يكون التنويع بين أوراقها ذو معامل ارتباط سالب، فتكون المحفظة من أسهم الشركات منخفضة المخاطر بعد أن تحدد إدارة المحفظة مستوى المخاطر التي يقبل بها المستثمر، ويحتوي الجزء الآخر على الأسهم ذات المخاطر العالية والتي يكون العائد بها مرتفعاً وتكون المخاطر أيضاً وفقاً لقدرة المستثمر لتحملها.
- يجب تحديد دورة الاستثمار أي الفترة الزمنية للاستثمار مسبقاً، ويتم اختيار أنواع الاستثمارات التي تتلاءم مع تلك المدة أي هل هي استثمارات قصيرة الأجل أو طويلة الأجل.
- إمكانية إجراء التغييرات في مكونات المحفظة إذا ما تغيرت الظروف الاقتصادية أو ظروف الشركات أو القطاع الذي تنتمي إليه الأوراق المالية في المحفظة وبشكل يسمح لها بتحمل مخاطر أكبر أو بالعكس حسب ظروف السوق.
- تحقيق مستوى ملائم من التنويع بين القطاعات التي تتشكل منها الأوراق المالية داخل المحفظة، فمن الخطأ تركيز الاستثمارات في أسهم شركة واحدة حتى إن كان رأس المال المستثمر صغيراً، وهذا يتمثل في الحكمة القائلة لا تضع ما تملكه من بيض في سلة واحدة، فكلما زاد تنويع الاستثمار في قطاعات مختلفة أدى إلى انخفاض المخاطر.
- الظروف الشخصية للمستثمر من حيث العمر والوضع الاجتماعي للمستثمر وحالته الصحية ومعدل دخله وطبيعة النظام الاقتصادي ومنحنى الاستهلاك والنظرة النفسية للأموال ومدى تقبل فكرة المخاطر.

المبحث الثاني: مقومات تكوين المحفظة المالية

يحكم تشكيل المحفظة المالية مجموعة من العوامل والتي ينبغي مراعاتها لتحقيق الأهداف المرجوة من الاستثمار، تتمثل هذه العوامل في كل من العائد، المخاطرة والتنويع.

المطلب الأول: العائد

¹ دريد كامل آل شبيب، إدارة المحافظ الاستثمارية، مرجع سبق ذكره، ص 20، 21.

يعتبر العائد من بين الأهداف الأساسية التي يسعى إليها المستثمر والتي تأخذ بعين الاعتبار عند اتخاذ القرارات الاستثمارية.

أولاً تعريف العائد:

يعرف بأنه: "عبارة عن مجموع المكاسب أو الخسائر الناجمة عن الاستثمار خلال فترة زمنية محددة، وهذا يعني أن العائد هو مقدار الأموال المضافة إلى رأس المال الأصلي والذي يؤدي إلى تعظيم الثروة"¹.

كما يعرف على أنه: "صافي الدخل عن عملية استثمار الأموال، وعادة ما يكون العائد بشكل مبالغ مطلقة، ولكن معدلات العائد هي التي يمكن من خلالها الحكم على فعالية الاستثمار من عدمه"².

وبقال أن: "العائد الصافي الاجمالي على سهم ليس المقصود به الأرباح الصافية فقط، وإنما أيضا القيمة الإضافية المحققة، بالإضافة إلى الأرباح الرأسمالية التي قد تنتج عن إعادة بيعه"³.

ثانياً أشكال عوائد الاستثمار:

تأخذ عوائد الاستثمار المالية عدة أشكال منها⁴:

أ- توزيعات الأرباح: إذا كانت هذه الاستثمارات تمثل حقوقاً من أموال ملكية مثل الأسهم، فحامل السهم شريك في الشركة المصدرة للسهم، لذلك فهو من ماليتها وحقوقه من حقوق المساهمين.

ب- الفوائد: إذا كانت الاستثمارات تمثل اقتراض مثل السندات، فحامل السند مقرض للشركة التي أصدرت هذا السند، وقيمة القرض هي قيمة السند، وبالتالي يحصل حامل السند على الفائدة المتفق عليها مع الشركة.

ج- الأرباح الرأسمالية: تنتج هذه الأرباح عن إعادة بيع الاستثمارات المالية، فحامل السهم أو السند إذا ما استطاع بيع السهم أو السند بمبلغ يزيد عن المبلغ الذي اشترته به يكون قد حقق ربحاً رأسمالياً.

ثالثاً أنواع العوائد على الاستثمار:

توجد ثلاث معدلات مختلفة للعائد على الاستثمار هي:

¹ دريد كامل آل شبيب، إدارة المحافظ الاستثمارية، مرجع سبق ذكره، ص 61.

² محمد علي إبراهيم العامري، الإدارة المالية، المناهج، الأردن، 2007، ص 413.

³ Bertrand Jacquillat, Bruno Solnik, Marchés Financiers, *Gestion de portefeuille et des risques*, Dunod, Paris, 1998, p 81-8.

⁴ زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، ط4، دار وائل، الأردن، 2007، ص 293.

أ- **معدل العائد الحقيقي (الفعلي):** ويسمى أيضا بمعدل فترة الاحتفاظ، والذي يتكون من العائد الجاري وهو العائد الناتج عن الاحتفاظ بالأصل والعائد الرأسمالي الناتج عن بيع الأصل أو المزيج بينهما¹. وهو عبارة عن قيمة الاستثمار في نهاية المدة مقسوما على قيمة الاستثمار في بداية المدة. ويحسب كما يلي²:

$$R_i = \frac{(D_i + P_i - P_0)}{P_0}$$

حيث:

R_i : معدل العائد الحقيقي

D_i : مقسوم الأرباح للسهم الواحد

P_i : سعر السهم في نهاية المدة

P_0 : سعر السهم في بداية المدة

معدل العائد الدوري يساوي: $\frac{D}{P_0}$ حيث: D هو مقسوم الأرباح الدوري الموزع للسهم.

بينما يساوي معدل العائد الرأسمالي $\frac{P_i - P_0}{P_0}$

وعندما لا يكون هناك مقسوم أرباح موزعة فإن معدل العائد الفعلي للسهم R_j يحسب كما يلي:

$$R_j = \frac{P_i - P_0}{P_0}$$

ب- **معدل العائد المتوقع:** هو معدل العائد الذي يتوقع المستثمرون الحصول عليه في المستقبل، فهو مرتبط بحالة عدم التأكد، لذا فمن الممكن أن يضع المستثمر إطاراً للتوزيع الاحتمال، أي يقدر الاحتمالات الممكنة ووزن كل احتمال وقيمة العائد المتوقع في ظلّه³. ويحسب بالصيغة التالية⁴:

$$E(R) = \sum_{i=1}^n R_i \cdot P R_i$$

حيث:

¹ علوان قاسم نايف، إدارة الاستثمار بين النظرية والتطبيق، ط1، دار الثقافة، الأردن، 2009، ص 96.

² محمد علي إبراهيم العامري، إدارة محافظ الاستثمار، ط1، دار إثراء، مكتبة الجامعة، الأردن، 2013، ص ص 27، 28.

³ علوان قاسم نايف، مرجع سبق ذكره، ص 60.

⁴ محمد علي إبراهيم العامري، إدارة محافظ الاستثمار، مرجع سبق ذكره، ص 31.

$E(R)$: العائد المتوقع.

R_i : العائد من الفترة.

PR_i : احتمالية حدوث الحدث.

n : عدد العوائد الممكنة.

ج- **معدل العائد المطلوب**: هو معدل العائد الذي يطلبه المستثمرون عند استثمار أموالهم تعويضاً عن التأجيل الحالي لاستهلاك هذه الأموال، والمخاطرة المصاحبة لذلك الاستثمار¹. ويحسب بالصيغة التالية²:

$$R_R = R_f + (E R_m - R_f) \beta$$

حيث:

R_R : معدل العائد المطلوب.

R_f : معدل العائد الخالي من المخاطرة.

$E R_m$: معدل عائد محفظة السوق المالية.

β : معامل بيتا.

رابعاً العائد على المحفظة المالية:

يختلف عائد المحفظة المالية عن عائد الورقة المالية الفردية، فهو عبارة عن مجموع المنافع الإضافية التي تحققها الأوراق المكونة لها.

ولحساب عائد المحفظة المالية يجب أولاً أن نميز بين نوعين من عوائد المحفظة وهما: العائد الفعلي والعائد متوقع، حيث أن العائد الفعلي للأوراق المالية يستند على بيانات تاريخية فعلية، وبالتالي فإن طريقة حسابه سهلة أما العائد المتوقع فيعتمد على توزيع احتمالي، أي تقدير عدد الاحتمالات الممكنة ووزن كل احتمال، وفيما يلي عرض طريقة حساب عائد المحفظة المالية.

1. العائد التاريخي للمحفظة المالية: هو عبارة عن الوسط المرجح لعوائد الأوراق المالية المكونة لهذه المحفظة. ويحسب العائد التاريخي للمحفظة بالعلاقة التالية³:

¹ سليمة حشاشي، نحو نموذج مقترح لتقييم الأصول المالية في الأسواق المالية العربية: دراسة قياسية، أطروحة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف 1، 2017/2018، ص10.

² محمد علي إبراهيم العامري، إدارة محافظ الاستثمار، مرجع سبق ذكره، ص 31.

³ Mondher Bellalah, *Gestion de portefeuille, analyses quantitative de rentabilité et des risques*, Pearson education, 2004, p12.

$$Rp = \sum_{i=1}^n W_i R_i$$

حيث:

Rp : العائد التاريخي للمحفظة المالية p .

W_i : الوزن النسبي للورقة المالية i .

R_i : العائد الورقة المالية i .

2. العائد المتوقع للمحفظة المالية: يأخذ العائد المتوقع لمحفظة أوراق مالية في العادة صورة خطية فهو عبارة عن متوسط المرجح بالأوزان النسبية لمختلف الاستثمارات المالية في المحفظة، ويعرف هذا المقياس بالنظر إلى توزيع احتمالات العوائد على المحفظة حسب الظروف المستقبلية كرواج وكساد اقتصادي¹. يحسب بالعلاقة التالية²:

$$E(R_p) = \sum_{i=1}^n (W_i R_i) P_i$$

$E(R_p)$: العائد المتوقع للمحفظة المالية p .

W_i : الوزن النسبي للورقة المالية i .

R_i : عائد الورقة المالية i .

P_i : احتمال حصول العائد.

المطلب الثاني: المخاطرة

رأينا ان الأوراق المكونة للمحفظة المالية هي مصدر عوائدها، وهي من ناحية أخرى مصدر الخطر الذي تتعرض له المحفظة، لذلك يعد تحديد خطر المحفظة المالية وبيان اسبابها وقياسها بمثابة العامل الثاني بعد العائد وذلك لتحديد القيمة السوقية للمحفظة المالية.

إن أكثر القرارات الحيوية المتعلقة بالاستثمار التي يمكن أن يتخذها المستثمر تتطوي على مقدار المخاطرة التي هو على استعداد لتحملها، سوف يرغب معظم المستثمرين في الحصول على أعلى عائد لأقل قدر من

¹ ليندة آيت بشير، أساليب التنبؤ في إطار النظرية الحديثة للمحفظة الأوراق المالية، مجلة دراسات العدد الاقتصادي، المجلد 09، العدد 01، جامعة الجزائر 03، الجزائر، جانفي 2018، ص 101.

² Mondher Bellalah, op.cit., p12.

المخاطر المحتملة، ومع ذلك لابد أن تكون هناك مفاضلة بين المخاطر والعائد ، حيث ترتبط العوائد المرتفعة عمومًا بمخاطر مرتفعة، وبالتالي فإن أهم مشكلة يحددها مدير المحفظة هي درجة تحمل العميل للمخاطر، وهي عملية ليس من السهل القيام بها لأن المواقف تجاه المخاطر شخصية وأحيانًا يصعب التعبير عنها، وقد يكون من الصعب تعريف مفهوم الخطر وقياسه، ومع ذلك ، يجب على مديري المحافظ المالية أن يأخذوا في الاعتبار خطورة المحافظ الموصى بها أو التي تم إنشاؤها للعملاء، وهو ما سنتناوله في هذا المطلب.

أولاً تعريف المخاطرة:

يمكن تعريف المخاطرة بأنها: " احتمال فشل المستثمر في تحقيق العائد المرجح أو المتوقع على الاستثمار"¹. وكذلك تعرف على أنها: " التذبذب في العائد المتولد أو عدم التأكد من حتمية حصول العائد أو عدم التأكد من حيث حجمه أو وزنه أو انتظامه أو من جميع هذه الأمور المجتمعة معا"².

ثانياً أنواع المخاطر المالية ومصادرها:

أ- أنواع المخاطر: تقسم المخاطر التي يتعرض لها الأصل المالي أو المحفظة إلى مخاطر منتظمة وأخرى غير منتظمة يمكن تلخيصها فيما يلي:

1. المخاطر النظامية: هي المخاطر التي تتعرض لها كافة الأوراق المالية في السوق ومن الصعب التخلص منها أو التحكم فيها ولكن يمكن للمستثمر أن يقلل من تأثيراتها بسبب اختلاف تأثير المخاطر على الأوراق المالية حسب نوعها وطبيعتها³.

2. المخاطر غير النظامية: المخاطر غير المنتظمة فهي تلك التي تصيب سهم شركة محددة بسبب سياسات الشركات الداخلية مثل إضرابات العمال وسوء الإدارة في استخدام الموارد وظهور مخترعات جديدة أو بسبب تغير ذوق المستهلك مما تتعرض أرباح الشركة لانخفاض وهذا سيؤثر على أسعار أسهمها في السوق المالي⁴.

ب- مصادر المخاطر: تقسم مصادر الخطر إلى مصادر المخاطر المنتظمة ومصادر المخاطر غير المنتظمة.

1. مصادر المخاطر المنتظمة: وتشمل:

¹ محمد مطر وفايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، ط1، دار وائل، الأردن، 2005، ص 32.
² زياد رمضان، مرجع سبق ذكره، ص 284.

³ Gup Benton, **principles of financial of Management**, Éditeur Wiley, USA, 1983, p 281.

⁴ Johns Charles, **Investments Analysis and Management**, 5th.ed, John Wiley & Sons, USA, 1996, p 427 .

▪ **مخاطر أسعار الفائدة:** مخاطر سعر الفائدة هي المخاطر الناتجة عن احتمال حدوث اختلاف بين معدلات العائد المتوقعة ومعدلات العائد الفعلية بسبب حدوث تغير في أسعار الفائدة السوقية خلال المدة الاستثمارية¹.

▪ **مخاطر التضخم:** وتعرف على أنها مخاطر انخفاض القوة الشرائية للدخل، الناتج على الاستثمار المالي نتيجة الارتفاع المتسارع في مستوى الأسعار في الاقتصاد ككل. ومنه فإن التضخم يعمل على خفض معدل العائد الحقيقي للاستثمارات المالية، مما يؤدي إلى انخفاض أسعارها، ويكون هذا التأثير أقوى على الاستثمارات في الأصول ذات الدخل الثابت مثل السندات منها².

▪ **مخاطر السوق:** تتمثل مخاطر السوق بتلك المخاطر التي تصاحب وقوع أحداث غير متوقعة، ويكون تعرض حملة الأسهم العادية لهذا النوع من المخاطر أكثر من غيرهم من المستثمرين الآخرين³. كما تعرف مخاطر السوق على أنها مخاطر فقدان القيمة الناتجة عن التغيرات غير المواتية في الأسعار أو معايير السوق، سواء كانت ملحوظة مباشرة أو لا.

2. مصادر المخاطر الغير المنتظمة: هناك عدة مصادر للمخاطر غير المنتظمة أهمها:

▪ **مخاطر الإدارة:** تأتي هذه المخاطر من القرارات الإدارية الخاطئة، علما بأن هذه القرارات تنعكس على نشاط الشركة وتحقيق الأرباح وهذا بدوره ينعكس على أسعار أسهم هذه الشركة في سوق الأوراق المالية ويعتبر من مخاطر سوء الإدارة التي تقوم المشاكل بين أعضاء مجلس الإدارة أو المشاكل التي تقع داخل الشركة كإضرابات العمال⁴.

▪ **مخاطر الصناعة:** وهي المخاطر التي تقع على نوع معين من الصناعات كظهور اختراعات جديدة وظهور منافسين جدد أو عدم قدرة الصناعة من منافسة جودة الصناعات الأخرى⁵.

▪ **مخاطر الرفع التشغيلي:** يرتبط الرفع التشغيلي عادة بنمط هيكل تكاليف المنشأة أي بالوزن النسبي للتكاليف الثابتة التشغيلية في التكاليف الكلية أو الاجمالية. وعلى هذا الأساس ترتفع درجة الرفع التشغيلي كلما ارتفع الوزن النسبي للتكاليف الثابتة في هيكل التكاليف والعكس بالعكس⁶.

▪ **مخاطر الرفع المالي:** مخاطر الرفع المالية تحدث نتيجة استخدام الشركة لأموال ذات أعباء ثابتة كالقروض، السندات والأسهم الممتازة، والسبب الرئيسي الذي يدفع الشركة إلى استخدام الأموال ذات الأعباء الثابتة هو زيادة الأرباح المتاحة لحملة الأسهم العادية⁷.

¹ محمد مطر وفايز تيم، مرجع سبق ذكره، ص 43.

² علوان قاسم نايف، مرجع سبق ذكره، ص 64.

³ محمد مطر وفايز تيم، مرجع سبق ذكره، ص 46.

⁴ غازي فلاح المؤمني، مرجع سبق ذكره، ص 73.

⁵ نفس المرجع اعلاه، ص 73.

⁶ محمد مطر وفايز تيم، مرجع سبق ذكره، ص 49.

⁷ طارق عبد العال حماد، إدارة المخاطر: أفراد، إدارات، شركات، بنوك، الدار الجامعية، مصر، 2003، ص 372.

ثالثاً نماذج تقدير المخاطر: تعتبر مقاييس التشتت أهم الأدوات الإحصائية في قياس المخاطر الاستثمارية منها المستخدمة في قياس المخاطر الكلية (النظامية وغير النظامية) والآخرى في قياس المخاطر النظامية فقط، والتي نتناولها فيما يلي:

أ- التباين: يعبر تباين العوائد عن متوسط انحرافات مجموعة من قيم العوائد عن وسطها الحسابي بمعنى يقيس درجة تشتت العوائد عن متوسط العائد ويعبر عنه بالعلاقة¹:

$$V(R_i) = \sum_{i=1}^n p_i (R_i - E(R_i))^2$$

حيث:

$V(R_i)$: تباين العائد R .

R_i : العائد عن الفترة i .

p_i : تمثل احتمال تحقق الظروف الاقتصادية

ب- الانحراف المعياري: يعتبر الانحراف المعياري من المقاييس الإحصائية المناسبة لتقدير المخاطر التي تحيط بالاستثمارات، حيث يعكس الانحراف المعياري كنموذج شكل التشتت في العوائد المتوقعة لاقتراح ما حول الوسيط الحسابي للعائد المتوقع، إذ يمثل الوسط الحسابي للعائد المتوقع مدى اتساع منحنى التوزيع الاحتمالي لمعدل العائد المتوقع. فكلما كان الانحراف المعياري منخفضاً دل ذلك على انخفاض درجة المخاطرة التي تحيط بالمقترح الاستثماري والعكس صحيح². ويحسب بالعلاقة التالية³:

$$\sigma = \sqrt{\sum_{i=1}^n \frac{(R_i - E(R))^2}{n - 1}}$$

حيث: σ : الانحراف المعياري.

R_i : العائد عن الفترة i .

¹ Farber A., Laurent M. P., Oosterlinck K., Pirott H., Finance, pearson, paris, 2011, p169

² حمزة محود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، ط2، دار الوراق، الأردن، 2008، ص365.

³ عبد الرزاق قاسم، أحمد العلي، إدارة الاستثمارات والمحافظ الاستثمارية، منشورات جامعة دمشق، سوريا، 2010-2011، ص51.

ويتم قياس المخاطر المتوقعة بواسطة التوزيع الاحتمالي للعوائد المتوقعة من خلال الربط باحتمالات الحالة الاقتصادية المتوقعة، وعليه تأخذ معادلة الانحراف المعياري الشكل الموالي¹:

$$\sigma = \sqrt{\sum_{i=1}^n p_i (R_i - E(R))^2}$$

حيث: p_i : تمثل احتمال تحقق الظروف الاقتصادية.

ج- معامل الاختلاف: يكون الانحراف المعياري مقياساً مناسباً للمخاطرة عند المقارنة بين مشروعين (أو سهمين) تكون القيمة المتوقعة بينهما متساوية. ولكن عندما تختلف القيم المتوقعة للمشاريع، يكون معامل الاختلاف هو مقياس المخاطرة المناسب حيث يبين درجة المخاطرة لوحدة من العائد². ويتم حساب معامل الاختلاف بقسمة الانحراف المعياري للمقترح الاستثماري على معدل العائد المتوقع³.

$$CV = \frac{\delta_i}{E(R_i)}$$

حيث: δ_i : الانحراف المعياري.

$E(R_i)$: معدل العائد المتوقع.

د- خطر المحفظة المالية: مخاطر المحفظة هي دالة لمخاطر الاستثمارات الفردية التي تشكل المحفظة أو تكون المحفظة وأوزانها ومعاملات الارتباط فيما بين معدلات العائد لهذه الاستثمارات الفردية، فكلما كانت معاملات الارتباط سالبة بين موجودات المحفظة كلما اقتربت المحفظة من المثالية ويكون ذلك أفضل⁴.

وعليه يتم قياس المخاطر الكلية للمحفظة كما يلي⁵:

إذا كانت المحفظة تتكون من استثمارين، فإن صيغة تباين المحفظة تكون كما يلي:

$$\delta_p = \sqrt{W_1^2 \delta_1^2 + W_2^2 \delta_2^2 + 2W_1 W_2 P_{12} \delta_1 \delta_2}$$

حيث:

¹ نفس المرجع اعلاه، ص52.

² سيد سالم عرفة، مرجع سبق ذكره، ص 255.

³ حمزة محود الزبيدي، مرجع سبق ذكره، ص369.

⁴ محمد علي إبراهيم العامري، إدارة محافظ الاستثمار، مرجع سبق ذكره، ص45.

⁵ عبد الرزاق قاسم، أحمد العلي، مرجع سبق ذكره، ص ص66، 67.

δ_p : الانحراف المعياري للمحفظة.

W_1 : الوزن النسبي للورقة 1.

W_2 : الوزن النسبي للورقة 2.

δ_1 : الانحراف المعياري للورقة 1.

δ_2 : الانحراف المعياري للورقة 2.

P_{12} : معامل الارتباط بين الورقتين 1 و 2.

يلاحظ من المعادلة السابقة أن مخاطر المحفظة المالية المكونة من ورقتين مالييتين خطرتين تتوقف على قيمة معامل الارتباط بين تلك الورقتين، بحيث كلما قل الارتباط بين عوائد الأوراق المالية المشكلة للمحفظة كلما قلت مخاطرها وهذا يعتمد على جودة التنويع.

ويمكن حساب معامل الارتباط بين ورقتين مالييتين من خلال المعادلة التالية:

$$p_{12} = \frac{COV(1, 2)}{\delta_1 \delta_2}$$

حيث يمثل $COV(1, 2)$: التباين المشترك بين عائد الورقة 1 وعائد الورقة 2، والذي يتم حسابه كما يلي:

$$COV(1, 2) = \frac{(R_1 - \bar{R}_1)(R_2 - \bar{R}_2)}{n}$$

- أما إذا كانت المحفظة تتكون من N أصل، فإن صيغة تباين المحفظة تكون كما يلي¹:

$$\delta_p^2 = \sum_{i=1}^n W_i^2 \delta_i^2 + \sum_{i=1}^n \sum_{k=1}^n W_i W_k COV_{ik}$$

هـ - دور معامل بيتا في قياس المخاطر المنتظمة: ويعدّ معامل بيتا من بين أهم المؤشرات المستخدمة للتنبؤ بالمخاطر السوقية للأوراق المالية أو المحفظة المالية، حيث يقيس هذا المعامل المخاطر المنتظمة المتعلقة بأسهم شركة ما بالنسبة إلى مخاطر السوق، ويحسب بالعلاقة التالية²:

$$\beta_i = \frac{COV_{im}}{\sigma_m^2}$$

¹ نفس المرجع أعلاه، ص 67.

² نفس المرجع أعلاه، ص ص 136، 137.

حيث:

COV_{im} : الانحراف المشترك بين معدل العائد على السهم (i) ومعدل العائد محفظة السوق (m)

σ_m^2 : التباين في العوائد على محفظة السوق.

ويفسر معامل بيتا للسهم i أو المحفظة بالنسبة لمعامل بيتا لمحفظة السوق الذي يساوي الواحد (1) كما يلي:

✓ β أصغر من 1: مخاطرة السهم i أكبر من مخاطرة السوق.

✓ β تساوي 1: مخاطرة السهم i مساوية لمخاطرة السوق.

✓ β أصغر من 1: مخاطرة السهم i أقل من مخاطرة السوق.

كما انه بعد قياس معامل بيتا يمكن حساب المخاطر المنتظمة للأصل، حيث تساوي حاصل ضرب مربع معامل بيتا في تباين معدل العائد لمحفظة السوق. وتحسب بالصيغة الآتية¹:

$$\text{المخاطر المنتظمة} = \beta^2 \delta_{R_m}^2$$

حيث: β : معامل بيتا.

$\delta_{R_m}^2$: تباين معدل عائد محفظة السوق.

و- علاوة المخاطر²: لا يمكن أن نفرغ من مناقشة موضوع المخاطرة دون أن نمر بعلاوة المخاطرة الذي يعد مفهوما أساسا لموضوع المخاطرة، علاوة المخاطرة هي التعويض الإضافي في معدل العائد المطلوب مقابل تحمل المستثمر لمستوى معين من المخاطرة. وتجدر الإشارة إلى أن علاوة المخاطرة على المحافظ الاستثمارية المنوعة جيدا يعتمد فقط على المخاطر المنتظمة. وعليه فعلاوة المخاطر المنتظمة تساوي علاوة مخاطرة السوق مضروبة بمعامل بيتا المخاطرة النظامية للمحفظة الاستثمارية. وتحسب وفقا للعلاقة الموالية:

$$\theta_p = (ER_m - R_f)\beta_j$$

حيث: θ_p : علاوة مخاطرة المحفظة.

$(ER_m - R_f)$: علاوة مخاطرة السوق.

¹ محمد علي ابراهيم العامري، إدارة محافظ الاستثمار، مرجع سبق ذكره، ص 51.

² نفس المرجع اعلاه، ص 55.

المطلب الثالث: التنويع

من بين مقومات تكوين المحافظ المالية التنويع، والذي يعدّ عامل مهم في اختيار التوليفة الجيدة المتنوعة من حيث الأوراق المالية داخل المحفظة بهدف تقليل المخاطرة.

أولاً تعريف التنويع: هو عبارة عن القرار المناسب الذي يصدر عن مدير المحفظة المالية والمتعلق باختيار التوليفة من الأوراق المالية التي تتكون منها المحفظة المالية، حيث من شأن التوليفة الجيدة تقليل من درجة المخاطر التي يتعرض لها عائد المحفظة، وذلك بناءً على مجموعة من الاعتبارات يقف عليها مدير المحفظة.

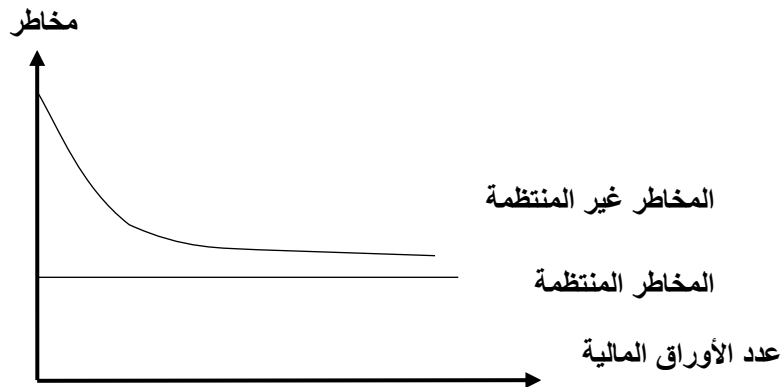
ثانياً مبادئ التنويع: هناك العديد من المبادئ التي يخضع لها التنويع منها:

أ- **التنويع بناءً على جهة الإصدار**¹: ويقصد بذلك عدم تركيز الاستثمارات في ورقة مالية تصدرها شركة واحدة، وإنما توزيع الاستثمارات على عدة أوراق مالية تصدرها شركات مختلفة. ويوجد في هذا الصدد أسلوبان شائعان للتنويع وهما التنويع الساذج وأسلوب ماركويتز في التنويع.

1. التنويع الساذج: يقصد بالتنويع الساذج زيادة عدد الأوراق المالية التي تحتويها المحفظة الاستثمارية بشكل عشوائي حيث أنه كلما زاد عدد الأوراق المالية قلت المخاطرة.

وتشير الدراسات الخاصة بهذا النوع من التنويع إلى أن احتواء المحفظة الاستثمارية على حوالي 15 ورقة مالية كحد أقصى يؤدي إلى التخلص من الجزء الأكبر من المخاطر الخاصة أو المخاطر غير المنتظمة، ويمكن توضيح ذلك باستخدام الشكل الموالي:

الشكل رقم (01): تأثير التنويع على مخاطر المحفظة



المصدر: محمد مطر، فايز تيم، مرجع سبق ذكره، ص 172.

¹ محمد مطر وفايز تيم، مرجع سبق ذكره، ص ص 171 - 174.

يظهر في الشكل نوعان من المخاطر، هما: المخاطر المنتظمة، ويتم تمثيلها على شكل خط مستقيم، مما يعني أن هذه المخاطر لا يمكن التخلص منها عن طريق تكوين محفظة استثمارية مهما يكن عدد الأوراق المالية فيها. أما المخاطر غير المنتظمة فهي تتناقص تدريجياً كلما زاد عدد الأوراق المالية في المحفظة، حتى يصل عدد هذه الأوراق إلى 15 ورقة مالية، حيث تصبح إضافة أوراق مالية أخرى غير ذات جدوى في تخفيض هذه المخاطر.

إن الإيجابيات المترتبة على إضافة الأوراق المالية إلى المحفظة يقابلها أيضاً عدد من السلبيات على المبالغة في عدد الأوراق المالي التي تحتوي عليها المحفظة. وأهم هذه السلبيات ما يلي:

- صعوبة إدارة المحفظة
- ارتفاع تكاليف المعاملات
- اتخاذ قرارات استثمارية غير سليمة

2. تنوع ماركويتز: وبالمقارنة مع التنوع الساذج، فإن تنوع ماركويتز يتطلب التنوع القائم على أساس معامل الارتباط بين العوائد الناتجة عن الاستثمار. ومعامل الارتباط مقياس احصائي يعبر عن العلاقة بين العوائد على ورقتين ماليتين، من حيث اتجاه حركة هذه العوائد، ويتراوح معامل الارتباط (P) بين $+1$ و -1 فإذا كانت:

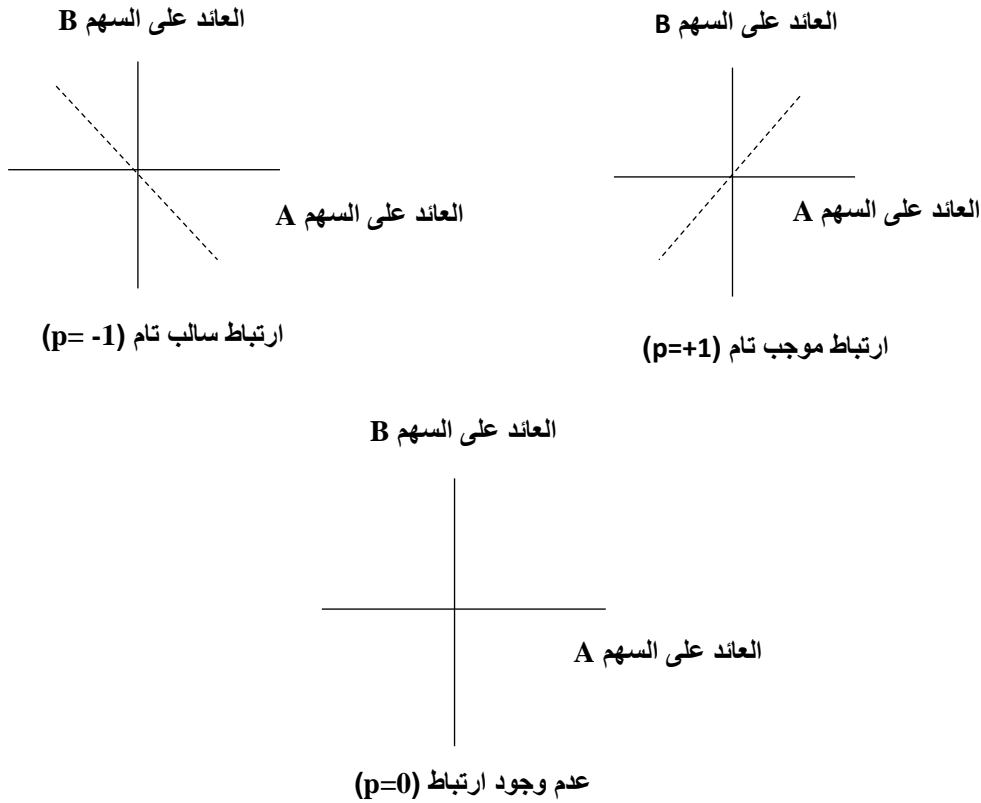
- $P = +1$: ارتباط موجب تام

- $P = -1$: ارتباط سالب تام

- $P = 0$: عدم وجود ارتباط

وبوضح الشكل رقم (02) هذه الحالات الثلاث. ففي الحالة الأولى، فإن معامل الارتباط الموجب التام يعني أن العلاقة بين العوائد على الورقتين الماليتين هي علاقة طردية خطية تامة. وبالتالي فإن معرفة اتجاه حركة العائد على ورقة مالية واحدة، يجعل من الممكن توقع اتجاه حركة العائد على الورقة المالية الأخرى بشكل تام. أما في حالة الارتباط السالب التام فإن العلاقة بين العوائد على الورقتين الماليتين هي علاقة عكسية خطية تامة. ولذلك فإن معرفة اتجاه حركة العائد على الورقة المالية الأولى يعني أن اتجاه حركة العائد على الورقة المالية الثانية هو في الاتجاه المعاكس تماماً. أما في الحالة الثالثة فإنه لا وجود لعلاقة واضحة بين حركة العوائد، لذلك فإن معرفة اتجاه حركة العائد للسهم A لا يفيد المستثمر في معرفة اتجاه حركة العائد على السهم B .

الشكل رقم (02): معامل الارتباط بين العوائد على الأسهم



المصدر: محمد مطر، فايز تيم، مرجع سبق ذكره، ص 174.

ب- تنوع تواريخ الاستحقاق: إن العلاقة بين أسعار الفائدة في السوق وبين القيمة السوقية لأوراق المالية تشير إلى أن تقلب أسعار الفائدة يترتب على تقلبات أكبر من قيمة السندات طويلة الأجل مقارنة بالسندات قصيرة الأجل، لذا فصاحب المحفظة تواجهه مشكلة توزيع مكونات المحفظة بين هذين النوعين من السندات¹. وبالتالي تنقسم السياسات المتبعة لمواجهة هذه المشكلة إلى ثلاثة أنواع:

1. الأسلوب الهجومي: يقوم هذا الأسلوب على تحول المستثمر من الأوراق المالية قصيرة الأجل إلى أوراق مالية طويلة الأجل والعكس، وفقاً للاتجاهات المتوقعة لأسعار الفائدة، فإذا أشارت التوقعات إلى ارتفاع أسعار الفائدة يسارع المستثمر لبيع الأوراق طويلة الأجل، واستخدام حصيلتها لشراء أوراق قصيرة الأجل قبل حدوث ارتفاع فعلي في أسعار الفائدة، أما إذا توقع انخفاض في سعر الفائدة فإن عليه أن يقوم ببيع الأوراق المالية قصيرة الأجل واستبدالها بأوراق مالية طويلة الأجل².

2. أسلوب تدرج تواريخ الاستحقاق: يقوم المستثمر حسب هذه الاستراتيجية بتوزيع استثماراته بالتساوي على أوراق مالية بتاريخ استحقاق متتالية. فمثلاً إذا كانت قيمة الاستثمار 20 مليون دينار فإنه يمكن

¹ منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال الاستثمار، منشأة المعارف، مصر، 1999، ص ص 272-274.

² سليمة حشاشي، مرجع سبق ذكره، ص 41.

استثمار 2 مليون دينار في سندات تستحق خلال سنة، و 2 مليون دينار في سندات تستحق خلال سنتين، وهكذا حتى عشر سنوات، وبالتالي فإنه بعد عام من الآن يحصل المستثمر على قيمة السندات التي تستحق خلال سنة، ويقوم باستثمارها من جديد في سندات تستحق خلال 10 سنوات، وهكذا، وتتمثل مزايا هذا الأسلوب في التنوع في توفير السيولة وتحقيق الربح في نفس الوقت، حيث ان استرداد قيمة السندات قصيرة الأجل يوفر السيولة للمستثمر، واستثمار الأموال في السندات طويلة الأجل يحقق هدف استقرار العائد¹.

3. أسلوب التركيز على الاستثمارات طويلة وقصيرة الأجل: يتم التركيز في هذا الأسلوب على الأوراق قصيرة الأجل (الأوراق التجارية وشهادات الإيداع والقبولات المصرفية) وطويلة الأجل (الأسهم والسندات)، دون الاستثمار في الأوراق المالية المتوسطة الأجل وهذا لأن الأوراق المالية قصيرة الأجل مخصصة لمواجهة طلبات السيولة، أما الأوراق طويلة الأجل فهي مخصصة لزيادة الأرباح، بينما الاستثمارات متوسطة الأجل فلا تساهم لا في السيولة ولا في الأرباح².

ج- التنوع الدولي: يمكن للمستثمر عن طريق الاستثمار في أوراق مالية أجنبية التخفيض من المخاطر المنتظمة، فالتنوع بهذا الشكل يؤدي إلى التقليل من المخاطر إذا كان معامل الارتباط بين العائد على الأوراق المالية المحلية والعائد على الأوراق المالية الأجنبية سالبا أو يساوي الصفر³.

المبحث الثالث: إدارة المحافظ المالية

الادارة الفعالة للمحفظة تتطلب البحث والتحليل المستمر لأوضاع الورقة المالية وذلك بهدف شراء أوراق مالية وإضافتها إلى المحفظة أو بيع أخرى، وتزداد صعوبة ادارة المحفظة كلما ازداد عدد الأوراق المالية المكونة للمحفظة.

المطلب الأول: التعريف بإدارة المحافظ المالية

بعد تكوين المحفظة المالية تأتي مرحلة إدارتها، هذه الأخيرة تعد بمثابة عملية تستجيب للظروف الاقتصادية السائدة والميول واتجاهات المستثمرين اتجاه العائد والخطر.

أولا تعريف إدارة المحافظ المالية:

¹ محمد مطر وفايز تيم، مرجع سبق ذكره، ص 180.

² سليمة حشايشي، مرجع سبق ذكره، ص 42.

³ عبد الرزاق قاسم، أحمد العلي، مرجع سبق ذكره، ص 85.

إدارة المحفظة هي تلك الأنشطة التي تعمل على جذب وتوظيف الموارد المالية بطريقة تؤدي إلى تعظيمها من خلال الاستثمار في أدوات استثمارية تتلاءم مع أهداف المحفظة التي هي أساساً ترجمة لأهداف المستثمر¹. ويمكن أن تأخذ إدارة المحفظة المالية عدة أشكال هي²:

أ- الإدارة الفردية: يمكن للمستثمر أن يدير محفظته المالية، إذا ما كان تتوفر لديه الخبرة والتخصص اللازمين لذلك.

ب- الاستعانة بمدير المحفظة: في هذه الحالة يلجأ المستثمر صاحب المحفظة المالية إلى أحد المتخصصين للحصول منه على الاستثمارات المالية، المتعلقة باستثماره على أن يبقى القرار النهائي في يد المستثمر.

ج- إبرام عقد لإيداع الأوراق المالية: أي إبرام عقد بين المستثمر صاحب المحفظة المالية وأحد البنوك أو المؤسسات المالية لإيداع أوراقه المالية، على أن يتم ردها عند الطلب، ولا يباشر المودع أية عمليات متعلقة بإدارة الأوراق المالية.

د- الإدارة الجماعية: حيث يقوم المستثمر بتوظيف أمواله في هيئات التوظيف الجماعي، نظراً لما توفره من أمان نظراً للخبرة التي تتمتع بها.

هـ- عقد إدارة: يجوز للمستثمر أن يفترض أحد الشركات المتخصصة في إدارة محفظته إدارة كاملة، حيث يترك لها وضع خطة الاستثمار وتنفيذها، ويتم ذلك بموجب عقد يطلق عليه بعقد الوكالة، ويعتبر هذا الشكل من الأشكال المفضلة لدى المستثمرين في المحافظ المالية، مع العلم أن القائم على هذا الشكل من أشكال الإدارة يمكن أن يكون شركة متخصصة في إدارة المحافظ المالية أو بنك تجاري أو مسير للمحافظ المالية.

ثانياً أهداف إدارة المحفظة المالية:

الهدف من إدارة المحافظ المالية هو الجمع بين مختلف الأوراق المالية بالطريقة التي تلبي احتياجات المستثمرين، ثم إدارة تلك المحفظة من أجل تحقيق أهداف الاستثمار، وتتمثل الإدارة الفعالة للأصول في قدرة مدير المحفظة على تقييم المخاطر وإدارتها بفعالية، فمهمته هي إدارة مجموعة واسعة من المعلومات المتاحة وتحويلها إلى استثمارات ناجحة للمحفظة التي يديرها بما تحقق الأهداف المسطرة، والتي يمكن ذكرها فيما يلي³:

¹ دريد كامل آل شبيب، إدارة المحافظ الاستثمارية، مرجع سبق ذكره، ص 37.

² بوزيد سارة، إدارة محفظة الأوراق المالية على مستوى البنك التجاري: دراسة حالة بنك BNP PARIBAS، مذكرة ماجستير، تخصص إدارة مالية، قسم علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، 2007-2006، ص ص 40، 41.

³ دريد كامل آل شبيب، إدارة المحافظ الاستثمارية، مرجع سبق ذكره، ص ص 17، 18.

- ✓ المحافظة على رأس المال الأصلي للمحفظة.
- ✓ تحقيق العائد الأمثل للمحفظة بأقل مخاطر ممكنة.
- ✓ الحفاظ على قدر من السيولة من خلال الاستثمار في أدوات لها القابلية على التحويل إلى نقد بدون خسارة مع سهولة التحويل إلى نقد لمواجهة احتمالات العسر المالي.
- ✓ تأمين الحصول على الدخل المتواصل إلى المحفظة وعلى دخل جاري لتلبية احتياجات المستثمرين وفقا لحاجاتهم ولتسديد مصاريفها التشغيلية.
- ✓ المزج بين الأوراق المالية سواء بين الأسهم أو السندات أو من حيث نسبة مساهمة كل ورقة مالية في رأسمال المحفظة أي تحديد الأوزان النسبية، والتنوع أحد أهم أهداف المحفظة الاستثمارية وإدارتها.
- ✓ قابلية الأوراق المالية للتسويق وقدرة إدارة المحفظة على تداولها في السوق المالي أي مدى إمكانية تحويل الأوراق المالية في المحفظة عند الحاجة للنقد إلى سيولة.

ثالثا أهمية إدارة المحافظ المالية:

- ظهرت أهمية إدارة المحافظ بشكل كبير في المجتمعات الاستثمارية وذلك للأسباب التالية¹:
- تدفق رأس المال إلى مختلف الشركات الاستثمارية والصناعية وجميع هذه النفقات الكبيرة في رأس المال توجه إلى الاستثمار في الأسهم والسندات.
 - توسع المؤسسات الاستثمارية وبيوت الخبرة في تقديم خدمات ونصائح إلى المستثمرين خصوصا الاستثمار في الأسهم والسندات، وحديثا زاد الاستثمار في العقارات.
 - انصب اهتمام المستثمرين الى الربح السريع، مما يتطلب ايجاد أسلوب علمي جيد لتحقيق هذا الهدف.

رابعا خطوات إدارة المحافظ المالية:

لغرض إدارة المحفظة المالية بكفاءة وفعالية يتطلب الأمر ما يلي²:

- الخطوة الأولى:** تحديد حجم رأسمال المحفظة وعادة تتكون المحفظة المالية من رأسمال يتم تحديده في ضوء الأهداف التي ترغب المحفظة تحقيقها ويفضل أن يكون رأسمال المحفظة ممول بالملكية وليس بالاقتراض.
- الخطوة الثانية:** في إدارة المحفظة هو التخطيط للمحفظة والذي يعتمد على تحديد أهداف المحفظة في تحقيق أقصى عائد بأقل درجة مخاطر، مع تحقيق السيولة بالإضافة إلى المحافظة على رأس المال الحقيقي

¹ علوان قاسم نايف، مرجع سبق ذكره، ص 189.

² نفس المرجع أعلاه، ص ص 40، 41.

والحصول على تدفقات داخلية مستمرة وتحقيق هدف المزج بين الأصول المكونة للمحفظة على وفق المخاطر التي يقبل بها المستثمرين.

الخطوة الثالثة: القيام بتحليل الاستثمارات وهنا لابد من قيام إدارة المحفظة: بالتحليل الاقتصادي الشامل والتحليل القطاعي ثم تشخيص أولي للأوراق المالية التي سيتم ضمها إلى مكونات المحفظة ثم يعقب ذلك القيام بالتحليل المالي لكل ورقة مالية يتم اختيارها.

الخطوة الرابعة: في إدارة المحفظة يكون من خلال اتخاذ قرار اختيار مكونات المحفظة أي اختيار الأدوات الاستثمارية والتشكيلة المناسبة وبعد ذلك اتخاذ قرار المزج الرئيسي للأصول التي تتكون منها المحفظة.

المطلب الثاني: العوامل والاعتبارات الفنية المؤثرة في إدارة المحافظ المالية

توجد العديد من العوامل والاعتبارات التي تتحكم في إدارة المحافظ المالية، يمكن تحديد أهمها فيما يلي:

أولاً العوامل التي يجب مراعاتها عند إدارة المحفظة المالية: وتتمثل هذه العوامل في¹:

أ- معدل الفائدة وسعر الورقة المالية: إن عملية إدارة المحفظة تقوم على متابعة تطور العائد الذي تحققه الورقة، وذلك بمتابعة الأوراق المالية الجديدة التي تطرح في السوق لأول مرة، ومقارنة العائد عليها بالعائد الخاص بالورقة المحتفظ بها في المحفظة.

ب- مدى التقلبات في معدل الفائدة: يرتبط الاستثمار في الورقة المالية ليس فقط بمعدل العائد، ولكن أيضاً بمدى الاستقرار في معدل العائد واتجاهات هذا السعر في الأجلين القصير والطويل أيضاً.

ج- مدى التقلبات في سعر الورقة المالية ذاتها: فكلما كان سعر الورقة المالية يزداد في السوق بشكل تراكمي فإن هذا أدعي إلى الاحتفاظ بها، فالزيادة التراكمية التي تطرأ على القيمة السوقية للورقة تشجع المستثمرين على طلبها نظراً لما تحققه من ربح رأسمالي.

د- تأثير تآكل القوة الشرائية للنقود: في حالة التضخم، الاحتفاظ بالنقود أمر غير رشيد، لذا يزداد إقبال الأفراد على الاستثمار في الأصول العينية والأوراق المالية، خاصة تلك التي ترفع قيمتها السوقية مع ازدياد قيمة الأصول التي سبق شراؤها بأسعار منخفضة.

ثانياً الاعتبارات الفنية في إدارة المحفظة المالية:

تحصر هذه الاعتبارات الفنية فيما يلي²:

¹ خلفان حمد عيسى، مرجع سبق ذكره، ص ص 89، 90.

² نفس المرجع اعلاه، ص ص 90، 91.

أ- الاعتبارات الزمنية والمكانية: حيث تتدخل اعتبارات التوقيت في قرار الاحتفاظ بالورقة المالية في المحفظة أو التخلص منها، وكمثال على ذلك توقيت استحقاق سداد الورقة المالية، أما اعتبارات المكان فتتعلق بالمخاطر التي قد يتعرض لها الاستثمار في مكان معين.

ب- مستوى جودة الورقة المالية: ويتم ذلك من خلال تحليل البيانات المتوفرة عنها، حيث يتم تصنيف الأوراق المالية وترتيبها بناءً على نتائج التحليل الذي تم.

ج- السياسات المالية والنقدية للدولة: كسياسة التوسع في الإصدار النقدي، وفي الإنفاق الحكومي والاستثماري، وسياسات التكميش وتعقيم الكتلة النقدية، وتأثير ذلك على اتجاهات أسعار الأسهم وفوائد عوائد الأسهم.

د- عمليات معالجة الأخطار: تتأثر عمليات الاستثمار وقرارات البيع والشراء للأوراق المالية المتداولة بكم ونوع المخاطر التي تواجهها من حيث الآتي:

- عمليات تحليل وتحديد الأخطار.
- عمليات توزيع الخطر وتحديد مصادر التعامل معه ونشر مجالاته.
- عمليات تنويع الأخطار، وعدم تركيزها في إطار سياسة تثبيت الخطر.

المطلب الثالث: السياسات المتبعة في إدارة محافظ المالية

تختلف السياسات المتبعة في إدارة محافظ الأوراق المالية طبقاً لأهداف وغايات المحفظة. فمن هذه السياسات الريح السريع مع تحمل المخاطرة العالية أو الريح القليل مع الأمان والاستقرار أو حل وسط ما بين السياسة الأولى والثانية، ويمكن حصر السياسات المتبعة في إدارة المحافظ الاستثمارية فيما يلي:

أولاً سياسة المخاطرة أو الهجومية:

يتبنها مديرو المحافظ المضاربون الذين يفضلون عنصر العائد عن عنصر الأمان، فيركزون أهدافهم على جني أرباح رأسمالية يحققونها بفعل التقلبات التي تحدث في الأسعار السوقية لأدوات الاستثمار التي تتكون منها المحفظة والنموذج الشائع للمحفظة الاستثمارية المثلى الملائمة لهذه السياسة، هي ما يعرف بمحفظة رأس المال أو المحفظة التي يكون هدف مديرها جني عائد ليس عن طريق توزيعات الأرباح وإنما عن طريق النمو الحادث في قيم الأصول، ومحفظة كهذه تقوم قاعدتها الأساسية على الأسهم العادية وبنسبة قد تتراوح بين 80% و 90% من رأسمال المحفظة، ويلجأ مديرو المحافظ إلى تبني هذه السياسة خلال الظروف التي تلوح فيها مؤشرات ازدهار اقتصادي محتمل، فيطبّقونها بشراء أسهم متدنية السعر لشركات مساهمة ما زالت

في طور الأول من نموها، وذلك في انتظار ارتفاع أسهمها في فترات لاحقة مما يوفر الفرصة لجني أرباح رأسمالية¹.

ثانياً السياسة المتحفظة أو الدفاعية:

وهي سياسة يتبناها مديرو المحافظ المتحفظون جداً تجاه عنصر المخاطرة. وذلك يعطون أولوية مطلقة لعنصر الأمان على حساب عنصر العائد فيركزون اهتماماتهم على أدوات الاستثمارات ذات الدخل الثابت، ويطلق على هذا النوع من المحافظ الاستثمارية مصطلح محفظة الدخل والتي تتكون قاعدتها الأساسية من أدوات الخزينة والسندات الحكومية، والسندات المضمونة طويلة الأجل، والأسهم الممتازة، والعقارات، وينسب تتراوح من 60% - 80% من رأسمال المحفظة. وميزة هذا النوع من المحافظ أنها توفر للمستثمر دخلاً ثابتاً ومستمرًا لمدة طويلة من الزمن كما توفر له هامشاً مرتفعاً من الأمان على رأس المال المستثمر².

ثالثاً السياسة المتوازنة:

تجمع هذه السياسة بين خصائص كل من السياستين الهجومية والدفاعية. وتقوم إدارة المحافظ عند إتباع السياسة المتوازنة بتقسيم رأس المال إلى قسمين هما، قسم للأوراق المالية ذات الربحية العالية والمخاطرة العالية والقسم الآخر للأوراق المالية ذات الدخل شبه الثابت والتي لا تتأثر بتقلبات السوق. ويمكن أن تكون إدارة هذه المحافظ مرنة بحيث أنه يمكن تقسيم رأس المال ما بين الدفاعي والهجوم، ففي حالة النشاط الاقتصادي والحركة القوية للسوق المالي لا بد من زيادة نصيب رأس المال المخصص للهجوم، وفي حالة الكساد والركود في سوق الأوراق المالية يتوجب زيادة رأس المال الموجه إلى الأسهم والسندات الدفاعية. ويفضل تطبيق هذه السياسة في حالة عدم وضوح الرؤيا للأوضاع الاقتصادية القادمة³.

¹ محمد مطر وفايز تيم، مرجع سبق ذكره، ص 183.

² نفس المرجع أعلاه، ص 184.

³ غازي فلاح المومني، مرجع سبق ذكره، ص 24.

خلاصة الفصل

تعتبر المحفظة المالية أداة مركبة من مجموعة من الأدوات المالية يتم اختيارها بعناية فائقة من خلال ما يسمى بالتنوع الجيد بغرض تحقيق الحماية الكافية ضد المخاطر التي يتعرض لها المستثمر، حيث تختلف أنواع المحافظ المالية باختلاف المكونات وأهداف التي يسعى إليها المستثمر، كما تمر المحفظة المالية بمرحلتين مرحلة تكوينها بناءً على مجموعة من الضوابط والقيود (ضوابط وقيود: زمنية، مالية ورأسمالية، الحاجة إلى تسهيل المحفظة، ضريبية وإلزامية، الأخطار والمخاطرة) بالإضافة إلى الأخذ بعين الاعتبار مجموع من العوامل التي تتمثل أساس في العائد، المخاطر، والتنوع، حيث ينقسم كلا من العائد والمخاطر إلى العوائد والمخاطر التاريخية والمستقبلية، إلا أن المستثمر يولي اهتمامه أكثر بالقيم المستقبلية نظرًا لصعوبة تحديدها فهي تعتمد بالدرجة الأولى على التوزيع الاحتمالي. أما التنوع الذي كلما كان كفاً كلما زادت إمكانية التقليل من المخاطر، وبالتالي تحقيق عوائد أكبر. وبعد المرحلة الأولى تأتي المرحلة الثانية وهي مرحلة إدارة المحفظة المالية التي تعتبر مصدر اتخاذ القرارات بشأن الاستثمار في المحافظ المالية، حيث أن دراستها تبنى على مجموعة من الخطوات ومعرفة السياسات المتبعة فيها بالإضافة إلى نظرياتها التي قدمها الباحثون والتي سيتم التعرف عليها في الفصل الثاني.

**الفصل الثاني: نماذج
إدارة المحفظة المالية في
البنوك التجارية وطرق
تقييمها**

تمهيد:

بفعل التعقيدات التي تشهدها مختلف الأسواق المالية نتيجة تعدد الأنشطة الاستثمارية وتزايد رؤوس الأموال وتنوع الأدوات الاستثمارية، فقد أصبح من الضروري بالنسبة للمستثمرين الاعتماد على إدارة استثماراتهم، هذه الأخير كانت محط اهتمام العديد من الباحثين، مما أسفر الأمر على ظهور العديد من النظريات والنماذج. وعلى رأسها نظرية المحفظة المالية لماركوفيتز الذي يعتبر المنظر الأول في إرساء مبادئ نظرية المحفظة عام 1952 حيث توصل الى طريقة للتقليل من المخاطر التي تتعرض لها المحفظة المالية، من خلال التنوع بين موجوداتها، وعلى إثر نظرية المحفظة ظهرت نماذج ونظريات أخرى من أهمها نموذج تسعير الأصول الرأسمالية الذي يعد ثاني نموذج، حيث أدى بدوره الى ظهور نماذج أخرى. وسنتطرق في هذا الفصل الى هذه النماذج بالتفصيل، كما سنتطرق أيضا إلى الدور الذي تلعبه البنوك التجارية في إدارة محفظة أوراقها المالية من خلال إبراز الخطوات والاستراتيجيات التي تتبعها في هذا المجال.

وقد تم تقسيم هذا الفصل الى ثلاثة مباحث كآآتي:

❖ المبحث الأول: نماذج إدارة المحفظة المالية

❖ المبحث الثاني: تقييم أداء المحافظ المالية

❖ المبحث الثالث: إدارة المحفظة المالية في البنوك التجارية

المبحث الأول: نماذج إدارة المحفظة المالية

يجب أن تتضمن مناقشة إدارة المحافظ أو الصناديق بعض الأفكار التي تخص مفهوم المخاطر، فأي محفظة يتم بناؤها سيكون لها قيود مخاطر معينة واعتمادات مالية محددة، لذلك من المهم مناقشة النظريات الأساسية لتحديد مستوى المخاطر في الاستثمار، ومحاولة شرح الطريقة التي يتم بها تحديد القيم السوقية للاستثمارات.

وتتطلب إدارة المحافظ المالية إتباع طرق معينة مبنية على مجموعة من القواعد الأساسية، لذلك هناك عدة نماذج لإدارة هذه المحافظ من أجل التحليل والتسيير الجيد، وفي هذا المبحث سنتناول أهم النماذج التي تناولت تطوير المحفظة بدءًا بنظرية المحفظة المالية التي يتناولها المطلب الأول، مرورًا بنموذج تسعير الأصول الرأسمالية في المطلب الثاني وانتهاءً بنموذج تسعير المرجح في المطلب الأخير.

المطلب الأول: نظرية المحفظة المالية

يعد نموذج أو نظرية المحفظة (MPT) الأساس العلمي لعدد من النظريات التي تلتها لاحقًا والتي تناولت تطوير المحفظة المالية، ويعتبر المنظر المالي هاري ماركويتز (1952) صاحب السبق في إرساء أسس ومبادئ هذه النظرية، من حيث أنه بين مفهوم المخاطرة، وأعطى لها مقياسًا رقميًا يعبر عن مقدار الخطر الذي يحتويه الاستثمار المالي، سواء كان ورقة مالية واحدة أو محفظة من الأوراق المالية، وبالتالي أصبح يحكم القرار الاستثماري متغيرين اثنين هما العائد والمخاطرة، وهذا بعد أن كان العائد هو المحدد الوحيد للمفاضلة بين البدائل الاستثمارية المختلفة.

أولاً افتراضات نظرية المحفظة:

تقوم نظرية المحفظة على عدد من الافتراضات الأساسية، منها ما يتعلق بالسوق ومنها ما يتعلق بالمستثمر والباقي يختص بالاستثمار كما يلي¹:

- يعتبر المستثمر أن كل بديل استثماري يمكن التعبير عنه من خلال توزيع احتمالي لعائده المتوقع لفترة احتفاظ معينة.
- يحاول المستثمرون تعظيم منفعتهم الكلية في كل فترة احتفاظ، وتشير منحنيات المنفعة التابعة لهم إلى انخفاض في المنفعة الحدية.
- يقيس المستثمرون خطر المحفظة على أساس التقلبات في العائد المتوقع.

¹ Frank Reilly and Keith Brown, **Investment Analysis and portfolio Management**, South Western, USA, 2002, P211.

- يبني المستثمرون قراراتهم على متغيري العائد والمخاطرة، لذلك تكون منحنيات منفعتهم دالة للعائد المتوقع والتباين أو الانحراف المعياري للعائد فقط.
- لكل مستوى من المخاطرة، يختار المستثمرون العوائد الأكبر على العوائد الأقل، وب نفس الطريقة عند أي مستوى من العائد المتوقع فإن المستثمرين يختارون الاستثمار الأقل مخاطرة على الأكثر مخاطرة.

ثانياً المحفظة المالية المثلى:

تعرف المحفظة المالية المثلى على أنها: "تلك المحفظة التي توفر أقصى عائد متوقع لدرجة معينة من الخطر أو التي تحقق درجة من الخطر في ظل مستوى معين للعائد"¹.

وقد وظف واضعوا نظرية المحفظة مفهوما اقتصاديا معروفا هو مفهوم المنفعة الحدية في تقسيم المستثمرين عامة في فئتين وذلك وفقا لمدى تقبلهم لمخاطر الاستثمار، هاتان الفئتان هما: فئة المستثمرين الرشيدين وفئة المستثمرين المضاربين. ووفقا لنظرية المحفظة يحقق العائد على الاستثمار بالنسبة إلى المستثمرين درجات متفاوتة من الإشباع، وذلك تبعا لتفاوت درجات المنفعة الحدية التي يحققونها منه، وكما أن المنفعة الحدية للسلع الاستهلاكية تكون متناقصة، فإن المنفعة الحدية للعائد على الاستثمار بالنسبة للمستثمر الرشيد تكون هي الأخرى متناقصة. فتتأصل المنفعة الحدية للعائد على الاستثمار لدى المستثمر الرشيد تجعل حساسيته اتجاه عنصر المخاطرة متزايد باضطراد، مما يعني أن فرصة تلوح له لتحقيق عائد أعلى على استثماراته، ولكن بمخاطرة أعلى من المستوى العادي للمخاطرة المقبولة لديه، ستزيد من حساسيته تجاه عنصر المخاطرة وتجعله متردد في قبولها. بينما العكس تماما، فإن المضارب يصبح أقل مبالاة للمخاطرة وبصورة متزايدة تقلل من حساسيته تجاهها كلما لاحت له فرصة استثمارية جديدة تعده بعائد أكبر على الاستثمار. ومع أن تتأصل المنفعة الحدية للعائد على الاستثمار هو القاعد لدى معظم المستثمرين، إلا أن لكل قاعدة شواذ واستثناءات، فقد نجد بين المستثمرين المضاربين الذي تتزايد لديه المنفعة الحدية للعائد على الاستثمار باضطراد².

وبشكل عام يمكن القول ان غالبية المستثمرين تتدرج تحت النمط الأول وهو المستثمر الرشيد، المتحفظ تجاه عنصر المخاطرة، والذي يمكن وفقا لوجهة نظره تحديد إطار عام لمواصفات المحفظة المثلى بما يلي³:

- تحقق للمستثمر توازنا بين عنصري العائد والمخاطرة.
- تتسم أصولها بقدر كاف من التنوع.
- أن تحقق أدوات المحفظة حد أدنى من السيولة أو القابلية للتسويق، مما يوفر لمديرها ميزة المرونة التي تمكنه من إجراء أية تعديلات جوهرية يراها مدير المحفظة ضرورية وبأقل قدر من الخسائر.

¹ محمد صالح الحناوي، ابراهيم سلطان، جلال العبد، تحليل وتقييم الأوراق المالية، الدار الجامعية، مصر، 2002/2001، ص 293.

² محمد مطر وفايز تيم، مرجع سبق ذكره، ص ص 206-208.

³ عبد الرزاق قاسم، أحمد العلى، مرجع سبق ذكره، ص 96.

ثالثاً بناء المحفظة المالية المثلى:

تقوم عملية بناء المحفظة المثلى للمستثمر الرشيد على ثلاثة مبادئ أساسية هي¹:

- إذا ما خير هذا المستثمر بين محفطتين استثماريتين تحققان نفس العائد ولكن مع اختلاف درجة المخاطرة المصاحبة لكل منهما، فإنه سيختار حينئذ المحفظة ذات المخاطرة أقل.
- وإذا ما خير بين محفطتين استثماريتين بنفس درجة المخاطرة ولكن مع اختلاف في العائد المتوقع، من كل منهما، فإنه سيختار حينئذ المحفظة ذات العائد الأعلى.
- أما إذا ما خير بين محفطتين استثماريتين وكانت الأولى منهما مثلاً أعلى عائداً وفي الوقت نفسه أقل مخاطرة من الثانية، فإنه بالتأكيد سيختار المحفظة الأولى.

ولاختيار المحفظة المثلى انطلاقاً من المبادئ السابقة

ولبناء المحفظة المثلى انطلاقاً من هذه المبادئ الثلاثة أعلاه، يتطلب الأمر من المستثمر أو من مدير المحفظة أن يحدد أولاً ما يعرف بمنحنى المحافظ المثلى والذي يطلق عليه الباحثون مصطلح الحد الفعال. ثم تحديد المحفظة الكفوءة. وللقيام بذلك توجد ثلاثة نماذج.

أ- اختيار المحفظة المثلى: نموذج ماركويتز:

يقوم هذا النموذج على اختيار المحفظة المثلى من خلال منحنى الحد الفعال ومنحنيات السواء، ثم الجمع بينهما ليتم التوصل إلى تحديد المحفظة الكفوءة عند نقطة التماس بين منحنى الحد الفعال ومنحنى السواء.

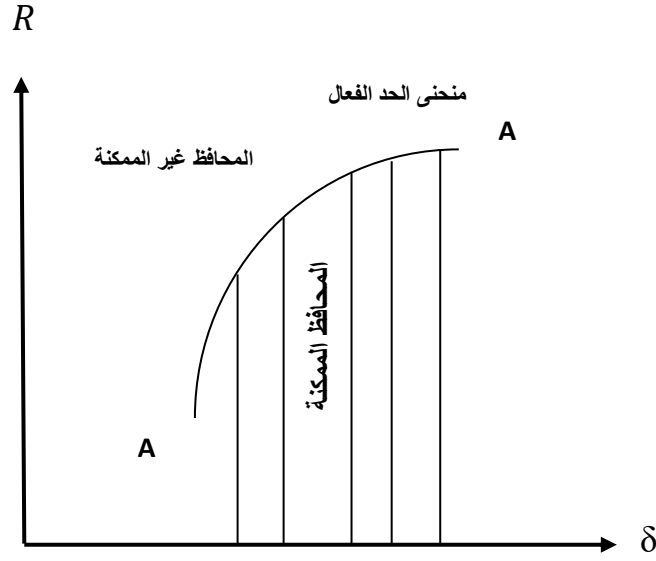
1. منحنى الحد الفعال:

أن منحنى الحد الفعال يمثل مجموعة النقاط الممثلة لمجموعة المحافظ المثلى أو الأدوات وهو أعلى حد في قطاع المحافظ الممكنة الذي يمكن أن يذهب إليه المستثمر الرشيد في خياراته ويرسم عن طريق تحليل العلاقة بين العائد والمخاطر من واقع البيانات التاريخية لهذين العنصرين في أدوات استثمارية مختلفة مع الافتراض أن جميع الأدوات المتاحة هي من النوع المخاطر (حيث لا يوجد استثمارات خالية من المخاطر)².

¹ محمد مطر وفايز تيم، مرجع سبق ذكره، ص ص 208، 209.

² دريد كامل آل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، دار اليازوري العلمية، الأردن، 2016، ص 345، 346.

الشكل رقم (03): منحنى الحد الفعال



المصدر: دريد كامل آل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، مرجع سبق ذكره، ص 346.

من خلال الشكل أعلاه يمثل المحور العمودي العائد على الاستثمار ويمثل المحور الأفقي المخاطرة، حيث يتبين أن منحنى الحد الفعال يتمثل في المنحنى AA، والذي يقسم مجالات الاستثمار المتاحة أمام المستثمر إلى قطاعين رئيسيين، قطاع أعلى الموجود على يسار المنحنى، الذي يمثل مجموعة المحافظ الغير الممكنة بالنسبة للمستثمر، وقطاع أدنى على يمين المنحنى يمثل مجموعة المحافظ الممكنة للمستثمر.

ونظرا للعلاقة الطردية بين العائد على الاستثمار والمخاطرة المصاحبة له، فإنه من مصلحة المستثمر اختيار محفظته الكفوة في نقطة ما من النقاط الواقعة في الجزء العلوي، وذلك باعتبار أن أية محفظة يختارها في ذلك الجزء بمستوى معين من المخاطرة ستحقق له أعلى عائد قد تحققه له أية محفظة يختارها في الجزء السفلي. إلا أن المحافظ الواقعة في الجزء العلوي غير متاحة بالنسبة للمستثمر، لذا سيضطر للبحث عن محفظته الكفوة في حدود المجموعة الممكنة من المحافظ، وبالتالي فمن مصلحته اختيار محفظته الكفوة في نقطة ما من نقاط المنحنى (ID)، باعتبار أن هذا المنحني هو أبعد حد في قطاع المحافظ الممكنة¹.

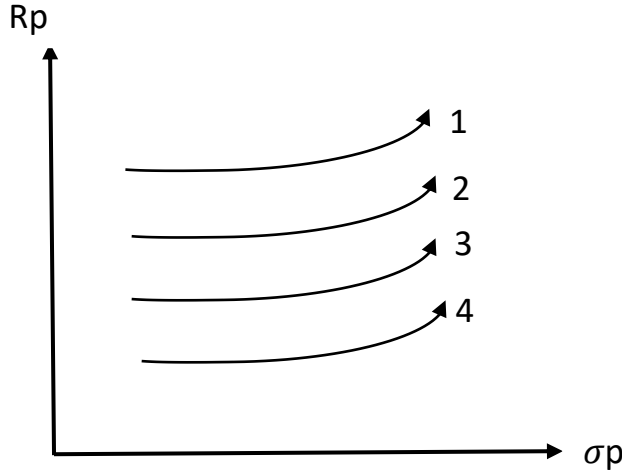
2. منحنيات السواء:

بعد معرفة منحنى الحد الفعال، يتم البحث عن كيفية تحديد المحفظة الكفوة من النقاط الواقعة على هذا المنحنى فلكي تتحدد المحفظة المثلى لابد من معرفة اتجاه المستثمر اتجاه الخطر أو بمعنى آخر " دالة

¹ عبد الرزاق قاسم، أحمد العلي، مرجع سبق ذكره، ص 98.

المقايضة بين العائد والخطر" من وجهة نظره. وتستند هذه الدالة على المفهوم الاقتصادي لمنحنيات السواء. والتي تظهر في الشكل أدناه¹.

الشكل رقم(04): منحنيات السواء للخطر والعائد المتوقع



المصدر: محمد مطر وفايز تيم، مرجع سبق ذكره، ص 211.

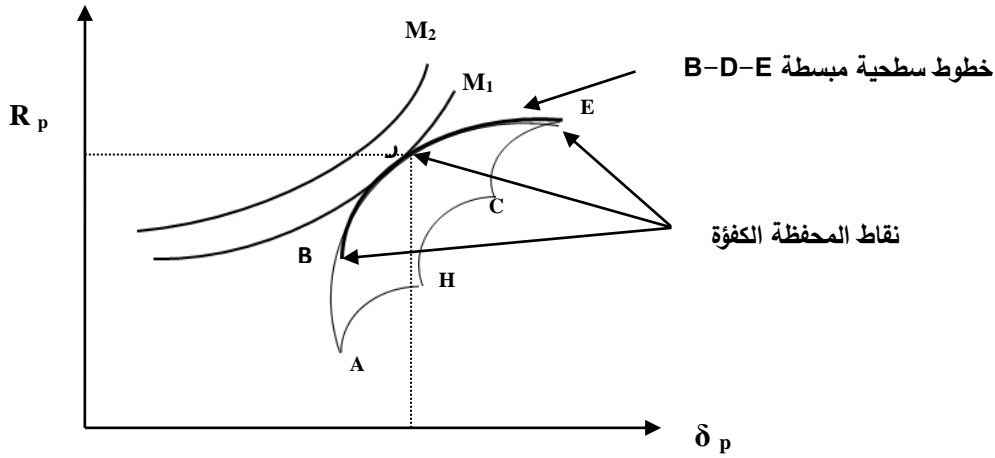
يمثل الشكل السابق خريطة سواء المستثمر والتي تعكس ميوله أو سلوكه في مقايضة العائد بالمخاطرة، وكما يظهر فيه تتجه منحنيات السواء من أسفل إلى أعلى ومن اليسار إلى اليمين لتعكس مرة أخرى العلاقة الطردية بين العائد والمخاطرة والتي تجعل المستثمر يطلب عائداً أعلى مقابل أية زيادة في درجة المخاطرة، كما يظهر في الشكل أيضاً أن مستوى منحنيات السواء هابط من أعلى إلى أسفل، بمعنى أن المستثمر معيناً لم يحصل على محفظته المثلى على منحنى السواء رقم (1) مثلاً، سيضطر حينئذٍ للتنازل والبحث عنها على منحنى سواء أدنى هو رقم (2) وإذا لم يجدها فيه يبحث عنها على رقم (3) وهكذا².

ويتم الجمع بين منحنى الحد الفعال (الذي يمثل مجموعة المحافظ الكفوءة) وبين منحنيات السواء، ليتم التوصل إلى تحديد المحفظة الكفوءة عند نقطة التماس بين منحنى الحد الفعال ومنحنى السواء، حيث تمثل نقطة التماس هذه أعلى مستوى للرضا يمكن أن يصل إليه المستثمر. وهذا ما يوضح في الشكل الموالي.

¹ محمد صالح الحناوي، ابراهيم سلطان، جلال العبد، مرجع سبق ذكره، ص ص 293، 294.

² محمد مطر وفايز تيم، مرجع سبق ذكره، ص 211.

الشكل رقم (05): تحديد المحفظة الكفوة



المصدر: محمد صالح الحناوي، ابراهيم سلطان، جلال العبد، مرجع سبق ذكره، 297.

تمثل النقطة D نقطة التماس بين منحنى الحد الفعال وأحد منحنيات السواء، وهو ما يمثل المحفظة الكفوة التي يتم اختيارها من قبل المستثمر.

ب- اختيار المحفظة المثلى: نموذج توبين:

لقد اعتمد افتراض ماركويتز في تحديد المحفظة المثلى على الأوراق المالية الخطرة (الأسهم) فقط، بينما تم إسقاط هذا الافتراض في نموذج توبين من خلال إضافة افتراض آخر وهو إمكانية تشكيل محفظة من أصول خضرة بالإضافة إلى أصول خالية من المخاطرة (R_f) والتي تتمثل أساساً في أدوات الخزينة قصيرة الأجل والتي تتميز بأنها أصول مالية خالية من المخاطرة أي أن عوائدها لا تحمل أية حالة عدم التأكد. حيث أن العائد الخالي من المخاطرة يتصف بـ¹:

- الانحراف المعياري يساوي الصفر.

- التباين المشترك مع أي ورقة مالية يساوي الصفر وهو ناتج من أن معامل الارتباط بينهما يساوي الصفر.

- يشار له بأنه معدل عائد حوالات الخزينة قصيرة الأمد.

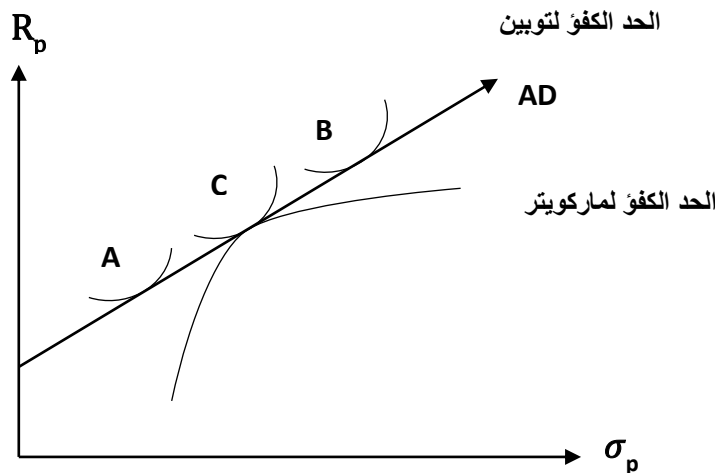
- يتم الإقراض عندما يشتري المستثمر حوالات الخزينة مثلاً كجزء من محفظته، وبالتالي فإن النسبة المستثمرة في العائد الخالي من المخاطرة (R_f) أكبر من الصفر والنسبة المستثمرة في المحفظة أقل من 100%.

¹ محمد علي ابراهيم العامري، إدارة محافظ الاستثمار، مرجع سبق ذكره، ص 59-62.

- يتم الافتراض بأن يقتصر المستثمر أموالاً ويدفع فائدة بمعدل عائد خالي من المخاطرة (R_f) ويستثمر المبلغ المقترض، بالإضافة إلى المبلغ الذي يمتلكه أساساً في المحفظة، وبالتالي فإن النسبة المستثمرة في المعدل العائد من المخاطرة أقل من الصفر والنسبة المستثمرة في المحفظة أكبر من 100%.

وبناءً عليه، يتخذ منحنى الحد الفعال شكل خط مستقيم، فيمتد من معدل العائد الخالي من المخاطرة (R_f) على المحور العمودي ويلاصق أعلى نقطة في منحنى الحد الفعال الخاص بماركويتر كما يوضح الشكل الموالي:

الشكل رقم (06): اختيار المحفظة المثلى وفقاً لنموذج (توبين)



المصدر: محمد علي إبراهيم العامري، إدارة محافظ الاستثمار، مرجع سابق، ص: 62.

يلاحظ من الشكل أن النقطة C تمثل المحفظة الكفوءة المكونة من أوراق مالية ذات مخاطرة، والتي تقع على منحنى الحد الفعال لتوبين وفي الوقت نفسه على منحنى الحد الفعال لماركويتر. وذلك بسبب العلاقة الخطية التي يمثلها الخط (AD) هو أن المحافظ الكفوءة الجديدة المكونة من الاستثمار (R_f) والمحفظة C ستكون المعدل الموزون لمخاطرة المحفظة C والتي تسمى بالمحفظة الخطرة.

بعد تحديد المحفظة الخطرة C بإمكان المستثمر اختيار محافظته الكفوءة من أية نقطة على الخط المستقيم (منحنى الحد الفعال) وفقاً لتفضيلاته للعائد ودرجة تجنبه للمخاطرة، وعليه، فالمستثمر A المتجنب للمخاطرة يضع جزءاً من أمواله في المحفظة الخطرة C والجزء الآخر يقوم به بشراء أدوات خزينة مثلاً بمعدل عائد خالي من المخاطرة (R_f)، وبالتالي سيكون في مكان ما على طول الخط ($C - R_f$) وتسمى محافظ الإقراض. أما المستثمر B الأقل تجنباً للمخاطرة فيقوم بالاقتراض بمعدل (R_f) واستثمار أمواله المقترضة والممتلكة في المحفظة الخطرة C، وبالتالي سيكون في مكان ما على طول الخط ($D - C$) وتسمى محافظ الاقتراض، أو قد يستثمر في المحفظة الخطرة من دون إقراض واقتراض.

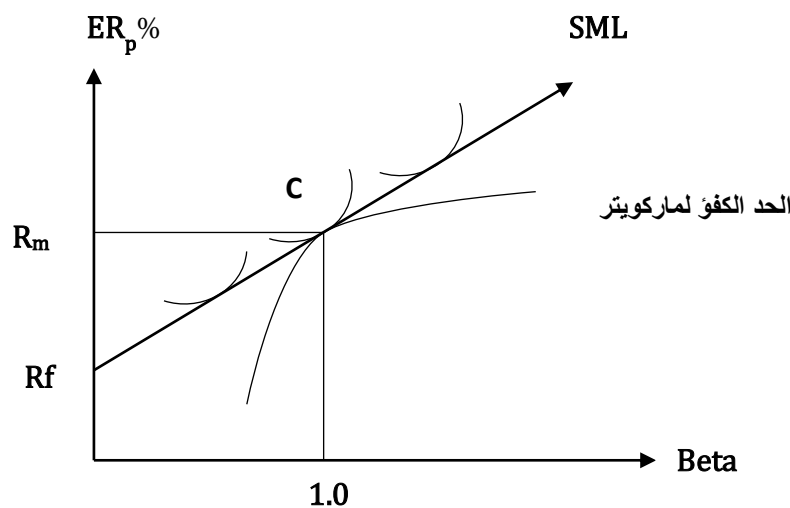
ج- اختيار المحفظة المثلى: نموذج شارب:

إن عملية اختيار المحفظة الكفوة بوجود الاستثمار الخالي من المخاطرة، فإن منحنى الحد الفعال سيصبح خطاً مستقيماً يمتد من R_f على المحور العمودي ويلامس أعلى نقطة في الحد الكفؤ (لماركويتر)، وحيث أن (شارب) افترض أن محفظة السوق (C) متنوعة بشكل كفؤ، ويعني ذلك أن المخاطرة النظامية قد أزيلت، فإن المستثمر يواجه فقط المخاطر النظامية، وبالتالي فإن المحور العمودي يمثل العائد المتوقع أما المحور الأفقي قد تغير ليمثل المخاطر النظامية والتي تقاس بمعامل بيتا. حيث أن مخاطرة أية ورقة مالية تعتمد على مقدار مساهمتها في مخاطرة محفظة السوق، وعليه فإن السعر السوقي للمخاطرة أصبح مرجحاً بدرجة ارتباط عوائد المحفظة الاستثمارية بمحفظة السوق وفقاً للصيغة الموالية¹:

$$R_p = R_f + (E R_m - R_f) \beta_p$$

أطلق على هذه الصيغة خط سوق الورقة المالية الذي يمثل العلاقة بين معدل العائد المتوقع للمحافظ أو الأوراق المالية على حد سواء وبين معامل بيتا كمقياس للمخاطر النظامية وعليه، فإن المستثمر يستطيع التحرك على طول SML، وذلك بالاستثمار بنسب مختلفة من رأسماله في محفظة السوق وبلاستثمار خالي من المخاطرة، ليقوم في النهاية باختيار محفظته الكفوة من نقطة التماس أعلى منحنى سواء للمستثمر بالحد الكفؤ أو خط SML. كما مبين في الشكل الموالي:

الشكل رقم (07): اختيار المحفظة الكفوة وفقاً لنموذج (شارب).



المصدر: محمد علي إبراهيم العامري، مرجع سبق ذكره، ص: 64.

المطلب الثاني: نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM

يعد نموذج تسعير الأصول الرأسمالية أول نموذج كمي في الاقتصاد المالي يعبر عن العلاقة بين المخاطر والعائد المتوقع، ويسمى هذا النموذج بـ (Capital Assets Pricing Model) ويشار إليه اختصاراً بـ

¹ نفس المرجع أعلاه، ص ص 62-64.

(CAPM)، ويمثل هذا النموذج الامتداد الجوهري لنظرية المحفظة الذي ظهر في العام 1964، بعد 12 عامًا من إرساء هاري ماركويتز لأسس إدارة المحفظة المالية الحديثة، وتم ابتكار هذا النموذج بواسطة وليام شارب بمساعدة كل من جون لينتتر وجان موسين، حيث يعرف هذا النموذج بأنه نظرية للموازنة بين العائد والمخاطرة المصاحبة له، ويعتبر نموذج تسعير الأصول المالية أحد المرتكزات الأساسية للاقتصاد المالي الحديث على الرغم من عدم نجاحه في أغلب الاختبارات التطبيقية، لكنه لا يزال مستخدماً على نطاق واسع حتي اليوم. ومن بين المجالات التي استخدم فيها النموذج فيما بعد هي قرارات المفاضلة بين الهياكل المالية وتقدير كلفة التمويل... الخ.

أولاً افتراضات النموذج CAPM:

بني نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية على عدة افتراضات حول المستثمرين وفرص المحفظة يمكن اجمالها بالآتي¹:

- إن جميع المستثمرين يتمتعون بالكفاءة والقدرة على تحديد في اختيار نقاط القطع كأساس لبناء المحفظة مما يؤدي إلى تجانس توقعاتهم المثلى ولذلك فإن اختيار الأدوات في المحفظة سوف يعتمد على شخصية وتفضيلات كل مستثمر ومخاطر العائد الملائم له.
- إن كلفة الصفقات تساوي صفر (أي أن النموذج تستبعد تأثير العمولة والرسوم التي تمنح للوسطاء على صفقات البيع والشراء).
- عدم وجود ضرائب على الدخل الناجم عن الاستثمار في الأوراق المالية ومهما كان العائد المتوقع أو مصدره.
- يستطيع المستثمر شراء أو بيع الأوراق المالية بأي مبلغ ومهما كان حجم رأس المال المستثمر في سوق الأوراق المالية.
- توفر عنصر المنافسة الكاملة في السوق المالي ويتمتع السوق بالكفاءة الكاملة وعدم وجود تأثير لأي مستثمر على الأسعار.
- يستطيع المستثمر الاقتراض أو الإقراض على أساس معدل فائدة مساوي لمعدل العائد الخالي من المخاطرة (R_f) أي تساوي فرص الحصول على القروض والاقتراض.

ثانياً معادلة النموذج:

يعبر عن الصيغة الرياضية لمعادلة نموذج تسيير الموجودات الرأسمالية (CAPM) كما يلي²:

¹ دريد كامل آل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، مرجع سبق ذكره، ص 374-375.

² محمد علي ابراهيم العامري، إدارة محافظ الاستثمار، مرجع سبق ذكره، ص 73.

$$R_p = R_f + (ER_m - R_f)\beta_j$$

حيث:

R_p : معدل العائد المطلوب.

R_f : معدل العائد الخالي من المخاطرة.

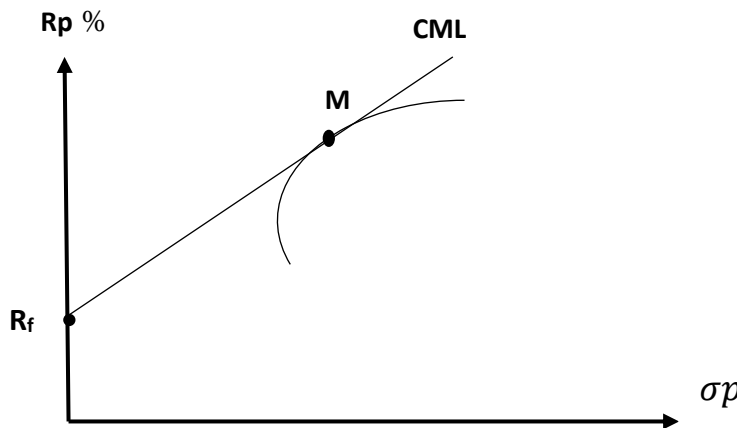
$(ER_m - R_f)\beta_j$: علاوة المخاطر.

يتبين من هذه المعادلة أن حساب معدل العائد المطلوب على أي استثمار أو سهم عائدي يتطلب جزئين مهمين هما: معدل العائد الخالي من المخاطرة وعلاوة المخاطرة، ويمثل الجزء $(ER_m - R_f)$ علاوة المخاطر للسوق ويسمى أيضا بسعر المخاطرة، أما معامل بيتا فهو معامل المخاطرة النظامية للسهم والذي سبق وأن تطرقنا إليه من قبل.

ثالثا خط سوق رأس المال CML:

يعرف خط سوق رأس المال بأنه مجموعة من الفرص الاستثمارية المتاحة عندما تكون تصورات المستثمرين متجانسة، ولأي مستثمر يرغب بالاستثمار متأتية من العلاقة بين الاستثمار الخالي من المخاطرة مع محفظة السوق¹. وهذا ما يوضحه الشكل الموالي:

الشكل رقم (08): خط سوق رأس المال (CML)



المصدر: محمد علي ابراهيم العامري، إدارة محافظ الاستثمار، مرجع سبق ذكره، ص 85.

يظهر الشكل رقم (07) أن ميل خط سوق رأس المال يكون مائلا إلى الأعلى حتى يحصل المستثمر على عائد متوقع وبالتالي يتوقع المستثمر مخاطرة عالية يعكس ميل خط سوق رأس المال التعويض أو المكافأة التي يتوقع المستثمر الحصول عليها لقاء تعرضه لوحدة مخاطر ويسمى ميل خط سوق رأس المال بسعر

¹ نفس المرجع أعلاه، ص 84، 85.

المخاطرة. يحسب ميل خط رأس المال بالفرق بين معدل العائد المتوقع لمحفظة السوق والاستثمار الخالي من المخاطرة مقسوماً على الانحراف المعياري لمحفظة السوق وعند ذلك تصبح معادلة خط سوق رأس المال كما يلي:

$$ER_{(p)} = R_f + \left[\frac{R_m - R_f}{\sigma R_m} \right] \sigma_p$$

حيث:

ER_p : معدل العائد المتوقع للمحفظة.

σ_p : الانحراف المعياري للمحفظة.

σR_m : الانحراف المعياري لمحفظة السوق.

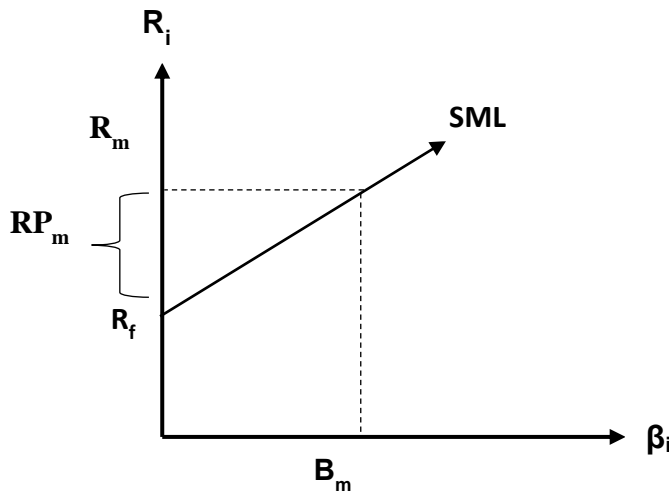
رابعا خط سوق الاستثمار SML:

إن خط سوق الأوراق المالية SML يبين لنا العائد المتوقع للمحفظة مقاسة بمخاطر نستخدم مقياس البيتا عند حسابها وفق المعادلة التالية¹:

$$SML = R_i = R_f + \beta_i(R_m - R_f)$$

إن هذه المعادلة تبين لنا بأن العائد المتوقع للورقة المالية أو المحفظة يتكون من العائد الخالي من المخاطرة وعلاوة المخاطر مضروبة في المخاطر المنتظمة أو البيتا وكما مبين في الشكل التالي:

الشكل رقم (09): خط سوق الاستثمار (سوق الورقة المالية)



المصدر: دريد كامل آل شبيب، إدارة المحافظ الاستثمارية، مرجع سبق ذكره، ص 197.

¹ دريد كامل آل شبيب، إدارة المحافظ الاستثمارية، مرجع سبق ذكره، ص 196.

من الشكل يتبين أنه عندما تكون المخاطرة النظامية تساوي الصفر فإن خط سوق الاستثمار يكون عند نقطة ثابتة على المحور العمودي والتي تمثل معدل العائد الخالي من المخاطرة R_f وعندما تزداد المخاطرة فإن معدل العائد المتوقع سيزداد أي أن العلاقة بين معدل العائد المتوقع والمخاطرة النظامية علاقة طردية موجبة.

مما سبق يتبين أن هناك اختلافات بين خط سوق الاستثمار (SML) وخط سوق رأس المال (CML) بالرغم من أن كلا الخطين يقيس العلاقة بين المخاطرة والعائد إذ يمثل المحور الأفقي المخاطرة لكلاهما ويمثل المحور العمودي العائد لهما وهذه الاختلافات هي¹:

- يقيس خط الاستثمار العلاقة بين المخاطرة والعائد للاستثمار الفردي أو السهم العادي الواحد والمحفظة، بينما يقيس خط سوق رأس المال العلاقة بين المخاطرة والعائد للمحفظة.

- تقع المحافظ الكفوءة على الخطين (CML) و (SML) بينما المحافظ غير الكفوءة تقع على خط سوق الاستثمار فقط (SML)، حيث أن العائد المتوقع لأي محفظة هو المعدل الموزون للعوائد المتوقعة للاستثمارات المكونة لها وتمثل النسبة أو الكمية المعدة للاستثمار أوزان تلك العوائد، وحيث أن جميع الاستثمارات تقع على الخط (SML)، لذلك فإن جميع المحافظ المكونة لتلك الاستثمارات تقع على الخط نفسه، هذا يعني أن جميع الاستثمارات والمحافظ يجب أن ترسم في أعلى ميل الخط المستقيم في الشكل البياني الذي يمثل محوره العمودي العائد المتوقع ويمثل مخاطرته (معامل بيتا) محوره الأفقي.

- تقاس مخاطرة الاستثمارات الفردية أو الأسهم العادية بالتباين المشترك بدلا من الانحراف المعياري في خط الاستثمار (SML) بينما يستخدم الانحراف المعياري للمحفظة في خط سوق رأس المال (CML).

المطلب الثالث: نموذج التسعير المرجح APT

يعبر نموذج تسعير المرجح عن العلاقة بين العائد والمخاطرة، فهو يعتبر نظرية بديلة لنظرية تسعير الأصول الرأسمالية، أسسها " S.Ross " عام 1976. وبذلك يكون أحدث نظرية لتفسير العائد على الاستثمار في الأوراق المالية.

أولا افتراضات نموذج APT:

- تقوم نظرية التسعير المراجعة على الفروض التالية²:
- المنافسة التامة في أسواق رأس المال.
- يفضل المستثمر زيادة ثروته في ظل ظروف التأكد.

¹ محمد علي إبراهيم العامري، إدارة المحافظ الاستثمار، مرجع سبق ذكره، ص ص 86، 87.

² عبد الرزاق قاسم، أحمد العلي، مرجع سبق ذكره، ص 152.

- يمكن التعبير عن العائد على الاستثمار في الأصول المالية كدالة خطية في مجموعة من العوامل والمؤشرات.
- إن للمستثمرين توقعات متماثلة بشأن عدد وماهية العوامل المؤثرة على عائد الورقة المالية.
- لا توجد مخاطر تحيط بفرض المراجعة المربحة.

ثانيا معادلة النموذج:

تستخدم هذه النظرية ما يسمى بنموذج العوامل، ويقصد بذلك العوامل الاقتصادية الرئيسية التي تؤثر على أسعار الأوراق المالية، وحسب نظرية الارتجاج أو نموذج التسعير المرجح فإن العائد على الورقة المالية يتأثر بنوعين من العوامل، هما عوامل اقتصادية عامة وهي عوامل السوق وعوامل خاصة بالشركة المصدرة للأوراق المالية، ويمكن التعبير عن العلاقة بين العائد وهذه العوامل في الشكل الموالي¹:

$$R_j = E(R)_i + b_{i1}\sigma_1 + b_{i2}\sigma_2 \dots \dots b_{ik}\sigma_k \varepsilon_i$$

حيث:

R_j : العائد على الورقة المالية خلال فترة زمنية معينة.

$E(R)_i$: العائد المتوقع على الورقة المالية إذا كان معدل التغير في العوامل الرئيسية مساويا للصفر.

b_{ik} : درجة حساسية العائد على الورقة المالية للتغيرات في العوامل الرئيسية المؤثرة.

σ_k : مجموعة العوامل أو المؤشرات التي تؤثر على عوائد الأوراق المالية.

ε_i : تأثير العوامل المرتبطة بالشركة (المخاطر غير المنتظمة) على العائد.

تعبّر (b_{ik}) عن درجة استجابة العائد على الورقة المالية الواحدة لكل من هذه العوامل. إن جميع الأوراق المالية تتأثر بهذه العوامل ولكن بدرجات متفاوتة. على سبيل المثال إن التغير في مستوى الناتج المحلي الإجمالي على الأسهم ليس متساويا، حيث أن أسهم الشركات المنتجة للسلع الكمالية تتأثر بدرجة أكبر من أسهم الشركات المنتجة للسلع الضرورية، بالتغيرات في مستوى الناتج المحلي الإجمالي، ولذلك فإنه من المتوقع أن تكون قيمة b لشركة من النوع الأول أكبر من قيمة b لشركة النوع الثاني، وكذلك الأمر بالنسبة لبقية العوامل في النظرية.

ثالثا نموذج التسعير المرجح ومعاملات بيتا²:

¹ نفس المرجع أعلاه، ص 152.

² محمد علي إبراهيم العامري، إدارة المحافظ الاستثمار، مرجع سبق ذكره، ص ص 120-122.

يستخدم معامل بيتا مدى استجابة معدل العائد للاستثمارات لعامل خطر خاص هو العائد على محفظة السوق، وسيتم استخدام هذا النوع من الاستجابة لتطوير نموذج تقييم الموجودات الرأسمالية إذ كانت أسهم إحدى الشركات مرتبطة إيجابيا بخطر التضخم، فهذه الأسهم لها بيتا التضخم موجب، وإذا كان العكس فإن هذه الأسهم لها معامل بيتا التضخم سالب وفي حالة وجود علاقة فإن بيتا التضخم يساوي الصفر.

ليس من الصعب تصور الأسهم ذات بيتا تضخم موجب وأخرى بيتا تضخم سالب، فأسهم الشركات العاملة في مناجم الذهب لها بالتأكيد بيتا تضخم موجب لأن الجزء غير متبأ به من التضخم هو دوما مرتبط بارتفاع أسعار الذهب، ومن جهة أخرى وبالنسبة لشركات تصنيع السيارات التي تواجه منافسة خارجية حادة قد تجد أن الارتفاع في معدل التضخم يعني الأجور التي ستدفعها لموظفيها ستكون جدا مرتفعة، ولكنها في نفس الوقت لا تستطيع أن ترفع أسعار مبيعاتها لتواجه تلك الزيادات، وهذا يخفض من هامش الربح لدى هذه الشركات لأن نفقاتها ترتفع أكثر عن ارتفاع إيراداتها. وهذا ما يعطي أسهمها معدل بيتا التضخم سالب. بعض الشركات التي تملك قليل من الموجودات وتبدو كسمسار قد لا تتأثر نسبيا بالتضخم لأن تكاليفها وإيراداتها ترتفع وتنزل معا، وهذا ما يجعل بيتا التضخم لأسهمها معدوم.

لنفرض أنه تم تحديد ثلاثة مخاطر نظامية، فقد نعتقد أن هذه المخاطر الثلاثة هي كافية لوصف تلك المخاطر النظامية التي تؤثر على معدل العائد لهذه الأسهم، وهي معدل التضخم، الناتج المحلي الإجمالي GNP، ونسبة الفائدة، إذ لا يخلو أي سهم من معدل بيتا متعلق بهذه المخاطر النظامية الثلاثة السابقة الذكر، وهذه المعدلات هي على النحو التالي: بيتا التضخم، بيتا GNP، بيتا نسبة الفائدة. وعليه يمكن كتابة معدل العائد الكلي للسهم على الشكل التالي:

$$R = \bar{R} + U$$

$$R = \bar{R} + m + \varepsilon$$

$$R = \bar{R} + \beta_1 F_1 + \beta_{GNP} F_{GNP} + \beta_r F_r + \varepsilon$$

حيث:

U: تمثل المفاجأة للعائد على السهم. وتم تقسيمها إلى مخاطر نظامية ومخاطر غير نظامية.

وسيتم من خلال مثال توضيحي التعرف على تأثير المفاجأة والعائد المتوقع لأحد الأسهم المعطاة، نفترض أن العائد سيكون خلال السنة وليس خلال الشهر كما في بعض الأمثلة، وأن معدل التضخم خلال بداية السنة كان 5 % وأن الناتج المحلي الإجمالي (GNP) سيرتفع خلال هذه السنة 2 % وأن معدل الفائدة لن يتغير خلال السنة وهذا كله عن طريق التنبؤ، وأن السهم في هذا المثال يظهر بمعدلات بيتا التالية:

$$\beta_r = 1.8 \quad , \quad \beta_I = 2 \quad , \quad \beta_{GNP} = 1$$

إن مقدار بيتا يصف ضخامة تأثير أي مخاطرة نظامية على معدل عائد السهم، فمدل بيتا يساوي 1+ هذا يعني أن معدل العائد لهذا السهم يرتفع ويتخفض بمقدار واحد لواحد مع عامل المخاطرة النظامية. وهذا يدل على أن بيتا GNP للسهم تساوي 1 % معناه أن يقابل كل 1- نسبة الزيادة في العائد لكل 1- نسبة زيادة المفاجأة في GNP وعندما يصبح بيتا GNP 2- معناه أنه سينخفض بنسبة 2 % وهذا عندما يرتفع الجزء غير متبأ به من GNP بنسبة 1 % وأنه سوف يرتفع بمعدل 2 % في حالة واجه GNP مفاجأة ب 1- نسبة الانخفاض. وفي الأخير دعنا نفترض أنه خلال السنة ما يلي:

ارتفاع معدل التضخم بنسبة 7 % و GNP قد ارتفع فقط بنسبة 1 % وأن نسبة الفائدة انخفضت بنسبة 2 % مع العلم أننا حصلنا على بعض الاخبار الهامة حول الشركة صدفه أنها تفوقت بسرعة في بعض الاستراتيجيات الأعمال الجديدة، وأن هذا التطور غير المتبئى به أثر بنسبة 5 % على معدل العائد أي:

$$\varepsilon = 5\%$$

مفاجأة التضخم F_i	معدل التضخم الحالي - معدل التضخم المتوقع	(7 % - 5 %) = 2 %
مفاجأة GNP F_{GNP}	GNP الحالي - GNP المتوقع	(1 % - 2 %) = 1 %
مفاجأة تغير الفائدة F_r	تغير الفائدة الحالي - تغير الفائدة المتوقع	(2 % - 0 %) = -2 %

في سبيل الحصول على عائد هذا السهم خلال هذه السنة المعطاة أولاً يجب تحديد ماهي تلك الأخبار أو التصريحات التي حدثت في العوامل النظامية، ومن خلال المعلومات المقدمة نجد أن معدل التضخم المتوقع = 5 %، GNP المتوقع = 2 %، التغير في معدل الفائدة = 0 %، وهذا يعني أن السوق خصم هذه المتغيرات وأن مقدار المفاجأة سيكون بين ما يحدث في الواقع وما هو متوقع.

فيكون مجمل المخاطر النظامية في عائد السهم على النحو التالي:

$$m = \text{نسبة عائد المخاطر النظامية}$$

$$m = \beta_1 F_1 + \beta_{GNP} F_{GNP} + \beta_r F_r$$

$$= (2 \times 2\%) + (1 \times (-1\%)) + ((+1.8) \times (-2\%)) = 6.6\%$$

ويتم إضافة هذه المخاطر النظامية إلى نسبة المخاطر اللانظامية للحصول على نسبة المخاطر الكلية للعائد في هذا السهم وهي كما يلي:

$$m + \varepsilon = 6.6\% + 5\% = 11.6\%$$

وفي الأخير، إذا كان معدل العائد المتوقع لهذا السهم مساوي إلى 4 % فسيكون معدل العائد الكلي والمركب من ثلاث أجزاء على النحو التالي:

$$R = \bar{R} + m + \varepsilon$$

$$R = 4\% + 6.6\% + 5\% = 15.6\%$$

رابعا نموذج التسعير المرجح وعائد المحفظة¹:

والآن لنرى ما الذي سيحدث لو شكلنا محفظة من مجموعة من الأسهم يخضع كل واحد منها إلى عامل واحد، وليكن (X_i) وزن السهم (i) ضمن المحفظة بحيث مجموع هذه الأوزان يساوي واحد أي: $X_1 + X_2 + \dots + X_N = 1$

ونعلم أن معدل عائد المحفظة هو متوسط العائد للموجودات الفردية داخلها، والذي يعبر عنه جبريا:

$$R_p = X_1 R_1 + X_2 R_2 + \dots + X_N R_N$$

فتبعا للمعادلة $R = \bar{R} + U$ فكل موجود من تلك الموجودات التي تشكل المحفظة هو محدد بكل من العامل F والمخاطرة النظامية ε_i ومنه يمكن الوصول إلى:

$$R_p = X_1(\bar{R}_1 + \beta_1 F + \varepsilon_1) + X_2(\bar{R}_2 + \beta_2 F + \varepsilon_2) + \dots + X_N(\bar{R}_N + \beta_N F + \varepsilon_N)$$

عائد المحفظة = (عائد السهم 1) + (عائد السهم 2) + (عائد السهم 3) + (عائد السهم N)

وعليه يتكون عائد المحفظة من مجموع المعالم الثلاثة الآتية:

- العائد المتوقع لكل موجود فردي \bar{R}_i

- بيتا كل موجود فردي مضروب في العامل F

- المخاطرة النظامية لكل موجود فردي ε_i

ويعبر عن المعادلة الأولى من خلال المعالم الثلاث في المعادلة الثانية المكونة من المعالم الثلاث 1 و 2 و 3 وكما يلي:

- المعدل الموزون للعوائد المتوقعة $R_r = X_1 \bar{R}_1 + X_2 \bar{R}_2 + \dots + X_N \bar{R}_N$

- المعدل الموزون لمعاملات بيتا مضروب في المعالم F

$$(X_1 \beta_1 + X_2 \beta_2 + \dots + X_N \beta_N) F$$

- المعدل الموزون للمخاطرة النظامية $(X_1 \varepsilon_1 + X_2 \varepsilon_2 + \dots + X_N \varepsilon_N)$

المبحث الثاني: تقييم أداء المحافظ المالية

تتعدد طرق تقييم أداء محفظة الأوراق المالية، إلا أننا سوف نتطرق لأهمها فيما يلي:

المطلب الأول: نموذج شارب لتقييم أداء المحفظة (1966)

¹ محمد علي إبراهيم العامري، إدارة المحافظ الاستثمار، مرجع سبق ذكره، ص ص 126، 127.

هو نسبة الفائض في العائد على المحفظة للمخاطر الكلية، وكلما كانت النسبة مرتفعة كلما كان أداء المحفظة أفضل¹، يقوم على أساس قياس العائد والخطر "المخاطر الكلية سواء المنتظمة وغير المنتظمة" والذي أطلق عليه المكافأة إلى نسبة التقلب في العائد، فذلك النموذج يحدد العائد الإضافي الذي تحققه الأوراق المالية نظير كل وحدة من وحدات المخاطر الكلية التي ينطوي عليها الاستثمار في المحفظة.² يحسب مؤشر شارب وفق الصيغة الرياضية التالية³:

$$S_p = \frac{E(R)_p - R_f}{\sigma_p}$$

حيث:

S_p : أداء المحفظة وفقا لشارب.

$E(R)_p$: العائد الكلي للمحفظة.

R_f : العائد الخالي من المخاطرة.

σ_p : الانحراف المعياري (مخاطر المحفظة)

وتدل النسبة المحددة على حسب قيمتها على⁴:

- إذا كانت النسبة سالبة، فإننا نستنتج أن درجة أمان المحفظة المالية دون المستوى، وبالتالي فإنه لا معنى للاستثمار في مثل هذه المحفظة.

- إذا كانت النسبة بين 0 و 1، وهذا يعني أن العائد الإضافي قد يكون أقل من المخاطرة المحتملة.

- إذا كانت النسبة أكبر من 1، فإن الاستثمار في المحفظة يتفوق عن الاستثمار الخالي من المخاطر، وبالتالي يولد ربحية أعلى.

المطلب الثاني: نموذج ترينور لتقييم أداء المحفظة (1965)

هو نسبة الفائض في العائد على المحفظة للمخاطر المنتظمة. وكلما كانت النسبة مرتفعة كلما كان أداء المحفظة أفضل⁵. ويقوم نموذج ترينور على أساس الفصل بين المخاطر المنتظمة والمخاطر غير المنتظمة، حيث يفترض النموذج أن المحافظ تم تنويعها بشكل جيد، وبالتالي تم القضاء على المخاطر غير المنتظمة،

¹ سيد سالم عرفة، مرجع سبق ذكره، ص 79.

² زنده جميل محمود، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار أمجد، الأردن، 2015، ص 112.

³ Noel amenc, *Théorie du Portefeuille et Analyse De sa Performance*, Economica, paris, 2002, p 147.

⁴ غازي فلاح المومني، مرجع سبق ذكره، ص 226.

⁵ سيد سالم عرفة، مرجع سبق ذكره، ص 80.

أي أنه يقوم بقياس المخاطر المنتظمة فقط وذلك باستخدام معامل بيتا كمقياس لمخاطر المحفظة المالية¹.
ويحسب مؤشر ترينور وفق الصيغة الرياضية التالية²:

$$S_T = \frac{E(R)_p - R_f}{\beta_p}$$

حيث:

S_T : مقياس ترينور لأداء المحفظة.

$E(R)_p$: العائد الكلي للمحفظة.

R_f : معدل العائد الخالي من المخاطرة.

β_p : معامل بيتا للمحفظة.

المطلب الثالث: نموذج جنسن لتقييم أداء المحفظة (1968)

إن فكرتي مقياسي ترينور وشارب تقومان على أساس تقييم أداء المحفظة الاستثمارية من خلال الربط بين علاوة المخاطر حيث أن المخاطر مقاسة حسب نموذج ترينور بالبيتا أي من مخاطر السوق وحسب شارب بالانحراف المعياري³. وتقوم فكرة مقياس جنسن على إيجاد الفرق بين مقدارين للعائد، المقدار الأول يمثل الفرق بين متوسط عائد المحفظة والعائد على الاستثمار الخالي من المخاطرة ويطلق على هذا المقدار بالعائد الإضافي، أما المقدار الثاني فيمثل حاصل ضرب معامل بيتا (مقياس المخاطر المنتظمة) في الفرق بين متوسط عائد محفظة السوق والعائد الخالي من المخاطرة ويطلق على هذا المقدار بعلاوة خطر السوق، ويمكن توضيح مقياس جنسن وفقاً للمعادلة الموالية⁴:

$$\alpha = (E(R)_p - R_f) - \beta_p(R_m - R_f)$$

حيث:

α : أداء المحفظة وفقاً لجنسن.

$E(R)_p$: معدل عائد المحفظة.

R_f : العائد الخالي من المخاطرة.

β_p : معامل بيتا للمحفظة.

¹ خالد وهيب الراوي، إدارة المخاطر المالية، ط 1، دار المسيرة، الأردن، 2009، ص: 396.

² Noel amenc, *opcit*, p 146.

³ دريد كامل آل شبيب، إدارة المحافظ الاستثمارية، مرجع سبق ذكره، ص 217.

⁴ محمد صالح الحناوي، ابراهيم سلطان، جلال العبد، مرجع سبق ذكره، ص: 305.

R_m : عائد السوق.

تشير المعادلة السابقة إلى أن كون معامل ألفا (α) موجب فمعنى ذلك أن أداء المحفظة يكون أعلى من أداء محفظة السوق أو خط سوق الأوراق المالية، وهذا يعني الأداء الجيد للمحفظة، وعندما يكون معامل ألفا سالب فيشير هذا إلى الأداء السيء للمحفظة وأما كون معامل ألفا معدوم فيدل ذلك على أن عائد المحفظة لا يختلف عن عائد السوق وبالتالي عائد التوازن¹.

المبحث الثالث: إدارة المحفظة المالية في البنوك التجارية

تحتل إدارة المحافظ المالية في البنوك التجارية باهتمام متزايد في الوقت الحاضر، حتى أنه لا يمكن تصور أن يخلو أي هيكل تنظيمي لأي بنك تجاري من وجود وحدة إدارية على مستوى قسم يختص في تنفيذ كافة العمليات الخاصة بالأنشطة الاستثمارية للبنك.

المطلب الأول: محفظة الأوراق المالية في البنوك التجارية

يستخدم البنك التجاري موارده إما في الإقراض أو في الاستثمار، وما يعنينا هو الاستثمار في الأوراق المالية ونجد هذا النوع يمثل أهمية كبيرة بالنسبة للبنك، حيث يقوم هذا الأخير باختيار التشكيلة المناسبة داخل المحفظة بغرض تحقيق أكبر عوائد بأقل مخاطر. وفي هذا الصدد سوف نتعرف على مكونات محفظة البنك ثم تحديد أهدافها.

أولاً مكونات محفظة الأوراق المالية في البنوك التجارية:

تتكون محفظة الأوراق المالية من أوراق متنوعة من حيث النوع والحقوق وجهة الإصدار، وتتفاوت هذه الأوراق من حيث العائد والسيولة والضمان وتواريخ الاستحقاق وإمكانية التسويق وعملية الإصدار، ودرجة المخاطرة فالآلية التي تحكم الاستثمارات الخاصة بمحفظة الأوراق المالية هي الموازنة بين الربحية والسيولة². ويمكن تصنيف تلك الاستثمارات إلى المجموعات التالية:

■ أوراق مالية حكومية

■ أوراق مالية مضمونة من الحكومة

■ أوراق مالية غير حكومية

■ صناديق الاستثمار

■ الاستثمارات المباشرة

¹ نفس المرجع أعلاه، ص 305.

² أحمد صلاح عطية، محاسبة الاستثمار في البنوك التجارية، ط 1، دار النهضة العربية، 2001، ص 216-220.

وتجدر الإشارة إلى أن البنك يعتمد سياسة التنوع في المفاضة بين هذه الأوراق في تكوين المحفظة المالية وذلك وفقا لدرجة الضمان والعائد، فهناك أوراق مالية ذات ضمان أكبر من غيرها أما من ناحية العائد نجد أوراق مالية ذات عائد ثابت مثل: السندات والأسهم الممتازة، وأوراق مالية ذات عائد متغير كأسهم العادية. وبناءً عليه يمكن أن تتضمن محفظة البنك الأوراق المالية التالية:

أ- **الأسهم:** تعد الأسهم بمثابة صكوك ملكية طويلة الاجل بمعنى انها ليست لها تاريخ استحقاق، وأن مسؤولية حاملها (المصرف) محددة بقيمة السهم، ولا يحق المطالبة بأرباح إلا إذا قررت الجهة المصدرة للأسهم ذلك، ويلاحظ هنا أنه في حالة تعرض هذه الجهة للإفلاس، فإن حملة الأسهم يحصلون على ما تبقى من أموال التصفية والتي قد تكفي أولاً تكفي لسداد مستحقاتهم أو أموالهم التي اشتروا بها تلك الأسهم لغرض الاستثمار. وهذا يعني أن الاسهم تتعرض لمخاطر عدم استرداد القيمة بصورة أكبر بكثير من السندات لذا فمن الطبيعي أن تميل السياسات الاستثمارية في المصارف إلى تفضيل الاستثمار في السندات عن الاسهم العادية، لأنه من المفترض أن تسعى المصارف إلى حماية أموال مودعيها من خلال الاحجام عن الاستثمارات في مجالات تتطوي على قدر مرتفع من المخاطر.¹ وتنقسم الاسهم إلى نوعين هما:

1. **الأسهم العادية:** هي أدوات ملكية قابلة للتداول وتحصل على الحقوق العادية لحامل السهم دون ميزة خاصة مقارنة بالأوراق المالية الأخرى سواء في الأرباح أو الأصول، وتصدر الأسهم العادية عادة بقيمة اسمية متساوية الحقوق والالتزامات، ويحصل حامله على نصبه من الأرباح بنسبة مئوية تعلن سنوياً من قبل مجلس الإدارة وقد يحصل على الأرباح نقدًا أو في شكل أسهم جديدة، وفي حالة إفلاس الشركة أو تسهيل أصولها يتقاضى حملة الأسهم العادية حقوقهم بعد تسديد الالتزامات كالدائنين أو حملة الأسهم الممتازة.²

2. **الأسهم الممتازة:** وهي من الأوراق المالية الهجينة ذات الدخل الثابت ولها الأولوية في الحصول على الأرباح قبل حملة الأسهم العادية وهي أوراق مالية لا تحدد لها فترة استحقاق وهي قابلة للاستدعاء، وقد تكون متراكمة الأرباح في حالة عدم اتخاذ قرار توزيع الأرباح في السنة التي يتحقق بها الربح فمن حق حملة الأسهم الممتازة المطالبة بالأرباح للسنة المذكورة بعد أن يتقرر توزيع الأرباح على حملة الأسهم في السنوات اللاحقة.³

ويستخلص ما سبق أن الأسهم العادية تعد أكثر أنواع الأوراق المالية التي تضمنها محفظة المصرف الاستثمارية تعرضاً لمخاطر عدم السداد، لذا فمن المتوقع أن يكون العائد المطلوب للاستثمار فيها هو أعلى العوائد المطلوبة بالنسبة للأوراق المالية.⁴

¹ خلفان حمد عيسى، مرجع سبق ذكره، ص 99.

² دريد كامل آل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، مرجع سبق ذكره، ص 235.

³ دريد كامل آل شبيب، إدارة المحافظ الاستثمارية، مرجع سبق ذكره، ص 107.

⁴ خلفان حمد عيسى، مرجع سبق ذكره، ص 101.

ب- **السندات:** وهي عقد التزام من المقرض لدفع مبالغ محددة في مواعيد محددة تشكل الدفعات والفوائد على أموال تم اقتراضها. وتتمتع السندات عادة بدرجة عالية من السيولة حيث يمكن تداولها بيعاً وشراءً في أسواق الأوراق المالية، كما يمكن الحصول على أسعارها في أسواق السندات يومياً¹.

يمكن حصر أنواع السندات في النقاط التالية:

1. **السندات الحكومية:** وهي عبارة عن سندات دين تصدرها الحكومة لأجل طويلة وتطرح للتداول أيضاً عن طريق الاكتتاب وتعطي فوائد ثابتة طوال عمر السند. وهي تمثل مصدر مهم لتوظيف أموال البنك نظراً لما تدره من عوائد مضمونة وما تتمتع به من سيولة حيث يمكن تحويلها إلى نقد بسرعة وبتكلفة منخفضة².
2. **أذونات الخزينة:** وهي عبارة عن سندات دين تصدرها الحكومة لأجل قصيرة تتراوح بين ثلاثة أشهر وتطرح للتداول من خلال البنك المركزي، ويتم شرائها من قبل جميع المتعاملين في سوق النقد من خلال الخصم، كما يتم تداولها أيضاً باستخدام مبدأ الخصم³.
3. **سندات البلدية:** وهي السندات التي تصدرها هيئة الحكومة، أو التي تصدرها البلديات أو الإدارات المحلية، وتكون أرباحها معفاة من ضريبة⁴.
4. **سندات حكومية بعملة أجنبية:** وهي التي يصدرها البنك المركزي، وتسمى سندات التنمية الوطنية وهي تباع على نطاق واسع في الأسواق الدولية⁵.
5. **سندات الشركات (غير الحكومية):** يصدر هذا النوع من منظمات الأعمال تتميز بالعائد الثابت وهي على أشكال:

▪ **سندات المضمونة أو سندات الرهن:** وهي التي يتم ضمانها بضمان شخصي، كسندات البنوك والسندات الحكومية، أو بضمان عيني، كالسندات المضمونة برهن رسمي على عقارات وموجودات الشركة المصدرة⁶.

▪ **السندات غير المضمونة:** وهي السندات ضمانها الوحيد المركز الائتماني للشركة، ومقدرتها على تحقيق الأرباح، لذلك فإن حملة السندات يتساوون مع الدائنين العاديين⁷.

¹ ماهر كنج شكري ومروان عوض، المالية الدولية العملات الأجنبية والمشتقات المالية بين النظرية والتطبيق، ط 1، دار الحامد، الأردن، 2004، ص 99.

² إسماعيل إبراهيم عبد الباقي، إدارة البنوك التجارية، دار غيداء، الأردن، 2015، ص 43.

³ نفس المرجع أعلاه، ص 43.

⁴ حريزي رابع، سوق الأوراق المالية (البورصة) والأدوات المالية محل التداول فيها، مذكرة ماجستير في القانون، تخصص قانون الأعمال، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة منتوري، قسنطينة، 2010/2009، ص 101.

⁵ نفس المرجع أعلاه، ص 101.

⁶ عبد الكريم أحمد قندوز، المشتقات المالية، دار الوراق، الأردن، بدون سنة نشر، ص 45.

⁷ بشري عفاف، مدي مساهمة النماذج الرياضية في إدارة مخاطر الائتمان للمحافظ الاستثمارية - دراسة مجموعة من البنوك الجزائرية، أطروحة دكتوراة، تخصص بنوك، مالية ومحاسبة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد بوضياف، مسيلة، 2018/03/10، ص 35.

■ **السندات القابلة للتحويل:** تعطي حاملها خيار تبديل سنداتهم بالأسهم العادية للشركة ويحدد عدد الأسهم العادية التي يمكن استبدالها مقابل كل سند عند الإصدار وهذا يعني تحديد سعر الاستبدال لكل سهم عادي وتحدد فترة مستقبلية لعملية الاستبدال ويحدد عادة شرط تخفيض نسبة التحويل كلما اقترب موعد تاريخ استحقاق السند¹.

■ **السندات القابلة للاستدعاء:** وهي تلك السندات التي تمنح الحق للشركة باستدعائها بعد مرور فترة محددة من إصدارها، ويكون ذلك من خلال شراء السندات نقداً من أسواق التداول أو باستدعاء هذه السندات لقاء علاوة إضافية تمنح إلى حاملها بالإضافة إلى قيمة السند الأصلية².

ج- **المشتقات المالية:** وهي عقود تشتق قيمتها من قيمة الأصول المتداولة في الأسواق الحاضرة. فالأسواق الحاضرة وما يتداول بها من أصول مالية تعد مطلباً أساسياً لوجود هذه المشتقات، والتي تتمثل عقودها أساساً في العقود الآجلة والعقود المستقبلية وعقود الخيارات وعقود المبادلة، إضافة إلى التوريق الذي يجمع بين الاقتراض والمشتقات³.

وتنقسم المشتقات المالية إلى الأنواع التالية:

1. **العقود الآجلة والعقود المستقبلية:** العقد الآجل هو عقد يبرم بين طرفين، مشتري وبائع للتعامل على أصل ما، على أساس سعر يتحدد عند التعاقد، على أن يكون التسليم في تاريخ لاحق. ولا يختلف العقد الآجل عن العقد المستقبلي، إلا في كون بنود العقد المستقبلي نمطية. فمثلاً عدد الوحدات في العقد الواحد، وتواريخ التسليم، ومستوى جودة الأصل... نمطية لكل نوع من العقود. أما في العقد الآجل فلا توجد أي قيود، فبنود العقد تتحدد وفقاً لاتفاق الطرفين⁴.

2. **عقود الخيارات:** الخيار يعطي حامله حق شراء أو بيع الأصل عند سعر محدد ينفذ في أو قبل تاريخ محدد وهو عقد بين طرفين المشتري والبائع أو محرر العقود وهي العقود التي تعطي للمشتري الحق بشراء ويسمى خيار شراء أو البيع ويسمى خيار البيع لكمية محددة من أصل أصلي في تاريخ محدد وبسعر محدد ويتم دفع عمولة تسمى بسعر الخيار تتراوح بين 1-5 % من قيمة العقد، وقد تنفذ عقود الخيارات وفق الطريقة الأمريكية وتسمى عقد خيار أمريكي أو وفق الطريقة الأوروبية وتسمى عقد خيار أوروبي⁵.

■ **عقد الخيار الأمريكي:** ينفذ الخيار في أي وقت يراه حامله مناسباً، إلى غاية مدة العقد⁶.

■ **عقد الخيار الأوروبي:** ينفذ الخيار في تاريخ محدد، وهو تاريخ نهاية مدة العقد⁷.

¹ دريد كامل آل شبيب، إدارة المحافظ الاستثمارية، مرجع سبق ذكره، ص 106.

² دريد كامل آل شبيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، ط 3، دار المسيرة، الأردن، 2013، ص 331.

³ عبد الكريم أحمد قندوز، مرجع سبق ذكره، ص 40.

⁴ منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر: الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات، المكتب العربي الحديث، مصر، 2009، ص 6.

⁵ دريد كامل آل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، مرجع سبق ذكره، ص 395.

⁶ مقدم عبد الإله، قبال زين الدين، تطور حجم أسواق المشتقات المالية في العالم في الفترة ما بين 2005 و 2017، مجلة المالية والأسواق، المجلد 5، العدد 10، 2019، ص 169.

⁷ نفس المرجع أعلاه، ص 169.

3. عقود المبادلات: هي عقد يربط بين طرفين يتعهد بموجبه الطرف الأول بدفع مبلغ محدد في موعد محدد إلى الطرف الثاني، والذي يتعهد بدوره بدفع مبلغ محدد في نفس التاريخ للطرف الأول. وتتعامل الأسواق بأربعة أنواع للمبادلات وهي: عقود مبادلات العملات وعقود مبادلات أسعار الفائدة، هذه الأخيرة التي تعد الأكثر شيوعاً في الأسواق النقدية والمالية الدولية وخاصة بين المؤسسات المالية لأنه نادراً ما يتعامل بها الأفراد. إضافة لعقود مبادلات السلع وحقوق الملكية¹.

ثانياً أهداف محفظة البنك: تتمثل أهداف محفظة البنك التجاري في النقاط التالية:

- أ- **الوفاء بمتطلبات السيولة:** إذ تعتبر محافظ الأوراق المالية من أهم مصادر السيولة حيث يستطيع المصرف اللجوء إلى بيع محتوياتها في السوق المالي حين تستدعي الحاجة².
- ب- **استثمار الفائض من أموال المصرف:** عندما تكون الطلبات على القروض والسلف لديه قليلة، ففي هذه الحالة يكون لدى المصرف أموالاً فائضة لا بد أن يسعى إلى استثمارها بدلاً من تركها مجمدة في خزائنه³.
- ج- **تحقيق الأرباح للمصرف:** إذ تشكل أرباح محافظ الأوراق المالية في كثير من الأحيان نسبة كبيرة من مجموع أرباح المصرف⁴.
- د- **تنفيذ تعليمات وتوجهات البنوك المركزية:** والتي تقوم بتشجيع البنوك التجارية بإنشاء المحافظ الاستثمارية⁵. ضمن قيود وضوابط محددة تختلف وفقاً لظروف كل بلد.
- هـ- **توثيق العلاقة مع كبار المودعين:** مثلاً تقوم المصارف باستثمار جزء من مواردها في شراء السندات الحكومية، على الرغم من انخفاض العائد على هذه السندات، إلا أن المصارف تستطيع أن تعوض هذا الانخفاض في عائد السندات الحكومية، بالأرباح المتولدة من استثمار ودائع الحكومة، باعتبارها من كبار المودعين⁶.

المطلب الثاني: استراتيجيات إدارة المحفظة المالية في البنوك التجارية

إن الاستراتيجية من الضروري أن توضع قبل انتقاء المحفظة المالية، وذلك بهدف الاختيار الصحيح للمكونات، لذا فالأهداف الاستراتيجية يتم تحديدها مسبقاً، إذ ينبغي أن تكون محدودة نسبياً مقارنة بالاقتراعات والبدائل الممكنة⁷.

¹ ماهر كنج شكري ومروان عوض، مرجع سبق ذكره، ص: 353.

² زياد رمضان، محفوظ جودة، الاتجاهات المعاصرة في إدارة البنوك، ط 3، دار وائل، الأردن، 2006، ص: 292.

³ خلفان حمد عيسى، مرجع سبق ذكره، ص 104.

⁴ نفس المرجع أعلاه، ص 104.

⁵ زياد رمضان، محفوظ جودة، مرجع سبق ذكره، ص 292.

⁶ خلفان حمد عيسى، مرجع سبق ذكره، ص 105.

⁷ Simon Moore, **Strategic project portfolio management: enabling a productive organization**, John Wiley & Sons, Inc. New Jersey, USA, 2010, P: 22.

من أجل تحقيق الأهداف التي تسعى إليها الإدارة العليا للبنك توجد خمسة استراتيجيات رئيسية لإدارة محفظة الأوراق المالية في البنوك التجارية تتمثل فيما يلي¹:

أولاً استراتيجية جودة الاستثمارات:

تؤكد القواعد المصرفية على ضرورة التزام البنك بالتعامل في أوراق مالية ذات جودة عالية ضماناً لحقوق المودعين، وبمقتضى ذلك يتعين الابتعاد عن الأوراق التي يتعرض عائدها الدوري لتقلبات شديدة، وكذلك الابتعاد عن الاستثمارات التي تتعرض قيمتها السوقية للانخفاض. ويحمل هذا الاتجاه إلى دعوة البنوك لكي تزيد استثماراتها في السندات على حساب صكوك الملكية (الأسهم). وفي هذا السياق، يتم ترتيب الأوراق المالية داخل كل قسم بحيث تكون الأولوية للأوراق المالية الحكومية ثم المضمونة من الحكومة، وأخيراً الأوراق غير الحكومية.

ثانياً استراتيجية التنوع في الاستثمارات:

هي تكوين تشكيلة جديدة من الأوراق المالية تسهم في خفض درجة المخاطر التي يتعرض لها عائد المحفظة دون أن يترتب على ذلك تأثير عكسي على حجم العائد، ويأخذ التنوع صوراً عديدة متمثلة في تنوع تواريخ الاستحقاق وتنوع جهة الإصدار ويشمل أيضاً التنوع الدولي، وقد تم التطرق إليها فيما سبق.

ثالثاً استراتيجية المحافظة على الأصول المستثمرة:

يقصد بها الوصول إلى الضمان الحقيقي الذي يعني استرداد القوة الشرائية نفسها للوحدات النقدية للأموال المستثمرة في الأصول.

رابعاً استراتيجية آجال استحقاقات الاستثمار:

هي الاستراتيجية التي تقوم على هيكلة استحقاقات محفظاتها ضد التغيرات في معدلات الفائدة وهناك طريقتان لهيكلة استحقاقات المحفظة:

- Ladder Maturing وهي الاستحقاقات المتتابعة، والاستحقاقات المتتالية
- Barbell Maturing وهي تقضي بتخصيص البنك في نوعية من الاستثمارات إحداها قصيرة والأخرى طويلة الأجل وهي بالتالي تستبعد الاستثمارات متوسطة الأجل.

خامساً استراتيجية الاستبدال والمبادأة:

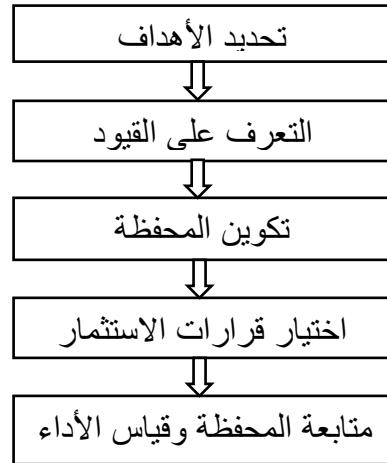
حيث يعطي التغيير في أسعار الفائدة فرصاً استثمارية للبنك يمكن استغلالها إذا ما اتبع مبدأ المبادأة ويتوقف ذلك على التنبؤ الصحيح لمعدلات الفائدة المتوقعة.

¹ عادل محمد رزق، الاستثمارات في البنوك والمؤسسات المالية من منظور إداري ومحاسبي، دار طيبة، مصر، 2004، ص 71.

المطلب الثالث: خطوات إدارة المحفظة المالية في البنوك التجارية

تتم عملية إدارة محفظة الأوراق المالية في البنوك التجارية عبر مجموعة من الخطوات والتي يوضحها الشكل الموالي:

الشكل رقم (10): خطوات إدارة المحفظة المالية في البنوك التجارية



المصدر: زنده جميل محمود، مرجع سبق ذكره، ص 94.

أولاً تحديد أهداف إدارة المحفظة المالية في البنك:

من أهم وأولى خطوات إدارة محفظة الأوراق المالية وضع الأهداف الرئيسية التي يسعى البنك تحقيقها من خلال تكوين المحفظة المالية ويجب أن تكون هذه الأهداف واضحة ومحددة من حيث الكم والنوع والوقت وقابليتها للقياس، وعلى أساس هذه الأهداف يتم اختيار نوع الورقة المالية التي تناسب مع أهداف البنك. وقد سبق التطرق لها إلا أنه يمكن إيجازها فيما يلي¹:

- حماية الأموال المستثمرة من هبوط قيمتها الشرائية نتيجة التضخم.
- تنمية المحفظة، أي تضخيم قيمتها السوقية.
- تدنية المخاطر عند حدها الأدنى.
- تحقيق تنمية مستمرة في الأموال المستثمرة.
- تثبيت واستقرار العائد دون التقليل من العائد المتوقع.

¹ عادل محمد رزق، مرجع سبق ذكره، ص 73.

- تقليل مخاطر التعرض للضرائب على إيرادات القروض، حيث أن بعض الإيرادات الناتجة من الأوراق المالية معفاة من الضرائب وبالتالي يمكن تعويض جانباً من الضرائب المدفوعة على إيرادات محفظة القروض.

- تمد البنك بمرونة كافية في إدارة أصوله نظراً لأن مكونات المحفظة يمكن التصرف فيها بسهولة ومرونة أكبر من محفظة القروض.

- تدعيم موقف البنك أمام المستثمرين وحملة الأسهم.

ثانياً قيود ومحددات إدارة المحفظة المالية في البنك:

عند إدارة المحفظة المالية الخاصة بالبنك ينبغي مراعاة مجموعة من العوامل المؤثرة في صياغة سياسات واستراتيجيات الاستثمار في الأوراق المالية ولذلك لابد من التنسيق بينها بما يتوافق مع الخطط التي يضعها البنك، ومن أهم هذه العوامل ما يلي¹:

أ- **طبيعة هيكل الودائع:** حيث أن لكل نوع من الودائع خصائصه المميزة، لذا فعند وضع السياسة الخاصة بالاستثمار في الأوراق المالية فلا بد من البحث عن الاستثمار المناسب لكل نوع من الودائع، فإذا كانت نسبة ودائع الأفراد هي الأكبر بين مجموع الودائع فإن البنك يتبع سياسة استثمارية طويلة المدى نظراً لما تتميز به هذه الودائع من استقرار، وعلى عكس هذه الودائع نجد ودائع الشركات والمؤسسات الكبيرة تتميز باستقرار أقل مما يفرض على البنك إتباع سياسة استثمارية أقل مدى.

ب- **مركز حقوق المساهمين:** لمركز حقوق المساهمين تأثير واضح في جانب مصادر البنك ومن ثم في الأموال المخصصة للاستثمار، ويبدأ ذلك من خلال العلاقة التي تربط بين هذه الحقوق والودائع، حيث كلما زادت حقوق المساهمين زادت معها ثقة المودعين في البنك، وبالتالي زيادة نسبة الودائع، ومن ثم زيادة توظيفات البنك أي زيادة استثماراته.

ج- **سياسة الإقراض:** تعد السياسة الإقراضية والائتمانية من أهم العوامل المؤثرة في تكوين محفظة الأوراق المالية وذلك من زاويتين:

■ الزاوية الأولى خاصة بالقروض متوسطة الأجل التي تتميز بالمخاطر، وفي هذه الحالة على البنك أن ينتهج سياسة استثمارية تسمح له بتخفيض درجة المخاطر في محفظته المالية.

■ الزاوية الثانية فهي متعلقة بصغر حجم القروض الممنوحة، فكلما كان حجم القروض صغير كلما دل ذلك على عدم توفر فرص ملائمة، وعدم وجود عملاء ذوي مستويات مالية مرتفعة، وبالتالي فعلى البنك إتباع سياسة استثمارية نشيطة ومرنة، وذلك لتغطية النقص في القروض من جهة، ولتوفير القروض في وقت طلبها من جهة أخرى.

¹ عبد المطلب عبد الحميد، البنوك الشاملة "عملياتها وإدارتها، الدار الجامعية، مصر، ص 150.

د - متطلبات الربحية والسيولة: إن الربحية والسيولة هدفان متعارضان من جهة ومتوافقان من جهة أخرى، فمن ناحية على البنك أن يدير محفظته المالية بما يحقق العائد الأقصى ويضمن قدر ملائم من السيولة، ومن جهة أخرى فإن الاستثمار بالموارد المالية المتاحة يعني عدم نقص الأموال السائلة، ولذلك لكي يتبع البنك سياسة استثمارية ملائمة لا بد أن يتعرض إلى متطلبات الربحية والسيولة التي تختلف من بنك إلى آخر.

هـ - توفر الاستثمارات الملائمة: إن الأوراق المالية المتوفرة في السوق هي العامل المؤثر في طبيعة السياسة الاستثمارية التي سينتهجها البنك لإدارة محفظته الاستثمارية، ولتحديد فرص الاستثمارات الملائمة، لا بد أن يتم ذلك في إطار:

▪ تحليل هيكل السوق الخاص بالأوراق المالية.

▪ تحليل قروض البنك.

▪ تحليل هيكل ودائع البنك وتغيراته.

و - القيود القانونية وتوجيهات سياسة الدولة: قبل رسم أي سياسة استثمارية من قبل البنك لا بد عليه ان يرجع الى القيود القانونية الواردة في القانون الخاص بأعمال البنوك والتعليمات التي يضعها البنك المركزي.

ز - توفر الكوادر الفنية لإدارة الاستثمار: وذلك لأن إدارة المحفظة المالية هي عملية مستمرة، تستلزم المتابعة المستمرة للأسواق والأسعار، وإجراء تنبؤات واستقراء الإحصاءات، وذلك لاتخاذ القرار المناسب لذا فالعامل البشري مهم جدا لأن أي خطأ يكلف البنك الكثير من الخسائر.

ثالثا تكوين المحفظة المالية في البنك:

يتم وضع السياسة الاستثمارية من خلال اتخاذ قرارات تخصيص الأصول المحفظة، أي كيفية توزيع استثمارات المحفظة على فئات الأصول المالية المختلفة من أسهم وسندات حكومية وسندات الشركات وغيرها ومن بين السياسات التي تحكم إدارة المحفظة: والتي تم تناولها في الفصل الأول من البحث الثالث وهي السياسة الهجومية، السياسة المحفظة الدفاعية، السياسة المتوازنة.

رابعا اختيار قرارات الاستثمار في البنك:

يمكن أن تتخذ إدارة المحفظة في البنك القرارات التالية¹:

أ - قرار التنويع: وهو من القرارات الاستراتيجية التي تحدد ما يلي:

¹ دريد كامل آل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، مرجع سبق ذكره، ص 301-304.

1. أنواع الأصول أو فئات الأصول الاستثمارية التي تشكل منها المحفظة، أي تنوع مكونات المحفظة حسب الأدوات والقطاعات التي تنتمي إليها وتحديد الأصول المستثمرة في كل قطاع (قطاع زراعي، صناعي، محلي أو دولي...الخ).

2. القرار الرئيسي في تحديد الوزن النسبي لكل أداة استثمارية في هيكل رأسمال المحفظة.

ب- قرار التوقيت أو التوزيع النشط للأصول : وتمنح إدارة المحفظة قرار التوقيت أهمية كبيرة وأساسية في عملها ويقصد بالتوقيت تحديد نقطة البيع أو الشراء على أن يتم الشراء بأقل الأسعار و البيع بأعلى الأسعار، فعند الشراء يجب أن يختار مدير المحفظة الأدوات الاستثمارية التي يكون حجم تداولها في السوق المالي منخفض، و بالتالي يكون الطلب عليها منخفض وسعرها منخفض، ولكن المشكلة الأساسية في اتخاذ قرار البيع أو الشراء هو متى يكون القرار صائب ومثالي، لأن أي قرار بالبيع أو الشراء قد ينطوي على ربح أو خسارة، و هنا يجب أن تتسم إدارة المحفظة بالعقلانية أي الابتعاد عن القرارات المستعجلة وعدم اتخاذ قرار سريع في ظروف طارئة، وعدم المغامرة بكامل رأسمال المحفظة، و أن يكون القرار متوازن مع الأهداف والإمكانيات المتاحة للمحفظة.

خامسا متابعة المحفظة المالية في البنك وقياس أدائها:

تعد المتابعة والرقابة المستمرة على قرارات المحفظة وقياس نتائجها عملية أساسية لنجاح الاستثمار وتشمل ذلك متابعة الظروف الخارجية المحيطة بالبيئة الاستثمارية وتقييم الأصول باستمرار ومقارنة النتائج مع حركة الأسعار في السوق المالي¹. وتقوم الإدارة العليا بعملية المتابعة وتقييم الأداء حتى تطمئن إلى كفاءة إدارة المحفظة وحتى تستطيع اكتشاف الأخطاء قبل وقوعها ومعالجتها أو الحول دون استفحالها بعد وقوعها².

¹ عبيد القادر، السيد متولي، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، ط 1، دار الفكر، الأردن، 2010، ص 222.

² زياد رمضان، محفوظ جودة، مرجع سبق ذكره، ص 296.

خلاصة الفصل

تم التطرق في هذا الفصل إلى أهم النظريات والنماذج التي تقوم عليها إدارة المحافظ المالية وعلى رأسها نظرية المحفظة المالية لماركوفيتز والتي تعد الأساس في تطوير عدد من النماذج التي تليها، كما شهدت هذه النظرية تطوراً بفضل إسهامات كل من توبين وشارب في تحديد المحفظة المثلى ومن ذلك نشأ نموذج تسعير الأصول الرأسمالية، الذي يقوم على أساس الموازنة بين العائد والمخاطرة المصاحبة له، وعلى إثره اشتق كل من خط سوق رأس المال وخط سوق الاستثمار، وبالرغم من الانتقادات التي وجهت لهذا النموذج إلا أنه أتاح للمستثمرين عدد من التطبيقات الهامة باستخدامه، بينما يعد نموذج التسعير بالمراجعة أحدث نماذج الفكر المالي في هذا المجال، وهو يدرس مثل نموذج تسعير الأصول الرأسمالية حالة التوازن غير أنه يتميز عنه في اعتماده عند تحديد معدل عائد الأوراق المالية على عدد أكبر من عوامل المخاطرة مقارنة بنموذج تسعير الأصول.

كما يقترح في جميع الحالات لاكتمال إطار تقييم أداء الاستثمار في محفظة الأوراق المالية ضرورة التقييم الدوري لأداء المحفظة المالية، وتستخدم في ذلك مجموعة من النماذج أهمها نموذج شارب، نموذج ترينور ونموذج جنسن.

كما تم التطرق إلى الدور الذي تلعبه البنوك التجارية إذ تعتبر من أهم الهيئات المسؤولة عن إدارة المحفظة المالية، وذلك لما تمتلكه من خبرة ودراية بهذا المجال، إذ تعتمد على أحدث الطرق العلمية للتنبؤ بالخطر، فهي تضع خطوات واستراتيجيات محكمة لتحقيق أعلى العوائد والأرباح وبالتالي إدارتها بفعالية.

الفصل الثالث:
دراسة حالة البنك
BNP Paribas

تمهيد

تعرفنا فيما سبق من خلال الجانب النظري أن إدارة محفظة الأوراق المالية تقوم على مجموعة من النظريات والنماذج التي تتفق في مجملها بأن إدارة المحفظة المالية الفعالة هي التي تحقق أعلى عوائد بأقل مخاطر ممكنة، كما تطرقنا إلى الدور الذي تلعبه البنوك التجارية في هذا المجال، وحتى لا تبقى دراستنا نظرية سنقوم بإسقاطها على الواقع من خلال دراسة حالة البنك BNP Paribas مبرزين الدور الذي يلعبه في مجال إدارة محفظة الأوراق المالية.

وللإشارة فإن هذه الدراسة تتمحور حول بنك BNP Paribas وهو بنك فرنسي في حين لم يتسنى لنا إجراء هذه الدراسة على بنك جزائري، و ذلك بسبب الوضعية التي تعيشها البورصة الجزائرية من جهة، ومن جهة أخرى بسبب تخلف الجهاز المصرفي الجزائري، فهو غير قادر على تقديم الخدمات المتعلقة بإدارة المحفظة المالية، علما أنها تتم على مستوى السوق الثانوية، لكن نجد أن البنوك الجزائرية تقتصر مهامها على تقديم خدمات الاكتتاب، مما لم يتيح لنا الحصول على المعلومات الكافية لإتمام هذه الدراسة، أما بنك BNP Paribas فيعتبر من البنوك العالمية العريقة، فهو ينتشر في أكثر من 71 دولة، ويصنف من البنوك الأولى في منطقة اليورو من حيث نتائجه، كما يعتبر من البنوك الرائدة في مجال إدارة المحافظ المالية، ولدراسة مدى فعالية إدارة المحافظ المالية لدى البنك الفرنسي BNP Paribas فقد تطرقنا في هذا الفصل إلى ما يلي:

❖ **التعريف بالبنك محل الدراسة.**

❖ **المخاطر التي يتعرض لها بنك BNP Paribas.**

❖ **دور البنك BNP Paribas في إدارة محفظة أوراقه المالية.**

المبحث الأول: التعريف بالبنك محل الدراسة

يعتبر بنك BNP Paribas من بين أهم المؤسسات المالية الفرنسية المنتشرة عبر الأسواق العالمية، فهو عبارة عن وسيط مالي أوروبي لمختلف الخدمات البنكية، حيث يتميز بتواجد مميز ومتطور في السوق الأمريكية والسوق الآسيوية.

المطلب الأول: التعريف بالبنك BNP Paribas

في هذا المطلب سنقوم بالتعريف بالبنك من عدة جوانب: نشأته، رأس ماله، نشاطه، النتائج التي حققها في السنوات الأخيرة، وأخيرًا ميزانية البنك.

أولاً نشأة البنك BNP Paribas:

مر ظهور بنك BNP Paribas بعدة مراحل إلى أن أصبح كما هو الآن، وسيتم التعرف على مختلف هذه المراحل من خلال المحطات التاريخية التالية¹:

أ - مرحلة 1820-1872:

- تأسيس بنك BishoffsheimLouis Raphael الذي يحمل اسمه في أمستردام، حيث أدمج هذا الأخير مع بنك القرض والوديعة بهولندا de et La dépôt des pays-bas Banque decrédit crédit

- إنشاء بنك باريس la BANQUE de Paris سنة 1869.

- بعد 1848 وفي ظل أزمة اقتصادية ومالية ناتجة عن أحداث سياسية وعن ثورة 1848، لم تجد التجارة المساعدة المعتادة لدى البنكين لتنفيذ عمليات الخصم، فأسست الحكومة المؤقتة للجمهورية الثانية المكتب الوطني للخصم (CNEP) Comptoir national d'escompte de Paris بباريس وكان ذلك في 8 مارس 1848، كما أنشئ أيضا المكتب الوطني للخصم لميلوز (CNEM) Comptoir national d'escompte de Mulhouse في 28 مارس سنة 1848.

- في عام 1854 تحرر المكتب الوطني للخصم لميلوز (CNEM) من طرف سلطة الدولة ليصبح اسمه مكتب الخصم لميلوز (CEM).

ب - مرحلة 1870-1918:

¹ تمت المعاينة يوم 2020/6/28 على الساعة 19 على موقع بنك BNP Paribas على الرابط: <https://group.bnpparibas/en/group/history-centuries-banking>

- مع الهزيمة الفرنسية سنة 1870 وضم الألزاس وموسال (l'Alsace et Moselle) لألمانيا عرف مكتب الخصم لميلوز بوضعية خاصة، فمن جهة مقره الاجتماعي بألمانيا، ومن جهة أخرى يتداول به رؤوس أموال فرنسية، الأمر الذي أدى إلى تقسيمه إلى قسمين وجمع الشبائيك المتواجدة في فرنسا في فرع مستقل سمي البنك الوطني للقرض La Banque Nationale de crédit.
- تقسيم مكتب خصم ميلوز بين فرنسا وألمانيا، وجمع الشبائيك المتواجدة في فرنسا في فرع مستقل يسمى بالبنك الوطني للقرض la Banque National de crédit.
- دمج بنك باريس la Banque de Paris، وبنك القرض والوديعة التابع لهولندا la Banque de crédit et des dépôts de pays – Bas سنة 1872.
- في عام 1901: إنشاء البنك الفرنسي للتجارة والصناعة la Banque Française pour le commerce et l'industrie (BEI) برأس مال قدره 60 مليون فرنك، وبمساهمة كل من بنك باريس وهولندا، والمكتب الوطني بباريس والشركة العامة (Société générale)، وبعد ذلك تمت حيازته من طرف البنك الوطني للقرض (BCN).

ج- مرحلة 1918-1929:

- تم دمج البنك الوطني للقرض (BCN) مع البنك الفرنسي للتجارة والصناعة (BFCI) سنة 1992.

د- مرحلة 1929-1945:

- في سنة 1929 تأثر نشاط مكتب الخصم لميلوز بالأزمة الاقتصادية، إلا أن سياسته الحذرة جعلته أقل تضررا، حيث احتل المرتبة الثالثة لبنوك الودائع سنة 1945.
- دمج مكتب الخصم لميلوز (CEM)، وبعد الأزمة الاقتصادية العالمية تعرض البنك لمشاكل أدت به إلى تصفية سنة 1932، ليعود في صورة أخرى جديدة باسم البنك الوطني للتجارة والصناعة la Banque nationale pour le commerce et l'industrie (BNCI).

- في سنة 1940 فتح فروع في شمال إفريقيا كالجزائر سنة 1940، وفروع في عدة دول أخرى.

هـ- مرحلة 1945-1981:

- تأميم بنك فرنسا، والبنك الوطني للتجارة والصناعة (BNCI). والمكتب الوطني للخصم التابع لباريس (CNEP) والقرض الليوني، le crédit lyonnais، والشركة العامة Société générale سنة 1946.

- في سنة 1945 تم اختيار بنك باريس وهولندا la Banque de Paris et des pays – bas (BPPB) أن يكون بنك أعمال فرنسي وذلك لأنه البنك الذي لم يتم تأميمه.

- في 1946 تم تأسيس مؤسسة فرنسية تعمل على توفير العملات الأجنبية وتمويل التجارة الخارجية، تحمل اسم الاتحاد المالي للمؤسسات الفرنسية والأجنبية (UFEFE) L' union financière d'entreprises française et étrangère

- في عام 1959: اندماج (EFEF) مع La Banque Française d'acceptation، وأدى إلى إنشاء 4 شركات جديدة، تم تكتلها في شركة واحدة سميت بالشركة البنكية La compagnie Bancaire (BC).

- في 1966 تم دمج كلا من البنك الوطني للتجارة والصناعة (BNCI) والمكتب الوطني للخصم بباريس في مؤسسة واحدة تحمل اسم البنك الوطني لباريس La Banque National de Paris.

- إعادة هيكلة الشركة المالية لباريس وهولندا وتم تقسيمها إلى أربعة فروع رئيسية سنة 1968.

و- مرحلة 1981-1995:

- تأميم الشركة المالية لباريس وهولندا في عام 1982 وأخذت اسم Paribas، مع العلم أن هذا الاسم كان اسم شركة مالية وكذلك اسم بنك، أي أن هناك شركة مالية (Paribas) وبنك (Paribas).

- في سنة 1987 تمت خصصت الشركة المالية لباريس وهولندا، وفي 1993 خصصت البنك الوطني لباريس BNP.

ز- مرحلة 1999-2009:

- تم اندماج الشركة المالية Paribas، والبنك Paribas، والشركة البنكية (La compagnie Bancaire) لتصبح مجموعة أطلق عليها اسم (Le groupe Paribas) في 12 ماي 1998).

- وفي سنة 1999، وهي أهم محطة تاريخية للبنك، حيث تم عرض مشروع دمج (Paribas) والشركة العامة (La société générale)، وبعد ذلك أصدر البنك الوطني بباريس (BNP) عرضين لشراء الشركة العامة والمجموعة Paribas.

- وفي نفس السنة أصدرت النتائج التالية من طرف مجلس الأسواق المالية:

✓ 37 % من رأس المال لـ (BNP).

✓ 32 % من حقوق التصويت لـ (SG).

✓ 65 % من رأس المال لـ (Paribas).

✓ 65 % من حقوق التصويت لـ Paribas.

- وفي سنة 2000: تم إنشاء مجموعة جديدة باسم BNP Paribas في 23 ماي 2000.

- في سنة 2006: استحوذت BNP Paribas على بنك الوطني الإيطالي BNL، من خلال هذا الاستحواذ أصبح للمجموعة BNP Paribas سوقا محليا ثانيا في أوروبا، وبالتالي يمكن للمجموعة الاعتماد على شبكة وطنية لنشر أنشطتها.

- في سنة 2009: الاندماج مع مجموعة فورتيس (Le groupe Fortis) حيث سيطر BNP Paribas على Banque Fortis و BGL (Banque Générale du Luxembourg).

ثانيا البنك BNP Paribas ومساهميه:

سنحاول هنا التعريف بالبنك وطبيعته القانونية ومقره الاجتماعي وكذا المساهمين فيه.

أ- التعريف بالبنك:

والبداية بمعرفة التسمية والمقر الاجتماعي للبنك ومدة حياته وشكله القانوني كالآتي:

1. التسمية والمقر الاجتماعي:

التسمية: BNP Paribas

المقر الاجتماعي: Boulevard des Italiens, 75009 Paris 16,

السجل التجاري رقم: RCS Paris 662 042 449

2. مدة حياة البنك ونشاطه الاجتماعي:

- مدة حياة البنك BNP Paribas، 99 سنة تحسب ابتداء من 17 سبتمبر 1993.

- نشاطه الاجتماعي يمتد من 1 جانفي إلى 31 ديسمبر لكل سنة.

3. الشكل القانوني:

BNP Paribas شركة مساهمة معتمدة من نوع بنك، تخضع للقانون النقدي والمالي المتعلق بمؤسسات القطاع البنكي، كما أن القواعد الخاصة المرتبطة بشكل مؤسسات القطاع البنكي تجعله يسير بواسطة نصوص القانون التجاري المتعلق بالشركات التجارية، ولكونه مؤسسة قرض فهو يخضع للقوانين والتشريعات المطبقة على مؤسسات القرض، ويخول له ممارسة العمليات التالية:

- منح القروض والحصول عليها من كل شخصية معنوية أو مادية سواء في فرنسا أو في الخارج.

- تنفيذ عمليات استثمارية وكل العمليات المرتبطة بها مع كل شخصية معنوية أو مادية سواء في فرنسا أو خارجها.

- ممارسة كل العمليات البنوك وكل العمليات المرتبطة بهما.

- ممارسة كل نشاط آخر أو عملية أخرى غير تلك المذكورة أعلاه، كعمليات الترويج والسمسرة...، وذلك في ظل الشروط المحددة بالقانون البنكي.

وبصفة عامة، يمكن للبنك BNP Paribas القيام لصالحه أو لصالح الغير بممارسة كل العمليات المالية والتجارية، والصناعية والزراعية، والعمليات على العقارات وعلى المنقولات.

ب- مساهمي البنك BNP Paribas:

سنوضح في هذا الجزء كل ما يتعلق برأسمال البنك، أسهمه وسعرها وغيرها من التفاصيل كالآتي:

1. رأس المال الاجتماعي: في 31 ديسمبر 2019 بلغ رأس مال بنك BNP Paribas 2499597122 أورو مقسماً إلى 1249798561 سهم بقيمة اسمية قدرها 2 يورو للسهم الواحد. لم يتغير رأس المال مقارنة بسنة 2018. وقد كان تكوين مساهمي البنك في 31 ديسمبر 2019 على أساس حقوق التصويت كما يلي:

- SFPI (الشركة الاتحادية للمشاركة والاستثمارات: شركة عامة محدودة تعمل نيابة عن الدولة البلجيكية) 7.7 %

- شركة بلاك روك (Black Rock Inc) 5.0 %

- دوقية لوكسمبورغ الكبرى 1.0 %

- الموظفون 4.2 %

- المساهمون الأفراد 3.5 %

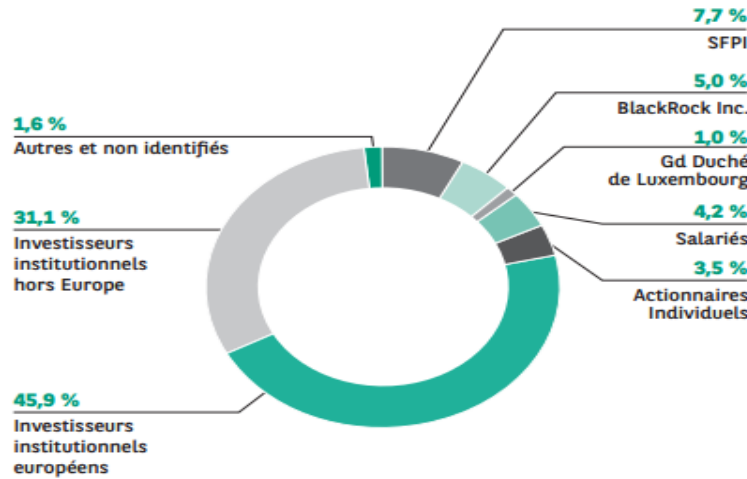
- المستثمرين المؤسسيين الأوروبيين 45.9 %

- المستثمرون من المؤسسات الأجنبية (الغير الأوروبيون) 31.1 %

- أخرى ومجهولة الهوية 1.6 %

ويمكن توضيح تكوين المساهمين في الشكل التالي:

الشكل رقم (11): تكوين مساهمي البنك في 31 ديسمبر 2019 على أساس حقوق التصويت



المصدر: التقرير السنوي 2019 لبنك BNP Paribas ص 18.

لإشارة فإنه لا يوجد مساهم، بخلاف SFPI و Black Rock يمتلك أكثر من 5% من حقوق رأس المال أو حقوق التصويت في 31 ديسمبر 2019.

2. الأسهم:

منذ الجمعية العامة المنعقدة في 23 ماي 2000، التي قرر المساهمون خلالها اندماج كل من BNP Paribas، أصبح السهم BNP Paribas، ولكن رمزه في السوق لم يتغير وبقي (13110) حتى تاريخ 30 جوان 2003 أين أصبح: ISIN (FRO000131104).

وقد سجلت أسهم BNP رسميا في بورصة باريس في 18 أكتوبر 1993، أول تاريخ تسجيل في البورصة بعد الخصوصية.

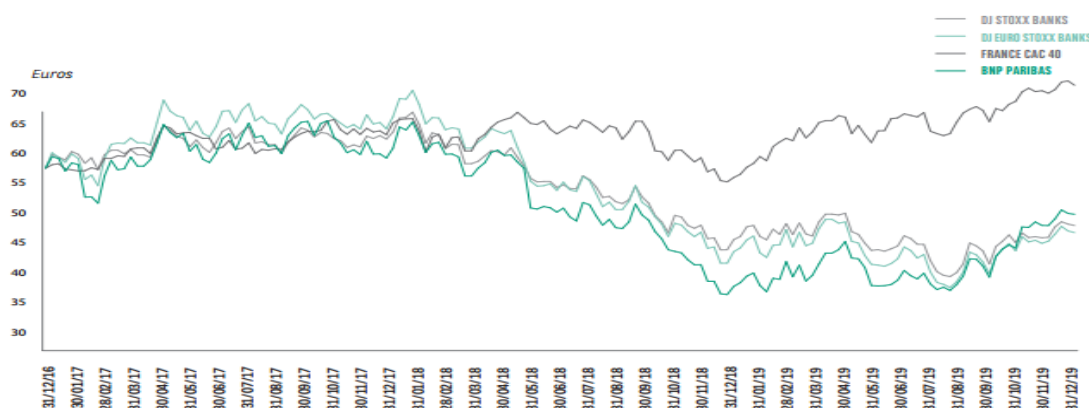
ابتداء من 25 سبتمبر 2000، تم تداول السهم BNP Paribas في لندن في seaq international وفي بورصة فرانكفورت (Frankfort). ومنذ 13 مارس 2000 في بورصة طوكيو.

للإشارة فإن سهم BNP دخل في تكوين المؤشر Cac40 منذ 17 نوفمبر 1993، وفي تكوين المؤشر Euro Stoxx في 1 نوفمبر 1999، وفي تكوين المؤشر Dow Jones Stoxx منذ 18 سبتمبر 2000، وأخيرا أصبح سهم BNP Paribas داخل في تكوين عدة مؤشرات هامة منها: Dj, Aspi FTSE 4Good, EuroZone, Si Stoxx و Dj Si World. كما دخل في تكوين مؤشر ESI في 2005.

3. سعر السهم BNP Paribas:

من خلال الشكل الموالي نبين سعر السهم لبنك BNP Paribas من 31 ديسمبر 2016 إلى 31 ديسمبر 2019.

الشكل رقم (12): سعر سهم BNP Paribas مقارنة مع Euro Stoxx Banks و Stoxx Banks و CAC40



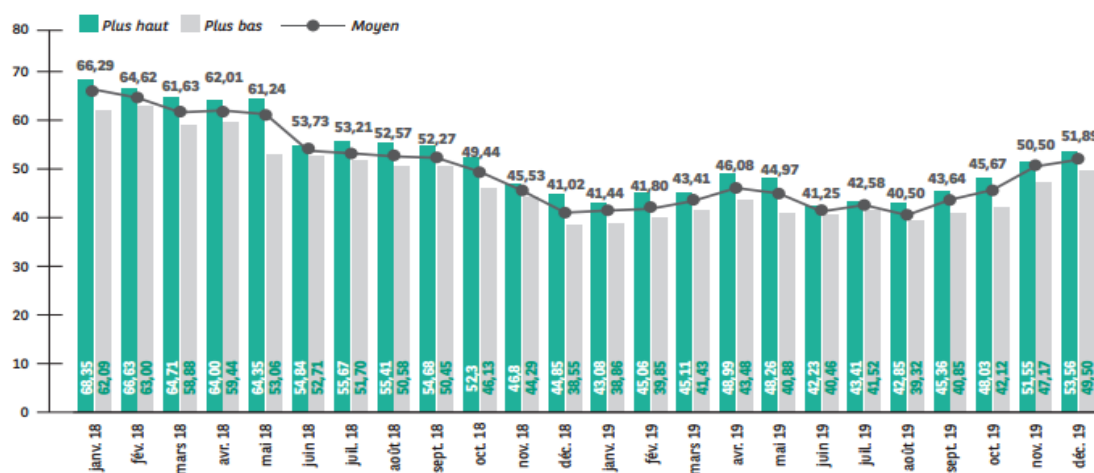
المصدر: التقرير السنوي 2019 لبنك BNP Paribas، ص 19.

في فترة الثلاث سنوات من 31 ديسمبر 2016 إلى 31 ديسمبر 2019، انخفض سعر سهم BNP Paribas من 60.55 أورو إلى 52.83 أورو بانخفاض قدره (12.7% -)، في حين أدائه أعلى من أداء البنوك في منطقة اليورو (EURO STOXX Banks: % -17.8) وكذلك البنوك الأوروبية (STOXX Banks % -15.9)، ولكنه أقل بكثير مقارنة مع مؤشر CAC40 (% +22.9).

على مدار العام الماضي، أي منذ بداية عام 2019، ارتفع سعر سهم BNP Paribas من 39.48 أورو إلى 52.83 أورو، بزيادة قدرها (33.8% +)، وبذلك كان أدائه أعلى من بنوك منطقة اليورو (11.1% +) والبنوك الأوروبية (8.2% +)، ولكن يبقى أدائه أقل مقارنة مع مؤشر CAC40 (% +26.4).

ولتوضيح المتوسط الشهري لسعر السهم خلال سنة 2019 نستعرض الشكل البياني الموالي:

الشكل رقم (13): المتوسط الشهري لسعر السهم BNP Paribas منذ جانفي 2018



المصدر: التقرير السنوي 2019 لبنك BNP Paribas، ص 20.

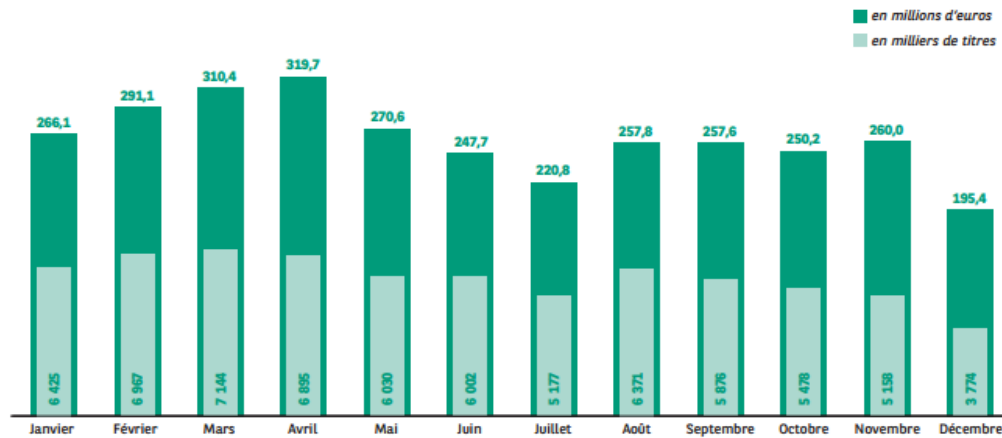
في 31 ديسمبر 2019، بلغت القيمة السوقية لبنك BNP Paribas بـ 66.0 مليار يورو، لتحتل المرتبة الثامنة بين أسهم CAC 40 ؛ كما وضعت هذه القيمة أيضا البنك BNP Paribas في المركز السادس على مؤشر سوق باريس والمركز 17 في مؤشر EURO STOXX 50 .

4. حجم تداول السهم BNP Paribas:

في سنة 2019، بلغ متوسط حجم المعاملات اليومية من الأوراق المالية المتداولة في بورصة يورونكست باريس (Euronext Paris) بـ 4380973 سهماً، بارتفاع قدره 8.06 % مقارنة بالعام السابق (4054122 سهم لكل جلسة في 2018).

بما في ذلك الأحجام المتداولة في التسهيلات التجارية متعددة الأطراف (MTFs)، بلغ متوسط حجم التداول اليومي من الأوراق المالية لعام 2019 بـ 5936204 سهماً بانخفاض قدره 2.68 % مقارنة بالعام السابق، (تم تداول 6099424 سهماً يومياً في 2018). والشكل التالي يبين حجم التداول بملايين الأوراق.

الشكل رقم (14): إجمالي حجم التداول (متوسط اليومي) في عام 2019 بملايين الأوراق على Euronext Paris و MTF.

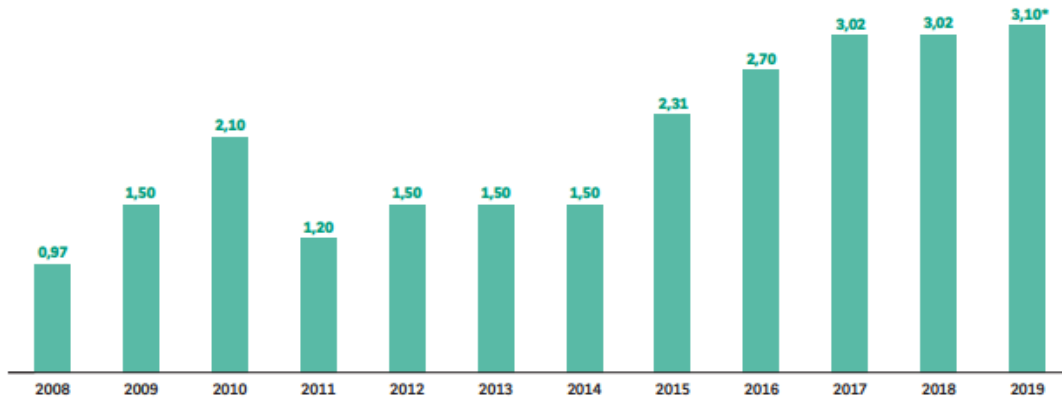


المصدر: التقرير السنوي 2019 لبنك BNP Paribas، ص 21.

5. التوزيعات:

في اجتماع الجمعية العمومية السنوي في 19 ماي 2020، مجلس الإدارة سيوصي بتوزيع أرباح بقيمة 3.10 يورو للسهم (زيادة 2.6 أورو مقارنة بعام 2019) وستكون الأرباح دفعت في 31 ماي 2020، حيث بلغ إجمالي التوزيع المقترح في عام 2020 بـ 3874 مليون أورو مقارنة بـ 3774 مليون أورو موزعة في 2019. ويبين الشكل التالي تطور التوزيعات من 2008 إلى 2019.

الشكل رقم (15): تطور التوزيعات بالأورو بالنسبة للسهم من 2008 الى 2019.



المصدر: التقرير السنوي 2019 لبنك BNP Paribas، ص: 25.

ثالثا نشاط البنك BNP Paribas:

يعتبر بنك BNP Paribas المزود الرائد في أوروبا للخدمات المصرفية والمالية، لديه أربعة أسواق محلية للخدمات المصرفية للأفراد في أوروبا، وهي في فرنسا، بلجيكا وإيطاليا ولوكسمبورغ.

المجموعة متواجدة في 71 دولة ولديها ما يقارب 199000 موظف، بما في ذلك أكثر من 151000 في أوروبا. تشغل المجموعة BNP Paribas في قطبين رئيسيين هما¹:

❖ بنك التجزئة والخدمات المصرفية (RBS): ويشمل:

- **قطب الأسواق المحلية (DM):** وتتكون من البنوك التجزئة الأربعة للمجموعة في دول منطقة اليورو وهي:

- بنك التجزئة في فرنسا (BDDF).

- بنك التجزئة في إيطاليا (BNL).

- البنك التجزئة في بلجيكا (BDDB).

- أنشطة أخرى في الأسواق المحلية: Arval , BNP Paribas Leasing Solution, PersonallInvestors, Nickl، بنك التجزئة والأعمال في لوكسمبورغ (BDEL).

● **قطب الخدمات المالية الدولية (IFS):** ويشمل:

- أوروبا المتوسطية Europe Méditerranée.

¹ أنظر إلى:

- بنكويست BancWest .
- التمويل الشخصي Personal Finance.
- التأمين Assurance.
- الإدارة المؤسسية والخاصة Gestion Institutionnelle et Privée.

❖ الخدمات المصرفية للشركات والمؤسسات (CIB): وتشمل:

- الشركات المصرفية.
 - الأسواق العالمية.
 - خدمات الأوراق المالية.
- BNP Paribas SA هي الشركة الأم لمجموعة BNP Paribas.

رابعاً نتائج البنك BNP Paribas لعام 2019/2018:

يمكن توضيح نتائج البنك BNP Paribas من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم (01): نتائج البنك خلال سنة 2019 مقارنة مع العام 2018. (الوحدة: مليون أورو)

2019/2018	2019	2018	
% 4.9+	44597	42516	المنتجات البنكية الصافية
% 11.1+	13260	11933	النتيجة الاجمالية للاستغلال
% 9.7+	10057	9169	نتيجة الاستغلال
% 28.7+	1337	10139	إجمالي العناصر خارج الاستغلال
% 11.6+	11394	10208	النتيجة قبل الضريبة
% 8.6+	8173	7526	اجمالي النتيجة الصافية
% 1.7-	% 70.3	% 71.9	معدل التشغيل

المصدر: تقرير السنوي لبنك BNP Paribas، 2019، ص 114.

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ أن البنك حقق أداءً جيدًا بشكل عام خلال سنة 2019، حيث ارتفع صافي الدخل المصرفي بمقدار 44597 مليون أورو بنسبة 4.9 % مقارنة مع 42516 (في عام 2018)، وهذا راجع إلى التطور الذي مس كل قطب من أقطاب المجموعة، فقد ارتفع الدخل الصافي في قطب بنك التجزئة

والخدمات الطرفية (RBS) بمقدار 32433 مليون أورو مقارنة مع 31188 مليون أورو (في عام 2018) أي بزيادة قدرها 4.0 %، في حين بلغ الدخل الصافي في قطب الخدمات المصرفية للشركات والمؤسسات بمقدار 12080 مليون أورو مقارنة مع 10829 مليون أورو (في عام 2018) أي بزيادة 11.6 %.

خامسا ميزانية البنك BNP Paribas: (انظر الملحق رقم: 01)

أ- الأصول:

في 31 ديسمبر 2019، بلغ إجمالي الميزانية العمومية للمجموعة BNP Paribas Group 2164.7 مليار أورو، بزيادة قدرها 6 % مقارنة مع 31 ديسمبر 2018 (2040.8 مليار أورو)، وتشمل العناصر الرئيسية للأصول في المجموعة BNP Paribas Group ما يلي¹:

- النقد والودائع البنوك المركزية.
- الأدوات المالية بالقيمة العادلة (السوقية) من خلال الربح أو الخسارة.
- القروض والسلفيات للعملاء.
- سندات الدين بالتكلفة المطفأة من خلال حقوق الملكية.
- الاستثمارات المالية لأنشطة التأمين.
- الدخل (الإيرادات) المستحقة والأصول الأخرى.

هذه العناصر المذكورة أعلاه تمثل في مجموعها 95 % من إجمالي الأصول في 31 ديسمبر 2019 (مقارنة مع 96 % في 31 ديسمبر 2018). تعود الزيادة في الأصول بنسبة 6 % بشكل أساسي إلى زيادة في :

- الأدوات المالية بالقيمة العادلة من خلال الربح أو الخسارة، بمقدار 37.6 مليار أورو، بنسبة 7 %، ويرجع ذلك أساسا إلى الزيادة في معاملات أدوات اتفاقية إعادة الشراء والمشتقات المالية.
- الأصول المالية بالتكلفة المطفأة بمقدار 75.4 مليار دولار يورو بنسبة 9 %، ويرجع ذلك أساسا إلى زيادة القروض والسلفيات المقدمة للعملاء بـ 5 % (+ 39.9 مليار يورو للوصول إلى 805.8 مليار أورو اعتبارًا من 31 ديسمبر 2019) و أوراق الدين بـ 44 % (+ 33.4 مليار أورو للوصول إلى 108.5 مليار أورو اعتبارًا من 31 ديسمبر 2019).

ب- الخصوم:

بلغت مطلوبات (الخصوم) للمجموعة BNP Paribas Group (باستثناء حقوق الملكية) 2052.9 مليار أورو في 31 ديسمبر 2019، بزيادة 6 % مقارنة مع 31 ديسمبر 2018 (1935.1 مليار أورو)،

¹ Rapport Annuel 2019 de Banque BNP PARIBAS, p 129.

وتتكون المطلوبات (الخصوم) من العناصر الرئيسية للمجموعة من¹:

- الأدوات المالية بالقيمة العادلة (السوقية) من خلال الربح أو الخسارة.
- الديون للعملاء.
- الديون المتمثلة في أوراق مالية.
- حسابات التسوية والخصوم الأخرى.
- الاحتياطيات التقنية والخصوم التأمين الأخرى.

تشكل هذه العناصر مجتمعة معاً نسبة 93 % من إجمالي المطلوبات المجموعة (باستثناء حقوق المساهمين) في 31 ديسمبر 2019 (مقارنة مع 94 % في 31 ديسمبر 2018).

وتعود الزيادة في الخصوم بنسبة 6 % أساساً إلى:

✓ الزيادة في الأدوات المالية بالقيمة السوقية بنسبة 4 % أي (+22.3 % مليار أورو أو 582.2 مليار أورو في 31 ديسمبر 2019).

✓ الزيادة في الاحتياطيات التقنية والخصوم التأمين الأخرى بـ 11 % أي (+23.2 مليار أورو أو 236.9 مليار أورو اعتباراً من 31 ديسمبر 2019).

المطلب الثاني: المخاطر التي يتعرض لها البنك BNP Paribas

تصنف المخاطر التي تتعرض لها المجموعة BNP Paribas إلى خمسة أقسام هي:

- خطر الائتمان.
- خطر التأمين.
- خطر السوق.
- خطر التشغيل.
- خطر السيولة.

أولاً مخاطر الائتمان:

أ- **تعريف:** تُعرّف مخاطر الائتمان على أنها النتيجة المتعلقة باحتمال عدم وفاء المقترض أو الطرف المقابل بالتزاماته وفقاً للشروط المتفق عليها، تقييم هذا الاحتمال بالنسبة لمعدل استرداد القرض أو المستحق في حالة التخلف عن السداد يعتبر عملية أساسية لتقييم جودة الائتمان².

¹ Ibid, p 130.

² Ibid, p 323.

ب- **خطر الائتمان لسنة 2019:** يبلغ إجمالي تعرض المجموعة BNP Paribas لمخاطر الائتمان بـ 1581 مليار أورو في 31 ديسمبر 2019 مقارنة بـ 1531 مليار أورو، في 31 ديسمبر 2018. وجدول التالي يشمل على جميع التعرضات لمخاطر الائتمان من سنة 2014 الى غاية 2019¹.

الجدول رقم (02): تطور تكلفة المخاطر للبنك من 2014 الى 2019. (الوحدة: مليون أورو)

السنوات	مخاطر الائتمان
31 ديسمبر 2014	1411795
31 ديسمبر 2015	1512026
31 ديسمبر 2016	1558537
31 ديسمبر 2017	1507597
31 ديسمبر 2018	1543521
31 ديسمبر 2019	1598139

المصدر: التقارير السنوية 2019-2014 للبنك BNP Paribas.

ثانياً مخاطر السوق **Risque de marché**:

أ- **تعريف:** تتمثل مخاطر السوق في الخسائر الناتجة عن تقلبات معايير السوق، المتمثلة في معدلات الفائدة، معدلات الصرف، أسعار الأدوات المالية (الأسهم، السندات،...) أسعار المواد الأولية، درجة تقلبات هذه الأسعار، هوامش القروض إضافة إلى سيولة الأدوات المالية. ويمس خطر السوق المحفظة التجارية للبنك، وكذلك المحفظة الاستثمارية. ويمكن تصنيف مخاطر السوق إلى²:

- مخاطر السوق المتعلقة بالأنشطة التجارية التي تتكون من الأوراق القابلة للتداول وعقود المشتقات المالية.

- المخاطر المتعلقة بالأنشطة البنكية التي تغطي مخاطر الخسارة في استثمارات الأسهم من جهة، وخطر معدلات الصرف المرتبطة بنشاطات الوساطة البنكية من جهة أخرى.

ب- **قياس مخاطر السوق:**³

يتم تقدير الخسائر التي من المحتمل أن تظهر نتيجة تطور غير مرغوب في ظروف السوق باستعمال طريقة تسمى القيمة المعرضة للخطر **(VaR) la Valeur at Risque**.

VaR هو مؤشر إحصائي يشير إلى الحد الأقصى للخسارة المحتملة التي يمكن أن تتعرض لها المحفظة في فترة زمنية معينة، مع فترة ثقة معينة، في ظل ظروف السوق العادية. والتي يمكن تجاوزها في حالات معينة، ولاسيما في ظروف السوق الاستثنائية.

¹ Ibid, p 328.

² Ibid, p 398.

³ Ibid, p 403.

تعتمد منهجية حساب القيمة المعرضة للمخاطر للمجموعة على نموذج داخلي مصادق عليه من قبل هيئات الاشراف البنكي، ويهدف إلى حساب القيمة المعرضة للمخاطر بدقة في يوم واحد مع مستوى ثقة 99 % . يعتمد حساب القيمة المعرضة للمخاطر على ما يسمى طريقة مونت كارلو (Monto carlo) التي تحتوي ليس فقط على عمليات المحاكاة التي تتبع القوانين العادية أو لوغاريتمي عادي، وإنما تأخذ بعين الاعتبار الحالات غير عادية (la non-normalité) التي غالباً ما يتم ملاحظتها في الأسواق المالية والارتباط بين عوامل الخطر. تعتمد محاكاة Monto Carlo على البيانات الأسواق التاريخية المرجحة بالتساوي على مدار سنة واحدة متجددة ويتم تحديثها كل شهر. والعوامل الرئيسية التي تؤخذ في الاعتبار في المحاكاة هي: معدلات الفائدة، أسعار الصرف، هوامش القروض، أسعار الأسهم، أسعار المواد الأولية، وشدة تقلبات هذه الأسعار وكذلك الارتباط بينهما.

إن طريقة التقييم المستخدمة لا تختلف وفقاً للمنتج، ولكن لنوع المخاطر المدروسة. وتستند الأساليب المستخدمة إما على الحساسية لمعايير السوق أو على إعادة تقييم الإجمالي على أساس الاستيفاء القيم من أجل إدراج التأثيرات الخطية، وخاصة بالنسبة للمشتقات، وتأثيرات غير خطية، في كلتا الحالتين، يقوم بنك PNB Paribas بحساب المخاطر الكلية والخاصة في مجملها، مع الأخذ بعين الاعتبار أثر التنوع عن طريق الارتباط بين معلمات السوق.

ويغطي نطاق نموذج الداخلي لبنك PNB Paribas معظم أنشطة أسواق رأس المال (الأسواق العالمية، PNB Paribas لخدمات الأوراق المالية، الخزينة ALM) ولأغراض التوضيح، تمثل مخاطر السوق المحسوبة على أساس الطريقة القياسية 7 % فقط من إجمالي متطلبات رأس المال لمخاطر السوق لمجموعة PNB Paribas في 31 ديسمبر 2019، بما في ذلك مخاطر الصرف. إن القيمة المعرضة للخطر هي مقياس لا يأخذ في الاعتبار الخسائر التي تتجاوز فترة الثقة ولا ينطبق على الخسائر المتعلقة بتحركات السوق خلال اليوم. وإنما هناك مقاييس أخرى للمخاطر، مثل: VAR Stressée (SVaR)، L'IRC أو CRM تأتي لإكمال مراقبة وإدارة المخاطر السوق لمجموعة PNB Paribas.

- تطور القيمة المعرضة للخطر (10 يوم، 99%)

يتم وضع القيم المحددة للمخاطر الواردة أدناه على أساس النموذج الداخلي، وهي تتعلق بفترة 10 أيام بفاصل ثقة 99 % وبلغ متوسط القيمة المعرضة للخطر للسنة المالية 2019 بـ 75 مليون أورو (بعد أدنى 52 مليون أورو وحد أقصى 106 مليون أورو) بعد الأخذ بعين الاعتبار تأثير التعويضات بين مختلف طبيعة المخاطر (-84 مليون أورو)، والجدول التالي يوضح تقسيم القيمة المعرضة للمخاطر على النحو التالي:

جدول رقم (03): قيمة المخاطر السوق (10 يوم، 99 %). (الوحدة: مليون أورو)

الخطر بمليون أورو	خلال العام 2019			31 ديسمبر 2019	خلال عام 2018	31 ديسمبر 2018
	الحد الأدنى	المتوسط	الحد الأقصى			
المتوسط						
مخاطر أسعار الفائدة	37	59	91	75	55	64
مخاطر الائتمان	24	35	55	38	35	30
مخاطر الصرف	10	23	49	19	21	29
مخاطر سعر الأسهم	21	30	56	29	48	54
خطر سعر المواد الأولية	5	12	23	10	12	18
أثر المقاصة	-	(84)	-	(96)	(94)	(101)
المجموع	52	75	106	75	79	94

المصدر: التقرير السنوي 2019 لبنك BNP Paribas، ص 406.

ثالثا مخاطر السيولة **Risque de liquidité**: مخاطر السيولة هي المخاطر التي تحدث بسبب عدم قدرة البنك على الوفاء بالتزاماته اتجاه السوق أو تسوية مركز مستحق للسوق في إطار زمني معين وبتكلفة معقولة.

هذا الخطر قد يحدث نتيجة اسباب تتعلق بالبنك نفسه كانهخفاض مصادر التمويل، أو انخفاض في سيولة بعض الأصول كما قد تتعلق بالعوامل الخارجية (مخاطر في بعض الأسواق).

ويتم إدارة مخاطر السيولة في إطار سياسة السيولة الاجمالية للبنك والمصادق عليها من المديرية العامة للبنك (ALM) والتي تهدف إلى جعل البنك قادر في كل لحظة على الوفاء بالتزاماته اتجاه عملائه، واحترام المعايير المفروضة من طرف المراقبين البنكيين المحليين، وتخفيض تكلفة إعادة التمويل إلى أدنى حد ممكن، إضافة إلى مواجهة أزمات السيولة المفاجئة.

رابعا مخاطر التشغيلية **Risque opérationnel**: مخاطر التشغيل هي مخاطر تكبد خسارة بسبب عدم كفاية أو فشل العمليات الداخلية، أو بسبب الأحداث الخارجية، سواء حوادث متعمدة أو طبيعية. ويشمل المخاطر التشغيلية ما يلي:

أ- الخطر المحاسبي: ناتج عن مجموع العوامل التي تعرقل تحقيق أهداف دقة وصدق المعلومات المحاسبية.

ب- الخطر الإداري: ناتج عن مجموع العوامل التي تعرقل العمل الجيد للبنك.

ج- خطر الإعلام الآلي: ناتج عن مجموع العوامل القادرة على إفساد أمن نظام الإعلام الآلي. وقد عمل البنك BNP Paribas دائما على تحسين التحكم في هذا الخطر، وذلك بوضع قواعد وإجراءات رقابة ومتابعة صارمة.

د- الخطر القانوني والخطر الضريبي: ينتج هذين الخطرين عن مجموع العوامل المعيقة لأهداف الأمن القانوني والضريبي فالبنك BNP Paribas يخضع للقوانين الضريبية والقوانين المطبقة على مؤسسات قطاعات نشاطه، المتمثلة خاصة في البنوك، التأمينات والخدمات المالية، وذلك في مختلف الدول التي يتواجد فيها، كما يجب عليه أن يحترم الاندماج في الأسواق وأن تكون الأولوية لمصلحة العملاء وقد عمل البنك على تطوير نصوص للرقابة الداخلية من شأنها اكتشاف، قياس، والتحكم في المخاطر ذات الطبيعة القانونية.

هـ- خطر الموارد البشرية: ناتج عن عدم الملاءمة النوعية أو الكمية للموارد البشرية للبنك.

خامسا مخاطر التأمين Risques d'assurance: ينتج خطر التأمين عن كل اختلاف بين الحوادث المتوقعة والحوادث الحقيقية، وتتغير شدة هذا الخطر حسب تطور العوامل الاقتصادية الكلية، تطور سلوك المؤمنين les assures والحوادث والكوارث الزلازل، حوادث صناعية، حركة إرهابية،...).

إن هذا التقسيم للمخاطر يعتبر مهم جدا بالنسبة للبنك BNP Paribas لأن كل نوع من هذه المخاطر يتطلب نظام خاص للقياس والمتابعة. إلا أنه وبسبب تعدد نشاطات المجموعة ومنتجاتها، أصبح الفصل بين مختلف أنواع المخاطر صعب أكثر فأكثر.

المبحث الثاني: دور البنك BNP Paribas في إدارة محفظة أوراقه المالية وتقييم أدائها

يقوم بنك BNP Paribas ومن خلال قطب الإدارة المؤسسية والخاصة Gestion Institutionnelle et Privée بإدارة محافظ الأوراق المالية سواء لحسابه الخاص، أو لحساب عملائه، لكن درسنا سنقتصر فقط على دراسة محفظة الأوراق المالية الخاص بالبنك في المطلب الأول، ثم القيام بعملية تقييم أدائها في المطلب الأخير.

المطلب الأول: دور البنك BNP Paribas في إدارة محفظة أوراقه المالية

إن البنك وباعتباره مؤسسة مالية يقوم بتوظيف أمواله في استثمارات متنوعة، من أهمها الاستثمار في الأوراق المالية وذلك عن طريق تكوين محفظة الأوراق المالية. وفي هذا المطلب سنتعرف على مكونات محفظة البنك وبعد ذلك نقوم بتحليلها.

أولاً مكونات محفظة البنك: تتكون المحفظة المالية لبنك BNP Paribas من مجموعة من الأوراق المالية، تصنف هذه الأوراق ضمن الفئات التالية¹:

- أ- **أوراق التداول (Titres de transaction):** هي الأوراق المالية المكتسبة أو المبيعة أصلاً بقصد إعادة بيعها أو استردادها على المدى القصير وتلك المحتفظ بها نتيجة نشاط صانع السوق، هذه الأوراق المالية قابلة للتداول في سوق نشط أي سوق تكون فيه أسعار السوق للأوراق المالية المعنية متاحة بشكل دائم لثلاث الأطراف في البورصة أو للسماسة أو التجار أو المؤسسات الخاضعة لها. وتكوين هذه المحفظة ليس بغرض استعمالها لتغطية المخاطر، وإنما بغرض الاستفادة من تقلبات الأسعار فقط.
- ب- **أوراق التوظيف (Titres de placement):** هي الأوراق الغير مدرجة في أي من الفئات الأخرى القائمة، وتضم جميع الأوراق المالية التي يكتسبها البنك بغرض الاحتفاظ بها لمدة تتعدى 6 أشهر.
- ج- **أوراق النشاط (Titres de l'activité de portefeuille):** يشير نشاط المحفظة إلى الاستثمارات التي تحقق أو تتم بصورة منتظمة، بهدف وحيد هو الحصول على المكاسب الرأسمالية على المدى المتوسط، وبدون اللجوء إلى الاستثمار طويل المدى. وينطبق ذلك بصفة خاصة على الأوراق المالية المحتفظ بها في سياق نشاط رأس المال المخاطر.
- د- **أوراق الاستثمار (Titres d'investissement):** تضم الأوراق ذات الدخل الثابت وذات تاريخ الاستحقاق المحدد خاصة (السندات، الأوراق في السوق ما بين البنوك، أدونات الخزينة، وأوراق أخرى قابلة للتداول) يتم الاحتفاظ بها حتى تاريخ الاستحقاق.
- هـ- **أوراق مالية طويلة الأجل والمساهمات في الشركات التابعة:** الأوراق المالية طويلة الأجل هي تلك الأوراق المالية التي تحتفظ بها الشركة BNP Paribas SA لأجل طويل بغرض تحقيق أرباح مرضية دون أن تتدخل في إدارة الشركة، أما المساهمات في الشركات التابعة فهي تتكون من الأسهم والأوراق المالية الأخرى ذات الدخل المتغير والمحتفظ بها في الشركات التابعة لشركة BNP Paribas SA.

وفيما يلي عرض لمكونات محفظة بنك BNP Paribas خلال الفترة 2014-2019:

¹ Rapport Annuel 2019 de Banque BNP PARIBAS, p 469-470.

جدول رقم (04): مكونات محفظة بنك BNP Paribas. (الوحدة: مليون أورو)

2019	2018	2017	2016	2015	2014	السنوات/ الأوراق المالية
198628	152521	123154	143352	117244	118241	السندات الحكومية وما يماثلها
73764	91306	87413	93648	114397	90364	السندات والأوراق المالية الأخرى ذات الدخل الثابت
2695	1614	1344	1752	2179	1915	الأسهم والأوراق المالية الأخرى ذات الدخل المتغير
3499	3501	3719	4311	4507	7139	المساهمات والأوراق المالية طويلة الأجل
62016	63284	62738	64922	59278	57609	المساهمات في الشركات التابعة
340602	312226	278368	307985	297605	275268	المجموع

المصدر: من إعداد الطالبان بالاعتماد على التقارير السنوية لبنك من 2014 إلى 2019.

ثانياً تحليل محفظة البنك BNP Paribas:

يتم تحليل محفظة الأوراق المالية الخاصة بالبنك من جانبين:

- دراسة التنوع وأولويات الاستثمار في محفظة البنك.

- دراسة عوائد محفظة البنك.

أ- **التنوع و أولويات الاستثمار في محفظة البنك:** يعتمد البنك BNP Paribas على عاملين مهمين وهما الربحية والضمان من أجل استثمار جزء من موارده المالية في محفظته المالية المتنوعة من حيث الأوراق المالية التي تشملها (السندات الحكومية وما يماثلها ، السندات والأوراق المالية ذات العائد الثابت ، الأسهم والأوراق المالية ذات العائد المتغير ، المساهمات والأوراق المالية طويلة الأجل ...)، ومن جانب آخر يعمل على تنوع القطاعات الاقتصادية (القطاع الصناعي ، قطاع الخدمات ، الزراعي ...) ، كما يركز على التنوع الجغرافي (بلجيكا ، إيطاليا ، ألمانيا ، الولايات المتحدة الأمريكية ، آسيا ...) ولكي يحقق البنك التنوع الذي من شأنه أن يقلل من المخاطر فإنه يضع أولويات استثمارية لمحفظة المالية. ويمكن توضيح تطور أولويات الاستثمار في محفظة بنك BNP Paribas خلال الفترة 2014-2019 من خلال الجدول الموالي:

جدول رقم (05): تطور أولويات الاستثمار في محفظة بنك BNP Paribas. (الوحدة: %).

السنوات/ الأوراق المالية	2014	2015	2016	2017	2018	2019
السندات الحكومية وما يماثلها	42.95%	39.40%	46.55%	44.24%	48.85%	58.32%
السندات والأوراق المالية الأخرى ذات الدخل الثابت	32.83%	38.44%	30.41%	31.40%	29.24%	21.66%
الأسهم والأوراق المالية الأخرى ذات الدخل المتغير	0.70%	0.73%	0.57%	0.48%	0.52%	0.79%
المساهمات والأوراق المالية طويلة الأجل	2.59%	1.51%	1.40%	1.34%	1.12%	1.03%
المساهمات في الشركات التابعة	20.93%	19.92%	21.08%	22.54%	20.27%	18.21%

المصدر: من إعداد الطالبان بالاعتماد على التقارير السنوية لبنك

من خلال الجدول أعلاه نلاحظ ان البنك يستثمر أكبر قدر من أمواله المخصصة للاستثمار في السندات الحكومية وما يماثلها، حيث تمثل أكبر نسب مقارنة بالأوراق المالية الأخرى كما تتطور هذه النسب عبر مرور السنوات لتصل الى 58.32 % سنة 2019 ، ويعطي البنك BNP Paribas الأولوية الأولى لهذا النوع من الاستثمار لتمييزه بدرجة ضمان كبيرة، وذلك لأنها صادرة عن هيئات حكومية خاصة الصادرة من البنك المركزي الأوروبي، ثم تليها في المرتبة الثانية السندات والأوراق المالية الأخرى ذات الدخل الثابت نظرا لدرجة ضمان أقل من السندات الحكومية، أما أولوية الثالثة فتعود إلى الأسهم في الشركات التابعة، وأخيرا تأتي الأولوية الأخيرة للأسهم والأوراق المالية الأخرى ذات الدخل المتغير والمساهمات والأوراق المالية طويلة الأجل والتي تعد أقل ضمانا وأكثر خطورة.

ب- عوائد محفظة بنك BNP Paribas: يهدف البنك من وراء عملية استثمار موارده المالية في محفظة الأوراق المالية إلى تحقيق أعلى عوائد بغرض التقليل من المخاطر التي يوجهها. وفي الجدول الموالي نستعرض العوائد المالية لمحفظة البنك خلال فترة 2014-2019.

جدول رقم (06): عوائد محفظة بنك BNP Paribas. (الوحدة: مليون أورو)

العوائد	عوائد السندات والأوراق المالية الأخرى ذات الدخل الثابت	أسهم التوظيف وما يماثلها	المساهمات والأوراق المالية طويلة الأجل	المساهمات في الشركات التابعة
2014	3410	35	262	2210
2015	3502	59	160	5684
2016	3073	108	256	9151
2017	3397	53	186	1512
2018	2950	78	348	4094
2019	3345	20	248	5955

المصدر: من إعداد الطالبان بالاعتماد على التقارير السنوية لبنك من 2014 إلى 2019. ص: 475-449-409.

من خلال الجدول رقم (06): نلاحظ أن البنك يحقق أكبر عوائد من السندات والأوراق المالية الأخرى ذات الدخل الثابت ثم تليها الأسهم في الشركات التابعة وبعد ذلك عوائد المساهمات والأوراق المالية طويلة الأجل وأخيرا أسهم التوظيف وما يماثلها وهذا يعود إلى أولويات الاستثمار التي يعطيها البنك لكل نوع من الأوراق المالية حسب مقدار الخطر والضمان الذي يحققه كل نوع من هذه الأوراق.

المطلب الثاني: تقييم إدارة محفظة بنك BNP PARIBAS.

تعني عملية تقييم محفظة بنك BNP Paribas أي الحكم على أداء إدارة البنك لمحفظته المالية من خلال قياس العائد والخطر، وبالتالي لابد من حساب كلا من العائد والخطر المتعلق بالمحفظة المالية، علما أن الخطر المحفظة المالية المقصود به هنا هو الخطر الكلي، هذا الأخير الذي يتأثر بمدى الترابط الموجود بين موجودات المحفظة أو بالأحرى مدى قدرة البنك على التنويع بين أوراق محفظته، ويمكن قياس هذا الترابط عن طريق معامل الارتباط، حيث أنه إذا كان معامل ارتباط مساوي للواحد فإنه يدل على وجود علاقة طردية بين عوائد الأوراق المالية داخل المحفظة، أما إذا كان معامل الارتباط أقل من الواحد فهذا يعني أن العلاقة بين عوائد الأوراق المالية المكونة للمحفظة المالية هي علاقة عكسية، وإذا كان معامل الارتباط مساوي للصفر فإنه يدل على عدم وجود ارتباط بين عوائد الأوراق المالية، أما إذا كان معامل الارتباط محصور بين (1) و (-1) فهذا يدل على وجود ارتباط لكنه غير تام والذي يمكن التخلص منه عن طريق تنويع مكونات المحفظة.

وبناءً عليه سيتم في هذا المطلب الاعتماد على نظرية المحفظة الحديثة الخاصة بماركويتر التي اهتمت بحساب العائد الكلي للمحفظة المالية الذي يقاس بالانحراف المعياري، أما فيما يتعلق بقياس أداء المحفظة المالية للبنك فسيتم الاعتماد على مؤشر شارب، وذلك لأنه يتلاءم مع نظرية المحفظة المالية، كما أنه يعتمد على الانحراف المعياري في قياس أداء المحفظة.

أولاً حساب عائد المحفظة المالية: بما أن عوائد الأوراق المالية المكونة لمحفظة البنك مبين عبر السنوات في الجدول رقم: (06)، وبالتالي يتم حساب العائد التاريخي للمحفظة المالية بالعلاقة التالية:

$$Rp = \sum_{i=1}^n W_i R_i$$

ولحساب عائد محفظة الأوراق المالية نستعين بالجدول الموالي:

جدول رقم (07): حساب عائد محفظة الأوراق المالية لبنك BNP Paribas

السنوات	عوائد السندات والأوراق المالية الأخرى ذات الدخل الثابت			أسهم التوظيف وما يماثلها			المساهمات والأوراق المالية طويلة الأجل			المساهمات في الشركات التابعة		
	المبالغ	ب.م	%	المبالغ	ب.م	%	المبالغ	ب.م	%	المبالغ	ب.م	%
2014	90364	3410	3.77	1915	35	1.83	7139	262	3.67	57609	2210	3.84
2015	114397	3502	3.06	2179	59	2.71	4507	160	3.55	59278	5684	9.59
2016	93648	3073	3.28	1752	108	6.16	4311	256	5.94	64922	9151	14.10
2017	87413	3397	3.89	1344	53	3.94	3719	186	5.00	62738	1512	2.41
2018	91306	2950	3.23	1614	78	4.83	3501	348	9.94	63284	4094	6.47
2019	73764	3345	4.53	2695	20	0.74	3499	248	7.09	62016	5955	9.60
المجموع	550892	19677		11499	353		26676	1460		369847	28606	
المتوسط			3.63			3.37			5.86			7.67

المصدر: من إعداد الطالبان باعتماد على بيانات الجدول رقم: 04 و 06.

من الجدول يمكن حساب العائد التاريخي لمحفظة البنك خلال السنوات 2014-2019 كما يلي:

$$Rp = (0.3066)(3.63) + (0.0063)(3.37) + (0.015)(5.86) + (0.2049)(7.67)$$

$$Rp = 2.79 \%$$

إذن: العائد التاريخي لمحفظة الأوراق المالية = 2.79 %.

ثانياً حساب خطر المحفظة المالية: إن الخطر المراد حسابه هو الخطر الكلي للمحفظة المالية والذي يتم قياسه بالتباين أو الانحراف المعياري، لكن قبل ذلك يجب حساب الانحراف المعياري للأوراق المالية المكونة

لها لكل من عوائد السندات والأوراق المالية الأخرى ذات الدخل الثابت (R_a) عوائد أسهم التوظيف وما يماثلها (R_b) وعوائد الأوراق المالية طويل الأجل (R_c) وعوائد الأسهم في الشركات التابعة (R_d).

أ- حساب خطر الأوراق المالية الفردية: يتم حساب خطر الأوراق المالية الفردية بمقياس الانحراف المعياري وذلك باستعانة بالجدول الموالي:

الجدول رقم (08): حساب الانحراف المعياري لمحفظه الأوراق المالية.

السنوات	R_a	R_b	R_c	R_d	$(R_a - \bar{R}_a)^2$	$(R_b - \bar{R}_b)^2$	$(R_c - \bar{R}_c)^2$	$(R_d - \bar{R}_d)^2$
2014	0.0377	0.0183	0.0367	0.0384	1.96×10^{-6}	2.3716×10^{-4}	4.7961×10^{-4}	1.46689×10^{-3}
2015	0.0306	0.0271	0.0355	0.0959	3.249×10^{-5}	4.356×10^{-5}	5.3361×10^{-4}	3.6864×10^{-4}
2016	0.0328	0.0616	0.0594	0.141	1.225×10^{-5}	7.7841×10^{-4}	6.4×10^{-7}	4.13449×10^{-3}
2017	0.0389	0.0394	0.05	0.0241	6.76×10^{-6}	3.249×10^{-5}	7.396×10^{-5}	2.76676×10^{-3}
2018	0.0323	0.0483	0.0994	0.0647	1.6×10^{-5}	2.1316×10^{-4}	1.66464×10^{-3}	1.44×10^{-4}
2019	0.0453	0.0074	0.0709	0.096	8.1×10^{-5}	6.9169×10^{-4}	1.5129×10^{-4}	3.7249×10^{-4}
المجموع					1.5046×10^{-4}	1.99647×10^{-3}	2.90375×10^{-3}	9.25327×10^{-3}

المصدر: من إعداد الطالبان بالاعتماد على بيانات الجدول رقم: (07).

بناءً على بيانات الجدول أعلاه يتم حساب الانحراف المعياري لعوائد الأوراق المالية الفردية كما يلي:

$$\delta_a = \sqrt{\frac{\sum (R_{at} - \bar{R}_a)^2}{n - 1}} = \sqrt{\frac{0.00015046}{5}} = 0.005486$$

ومنه الانحراف المعياري لعوائد السندات والأوراق المالية الأخرى ذات الدخل الثابت هو 0.54 %.

$$\delta_b = \sqrt{\frac{\sum (R_{bt} - \bar{R}_b)^2}{n - 1}} = \sqrt{\frac{0.00199647}{5}} = 0.01998$$

ومنه الانحراف المعياري لعوائد أسهم التوظيف وما يماثلها هو 2 %.

$$\delta_c = \sqrt{\frac{\sum (R_{ct} - \bar{R}_c)^2}{n - 1}} = \sqrt{\frac{0.00290375}{5}} = 0.02409$$

ومنه الانحراف المعياري لعوائد الأوراق المالية طويلة الأجل هو 2.41 %.

$$\delta_d = \sqrt{\frac{\sum (R_{dt} - \bar{R}_d)^2}{n - 1}} = \sqrt{\frac{0.00925327}{5}} = 0.04301$$

ومنه الانحراف المعياري لعوائد الأسهم في الشركات التابعة هو 4.30%.

ب- خطر المحفظة المالية: بمأن المحفظة مكونة من 4 أصول مالية فإن خطرها يحسب بالعلاقة التالية:

$$\delta^2_p = \sum_{i=1}^n W_i^2 \delta^2_i + \sum_{i=1}^n \sum_{k=1}^n W_i W_k \text{COV}_{ik}$$

- أولاً يجب حساب التباين المشترك بين عوائد الأوراق المالية المكونة للمحفظة معتمدين بذلك على الجدول التالي:

الجدول رقم (09): حساب التباين المشترك بين عوائد الأوراق المالية.

السنوات	$(R_a - \bar{R}_a) \times (R_b - \bar{R}_b)$	$(R_a - \bar{R}_a) \times (R_c - \bar{R}_c)$	$(R_b - \bar{R}_b) \times (R_c - \bar{R}_c)$	$(R_b - \bar{R}_b) \times (R_d - \bar{R}_d)$	$(R_c - \bar{R}_c) \times (R_d - \bar{R}_d)$
2014	-2.156 ⁻⁰⁵	-3.066 ⁻⁰⁵	-5.362 ⁻⁰⁵	3.3726 ⁻⁰⁴	5.8982 ⁻⁰⁴
2015	3.762 ⁻⁰⁵	1.3167 ⁻⁰⁴	-1.0944 ⁻⁰⁴	1.5246 ⁻⁰⁴	-1.267 ⁻⁰⁴
2016	-9.765 ⁻⁰⁵	-2.8 ⁻⁰⁶	-2.2505 ⁻⁰⁴	2.232 ⁻⁰⁵	1.79397 ⁻⁰³
2017	1.482 ⁻⁰⁵	-2.236 ⁻⁰⁵	-1.3676 ⁻⁰⁴	-4.902 ⁻⁰⁵	-2.998 ⁻⁰⁴
2018	-5.84 ⁻⁰⁵	-1.632 ⁻⁰⁴	4.8 ⁻⁰⁵	5.9568 ⁻⁰⁴	-1.752 ⁻⁰⁴
2019	-2.367 ⁻⁰⁴	1.107 ⁻⁰⁴	1.737 ⁻⁰⁴	-3.235 ⁻⁰⁴	-5.076 ⁻⁰⁴
المجموع	-3.6187 ⁻⁰⁴	2.335 ⁻⁰⁵	-3.0317 ⁻⁰⁴	7.3521 ⁻⁰⁴	1.27446 ⁻⁰³

المصدر: من إعداد الطالبان.

التباين المشترك بين عوائد السندات والأوراق المالية الأخرى ذات الدخل الثابت وعوائد أسهم التوظيف وما يماثلها.

$$\text{Cov}(a, b) = \frac{\sum (R_a - \bar{R}_a)(R_b - \bar{R}_b)}{n - 1} = \frac{-0.00036187}{5} = -0.000072374$$

التباين المشترك بين عوائد السندات والأوراق المالية الأخرى ذات الدخل الثابت وعوائد الأوراق المالية طويل الأجل.

$$\text{Cov}(a, c) = \frac{\sum (R_a - \bar{R}_a)(R_c - \bar{R}_c)}{n - 1} = \frac{2.335E - 05}{5} = 0.00000467$$

التباين المشترك بين عوائد السندات والأوراق المالية الأخرى ذات الدخل الثابت وعوائد الأسهم في الشركات التابعة.

$$\text{Cov}(a, d) = \frac{\sum (R_b - \bar{R}_b)(R_c - \bar{R}_c)}{n - 1} = \frac{-0.00030317}{5} = -0.000060634$$

التباين المشترك بين عوائد أسهم التوظيف وما يماثلها وعوائد الأوراق المالية طويل الأجل.

$$Cov(b, c) = \frac{\sum (R_b - \bar{R}_b)(R_c - \bar{R}_c)}{n - 1} = \frac{0.00073521}{5} = 0.000147042$$

التباين المشترك بين عوائد أسهم التوظيف وما يماثلها وعوائد الأسهم في الشركات التابعة.

$$Cov(b, d) = \frac{\sum (R_b - \bar{R}_b)(R_d - \bar{R}_d)}{n - 1} = \frac{0.00127446}{5} = 0.000254892$$

التباين المشترك بين عوائد الأوراق المالية طويل الأجل وعوائد الأسهم في الشركات التابعة.

$$Cov(c, d) = \frac{\sum (R_c - \bar{R}_c)(R_d - \bar{R}_d)}{n - 1} = \frac{0.00064684}{5} = 0.000129368$$

ومنه فخطر المحفظة المالية يساوي:

$$\begin{aligned} \delta_p^2 = & (0.3066)^2 \times (0.005486)^2 + (0.0063)^2 \times (0.01998)^2 + (0.015)^2 \\ & \times (0.02409)^2 + (0.2049)^2 \times (0.04301)^2 + (0.3066 \times 0.0063) \\ & \times (-0.000072374) + (0.005486 \times 0.01998) + (0.3066 \times 0.015) \\ & \times 0.00000467 + (0.005486 \times 0.02409) + (0.3066 \times 0.2049) \\ & \times (-0.000060634) + (0.005486 \times 0.04301) + (0.0063 \times 0.015) \\ & \times 0.000147042 + (0.01998 \times 0.02409) + (0.0063 \times 0.2049) \\ & \times 0.000254892 + (0.01998 \times 0.04301) + (0.015 \times 0.2049) \\ & \times 0.000129368 \times (0.02409 \times 0.04301) \end{aligned}$$

$$\sqrt{\delta_p^2} = 0.00898 = 0.89 \%$$

ومنه حسب النتائج المتحصل عليها فإن خطر الكلي للمحفظة المالية يعادل 0.89 % فهو خطر ضعيف، كما هو أقل من مجموع خطر الأوراق المالية المكونة لها، وهذا نتيجة اعتماد البنك على التنوع في تكوين محفظته المالية، مما يحقق عوائد أكبر بمخاطر أقل أي المحفظة هي محفظة كفوة.

ج- معامل الارتباط بين عوائد الأوراق المالية:

يقيس معامل الارتباط درجة الارتباط بين عوائد الأوراق المالية المكونة للمحفظة المالية، ويستعمل هذا المقياس لاختبار مدى قدرة البنك على التنوع بين هذه الأوراق المالية، حيث يتم حسابه كما يلي:

- معامل الارتباط بين عوائد السندات والأوراق المالية الأخرى ذات الدخل الثابت وعوائد أسهم التوظيف وما يماثلها:

$$P_{a,b} = \frac{Cov(a, b)}{\delta_a \delta_b} = \frac{-0.000072374}{0.005486 \times 0.01998} = -0.66$$

- معامل الارتباط بين عوائد السندات والأوراق المالية الأخرى ذات الدخل الثابت وعوائد الأوراق المالية طويل الأجل:

$$P_{a,c} = \frac{Cov(a, c)}{\delta_a \delta_c} = \frac{0.00000467}{0.005486 \times 0.02409} = 0.035$$

- معامل الارتباط بين عوائد السندات والأوراق المالية الأخرى ذات الدخل الثابت وعوائد الأسهم في الشركات التابعة:

$$P_{a,d} = \frac{Cov(a, d)}{\delta_a \delta_d} = \frac{-0.000060634}{0.005486 \times 0.04301} = -0.26$$

- معامل الارتباط بين عوائد أسهم التوظيف وما يماثلها وعوائد الأوراق المالية طويل الأجل:

$$P_{b,c} = \frac{Cov(b, c)}{\delta_b \delta_c} = \frac{0.000147042}{0.01998 \times 0.02409} = 0.31$$

- معامل الارتباط بين عوائد أسهم التوظيف وما يماثلها وعوائد الأسهم في الشركات التابعة:

$$P_{b,d} = \frac{Cov(b, d)}{\delta_b \delta_d} = \frac{0.000254892}{0.01998 \times 0.04301} = 0.30$$

- معامل الارتباط بين عوائد الأوراق المالية طويل الأجل وعوائد الأسهم في الشركات التابعة:

$$P_{c,d} = \frac{Cov(c, d)}{\delta_c \delta_d} = \frac{0.000129368}{0.02409 \times 0.04301} = 0.12$$

نستنتج من خلال ما سبق أن معامل الارتباط بين عوائد الأوراق المالية المكون للمحفظة المالية محصور بين (1) و (-1) فهذا يدل على وجود ارتباط لكنه ضعيف والذي يمكن التخلص منه عن طريق تنويع مكونات المحفظة، وبالتالي فالبنك يستطيع التنويع بين الأوراق المالية وبذلك يحقق نتيجة جيدة.

ثالثا قياس أداء محفظة البنك:

لقياس أداء المحفظة المالية لبنك BNP Paribas يتم الاستعانة بمؤشر شارب الذي يقوم على أساس قياس العائد والخطر، حيث اعتمد على المخاطر الكلية (النظامية وغير النظامية)، مستخدما بذلك الانحراف المعياري في قياسها. ويتم حسابة كما يلي:

$$S_p = \frac{R_p - R_f}{\delta_p}$$

حيث:

$$R_p: \text{(معدل عائد المحفظة المالية)} = 2.79\%$$

R_f : (معدل العائد الخالي من المخاطر) = ؟

δ_p : (الانحراف المعياري لعائد المحفظة) = 0.88 %

لحساب معدل العائد الخالي من المخاطرة نستخرج من التقارير السنوية خلال سنوات 2014-2019 لبنك BNP Paribas أقل عائد من عوائد السندات والأوراق المالية الأخرى ذات الدخل الثابت، وذلك كما موضح في الجدول التالي:

الجدول رقم (10): عوائد أوراق الاستثمار Titresd'investissement. (الوحدة: مليون أورو)

السنوات	Titresd'investissement	معدل العائد %
2014	70	$70 \times 3.77/3410 = 0.08$
2015	90	$90 \times 3.06/3502 = 0.08$
2016	31	$31 \times 3.28/3073 = 0.03$
2017	47	$47 \times 3.89/3397 = 0.05$
2018	19	$19 \times 3.23/2950 = 0.02$
2019	58	$58 \times 4.53/3345 = 0.08$
المتوسط		0.06

المصدر: تقارير التقارير السنوية لبنك من 2014 إلى 2019. ص: 409-449-475.

معدل العائد الخالي من المخاطرة = 0.06 %

ومنه فإن نسبة شارب تحسب كما يلي:

$$S_p = \frac{2.79 - 0.06}{0.89} = 3.07$$

نلاحظ أن نسبة مؤشر شارب موجب وهذا دليل على فعالية أداء المحفظة المالية، وبالتالي فإن البنك يقوم بدور فعال في إدارة محفظته المالية.

خلاصة الفصل:

من خلال الدراسة التطبيقية على بنك BNP Paribas، نستنتج أن البنك يقوم بإدارة محفظته المالية بكفاءة وفعالية معتمداً بذلك على استراتيجية محكمة في إدارة محفظة أوراقه المالية من خلال التنويع في الأوراق المالية المشكلة لمحفظة المالية من أجل اختياره للمحفظة المثلى وبذلك استطاع البنك تحقيق أكبر عوائد بأقل مخاطر ودليل ذلك النتائج التي حصلنا عليها من خلال حساب عائد محفظة البنك وقدرنا خطرها عن طريق الانحراف المعياري، ولاحظنا أن خطر محفظة أقل من عائدها كما أنه أقل من مجموع خطر الأوراق المالية المكونة لها، واختبرنا قدرة البنك على التنويع بين أوراقه المالية من خلال حسابنا لمعامل الارتباط، وتبين أنه محصور بين (1) و (-1) والذي يدل على وجود ارتباط لكنه غير تام، وبالتالي يستطيع البنك التقليل من المخاطر غير النظامية التي تتعرض لها محفظته المالية، وفي أخير قمنا بقياس أداء محفظة البنك من خلال مؤشر شارب وكانت النتيجة موجبة وبالتالي أثبتت كل هذه النتائج فعالية إدارة بنك BNP Paribas لمحفظة المالية.

الخاتمة

الخاتمة

من خلال الدراسة التي قمنا بها تبين أن التطور الحديث الذي تشهده الأسواق العالمية أدى إلى إحداث تغيرات واسعة النطاق على الجهاز المصرفي، حيث اتجهت العديد من البنوك التجارية إلى القيام بخدمات مصرفية حديثة من أهمها تلك المتعلقة بإدارة المحافظ المالية.

إن الاستثمار في الأوراق المالية أمر معقد يخضع إلى أسس وقواعد علمية محددة، بدءاً من مرحلة تكوين المحفظة المالية التي تقوم على الاختيار الأمثل بين الأوراق المالية المكونة لها من خلال مراعاة مجموعة من القيود والمقومات، بالإضافة إلى القدرة على التنويع بينها بغرض تحقيق العوائد بأقل مخاطر ممكنة، ووصولاً إلى مرحلة إدارة المحفظة المالية هذه الأخير تتطلب الخبرة الكافية وتحكمها العديد من النظريات والنماذج وذلك لاختبار كفاءتها وفعاليتها ومن ذلك نظرية المحفظة لماركويتر التي تعدّ كنقطة الانطلاق، إذ ظهر على أثرها نموذج تسعير الأصول الرأسمالية، ثم نظرية التسعير بالمراجحة، وعلى إثر هذه النماذج توصل الباحثون إلى طرق لتقييم أداء المحفظة المالية.

وفي سياق تعقيد السوق المتزايد والتطورات التنظيمية أصبحت إدارة محفظة الأوراق المالية أمر صعب تتطلب أن تقوم عليها هيئات مختصة، ومن أهم هذه الهيئات نجد البنوك التجارية صاحبة الخبرة في هذا المجال من خلال امتلاكها للأجهزة الفنية المتخصصة والخبرات الشخصية والإمكانات المادية والتقنيات الحديثة جعلتها قادرة على القيام بدور إدارة محفظة الأوراق المالية بفعالية.

اختبار الفرضيات: من خلال الدراسة النظرية والتطبيقية يمكن تلخيص اختبار الفرضيات بشكل التالي:

- يمكن قبول الفرضية الأولى التي مفادها: " تختلف إدارة محفظة الأوراق المالية في البنوك التجارية عن إدارتها لدى المدير المستثمر". وذلك أن البنوك التجارية لديها الخبرة الكافية في إدارة محفظتها المالية من خلال السياسات والاستراتيجيات التي تعتمد عليها بغرض تحقيق الإدارة الكفاءة بالكيفية التي تحقق عوائد أكبر بأقل مخاطر ممكنة.

- توصلنا إلى إثبات صحة الفرضية الثانية التي مفادها: " يمكن الحكم على فعالية إدارة المحفظة المالية بناء على مجموعة من المؤشرات التي تبين لنا الأداء الجيد للمحفظة المالية". وهذا من خلال مجموعة من المقاييس على رأسها مقياس شارب وجونسون وترينور، والتي تبين لنا أداء الجيد لإدارة المحافظ المالية بشرط أن لا تكون النسبة المقاسة سالبة أو معدومة.

- توصلنا إلى إثبات صحة الفرضية الثالثة التي مفادها: " يعتمد البنك التجاري محل الدراسة على سياسة التنويع في تكوين وإدارة محفظته المالية لتحقيق أقصى العوائد مع تخفيض المخاطر". وذلك من خلال الدراسة التطبيقية على بنك BNP Paribas، حيث أن البنك يعتمد على سياسة تنويع محفظته المالية سواء تنويعاً جغرافياً، قطاعياً، تنويعاً في الأوراق المالية...، وبذلك استطاع البنك تحقيق عوائد بأقل مخاطر.

- توصلنا إلى إثبات صحة الفرضية الرابعة والتي تنص: "يقوم بنك BNP Paribas بإدارة محفظة أوراقه المالية بكفاءة وفعالية." فمن خلال الدراسة التطبيقية على بنك BNP Paribas تبين لنا أنه يقوم بإدارة محفظته المالية بفعالية من خلال اعتماده على سياسة التنويع بين أوراقه المالية التي تتشكل منها المحفظة المالية، لذلك حقق البنك عوائد أكبر بأقل مستوى من الخطر وهو ما أكدته النتائج حيث قدر معدل عائد محفظة البنك بـ 2.79 %، أما خطرها يقدر بـ 0.89 % فمن الملاحظ أن العائد يتفوق على الخطر وهذا راجع إلى الطريقة الانتقائية للبنك في اختياره للأوراق المالية المشككة للمحفظة، كما تشير نسبة شارب إلى قيمة موجبة بقيمة 3.07 وهذه النسبة تدل على كفاءة إدارة محفظة الأوراق المالية لدى البنك.

نتائج البحث: بالعودة إلى ما تم التطرق إليه من خلال هذه الدراسة يمكن استنباط النتائج التالية:

- المحفظة المالية للبنوك التجارية هي بمثابة وعاء يضم العديد من الأدوات المالية والتي يقوم البنك باختيارها بعناية وبدقة لتحقيق مجموعة من الأهداف والغايات.
- أن الخطر المتعلق بالمحفظة المالية هو عبارة عن خطر كلي الذي يتم قياسه بالانحراف المعياري، وينقسم إلى مخاطر نظامية التي لا يمكن تقليلها أو تجنبها بالتنويع وتقاس بمعامل بيتا، ومخاطر غير نظامية التي يمكن تقليلها أو تجنبها عن طريق التنويع.
- تقوم إدارة المحفظة المالية على مجموعة من السياسات (هجومية، متوازنة، دفاعية) والتي تتغير حسب المؤشرات الاقتصادية.
- أن موضوع إدارة المحافظ المالية حضي باهتمام كبير من قبل العديد من الباحثين، مما أثمر عنه ظهور العديد من النظريات والنماذج انطلاقاً من نظرية المحفظة ووصولاً إلى نظرية المراجعة والتي اهتمت جميعها بالعلاقة بين العائد والخطر، وعلى إثر هذه النظريات ظهرت مجموعة من المقاييس على رأسها مقياس شارب وجونسن وترينور، والتي من خلالها يمكن الحكم على أداء إدارة المحافظ المالية.
- تقوم البنوك التجارية بدور فعال في تكوين وإدارة محافظها المالية، من خلال أنها تعتمد على مجموعة من الاستراتيجيات (استراتيجية جودة الاستثمارات، استراتيجية التنويع في الاستثمارات، استراتيجية المحافظة على الأصول المستثمرة، استراتيجية آجال استحقاقات الاستثمار، استراتيجية الاستبدال والمبادأة)، كما تعتمد على مجموعة من الخطوات (تحديد الأهداف، التعرف على القيود، تكوين المحفظة، اختيار قرارات الاستثمار، متابعة المحفظة وقياس الأداء)، وذلك للوصول إلى المحفظة المثلى التي تحقق أهداف البنك.
- بالنسبة للبنك BNP Paribas الذي كان محل دراستنا، فإنه يقوم بإدارة محفظة أوراقه المالية إدارة فعالة، وذلك من خلال النتائج المتحصل عليها، حيث تم التوصل إلى حساب عائد المحفظة من خلال جمع عوائد الأوراق المالية المرجحة بالأوزان، وقد رنا خطرنا عن طريق الانحراف المعياري وأثبتت النتيجة أن عائد المحفظة أكبر من خطرنا وأرجعنا ذلك إلى التنويع، كما تم اختبار فعالية أداء محفظة البنك من خلال مؤشر شارب وأظهرت نتيجة موجبة، وكل هذا يدل على فعالية إدارة محفظة الأوراق المالية لدى البنك.

توصيات والمقترحات:

- على البنك عندما يقوم بتكوين المحفظة تنويع أدواته بحيث يكون عائد الأداة مناسب لدرجة مخاطرة.
- ضرورة التقييم المستمر لأداء محفظة البنك في ظل العائد والمخاطرة.
- يجب على البنوك التجارية أن تقوم بدراسة عميقة وتنبئية للمخاطر التي تتعرض لها المحافظ المالية من خلال التنويع أو من خلال أدوات التحوط ضد المخاطر.
- ضرورة تطوير خدمات إدارة المحافظ المالية باستخدام التقنيات الحديثة والتي تسمح بتحسين هذه الخدمة.
- الاهتمام بمجال الذكاء الاصطناعي في تطوير خدمات إدارة المحافظ المالية وابتكار منتجات مالية جديدة.
- التكتيف من البرامج والندوات المتعلقة بتدريب مدير المحفظة في طرق انتقاء الأدوات المالية بعناية لتحقيق الأهداف المسطرة.
- على الجزائر الاستفادة من التجارب الدولية في مجال إدارة المحافظ المالية من خلال النهوض بسوقها المالي وذلك بتنشيط سوق القيم المنقولة، السوق السندي، سوق قيم الخزينة، وحسن توظيف المدخرات.

آفاق الدراسة:

- أثر التنويع الدولي في المحافظ المالية على مخاطر السوق.
- دور نظم المعلومات المصرفية في إدارة المحافظ المالية.
- اتجاه البنوك التجارية نحو إدارة محافظ العملاء الخاصة وعلاقته بزيادة الربحية.

قائمة المراجع

1-المراجع باللغة العربية:

1-1-الكتب:

- 1- أحمد صلاح عطية، محاسبة الاستثمار في البنوك التجارية، دار النهضة العربية، الطبعة الأولى، 2001.
- 2- إسماعيل إبراهيم عبد الباقي، إدارة البنوك التجارية، دار غيداء للنشر والتوزيع، عمان، 2015.
- 3- حمزة محود الزبيدي، الإدارة المالية المتقدمة، الطبعة الثانية، الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2008.
- 4- خالد وهيب الراوي، إدارة المخاطر المالية، الطبعة الأولى، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان الأردن، 2009.
- 5- دريد كامل آل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، دار اليازوري العلمية، عمان، الأردن، 2016.
- 6- دريد كامل آل شبيب، مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، الطبعة الثالثة، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، 2013.
- 7- زنده جميل محمود، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار أمجد للنشر والتوزيع، عمان، 2015.
- 8- زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، الطبعة الرابعة، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2007.
- 9- زياد رمضان، محفوظ جودة، الاتجاهات المعاصرة في إدارة البنوك، الطبعة الثالثة، دار وائل للنشر، عمان، 2006.
- 10- سيد سالم عرفة، إدارة المخاطر الاستثمارية، الطبعة الأولى، دار الراية للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009.
- 11- طارق عبد العال حماد، إدارة المخاطر: أفراد، إدارات، شركات، بنوك، الدار الجامعية، مصر، 2003.
- 12- عادل محمد رزق، الاستثمارات في البنوك والمؤسسات المالية من منظور إداري ومحاسبي، دار طيبة، القاهرة، مصر، 2004.

- 13- عبد الرزاق قاسم، أحمد العلي، إدارة الاستثمارات والمحافظ الاستثمارية، منشورات جامعة دمشق، سوريا، 2010-2011.
- 14- عبد الكريم أحمد قندوز، المشتقات المالية، دار الوراق، عمان، الأردن، بدون سنة نشر.
- 15- عبد المطلب عبد الحميد، البنوك الشاملة "عملياتها وإدارتها"، الدار الجامعية، الإسكندرية.
- 16- عبيد القادر، السيد متولي، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، الطبعة الأولى، دار الفكر، عمان، الأردن، 2010.
- 17- علوان قاسم نايف، إدارة الاستثمار بين النظرية والتطبيق، الطبعة الأولى، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2009.
- 18- غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2015.
- 19- ماهر كنج شكري ومروان عوض، المالية الدولية العملات الأجنبية والمشتقات المالية بين النظرية والتطبيق، الطبعة الأولى، دار الحامد للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2004.
- 20- محسن أحمد الخضير، كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة، ايتراك للنشر والتوزيع، مصر الجديدة، 1999.
- 21- محمد صالح الحناوي، ابراهيم سلطان، جلال العبد، تحليل وتقييم الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2001/2002.
- 22- محمد علي ابراهيم العامري، إدارة محافظ الاستثمار، الطبعة الأولى، إثراء للنشر والتوزيع، مكتبة الجامعة، الأردن، الشارقة، 2013.
- 23- محمد علي إبراهيم العامري، الإدارة المالية المتقدمة، الطبعة الأولى، إثراء للنشر والتوزيع، الأردن، 2010.
- 24- محمد مطر وفايز تيم، إدارة المحافظ الاستثمارية، الطبعة الأولى، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 2005.
- 25- منير ابراهيم هندي، الفكر الحديث في إدارة المخاطر: الهندسة المالية باستخدام التوريق والمشتقات، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، مصر، 2009.
- 26- منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال الاستثمار، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999.

1-2-المذكرات والأطروحات:

- 1- بشري عفاف، مدي مساهمة النماذج الرياضية في إدارة مخاطر الائتمان للمحافظ الاستثمارية: دراسة مجموعة من البنوك الجزائرية، أطروحة دكتورة، تخصص بنوك، مالية ومحاسبة، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة محمد بوضياف، مسيلة، 2018/03/10.
- 2- بوزيد سارة، إدارة محفظة الأوراق المالية على مستوى البنك التجاري: دراسة حالة بنك BNP PARIBAS، مذكرة ماجستير، تخصص إدارة مالية، قسم علوم التسيير، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، 2006-2007.
- 3- حريزي رابح، سوق الأوراق المالية (البورصة) والأدوات المالية محل التداول فيها، مذكرة ماجستير في القانون، تخصص قانون الأعمال، كلية الحقوق والعلوم السياسية، جامعة منتوري، قسنطينة، 2010/2009.
- 4- سليمة حشايشي، نحو نموذج مقترح لتقييم الأصول المالية في الأسواق المالية العربية: دراسة قياسية، أطروحة دكتوراه علوم في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة فرحات عباس، سطيف 1، 2018/2017.

1-3-المجلات:

- 1- ليندة أيت بشير، أساليب التنبؤ في إطار النظرية الحديثة للمحفظة الأوراق المالية، مجلة دراسات العدد الاقتصادي، المجلد 09، العدد 01، جامعة الجزائر 03، الجزائر، جانفي 2018.
- 2- مقدم عبد الإله، قidal زين الدين، تطور حجم أسواق المشتقات المالية في العالم في الفترة ما بين 2005 و2017، مجلة المالية والأسواق، المجلد 5، العدد 10، 2019.

2-المراجع باللغة الأجنبية

2-1-الكتب:

- 1- Bertrand Jacquillat, Bruno Solnik, Marchés Financiers, portefeuille Gestion de et des risques, Dunod, Paris, 1998.
- 2- Farber A., Laurent M. P., Oosterlinck K., Pirott H., Finance, pearson, paris, 2011.
- 3- Frank Reilly and Keith Brown, Investment Analysis and portfolio Management, South Western, USA, 2002.
- 4- Gup Benton, principles of financial of Management, Éditeur Wiley, USA, 1983.

- 5- Johns Charles, **Investments Analysis and Management**, 5th.ed, John Wiley & Sons, USA,1996.
- 6- Lawrenle Gitman, Michael Joelink : **Investissement et marchés financiers**, person éducation, 9ème édition, paris, 2005.
- 7- Mondher Bellalah, **Gestion de portefeuille, analyses quantitative de rentabilité et des risques**, Pearsoneducation, 2004.
- 8- Noel amenc, **Théorie du Portefeuille et Analyse De sa Performance**, Economica, paris, 2002.
- 9- Ross, Stephen, Westerflied, Randolph,W.andjordan,d,Bradford, **Fundamentalof Corporate Finance**, 4th ed, Mcgraw HillCompanies,1998.
- 10- Simon Moore, **Strategic project portfolio management**: enabling a productive organization, John Wiley & Sons, Inc. New Jersey, USA, 2010.
- 11- Van horne, jamea, **Financial Mangement and Policy**, 11th ed, Prentice-Hill internationa, 1998.
- 12- Christine Brentani, **Portfolio Management in Practice**, Elsevier Butterworth-Heinemann, UK, 2004.

2-2-التقارير:

- Rapports Annuels de BNP PARIBAS banque 2014-2019.

2-3-الأنترنت:

- www.BnpParibas.com

الملاحق

الملحق رقم (01): ميزانية البنك في 31 ديسمبر 2019

Bilan au 31 décembre 2019

En millions d'euro, au	Notes	31 décembre 2019	31 décembre 2018
ACTIF			
Caisse, banques centrales		155 135	185 119
Instruments financiers en valeur de marché par résultat			
Portefeuille de titres	5.a	131 935	121 954
Prêts et opérations de pension	5.a	196 927	183 716
Instruments financiers dérivés	5.a	247 287	232 895
Instruments financiers dérivés de couverture	5.b	12 452	9 810
Actifs financiers en valeur de marché par capitaux propres			
Titres de dette	5.c	50 403	53 838
Instruments de capitaux propres	5.c	2 266	2 151
Actifs financiers au coût amorti			
Prêts et créances sur les établissements de crédit	5.e	21 692	19 556
Prêts et créances sur la clientèle	5.e	805 777	765 871
Titres de dette	5.e	108 454	75 073
Écart de réévaluation des portefeuilles couverts en taux		4 303	2 787
Placements des activités d'assurance	5.i	257 818	232 308
Actifs d'impôts courants et différés	5.k	6 813	7 220
Comptes de régularisation et actifs divers	5.l	113 535	103 346
Participations dans les entreprises mises en équivalence	5.m	5 952	5 772
Immobilisations corporelles et immeubles de placement	5.n	32 295	26 652
Immobilisations incorporelles	5.n	3 852	3 783
Écarts d'acquisition	5.o	7 817	8 487
Actifs non courants destinés à être cédés	8.c		498
TOTAL ACTIF		2 164 713	2 040 836
DETTES			
Banques centrales		2 985	1 354
Instruments financiers en valeur de marché par résultat			
Portefeuille de titres	5.a	65 490	75 189
Dépôts et opérations de pensions	5.a	215 093	204 039
Dettes représentées par un titre	5.a	63 758	54 908
Instruments financiers dérivés	5.a	237 885	225 804
Instruments financiers dérivés de couverture	5.b	14 116	11 677
Passifs financiers au coût amorti			
Dettes envers les établissements de crédit	5.g	84 566	78 915
Dettes envers la clientèle	5.g	834 667	796 548
Dettes représentées par un titre	5.h	157 578	151 451
Dettes subordonnées	5.h	20 003	17 627
Écart de réévaluation des portefeuilles couverts en taux		3 989	2 470
Passifs d'impôts courants et différés	5.k	3 566	2 255
Comptes de régularisation et passifs divers	5.l	102 749	89 562
Provisions techniques et autres passifs d'assurance	5.j	236 937	213 691
Provisions pour risques et charges	5.p	9 486	9 620
TOTAL DETTES		2 052 868	1 935 110
CAPITAUX PROPRES			
Capital et réserves		97 135	93 431
Résultat de la période, part du Groupe		8 173	7 526
Total capital, réserves consolidées et résultat de la période, part du Groupe		105 308	100 957
Variations d'actifs et passifs comptabilisées directement en capitaux propres		2 145	510
Total part du Groupe		107 453	101 467
Intérêts minoritaires	8.d	4 392	4 259
TOTAL CAPITAUX PROPRES		111 845	105 726
TOTAL PASSIF		2 164 713	2 040 836

الملحق رقم (02): نتائج البنك خلال سنة 2018/2019

Résultats consolidés de BNP Paribas

En millions d'euros	2019	2018	2019/2018
Produit net bancaire	44 597	42 516	+ 4,9 %
Frais de gestion	(31 337)	(30 583)	+ 2,5 %
Résultat brut d'exploitation	13 260	11 933	+ 11,1 %
Coût du risque	(3 203)	(2 764)	+ 15,9 %
Résultat d'exploitation	10 057	9 169	+ 9,7 %
Quote-part du résultat net des sociétés mises en équivalence	586	628	- 6,7 %
Autres éléments hors exploitation	751	411	+ 82,7 %
Éléments hors exploitation	1 337	1 039	+ 28,7 %
Résultat avant impôt	11 394	10 208	+ 11,6 %
Impôt sur les bénéfices	(2 811)	(2 203)	+ 27,6 %
Intérêts minoritaires	(410)	(479)	- 14,4 %
Résultat net part du Groupe	8 173	7 526	+ 8,6 %
Coefficient d'exploitation	70,3 %	71,9 %	- 1,7 pt

الملحق رقم (03): قيمة المخاطر السوق (10 يوم، 99 %).

VALEUR EN RISQUE (10 JOURS, 99 %) [Audité]

En millions d'euros	Exercice 2019				Exercice 2018	
	Minimum ^(*)	Moyenne	Maximum ^(*)	Dernière mesure	Moyenne	Dernière mesure
Risque de taux	37	59	91	75	55	64
Risque de crédit	24	35	55	38	35	30
Risque de change	10	23	49	19	21	29
Risque de prix attaché aux actions	21	30	56	29	48	54
Risque de prix attaché aux matières premières	5	12	23	10	12	18
Effet des compensations ^(*)		(84)		(96)	(94)	(101)
TOTAL DE LA VALEUR EN RISQUE	52	75	106	75	79	94