



وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
المركز الجامعي لميلة
معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير

المرجع : / 2014

قسم : علوم التسيير
ميدان : علوم اقتصادية، التجارة و علوم التسيير
الشعبة: علوم التسيير
التخصص : مالية

مذكرة بعنوان:

إدارة محفظة الأوراق المالية في البنوك التجارية

دراسة حالة بنك BNP Paribas العالمي

مذكرة مكتملة لنيل شهادة الليسانس في علوم التسيير (ل.م.د)
تخصص " مالية "

إعداد الطلبة:

إشراف الأستاذ:

هبول محمد

- دلوش فاتح
- غريوج يحي
- مقيمح محمد الأمين

السنة الجامعية: 2014/2013

الإستقام

الإستقام

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

سورة الفلق

كلمة شكر

في الحديث القدسي:

«عبي لم تشكرني ما لم تشكر من قدمت لك الخير على يديه ربي أوزعني أن أشكر نعمتك التي أنعمت علي وعلى والدي وأن أكمل صالحا ترضاه.»

الحمد لله والشكر لله الذي وفقنا إلى إتمام هذا العمل، فما كان لشيء أن يجري في ملكه إلا بمشيئته جل شأنه ولا يسعنا ونحن في هذا المقام إلا أن نتقدم بشكرنا وتقديرنا وعرفاننا وامتناننا إلى الأستاذ المشرف

« هبول محمد »

الذي لم ييخل علينا بإرشاداته ونصائحه وتوجيهاته السديدة والتي كان لها بليغ الأثر في إنجاز هذا العمل، وكذا صبره وسعة صدره وحرصه الدائم لإتمام هذا العمل في أحسن الظروف، كما نحیی فيه روح التواضع والمعاملة الجيدة، فجزاه الله عنا كل الخير.

كما نتقدم بجزيل الشكر لجميع والامتنان إلى أساتذة معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير وإلى جل عمال المكتبة على مجهوداتهم وتعاونهم معنا.

ولا يفوتنا أن نتقدم بالشكر والعرفان إلى كل من أمدنا بيد المساعدة من قريب أو من بعيد في إنجاز هذا العمل ولم يتسنى لنا ذكر أسمائهم.

الأفداء

الأفداء

الهدايا

« بسم الله الرحمن الرحيم »

« قل اعملوا فسيرى الله عملكم ورسوله و المؤمنون »

إلى صاحب الحمد الأول والخير الذي تذكره البصائر ولا تراه الأبصار، إلى الله عزوجل الذي لولا عونه ونعمته
لما وصلنا إلى كل هذا.

إلى ذلك الفذ العالي إلى ذلك الصخر الشامخ والصامد أمام الحياة ، إلى أبي حفظه الله.

وإلى أُمي الغالية وإلى إخوتي.

وإلى كل الأهل والأقارب والأصدقاء

كما لا أنسى كل زملائي وزميلاتي في الدراسة خاصة لقمان، محمد، يحيى، محمدأمين، بشير، كنزة، وردة،
هداية، هناء، مروة، رزيقة، هدى...

وإلى كل من أحبوني وأحبتهم ولم يذكرهم قلبي.

وأخيرا أطلب من الله عز وجل أن يجعل كل طالبي العلم في ميزان الحسنات.

وشكراً

فاتح

MAI HOUSE ON WIL

إهداء

قال الله تعالى: بسم الله الرحمن الرحيم

« قالوا سبحانك لا علم لنا إلا ما علمتنا إنك أنت العليم الحكيم » صدق الله العظيم.

سورة البقرة -32-

إلى الصدر المفعم بالحنان إلى القلب النابض بالحب إلى من دعاؤها نور يضيء دربي إلى أمي الغالية سامية

إلى من رعاني وأعانني إلى سندي وقوتي إلى من أفاض علي بحنانه إلى والدي العزيز بوخميس.

أطال الله عمرهما.

إلى أحبتي في هذه الدنيا إلى الشموع التي تضيء لنا البيت إلى أخواتي العزيزات، أحلام وزوجها خليل وابنهما

مؤيد.

إلى كتكوتة البيت إلى توأم روعي أختي الصغر مروة حفظها الله.

إلى من يشاركونني هموم الدنيا ويقاسمونني حلو الحياة ومرها إلى من أسعد بلقائهم ولهم في قلبي الحب العظيم

إلى كل من: فاتح، بلال، محمد، أيوب، وسيم، نور الإسلام، إلى كل من الأهل والأقارب.

إلى الذين ستبقى ذكراهم تملأ خاطري إلى الذين إلتقيتهم في درب الحياة وقضية معهم أياماً لا تنسى إلى كل

من: يحيى، فاتح، لقمان، محمد، رزيقة، هدى، نبيلة، هشام، أمينة.

إلى الأستاذ الفاضل هبول محمد

إلى كل من نساه قلبي ولم ينسأه قلبي.

أمين

بسم الله الرحمن الرحيم

(قل اعلموا فسيرى الله عملكم ورسوله والمؤمنون)

صدق الله العظيم

إلهي لا يطيب الليل إلا بشكرك ولا يطيب النهار إلا بطاعتك .. ولا تطيب اللحظات إلا بذكرك .. ولا تطيب الآخرة

إلا بعفوك .. ولا تطيب الجنة إلا برويتك الله جل جلاله

إلى من بلغ الرسالة وأدى الأمانة .. ونصح الأمة .. إلى نبي الرحمة ونور العالمين ..

سيدنا محمد صلى الله عليه وسلم

إلى من كلله الله بالهبة والوقار .. إلى من علمني العطاء بدون انتظار .. إلى من أحمل أسمه بكل افتخار .. أرجو

من الله أن يمد في عمرك لترى ثماراً قد حان قطافها بعد طول انتظار وستبقى كلماتك نجوم أهدي بها اليوم وفي

الغد وإلى الأبد ..

والدي العزيز الطيب

إلى ملاكي في الحياة .. إلى معنى الحب وإلى معنى الحنان والتفاني .. إلى بسمه الحياة وسر الوجود

إلى من كان دعائها سر نجاحي وحنانها بلسم جراحي إلى أعلى الحبابيب

أمي الحبيبة فاطمة الزهراء رحمها الله و اسكنها فسيح جنانه إلى جدتاي الغاليتان شريفة ونورة وإلى زوجة أبي

المحترمة نورة ... إلى من بهم أكبر وعليهم أعتد .. إلى شمعة منقذة تنير ظلمة حياتي ..

إلى من بوجودهم أكتسب قوة ومحبة لا حدود لها .. إلى من عرفت معهم معنى الحياة

أخواتي نورة، زليخة، ورقية، حسناء

إلى أخوتي ورفقاء دربي وهذه الحياة بدونكم لاشيء معكم أكون أنا وبدونكم أكون مثل أي شيء .. في نهاية

مشواري أريد أن أشكركم على مواقفكم النبيلة إلى من تطلعت لنجاحي بنظرات الأمل

إخوتي جعفر، داود، أيوب

إلى كل الأعمام والأخوال والخالات

إلى من تميزوا بالوفاء والعطاء إلى ينابيع الصدق الصافي إلى من معهم سعدت ، وبرفقتهم في دروب الحياة الحلوة

والحزينة سرت إلى من كانوا معي على طريق النجاح والخير

إلى من عرفت كيف أجدهم وعلموني أن لا أضيعهم فاتح، أمين، كريم، عبد السلام، ياسين، بلال، سمير، هشام،

تقي الدين، حميدو، لقمان، عبد الحكيم، محمد، فارس، سفيان، عبد الرؤوف، أحمد، رميساء، رزيقة، هدى، خيرة،

هاجر، كريمة

إلى كل من نساه قلبي ولم ينسأه قلبي

يحيى

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

الصفحة	الفهرس
	شكر وعرهان.....
	الإهداء.....
I	فهرس المحتويات.....
II	قائمة الأشكال.....
III	قائمة الجداول.....
أ - ب	المقدمة العامة.....
	الفصل الأول: الإطار العام لمحفظة الأوراق المالية
2	تمهيد:.....
3	المبحث الأول: عموميات حول البنوك التجارية.....
3	المطلب الأول: نشأة وتعريف البنوك التجارية.....
5	المطلب الثاني: وظائف البنوك التجارية وخصائصها.....
9	المطلب الثالث: موارد واستخدامات البنك التجاري.....
12	المبحث الثاني: ماهية محفظة الأوراق المالية.....
12	المطلب الأول: مفهوم محفظة الأوراق المالية.....
13	المطلب الثاني: أنواع ومكونات المحافظ (محفظة الأوراق المالية).....
22	المطلب الثالث: مزايا وعيوب الأوراق المالية.....
25	المبحث الثالث: أسس اختيار مكونات المحفظة المالية.....
25	المطلب الأول: الهدف من تشكيل محفظة الأوراق المالية.....
26	المطلب الثاني: استراتيجيات اختيار مكونات المحفظة المالية.....
28	المطلب الثالث: ضوابط ومبادئ تكوين محفظة الأوراق المالية.....
30	خلاصة الفصل الأول.....
	الفصل الثاني: إدارة محفظة الأوراق المالية
32	تمهيد:.....
33	المبحث الأول: ماهية محفظة الأوراق المالية.....
33	المطلب الأول: تعريف محفظة الأوراق المالية.....
34	المطلب الثاني: أهمية وأهداف محفظة الأوراق المالية.....
35	المطلب الثالث: السياسات المتبعة في إدارة المحفظة المالية والعوامل المؤثرة فيها.....
37	المبحث الثاني: نظريات محفظة الأوراق المالية.....

37	المطلب الأول: نظرية المحفظة.....
38	المطلب الثاني: نموذج تسعير الأصول الرأسمالية.....
40	المطلب الثالث: نموذج التسعير المرجح.....
43	المبحث الثالث: استخدامات البنك في مجال محفظة الأوراق المالية.....
43	المطلب الأول: أهداف محفظة البنك.....
46	المطلب الثاني: المخاطر التي تواجه محفظة الوراق المالية للبنك.....
50	المطلب الثالث: تنوع مكونات المحفظة في البنك.....
53	المطلب الرابع: تقييم أداء المحفظة المالية.....
59	خلاصة الفصل الثاني.....
	الفصل الثالث: دراسة حالة BNP Paribas
61	تمهيد:.....
62	المبحث الأول: مدخل عام لبنك BNP Paribas.....
62	المطلب الأول: التعريف والتطور التاريخي لبنك BNP Paribas.....
64	المطلب الثاني: النشاطات العملية لبنك BNP Paribas.....
66	المطلب الثالث: مخاطر البنك.....
68	المبحث الثاني: أساسيات التعامل في البنك.....
68	المطلب الأول: مؤشرات رأسمال بنك BNP Paribas.....
71	المطلب الثاني: تصنيفات البنك لأوراقه المالية.....
72	المطلب الثالث: مكونات محفظة بنك BNP Paribas.....
72	المبحث الثالث: تقييم أداء المحفظة المالية للبنك.....
72	المطلب الأول: تحليل محفظة البنك.....
75	المطلب الثاني: عوائد محفظة بنك BNP Paribas وكيفية حسابها.....
79	المطلب الثالث: قياس أداء محفظة البنك.....
80	خلاصة الفصل الثالث.....
81	الخاتمة.....
	قائمة المراجع.....

عَلَّمَ الْكَلِمَاتِ الْكُبْرَى

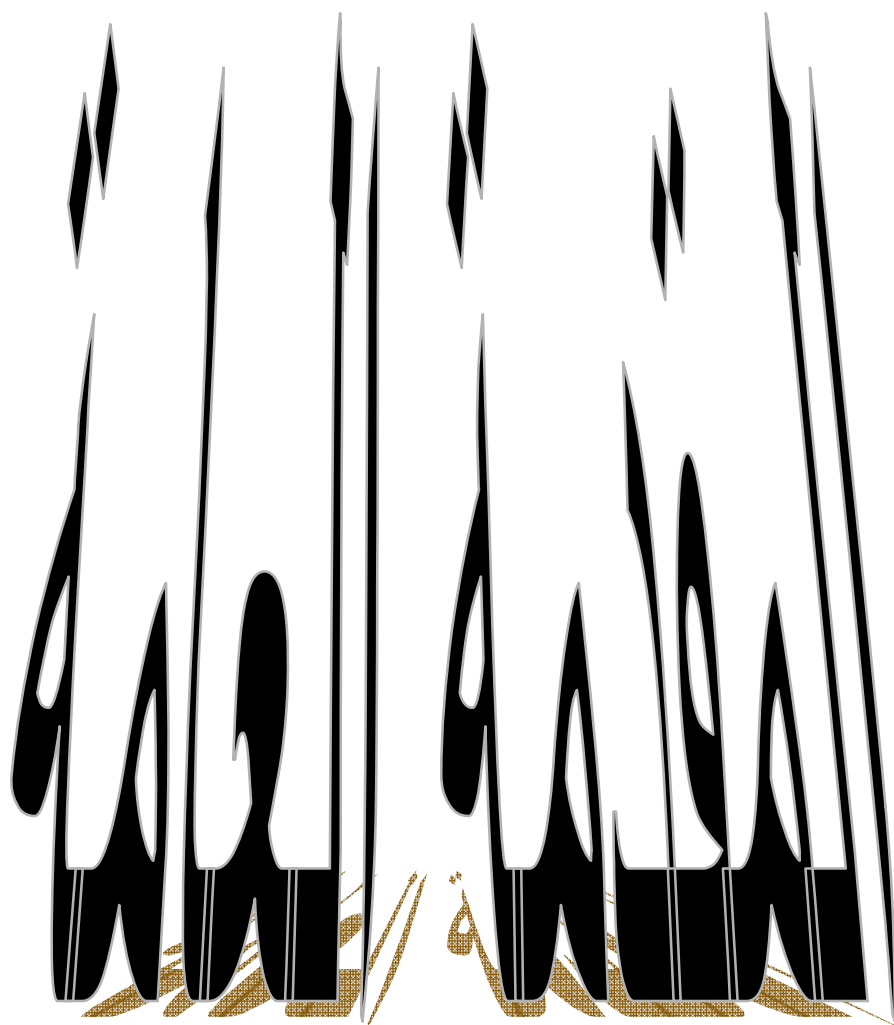
قائمة الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	الرقم
48	أنواع المخاطر الكلية	1-2
51	التنوع الساذج لمحفظة الأوراق المالية	2-2
54	التمثيل البياني لمؤشر شارب	3-2
57	مقياس جونسون	4-2
69	مساهمي BNP Paribas في 31 أوت 2005 على أساس حقوق التصويت	1-3

فَلَمَّا دَخَلُوا مِنْ حَيْثُ أَرَادُوا أَنْ يَخْرُجُوا أُنزِلَ عَلَيْهِمْ السَّمَاءُ بِسُحُبٍ مَدِينٍ

قائمة الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	الرقم
09	موارد واستخدامات البنك التجاري	1-1
24	مقارنة بين السهم والسند	2-1
72	مكونات محفظة بنك BNP Paribas	1-3
74-73	تطور أولويات الاستثمار في محفظة بنك BNP Paribas خلال الفترة 1999-2006	2-3
75	عوائد محفظة بنك BNP	3-3
76	حساب الانحراف المعياري للمحفظة المالية	4-3



مقدمة عامة:

مع بداية القرن العشرين كانت الإدارة المالية تعتبر كأداة مستقلة، حيث كان دور هذه الإدارة محصوراً بتأمين السيولة للمؤسسة عندما تكون في حالة عجز، أو تأمين السيولة لتغطية الحاجات المستجدة على المدى القصير.

ثم تطورت الإدارة، واعتبرت على أنها العلوم الاقتصادية، ودخل هذا المفهوم الأسواق عبر تشكيل تكتلات مالية بدأت بإصدار كميات كبيرة من الأسهم والسندات تنتج أرباحاً وفوائد كبيرة، ومع تطور الحاجات التمويلية وبداية ظهور ما يسمى لاحقاً بالشركات المتعددة الجنسيات، ظهرت الحاجة إلى تبادل وتداول رؤوس الأموال على المستوى العالمي، مما أدى إلى تطور أدوات السوق المالي من أسهم وسندات إلى مجموعة متعددة من أدوات السوق المالي، وهذا ما دفع المستثمرين أفراداً وشركات إلى الدخول في عملية التمويل هذه عبر تكوين محفظة الأوراق المالية التي تتألف من مختلف الأوراق المالية والتي تديرها هيئات مختلفة ظهرت بتطور وتقدم العصر، وكذا البنوك في إطار عمليات الاستثمار في الأوراق المالية، ومنه يمكن طرح التساؤل الرئيسي التالي: **كيف تتم إدارة محفظة الأوراق المالية في البنوك التجارية؟**

وللإجابة على هذا التساؤل يجب الإجابة على الأسئلة الفرعية التالية:

- ما المقصود بالمحفظة المالية؟
- ما هي أساسيات تشكيل محفظة الأوراق المالية؟
- كيف للبنك أن يدير محفظة الأوراق المالية بفعالية؟

1-فرضيات الدراسة:

من خلال التساؤلات السابقة يمكن صياغة الفرضيات على النحو التالي:

- تعتبر محفظة الأوراق المالية توليفة لمجموعة من البدائل الاستثمارية التي تعمل للحصول على مزيج من الأوراق المالية وتتكون من كافة الأوراق المالية التي يحتفظ بها وتمثل في الأسهم والسندات.
- تتمثل العوامل المختلفة التي يجب مراعاتها عند تكوين محفظة الأوراق المالية في العائد، الخطر والتنويع.
- تتمثل أنواع المحافظ المالية في: محفظة الدخل، محفظة النمو والمحفظة المختلطة.

2-أهداف البحث:

يهدف بحثنا هذا إلى:

- إرساء الثقافة المالية.



- التعريف بمحفظة الأوراق المالية كأداة من الأدوات المستعملة في التعاملات المالية.
- إعطاء أهمية أكثر لهذا المجال الذي أصبح حقيقة اقتصادية في وقتنا الحالي.

3- أهمية البحث:

تعود أهمية بحثنا للتطورات الاقتصادية العالمية وتوجه رؤوس الأموال نحو التكتل في تشكيلات استثمارية ضخمة، من أجل تحقيق بعض الأهداف الاقتصادية وأهداف أخرى ذات أبعاد مختلفة إضافة إلى ذلك التوجهات الاقتصادية المحلية، التي بدأت تتبلور في الأفق من أجل تكوين سوق مالي جزائري يلعب دوراً هاماً في عملية التنمية الاقتصادية مثل الأسواق المالية العالمية والعربية على حد سواء.

4- أسباب اختيار الموضوع:

لقد وقع اختيارنا على هذا الموضوع للحدثة النسبية التي يتسم بها الموضوع، وكذا الأهمية التي يكتسبها في الوقت الحالي، كما يعتبر موضوع جديد نقل به الدراسات، بالإضافة إلى السبب الرئيسي أو الدافع الشخصي الذي قادنا للبحث والدراسة في هذا الموضوع وهو الرغبة التخصص في هذا المجال.

5- المناهج المستعملة:

اعتمدنا في بحثنا على عدة مناهج علمية بداية بالمنهج الوصفي ثم المنهج التحليلي فالاستقرائي، وكان استعمالنا للمنهج الوصفي في إطار عملية تقديم البنوك التجارية وكذلك التعريف بمحفظة الأوراق المالية ووصف مكوناتها المختلفة أما المنهج التحليلي فساعدنا في عملية طرح وشرح نظرية المحفظة وأسسها المختلفة ثم المنهج الاستقرائي، وذلك من خلال الرجوع إلى بعض الدراسات السابقة سواء المحلية منها أو الأجنبية من أجل الحصول على مختلف المعلومات والنظريات. وسنحاول معالجة موضوع البحث والإجابة على التساؤلات المطروحة بالاستناد إلى بعض الدراسات والأبحاث التي تناولت الموضوع والبحث فيه، لذلك ارتأينا أن نتناول دراسة هذا الموضوع من خلال ثلاثة فصول حيث:

في الفصل الأول نتطرق للإطار العام للمحفظة المالية في البنوك التجارية من خلال ثلاث مباحث، المبحث الأول حول البنوك التجارية، والمبحث الثاني ماهية محفظة الأوراق المالية أما المبحث الثالث فتطرقنا إلى أسس اختيار مكونات المحفظة المالية.

أما في الفصل الثاني تطرقنا من خلاله إلى إدارة المحفظة وكيفية تسييرها في البنك التجاري ويتضمن ثلاث مباحث، المبحث الأول تحدثنا عن ماهية إدارة محفظة الأوراق المالية، المبحث الثاني نظريات محفظة الأوراق المالية، أما في المبحث الثالث فتطرقنا إلى إدارة البنك للمحفظة المالية.

وفي الفصل الثالث ندرس حالة حول إدارة محفظة الأوراق المالية في بنك BNP Paribas.

الفصل الأول:

الإطار العام لمحافظة الأوراق المالية

الفصل الأول

محافظة الأوراق المالية

تمهيد:

تلعب المحفظة دورا هاما في عالم الاستثمار فهي تشغل حيزا كبيرا من حقل المعرفة المالية، وتاريخيا يعود مفهوم المحفظة إلى بداية عقد الخمسينيات تحديدا عام 1452 عندما قام ماركوتر مساهمته الريادية في المحفظة. كما تعتبر البنوك التجارية من أبرز الجهات المسؤولة عن إدارة محفظة الأوراق المالية لعدم توفر الخبرة والقدرة لدى المستثمرين وبين قدرة البنوك أيضا على القيام بهذه الوظيفة المالية.

لذا يتم في هذا الفصل التعرف على الإطار العام للمحفظة المالية في البنوك التجارية من خلال التطرق إلى ثلاث مباحث.

- المبحث الأول: عموميات حول البنوك التجارية عن طريق استعراض نشاطها وتعريفها ووظائفها واستخداماتها.
- المبحث الثاني: ماهية محفظة الأوراق المالية من خلال تعريفها وأنواعها ومكوناتها وكذلك المزايا والعيوب.
- المبحث الثالث: أسس اختيار مكونات محفظة الأوراق المالية ونتطرق فيه إلى الهدف من تشكيل المحفظة المالية، استراتيجيات اختيار مكونات المحفظة وكذلك ضوابط ومبادئ تكوين محفظة الأوراق المالية.

المبحث الأول: عموميات حول البنوك التجارية

إن للبنوك التجارية أهمية كبيرة على المستوى النظري والتطبيقي تتبثق من دورها الفعال في الاقتصاد القومي فباعتباره مؤسسة مالية يقوم بعدة وظائف وخاصة دور الوساطة المالية بإتباع مبادئ تمكنه من استخدام أمواله لتحقيق أكبر مردودية ممكنة حيث يسجل مختلف تعاملاته في الميزانية والبعض الآخر خارج الميزانية، وكونه من القطاعات الحساسة وجب التعامل فيه بدقة وحيطة وحذر لتفادي الوقوع في أزمات تهز كيان الدول ومصالح الأفراد والمؤسسات.

المطلب الأول: نشأة وتعريف البنوك التجارية

الفرع الأول: نشأة البنوك التجارية

كانت البداية الأولى لظهور البنوك التجارية في المملكة البابلية حوالي 2000 عام قبل الميلاد، التي حكمت أكثر أقطار الشرق الأوسط واشتهرت الإمبراطورية في بابل بحضارتها العريقة وبضخامة إنتاجها الفكري والمادي وبتجارها الواسعة وتضمنت شريعة حمو رابي مجموعة من الأسس والقوانين لتنظيم الودائع والقروض والفائدة والتجارة بين المناطق، وأقيمت مصارف متعددة في مناطق الإمبراطورية البابلية، فقد أقيم مصرف أنسر Eansir في مدينة أور على موانئ الخليج العربي وتخصص بتجارة المعادن والعاج والمرمر، وفي بابل أقيم مصرف نيتهادن Nebaahiddin حيث تخصص في تجارة المعادن النفيسة، كما تأسس مصرف أجبي egibi تخصص بتجارة الرقيق، النبيذ وطبيعة عمل هذه المصارف يشبه ما تقدمه المصارف في الوقت الحالي من قبول الودائع ومنح القروض لقاء سعر فائدة، ولكن قبول الودائع كان يتخذ شكل سلع ومعادن وتحف ثمينة، وكانت هذه العمليات تجري بين المصرف والعملاء عن طريق إجراء العقود أمام الشهود أو تتم على أساس القسم بين الطرفين، وكانت إيصالات استلام الودائع تستعمل على شكل ألواح الطين وهي شبيهة بالشيكات الحالية.

وبعد سقوط الدولة البابلية جاء بعدهم الحيثيون فدفعوا العمل المصرفي نحو الأمام من خلال ابتكارهم السبائك الفضية وحلت محل السلع كوسائل دفع ساهمت في تقديم قروض طويلة الأجل وفي تجارة الموجودات الثابتة.

ويذكر أن الصين 2500 قبل الميلاد عرفت استعمال النقود المعدنية ثم الائتمانية على شكل قطع قماش عليها خصم رسمي وأنشأتها في الصين بنوك عديدة بحوالي 600 قبل الميلاد ساهمت في تحويل الأموال بين المقاطعات لقاء عمولة 3%، وأدخلت نظام الحوالات المصرفية و الخصم وإصدار شهادة الإيداع، مما ساهم في الحفاظ على الأموال من السرقة والضياع عند نقل الأموال من مقاطعة إلى أخرى حيث يستطيع المالك لإثبات حوزته كمية من الذهب والفضة مودعة لدى أحد البنوك.

ويقوم بالتوقيع على هذه الشهادة لتمويل الصفقة التجارية وكان اكتشاف الورق عند الصين له الأثر الأكبر في إصدار النقود الورقية وشهادات الإيداع والأوراق التجارية.

وعند اليونان كانت المعابد تستعمل كمصارف نتيجة للثقة الكبيرة بها حيث يودع فيها موارد الأملاك المقدسة وإيرادات القرابين والهبات وهذه الودائع سواء كانت للدولة أو للأفراد ليس عليها فائدة، ولكن الكهنة وظفوا هذه الأموال من قبلهم، مما دفع الدولة للتدخل وأصدرت قوانين لتنظيم العمليات المالية والإشراف على إدارة المعابد وقامت الحكومة في القرن الرابع قبل الميلاد بإنشاء مصارف عامة بهدف حماية المقترضين من خلال استغلال المعابد.

أما الرومان فقد أخذوا تجربة المصارف من اليونان، كالعمليات المصرفية المتعلقة بمبادلة النقود وقبول الودائع بأنواعها وتقديم القروض بفائدة وقيامهم بالوكيل المالي نيابة عن العميل وتحويل الأموال بين المقاطعات، كما تبين الرومان فكرة البنوك العامة اليونانية، التي كانت تقوم بتحصيل الضرائب من الولايات وإيداعها في الخزينة الملكية وتوسع استعمال النقود المعدنية على شكل مسكوكات.

وفي العصور الوسطى (400 - 1400) بعد الميلاد لعب كهنة المعابد واليهود دورا كبيرا في تمويل التجارة والزراعة وقبول الودائع ومبادلة العملات، و مما سهل عملية الإقراض هو عدم تحريم سعر الفائدة في أحكامهم الدينية، وساهمت الحروب الصليبية في تدفق المعادن النفيسة من آسيا وإفريقيا إلى أوروبا مما كان له الأثر في انتعاش المصرفية، وساهمت المعابد مساهمة كبيرة في تمويل هذه الحروب، كذلك ساهم تقدم التجارة في إيطاليا وفرنسا وإنكلترا في توسيع العمليات المصرفية، وكانت مراكز الصرافة موجودة في الأسواق التجارية، حيث يتم تبادل العملات وازدهر العمل المصرفي في إيطاليا وأوروبا ووافق نمو التجارة في القرن الخامس عشر ظهور طبقة التجار ورجال الأعمال الذي اعتمد نشاطهم على عمليات القروض، وهكذا نشأت عدد من المصارف كبنك برشلونة عام 1401 وبنك فينيسيا عام 1587 وبنك أمستردام 1609 وبنك إنكلترا عام 1694 وبنك اسكتلندا عام 1695.¹

الفرع الثاني: مفهوم البنك التجاري

يمكن تعريف البنوك التجارية على أنها تلك البنوك التي تقوم بقبول الودائع، تدفع عند الطلب أو لأجل محددة وتزاول عمليات التمويل الداخلي والخارجي، وخدمته بما يحقق أهداف خطة التنمية ودعم الاقتصاد القومي وتباشر تنمية الادخار والاستثمار المالي في الداخل والخارج بما فيه ذلك المساهمة في إنشاء المشروعات، وما تستلزم من عمليات مصرفية وتجارية ومالية وفقا للأوضاع التي يقررها البنك المركزي.

البنوك التجارية هي مؤسسات مالية ائتمانية غير متخصصة في نشاط اقتصادي معين. زراعي أو صناعي أو عقاري. وتقوم بتلقي الودائع القابلة للسحب عند الطلب والقصيرة الأجل وتقديم الائتمان قصير الأجل إلى القطاعات الاقتصادية المختلفة.

¹ هيل عجمي الجبالي وآخرون، النقود والمصارف والنظرية النقدية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2009، ص: 103 - 105.

هي منشآت تقوم بصفة معتادة بقبول الودائع عند الطلب أو بعد أجل محدد لا يتجاوز السنة¹.

ويعرف آخرون البنوك التجارية بأنها مؤسسات مالية وسيطة التي تقوم بتجميع مدخرات الأفراد والوحدات الاقتصادية التي تحقق فائضا وتستخدمها في إقراض للأفراد والمشروعات ذات العجز.

بينما يعرف بعض الفقهاء البنوك التجارية بأنها تلك المؤسسات التي تقوم باستئجار وتأجير النقود. أو هي تلك التي تعمل في تجارة النقود، هذا التعريف يشير إلى مخالفة الشرعية الصريحة من قبل البنوك التجارية حيث يحرم الإسلام تأجير واستئجار النقود لأنه يعتبر من قبيل ربا النسبية².

المطلب الثاني: وظائف البنوك التجارية وخصائصها

الفرع الأول: وظائف البنوك التجارية

وتنقسم إلى وظائف تقليدية ووظائف حديثة.

أولاً: الوظائف التقليدية: وتتمثل فيما يلي³:

(1) **قبول الودائع:** تعتبر أهم وظائف البنوك التجارية حيث يقوم البنك التجاري بقبول الودائع من العملاء لديه سواء كان بالعملة المحلية أو العملات الأجنبية والوديعة تمثل إلزاما على البنك بصفته مودع إليه لصالح المودع صاحب الحق في الوديعة وهذا الالتزام يعطي صاحب الوديعة الحق في طلب المبلغ في حدود مبلغ الوديعة في أي وقت.

(2) **منح الائتمان:** حيث تقوم البنوك التجارية بتقديم قروض قصيرة الأجل لرجال الأعمال و المستشارين وغيرهم حتى يتمكنوا من إتمام أعمالهم، في مقابل ذلك يدفعون فوائد للبنك مقابل هذه القروض عند حلول ميعاد معين متفق عليه تدفع فيه قيمة القروض والعوائد، أو يتم تمديد القرض لفترة أخرى إذا ما رغب المقترض. ويساهم في هذا النشاط للبنوك التجارية لتدعيم النشاط الاقتصادي للدولة حيث يكون لذلك الدور أهمية بالغة في الحياة الاقتصادية للمجتمع.

(3) **خصم الأوراق التجارية:** حيث يقوم البنك التجاري بشراء (خصم) الأوراق التجارية من المستفيدين من هذه الأوراق قبل ميعاد استحقاقها حيث يقوم هذا الأخير بتظهيرها لمصلحة البنك ليصبح البنك هو المستفيد وفي مقابل ذلك يحصل حامل الورقة التجارية من البنك على قيمة الورقة بعد اقتطاع عمولة البنك والفائدة التي يستحقها البنك مقابل تخليه عن أمواله التي أعطاها لحامل هذه الورقة وكذلك يخصم

¹ متولي عبد القادر، اقتصاديات النقود والبنوك، دار الفكر للنشر والتوزيع، عمان، 2010، ص: 58.

² محمود حسين الوادي وآخرون، النقود والمصارف، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، 2010، ص: 105.

³ محمود حسين الوادي وآخرون، مرجع سبق ذكره، ص: 111، ص: 127، ص: 135.

البنك نسبة ضئيلة منها كمصروفات للتحصيل، حيث يقوم البنك بتحصيل هذه الأوراق التجارية بمثابة قرض قصير الأجل يقدم من البنك للعملاء بطريقة غير مباشرة.

وهناك العديد من الأسباب لإدخال الوظائف الحديثة في البنوك التجارية من بينها ما يلي:

- **تغيير القوانين:** تعرف على أنها القوانين المنظمة لأعمال البنوك والسوق المالي ككل وتغيره تحت الضغط على مجال الموارد والاستخدامات لأنه في بعض مجالات الاستخدام كان لا يسمح للبنك التجاري التعامل مثلا بشراء الأسهم، الإقراض التجاري، البطاقة الائتمانية وفي الأخير جاءت هذه القوانين نتيجة تغير المحيط، وتغير القوانين معناه دخول مجال كان حكره ومحرم عليه.
- **فك العزلة على البنوك التجارية:** سابقا كان هناك حدود واضحة بين السوق النقدي والسوق المالي الذي كان ممنوع على البنوك التجارية الدخول إليه، وفك هذه العزلة سمحت له بإيجاد وظائف جديدة حديثة من بينها إدارة محفظة الأوراق المالية التي هي موضع دراستنا.
- **عنصر الوساطة:** هناك تمويل مباشر وغير مباشر، وظفت أعمال البنوك التجارية في تمويل غير مباشر ببيع وشراء الأصول المالية والآن في الواقع الاقتصادي نسبة توافر المعلومات للشخص عن طريق البنوك التجارية عالية مقارنة بالسابق لعدم وجود خبرة لدى الأفراد (احتكار الوظيفة المالية للبنوك التجارية)، واستثمار الأموال دون اللجوء إلى هذه البنوك، والبحث عن مصادر أخرى للتمويل.

ثانيا: الوظائف الحديثة:¹

لقد تغيرت نظرة المصرف إلى نفسه من مجرد (دكان) لتجميع الأموال وإقراضها إلى مؤسسة تهدف أولا وقبل كل شيء إلى تأدية خدمات نافعة للمجتمع لتضمن لنفسها البقاء والنمو والازدهار والحصول على الأرباح، ووسيلته إلى تأدية هذه الخدمة هي محاولة إغراء المتعاملين بشتى الطرق على ولوج أبوابها باعتبار أن اجتذاب متعامل جيد للمصرف يعتبر ربحا في حد ذاته. وبعض هذه الخدمات ناشئ عما تقتديه طرق الائتمان المختلفة التي تستخدمها المشروعات التجارية و الصناعية و التي تتطور بتطور الإنتاج والتوزيع. كل ذلك نظير عمولة أو أجر تتقاضاه المصارف مقابل تلك الخدمات، وتنشأ الاتصالات نتيجة الثقة المتبادلة بين المنشآت المالية داخل البلاد وخارجها كما وأن قيمة الأموال الموضوعة تحت تصرف هذه المصارف تجعلها موضع ثقة الجميع وقادرة على تأدية خدمات يعجز التجار في كثير من الحالات عن تقديمها لبعضهم البعض.

وانطلاقا مما سبق فإن المصرف يسعى جاهدا إلى رفع رقم أعماله وإلى ضغط وترشيد مصروفاته وأعبائه. ومحاولته إلى رفع رقم أعماله أدت به إلى ابتداء خدمات جديدة يؤديها المتعاملين معه ومن أبرزها:

- 1- تقديم خدمات استشارية للمتعاملين معه.

¹ علا نعيم عبد القادر وآخرون، مفاهيم حديثة في البنوك التجارية، دار البداية للنشر والتوزيع، الأردن، 2009، ص ص: 85 - 87.

- 2- المساهمة في تمويل مشروعات التنمية.
- 3- التحصيل والدفع نيابة عن الغير.
- 4- شراء وبيع الأوراق المالية وحفظها لحساب المتعاملين معه.
- 5- إصدار حسابات الضمان.
- 6- تأجير الخزائن الجديدة للجمهور.
- 7- تحويل العملة للخارج.
- 8- تحويل نفقات السفر والسياحة، شيكات المسافرين والاعتمادات الشخصية.
- 9- مجموعة من الأعمال تتم الأعمال السابقة منها:
 - أ- دفع الحوالات البرقية والبريدية الواردة.
 - ب- دفع شيكات مسحوية على المصرف أو مسحوبات مسحوية عليه.
 - ت- شراء الشيكات الأجنبية وشيكات المسافرين.
 - ث- دفع المبالغ من أصل الاعتمادات الخاصة.
 - ج- شراء وبيع أوراق النقد الأجنبي.
 - ح- إدارة الأعمال والممتلكات للمتعاملين معه.
 - خ- تمويل الإسكان الشخصي.
 - د- ادخار المناسبات.
 - ذ- البطاقة الائتمانية.
 - ر- خدمات الكمبيوتر.

الفرع الثاني: خصائص البنوك التجارية

تتمس البنوك التجارية بثلاثة سمات هامة تميزها عن غيرها من منشآت الأعمال. وتتعلق هذه السمات بالربحية السيولة والأمان، وترجع أهمية تلك السمات إلى تأثيرها الملموس على تشكيل السياسات الخاصة بالأنشطة الرئيسية التي تمارسها البنوك التجارية، والتي تتمثل في قبول الودائع، وتقديم القروض، والاستثمار في الأوراق المالية، وفيما يلي نستعرض باختصار كل سمة من هذه السمات الثلاثة:

أولاً: الربحية: يتكون الجانب الأكبر من مصروفات البنك من تكاليف ثابتة تتمثل في الفوائد على الودائع وهذا يعني وفقاً لفكرة الرفع المالي أن أرباح تلك البنوك أكثر تأثراً بالتغيير في إيراداتها وذلك بالمقارنة مع منشآت الأعمال تعرضاً لآثار الرفع المالي (high leverage firm) فإذا ما زادت إيرادات البنك بنسبة معينة تترتب على ذلك زيادة الأرباح بنسبة أكبر، وعلى عكس ذلك إذا انخفضت الإيرادات بنسبة معينة انخفضت الأرباح بنسبة أكبر، بل قد تتحول أرباح البنك إلى خسائر، وهذا يقتضي من إدارة البنك ضرورة السعي لزيادة الإيرادات وضرورة تجنب حدوث انخفاض فيها.

وإذا كان الاعتماد على الودائع كمصدر رئيسي للموارد المالية، بعض الجوانب السلبية نتيجة التزام البنك بدفع فوائد عليها. سواء حقق أرباح أم لم يحقق، فإن للاعتماد على الودائع ميزة هامة، فالعائد الذي يحققه البنك على استثماراته عادة ما يقل عن العائد الذي يطلبه ملاكته، ومن ثم إذا اعتمد على أموال الملكية في تمويل استثماراته فسوف يقلل أبوابه من اليوم الأول، بل وربما لا يفتح أبوابه على الإطلاق، أما الاعتماد على الودائع كمصدر رئيسي لتمويل الاستثمارات فيحقق للبنك كافة صافي الفوائد (Spiced) التي تتمثل في الفرق بين الأرباح المتولدة عن استثمارات تلك الودائع وبين الفوائد المدفوعة عليها وبالطبع يذهب هذا الفرق إلى ملاك البنك، مما يجعل العائد الذي يحصلون عليه أكبر بكثير من العائد على الاستثمارات، هذا ويطلق أحيانا على صافي الفوائد بعائد الرفع المالي أو عائد المتاجرة بالملكية، أي العائد الناجم عن الاعتماد على أموال الغير في تمويل الاستثمارات¹.

ثانيا: السيولة: يتمثل الجانب الأكبر من موارد البنك المالية في ودائع تستحق عند الطلب، ومن ثم يمكن أن يكون البنك مستعدا للوفاء بها في أي لحظة، وتعد هذه السمة من أهم السمات التي يتميز بها البنك عن منشآت الأعمال الأخرى. ففي الوقت الذي تستطيع فيه هذه المنشآت، تأجيل سداد ما عليها من مستحقات ولو لبعض الوقت، فإن مجرد إشاعة عن عدم توفر سيولة كافية لدى البنك كفيلة بأن تزعزع ثقة المودعين، ويدفعهم فجأة لإعادة لسحب ودائعهم. مما قد يعرض البنك للإفلاس ويزودنا التاريخ بدروس مستفادة في هذا الصدد، فمثلا اضطر بنك إنترا اللبناني إلى التوقف عن دفع مستحقاته للمودعين وأقفل أبوابه في 14 تشرين الثاني لعام 1966 وذلك نتيجة لزيادة مفاجئة في السحوبات لم يتمكن البنك من مواجهتها بما لديه من موارد نقدية².

ثالثا: الأمان: يتسم رأس مال البنك التجاري بأنه صغير نسبيا، إذ لا تزيد نسبته إلى صافي الأصول عن 10% عادة، وهذا يعني صغر حافلة الأمان بالنسبة للمودعين الذين يعتمد البنك على أموالهم كمصدر للاستثمار فالبنك لا يستطيع أن يستوعب خسارة تزيد عن قيمة رأس المال، فإذا زادت الخسائر عن ذلك فقد تلتهم جزءا من أموال المودعين، والنتيجة هي الإفلاس.

وتفرض السمات المشار إليها ثلاثة أهداف تهدي بها إدارة البنك التجاري وتتمثل في:

- **الهدف الأول:** في تحقيق أقصى ربحية من خلال زيادة الإيرادات طالما أن الجانب الأكبر من التكاليف هو النوع الثالث، وأن أي انخفاض في الإيرادات كفيل بأن يصحبه انخفاض أكبر في الربح كما ذكرنا سابقا.
- **أما الهدف الثاني:** فيتتمثل في تجنب التعرض لنقص شديد في السيولة، لما لذلك من تأثير كبير على ثقة المودعين فيه.

¹ منير ابراهيم هندي، إدارة البنوك التجارية، الاسكندرية، جامعة طنجة، 2010، ص: 10.

² سامر جلدة، البنوك التجارية والتسويق المصرفي، دار أسامة للنشر والتوزيع، الأردن، 2011، ص: 20.

- وأخيرا يتمثل الهدف الثالث: في تحقيق أكبر قدر من الأمان للمودعين على أساس رأس مال صغير ولا يكفي لتحقيق الحماية المنشودة لهم.

ولهذا فمن المتوقع أن تؤثر الأهداف الثلاثة (الربحية، السيولة، الأمان) على تشكيل السياسات الرئيسية التي تحكم الأنشطة الأساسية وهي:

- جذب الودائع.
- تقديم القروض.
- الاستثمار في الأوراق المالية¹.

المطلب الثالث: موارد واستخدامات البنك التجاري²

يمكن التعرف على موارد واستخدامات البنوك التجارية من دراسة عناصر الأصول والخصوم في الميزانية، ومن المعروف أن ميزانيته كأى منشأة أخرى تصور مركزه المالي في تاريخ معين بصفته شخصية معنوية مستقلة عن أصحاب رأس ماله والمتعاملين معه.

فالخصوم تمثل القيم التي يلتزم بها البنك، أما الأصول فتمثل موجودات البنك أو حقوقه التي تعادل قيمتها الدفترية التزامه في ذات التاريخ المعين والشكل التالي يبين ميزانية البنك التجاري التي تكشف عن موارده واستخداماته.

الجدول رقم (1-1): موارد واستخدامات البنك التجاري

الأصول (الموجودات) (الاستخدامات)	الخصوم (المطلوبات) (الموارد)
1. النقدية السائلة	1. رأس المال المدفوع والاحتياطات
2. حافظة الأوراق المالية	2. الودائع
أ- أدونات الخزنة	أ- وداائع تحت الطلب
ب- الأوراق التجارية المحسومة	ب- وداائع ثابتة لأجل
ت- الأسهم والسندات	ت- وداائع ثابتة بإخطار
3. السلف والقروض	3. قروض من البنوك الاخرى
4. الأصول الثابتة	4. قروض من البنك المركزي

المصدر: متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص: 60

¹ سامر جلد، مرجع سبق ذكره، ص: 21.
² متولي عبد القادر، مرجع سبق ذكره، ص: 60.

الفرع الأول: خصوم أو موارد البنك التجاري

إن خصوم أو موارد البنك يحصل عليها من ثلاث مصادر، رأس المال المدفوع، الاحتياطيات ثم الودائع على اختلاف أنواعها ولا شك أن عند بداية نشاط البنك سيكون على رأس ماله إلى أن يمر بعض الوقت ويكتسب ثقة الجمهور، ويمكنه أن يحصل على موارد من أصحاب الودائع والتي تتمثل من موارده، لذلك فإنه عادة ما تقسم موارد البنك على موارد ذاتية وأخرى غير ذاتية.

أولاً: الموارد الذاتية: تتمثل في رأس المال والاحتياطيات.¹

(1) **رأس المال المدفوع:** هو عبارة عن مجموع المبالغ التي دفعها مساهمو البنك بالفعل مساهمة منهم في رأس ماله، ويمثل النواة الأولى لموارد البنك الذي يبدأ به نشاطه بتكوين ما يلزمه من أموال ثابتة ومستلزمات هذا النشاط، وما يتطلب من الإنفاق على تسيير أعماله، ومن المعروف أن رأس المال لا يعد ذا أهمية لموارد البنك التجاري وإنما تتمثل أهميته في كونه مصدراً لثقة المودعين، وتدعيم مركز البنك في علاقاته مع مراسليه في الخارج، وعادة تضع قوانين البنوك حد أدنى لرأس المال المدفوع.

(2) **الاحتياطيات:** هي تلك المبالغ التي تقطع من الأرباح ولا توزع على المساهمين وتوضع جانبا في شكل احتياطي، وذلك بغرض استخدامها في أنشطة معينة للبنك.

ثانياً: الموارد الخارجية (الغير ذاتية)²: وتمثل التزامات البنك للغير وهي ودائع العملاء على مختلف أشكالهم القانونية وبنظرة سريعة لميزانية البنك جانب المطلوبات وتؤكد أهمية الودائع بالنسبة لكل موارد البنك.

(1) **ودائع العملاء بأنواعها:** تتكون من إيداعات الأفراد والهيئات والشركات والمؤسسات، وتظهر عادة في بند الودائع، وهذه تمثل أكبر وأهم المصادر من مصادر تمويل البنك التجاري وقد سبق شرحها بشكل كاف.

(2) **إيداعات البنوك الأخرى:** تظهر تحت بند المستحق للبنوك، واقتراض من البنوك وهو يمثل أحد المصادر الهامة التي تعتمد عليها البنوك في تسيير عملياتها وتشمل على حسابات جارية في الداخل والخارج، وتتسأ الحسابات الجارية عادة لمقابلة المدفوعات المتبادلة بين عملاء البنوك في إطار العلاقات العادية. في حين تمثل الآجلة منها (ودائع) قروض حصل عليها البنك من بعض البنوك.

(3) **شهادات الإيداع:** وقد سبق بيانها بشيء من التفصيل نفس شرحنا لوظائف البنك التجاري التقليدية.

(4) **القروض:** تلجأ بعض البنوك التجارية للاقتراض لأسباب متعددة فعندما تمر البنوك بأزمة السيولة بأي سبب من الأسباب فيكون الملجأ الأخير لها هو الاقتراض من البنك المركزي، أما إذا كانت ترغب بزيادة

¹ شعباني إيمان، إدارة محفظة الأوراق المالية في البنوك التجارية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة ماستر، معهد علوم التسيير، المركز الجامعي ميله، 2012-2013، ص: 9.

² محمد حسن الوادي، مرجع سبق ذكره، ص: 16.

قدرتها على الاستثمار و التوسع عند وجود فرص استثمارية جيدة فإنها تقوم عادة بإصدار سندات دين تكون الفائدة عليها أقل من العوائد التي ستجنيها جراء استثمارها للأموال المجمعة.

الفرع الثاني: أصول أو استخدامات البنك التجاري

يقصد بها جميع الموجودات التي في حيازة البنك و جميع الحقوق، و لما كانت الخصوم هي الموارد بالنسبة للبنك فإن الأصول تعتبر من الأوجه المختلفة لاستخدامات هذه الموارد أو بمعنى آخر تمثل استثماراته و كيفية توظيف أموال البنك التجاري و من بين أهم عناصر أصول البنك التجاري ما يلي:

أولاً: الأصول المتداولة: هي تلك الأصول التي يتوقع تحويلها إلى نقدية خلال السنة المالية الواحدة أو دورة تشغيلية واحدة و تشمل الأصول المتداولة مجموعة من العناصر هي:

- (1) **نقد في الصندوق و أرصده لدى البنك:** تعد أكثر الأصول المتداولة سيولة و تتمثل في:
 - أ- **النقود الجاهزة في خزائن البنك التجاري:** إن أول بند في أصول ميزانية البنك التجاري يكون من النقود الجاهزة في خزائن البنك و هي تتكون من الأوراق و العملة التي يحتفظ بها البنك لمواجهة طلب النقود الجاهزة أي صرف الشيكات المقدمة و تسمى هذه النقود بالاحتياطي النقدي.
 - ب- **أرصدة لدى البنوك التجارية:** و يتكون الاحتياطي النقدي أيضا من مقدار النقود الحاضرة التي يحتفظ بها لدى البنوك الأخرى.
 - ت- **أرصدة لدى البنك المركزي:** غالبا ما يكون رصيد البنك من الاحتياطات و يكون على شكل حساب جاري باسم البنك لدى البنك المركزي و لاشك أن هذا النوع من الأصول يتصف بأعلى درجة من السيولة لكن البنك التجاري لا يحصل على أي عائد من احتفاظه بهذه الأصول يحصل على أي عائد من احتفاظه بهذه الأصول.¹

(2) **محفظة الأوراق المالية:** تشتمل على ما يملكه البنك من سندات مالية وهي:

- استثمارات البنك في أدوات الخزينة.
 - السندات المالية التي تصدرها الحكومة.
 - استثمارات في الأسهم وسندات شركات أخرى غير حكومية سواء محلية أو أجنبية.
- (3) **الأوراق التجارية:** هي عبارة عن صكوك تتضمن التزامات بدفع مبلغ من النقود يستحق الوفاء به بعد وقت قصير و يقبلها التجاري كأداة لتسوية ديونه.

(4) **حسابات جارية مدينة:** هو أكبر بند في جانب الأصول (الموجودات) نظرا لأهميته، تعتبر أحد الأشكال الرئيسية لتوظيفات البنك التجاري وهي حسابات جارية تعود للبنك التجاري، تودع لدى البنوك

¹ محمود حسن الوادي، مرجع سبق ذكره، ص ص: 161 - 163.

التجارية أسهم وسندات شركات أخرى غير حكومية سواء محلية أو الأجنبية الأخرى أو لدى البنك المركزي.

(5) **سلف وقروض مستغلة:** إن القروض و السلف التي يمنحها البنك التجاري لعملائه هي أكثر أنواع الأصول ربحية، ربحية البنك التجاري تتوقف على مقدار القروض و السلف التي يمنحها البنك لعملائه و لكن من وجهة نظر الأمان و السيولة فإن القروض و السلفيات تعتبر أصول غير مضمونة.

(6) **الأصول (الموجودات) ثابتة بعد الاستهلاك:** تصنف على أنها طويلة الأجل إذا لم يكن في نية البنك تحويلها نقداً، أو امتلاكها بالكامل خلال سنة مالية واحدة و يقصد بها ما يمتلكه البنك من أملاك خاصة مثل المعدات المباني و ذلك بعد طرح قيمة الامتلاك من قيمة الأصل و هذه الأصول جميعا تشتري بقصد استخدامها على مدى عمرها الإنتاجي، فالنشاط الرئيسي للبنك يهدف إلى تحقيق الربحية.

(7) **موجودات أخرى:** هي تلك الموجودات الأخرى لم يتم ذكرها سابقا، ومما لاشك فيه الأهمية النسبية لكل بند من بنود الميزانية تختلف من مجتمع لآخر حسب طبيعة النشاط الاقتصادي السائد في المجتمع من ناحية، و حسب تقدم أو تخلف العادات البنكية من ناحية أخرى، ففي المجتمع الذي تشيع فيه الشركات المساهمة نجد أن محفظة الأوراق المالية للبنوك التجارية تكون بنسبة كبيرة من أصولها بعكس المجتمعات التي تشيع فيها الأشكال الفردية للمشروعات.

المبحث الثاني: ماهية محفظة الأوراق المالية

تلعب المحفظة دورا هاما في عالم الاستثمار، فهي تشغل حيزا كبيرا في حقل المعرفة المالية وتاريخيا، يعود مفهوم المحفظة إلى بداية عقد الخمسينيات تحديدا عام 1952 عندما قدم ماركوفتزر مساهمته الريادية في نظرية المحفظة، وسنتطرق في هذا المبحث إلى ماهية محفظة الأوراق المالية وكيفية تشكيلها.

التالية:

المطلب الأول: مفهوم محفظة الأوراق المالية

إن محفظة الأوراق المالية أداة مركبة تعتبر من أهم أدوات الاستثمار ويمكن توضيحها في إعطاء المفاهيم التالية:

” هي مصطلح يطلق على مجموع ما يمتلكه الفرد من الأسهم والسندات، والهدف من امتلاكها هو تنمية القيمة السوقية لها، وتحقيق التوظيف الأمثل لما تمتلكه هذه الأصول من الأموال¹ .

¹ أنظر الموقع التالي: <http://www.djelfa.info/vb/showthread.php?:279782>

” هي مجموعة من الأصول المتجمعة في وعاء الاستثمار، وتلجأ إليها من وجهة نظر الاستثمار، لأنه إذا حققت بعض الأصول أداءً متواضعا فيمكن أن تحقق الأصول الأخرى أداءً أو أداءً مبهراً وفي المتوسط تحقيق المحفظة ككل أداءً مناسباً¹ .

”المحفظة المالية عبارة عن اختيار مجموعة من الأوراق المالية تشكل مزيج من هذه الأوراق (أسهم، سندات) وتختلف من حيث قيمة كل منها، من حيث المعدل المتولد عنها ومن حيث مدة استحقاقها² .

تعرف أيضا على أنها: ” مجموعة من الأصول المالية أو الاستثمارات³ .

” محفظة الأوراق المالية هي محفظة تحتوي على كافة الأوراق المالية، التي يتم الاستثمار من خلالها، وهي تمثل أصلا من الأصول المتداولة حيث يمكن بيعها في أي وقت لتحقيق أرباح الاستثمار⁴ .

” إن محفظة الأوراق المالية تشمل مجموعة من القيم المنقولة (الأسهم، السندات)، مهما كان مصدرها ونوعها يكونها المالك بناءً على اعتبارات شخصية أو استثمارية، كما هو الحال بالنسبة للبنك تجنباً لتترك أمواله مجمدة⁵ .”

” المحفظة المالية هي مجموعة القيم المنقولة الممسوكة من طرف شخص مادي أو معنوي⁶ .”

ومنه نستنتج أن ” محفظة الأوراق المالية هي عبارة عن خليط من الأسهم والسندات، يهدف مالكيها إلى تحقيق أكبر قيمة سوقية، وعليه تحقيق أكبر ربح ممكن⁷ .”

المطلب الثاني: أنواع ومكونات المحافظ (محفظة الأوراق المالية)

الفرع الأول: أنواع المحافظ

للمحافظ المالية عدة أنواع يمكن توضيحها فيما يلي:⁷

¹ أنظر الموقع التالي: <http://www.djelfa.info/vb/showthread.php?:279782>

² محسن أحمد الخنيري، كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة، إيزاك للنشر والتوزيع، عمان، 1996، ص: 65.

³ محمد صالح الحناوي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية، 1996، ص: 284.

⁴ محمد محمود عبد ربه، طريقك إلى البورصة، مخاطر الاعتماد على البيانات الحسابية عند تقييمك للاستثمار في سوق الأوراق المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2000، ص: 54.

⁵ بوعتروس عبد الحق، الوجيز في البنوك التجارية، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة قسنطينة، الجزائر، 2000، ص: 177.

⁶ عبد الغفار حنفي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الاسكندرية، 1995، ص: 204.

⁷ بوزيد سارة، إدارة محفظة الأوراق المالية على مستوى البنك التجاري، مذكرة مقدمة لنيل شهادة ماجيستر، معهد العلوم الاقتصادية التجارية وعلوم التسيير، جامعة منتوري - قسنطينة -، 2005، ص: 25.

أولاً: المحافظ الآمنة جداً: تهدف هذه المحافظ عموماً إلى المحافظة على رأس المال، دون التخلي عن نسبة معينة من الفائدة، وبالتالي الاحتفاظ بالقدرة الشرائية لرأس المال، ويجب تنويع المحفظة من الأوراق المالية ذات دخل محدود وأخرى ذات دخل متغير، مثلاً: مؤسسات تأمين يهتمون بصفة أكبر بالأمن والنظام في معدلات العائد، بالعكس فيما يخص السيولة، إذا فإن محافظ هذه المؤسسات تكون خاصة من السندات طويلة الأجل.

ثانياً: المحافظ الهادفة إلى عائد منتظم: إذا كان معدل العائد المنتظم ونحو امتياز، فجزء مهم من السندات من الفئة الأولى أدونات الخزينة والأسهم ذات الدخل المنتظم ستكوّن هذه المحفظة.

ثالثاً: المحافظ الحذرة: على هذه المحافظ أن تؤمن في نفس الوقت زيادة قيمة رأس المال ومعدل عائد منتظم وبالتالي الاختيار يكون بين تحقيق دخل منتظم وزيادة هذا الدخل، كذلك يجب تحقيق موازنة بين المعدلات قصيرة الأجل وطويلة الأجل.

رابعاً: المحافظ الهادفة إلى النمو والتزايد: إذا رغب المستثمر في استثمار أمواله في مدى متوسط الأجل ليس بحاجة لتواجدها بسرعة، فإنه يستطيع وضع أمواله في توظيفات ذات توقعات مستقبلية كبيرة، فيما يخص الريح حيث أن هذه المحفظة تخص مؤسسات إنمائية هذه الأخيرة التي تتواجد في القطاعات الإنمائية وتتميز ببعض الميزات وهي:

- استثمارات كبيرة الحجم.
- معدل النمو فيما يخص البيع يكون أكبر منه في القطاعات الأخرى.
- معدل الأرباح مرتفع.
- هيكل مالي متوازن.
- قدرة كبيرة على التمويل الذاتي.

خامساً: المحافظ الكلاسيكية: يهدف هذا النوع من المحافظ في آن واحد إلى زيادة رأس المال وكذلك مواجهة السوق أي الحصول على أحسن النتائج فيه وهذا يدعو إلى تحصيل درجة خطورة أكبر، وبالتالي فإن هذه المحافظ تكون أكثر تحركاً في المحافظ المدروسة سابقاً.

سادساً: المحافظ الهجومية: هذه المحافظ تصوب إلى زيادة العائد، وذلك بزيادة نسبة درجة مخاطر كبيرة حيث أن هذه المحافظ تتحرك بكثرة بحثاً عن الفرصة المناسبة.

سابعاً: المحافظ المضاربة: هذا النوع من المحافظ يهدف إلى للحصول بسرعة على الأرباح، على أن يتحصل على نسبة معتبرة من المخاطر، إذن فهذه المحفظة تتكون خصوصاً من الأسهم ذات صفة المضاربة.

الفرع الثاني: مكونات محفظة الأوراق المالية

تقسم الأوراق المالية المتداولة في سوق رأس المال من زاوية الحقوق التي ترتب لحاملها، على أصول الشركة المصدرة إلى نوعين أساسيين هما:

- أدوات ملكية وتشمل التعهدات والخيارات والأسهم.
- أدوات دين وتشمل السندات.

أولاً: أدوات الملكية:

(1) التعهدات: التعهد هو صك تصدره المؤسسة المساهمة في السوق المالي، مرفقة بإصداراتها من الأوراق المالية ذات الدخل الثابت كالأسهم الممتازة والسندات، وذلك بهدف الترويج لهذه الأوراق عن طريق توفير مزايا إضافية تشجع على شرائها، ويعطي التعهد للمستثمر الحق في شراء عدد محدد من الأسهم العادية للمؤسسة المصدرة من تاريخ الإصدار، ويسقط حق المستثمر في استخدامها بعد انقضاء مهلتها المحددة.

(2) الخيارات: تشبه التعهدات في كثير من الأوجه، لكنها تختلف عنها في بعض النواحي، فالتعهدات تصدرها المؤسسة مصدرة الأوراق المالية، بينما الخيارات تصدر عن متعهدي إصدار هذه الأوراق المالية التي تقوم بدور الوساطة كبنوك الاستثمار، كذلك مدة الخيار بشكل عام أقصر من مدة التعهد إذ في حين لا تتجاوز مدة الخيار العام الواحد بينما تمتد فترة التعهد إلى 3 أو 5 سنوات ومن جانب آخر يوجد حد أعلى للتعهدات التي يحق للمؤسسة إصدارها، بينما لا يوجد مثل هذه القيود على عدد إصدار هذه الخيارات.

أ- أنواع الخيارات: تنقسم الخيارات التي يتم التعامل بها في الأسواق المالية إلى نوعين:

- ✓ يعطي لحامله الحق في شراء السهم العادي للمؤسسة المصدرة بسعر محدد خلال مدة محددة تماماً كالتعهد ويطلق على هذا النوع من الخيارات call option ويحقق للمستثمر مزايا متى كانت الأسعار السوقية لأسهمها العادية صاعدة بتحقيق مكاسب رأس مالية.
- ✓ يعطي لحامله الحق في أن يبيع للشركة كمية محددة من أسهمها العادية بسعر محدد خلال مهلة محددة، ويطلق على هذا النوع من الخيارات put option ويحقق مزايا للمستثمر متى كانت الأسعار السوقية للأسهم العادية للشركة المصدرة هابطة وذلك بقصد تخفيض الخسائر الرأسمالية المحققة.

(3) الأسهم: يعرف السهم بأنه " صك قابل للتداول يصدر عن شركة مساهمة يعطى للمساهم ليمثل حصته في رأس مال الشركة".¹

يطلق مصطلح السهم ويراد به معنيين:

يتمثل المعنى الأول حق الشريك في الشركة وقد عرف السهم وفقاً لهذا المعنى: " حصة الشريك في الشركة ممثلة بصك قابل للتداول".²

أما المعنى الثاني: الصك المثبت لهذا الحق وقد عرف السهم وفقاً لهذا المعنى بأنه: " صك يمثل حصة في رأس مال شركة مساهمة، أو إحدى شركات الأموال".³

ويعرف السهم أيضاً بأنه: " حصة في رأس مال الشركة المساهمة".⁴

ومنه تعتبر الأسهم أداة التمويل الأساسية لتكوين رأس مال في شركات المساهمة، إذ تطرح للاكتتاب العام ضمن مهلة محددة يعلن عنها مع الإصدار.

للسهم عدة قيم وهي: قيمة اسمية، قيمة الإصدار، قيمة حقيقية، قيمة سوقية، قيمة التصفية.

- **القيمة الاسمية:** وهي القيمة التي تحدّد للسهم عند تأسيس الشركة، وتدوّن في شهادات السهم الصادر لمالكه ومن مجموع القيم الاسمية لجميع الأسهم.

- **قيمة الإصدار:** وهي القيمة التي يصدر بها السهم سواء عند تأسيس الشركة، أو عند زيادة رأس المال وتكون مساوية للقيمة الاسمية في الغالب، وقد تكون أكثر منها ولا تجيز معظم الأنظمة أن تكون أقل.

- **القيمة الحقيقية:** وهي نصيب السهم من ممتلكات الشركة، بعد إعادة تقويمها وفقاً للأسعار الجارية وذلك بعد خصم ديونها.

- **القيمة السوقية:** وهي القيمة التي يباع بها السهم في السوق، وهي تتغير بحسب حالة العرض والطلب، التي تتأثر بعوامل متعددة ترتبط بوضع الشركة الخاص أو بالوضع الاقتصادي العام، لذا قد تكون القيمة السوقية مساوية للقيمة الاسمية أو أقل منها أو أكثر.

- **قيمة التصفية:** وهي نصيب السهم من قيمة موجودات الشركة عند تصفيتها، بعد سداد حقوق الدائنين وحقوق حملة الأسهم الممتازة.⁵

أ- **خصائص السهم:** يتمتع السهم بمجموعة من الخصائص التي تميزه عن غيره من الأوراق المالية الأخرى، ومن أهم هذه الخصائص ما يلي:

¹ محمد مطر، إدارة الاستثمارات الاطار النظري والتطبيقي، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 1999، الطبعة الثانية، ص: 179 - 181.

² مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، دار كنوز، شبيليا للنشر والتوزيع، السعودية، 2005، ص: 113. المرجع نفسه، ص: 113.

⁴ ضياء مجيد الموسوي، البورصات، منشورات الجزائر، 1998، ص: 32.

⁵ مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، مرجع سبق ذكره، ص: 115 - 116.

✓ **القابلية للتداول:** توفر هذه الخاصية للسهم مرونة كبيرة في سوق الأوراق المالية، تجعل بالإمكان التنازل عنه بالطرق التجارية، دون الحاجة لإتباع طرق الحوالة المدنية والتي تتطلب ضرورة قبول الشركة المصدرة للحوالة أو إبلاغها بها.

✓ **الأسهم متساوية القيمة:** يقصد بذلك أن إصدار الشركة المساهمة من الأسهم العادية تكون أسهما متساوية القيمة، ولا يجوز إصدار أسهم عادية عن نفس المؤسسة بقيم مختلفة.

✓ **المسؤولية المحدودة للمساهم:** تنص قوانين الشركات أن مسؤولية المساهم محددة في الشركة.

ب- **أنواع الأسهم:** يمكن تقسيم الأسهم لأنواع مختلفة، لكن ما يهمنا هو تقسيم الأسهم على أساسين هما:

ب-1- **تقسيم الأسهم على أساس شكل الإصدار:** وتقسّم إلى ثلاثة أنواع:

✓ **سهم لحامله:** يكون السهم لحامله عندما يصدر بشهادة لا تحمل اسم صاحبه، ومن أهم مزايا هذا الشكل أنه يتيح مرونة كبيرة لتداول السهم في سوق الأوراق المالية إذ تكتسب ملكية السهم من هذا النوع بمجرد استلامه، ومن أهم عيوبه الأخطار الكبيرة التي تتعرض لها حقوق صاحب السهم سواء بالسرقة أو الضياع.

✓ **السهم الاسمي:** يصدر هذا النوع باسم صاحبه مثبتا في الشهادة ويسجل باسمه في سجلات المؤسسة.

✓ **السهم الأذني أو الأمر:** يذكر اسم صاحبه في الشهادة مقترنا بشرط الأمر، وعليه يتم انتقال الملكية عن طريق التظهير بدون الحاجة للرجوع للمؤسسة.

ب-2- **تقسيم السهم على أساس الحقوق المترتبة عليها بالنسبة لحاملها:** تقسم إلى نوعين:

✓ **الأسهم العادية:** السهم العادي هو ورقة مالية طويلة الأجل، وهو عبارة عن مستند ملكية يخول لحاملها الحق في امتلاك جزء من ممتلكات المؤسسة التي أصدرته، وتكون الأسهم نقدية إذا مثلت حصصها نقدية في رأس المال للمؤسسة، كما قد تكون عينية إذا مثلت حصصا عينية في رأس المال.¹

✓ **الأسهم الممتازة:** الأسهم الممتازة هي أداة مالية توجد وسط الأسهم العادية والسندات، فهي تشبه السندات في حصولها على عائد محدد، كما أنها تشبه الأسهم العادية من حيث عدم المطالبة القانونية بالأرباح، وعليه فالسهم الممتاز هو " مستند ملكية لكن ليس تلك الملكية المعروفة في الأسهم العادية لأن حامله لا يحق له التصويت في الجمعية العامة للمؤسسة

¹ عبد الغفار حمدي وسمية قرياقص، أسواق المال، دار الجامعة للنشر والتوزيع، عمان، 2000، ص: 252.

كما هو الحال بالنسبة لحامل السهم العادي ومن جهة أخرى فإن السهم العادي ومن جهة أخرى فإن السهم الممتاز ليس له تاريخ استحقاق، ولكن من الممكن أن ينص العقد على استدعاءه في وقت لاحق".¹

- أنواع الأسهم الممتازة: تقسم الأسهم الممتازة من حيث توزيعات الأرباح إلى الأنواع التالية:²

✓ الأسهم الممتازة مجمعة الأرباح: وهي فئة من الأسهم الممتازة، تضمن لحاملها الحق في الحصول على نصيبه من الأرباح عن سنوات سابقة حققت فيها المؤسسة أرباحاً، لكن لم تعلن عن توزيعها لسبب من الأسباب.

✓ الأسهم الممتازة المشاركة في الأرباح: يقصد بها تلك الفئة من الأسهم التي توفر لحاملها ميزة إضافية لحق الأولوية في توزيع الأرباح، وذلك بإعطائه الحق في مشاركة المساهمين العاديين في الربح الموزعة إما بالكامل أو جزئياً، وذلك بعد حصولهم على حقوقهم من الأرباح من عملية التوزيع الأولي.

✓ الأسهم الممتازة القابلة للتحويل: تعتبر قابلية تحويل السهم الممتاز إلى أسهم عادية ميزة كبيرة تعطي لحامل هذا النوع من الأسهم، إذ تتيح له أفضلية الحصول على نصيبه من الأرباح قبل المساهم العادي وفي الوقت نفسه توفر لحاملها أيضاً وخلال فترة زمنية محددة الفرصة لتمويل هذه الأسهم إلى أسهم عادية، إذا ما ارتفع السعر السوقي للسهم العادي، مما يحقق له مكاسب رأسمالية.

✓ الأسهم الممتازة القابلة للاستدعاء: يتم تصنيف الأسهم الممتازة وفقاً لقابليتها للاستدعاء أو السداد من قبل المؤسسة المصدرة، إذا كانت قابلة للاستدعاء أو غير قابلة للاستدعاء وقابلية السهم الممتاز للاستدعاء تعطي المؤسسة الحق في إلزام المساهم الذي يحمل هذا النوع من الأسهم بردها إلى المؤسسة بسعر محدد على مدار فترة زمنية محددة من تاريخ الإصدار، مما يوفر ميزة للشركة المصدرة نفسها بأن يكون لها الحق في استهلاك هذه الأسهم، إذا ما شعرت بأن لديها فائضاً من الأموال، إذ يمكنها تصنيف قاعدة المساهمين الممتازين لحساب المساهمين العاديين، وبالتالي تخفيض الرفع المالي للشركة على أساس أن الأسهم الممتازة تحمل الشركة أعباء ثابتة تزيد من مخاطر الرفع المالي.

وغالباً ما يصدر شرط القابلية للاستدعاء مقترناً بشرط قابلية التحويل إلى أسهم عادية، وذلك على اعتبار أن شرط القابلية للتحويل من مصالح المساهم، في حين يعتبر شرط القابلية للاستدعاء في صالح الشركة.

¹ منير الهندي، أدوات الاستثمار في الأوراق المالية وأسواق الاستثمار، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 1999، ص: 13.

² محمد مطر، مرجع سبق ذكره، ص: 183 - 184.

ثانيا: أدوات الدين: وتتمثل أدوات الدين في السندات وهي:¹

1) السندات: تعرف بأنها ورقة مالية ذات قيمة اسمية واحدة قابلة للتداول، تصدرها الشركة المساهمة العامة وتطرحها للحصول على قرض، تتعهد الشركة بموجبها بسداد القرض وفوائده وفقا إلى شروط الإصدار.

وبهذا المعنى يعتبر السند أداة تمويل طويلة الأجل تصدر في سوق رأس المال، حيث أن السندات تصدر بواحد من الأسلوبين التاليين:

- أن يتولى بنك الاستثمار أو مجموعة منها عملية إدارة الإصدار مع ضمان شراء السندات التي لم يتم الاكتتاب بها، ويسمى هذا النوع من الإصدارات (إصدارا عاما).
- أن يقتصر دور بنك الاستثمار على الوساطة فقط، دون التعهد بشراء السندات الفائضة عن الاكتتاب ويتم الإصدار هنا بموجب اتفاقية بين الشركة المصدرة ومجموعة من المؤسسات المالية التي تتولى شراء السندات، وذلك بناءً على شروط خاصة يتم الاتفاق عليها من خلال (إصدارا خاصا).

أ- الخصائص الرئيسية للسند: تتمثل فيما يلي:

- **السند أداة دين:** يرتب السند لحامله على الشركة المصدرة حق دائنيه، في حين يرتب السهم لحامله حق ملكية لذا يكون لحامل السند الأولوية عن حامل السهم في استئفاء حقوقه سواء من أرباح الشركة، أو من أصولها في حالة الإفلاس أو التصفية.
- **السندات أداة استثمار ثابتة الدخل:** يعتبر السند من أدوات الاستثمار الثابتة الدخل لأن حامله يتقاضى فائدة سنوية ثابتة، بينما يتغير الدخل السنوي لحامل السهم العادي تبعا لتغير الأرباح السنوية التي تحققها الشركة المصدرة، وتبعا لتغير نسبة توزيع الأرباح، ويشبه السند في ثبات دخله السنوي السهم الممتاز.
- **محدودية الأجل:** يصدر السند بأجل محدد يستحق بحلوله، وينص على هذا الأجل صراحة في عقد الإصدار، هذا عكس السهم الذي لا يحدد بأجل بل يبقى قائما ما دامت الشركة المصدرة قائمة، ويعتبر أجل السند عنصرا هاما في تحديد معدل فائدة السند (الكوبون) وكذلك سعره السوقى.
- **القابلية للتداول:** يشبه السند السهم في هذه الخاصية وتسري بخصوص تداول السند نفس الأحكام المطبقة بشأن تداول السهم، وخاصية التداول تساهم في توفير سيولة إضافية للسندات طويلة الأجل في السوق الثانوي.

ب- أنواع السندات: يمكن تقسيم السندات إلى أنواع مختلفة وعلى أسس مختلفة منها:

ب-1- تقسيم السندات على أساس جهة الإصدار: تقسم السندات على هذا الأساس إلى:

¹ محمد مطر، مرجع سبق ذكره، ص ص: 179 - 205.

✓ **سندات حكومية:** تصدر السندات الحكومية عن الدولة ومؤسساتها، ومن الأمثلة عليها سندات الخزينة وسندات البلدية.

✓ **سندات أهلية:** تصدر عن المؤسسات المالية أو الشركات المساهمة العامة في القطاع الخاص، ومن الأمثلة عليها ما يعرف بالسندات العادية والسندات المضمونة بعقار.

ب-2- **تقسيم السندات على أساس شكل الإصدار:** تقسم السندات من زاوية الشكل إلى:

✓ **سندات لحامله:** يكون السند لحامله عندما يصدر خال من اسم المستثمر كما لا يوجد في هذه الحالة سجل للملكية لدى جهة الإصدار، وتنتقل ملكية السند بمجرد الاستلام ويكون لحامله الحق في الحصول على فائدة السند عند استحقاقها.

✓ **سندات اسمية أو مسجلة:** ويكون السند اسمي أو مسجلا متى حمل اسم مالكه كما يوجد سجل خاص بملكية السندات لدى الجهة المصدرة، ويمكن أن تكون مسجلة بالكامل ويمكن التسجيل هنا كل من الدين والفائدة، أو أن تكون مسجلا تسجيلًا جزئيًا ويقتصر التسجيل هنا على تسجيل أصل الدين فقط.

ب-3- **تقسيم السندات على أساس الأجل:** تقسم السندات حسب طول أجلها إلى:

✓ **سندات قصيرة الأجل:** وهي السندات التي لا يتجاوز أجلها عاما واحدا، ويعتبر هذا النوع أداة تمويل قصيرة الأجل فهي تتداول في سوق النقد، ومن بينها سندات الخزينة. وتتمتع السندات القصيرة الأجل بدرجة عالية من السيولة بسبب انخفاض درجة المخاطرة المرافقة لها، لذا فهي تصدر بمعدلات فائدة منخفضة.

✓ **السندات طويلة الأجل:** وهي السندات التي يزيد أجلها عن 7 سنوات، وتعتبر أداة تمويل طويلة الأجل لذا تتداول في سوق رأس المال وتصدر بمعدلات فائدة أعلى، ومن أمثلة ذلك السندات العقارية.

ب-4- **تقسيم السندات على أساس الضمان:** تصدر إما مضمونة أو غير مضمونة حيث أن:

✓ **السندات المضمونة:** مثل السندات العقارية تعطي لحاملها الحق في وضع يده على الأصل محل الضمان، وذلك في حالة توقف المدين عن الوفاء بأصل السند أو بفائدته.

✓ **السندات الغير مضمونة:** يعتمد الدائن فقط على تعهد المصدر بالدفع ويكون مضمونا فقط بالديون العامة للمدين ويطلق على السندات الغير مضمونة - السندات العادية -

والضمانة الوحيدة التي تتوفر لحامل هذا النوع من السندات، هي حق الأولوية الذي يكون له عند الدائنين الآخرين للمؤسسة المصدرة.

ب-5- تقسيم السندات حسب القابلية للاستدعاء أو الإطفاء: يوجد نوعان هما:

✓ **سندات غير قابلة للاستدعاء:** وهي السندات التي يكون لحاملها الحق في الاحتفاظ بها لحين انتهاء أجلها ولا يجوز للجهة المصدرة استدعائها للإطفاء لأي سبب من الأسباب و الأصل ان تكون السندات غير قابلة للاستدعاء إلا إذا نص على قابلية استدعائها بصراحة في عقد الإصدار.

✓ **سندات قابلة للاستدعاء:** وهي السندات المشمولة بشرط الاستدعاء وتصدر عادة بعلاوة الاستدعاء قصد تشجيع المستثمر على شرائها، وتختلف السندات القابلة للاستدعاء من حيث المهلة المسموح بها بالاستدعاء فهناك سندات قابليتها للاستدعاء مطلقة أي أن الجهة المصدرة لها الحرية المطلقة في استدعاء السند في أي لحظة تريده بعد إصداره، وهذا النوع نادر جدًا بينما الشائع هي السندات ذات الاستدعاء المؤجل والتي يمنح حاملها مهلة حماية من الاستدعاء تتراوح بين 5-10 سنوات من تاريخ الإصدار، وبذلك لا يحق للشركة استدعاء السند قبل مضي المهلة، ولكن بمجرد انتهاء المهلة تصبح لها الحرية المطلقة في الاستدعاء.

ب-6- تقسيم السندات حسب قابليتها للتحويل: تقسم السندات بشكل عام إلى نوعين:

✓ **السندات الغير قابلة للتحويل:** مثلما هو الحال بالنسبة لشرط الاستدعاء فالأصل أن تكون السندات الغير قابلة للتحويل، وتصدر في العادة بمعدل فائدة أعلى من معدل فائدة السندات القابلة للتحويل.

✓ **السندات القابلة للتحويل:** توفر السندات القابلة للتحويل للمستثمر التمتع في آن واحد بالمزايا السعرية للسهم العادي، وأما السند مما يعني أنها ذات فائدة مزدوجة للمستثمر.

✓ **السندات الدولية:** يقصد السندات التي تصدر في بلد بعملة أجنبية تختلف عن العملة البلد الأصل، ولصالح مقترض أجنبي ولكن بنفس عملة البلد الذي تصدر فيه.

المطلب الثالث: مزايا وعيوب الأوراق المالية

للأسهم والسندات مزايا وعيوب نذكر منها ما يلي:

الفرع الأول: مزايا وعيوب السهم

للسهم مزايا وعيوب عديدة تتمثل في:¹

أولاً: مزايا السهم: يتمتع حامل السهم بمجموعة من المزايا أو الحقوق نذكر منها:

- الحق في الحصول ونقل ملكيته لأسهم شخص آخر بالبيع أو التنازل.
- الحق في الحصول على نصيبه من التوزيعات التي تقرر الشركة توزيعها.
- التأثير في قرارات الشركة من خلال حق التصويت في الجمعيات العامة بنسبة ما يمتلكه من أسهم.
- حق الأولوية في الاكتتاب أي حامل السهم له حق الاكتتاب في الأسهم التي تصدرها الشركة لرفع رأسمالها وذلك في حدود ما يمتلكه من أسهم.
- أما بالنسبة للشركة المصدرة فمن بين المزايا التي تمنحها لها الأسهم هي:
- يعتبر السهم العادي مصدر دائم للتمويل، إصدار المزيد من الأسهم من شأنه أن يؤدي إلى انخفاض نسبة الأموال المقترضة في هيكل رأس المال، ومن ثم يزيد نسبة القروض للشركة الحصول عليها.

ثانياً: عيوب السهم: من بين المخاطر التي يتعرض لها حملة الأسهم هي:

- لا يجوز للمستثمر حامل السهم الرجوع إلى المؤسسة المصدرة للسهم لاسترداد قيمته.
- مخاطر الإفلاس المتمثلة في عجز المؤسسة عن سداد التزاماتها.
- مخاطر القوة الشرائية للنقود.
- إن توسع قاعدة المساهمين يؤدي إلى انخفاض عائد السهم.
- مخاطر تقلب أرباح المؤسسة.
- إن توزيعات الأرباح التي تجريها المؤسسة لا تحقق من العبء الضريبي.

الفرع الثاني: مزايا ومخاطر الاستثمار في السندات:²

أولاً: مزايا السندات: تظهر الميزة الأساسية للسندات في كونها من أدوات الدين الاستثمارية ذات الدخل الثابت وأهم المزايا التي تمنحها السندات لحاملها نجد:

- ميزة الثبات واستمرارية العائد، لأن كربون السند واجب الدفع مهما كانت نتيجة الشركة المصدرة له.

¹ حسن خريوش وآخرون، الاستثمار والتمويل بين النظرية والتطبيق، مؤسسات التجهيز المكتبية، عمان، 1996، ص: 165.
² محمد مطر، مرجع سبق ذكره، ص ص: 207 - 210.

- ميزة الأمان في استرداد المبلغ المستثمر، ذلك السند غالبا ما يصدر مضمون بإحدى أصول الشركة كما أن حامل السند له حق الأولوية عن حامل السهم في استفتاء دينه على الشركة في حالة التصفية أو الإفلاس.
- ميزة الإعفاء الضريبي.

ثانيا: مخاطر السندات: مقابل المزايا التي يقدمها السند، لكن هناك مخاطر كثيرة يتعرض لها المستثمرون وتمثل فيما يلي:

- **مخاطر السيولة:** تفتقر السندات لخاصية السيولة، خصوصا إذا كانت طويلة الأجل أو كانت من فئة متدنية الجودة، وبسبب هذه الخاصية يتعرض حامل السندات لما يعرف بمخاطر القوة الشرائية أو حدة النقد في الفترات التي يسودها التضخم الاقتصادي حيث تنخفض القيمة الحقيقية للسند عن القيمة الاسمية التي يصدر بها، وكلما طال أجل السند ترتفع هذه المخاطر والعكس ولتخفيض مخاطر السيولة إلى حد أدنى ينصح المستثمرون في السندات أخذ العوامل الآتية بعين الاعتبار:
 - ✓ حجم الإصدار.
 - ✓ حجم الصفقة.
 - ✓ فئة السند.

إذ كلما ارتفعت هذه العوامل كلما أدى ذلك إلى ارتفاع السيولة والعكس.

- **مخاطر تقلب أسعار الفائدة:** تتحرك أسعار الفائدة صعودا أو هبوطا باتجاه معاكس لتحرك أسعار الفائدة السائدة في أسواق المال، من هنا يتعرض حملة السندات إلى مخاطر هبوط أسعار سنداتهم عندما ترتفع أسعار الفائدة السوقية خصوصا في فترات التضخم.
- **مخاطر استدعاء السند:** تصدر بعض الشركات سندات مقرونة بشرط الاستدعاء، يعطي هذا للشركة المصدرة حق إطفاء سندات خلال فترة محددة بقيمة تدعى القيمة الاستدائية للسند، والتي غالبا ما تكون أعلى من قيمتها الاسمية بعلاوة تسمى علاوة الاستدعاء، ويكون شرط الاستدعاء ملازما في بعض الحالات للسندات القابلة للتحويل، لذا تستخدم الشركة المصدرة حقها في استدعاء سندات في الأحوال التي ترتفع فيها السعار السوقية لأسهمها العادية لدرجة تجعل القيمة التحويلية للسند أكبر من قيمته الاستدائية، ما يغري الشركة المصدرة على استدعاء سندات، وذلك لغلق الطريق أمام حملة السندات القابلة للتحويل من تحويلها إلى أسهم عادية ويحدث غالبا عند انخفاض أسعار الفائدة السوقية.
- **مخاطر الإطفاء السنوي للسندات:** يوفر عقد الإصدار في كثير من الحالات من الشركة المصدرة الحق في أن تطفأ سنويا نسبة محددة من الإصدار، كما ينص في العقد بالطريقة التي بموجبها تحدد السندات المطفأة، ويستغل المصدرون شرط الإطفاء في الفترات التي تشهد فيها ارتفاع السعر السوقي

للسند مقارنة بقيمته الاسمية، فيقومون بإطفاء السندات القابلة للإطفاء ملحقين بذلك أضراراً كبيرة بحملة هذه السندات عن طريق حرمانهم من تحقيق أرباح رأسمالية.

- **مخاطر الرفع المالي:** طالما أن حملة السندات يشكلون فئة من دائني الشركة المصدرة، لذا من مصلحتهم أن تبقى نسبة الرفع المالي للشركة المصدرة في حدود معقولة تحقق التوازن في هيكل رأس مالها بين مصادر التحويل الخارجي (الديون) مصادر التمويل الداخلي (حقوق المساهمين)، ومن هنا فإن تجاوز الرفع المالي لحدود التوازن أمر يحمل في طياته مخاطر على حقوق حملة السندات لظهور منافسين إضافيين لهم ينافسونهم الحق في موجودات الشركة المصدرة إذا ما تعرضت للتصفية أو الإفلاس، إضافة إلى تجاوز نسبة الرفع المالي عن الحدود المعقولة غالباً يصاحبه انخفاض ملموس في كل من أسعار أسهمها والسندات الصادرة عنها.
- **مخاطر الإفلاس:** إفلاس الشركة سيؤدي في معظم الأحيان إلى حدوث انخفاض حاد في الأسعار السوقية، لهذه الموجودات لتعكس آثاراً على حقوق المساهمين محملة السندات معاً.
- **الجدول رقم (1-2): مقارنة بين السهم والسند.**

السند	السهم
- السند أداة دين لحامله على الجهة المقترضة.	- السهم أداة ملكية لحامله في رأس مال الشركة.
- لا يحق لحامل السند التدخل في إدارة الشركة وتصريف شؤونها.	- حامل السهم له حق التدخل في شؤون الشركة من خلال الجمعية العامة.
- حامل السند له الحق في الحصول على قيمة الفائدة سواء حققت الشركة ربحاً أو خسارة.	- يرتبط حصول حامل السهم على الأرباح بالأوضاع المالية وربحية الشركة.
- لا يمكن تأجيل تسديد الفائدة ويترتب عن العجز على دفعها إفلاس الشركة.	- يمكن تأجيل توزيع الأرباح دون أن يترتب على ذلك تصفية الشركة.
- تحقق السندات ميزة ضريبية للشركة المصدرة وذلك بخصم فوائد السندات من الوعاء الضريبي للربح باعتبار هذه الفوائد من النفقات التي تتحملها الشركة.	- لا يجوز خصم أرباح السهم من النتيجة الخاضعة للضريبة باعتبار أن توزيع الربح عن المساهمين لا يعتبر عباً عن الشركة.
- إن الدخل الذي تحققه لحاملها لا ينمو بل هو مجدد بفوائد ثابتة مهما كانت أرباح الشركة.	- حامل السهم ينمو دخله بنمو الأرباح وحجمها المحقق.

المصدر: ناظم محمد نوري الشمري وظاهر فاضل البياتي، أساسيات الاستثمار العيني والمالي، دار وائل

للنشر والطباعة عمان، 1999، ص 261.

المبحث الثالث: أسس اختيار مكونات المحفظة المالية

في مقدمة أسس اختيار مكونات محفظة الأوراق المالية سنتطرق إلى مختلف الاستراتيجيات النشطة للاستثمار في المحفظة والعوامل المؤثرة في إدارتها، وهذا حسب الأهداف التي يسعى إلى تحقيقها وهذا ما سنتعرف عليه في هذا المبحث بالتفصيل.

المطلب الأول: الهدف من تشكيل محفظة الأوراق المالية

إن هدف أي مستثمر من بناء أو تشكيل محفظة الأوراق المالية هو تحقيق منافع إضافية إلا أن الأمر يتطلب عملية مفاضلة بين:

- الخطر والعائد المتوقع.
- القيمة المضافة المحتملة والدخل المنتظم.
- مختلف مستويات الخطر.

مع العلم أن هذه المفاضلة تحدث تبعاً لرغبة وهدف المستثمر، إلا أن الهدف الرئيسي لأي مستثمر هو الوصول إلى محفظة مثالية، أي تحقيق أكبر عائد عند مستوى خطر معين، أو تحقيق أقل مستوى ممكن عند مستوى ثابت، وبالتالي فإن الهدف الرئيسي للمستثمر وهو يشكل محفظته المالية هو الحصول على أحسن ثنائية (خطر/ عائد) ممكنة.¹

وتختلف أهداف الاستثمار باختلاف المستثمر والأفراد، فبعضهم لديهم استعداد لامتلاك أوراق مالية ذات درجة عالية من الخطورة وذلك للحصول على أكبر قدر من الأرباح، في حين يفضل البعض الآخر الاعتماد على أسلوب متحفظ في الاستثمار حتى وإن حصل على عائد أقل، ومن أهم الأهداف التي يطمح المستثمرين إلى الوصول إليها في مجال الاستثمار في الأوراق المالية ما يلي:²

أولاً: تعظيم الربح: أي تعظيم المخاطرة فإذا كان للربح الأولية في سلم المستثمر، فهذا يدل على أن المستثمر سيعمل على تكوين محفظة مالية ذات مستوى كبير من المخاطرة.

ثانياً: تحقيق أمام الاستقبالي: 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.

¹ Law rôle Gilman, Michael Jelinek: investissement et marchés financiers, perso éducation, 9eme édition, paris, 2005, p162.

² محسن  حمد الخضري، كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة،  ترك للنشر والتوزيع، مصر الجديدة، 1999، ص ص: 135 - 138.

ثالثاً: 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 التوزيع وزيادة خطوط إنتاجها أو رأسمالها أو أرباحها.

رابعاً: تحقيق مكانة في المجتمع الاقتصادي: من خلال حيازة مجموعات متنوعة من الأسهم والسندات بشكل كفاء وفعال مما يكسبه مكانة مرموقة في المجتمع.

خامساً: 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.

سادساً: 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، وتتحدد درجة أولوية كل منها لاحتياجات وطبيعة المستثمر صاحب المحفظة.

كما تعتبر المحفظة الاستثمارية أسلوباً فعالاً لتحليل مخاطر الاستثمار في الأوراق المالية إلا أنها تركز على مبدأ توزيع المخاطر وتخفيضها عن طريق ربط طرق الاستثمار في الأوراق المالية مع بعضها البعض عند إدارة وتكوين المحفظة.

تطوير البيانات المالية والمحاسبية بالشركات وتوفيرها للمستثمر بالأسلوب والكيفية التي تمكنه من اتخاذ القرار الاستثماري المناسب باعتبارها مدخلات.

إضافة إلى هذه الأهداف العامة هناك هدف خاص بالمستثمرين، وخاصة البنوك وشركات التأمين، باستمرارها الفائض النقدي في الأوراق المالية من أجل تحقيق أقصى عائد وضمان تلبية حاجة البنك والمؤسسة المالية للسيولة وتجنب التعرض لفطر الإفلاس وعدم التضحية بالعلاقة الوثيقة مع المودعين.

المطلب الثاني: استراتيجيات اختيار مكونات المحفظة

تقوم الاستراتيجيات النشطة لإدارة محفظة الأوراق المالية، على اعتقاد أن أسعار الأسهم في السوق لا تعكس قيمتها الحقيقية، خلال بعض الفترات الزمنية على الأقل، مثل هذه القناعة قد يكون مرجعها معرفة وخبرة ومهارات تحليلية يملكها المستثمر، أو قد يكون مرجعها معلومات لا تتاح للآخرين هذا يعني أن سبل التحليل الأساسي والفني ونماذج تقدير القيمة الحقيقية للورقة المالية تعد جميعها أدوات نافعة قد يستطيع المستثمر أن يحقق من ورائها أرباحاً غير عادية، وفي هذا الصدد توجد ثلاث مداخل للإستراتيجية النشطة لإدارة محفظة الأوراق المالية وهي:

أولاً: إستراتيجية اختيار الأوراق المالية: تقضي إستراتيجية اختيار الأوراق المالية القيام بالتحليل الأساسي والتحليل الفني، وبهدف الوقوف على القيمة الحقيقية للأوراق المالية ومقارنتها بقيمتها السوقية، ثم اتخاذ قرار تضمينها لمكونات المحفظة أو استبعادها منها.

ويقصد بالتحليل الأساسي توفير معلومات عن الحالة الاقتصادية العامة (التحليل الاقتصادي) وعن ظروف كل الصناعة (التحليل الصناعي)، وكذلك الوقوف على أفضل المنشآت التي تنتمي للصناعة (تحليل المنشأة) هذا يعني أنه في حاجة إلى معرفة مستقبل كل صناعة وكل منشأة.¹

وبالنسبة للمنشأة يجد المحلل نفسه في حاجة إلى معلومات عن ربحية السهم المستقبلية التي تمكنه من تقدير القيمة الحقيقية للسهم بناءً على مدخل مضاعف الربحية وكذا الوقوف على نسبة الأرباح الموزعة حتى يمكن تقدير نصيب السهم منها، بما يمكنه من استخدام نموذج تقييم التوزيعات، لتحديد القيمة الحقيقية للسهم، هذا فضلاً عن إمكانية تدعيم التحليل الأساسي بالتحليل الفني، والذي يقوم على دراسة الاتجاه التاريخي لحركة سعر السهم وحجم التعاملات عليه، اكتشاف نمط لحركة أسعار بعض الأسهم التي على ضوءها يمكن اتخاذ قرار إضافة أو استبعاد بعض الأسهم لمكونات المحفظة.

ثانياً: استراتيجيات إعادة توزيع مخصصات المحفظة: يقصد بإستراتيجية توزيع مخصصات بين القطاعات، تلك الإستراتيجية التي تقوم على إعادة توزيع نسبة الموارد المالية الموجهة للاستثمار في أسهم منشآت قطاع معين، لحساب أو على حساب أسهم المنشآت التي تنتمي للقطاعات الأخرى. ومن الشائع تقسيم أسهم القطاعات في أربع مجموعات. أسهم منشآت حساسة للتغيير في أسعار الفائدة، كأسهم البنوك والمؤسسات المالية الأخرى، وأسهم المنشآت المنتجة للسلع المعمرة كأسهم شركات إنتاج الثلجات... الخ. والتي يمكن أن نطلق عليها الأسهم الدورية، وأسهم السلع الرأسمالية وهي أسهم المنشآت المنتجة للسلع الرأسمالية كالعتاد والآلات ثم الأسهم الدفاعية كأسهم شركات الأدوية والأغذية.

ولعل السمة المميزة للأسهم ذات الحساسية لاتجاهات أسعار الفائدة، وتتنخفض بدرجة كبيرة مع ارتفاع مستوى أسعار الفائدة، هذا يعني أنه خلال الفترات التي يتوقع فيها ارتفاع أسعار الفائدة يصبح من المناسب البداية في تخفيض نسبة الاستثمار في تلك الأسهم، والعكس في حالة توقع ارتفاع مستوى أسعار الفائدة.

وبالنسبة لأسهم المنشآت المنتجة للسلع المعمرة، فإن أسعارها ترتفع في فترات الرواج وتنخفض في فترات الكساد، مما يعني العمل على الحد من نسبة الموارد المستثمرة فيها في حالة توقع تعرض الاقتصاد القومي إلى موجة كساد وزيادة النسبة المستثمرة في حالة توقع موجة من الرواج، ولا تختلف أسهم المنشآت المنتجة للسلع الرأسمالية كثيراً عن أسهم المنشآت المنتجة للسلع المعمرة، إلا من حيث كون أسهم المنشآت المنتجة للسلع الرأسمالية لا تتأثر كثيراً بموجات الكساد والرواج قصيرة الأجل، فموجات الكساد والرواج طويلة الأجل وحدها هي

¹ منير ابراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، الاسكندرية، 1999، ص: 98.

التي تترك تأثيرا ملحوظا على القيمة السوقية للسهم، أما الأسهم الدفاعية فهي تلك التي لا تتأثر بدورات الرواج والكساد لذا قد يفضل المستثمر الذي لا يرغب كثيرا في تحمل المخاطر، وأن يوجه إليها نسبة كبيرة من مخصصات المحفظة وذلك على عكس المستثمر الذي يبدي استعدادا كبيرا لتحمل المخاطر.

ثالثا: استراتيجيات توقيت السوق: يقصد بإستراتيجية السوق أو توقيت السوق تلك الإستراتيجية التي تقوم على إعادة توزيع مخصصات المحفظة بين الأسهم العادية والأصول المالية الأخرى. بعبارة أخرى تقتضي تلك الإستراتيجية بأنه يمكن للمستثمر أن يحقق أرباحا غير عادية لو أنه أدرك متى يدخل في سوق الأسهم، وإلى متى يستمر، ومتى يصبح من الأفضل له الخروج منه، موجها حصيلة بيع الأسهم إلى أصول مالية قصيرة الأجل كالودائع المصرفية وأذونات الخزينة، وعندما تتحسن الظروف يقوم بتسبيل تلك الاستثمارات لإعادة استخدامها في شراء الأسهم. كذلك تقتضي تلك الإستراتيجية بأنه في حالة توقع رواج في سوق الأسهم يمكن للمستثمر أن يقترض لتدعيم المخصصات الموجهة للاستثمار في الأسهم العادية، وبالطبع فإن نجاح تلك الإستراتيجيات مرهون بمعدلات الفائدة، وبحجم عمولة السمسرة والضرائب على الأوراق المالية. فكلما تضائل حجم عمولة السمسرة والضرائب، كلما زادت فرصة نجاح تلك الإستراتيجية

المطلب الثالث: ضوابط ومبادئ تكوين محفظة الأوراق المالية

الفرع الأول: ضوابط تكزين محفظة الأوراق المالية

بجوار إستراتيجيات ومحددات تكوين المحفظة يجب على المستثمر أن يلتزم بالضوابط التالية:

- يجب على المستثمر أن يعتمد على رأسماله الخاص في تمويل محفظته المالية دون اللجوء إلى الاقتراض.
- يجب أن يكون هناك جزء من المحفظة، بحيث يحتوي على أسهم الشركات ذات درجة مخاطرة منخفضة بعد أن يحدد المستثمر مستوى المخاطر التي يستطيع أن يتحملها على أن تحتوي المحفظة أيضا على جزء من الأسهم ذات المخاطر العالية والتي يكون العائد بها مرتفعا وكل ذلك يتم وفق قدرة المستثمر على تحمل هذه المخاطر.
- يجب على المستثمر بين الفترة والأخرى أن يجري تغييرات في مكونات المحفظة إذا ما تغيرت ظروفه بشكل يسمح له بتحمل مخاطر أكبر، أو بالعكس حسب ظروف السوق.
- تحقيق مستوى ملائم في التنوع بين قطاعات الصناعة، فمن الخطأ تركيز الاستثمارات في أسهم شركة واحدة حتى وإن كان رأس المال الخاص بالمستثمر صغيرا فكلما زاد تنوع قطاعات الصناعة التي تتضمنها المحفظة المالية انخفضت المخاطر.

الفرع الثاني: مبادئ تكوين محفظة الأوراق المالية

هناك عدة مبادئ لا بد للمستثمر صاحب المحفظة أو القائم على تشكيلها أن يراعيها عند تكوينه للمحفظة المالية وذلك ليتحصل على تشكيلة أوراق ناجحة، سنذكر بعضاً منها على سبيل الذكر لا على سبيل الحصر.

أولاً: مبدأ القياس الكمي: ويعني إمكانية قياس قيمة العائد المتوقع من الأوراق المالية المشكّلة للمحفظة المالية وبالمقابل إمكانية قياس درجة الخطر التي تنطوي عليها المحفظة المالية، ولقياس العائد والخطر لا بد من توفر المعلومات الصافية عن العائد والمعطيات الاقتصادية المتوقعة في المستقبل، والتي يعتمد عليها في تقييم العائد المتوقع من المحفظة ككل.

ثانياً: مبدأ الشمول: ويقصد به اشتغال المحفظة المالية على معظم الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية من، أسهم، سندات، سندات حكومية، أدوات الخزينة... الخ، وذلك حتى يتم تحقيق عائد مرتفع ومستقر نسبياً بأقل مخاطرة ممكنة.

ثالثاً: مبدأ الارتباط: ويهدف هذا المبدأ إلى تخفيض درجة المخاطرة التي تصاحب تكوين محفظة الأوراق المالية في ظل درجة الارتباط بين العوائد المحققة من الاستثمار وبين أوراق مالية لشركات مختلفة، فمعامل ارتباط عوائد الأوراق المالية المشكّلة للمحفظة المالية له علاقة طردية مع درجة المخاطرة الخاصة بهذه المحفظة.

رابعاً: مبدأ الجودة: وتقصد بجودة ورقة مالية ما إمكانية بيعها أو شرائها في السوق دون أية عوائد ودون خسارة وتتوقف جودة الورقة المالية عن بعدها عن المخاطرة الناتجة عن تقلبات السوق كما يمكن القول أن توافر الجودة في الورقة المالية يعني توافر وزيادة في قابلية السوق وتحسن فرص ترويجها.

خامساً: مبدأ التنوع: إن التشكيل الجيد للمحفظة يتطلب تجميع أنواع الأوراق المالية، أي ذات خصائص متنوعة ويمكن أن يأخذ التنوع عدة أشكال أهمها:

- تنوع قطاعي (تنوع قطاعات، النشاط التجاري)
- تنوع سوقي (أسواق حاضرة/مستقبلية، أسواق محلية/أجنبية)
- التنوع في الأوراق المالية (أسهم / سندات ...)
- التنوع في نوعية الورقة المالية:
 - ✓ أسهم ممتازة / عادية
 - ✓ سندات شركات / سندات حكومية
 - ✓ سندات متغيرة الفائدة / سندات ثابتة الفائدة
 - ✓ سندات المساهمة / شهادات الاستثمار

خلاصة الفصل الأول:

محفظة الأوراق المالية عبارة عن سياسة تقوم على فكرة المزج بين البدائل الاستثمارية الأكثر فعالية لتحقيق قدر من التنوع لتوفير نوع من الحماية ضد المخاطر.

وتختلف الأوراق المالية عن بعضها البعض من حيث جهة الإصدار والفوائد التي تحققها والمزايا التي تقدمها إلى حامليها والمخاطر التي تنطوي عليها، هذا التنوع في الأدوات الاستثمارية يجعل منها بدائل استثمارية متنوعة متاحة للمستثمر من أجل المفاضلة بينها.

إن كلما زادت نسبة الأوراق المالية كلما أدى ذلك إلى زيادة كمية أهمية المحفظة المكونة من تشكيلة متنوعة في الأصول والأدوات الاستثمارية لأنها أيضا أكثر ملائمة لتحقيق أهداف المستثمر، إذ يجب أن تكون هذه الأهداف واضحة ومحددة من حيث الكم والنوع والوقت والمكان وتختلف أهداف الاستثمار في المحافظ باختلاف أولويات واحتياجات المستثمر بالإضافة إلى عمره ووجود أو عدم وجود دخل من مصادر أخرى وغير ذلك من العوامل الأخرى التي تحدد متطلباته، ولذلك عليه اللجوء إلى متخصصين في هذا المجال ومن بينهم البنوك التجارية التي تتميز بخبرة عالية في هذا العمل.

الفصل الثاني

إدارة محفظة الأوراق المالية

تمهيد:

تأتي الاستثمارات في الأوراق المالية في المرتبة الثانية بالنسبة للبنوك التجارية بعد القروض إذ تلجأ البنوك إلى التوسع في الاستثمارات المالية عندما يقل الطلب على القروض لديها حيث يقوم بإدارة هذه الأوراق بنفسه.

فالمحفظة المالية مهمة حيوية بالنسبة للبنوك التجارية ذلك أن أحد المشكلات المهمة التي تواجه إدارة البنك هي الكيفية التي يمكن أن تستثمر أمواله ويحقق أهدافه مثل الدخل وتوفرها على عامل السيولة، وتقليل عامل المخاطر من خلال تكوين محفظة متوازنة للأوراق المالية في ظل القيود القانونية والمصرفية والبيئية المحيطة عن طريق التنويع الكفاء للمحفظة وهذا التنويع يتضمن مزيج يحقق أفضل عائد وأقل المخاطر.

وفي هذا الفصل سوف نتطرق إلى تعريف إدارة المحفظة المالية وأهميته وأهدافه وأهم السياسات المتبعة في إدارتها إلى جانب إدارة البنك لمحفظته والعوائد والمخاطر التي يتعرض لها والتوسع في مكونات المحفظة وتقييم أداء المحفظة. وذلك وفق الخطة التالية:

المبحث الأول: ماهية محفظة الأوراق المالية.

المبحث الثاني: نظريات محفظة الأوراق المالية.

المبحث الثالث: استخدامات البنك في مجال محفظة الأوراق المالية.

المبحث الأول: ماهية محفظة الأوراق المالية

المطلب الأول: تعريف إدارة محفظة الأوراق المالية

تعريف 01: تعتبر إدارة محافظ الأوراق المالية من الفنون الحديثة وتعتمد على العلوم الإحصائية والاقتصادية حيث يواجه القائمون بإدارة وتكوين تلك المحافظ مشكلات عديدة عندما يتم اختيار أسهم الشركات والتي تتكون منها المحفظة ومرجع ذلك أن التقارير المالية التي تعدها الشركات وتعد من أهم مصادر المعلومات الضرورية لقرار الاستثمار، يتم إعدادها طبقاً لمفاهيم المحاسبة التاريخية ويستغرق إعدادها ثم نشرها وقتاً طويلاً مما يجعلها تعبر عن الماضي فقط ولا تعبر عن الوضع الحالي أو المستقبلي، بالإضافة لاحتوائها على معلومات مالية فقط، كما أنه لا يتم إعدادها في صورة مقارنة مما يقلل من أهميتها عن اتخاذ قرار الاستثمار الذي يحتاج إلى معلومات مالية عن المستقبل ومعلومات أخرى غير مالية¹.

تعريف 02: 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 المستثمر.

إن طبيعة هذه الأنشطة تتمثل في كيفية الحصول على رأس المال للمحفظة وزيادته وتحديد أهداف المحفظة من عملية الاستثمار وحصر الأوراق المالية والأدوات الأخرى التي تستثمر بها أموالها، وعادة تكون هذه الأدوات عبارة عن أوراق مالية لشركات وعلى إدارة المحفظة أن تدرس عدد من العوامل الرئيسية التي تعتبرها شروط أساسية لقبول أوراقها المالية وبذلك فإن مهمة إدارة المحفظة كبيرة جداً لكونها تقرر اختيار التوقيت الملائم لاتخاذ قرار البيع والشراء للأوراق المالية وطبيعة المزج بين الأدوات المختارة².

وكتعريف شامل تعتبر إدارة المحفظة المالية فن من الفنون الحديثة وتعتمد على العلوم الإحصائية والاقتصادية بحيث تعمل على جذب وتوظيف الموارد المالية بطريقة تؤدي إلى تعظيمها من خلال استثمارها ويتم إعدادها طبقاً للمفاهيم المحاسبية التاريخية، إن طبيعة الأنشطة تتمثل في كيفية الحصول على رأس المال للمحفظة وزيادته وتحديد أهدافها في عملية الاستثمار والأدوات الأخرى التي تستثمر، فلا يتم إعدادها في صورة مقارنة مما يقلل من أهميتها عن اتخاذ قرارات الاستثمار من خلال البيع والشراء لهذه الأوراق المالية وطبيعة المزج بين الأدوات المختارة.

¹ مصطفى كمال طه شريف، بورصة الأوراق المالية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2009، ص: 112.

² دريد كمال آل شيب، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار المسيرة، عمان-الأردن، 2010، ص: 37.

المطلب الثاني: أهمية وأهداف إدارة المحفظة المالية

الفرع الأول: أهمية إدارة المحفظة المالية

ظهرت أهمية إدارة المحفظة المالية بشكل جاد في المجتمع المالي وذلك للأسباب التالية:

- تدفق رأس المال إلى مختلف الشركات المالية والصناعية وجميع هذه النفقات الكبيرة في رأس المال توجه إلى الاستثمار في الأسهم والسندات.
- توسع الشركات المالية وبيوت الاستثمار في الأسهم، والخبرة في تقديم خدمات ونصائح إلى المستثمرين وخصوصا الاستثمار في الأسهم والسندات، وحديثا زاد الاستثمار في العقارات.
- انصب اهتمام المستثمرين على الربح السريع مما يتطلب إيجاد أسلوب علمي جيد لتحقيق هذا الهدف¹.

الفرع الثاني: أهداف إدارة المحافظ المالية²

هناك عدة أهداف تقع على عاتق إدارة المحافظ ويمكن تقسيمها إلى أهداف أساسية وأهداف فرعية:

تتمثل الأهداف الأساسية لإدارة المحافظ في تحقيق التالي:

- تحقيق أقصى حد من العائد.
- تحقيق السيولة اللازمة للمنشأة خوفا من وقوعها في خطر الإفلاس والعسر المالي.
- فمن خلال نظرة إلى هذين الهدفين نجد أنهما متعارضان حيث يهدف الأول إلى تحقيق أعلى عائد ولا يمكن تحقيق أعلى عائد في أي محفظة دون استغلال جميع رأس المال، أي استغلال أي دينار نقدي في الرصيد وهذا يعارض الهدف الثاني الذي يقول يجب توفير جزء من السيولة وذلك من أجل تغطية الحاجات الطارئة للمنشأة أو استغلال الفرصة للاستثمار من الفرص التي تظهر بشكل مفاجئ والسيولة هنا المقصود بها هو عبارة عن مبلغ نقدي يوضع جانبا للطوارئ، ولكن المدير الجيد الناجح هو الذي يستطيع أن يحقق أعلى عائد وكذلك أن يحتفظ بمقدار من السيولة لا يؤثر على تحقيق العوائد ولا يؤثر على السعر المالي للمنشأة.

أما الأهداف الفرعية فهي تتمثل في تحقيق الآتي:

- **المحافظة على رأس المال الأصلي:** مهما كانت المخاطر التي يمكن أن تتعرض لها إدارة المحافظ فيجب على مدير المحفظة المالية أخذ الحذر التام بأن لا تصل الخسارة إلى رأس المال وذلك باستعمال الأسس السليمة في اختيار الأوراق المالية في المحفظة.

¹ قاسم نايف علوان، إدارة الاستثمار، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، 2009، ص: 189.

² غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الاستثمارية، الطبعة الثانية، دار المناهج للنشر والتوزيع، الأردن، 2003، ص ص: 19-21.

- **استقرارات تدفق النقد:** على مدير المحفظة اختيار أوراق مالية تحقق دخل شبه ثابت وذلك لضمان معدل معين من استمرار تدفق النقد من المحفظة، فهناك أوراق مالية تحقق دخلاً ثابتاً مثل السندات وكذلك بعض الأسهم وخصوصاً أسهم الشركات القوية والتي تحقق دخلاً ثابتاً.
- **النمو في رأس المال:** يضع محافظ المالية نصب عينيه هدفاً أساسياً وهو تنمية رأس المال وهو الهدف الذي أساسه يتم بتأسيس المحفظة المالية.
- **التنوع:** يمكن أن نعتبر تنوع الأوراق المالية من أهداف هذه المحفظة المالية حيث أنه أهم الوسائل لتقليل المخاطر التي يمكن أن تقع على المحفظة الاستثمارية، فاختيار السندات لها دخل محدد وأسهم ثابتة لا تتغير ولا تتأثر في التغيرات الصغيرة لسوق الأوراق المالية وكذلك اختيار أسهم ذات ربح عال ومن الممكن أن تكون هناك مخاطرة فهذه المجموعة تشكل مزيجاً يؤدي إلى التقليل من الأرباح.
- **القابلية للسيولة والتسويق:** على مدير المحفظة اختيار الأوراق المالية القابلة للسيولة في أي وقت بدون أن يحصل منها خسائر.

المطلب الثالث: السياسات المتبعة في إدارة المحفظة المالية والعوامل المؤثرة فيها

الفرع الأول: السياسات المتبعة في إدارة المحفظة المالية

يختلف نوع الإدارات في المحافظ الاستثمارية وفقاً لأهداف وغايات إدارة كل محفظة استثمارية، فمن هذه الإدارات التي تتبع هدف الربح السريع مع تحمل المخاطر العالية أو الربح القليل مع الأمان والاستقرار أو الوسط ما بين الحالة الأولى والحالة الثانية ويمكن حصر الأنماط المتبعة في إدارة المحافظ الاستثمارية على النحو الآتي:

1) الإدارة المغامرة (الهجومية):

يهدف هذا النوع من الإدارات إلى كسب الأرباح السريعة العالية وتحمل مخاطر عالية لذلك تكون محتويات المحفظة من الأسهم النامية التي تحقق أرباحاً عالية ولكن هذه الأسهم تحمل مخاطر عالية بسبب تأثرها الشديد بالتغيرات الاقتصادية المختلفة، حيث يطلب من مدير المحفظة أن يكون دقيقاً في قراراته خوفاً من الوقوع في الخسائر. ويفضل تطبيق هذا النمط من الإدارات عندما يكون الاقتصاد في حالة رواج وازدهار حيث أن الأسهم الخطرة تحقق أرباحاً عالية في حالة الرواج كما تحقق أرباحاً قليلة أو خسائر في حالة الكساد¹.

2) الإدارة المتحفظة (الدفاعية):

وهي تلك السياسة التي تتبناها إدارة المحفظة لتلبية لرغبة المستثمرين المحافظين، فتكون حساسة للمخاطر فتمنح الأولوية لعنصر الأمان على حساب العائد. فتركز إدارة المحفظة على اختيار الأدوات الاستثمارية ذات الدخل الثابت ولذلك تطلق عليها تسمية محافظ الدخل وتعطي إدارة المحفظة أهمية نسبية كبيرة للأدوات الاستثمارية ذات المخاطر المنخفضة عند مشاركتها

¹ قاسم نايف علوان، مرجع سبق ذكره، ص: 199.

في رأس المال وعموماً تكون مكوناتها عبارة عن أدوات مالية صادرة عن الشركات الكبيرة العريقة مستقرة أو لسندات الحكومة أو سندات مضمونة. حيث تشكل هذه الأدوات بالعائد الجاري الثابت نسبياً ولفترة طويلة وبدرجة مخاطر منخفضة وقد تقوم إدارة المحفظة باختيار هذه السياسة عندما تشعر بوجود مؤشرات اقتصادية تعكس توجه الاقتصاد نحو الكساد أو الركود الاقتصادي¹.

(3) الإدارة المتوازنة: تجمع بين السياستين السابقتين ويتبناها المستثمرون الذين يهدفون على تحقيق استقرار نسبي في المحفظة، مما يؤمن لهم تحقيق عوائد معقولة مع مستويات معقولة من المخاطرة، وتتكون القاعدة الأساسية لهذا النوع من المحافظ تشكيلة متوازنة من الأدوات الاستثمارية قصيرة الأجل التي تتمتع بدرجة عالية من السيولة، إضافة إلى الأدوات الاستثمارية طويلة الأجل كالأسهم العادية والممتازة والسندات طويلة الأجل، حيث تتبع مثل هذه المحافظ للمستثمر فرصة تحقيق أرباح رأسمالية كما يتيح له انتهاز سياسة مرنة من خلال أصولها وفقاً لتقلبات أسعار الأوراق المالية من جهة وأسعار الفائدة من جهة أخرى².

الفرع الثاني: العوامل المؤثرة في إدارة المحفظة المالية

لمحفظة الأوراق المالية عدة عوامل تؤثر في إدارتها وتتمثل فيما يلي³:

أولاً: معدل الفائض 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.

ثانياً: مدى التقلبات في معدل الفائض: يرتبط الاستثمار في الورقة المالية ليس فقط بمعدل العائد ولكن أيضاً بمدى الاستقرار في معدل العائد واتجاهات هذا السعر في الأجلين الطويل والقصير أيضاً.

ثالثاً: مدى التقلبات في سعر الورقة المالية ذاتها: فكلما كان سعر الورقة المالية يزداد في السوق بشكل تراكمي فإن هذا يدعي إلى الاحتفاظ بها، فالزيادات التراكمية التي تطرأ على القيمة السوقية للورقة زاد المستثمرين على طلبها نظراً لما تحققه من رأسمالي.

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

¹ دريد كمال آل شيب، مرجع سبق ذكره، ص: 42.

² ظاهر حيدر جردان، مبادئ الاستثمار، دار المستقبل للنشر والتوزيع، 1997، ص: 81.

³ لخديري لحسن أحمد، مرجع سبق ذكره، ص: 68.

خامسا: الاعتبارات الفنية في إدارة محفظة الأوراق المالية

(1) **الاعتبارات الزمانية 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.

(2) **مستوى جودة الورقة المالية:** ويتم ذلك من خلال تحليل البيانات المتوافرة عنها، حيث يتم تطبيق الأوراق المالية وترتيبها بناءً على نتائج التحليل الذي تم.

(3) **السياسات المالية والنقدية للدولة:** كسياسة التوسع في الإصدار النقدي، وفي الإنفاق الحكومي الجاري والاستثماري، وسياسة الانكماش وتعقيم الكتلة النقدية، وتأثير ذلك على اتجاهات أسعار الأسهم وفوائد عوائد الأسهم.

(4) **عمليات معالجة الأخطار:** تتأثر عمليات الاستثمار وقرارات البيع والشراء للأوراق المالية المتداولة ونوع المخاطر التي تواجهها والتي تتمثل في:

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

المبحث الثاني: نظريات محفظة الأوراق المالية

هناك العديد من الباحثين الذين وجهوا اهتمامهم إلى موضوع المحافظ المالية وعلى رأسهم " Makwitz ". هذا الأخير يعتبر أول من تعرض إلى ذلك محاولة منه للوصول إلى طريقة للتخفيض من المخاطر التي تتعرض لها المحافظ المالية، إذ توصل إلى نظرية المحفظة وعلى إثره ظهرت نماذج ونظريات أخرى من أهمها نموذج تسعير الأصول الرأسمالية ونموذج التسعير بالمراجعة.

المطلب الأول: نظرية المحفظة

يعرف هيلي وشول المحفظة بأنها تشكيلة أو توليفة من الاستثمارات أو الأوراق المالية. ويعرفها وستن وبركهام على أنها تشكيلة أو توليفة من الموجودات، وينظر وستن وكوبلاند إلى المنشأة على أنها محفظة موجودات ومطلوبات واستناداً إلى ذلك سيرتكز مفهوم نظرية المحفظة على أنها نظرية معيارية تعنى بالقرارات المالية الرشيدة للمستثمرين (منشآت أو أفراد) من حيث كيفية الموازنة بين المخاطر والعائد عند الاستثمار في الموجودات المالية أو المادية، تصف هذه النظرية المستثمرين بالرشد في ممارسة عملية الاختيار أو المفاضلة بين الاستثمارات، فالمستثمر الرشيد هو المتجنب للمخاطرة، فتقوده على الاستثمارات التي تحقق أعلى احتمال لمعدل العائد عند درجة معينة من المخاطر، أو أقل احتمال للمخاطرة عند معدل معين من العائد، وأرسيت مبادئ نظرية المحفظة عام 1952 على يد منظرها الأول والحائز على جائزة نوبل للمالية والاقتصاد هاري

ماكويترز، ومن ابرز المساهمين في تطوير النظرية فيما بعد المنظر العالمي الاقتصادي جامس سي توبين وتمثل تطويره المهم لنظرية المحفظة بمعدل العائد الخالي من المخاطرة عام 1958 كما أسهم إسهاماً كبيراً في تطوير النظرية.... والرائد المالي الاقتصادي وليام أف شارب الذي اقترح نموذج تسعير الموجودات الرأسمالية CAPM عام 1963 وحصل شارب على جائزة نوبل في المالية والاقتصاد عام 1990، وتستند نظرية المحفظة إلى الافتراضات التالية:

- تجنب المستثمرين للمخاطر، وبهذا فغن المستثمر رشيد.
- تماثل توقعات المستثمرين بخصوص العائد والمخاطر.
- تماثل فترة الاحتفاظ للمستثمرين.
- إمكانية تجزئة الاستثمارات.
- إمكانية الإقراض والاقتراض بمعدل عائد خالي من المخاطر¹.

كما أن نظرية المحفظة تبنى على أساس التنويع والعلاقة بين العائد والمخاطر، إضافة إلى الاهتمام بالسيولة واحتماب درجة المخاطر ودرجة ابتعادها عن الانحراف للعوائد، حيث تقوم على مزج ورقتين ماليتين أو أكثر مع بعضها في حقيبة استثمارية واحدة من خلال توزيع المبالغ المستثمرة في رأس مال المحفظة على هذه الأوراق بأهمية نسبية تتلاءم مع أهداف المحفظة بهدف تخفيض مخاطر الاستثمار ودفع القيمة السوقية لرأسمالها، أي تنويع الأدوات الاستثمارية في محفظة بصورة تتلاءم مع أهداف المستثمرين وإدارة المحفظة، وبأخذ التنويع بعين الاعتبار مقدار العوائد المتحققة عن كل أداة أو أصل مالي في المحفظة ومدى المخاطر الناجمة عن الانحراف بين العائد الفعلي والعائد المتوقع من خلال استخدام أدوات إحصائية في قياس درجة المخاطر لهذه العوائد².

المطلب الثاني: نموذج تسعير الأصول الرأس مالية

يمكن تناول نموذج الأصول الرأسمالية وفق الآتي:

أولاً: مفهوم نموذج تسعير الأصول الرأس مالية (CAPM): لقد خطت نظريات التمويل والاستثمار خطوات كبيرة خلال العقود الماضية، نحو كيفية التعامل مع المخاطر (RISK) عند اختيار الاستثمارات المناسبة ففي خلال هذه الفترة الزمنية أجريت العديد من الدراسات (هويدي 2000)، (منسي 2001)، (إبراهيم 1994)، (غرايبة 1997)، (حنا 2000)، للتوصل إلى نماذج كمية تحدد المقياس الملائم لمخاطر أي أصل استثماري (Capital Asset)، ولقد كان ماركوتيز أول من ناقش مفهوم (RISK) وارتباطها بتقلبات العائد واقترح كنتيجة لهذه العلاقة وسيلة لقياس المخاطر تمثلت بالانحراف المعياري، وقد طورت فكرة ماركوتيز من

¹ محمد علي إبراهيم العامري، الإدارة المالية المتقدمة، الطبعة الأولى، دار إثراء للنشر والتوزيع، الأردن، 2010، ص ص: 23-24.

² دريد كمال آل شيب، مرجع سبق ذكره، ص ص: 27-28.

قبل شارب (Sharpe 1963-1964) حيث أضاف اقتراحاً بإمكانية المستثمر الاقتراض بمعدل عائد يساوي المعدل الخالي من المخاطر وهي الأذونات الحكومية وبعدها طورت الفكرة من قبل (Lentnes 1965) و (Mossin 1966) و (حمادة 1972) بتطوير تلك المفاهيم الأساسية حيث توصلوا بالنهاية إلى أن نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM) يمكن استخدامه ليس في سوق الأوراق المالية فقط وإنما تقييم جميع الأصول الاستثمارية على اختلاف أنواعها.

ويستند مفهوم نموذج (CAPM) على الافتراض القائل بأن العائد المطلوب على أي أصل استثماري يساوي العائد الخالي من المخاطر زائد علاوة المخاطر. أي أن كمية المخاطر الموجودة في أي استثمار يجب أن تنعكس على العائد المطلوب، فإذا زادت المخاطر يجب وتبعاً لذلك أن يكون معدل العائد مرتفعاً والعكس صحيح¹.

ثانياً: أهمية نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM): تتضح أهمية النموذج (CAPM) في قياس العائد المطلوب والمخاطر المنتظمة التي ترافقه عند تقييم استثمار معين في أنه قدم مقياساً للمخاطر المنتظمة المحيطة بالأصول، والأوراق المالية التي تتضمنها محفظة الاستثمار وأما المخاطر الغير منتظمة فيستطيع المستثمر أن يتخلص منها عن طريق تنويع استثماراته ومن ثم لا مجال للتعويض عنها. وبالتالي فإن هذا النموذج يجمع بين المخاطر المنتظمة ومعدل العائد المطلوب في وقت واحد وكذلك يوضح كيفية قيام المستثمر بتعديل مكونات محفظة استثماراته في ضوء متطلبات العائد والمخاطر بالاعتماد على محفظة السوق وذلك عن طريق الاحتفاظ بكميات موجبة أو سالبة من الأوراق المالية الخالية من المخاطر، كما يستخدم هذا النموذج في العديد من المجالات من بينها تقييم البدائل المتاحة ووضع معايير للقرارات الاستثمارية وتقدير تكلفة التمويل وتقييم الاستثمارات².

ثالثاً: الافتراضات الأساسية لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM): يحدد نموذج تسعير الأصول الرأسمالية العلاقة بين المخاطرة ومعدلات العائد المطلوب على الأصول عند حملها في محافظ عديدة التنوع. وفيما يلي ملخص للافتراضات التي بني عليها نموذج CAPM:

- يركز على المستثمرين على فترة واحدة لحمل الأصول، ويسعون إلى تعظيم المنفعة المتوقعة من ثروتهم النهائية عن طريق الاختيار من المحافظ البديلة على أساس العائد المتوقع، والانحراف المعياري لكل محفظة.
- يستطيع كل المستثمرون أن يقترضوا كمية لا نهائية بمعدل فائدة خال من الضرائب معين RF دون أن توجد أي قيود على بيع أوراق مالية مملوكة للغير لأي أصل.

¹ قاسم نايف علوان، مرجع سبق ذكره، ص: 96.

² محمد قاسم خصاونة، أساسيات الإدارة المالية، دار الفكر، عمان، الأردن، 2011، ص: 125.

- لكل المستثمرين تقديرات متطابقة للعائدات المتوقعة، والتباينات والتغيرات بين كل الأصول أي أن للمستثمرين توقعات متجانسة.
- تكون كل الأصول قابلة للقسمة تماما، وللتسيير تماما (أي انه يمكن تسويقها بالسعر الجاري).
- لا توجد تكاليف للعمليات الجارية.
- لا توجد ضرائب.
- يكون على المستثمرين آخذين للسعر (أي أن كل المستثمرين يفترضوا أن نشاط شرائهم وبيعهم لن يؤثر على أسعار الأسهم.
- تكون كميات كل الأصول معطاة وثابتة¹.

رابعا: معادلة نموذج (CAPM): إن معادلة النموذج الأساسية هي:

$$CAPM = RRR = RF + B (RM - RF)$$

تبين المعادلة أعلاه أن معدل العائد المطلوب من أي ورقة مالية ينقسم إلى قسمين:

- **الأول:** وهو RF وهو معدل العائد خالي المخاطر وهو اختصار للمصطلح (RISK FREE) وهو معدل الفائدة على الأوراق المالية التي تتضمن أو تتطوي على مخاطرة بمعنى أن العائد الذي سيتحقق من الاستثمار فيها مؤكد، وغالبا تكون الأوراق الحكومية والتي يصدرها البنك المركزي مثل أدونات الخزنة، وأوراق الخزنة وسندات الخزنة، جميعها أمثلة على هذا النوع من الأوراق المالية وذلك لأن وزارة المالية تمتلك صلاحيات وبمساعدة البنك المركزي أن تسدد التزامات الحكومة اتجاه الآخرين حتى لو لم تملك المطالب المطلوبة من خلال طبع نقود غير مدعومة بذهب أو بسلة من العملات الأجنبية وهو ما يطلق عليه التمويل بالتضخم.
- **الثاني:** وهي $B (RM - RF)$ فتتضمن القوس $(RM - RF)$ مضروبا في بيتا الورقة المالية، ويطلق على القوس علاوة المخاطر السوقية (Risk Premium) قيمته مطلقة تستخدم في جميع الأوراق المالية ولكن عند ضربها في بيتا السهم يطلق عليه علاوة مخاطرة السهم. وتعني علاوة المخاطر أنك كمستثمر قد ترغب في استثمار مبلغ معين وأمامك عدة خيارات، منها أن تستثمر هذا المبلغ بشراء أوراق مالية حكومية خالية المخاطر (RF). ومن الطبيعي أن عوائد تلك

¹ سرور إبراهيم سرور، الإدارة المالية النظرية والتطبيق العلمي، الطبعة الأولى، دار المريخ للنشر، الرياض-المملكة العربية السعودية-، 2009، ص:

الاستثمارات الحكومية منخفضة ومتوافقة بحجم المخاطر فيها، أما إذا رغبت في تحقيق معدلات عائد أعلى، فيمكنك أن تستثمر أموالك في السوق المالي بشراء أسهم شركات مساهمة، إلا أنك تكون عرضة لمستوى مخاطر عالية لأن هناك احتمال انخفاض قيمة مشترياتك من السهم بمرور الوقت، وعليه فإنك تتوقع أن تحقق معدلات عائد أعلى في مقابل تحملك مخاطر أعلى من العائد خالي المخاطر RF ولذلك يطلق على الفرق بين العائدين بعلاوة المخاطر، وتحسب عوائد السوق RM بعوائد محفظة السوق والتي يستخدم أحد مؤشرات السوق المالي واستثمرت فيه فإنه من المنطقي أن تحقق من ذلك الاستثمار معدل عائد يفوق معدل العائد خالي المخاطر لأنك ستتحمل مخاطر من ذلك الاستثمار¹.

المطلب الثالث: نموذج التسعير المرجح

أولاً: ماهية نموذج التسعير المرجح ومميزاته

(1) ماهية نموذج APM: بعد اكتشاف نموذج تسعير الصول الرأسمالية بفترة من عام 1976، ستيفن روز قام باكتشاف وتطوير نموذج آخر يطلق عليه APM ويختلف عن النموذج الأول بأنه CAPM اعتمد عامل ومؤثر واحد هو العائد غير أن نموذج APM حدد أن العائد يعتمد على عدد من العوامل الاقتصادية كما هو وارد في النموذج التالي:

$$R_i = a_i + b_{i1}I_1 + b_{i2}I_2 + \dots + b_{in}I_n + e_i$$

حيث أن:

تساوي العائد المتوقع عندما تكون العوامل الأخرى ليس لها أي تأثير على العائد.

a_i : هي نقطة تقاطع الخط المستقيم مع الخط العمودي.

I_j : قيمة العامل I الذي يؤثر على السهم I .

b_{ij} : حاسية السهم في تغيير عائد السهم مع تغيير عائد I .

e_i : معامل الخطأ معدل.

كما ورد في نموذج CAPM يمكن حذف المخاطر الغير منتظمة لأنه يمكن السيطرة عليها بالتنوع الجيد والإدارة الصحيحة، ولكن لا نستطيع حذف أو استثناء العوامل الاقتصادية وغير الاقتصادية التي تؤثر على عائد السهم. وهنا اعتمد نموذج APT على أن السعر بيتا وهي موجودة في النموذج ولكن تحسب على أساس كل عامل مؤثر على العائد وهنا تظهر قيمة بيتا في التأثير على العائد أو درجة حساب عائد السهم لتغيرات عامل الاقتصاد.

¹ أسعد حميد العلي، الإدارة المالية، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر، عمان-الأردن، -، 2012، ص ص: 324-325.

(2) مميزات نموذج APM على نموذج CAPM: هناك عدة مميزات بين نموذج التسعير المرجح

ونموذج تسعير الأصول الرأسمالية:

نموذج APM لا يعتمد على أية فرضيات بينما نموذج CAPM اعتمد على محفظة السوق وعدد كبير من الفرضيات قللت من قيمته عند تطبيقه.

أما البيئة الرئيسية لهذا النموذج لم تعطي نظرية هذا النموذج أي تحديد أو ماهية العوامل الاقتصادية التي تؤثر على الأرباح حيث هناك عدة عوامل يمكن فحص هذا النموذج والتأكد من علاقتها في تحديد الأرباح ولكن الصعوبة ليست في تحديد العوامل بل في تحديد الأوزان المختلفة لهذه العوامل حسب أهميتها.

حيث قام العالم الاقتصادي رول وروز بفحص عوامل اقتصادية مختلفة، هل هي تؤثر على معدل الأرباح أو زيادة أسعار هذه الأوراق المالية أم لا ؟ حيث وجد أنه هناك ثلاثة عوامل اقتصادية لها تأثير مباشر على عوائد الأسهم وأسعارها واهم هذه العوامل:

- مؤشر الإنتاج الصناعي.

- التغيير في علاوة المخاطرة.

- التغيير في معدل التضخم.

وليست هذه هي العوامل الاقتصادية الثلاثة المؤثرة على معدل الأرباح والأسعار حيث توجد عوامل أخرى إلى جانب هذه العوامل، وهذه من الانتقادات التي وجهت لتلك الدراسة لأنه هناك ما يؤثر على الأرباح وأسعار الأسهم لذلك هناك عدة انتقادات وجهت إلى هذه الدراسة، ومن الواضح من هذه الدراسة أنها لم تأخذ بعين الاعتبار التغيرات الاقتصادية المختلفة من كساد ورواج ومخاطرة نظامية أيضاً¹.

ثانياً: مساوئ نموذج التسعير المرجح والفرضيات

(1) مساوئ نموذج التسعير المرجح:

- عدم تحديد العوامل الاقتصادية التي تؤثر على الأرباح.

- هناك عدد من العوامل قد تؤثر على الأرباح والسهم وأسعارها.

- تحديد الأوزان النسبية لكل عامل اقتصادي حسب أهميته.

- من الصعب جداً تحديد أهميته المختلفة بين العوامل الاقتصادية.

(2) الفرضيات التي تقوم عليها نظرية التسعير المرجح: إن تسمية المراجعة المقصود به منح كل

عامل تأثيره على معدل العائد للورقة المالية ولكن لا يعني أن هذا النموذج لا يستند على فرضيات محددة لأدائه بفرض ما يلي:

- يفترض النموذج بأن الأوراق المالية المتداولة تكون في ظل أجواء المنافسة الكاملة في سوق رأس المال.

¹ غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان -الأردن-، 2008، ص ص: 212-213.

- يساهم العديد من المحللين والمتعاملين بدور كبير في التأثير على أسعار الأوراق المالية في ظل ظروف التأكد لزيادة الثروة.
- يفضل المستثمر زيادة ثروته في ظل ظروف التأكد.
- يمكن التعبير عن العائد على الاستثمار في الأوراق المالية بمعادلة خطية في مجموعة من العوامل والمؤشرات الرئيسية¹.

ثالثاً: أهمية نموذج التسعير المرجح: يعتمد على عوامل متعددة إضافة على معدل عائد محفظة السوق لاحتساب معدل الفائدة المطلوب على الاستثمارات المالية، ومن هنا تظهر الفائدة الرئيسية لنموذج التسعير المرجح في كون المستثمر غير محدد بعوائد محفظة السوق لاحتساب معدل العائد المطلوب بحيث يستخدم هذا النموذج في حساب معدل العائد المطلوب على الاستثمارات المالية وأكثرها استخداماً، هي الأسهم العادية. وكذلك في عملية المفاضلة بين الهياكل المالية إذ يتم اختيار الهيكل المالي الذي يحقق أفضل معدل لكلفة التمويل أو ذلك الذي يحقق أكبر فرق موجب بين معدل العائد المتوقع والمطلوب وكذلك في قرارات الإنفاق الاستثماري الذي يتوقف على صافي القيمة الحالية لحجم التدفقات النقدية المتولدة، حيث أن الطريقة التقليدية تهمل أثر المخاطرة في حساب صافي القيمة الحالية².

المبحث الثالث: استخدامات البنك في مجال محفظة الأوراق المالية

المطلب الأول: أهداف محفظة البنك

تتكون محفظة البنك من مجموعة القروض ومجموعة الأوراق المالية التي استثمر البنك فيها أمواله. ويمثل عائد تلك المحفظة المصدر الرئيسي الذي يعتمد عليه البنك لمواجهة الأعباء الأساسية مثل سداد الفوائد المستحقة على الودائع وإجراء توزيعات على المساهمين وتنمية الأرباح المحتجزة لمواجهة التوسعات المستقبلية. لذا فمن المتوقع أن يكون للنجاح في إدارة محفظة البنك آثار محمودة على قدرة البنك على الاضطلاع بتلك الأعباء، وتقتضي الإدارة الجيدة لمحفظة البنك ضرورة تحديد أهدافها على اعتبار أن الأهداف هي الإطار الذي تصاغ على ضوئها السياسات الخاصة بالمحفظة. ولإلقاء المزيد من الضوء على هذه الأهداف سوف نتناول كل منها بشيء من التفصيل.

أولاً: معدل العائد على استثمارات المحفظة: تتكون محفظة البنك من عدد من الاستثمارات تتباين من حيث القيمة ومن حيث معدل العائد المتولد عنها. وتتمثل قيمة الاستثمار في حجم الموارد المالية التي وجهت إلى ذلك الاستثمار، أما معدل العائد فيتمثل في ناتج قسمة صافي الربح المتولد عن الاستثمار على قيمة ذلك الاستثمار.

¹ دريد كمال آل شيب، مرجع سبق ذكره، ص: 207.

² محمد علي إبراهيم العامري، مرجع سبق ذكره، ص: 57.

ويتوقف صافي الربح على حجم الأموال المستثمرة، كما يتوقف على عنصرين آخرين هما: مجمل العائد المتولد والتكاليف المصاحبة لشراء وخدمة الاستثمار¹.

ويعبر عن العائد بمقدار القيمة المضافة التي تحصل عليها المحفظة وهو مقدار التغير في ثروة المحفظة من خلال فترة زمنية معينة، وطالما أن العوائد تختلف في أوقات تحققها فيحتم علينا معالجتها بمعدل خصم معين أو بمعدل العائد المخطط تحقيقه، إن معدل العائد المخطط لتحقيقه يتضمن معدل العائد المطلوب ومعدل التضخم والمخاطر التي يتعرض لها التدفق النقدي خلال فترة الاستثمار والتي قد تؤدي إلى انحراف التقديرات للعوائد عن واقع تحققها والقاعدة تقول بأن المستثمر الذي يرغب في الحصول على عائد مرتفع عليه ان يتحمل المزيد من المخاطر.

ويعد صافي التدفق النقدي السنوي من أهم العناصر المؤثرة على ربحيته المحققة وعلى إيراداتها، وهناك مجموعة من العوامل المؤثرة على العائد منها: فترة الاستحقاق ومدى إمكانية تسيير الأوراق المالية في الوقت المناسب وحجم المخاطر التي يتعرض عليها العائد ومعدل الضريبة التي تتحملها المحفظة، إضافة إلى التكاليف الغارقة التي هي عبارة عن كلفة البحوث والدراسات والاستشارات التي تتحملها المحفظة عند البحث عن البدائل الاستثمارية وكلفة الفرصة البديلة لاستخدام الموارد المتاحة.

ويمكن قياس العائد على الأوراق المالية حسب طبيعتها ومن خلال حساب عائد فترة الاحتفاظ (Holding Période Yield) وهو الذي يقيس لنا العائد المتوقع من المحفظة الاستثمارية خلال فترة الاحتفاظ بالأوراق المالية وعند تحليل مكونات العائد على الأوراق المالية نلاحظ أنها على شكلين: الأول عبارة عن عوائد جارية مثل توزيعات الأرباح، أو على شكل فوائد ويضاف إليها الأرباح الرأسمالية الناتجة عن الفرق بين سعر شراء وسعر بيع الأوراق المالية ويمكن احتساب عائد فترة الاحتفاظ كما يلي:

عائد فترة الاحتفاظ = Holding période Yield (HPY)

$$HPY = \frac{D_t + (P_0 - P_B)}{P_B}$$

حيث أن:

D_t : التدفقات الجارية.

P_B : سعر الشراء.

¹ منير إبراهيم هندي، إدارة البنوك التجارية-مدخل اتخاذ القرارات-، الطبعة الثانية، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 2010، ص ص: 291-292.

P_0 : سعر البيع.

N : عدد السنوات¹.

ثانياً: السيولة: يقصد بالسيولة في هذا الصدد مقدرة البنك على الوفاء بمسحوبات المودعين وتلبية احتياجات المقترضين في الوقت المناسب، ودون الاضطرار إلى بيع أوراق مالية بخسائر كبيرة والاقتراض بمعدلات فائدة مرتفعة. ومن بين محددات قدرة البنك على الوفاء بما عليه من التزامات، مدى كفاية الأرصدة النقدية وشبه النقدية، خاصة الاحتياطي الثانوي المتمثل في أوراق مالية يسهل بيعها بحد أدنى من الخسائر. غير أن هذا لا يعني أن يوجه البنك مخصصات المحفظة أو الجانب الأكبر منها إلى استثمارات سهلة التحويل إلى نقدية، ذلك أن القرار في هذا الشأن يعد مصلحة لعوامل كثيرة من أهمها أثر القرار على عائد المحفظة، ونسبة رأس المال إلى الاستثمارات الخطرة ومدى تقلب الودائع، ومدى استعداد إدارة البنك لتحمل المخاطر. ونظراً لارتباط موضوع السيولة بموضوع إدارة التدفقات النقدية، فسوف نكتفي بهذا القدر.

ثالثاً: تجنب الإفلاس: يتعرض البنك للإفلاس عندما تكون قيمة أصوله أقل من قيمة خصومه، يحدث هذا أساساً عندما يتعرض لخسائر رأسمالية كبيرة - تفوق حقوق الملكية - ناجمة عن بيع أوراق مالية بقيمة تقل عن القيمة التي سبق أن اشترت بها، أو خسائر ناجمة عن الفشل في استرداد قروض سبق أن قدمها للغير.

رابعاً: المحافظة على علاقة قوية مع كبار المودعين: يمكن اعتبار توثيق العلاقة مع كبار المودعين هدفاً رابعاً لإدارة محفظة البنك، ومن بين وسائل توثيق وتقوية هذه العلاقة إعطاء أولوية لطلبات الاقتراض التي يتقدمون بها، ومنحهم القروض بمعدلات فائدة منخفضة وتدرك إدارة البنك أن ما ستقدمه من مزايا للمودعين ليس بدون عائد.

فالودائع تمثل المصدر الأساسي الذي يعتمد عليه البنك في تمويل برنامجه الاستثماري وأن العائد من استثمارات تلك الودائع قد يفوق بكثير التنازلات بشأن معدل الفائدة على القروض، التي يحصل عليها هؤلاء المودعين.

وإذا كان توثيق العلاقة مع كبار المودعين يعتبر صنفاً لإدارة محفظة القروض، فإنه يعتبر أيضاً هدفاً لإدارة محفظة الأوراق المالية. فقد تصر الحكومة على أن يوفر البنك مرهونات لودائعها تتمثل في سندات حكومية، ورغبة في المحافظة على علاقة قوية مع الحكومة بوصفها مع كبار المودعين، يصبح لزاماً على البنك استثمار جزء من موارده لشراء السندات المطلوبة لاستخدامها كرهن، وذلك على الرغم من انخفاض العائد الذي يتولد عنها. مرة أخرى تدرك إدارة البنك إمكانية تعويض الانخفاض في عائد تلك السندات وذلك من الأرباح المتولدة من استثمار ودايع الحكومة².

¹ دريدي كمال آل شيب، مرجع سبق ذكره، ص ص: 61-62.

² منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص ص: 95-99.

المطلب الثاني: المخاطر التي تواجه محفظة الأوراق المالية للبنك

الفرع الأول: تعريف المخاطر

يعرف الخطر في مجال التمويل والاستثمار على أنه درجة التقلبات التي تحدث في العائد المتوقع أو احتمال انحراف العائد الفعلي للاستثمارات على العائد المتوقع¹.

هو احتمال تغلب العوائد المستقبلية المتأتية من الاستثمارات كما يعرفها جونسون بأنها ابتعاد للقيم المعتمدة عن وسطه الحسابي ويطلق كتمان في تعريفه للمخاطر في مجال الرافعة على أنه درجة اللا تأكد في قابلية المنشأة على تغطية التزاماتها التشغيلية والمالية.

كما نعرف المخاطرة بأنها احتمال اختلاف العائد المتحقق عن العوائد المتوقعة من الاستثمارات، وفي حالة الاستثمارات العالية من المخاطر بتساوي العائد المتحقق مع العائد المتوقع.

ومن خلال التعاريف السابقة يمكن تعريفها بأنها احتمال تقلب العوائد المستقبلية للقرارات المالية، فالقرارات المالية المتعلقة بالتمويل تؤثر على احتمال تغلب العوائد التي تحققها.

فإدارات الاعتماد على الاقتراض لتمويل الموجودات تساهم في زيادة العوائد المتوقعة، إلا أن ذلك يزيد في نفس الوقت من المخاطر المتمثلة في عدم القدرة على الوفاء بالالتزامات المالية المتمثلة في عوائد القروض².

الفرع الثاني: أنواع المخاطر: يمكن تقسيم وتصنيف المخاطر إلى:

أولاً: مخاطر نظامية: هي التي تؤثر في عائد وأرباح جميع أنواع الأسهم التي تتداول في البورصة وعادة بحددة عند وقوع حدث كبير تتأثر مع السوق بأكملها مثل حدوث الحروب أو حوادث طبيعية... الخ. ويجب على المستثمر أن يعرف مسبقاً مدى تأثير السهم التي يمتلكها بهذا النوع من المخاطر والتي تتأثر بها جميع الأسهم بدرجات متفاوتة، وتستخدم بيتا في قياس هذه المخاطر في قياس هذه المخاطر وتقسّم إلى نوعين³:

(1) **المخاطر النظامية للأعمال:** ونشير إلى درجة التغلب في العائد المتحقق من العائد المتوقع الناتج عن

عوامل خارجية التي لا يمكن التحكم فيها وتشمل هذه العوامل تبدل الطلب على المنتجات، وتغيرات معدلات الفائدة والتغيرات في توقعات المستثمرين اتجاه الأداء الكلي للاقتصاد القومي.

(2) **المخاطر النظامية المالية:** من المخاطر الناجمة عن استخدام الرافعة المالية في الهيكل المالي.

¹ عبد الغفار حنفي، مرجع سبق ذكره، ص: 2.

² محمد علي إبراهيم العامري، مرجع سبق ذكره، ص: 35-36.

³ آل علي رضا، إدارة المصارف-مدخل تحليل -، دار الفكر للطباعة والنشر والتوزيع، 2002، ص: 258.

ثانياً: مخاطر غير نظامية: هي التي تبقى بعد طرح المخاطر النظامية في إجمالي المخاطر التي يمكن أن يتعرض لها السهم في السوق، وهذا النوع من المخاطر ينتج عن أحداث معينة قد يؤثر في عوائد السهم المحدد ويستطيع البنك حماية نفسه من هذه المخاطر عن طريق توسيع استثماراته وتنقسم المخاطر غير النظامية بدورها إلى قسمين¹:

(1) **المخاطر غير النظامية للأعمال (التشغيلية):** فهي عبارة عن مخاطر المنشأة التي تشير إلى التقلب في عوائدها التشغيلية الناجمة عن العوامل التشغيلية الخاصة بها والتي يمكن التحكم فيها، وتشمل هذه العوامل قدرات الإدارة في اتخاذ القرارات المناسبة، وكفاءة العاملين في تشغيل الموجودات التشغيلية ونوعية الموجودات التشغيلية ووفرة الموارد الأولية.

(2) **المخاطر غير النظامية المالية:** فتمثل في المخاطرة الإضافية الناجمة عن الرافعة المالية، ففي المنشأة التي تعتمد على التمويل الممتلك فقط تنحصر المخاطرة غير النظامية بالمخاطرة التشغيلية فقط غير أنه عندما يستخدم التمويل المقترض فإن البنك يتحمل قدرًا إضافيًا من المخاطر غير النظامية، ألا وهو الإخفاق في الوفاء بالالتزامات المالية التي تزداد كلما ازدادت الرافعة المالية، وبصحب ذلك زيادة المخاطر غير النظامية لها.

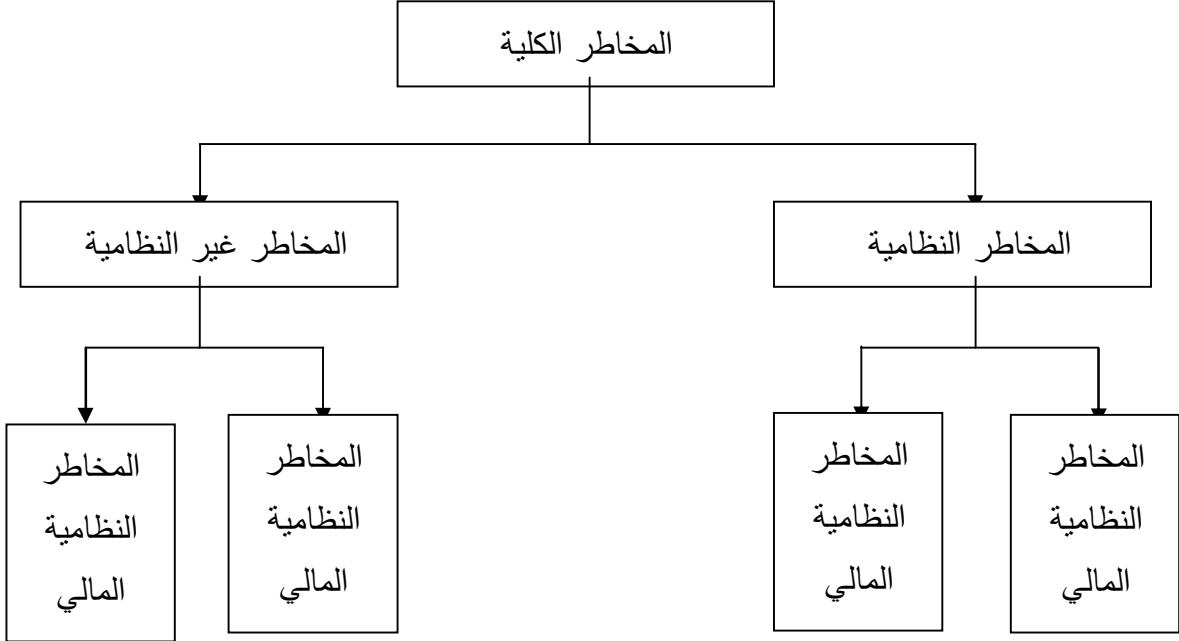
ثالثاً: المخاطر الكلية: تشير إلى مجموع التباين في معدل العائد وهي تساوي حاصل جمع المخاطر النظامية والمخاطر غير النظامية للبنك.

$$\text{المخاطر الكلية} = \text{المخاطرة النظامية} + \text{المخاطرة غير النظامية}$$

¹ نفس المرجع السابق، ص: 260.

والشكل التالي يوضح أنواع المخاطر الكلية¹.

الشكل رقم (2-1): أنواع المخاطر الكلية



المصدر: محمد علي إبراهيم العامري، مرجع سبق ذكره، ص: 33.

الفرع الثالث: قياس المخاطر

تعتبر المخاطر من المواضيع التي تصعب قياسها بشكل دقيق ويتضح ذلك من مفهوم المخاطر والذي يعني عدم التأكد وعدم انتظام العوائد ويعتبر التباين والانحراف المعياري أقرب مقاييس المخاطر الكلية، أما المخاطر المنتظمة والتي تقع على السوق ككل فيتم قياسها عن طريق معامل بيتا وبالتالي يمكن تحديد معايير الخطر بشكل عام كالآتي:

أولاً: التباين والانحراف المعياري: ويعتبر التباين والانحراف المعياري من أهم المقاييس التي تستخدم لقياس المخاطر الكلية (المنتظمة + غير المنتظمة) حيث يقيس انحراف عوائد الاستثمار في وسطها الحسابي، فتوزيع العوائد على الاستثمارات في الورق المالية يميل معظمها إلى أن يكون متماثلاً حول المتوسط الحسابي، ولو قمنا بحساب المخاطر على أساس الانحراف فإننا نجد حوالي 68% من العوائد تقع ضمن انحراف معياري واحد بينما 95% منها تقع ضمن انحرافين معياريين وكذلك 99% منها تقع ضمن ثلاثة انحرافات معيارية، ويمكن التعبير عن التباين والانحراف المعياري رياضياً كالآتي:

¹ محمد علي إبراهيم العامري، مرجع سبق ذكره، ص:

$$\delta^2 = \frac{\sum (X - \bar{X})^2}{N - 1}$$

حيث أن:

δ^2 : التباين.

X: العائد على الاستثمار.

X: المتوسط الحسابي للعائد.

N: عدد السنوات.

بينما يتم حساب الانحراف المعياري بالمعادلة التالية:

$$\delta = \sqrt{\delta^2}$$

δ هو الانحراف المعياري ويمثل الجذر التربيعي للتباين.

ثانياً: معامل بيتا: يعتبر معامل بيتا من أشهر المعايير التي تستخدم لقياس المخاطر فهو يقيس مدى تأثر عائد البنك بالتغيرات التي تطرأ على عائد السوق والذي يمكن الحصول عليه من خلال سوق الأوراق المالية فإذا كان معامل بيتا الأصل الاستثماري يساوي (1) صحيح فهذا يعني بأن تغير عائد البنك يكون مطابقاً للتغيرات التي تطرأ على عائد السوق وتتطابق مخاطر البنك مع مخاطر السوق. أما إذا كان معامل بيتا الأصل أكبر من (1) صحيح فسوف يكون التغير في عائد البنك أكبر من التغير في عائد السوق وتكون مخاطر البنك أكبر من مخاطر السوق. أما إذا كان معامل بيتا للسهم أقل من (1) فعندها تكون مخاطر البنك أقل من مخاطر السوق ولمعامل بيتا العديد من الاستعمالات نذكر منها:

- استعماله في عملية المبادلة بين المخاطر والعوائد عند الاستثمار في الأسهم والسندات بإتباع نموذج تسعير الأصول الرأسمالية.

- التحكم في المخاطر المتعلقة بالمحفظة عن طريق تعديل محتوياتها.

- يساعد في الكشف عن الأوراق الحساسة للسوق للتغيرات الحاصلة في السوق.

أما عن كيفية حساب معامل بيتا فيمكن قياسه عن طريق المعادلة التالية:

$$\beta = \frac{R_{jm} \times \delta_j}{\delta R_m}$$

حيث أن:

β : معامل بيتا.

δR_m : الانحراف المعياري للسوق.

R_{jm} : معامل الارتباط بين عائد البنك وعائد السوق.

δ_j : الانحراف المعياري للبنك¹.

المطلب الثالث: تنوع مكونات المحفظة في البنك

يقصد بالتنوع قرار البنك الخاص بتشكيلة أو توليفة الاستثمارات التي تتكون منها المحفظة (سواء محفظة القروض أو محفظة الأوراق المالية). ومن شأن التشكيل الجيد تخفيض درجة المخاطر التي يتعرض لها عائد المحفظة، دون أن يترتب على ذلك تأثير عكسي على حجم ذلك العائد. هذا وتوجد أسس مختلفة للتشكيل أو التنوع ومن أهمها تنوع جهة الإصدار وتنوع تواريخ الاستحقاق.

الفرع الأول: تنوع جهة الإصدار

يقصد بتنوع جهة الإصدار عدم توجيه مخصصات المحفظة إلى أوراق مالية تصدرها منشأة واحدة بل ينبغي تنوع جهة الإصدار تلك الأوراق. وهناك أسلوبين شائعين في هذا الصدد هما: أسلوب التنوع أو التنوع الساذج، وأسلوب ماركوتر في التنوع.

أولاً: التنوع الساذج: يقوم أسلوب التنوع الساذج أو ما يطلق عليه بأسلوب التنوع البسيط على فكرة أساسية مؤداها أنه كلما زاد تنوع الاستثمارات التي تتضمنها المحفظة، انخفضت المخاطر التي يتعرض لها العائد.

فالمحفظة التي تتكون من عدد كبير من الأسهم، يتعرض عائدها لمخاطر أقل من المخاطر التي تتعرض لها محفظة أخرى تتكون من عدد أقل من الأسهم، ويمكن التعبير عن أسلوب التنوع الساذج بالحكمة التي تقول: لا تضع كل ما تملكه من بيض في سلة واحدة².

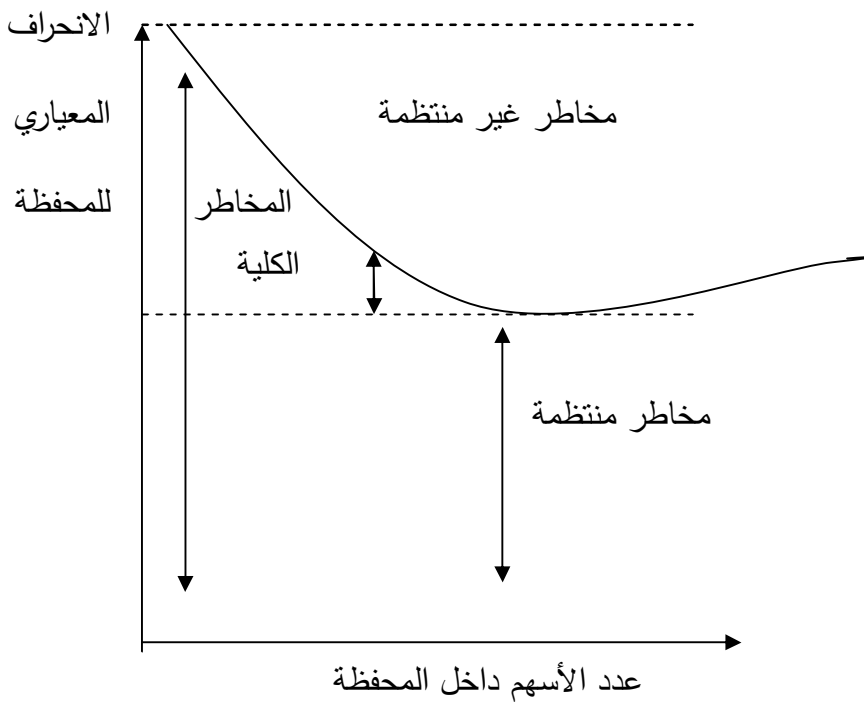
وقد يأخذ التنوع الساذج صورة تتمثل في وضع حد أقصى للمبالغ المستثمرة في إصدار واحد، كأن يقرر المستثمر مثلاً ألا يزيد حجم الموال المستثمرة في إصدار عن 5% من مخصصات المحفظة، وذلك كوسيلة لعدم تركيز الموارد في أسهم عدد محدود من المنشآت، وفي هذا الصدد تشير الدراسة الشهيرة التي قام بها إفانز وآرشر، إلا أن أسلوب التنوع الساذج يضمن التخلص من الجانب الأكبر من المخاطر غير المنتظمة، أي المخاطر ذات الصبغة الخاصة، التي ترجع بالمنشأة ذاتها، وذلك إذا ما اشتملت المحفظة على استثمارات مختارة عشوائياً، يتراوح عددها ما بين 10 إلى 15 ورقة مالية، ويوضح الشكل التالي ما توصل إليه الباحثان المذكوران والذي يبين:

¹ قاسم نايف علوان، مرجع سبق ذكره، ص ص: 67-68.

² السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، الطبعة الأولى، دار الفكر، 2010، ص: 233.

- أن التنويع الساذج يساهم في تخفيض المخاطر غير المنتظمة أي المخاطر التي تتعلق بالمنشأة المصدرة للأوراق المالية، بينما لا يساهم في تخفيض المخاطر المنتظمة أي المخاطر التي تتعرض بالظروف العامة سواء كانت اقتصادية أو اجتماعية أو غيرها.
- أن المستثمر يمكنه التخلص كلية من المخاطر غير المنتظمة أو الجانب الكبير منها، إذا ما تضمنت المحفظة حوالي 15 ورقة مالية، ومن المقترح أن لا يغالي المستثمر في تنويع مكونات المحفظة، إذ قد يترتب على تلك المغالاة آثار.

الشكل رقم (2-2): التنويع الساذج لمحفظة الأوراق المالية



المصدر: منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره ص: 384.

عكسية: كصعوبة إدارة المحفظة، وارتفاع تكلفة البحث عن استثمارات جديدة تضاف إلى مكوناتها، وارتفاع متوسط تكلفة الشراء نتيجة للاضطرار في بعض الأحيان لشراء كميات صغيرة من كل إصدار¹.

ثانياً: تنويع ماركوتز: على عكس أسلوب التنويع الساذج الذي يقضي باختيار الاستثمارات المكونة للمحفظة عشوائياً، نجد أن أسلوب ماركوتز، يقضي بضرورة الاختيار الدقيق لتلك الاستثمارات، وذلك بمراعاة درجة الارتباط (معامل الارتباط) بين العوائد المتولدة عنها، فعندما تكون هناك علاقة طردية بين عوائد الاستثمارات التي تتكون منها المحفظة فإن المخاطر التي تتعرض لها تكون أكبر مما لو كانت تلك العوائد مستقلة (أي لا يوجد بينها علاقة) أو توجد بينها علاقة عكسية.

¹ منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص: 384-385.

ولما كان معامل الارتباط قد يكون موجب أو سالب، كما أنه يتراوح بين +1، -1، فلقد استنتج ماركوتز أنه كلما انخفض معامل الارتباط بين عوائد الاستثمارات الفردية كلما انخفضت المخاطر التي يتعرض لها عائد المحفظة. يضاف إلى ذلك أن هذا الأسلوب في التنويع قد ينجح ليس فقط في التخلص من المخاطر، بل والتخلص من جزء من المخاطر العامة.

ولإلقاء المزيد من الضوء على مدى أهمية طبيعة وحجم معامل الارتباط في تحديد حجم المخاطر التي يتعرض لها عائد المحفظة، سنفرض قيام احد البنوك باستثمار الموارد المالية المخصصة لمحفظة الأوراق المالية في نوعين من السندات هما: سندات إحدى المنشآت العامة في تسويق الآلات الزراعية وسندات إحدى المنشآت العامة في نشاط إصلاح الأراضي، فإذا قامت الدولة بتقديم بعض التيسيرات للمنشأة العامة في مجال إصلاح الأراضي رغبة منها في تشجيع التوسع الأفقي في الرقعة الزراعية، فمن المتوقع أن يتحسن مركز سندات تلك المنشأة في السوق الأمر الذي يحقق للمستثمرين فيها (ومن بينهم البنك المذكور) أرباحاً رأس مالية، وما إذا ازدهر نشاط إصلاح الأراضي فمن المتوقع أن يتحسن نشاط المنشآت العاملة في مجال تسويق الآلات الزراعية وبالتالي ترتفع أسعار السندات التي أصدرتها مما يعني في النهاية تحقيق البنك لمزيد من الأرباح الرأسمالية وعلى العكس، إذا ما أصاب نشاط إصلاح الأراضي بعض الكساد، حينئذ يتوقع أن تنخفض القيمة السوقية لسندات المنشآت العاملة في ذلك النشاط، كما يتوقع أن تنخفض أيضا القيمة السوقية لسندات شركات تسويق الآلات الزراعية. وإن تحققت تلك التنبؤات وارتفعت أسعار الفائدة يتمكن البنك من استخدام الحصيلة من شراء استثمارات جديدة تحمل أسعار فائدة مرتفعة.

ولا يلجأ البنك إلى استخدام ذلك الأسلوب إلا إذا كانت إدارة الاستثمار على درجة عالية من الكفاءة.

الفرع الثاني: تنويع تواريخ الاستحقاق: توجد علاقة بين أسعار الفائدة في السوق وبين القيمة السوقية للسندات، ويتم إتباع سياسة تنويع رشيدة بشأن توزيع الأموال المستثمرة في المحفظة بين السندات طويلة الجل والسندات قصيرة الأجل، وتوجد ثلاثة أنواع من ذلك النوع من التنويع وهي: الأسلوب الهجومي، أسلوب تدرج تواريخ الاستحقاق وأسلوب التركيز على الاستثمارات قصيرة الأجل وطويلة الأجل واستبعاد متوسطة الأجل.

أولاً: الأسلوب الهجومي: يقوم ذلك الأسلوب على التحول المستمر من السندات قصيرة الأجل إلى سندات طويلة الأجل وفقاً للظروف، أي وفقاً للاتجاهات المتوقعة لأسعار الفائدة. فإذا أشارت التنبؤات إلى أن أسعار الفائدة في طريقها إلى الارتفاع، فإن على مدير المحفظة أن يسارع ببيع السندات طويلة الأجل واستخدام حصيلتها في شراء سندات قصيرة الأجل.

ثانياً: تدرج تواريخ الاستحقاق: ويقصد بها توزيع مخصصات المحفظة على استثمارات ذات تاريخ استحقاق متدرج ويقضي هذا الأسلوب قيام إدارة البنك بوضع حد أقصى لتاريخ الاستحقاق الذي يمكن قبوله، وبعد ذلك تقوم غدارة المحفظة بوضع هيكل لتواريخ الاستحقاق توزع على أساس الموارد المتاحة للاستثمار.

ثالثاً: التركيز على الاستثمارات قصيرة الجلة وطويلة الأجل: ويقوم ذلك الأسلوب على التركيز على الاستثمارات قصيرة وطويلة الأجل مع استبعاد الأوراق متوسطة الأجل ويرجع ذلك إلى أن الاستثمارات قصيرة الأجل تساهم في مواجهة متطلبات السيولة، بينما تساهم الاستثمارات طويلة الأجل في الوفاء بمتطلبات الربحية حيث تساعد على تحقيق أرباح رأس مالية أكبر في حالة انخفاض الفائدة، أما الاستثمارات متوسطة الجلة فلا تساهم في تعظيم الربحية والسيولة، إذ تقع بينهما، ويقتضي هذا الأسلوب من التنوع على توزيع اعتمادات المحفظة مناصفة بين الاستثمارات قصيرة الأجل والاستثمارات طويلة الأجل، فتوقعات وتنبؤات إدارة المحفظة هو الحد الحاسم لتوزيع المال المستثمر في المحفظة على استثمارات تتفاوت آجال استحقاقها بين قصيرة وطويلة الأجل¹.

المطلب الرابع: تقييم أداء المحفظة المالية

بعد التطرق لمختلف الأسس والقواعد التي يجب إتباعها لإدارة محفظة الأوراق المالية بشكل سليم فلا بد من التأكد أن مدير المحفظة قام بدوره بشكل جيد، فإنه استطاع تحقيق أرباح كافية وذلك عن طريق تقييم إدارته لمحفظة الأوراق المالية.

هناك عدة طرق لتقييم وقياس أداء محفظة الأوراق المالية إلا أن هناك ثلاث طرق مهمة قدمت من طرف ترينور عام 1965 وشارب عام 1966 وجنسن عام 1968 وتعد هذه الطرق من بين الطرق الأولى في هذا المجال.

الفرع الأول: طريقة شارب

باستخدام مفهوم خط سوق رأس المال فقد اقترح شارب أن الأداء التاريخي يمكن حسابه على أساس العائد المتوقع عن تحمل المخاطر لكل وحدة من مجموع الخطر وبالرموز فإن مؤشر شارب الذي يشار إليه (SP) يحسب كالتالي:

مؤشر شارب Sharpe Performance Index

$$SP = \frac{\bar{R}_p - \bar{R}_f}{\sigma_P}$$

¹ رجي عبد القادر، إدارة محافظ الاستثمار، الطبعة الأولى، 2004، ص ص: 16-17.

حيث:

R_p : تمثل معدل عائد المحفظة.

R_f : معدل العائد من الخطر.

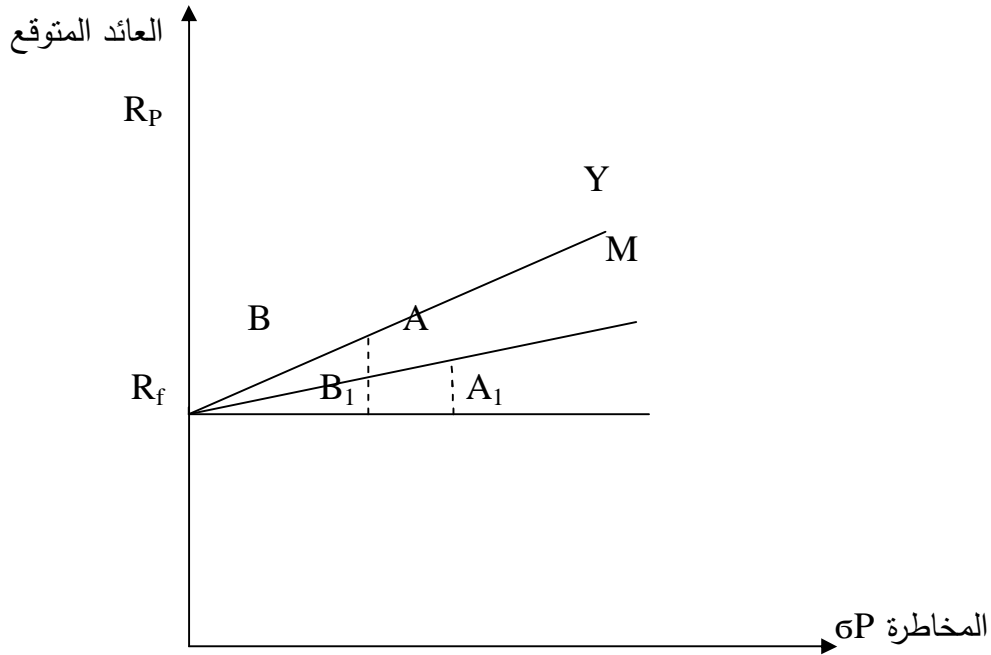
σ_P : مخاطر المحفظة مقاسة بالانحراف المعياري لعوائد المحفظة.

إن العائد عن مخاطر يمكن تحملها يلاحظ في البسط كمعدل عائد المحفظة مطروحا منه متوسط معدل الخلو من المخاطر¹.

مجموع الخطر (سواء كان مصنف أو غير مصنف) فيمكن قياسه بالمقام بالانحراف المعياري لعوائد المحفظة المالية (SP).

ويمكن توضيح نموذج شارب لقياس أداء محفظة الأوراق المالية بواسطة الشكل الموالي:

الشكل رقم (2-3): التمثيل البياني لمؤشر شارب



المصدر: غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الاستثمارية، الطبعة الثالثة، دار المناهج للنشر والتوزيع، الأردن، 2008، ص: 228.

من خلال الشكل يتضح أن:

¹ خالد وهيب الراوي، إدارة المخاطر المالية، الطبعة الثانية، دار المسيرة للنشر والتوزيع، الأردن، 2009، ص: 395.

- مؤشر شارب يساوي ميل كل من الخطوط (BRF) (ARF) (MRF).
- أداء المحفظة A أفضل من A' التي هي عبارة عن توليفة بين محفظة السوق والوصول الخالية من المخاطر.
- أداء المحفظة B أفضل من B' التي هي عبارة عن توليفة بين محفظة السوق والأصول الخالية من المخاطر.
- لا بد على المدير الكفاء اختيار المحفظة ذات الأداء الجيد، لذا يجب عليه الاختيار بين A و B وحسب مؤشر شارب يختار المحفظة B لأن الفارق بين B و B' أكبر من الفارق بين A و A' معناه مؤشر شارب للمحفظة B أكبر من مؤشر شارب للمحفظة A.
- ومنه نستنتج أن كل محفظة تقع على خط سوق رأس المال فإن مؤشر شارب الخاص بها يساوي مؤشر شارب الخاص بالسوق، وكل محفظة تقع على خط أعلى من خط سوق رأس المال فهذا يعني أن هذا الخط يتميز بميل أكبر من ميل خط سوق رأس المال ويكون مؤشر شارب للمحفظة أكبر من مؤشر شارب للسوق¹.

الفرع الثاني: طريقة ترينور

يقوم هذا النموذج على أساس ان المحفظة تم تنويعها تنويعاً جيداً ومنه فلا وجود للمخاطر غير المنتظمة وبالتالي توجد فقط مخاطر منتظمة. وتستخدم معامل بيتا (β) كمقياس لمخاطر المحفظة وتظهر المعادلة كما يلي:

$$T = \frac{R_{jt} - R_{ft}}{\beta_j}$$

حيث:

T: مؤشر قيمة الكفاءة.

β : معامل بيتا.

إن ترتيب مجاميع الأداء المتحصل عليها من مؤشرات شارب، ترينو غالبا ما تكون متشابهة. وعندما تكون مختلفة فيرجع ذلك إلى أن بعض المحافظ الاستثمارية غير متنوعة بدرجة كاملة ولملاحظة ذلك، وكما نعلم فإنه يمكن قياس بيتا كما يلي²:

¹ غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الاستثمارية، الطبعة الثالثة، دار المناهج للنشر والتوزيع، الأردن، 2008، ص: 228.

² صافي عمار، محددات الاستثمار المحفطي وأثاره على أسواق الأوراق المالية، مذكرة ماجستير، جامعة بومرداس، الجزائر، 2008-2009، ص: 88.

$$\beta_p = (G_p \Gamma_{pm}) / G_m$$

حيث:

Γ_{pm} : هو معامل الارتباط التاريخي بين المحفظة الاستثمارية وعوائد السوق.

وعليه يمكن صياغة مؤشر ترينور كالتالي:

$$TP = (\bar{R}_p - \bar{R}_f) \cdot (G_m / \Gamma_{pm})$$

إن مؤشر ترينور يساوي مؤشر شارب مضروباً في الانحراف المعياري لعوائد السوق مقسوماً على معامل الارتباط فإذا كانت الاستثمارات المقيمة قد تم تنويعها وبصورة كاملة فإن مؤشر ترينور يساوي مؤشر شارب مضروباً في الانحراف المعياري للسوق وأن التدرج يمكن الحصول عليه باستخدام أية طريقة وسيكون متطابقاً وإذا كانت الاستثمارات التي تم تقييمها لم تكن مصنفة بصورة جيدة فإن تدرج الأداء باستخدام (SP) ربما يكون مختلفاً إذا استخدمنا (T_p).

والسؤال: ما هو أفضل هذه المقاييس؟ إذن ذلك يعتمد على طبيعة الاستثمار الذي تم تقييمه. فإن كانت الاستثمارات التي تم تقييمها تمثل كافة المحافظ الشخصية الاستثمارية للأوراق المالية فإن مؤشر شارب سيكون الأفضل في مغزاه (ذو معنى)، في هذه الحالة فإن مجموع الخطر بنوعيه النظامي وغير النظامي لهذه الاستثمارات سيكون مساوياً للخطر الذي حصل لأسباب مردها الفرد.

ومع ذلك فإذا كانت الاستثمارات التي تم تقييمها تمثل فقط جزءاً من محفظة استثمارية منفردة بالذات فإن مقياس ترينور ربما يكون هو الأفضل في هذه الحالة فإن المخاطر غير المنصفة والمنظمة للاستثمارات تمثل الخطر إلى المالك¹.

الفرع الثالث: نموذج جونسون

نلاحظ من دراسة مقياس شارب ومقياس ترينور أنهما اعتمداً في تحديد أداء مدراء المحافظ المالية على الأداء النسبي كمعدل سنوي وهو على أساس العائد المعدل للمخاطر أما مقياس جونسون فيعتمد على هذا النموذج، الذي يرمز للمؤشر بمعامل (α) ألفا كما هو مبين في المعادلة التالية:

$$\alpha_p = (R_p - R_f) \cdot B_p (R_m - R_f)$$

¹ خالد وهيب الراوي، مرجع سبق ذكره، ص: 397.

حيث:

α_p : معامل جونسون لقياس أداء المحفظة المالية.

R_f : معدل عائد الاستثمار الخالي من المخاطر.

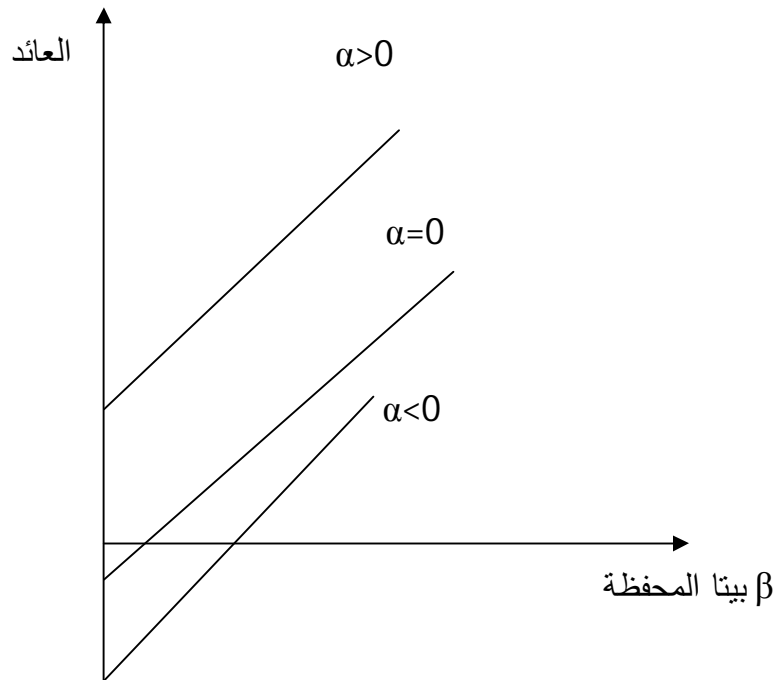
R_m : معدل عائد محفظة السوق.

B_p : معامل بيتا للمحفظة المالية p .

R_p : معدل عائد المحفظة p .

نلاحظ في مقياس جونسون أن α هي نقطة التقاء خط المستقيم مع الخط العمودي حيث من الممكن أن تكون نقطة التقاطع في الحالات الموجبة أو نقطة الأصل (نقطة الصفر) أو سالبة تحت نقطة الصفر وتكون على النحو التالي:

الشكل رقم (2-4): مقياس جونسون



المصدر: غازي فلاح المومني، مرجع سبق ذكره، ص: 213.

فإذا كانت $\alpha > 0$ فهذا يعني أن قيمة العائد على المحفظة -العائد الخالي من المخاطر-، أكبر مما يستحق، هذا يعني أن أداء المحفظة أعلى من أداء السوق وأن هذه المحفظة تسبق السوق في أدائها، أما إذا كانت $\alpha < 0$ فهذا يعني أن أداء المحفظة أقل من أداء السوق ويكون دائماً غير جيد، وطبعاً إذا كانت $\alpha = 0$ فإن أداء هذه المحفظة مقبول وأدائها يوازي أداء السوق (العائد للمحفظة - العائد الحالي للمخاطر) الموازي للتغير في السوق¹.

¹ غازي فلاح المومني، مرجع سبق ذكره، ص ص: 213-214.

خلاصة الفصل:

يتمثل الهدف من إدارة محفظة الأوراق المالية في البنك تعظيم العائد على الأموال المستثمرة فيها، مع ضمان تلبية حاجة البنك إلى السيولة، وتجنب التعرض لخسائر رأسمالية، ودون التضحية بالعلاقات الوثيقة مع كبار المودعين. وكذلك تجنب أو على الأقل تخفيض المخاطر التي يتعرض لها عائد المحفظة.

وإذا كان الأمر كذلك فإنه يمكن القول بأن الهدف الرئيسي من إدارة المحفظة هو تحقيق أقصى عائد مع تخفيض المخاطر إلى أدنى حد.

أما السياسات التي تحكم إدارة المحفظة فتتعلق أساساً بكيفية توزيع مخصصاتها وأساليب تنويع مكوناتها. وبالنسبة لتوزيع الاستثمار بين القروض والأوراق المالية يتوقع أن تنص السياسة على توجيه أكبر قدر ممكن من المخصصات إلى محفظة القروض وما يتبقى بعد يوجه إلى محفظة الأوراق المالية.

أما بالنسبة لسياسات التنويع فهناك التنويع، والتشكيل على أساس جهة الإصدار، الذي يقضي بضرورة تشكيل المحفظة من استثمارات يكون الارتباط بين عوائدها أقل من الواحد الصحيح، كذلك هناك التنويع وفقاً لتواريخ الاستحقاق الذي تحكمه سياسات بديلة من أهمها السياسة الهجومية، وسياسة تدرج تواريخ الاستحقاق، وسياسة التركيز على الاستثمارات قصيرة الأجل وطويلة الأجل دون الاستثمارات متوسطة الأجل.

الفصل الثالث:

دراسة حالة بنك *BNP Paribas*

الدولي
الدولي
BNP Paribas
الدولي

تمهيد:

عرفنا فيما سبق ومن خلال الجانب النظري أن إدارة المحفظة المالية تستند إلى مجموعة من النظريات والنماذج، هذه الأخيرة التي في مجملها تعتبر أن إدارة المحفظة المالية الفعالة هي التي تحقق أعلى العوائد بأقل مخاطرة ممكنة، كما توصلنا إلى أن عائد المحفظة المالية يتأثر بالدرجة الأولى بخطر الكلي الذي يقاس بالانحراف المعياري عن عائد المحفظة المالية، مع العلم أن الخطر الكلي ينقسم إلى خطر غير منتظم يمكن التغلب عليه بالتنوع، وخطر منتظم لا يمكن التغلب عليه بالتنوع.

وحتى لا تبقى دراستنا نظرية سنقوم بإسقاطها على الواقع من خلال دراسة حالة بنك BNP Paribas

الفرنسي الأصل، مبرزين الدور الذي يقوم به البنك في مجال إدارة محفظته المالية عن طريق تقارير البنك سيتم حساب كل من العائد والخطر بالاعتماد على صيغة الانحراف المعياري، كما سيتم حساب معامل الارتباط وذلك لمعرفة مدى الترابط الموجود بين أوراق المحفظة المالية وبالتالي الحكم على مدى كفاءة التنوع بين أوراق المحفظة المالية، وفي الأخير سيتم قياس أداء محفظة البنك من خلال الاعتماد على مؤشر شارب وهو المقياس الأكثر ملاءمة مع قلة المعلومات المتاحة.

وكما سبق الإشارة له فإن الدراسة تشتمل على بنك BNP Paribas، وهو بنك فرنسي في حين لم يتسنى لنا أن نجري هذه الدراسة على بنك جزائري، ويرجع ذلك إلى الوضع السيئ الذي تعيشه البورصة الجزائرية من جهة، ومن جهة أخرى بسبب تخلف الجهاز المصرفي الجزائري فهو غير قادر على تقديم مثل هذه الخدمة، علما أن إدارة محفظة الأوراق المالية تتم على مستوى السوق الثانوي في حين نجد البنوك الجزائرية تقتصر مهامها على تقديم خدمات الاكتتاب، مما لم يتيح لنا الحصول على المعلومات الكافية لإتمام هذه الدراسة.

أما فيما يتعلق ببنك BNP Paribas، فهو بنك عريق ومجموعة أوروبية دولية، حيث ينتشر في خمس قارات على مستوى 85 دولة، ويزاول نشاطات متعددة بـ 110.000 مساعد، وقد احتل المرتبة الأولى في المنطقة الأوروبية سنة 2006، إذ بلغت الزيادة في منتجاته الصافية بما يعادل 20.4% كما يعتبر من أهم البنوك الفرنسية والأوروبية في مجال إدارة الأصول وتقديم الخدمات المتعلقة بالأوراق المالية، ولقد احتل المرتبة الأولى على مستوى فرنسا فيما يخص الإدارة، وتقديم الخدمات المتعلقة بالإيداع والتسوية والمقاصة.

أما على مستوى أوروبا، فقد احتل المرتبة الثالثة في مجال إدارة أصول العملاء، والمرتبة الأولى في تقديم الخدمات المالية، وفيما يتعلق بآسيا وأمريكا اللاتينية فقد شغل المرتبة السابعة في تقديم الخدمات المالية، وذلك منذ بداية سنة 2006، كما تحصل على تنقيط (AM2+) من طرف "Fitch Ratings" وأعطيت له سنة 2006 المرتبة 17 ضمن ترتيب كبرى المؤسسات العالمية من حيث رقم الأعمال والأرباح والأصول، أما فيما يخص قطاع البنوك فقد احتل المرتبة السادسة بعد 3 بنوك أمريكية وبنكين بريطانيين.

المبحث الأول: مدخل عام لبنك BNP Paribas

سنحاول من خلال هذا المبحث التعرف على البنك، نشاطه، ونتائجه المحققة خلال فترة الدراسة، بالإضافة إلى معرفة المخاطر التي تهدد استثماراته.

المطلب الأول: التعريف والتطور التاريخي لبنك BNP Paribas

يعتبر بنك BNP Paribas من أهم المؤسسات الفرنسية، وأولى البنوك الأوروبية، وهو عبارة عن وسيط مالي أوروبي لمختلف الخدمات البنكية Leader européen حيث يتميز بتواجد مميز وكتطور في السوق الأمريكية والسوق الآسيوية.

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

أولاً: خلال 1820-1872: خلال هذه الفترة مر البنك بعدة مراحل من أهمها:

- تأسس بنك Louis Raphael Bishffsheim الذي يحمل اسمه في أمستردام، حيث أدمج هذا الأخير مع بنك القرض والوديعة بهولندا.
- إنشاء بنك باريس La BANQUE de Paris سنة 1869، حيث بعد 1848 وفي ظل أزمة اقتصادية ومالية لم تجد التجارة المساعدة المعتادة لدى البنكين لتنفيذ عمليات الخصم، فأستت الحكومة المؤقتة للجمهورية الثانية المكتب الوطني للخصم بباريس وكان ذلك في 8 مارس 1848 كما أنشأ أيضا المكتب الوطني للخصم لميلوز Comptorie national d'éscompte de Paris (CNEP) في باريس وكان ذلك في 8 مارس 1848 كما أنشئ أيضا المكتب الوطني للخصم لميلوز (CNEM) في 28 مارس 1848.
- تحرير المكتب الوطني للخصم لميلوز من طرف سلطة الدولة ليصبح اسمه مكتب الخصم لميلوز سنة 1854.

ثانياً: المرحلة 1870-1918: بعد الهزيمة الفرنسية سنة 1870 وضم الألزاس وموسال لألمانيا تميز مكتب الخصم لميلوز بوضعية خاصة، حيث مقره الاجتماعي بألمانيا، ويتداول به رؤوس أموال فرنسية، الأمر الذي أدى إلى تقسيمه إلى قسمين وجمع الشبايك المتواجدة في فرنسا في فرع مستقل سمي البنك الوطني للقرض La Banque National de crédit

- تقسيم مكتب خصم ميلوز بين فرنسا وألمانيا، وجمع الشبايك 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 credit et de dépôts de pays-Bas سنة 1872.
- في سنة 1901 إنشاء البنك الفرنسي للتجارة والصناعة La Banque Française pour le commerce et l'industrié (BECI) بمساهمة كل من بنك باريس وهولندا، والمكتب الوطني بباريس والشركة العامة (Société générale) وبعد ذلك تمت حيازته من طرف البنك الوطني للقرض (BCN).

ثالثا: خلال 1918-1929: تم دمج البنك الوطني للقرض (BCN) مع البنك الفرنسي للتجارة والصناعة (BFCL) سنة 1922.

رابعا: خلال 1929-1945: تأثر نشاط مكتب الخصم لميلوز بالأزمة الاقتصادية سنة 1929 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 (BNCI).
- فتح فروع في شمال إفريقيا كالجزائر سنة 1940، وفروع في عدة دول أخرى.

خامسا: خلال 1945-1981:

- في سنة 1946 تم تأميم بنك فرنسا، والبنك الوطني للتجارة والصناعة (BNCI) والمكتب الوطني للخصم التابع لباريس (CNEP) والقرض الليوني Le crédit lyonnais والشركة العامة (Société générale)
- تم اختيار بنك باريس وهولندا (BPPB) أن يكون بنك أعمال فرنسي سنة 1945 وذلك لأنه البنك الذي لم يتم تأميمه.
- تأسيس مؤسسة فرنسية تعمل على توفير العملات الاجنبية وتمويل التجارة الخارجية سنة 1946 تحمل اسم الإتحاد المالي للمؤسسات الفرنسية والأجنبية (UFEFE).
- اندماج (UFEFE) وأدى إلى إنشاء 4 شركات جديدة، تم تكتلها في شركة واحدة سنة 1959 سميت بالشركة البنكية (BC).
- في 1966 تم دمج كلا من البنك الوطني للتجارة والصناعة (BNCI) والمكتب الوطني للخصم بباريس في مؤسسة واحدة تحمل اسم البنك الوطني لباريس وهولندا وتم تقسيمها إلى أربعة فروع رئيسية.

سادسا: خلال 1981-1995: في 1982 تم تأميم الشركة المالية لباريس وهولندا وأخذت اسم Paribas مع العلم أن هذا الاسم كان اسم شركة مالية وكذلك اسم بنك، أي أن هناك شركة مالية Paribas وبنك Paribas.

- تمت خوصصة الشركة المالية لباريس وهولندا سنة 1987، ثم خوصصة البنك الوطني لباريس سنة 1933.

سابعاً: خلال 1999-2000: 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 (Société générale)، وبعد ذلك أصدر البنك الوطني بباريس (BNP) عرضين لشراء الشركة العامة والمجموعة Paribas .

في نفس السنة أصدرت النتائج التالية:

✓ 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 2000¹.

المطلب الثاني: النشاطات العملية لبنك BNP Paribas

يقدم البنك مجموعة من النشاطات البنكية والمالية على المستوى الوطني والدولي، وذلك من خلال ثلاث أقطاب مهمة وهي:

- بنك التمويل والاستثمار (BFI).

- بنك التجزئة (BDP).

- بنك إدارة الأصول والخدمات (AMS).

الفرع الأول: بنك الاستثمار والتمويل (BFI).

يعتمد هذا القطب في نشاطاته على هيئة تسمى (ECEP) ويضم نشاطه ما يلي:

- نشاطات متعلقة بالسوق، وتقديم نصائح ومشورات للمؤسسات فيما يتعلق بالإصدارات.

- تقديم تمويلات متخصصة من بينها:

✓ تمويل المشاريع.

✓ تمويل التجارة الخارجية.

¹ سارة بوزيد، مرجع سبق ذكره: ص ص: 131-133.

- ✓ تمويل قطاع المواد الأولية.
- ✓ تمويل المشاريع في مجال الطاقة.
- ✓ تمويل المؤسسات الإعلامية.
- ✓ تقديم خدمات متعلقة بالبنك التجاري.

الفرع الثاني: بنك التجزئة (BD)

ويشمل:

أولاً: بنك التجزئة بفرنسا: وذلك من خلال شبكة تضم 2200 وكالة BNP Paribas في فرنسا، وبنك بريطانيا، وبنك BNP للتنمية.

ثانياً: بنك التجزئة في العالم: ويضم نشاطات البنك المتعلقة بالبنك خارج فرنسا، وبصفة خاصة في غرب أمريكا وهاواي عن طريق Bank West، وكذلك من ناحية البحر الأبيض المتوسط الإفريقي وكل الأسواق الناشئة وراء البحر وذلك برعاية BNPI و SFOM .

ثالثاً: الخدمات المالية المتخصصة: وتضم العديد من الخدمات منها:

(1) **قروض الاستهلاك:** وذلك برعاية CTELME وهي عبارة قروض تستجيب لحاجات العائلات من نوع قروض الاستهلاك.

(2) **قرض الإيجار المتعلق بالعتاد والآلات والتجهيزات:** ويتم ذلك عن طريق الشركة المتخصصة PNP Paribas lease Group

(3) **قروض عقارية:** حيث يعتبر من المختصين في تمويل المساكن.

(4) **التأجير طويل المدى وإدارة حظائر السيارات:** وذلك بفصل Arval PHH, Arus, Artegy حيث يعمل على تأجير المركبات الصناعية، حظائر الإعلام الآلي.

رابعاً: البنك على المباشر:

الفرع الثالث: بنك إدارة الأصول والخدمات:

يعتبر هذا القطب كقطب خدمات لمستثمري المجموعة، حيث يهتم بجميع النشاطات المتعلقة بجمع إدارة وتقييم المدخرات والممتلكات، وإثرائها بخدمات ينتج عنها قيمة مضاعفة عالية، ويمكن حصر خبرة هذا القطب في ثلاث نشاطات رئيسية، كما يلي:

أولاً: الإدارة المؤسسية والخاصة: وينقسم إلى:

(1) **إدارة الأصول:** ويعد أكبر مسير للأصول على المستوى الأوروبي، حيث يقوم بإدارة عدة أنواع من الأصول المالية، سواء تعلق الأمر بالأوراق ذات الدخل الثابت، أو الأوراق ذات الدخل المتغير، كما يعمل البنك من خلال هذا القطب على مراعاة التنوع، سواء من نوعية الأصول أو من نوعية القطاع، أو في المنطقة الجغرافية (أوروبا، المملكة المتحدة، الولايات المتحدة الأمريكية، آسيا...). وبذلك فقد وصل إلى 274 مليار أورو، كأصول في نهاية 2005.

(2) **السمررة والادخار:** يعد من أولى المتخصصين في هذا المجال، نظراً للخبرة التي اكتسبها سواء تعلق الأمر بالتوظيف قصير الأجل، أو بهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة OPCVM.

(3) **نشاطات الخدمات العقارية:** منتشر في أوروبا من خلال ثمانية دول، وفي الولايات المتحدة الأمريكية (نيويورك).

ثانياً: التأمين: حيث يمنح عدة عقود تأمين كالتأمين على الحياة، والتأمين الجماعي الخاص بالتقاعد، التأمين على القروض، التأمين على الممتلكات (السكنات، السيارات...).

ثالثاً: خدمات الأوراق المالية: يعتبر البنك رائد في مجال خدمة الوراق المالية الخاصة بالشركات والمؤسسات المالية العالمية، وعن طريق BNP Paribas securities service يستجيب البنك لاحتياجات المستثمرين والعملاء حيث يوفر ما يلي:

- تصريف وحفظ جميع الأوراق المالية.
- إدارة وتسوية الأوراق المالية.
- تسير السيولة.
- خدمات الإصدار.
- خدمات المقاصة.

وقد احتل البنك المرتبة الأولى ضمن أمناء الحفظ الأوروبيين، والمرتبة الخامسة عالمياً سنة 2004 حسب مجلة Institutional Investor magazine وحسب مجلة Global Investor اعتبر البنك أحسن أمين حفظ¹.

المطلب الثالث: مخاطر البنك BNP Paribas

يتعرض البنك لمجموعة من المخاطر يتم تصنيفها إلى خطر القرض، خطر التأمين، الخطر التشغيلي، وخطر السوق بما فيها خطر السيولة وخطر التمويل.

¹ Rapport annuel 2005 de Banque BNP Paribas, p p: 9-15.

أولاً: خطر القرض: يعرف خطر القرض بأنه خطر الخسائر المالية الناتجة عن عدم مقدرة المقترض على الوفاء بشروط القروض التعاقدية، وهذا النوع من القرض يشمل كل نشاطات الإقراض الخاصة بالبنك وكذلك الصفقات المتعلقة بتداول الأوراق المالية في سوق رأس المال.

ثانياً: خطر التأمين: وهو الخطر الناشئ عن كل الاختلافات الممكنة بين الحوادث المتوقعة والحوادث الحقيقية.

ثالثاً: الخطر التشغيلي: يمثل هذا النوع من المخاطر كل الخسائر الناجمة عن عدم تلاؤم النظام الداخلي للبنك، أو عن حدوث حدث خارجي مفاجئ سواء كان ناجم عن خطأ ما أو متعلق بالكوارث الطبيعية، وهذا الخطر بدوره يضم الخطر المحاسبي، الخطر الإداري، خطر الإعلام الآلي، الخطر القانوني، الخطر الضريبي، وخطر الموارد البشرية.

رابعاً: خطر السوق والتمويل:

(1) **تعريف خطر السوق:** تتمثل هذه المخاطر في الخسائر الناجمة عن التغيرات الطارئة في أسعار الأدوات المالية ومؤشرات السوق وكذلك كل التغيرات التي تطرأ على مستوى أسعار الصرف، أسعار السندات، أسعار القيم المنقولة، أسعار المواد الولية، وأسعار المشتقات المالية، وأسعار كل أصل تفاوضي كالأصول الثابتة (السيارات مثلاً)، كما يشتمل خطر السوق مخاطر السيولة المتعلقة بالأوراق المالية، الأمر الذي يؤدي إلى عدم القدرة على بيعها بقيمتها الفعلية، بالإضافة إلى هذا نجد بأن مخاطر السوق تتعلق بكل المخاطر التي تهدد عائد الحوافظ المالية (محافظ استثمارية، تفاوضية...).

ويمكن القول أن خطر السوق يضم المجموعات التالية:

- الخطر الكلي لمعدل الفائدة المتعلق بإدارة الأصول والخصوم، أي الخطر المؤثر على نتائج الأصول والخصوم المتعلقة بمحفظة البنك أو بتأمينها.
- الخطر المتعلق بنشاطات الاستثمار طويل المدى، أي المخاطرة المتعلقة بالأصول المستثمرة في محفظة الأسهم.
- الخطر المتعلق ببعض الصول غي المالية كالأصول الثابتة.
- خطر السيولة الناشئ عن عدم قدرة البنك على الحصول على التمويل اللازم بطريقة تسمح له القيام بأداء جميع التزاماته.

(2) **قياس مخاطر السوق:** يتم تقدير مخاطر السوق من طرف BNP Paribas بالاستعانة بطريقة

Var أو كما يطلق عليها البنك إسم Gear، ونجد أن هذه الطريقة أخذت في التطور بطريقة تأخذ

بعين الاعتبار مختلف النشاطات، وتبدو ميزة هذا النموذج من خلال مراقبة المقارنة التي تحدث للخسائر اليومية الممكنة الوقوع مع قيمة المخاطر. وحسب نتائج سنة 2005 يبدو بأن قيمة Gear تتراوح ما بين 1.5 إلى 2.5 مرة على أقل من قيمة الخطر، وهذا ناجم عن الإدارة المتحفظة للبنك والتوزيع الملاحظ في الأدوات المالية مما يجنب البنك المخاطر، ويبدو هذا النموذج صلب، وذلك لأن مجال الثقة الخاص به هو 99% (بمعنى أنه على مدى 10 أيام فإن الخسائر المحتملة يجب أن تكون أقل بـ 99% من قيمة Gear الموافقة أي أن الخسائر المسجلة لا يجب أن تتجاوز Gear بأكثر من مرتين أو ثلاث مرات في السنة.

المبحث الثاني: أساسيات التعامل في البنك BNP Paribas

المطلب الأول: مؤشرات رأس المال بنك BNP Paribas

أولاً: رأس المال الاجتماعي: إن رأس مال البنك وصل في 31 ديسمبر 2004 إلى 179400888 أورو حيث يتكون من 884700444 سهم، وحتى 31 ديسمبر 2005، فإن عدد الأسهم المكون لرأس المال الاجتماعي ممثل بثلاث سلاسل عملية كما يلي:

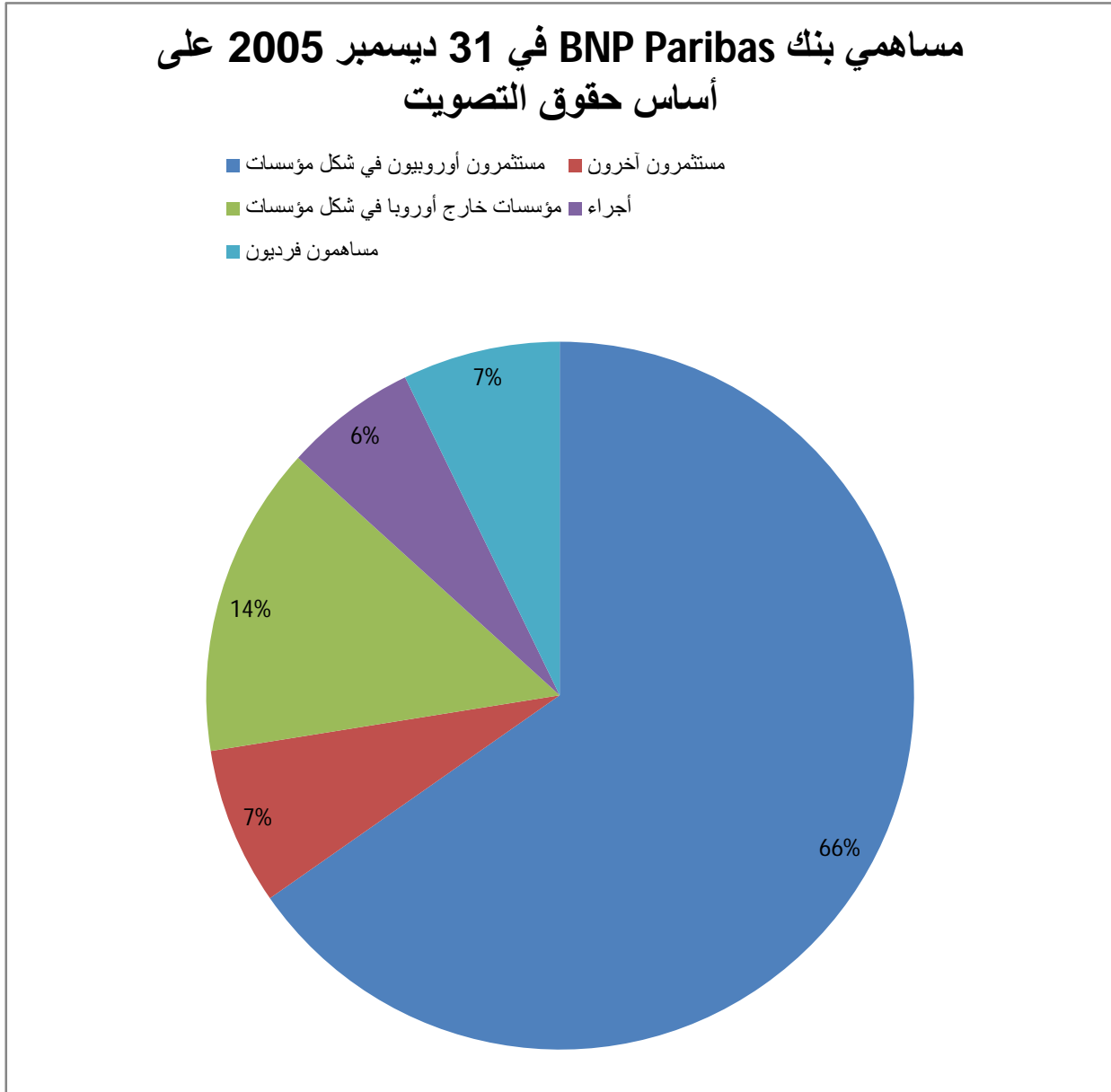
- إنشاء 1916259 سهم كنتيجة للاكتتاب في إطار عقود الخيار.
- اكتتاب 5000000 سهم كنتيجة لزيادة رأس المال المخصص للإجراء.
- إلغاء 53368831 ورقة مالية لملك البنك في إطار برنامج إعادة شراء الأسهم.

كذلك في 31 ديسمبر 2005، وصل رأس المال الاجتماعي إلى 1676495744 أورو، مكون من 838247872 سهم بقيمة إسمية تقدر بـ 2 أورو لكل سهم، أما فيما يتعلق بسنة 2006 فقد ارتفع رأس المال الاجتماعي في 31 مارس 2006 إلى 1849294770 أورو مكون من 924647385 سهم بقيمة إسمية تقدر بـ 2 أورو لكل سهم¹.

إن تكوين مساهمي البنك يتم على أساس حقوق التصويت، حيث يمكن توضيح ذلك من خلال الشكل الموالي:

¹ Rapport annuel 2005, p: 183.

شكل رقم (3-1): مساهمي بنك في 31 ديسمبر 2005 على أساس حقوق التصويت.



Source: Rapport annuel 2005 de Banque BNP Paribas, p: 82.

فحسب الشكل نجد أن مساهمي البنك متنوعين، إذ يحتل الصدارة المستثمرون الأوروبيون في شكل مؤسسات بما يعادل 61.5% من التصويت أو رأس المال، ليأتي بعدهم المستثمرون في شكل مؤسسات غير الأوروبيين بنسبة 13.4%، فمستثمرون آخرون ومساهمون فرديون في نفس المرتبة بما يعادل 6.8%، ثم في المرتبة الأخيرة كلا من الأجراء و بنسبة 5.7%.

ثانياً: سوق السهم: بعد الدمج الذي حدث في 23 ماي 2000 بين BNP و paribas ، أصبح السهم BNP عبارة عن BNP PARIBAS ، إلا أن رمزه في السوق لم يتغير، حيث بقي (13110) لكن سرعان ما تغير

في 2003، إذ أصبح يحمل إسم (Code ISIN (FR000 131104)، وقد تم تسجيل أسهم رسميا في بورصة باريس في 18 أكتوبر 1993، وفيما بعد بدأ السهم في التداول حيث تم تداوله في لندن في **Seaq international** ابتداء من 13 مارس 2003 تم تداوله في بورصة طوكيو.

إن سهم BNP PARIBAS دخل في تكوين مجموعة من المؤشرات، حيث تم إدخاله في تكوين مؤشر بورصة باريس 40 في 17 نوفمبر 1993 وفي تكوين مؤشر Euro Stoxx في 1 نوفمبر 1999، وفي تكوين مؤشر بورصة نيويورك منذ 18 سبتمبر 2000، ومؤخرا دخل البنك ضمن مجموعة من المؤشرات من بينها:

ومؤخرا في سنة 2005 تم دخوله ضمن مؤشر ESI.

مع العلم أن هذه المؤشرات تساعد على إدارة الأوراق المالية، وبذلك فهي من أهم مكونات الحوافظ المالية، حيث تعتبر من أهم محافظ السوق الكفاءة والتي يتم على أساسها تقييم أداء المحفظة المالية الخاصة بالبنك، كما تساعد متخذ القرار على اتخاذ القرار الملائم سواء بالبيع أو بالشراء وفي الوقت المناسب.

ثالثا: علاقة المؤشرات بسعر بنك BNP Paribas

إن مؤشرات السوق تستعمل كعينة لمقارنة تغيراتها بتغيرات سهم المؤشرات، فنجد أن سهم قد سجل سعر 68.35 أورو في نهاية ديسمبر 2005، وإذا ما تم مقارنته مع نهاية ديسمبر 2004، نجد بأنه حقق ارتفاع يعادل 23,4%، أما فيما يتعلق بالمؤشرات فنجد بأن مؤشر 40 قد حقق ارتفاع يقدر بـ 23,4% خلال سنة 2005، ومؤشر Euro Stoxx 50 سجل ارتفاع بـ 20,7%، أما مؤشر Euro Stoxx Bank Dj فقد شهد ارتفاع يقدر بـ 21,17%، وبالتالي فبنك BNP Paribas يقيس تغيرات سعر سهمه خلال فترة معينة ثم يجري مقارنة مع المؤشرات الكفاءة في البورصة.

رابعا: رسملة السهم: إن رسملة سهم BNP Paribas في البورصة ارتفعت إلى 57,29% مليار أورو، وذلك في 30 ديسمبر 2005، وبهذا احتل البنك المرتبة الحادية عشر.

خامسا: حجم التداول: لقد بقي حجم تداول السهم على حاله، فنجد أن حجم التداول بالنسبة لسنة 2005 يقدر بـ 3768874 سهم يوميا، أما بالنسبة لسنة 2004 فنجد بأنه قد تم تداول 3827601 سهم يوميا.

سادسا: خلق القيمة في البورصة: إن خلق القيمة بالنسبة للمساهم يقيم بمقارنة الاستثمار في سهم BNP ثم Paribas خلال فترة معينة مع توظيفين خاليين من المخاطر يتمثلان في:

- التوفير في دفتر A لصندوق الادخار.
- التوظيف في سندات الخزينة متوسطة الأجل.

ولتوضيح ذلك سنقوم بإجراء مقارنة بين سهم BNP Paribas وهذين التوظيفين خلال 5 سنوات حيث:

- نجد أن توظيف مبلغ 94,5 أورو في 1 جانفي 2001 في دفتر لصندوق الادخار، بمنح معدل 3% من تاريخ التوظيف ويتغير في 1 أوت 2005، ليصبح 2,25% ثم 2% منذ أوت 2005، وهذا ما يجعل المبلغ في نهاية 2005 يصل إلى 107.52 أورو أي حقق زيادة 13.02 أورو في 1 جانفي 2001 في سندات الخزينة بمنح معدل 4.6029% نهاية كل سنة، مع إعادة استثمار فوائد كل سنة في إقراض آخر، هذا ما يجعل المبلغ في نهاية 2005 يصل إلى 177.77% أورو أي يسجل ارتفاع يقدر بـ 23.27 أورو.
- المقارنة: إن سهم BNP Paribas نهاية 2005 ما يعادل 164.13 أورو، وبالتالي فإننا نسجل الفروق التالية:

- ✓ الفرق بين سهم BNP Paribas والتوظيف في سندات الخزينة متوسطة الأجل يعادل 56.61 أورو أي: (164.13-107.52) خلال خمس سنوات.
- ✓ الفرق بين سهم BNP Paribas والتوظيف في دفتر لصندوق الادخار يعادل 46.36 أورو للسهم الواحد، أي: (164.13-117.77).

المطلب الثاني: تصنيفات البنك لأوراقه المالية

إن البنك يستثمر في مجموعة من الأدوات المالية، بحيث يقوم بتصنيفها إلى أربع مجموعات كما يلي:

- أولاً: محفظة تداول:** وتشتمل هذه المحفظة جميع الأوراق المالية، التي تدخل في إطار النشاط التفاوضي، أي التي يكتسبها أو يبيعها البنك في أجل لا يزيد عن ستة أشهر، وتكوين هذه المحفظة ليس بغرض استعمالها لتغطية المخاطر، وإنما بغرض الاستفادة من تقلبات الأسعار فقط.
- ثانياً: محفظة التوظيف:** وتضم جميع الأوراق المالية التي يكتسبها البنك بغرض الاحتفاظ بها لمدة تتعدى ستة أشهر.

ثالثاً: محفظة النشاط: وتضم جميع الأوراق المالية التي تحقق عائد منتظم أو ربح على رأس المال المستثمر لأجل متوسط وبدون اللجوء إلى استثمار طويل المدى، وبالتالي فهي تضم جميع الأوراق المالية التي تدخل ضمن إطار نشاط رأس المال الخطر.

رابعاً: محفظة الاستثمار: وتشتمل الأوراق المالية ذات العائد الثابت كالسندات، سندات الخزينة، وكل الأوراق المالية التي تمثل دين تفاوض وبالتالي فإن البنك يكتسب هذا النوع من الأوراق المالية بغرض الاحتفاظ بها لمدة طويلة أو بصفة دائمة.

المطلب الثالث: مكونات محفظة البنك BNP Paribas

تتكون محفظة بنك BNP Paribas من مجموعة من الأوراق المالية، من بينها: السندات الحكومية، أدوات الخزينة، سندات وأوراق مالية أخرى ذات عائد ثابت، أسهم وأوراق مالية أخرى ذات عائد متغير، مساهمات واشتراكات في مؤسسات...، وفيما يلي عرض لمكونات محفظة بنك خلال الفترة 1999-2006:

جدول رقم (3-1): مكونات محفظة بنك BNP Paribas الدولي (الوحدة مليون يورو)

2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	1999	السنة
								الأوراق المالية
115595	130860	128400	106671	83990	81462	59548	61803	سندات حكومية وأوراق أخرى شبيهة
64976	52962	66899	55005	41964	56062	31955	57278	سندات وأوراق مالية ذات عائد ثابت
94989	84264	72254	52506	22616	42497	39020	26622	أسهم وأوراق مالية ذات عائد متغير
								اشتراكات ومساهمات مالية في مؤسسات تابعة.
2709	2323	2609	2160	3872	3027	2421	3477	- مساهمات في شركات تابعة.
7414	3500	3514	4612	5407	5746	5620	4341	- أوراق مالية طويلة المدى ذات عائد متغير
282983	273909	273676	220954	159849	188794	138564	153521	المجموع

المصدر: من إعداد الطلبة اعتماداً على التقارير السنوية للبنك BNP Paribas 2006-1999

المبحث الثالث: تقييم أداء المحفظة

المطلب الأول: تحليل محفظة البنك

إن تحليل محفظة الأوراق المالية الخاصة بالبنك يعني التطرق إلى:

- أولويات استثماراته داخل المحفظة.
- دراسة تطور المحفظة.

الفرع الأول: التنوع وأولويات الاستثمار في محفظة البنك

يعمل البنك على استثمار أمواله الفائضة في أوراق مالية متنوعة معتمدا في ذلك على عاملي الربحية والضمان ولأجل تحقيق هذا يعمل البنك على تحويل الأوراق المالية بحيث تشمل محفظته المالية على عدة أنواع من الأوراق المالية (سندات الحكومة، سندات الخزينة، سندات وأوراق شبيهة أخرى، أسهم، مساهمات في شركات حليفة، مساهمات في مؤسسات تابعة...)، وكما يقوم بتنوع القطاعات (القطاع الصناعي، الزراعي، قطاع الخدمات...)، وأيضا يركز على التنوع الجغرافي (الولايات المتحدة الأمريكية، بريطانيا العظمى، القارة الأوروبية، آسيا، الأسواق الناشئة...) ولكي يصل البنك إلى التنوع الذي يخفف من المخاطرة فإنه يضع أولويات استثمارية لمحفظة المالية.

إن بنك BNP Paribas يستثمر أكبر قدر ممكن من أمواله المخصصة للاستثمار في الأوراق المالية في السندات الحكومية، وتليها الاستثمار في رأسمال البنك المركزي إذ تعود الأولوية للسندات الحكومية ثم سندات الخزينة، وقد قدرت نسبة هذه الأوراق المالية من مجموع أوراق المحفظة المالية بـ 41.7% سنة 2006، ويرجع البنك BNP Paribas الأولوية الأولى لهذا النوع من الاستثمار لتمييزه بدرجة ضمان كبيرة، وذلك لأنها صادرة عن هيئات حكومية، أما الأولوية الثانية فترجع إلى السندات الصادرة عن الشركات والأوراق المالية التي تكون بمعدل عائد ثابت، نظرا لما تتميز به من ضمان أقل من درجة الضمان الذي توفره سندات الحكومة، أما الأولوية الثالثة فترجع إلى الأسهم والأوراق المالية ذات العائد المتغير، وقد قدرت نسبة هذا النوع من الأوراق المالية من مجموع أوراق المحفظة المالية بما يعادل 43.3%، وتعتبر هذه النسبة في زيادة مستمرة مع مرور الوقت وذلك لتحسن ظروف سوق الأسهم وبالتالي ارتفاع العوائد المحققة من هذا النوع من الاستثمار، وأخيرا تأتي الأولوية الخيرة للمساهمات والحصص في الشركات الحليفة، هذه الأخيرة التي قدرت نسبتها من مجموع الأوراق المالية المكونة للمحفظة بما يقدر بـ 06% وكم يبدو فإن هذه النسبة أخذت في الانخفاض مع مرور السنوات، ويمكن توضيح تطور أولويات الاستثمار في محفظة بنك BNP Paribas خلال الفترة 1999-2006 من خلال الجدول الموالي:

جدول رقم (3-2): أولويات الاستثمار في محفظة بنك BNP Paribas خلال الفترة 2006-1999.

السنة	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
الأوراق المالية								
سندات حكومية وأوراق	40%	43%	43%	52%	48.2%	47.7%	47.7%	40.8%

مالية أخرى شبيهة								
سندات وأوراق مالية ذات عائد ثابت	%22.9	%16.3	%24.4	%24.8	%26.2	%29.6	%23	%37
أسهم وأوراق مالية ذات عائد متغير	%33.5	%30.07	%26.4	%23.7	%14.1	%21.9	%28	%17
اشتراكات ومساهمات مالية في مؤسسات حليفة	%2.8	%5.3	%2.3	%3.3	%7.7	%5.5	%6	%6

المصدر: من إعداد الطلبة اعتماداً على تقارير البنك

الفرع الثاني: تطور محفظة بنك BNP Paribas

إن البنك يعمل دوماً على زيادة موارده المالية المخصصة للاستثمار في المحفظة المالية، حيث نجد أن قيمة محفظة بنك BNP Paribas في زيادة مستمرة من سنة إلى أخرى ما عدا سنة 2002 التي شهدت تراجعاً في قيمة الأموال الموجهة إلى الاستثمار في الأوراق المالية، وقد قدر هذا التراجع بـ 28% مقارنةً بنهاية ديسمبر 2001، ويرجع هذا التراجع إلى سوق وضعية سوق رأس المال وتراجع محفظة التداول، وأيضاً تراجع في عوائد السندات والأوراق المالية ذات العائد الثابت بـ 25.1%.

أما فيما يتعلق بسنة 2003 فقد شهدت المحفظة تطوراً ملحوظاً وزيادة في الأموال المخصصة للاستثمار في الأوراق المالية بنسبة 49.3% مقارنةً بسنة 2002، وترجع هذه الزيادة لتحسن وضعية سوق رأس المال وتحسن في قيمة محفظة التداول، وكذلك تحسن في مستويات عوائد الأسهم والسندات بنسبة 30% و 31.1% على الترتيب، أما فيما يتعلق بسنة 2004 فقد شهد البنك تحسناً بـ 26.8% في قيمة المحفظة المالية، ويبقى البنك محافظاً على مستواه ويعمل دوماً على زيادة استثماراته، وفي سنة 2005 عرفت سندات الحكومة ارتفاعاً ملحوظاً وكذلك الحال بالنسبة للأسهم حيث ارتفعت بـ 28.5% مقارنةً مع السنة السابقة، واستمر البنك في زيادة قيمة محفظته المالية في سنة 2006 خاصة ما تعلق بالأسهم والأوراق المالية ذات العوائد المتغيرة.

المطلب الثاني: عوائد محفظة بنك BNP Paribas وكيفية حسابها

الفرع الأول: عوائد محفظة بنك BNP Paribas

يقوم البنك باستثمار جزء من موارده المالية في الاستثمار بالأوراق المالية، وبذلك فهو يكون محفظة الأوراق المالية بغرض الحصول على أعلى العوائد المالية، وللتقليل من المخاطر قدر المستطاع، وفي الجدول الموالي سيتم عرض العوائد المالية لمحفظة البنك وذلك خلال الفترة 1999-2006.

جدول رقم (3-3): عوائد محفظة بنك BNP Paribas الوحدة: مليون أورو.

المجموع	عائد الأسهم طويلة المدى والمساهمات في الشركات التابعة	عائد أسهم التوظيف	عائد الأوراق ذات العائد الثابت والأوراق الأخرى الشبيهة	العائد	السنوات
2505	143	32	2330		1999
3388	346	45	2997		2000
3113	435	129	2549		2001
4255	301	22	3932		2002
3754	271	12	3471		2003
3649	253	41	3355		2004
2433	251	43	2139		2005
3676	370	82	3224		2006

المصدر: من إعداد الطلبة اعتماداً على تقارير البنك 1999-2006.

وكما يبدو فالبنك يعمل على التنوع بين مختلف الأدوات المالية المتاحة في السوق المالي لتكوين محفظة مالية تعمل على تعظيم العائد وتدنية الخطر.

الفرع الثاني: حساب عائد المحفظة المالية

إن عائد المحفظة المالية هو عبارة عن الوسط المرجح لعوائد الأوراق المالية التي تكون هذه المحفظة وبحسب بالعلاقة التالية:

$$R_p = \sum W_i \cdot R_i$$

حيث:

R_i : عائد الورقة المالية.

n : مجموع الأوراق المالية داخل المحفظة المالية.

بالرجوع إلى الجدول رقم (3): يمكن الحصول على:

$$R_p = 0.86(23997) + 0.27(406) + 0.03(2370)$$

$$R_p = 16317.96 + 109.62 + 71.1$$

$$R_p = 16498.68$$

نجد أن خلال الفترة الممتدة بين 1999-2006 قد تحصل البنك على عائد إجمالية يقدر بـ 16498.68 مليون أورو.

أولاً: حساب خطر المحفظة المالية: إن الخطر المراد قياسه هو الخطر الكلي للمحفظة المالية، هذا الأخير الذي يقاس بالتباين أو بالانحراف المعياري، إلا أنه لا بد من حساب الانحراف المعياري لكلا من عوائد الأسهم (R_b) ذات العائد المتغير وعوائد الأوراق المالية طويلة المدى (R_a).

(1) **حساب الانحراف المعياري لعوائد الأوراق المالية الفردية:** سيتم حساب الانحراف المعياري لعوائد الأوراق المالية الفردية معتمدين في ذلك على الجدول الموالي¹:

جدول رقم (3-4): حساب الانحراف المعياري للمحفظة المالية الوحدة: %

السنوات	R_a	R_b	$(R_a - \bar{R}_a)^2$	$(R_b - \bar{R}_b)^2$	$R_a - \bar{R}_a$	$R_b - \bar{R}_b$	$(R_a - \bar{R}_a) \cdot (R_b - \bar{R}_b)$
1999	0.32	1.43	0.0324	2.3409	-0.18	-1.53	0.2754
2000	0.45	3.46	0.0025	0.25	-0.05	-0.5	-0.025
2001	1.29	4.35	0.6241	1.9321	0.79	1.39	1.0981
2002	0.22	3.01	0.0784	0.0025	-0.28	0.05	-0.014
2003	0.12	2.71	0.1444	0.0625	-0.38	-0.25	0.095
2004	0.41	2.53	0.0081	0.1849	-0.09	-0.43	0.0387
2005	0.43	2.51	0.0049	0.2025	-0.07	-0.45	0.0315
2006	0.82	3.70	0.1024	0.5476	0.32	0.74	0.2368
المجموع	4.06	23.70	0.9972	5.523			1.7365

¹ Mondher Bellalah, gestion de portefeuille et théorie des marchés financiers, économique 2^{ème} Edition Paris, 1999, p: 12.

المصدر: من إعداد الطلبة اعتمادا على تقارير البنك

إن المتوسط الحسابي لعائد الأسهم يحسب بالعلاقة التالية:

$$\bar{R}_a = \frac{\sum R_{at}}{n} = 0.5\%$$

R_{at} : عائد السهم في السنة.

n : عدد السنوات.

إن المتوسط الحسابي لعوائد الأوراق المالية طويلة المدى ذات العائد المتغير هو:

$$\bar{R}_b = \frac{\sum R_{bt}}{n} = 2.96\%$$

أما فيما يتعلق بالانحراف المعياري فيحسب بالعلاقة التالية:

$$\delta_a = \sqrt{\frac{\sum (R_{at} - \bar{R}_a)^2}{n-1}} = 0.3774 = 37.74\%$$

ومنه فإن انحراف عائد الورقة المالية (R_b) مساوي لـ 0.3774 أي ما يعادل النسبة 37.74%.

$$\delta_b = \sqrt{\frac{\sum (R_{bt} - \bar{R}_b)^2}{n-1}} = 0.8882 = 88.82\%$$

إن الانحراف المعياري لعائد الورقة (R_b) يساوي 0.8882 أي ما يعادل 88.82% وبالتالي فإن خطرها أكبر من خطر الأسهم.

(2) خطر المحفظة المالية: إن خطر المحفظة المالية يقدر بالعلاقة التالية:

$$\delta_p = (X_a)^2 (\delta_a)^2 + (X_b)^2 (\delta_b)^2 + 2\text{cov}(a,b)$$

على اعتبار أن التباين يحسب بالعلاقة التالية:

$$\text{cov}(a,b) = \frac{(R_a - \bar{R}_a)(R_b - \bar{R}_b)}{n-1} = \frac{1.7365}{7} = 0.2480$$

ومنه فخطر المحفظة المالية يقاس بـ :

$$\begin{aligned} \delta_{p2} &= (0.27)^2 (0.3774)^2 + (0.03)^2 (0.8882)^2 + 2(0.2480) \\ &= 0.0103 + 0.0007 + 0.4960 \\ &= 0.5063. \end{aligned}$$

ومنه فالانحراف المعياري أو الخطر الكلي للمحفظة يقدر بـ:

$$\sqrt{\delta^2} = 0.711 \times 5 = 71.15\%$$

ومنه فحسب النتائج المتحصل عليها يمكن القول أن الخطر الكلي للمحفظة المالية أقل من مجموع خطر الأوراق المكونة لها، ويعود السبب في ذلك إلى اعتماد البنك على التنويع، وبالتالي فالبنك بتكوينه لهذه المحفظة يحقق عوائد أكثر بمخاطرة أقل، وهذا ما يدل على فعالية الإدارة أي أن المحفظة هي محفظة كفاءة.

(3) معامل الارتباط بين عوائد أوراق المحفظة المالية:

يقيس معامل الارتباط درجة الارتباط بين عائد أسهم التوظيف وعائد الأوراق المالية طويلة الأجل وحصص الشركات طويلة الأجل، ويستعمل هذا المعامل لمعرفة مدى قدرة البنك على التنويع بين الأوراق المالية، حيث يحسب بالعلاقة التالية:

$$P = \frac{\text{Cov}(a,b)}{\delta_a \delta_b} = \frac{0.2480}{(0.3743)(0.8882)} = 0.74+$$

حسب نتيجة معامل الارتباط يمكن القول أن:

- كون معامل الارتباط موجب فإن ذلك يعني أن عوائد الأسهم في علاقة ارتباطية موجبة، ولكنه ارتباط غير تام، مما يعني أنه يمكن تدنية المخاطر دون تخفيض في العائد وذلك من خلال التنوع بين مختلف الأوراق المالية، وبالتالي فالبنك قد حقق نتيجة جيدة فيما يتعلق بارتباط أوراق المحفظة المالية¹.

المطلب الثالث: قياس أداء محفظة البنك

لقياس أداء المحفظة يتم الاستعانة بمؤشر شارب الذي يعتمد على النسبة بين فرق عائدي المحفظة وعائد الأوراق المالية الخالية من المخاطر، وبين الانحراف المعياري لعائد المحفظة المالية، ويمكن حسابه كما يلي:

$$\delta_p = \frac{R_p - R_f}{\sqrt{\delta^2}}$$

ونعلم بأن:

R_p : عائد المحفظة المالية ويساوي: 16498.68

R_f : العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر ويساوي: 4692

$\sqrt{\delta^2}$: الانحراف المعياري عن العائد ويساوي: 71.15

وبالتالي فإن مؤشر شارب يصبح:

$$\delta_p = \frac{16498.68 - 4692}{71.15} = 165.89$$

إن الحصول على مؤشر شارب دليل موجب على فعالية الأداء وبالتالي فالبنك يقوم بإدارة محفظته المالية بكفاءة.

¹ منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص: 283.

خلاصة الفصل:

حسب الدراسة التي أجريناها على بنك BNP Paribas يمكن القول انه يقوم بإدارة محفظة أوراقه المالية معتمداً في ذلك على إستراتيجية محكمة، بحيث يعمل على التركيز بالتنوع في الأوراق المالية المكونة لمحفظته فهو بهذا يقوم بإدارة المحافظ المالية بفعالية، ودليل ذلك النتائج التي تحصلنا عليها.

من خلال ما تقدم يتبين لنا بأن إدارة المحفظة المالية تعتمد أساسا على الخبرة في مجال الإدارة المالية، وعلى الدراية الواسعة بتغيرات السوق الرأسمالي

الحق

الخاتمة:

خلاصة ما تقدم بحثه أن التطورات الحديثة أدت إلى إحداث تغييرات واسعة النطاق على الجهاز المصرفي، حيث اتجهت البنوك إلى أداء خدمات مصرفية ومالية لم تكن تقوم بها من قبل، إذ نجدها تجمع بين وظائف البنوك التقليدية ووظائف البنوك المتخصصة، وبنوك الاستثمار والأعمال، ومن أهم هذه الخدمات المصرفية الحديثة تلك المتعلقة بالأوراق المالية وإدارتها.

إن تكوين محفظة الأوراق المالية بمثابة سياسة استثمارية حديثة، تعمل على فكرة المزج بين البدائل الاستثمارية بغرض تحقيق مجموعة من الأهداف، وعلى رأسها تحقيق العوائد بأقل مخاطر ممكنة، ويمكن تحقيق هذا بالتنوع، أي بتنوع موجودات المحفظة المالية بين الأصول الخطيرة والأصول غير الخطيرة، مما يجعل عملية تكوين المحفظة المالية عملية معقدة تتحكم فيها مجموعة من من القيود والعوامل والمحددات، وكذا المقومات.

بعد تكوين محفظة الأوراق المالية تأتي مرحلة الإدارة، هذه الأخيرة التي تتطلب الخبرة والدراسة بتغييرات الظروف الاقتصادية وذلك بغرض تحقيق أهداف الاستثمار المرجو تحقيقها، مما يؤدي إلى تغيير سياسة الإدارة حسب نوع الهدف.

نظرا لأهمية الموضوع وتعقيده توجه العديد من الباحثين وطلاب الإدارة المالية إلى البحث فيه، مما أسفر الأمر على عدة نظريات ونماذج علمية وعلى رأسها نظرية ماركويتز، هذه الأخيرة، هذه الأخيرة التي تعتبر كنقطة الانطلاق، إذ على إثرها ظهر نموذج تسعير الأصول الرأسمالية، ثم نظرية التسعير بالمراجعة بالإضافة إلى نماذج ونظريات حديثة، هذا ونجد أن معظم هذه الأبحاث عنيت بالعوامل المؤثرة على عائد المحفظة المالية وعلاقته بخطرها وعلى إثر هذه النماذج توصل الباحثون إلى طرق لقياس أداء المحفظة المالية وسرعان ما أحدث تعديل عليها أدى إلى ظهور طرق حديثة.

نتائج إختبار فرضيات البحث:

من خلال الدراسة التي قمنا بها توصلنا إلى:

- تعتبر محفظة الورق المالية توليفة لمجموعة البدائل الاستثمارية التي تقوم على مزج الأوراق المالية بهدف الحصول على أعلى عائد وبأقل مخاطرة، وتتكون من كافة الأوراق المالية التي يحتفظ بها مثل الأسهم والسندات وهو ما يبين صحة الفرضية الأولى.
- تتمثل العوامل المختلة التي يجب مراعاتها عند تكوين محفظة الأوراق المالية في العائد والخطر والتنوع لماً في ذلك من علاقة طردية بين العائد والخطر، وهو ما يثبت صحة الفرضية الثانية.

الخاتمة

- أما فيما يتعلق بأنواع محافظ الأوراق المالية المعتمدة من طرف بنك BNP Paribas فهو يعتمد على محفظة الدخل والنمو بالإضافة إلى أنواع أخرى من المحافظ باعتباره بنك عالمي وهذا ما يثبت صحة الفرضية الثالثة.

نتائج البحث:

- لتكوين محفظة الأوراق المالية لابد من مراعاة العديد من الاعتبارات الإدارية الفنية مثل كفاءة أسواق رأس المال، اتجاه أسعار الفائدة على القرض، معدل التضخم، والقدرة الشرائية للنقود.
- يحكم تكوين المحفظة المالية عدة مكونات وعوامل هامة تتمثل في العائد المحقق، خطر موجودات المحفظة المالية والتنويع.
- إن العوائد والمخاطر التي يمكن للمستثمر أن يحددها، وبالتالي يبني على أساسها سياسته الاستثمارية التي هي متوقعة وليست فعلية لذا فهي تستند إلى توزيع احتمالي.
- الخطر المتعلق بالمحفظة المالية هو عبارة عن خطر كلي يحسب عن طريق الانحراف المعياري وينقسم إلى خطر غير منتظم يمكن التغلب عليه عن طريق التنويع، وخطر منتظم لا يمكن تجنبه بالتنويع وبحسب بمعامل بيتا.
- يعد تكوين محفظة الأوراق المالية محط اهتمام العديد من الباحثين مما أسفر الأمر على ظهور العديد من النظريات والنماذج التي اهتمت بالعلاقة بين عائد المحفظة المالية وخطرها.
- يلجأ صاحب المحفظة إلى هيئات مختصة في إدارتها إدارة فعالة، ومن أهم هذه الهيئات نجد البنوك التجارية.
- يعتبر الاستثمار في الأوراق المالية على مستوى البنوك التجارية المصدر الثاني لاستخدامات وذلك بعد القروض.
- يبدو لنا أن بنك BNP Paribas يقوم بدور فعال في إدارة المحفظة المالية وذلك من خلال النتائج المتحصل عليها، حيث توصلنا إلى حساب عائد محفظة البنك من خلال جمع عوائد البنك المرجحة بأوزانها، وقدرنا خطرها عن طريق الانحراف المعياري، وأثبتت النتائج أن خطر المحفظة المالية أقل من خطر أوراقها المالية وذلك راجع إلى التنويع.

اقتراحات وتوصيات:

- لابد على البنوك أن تعتمد على المشتقات المالية في إدارة المحفظة المالية.
- لابد على البنوك أن تحقق تنويع في الأوراق المالية بما يتوافر وتوزيع المخاطر.
- العمل على تطوير البورصة وذلك لتنشيط سوق القيم المنقولة وغيرها.
- توفير نوع من الاستقرار وزرع الثقة في نفوس المستثمرين وبالتالي تحسين المناخ الاستثماري.

الخاتمة

- ضرورة اطلاع البنوك التجارية الجزائرية على الأساليب العلمية لإدارة محافظ الأوراق المالية ومحاولة تطبيقها.

وفي الأخير ننبه إلى أهمية الموضوع رغم الصعوبات التي واجهناها لما يتسم به من أهمية لذا نقترح موضوع قياس أداء المحفظة بالطرق الحديثة.

قائمة المراجع

قائمة المراجع

المراجع باللغة العربية:

1. الكتب:

- 1- أسعد حميد العلي، الإدارة المالية، الطبعة الثانية، دار وائل للنشر، عمان-الأردن-، 2012.
- 2- آل علي رضا، إدارة المصارف-مدخل تحليل-، دار الفكر للطباعة والنشر والتوزيع، 2002.
- 3- بوعتروس عبد الحق، الوجيز في البنوك التجارية، كلية العلوم الاقتصادية، جامعة قسنطينة، الجزائر، 2000، ص: 177.
- 4- حسن خريوش وآخرون، الاستثمار والتمويل بين النظرية والتطبيق، مؤسسات التجهيز المكتبية، عمان، 1996.
- 5- خالد وهيب الراوي، إدارة المخاطر المالية، الطبعة الثانية، دار المسيرة للنشر والتوزيع، الأردن، 2009.
- 6- دريد كمال آل شيب، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار المسيرة، عمان-الأردن-، 2010.
- 7- ربحي عبد القادر، إدارة محافظ الاستثمار، الطبعة الأولى، 2004.
- 8- سامر جلدة، البنوك التجارية والتسويق المصرفي، دار أسامة للنشر والتوزيع، الأردن، 2011.
- 9- سرور إبراهيم سرور، الإدارة المالية النظرية والتطبيق العلمي، الطبعة الأولى، دار المريخ للنشر، الرياض-المملكة العربية السعودية-، 2009.
- 10- السيد متولي عبد القادر، الأسواق المالية والنقدية في عالم متغير، الطبعة الأولى، دار الفكر، 2010.
- 11- ضياء مجيد الموسوي، البورصات، منشورات الجزائر، 1998.
- 12- ظاهر حيدر جردان، مبادئ الاستثمار، دار المستقبل للنشر والتوزيع، 1997.
- 13- عبد الغفار حمدي وسمية قرياقص، أسواق المال، دار الجامعة للنشر والتوزيع، عمان، 2000.
- 14- عبد الغفار حنفي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية للنشر والتوزيع، الإسكندرية، 1995.
- 15- علا نعيم عبد القادر وآخرون، مفاهيم حديثة في البنوك التجارية، دار البداية للنشر والتوزيع، الأردن، 2009.
- 16- غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، دار المناهج للنشر والتوزيع، عمان-الأردن-، 2008.
- 17- غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الاستثمارية، الطبعة الثالثة، دار المناهج للنشر والتوزيع، الأردن، 2008.
- 18- غازي فلاح المومني، إدارة المحافظ الاستثمارية، الطبعة الثانية، دار المناهج للنشر والتوزيع، الأردن، 2003.

- 19- قاسم نايف علوان، إدارة الاستثمار، دار الثقافة للنشر والتوزيع، عمان، 2009.
- 20- مبارك بن سليمان بن محمد آل سليمان، أحكام التعامل في الأسواق المالية المعاصرة، دار كنوز شيبيليا للنشر والتوزيع، السعودية، 2005.
- 21- متولي عبد القادر، اقتصاديات النقود والبنوك، دار الفكر للنشر والتوزيع، عمان، 2010.
- 22- محسن أحمد الخديري، كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة، إيزاك للنشر والتوزيع، عمان، 1996.
- 23- محسن أحمد الخضري، كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة، أتراك للنشر والتوزيع، مصر الجديدة، 1999.
- 24- محمد صالح الحناوي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 1996.
- 25- محمد علي ابراهيم العامري، الإدارة المالية المتقدمة، الطبعة الأولى، دار إثراء للنشر والتوزيع، الأردن، 2010.
- 26- محمد قاسم خصاونة، أساسيات الإدارة المالية، دار الفكر، عمان، الأردن، 2011.
- 27- محمد محمود عبد ربه، طريقك إلى البورصة، مخاطر الاعتماد على البيانات الحسابية عند تقييمك للاستثمار في سوق الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000.
- 28- محمد مطر، إدارة الاستثمارات الإطار النظري والتطبيقي، الطبعة الثانية، مؤسسة الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 1999.
- 29- محمود حسين الوادي وآخرون، النقود والمصارف، دار المسيرة للنشر والتوزيع، عمان، 2010.
- 30- مصطفى كمال طه شريف، بورصة الأوراق المالية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، 2009.
- 31- منير ابراهيم هندي، إدارة البنوك التجارية، الإسكندرية، جامعة طنجة، 2010.
- 32- منير ابراهيم هندي، إدارة البنوك التجارية-مدخل اتخاذ القرارات-، الطبعة الثانية، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 2010.
- 33- منير ابراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، الاسكندرية، 1999.
- 34- منير الهندي، أدوات الاستثمار في الأوراق المالية وأسواق الاستثمار، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 1999.
- 35- هيل عجمي الجبابي وآخرون، النقود والمصارف والنظرية النقدية، دار وائل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2009.

II. الرسائل والأطروحات:

- 1- بوزيد سارة، إدارة محفظة الأوراق المالية على مستوى البنك التجاري، مذكرة مقدمة لنيل شهادة ماجستير، معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة منتوري، قسنطينة، 2005.
- 2- شعباني إيمان، إدارة محفظة الأوراق المالية في البنوك التجارية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة ماستر، معهد علوم التسيير، المركز الجامعي ميلة، 2012-2013.

3- مايضي عمار، محددات الاستثمار المحفظي وآثاره على أسواق الأوراق المالية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة ماجستير، جامعة بومرداس، الجزائر، 2008-2009.

III. المواقع الإلكترونية:

<http://www.djelfa.info/vb/showthread.php?:279782>

المراجع باللغة الفرنسية:

- 1- Law rôle Gilman, Michael Jelinek: investissement et marchés financiers, perso éducation, 9eme édition, paris, 2005.
- 2- Rapport annuel 2005 de Banque BNP Paribas
- 3- Mondher Bellalah, gestion de portefeuille et théorie des marchés financiers, économique 2^{eme} Edition Paris, 1999.