

الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
وزارة التعليم العالي و البحث العلمي
جامعة منتوري - قسنطينة
كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير
تخصص: إدارة مالية

إدارة محفظة الأوراق المالية على مستوى البنك التجاري - دراسة حالة بنك BNP PARIBAS -

مذكرة مكملة لنيل شهادة الماجستير في علوم التسيير

تحت إشراف الأستاذ:
د. عبدالحق بوعتروس

إعداد الطالبة:
بوزيد سارة

الجامعة الأصلية	الرتبة	الصفة	إسم الأستاذ
جامعة قسنطينة	أ. محاضر	رئيسا	سحنون محمود
جامعة قسنطينة	أ. محاضر	مقررا	بوعتروس عبد الحق
م ج أم البواقي	أ. محاضر	عضوا	بوراس أحمد
جامعة قسنطينة	أ. محاضر	عضوا	بعلوج بولعيد

السنة الجامعية: 2006-2007

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

تشكر

قال رسول الله عليه الصلاة و السلام:

" من إصطنع إليكم معروفا فجازوه، فإن عجزتم عن مجازاته فادعوا له حتى تعلموا

أنكم قد شكرتم ، فإن الشاكر يحب الشاكرين".

وعليه لا يسعني إلا أن أرفع يديا متضرعة بالدعاء و الشكر لله سبحانه وتعالى

أن وفقني لإتمام هذه المذكرة.

كما أتقدم بالشكر الخالص إلى الأستاذ المشرف عبدالحق بوعتروس على ما قدمه

لي من نصائح و إرشادات لإتمام هذا البحث جزاه الله خيرا.

وكذلك أشكر كل أساتذتي من التعليم الإبتدائي إلى الجامعة.

مقدمة

إن التغيرات المحلية و العالمية التي طرأت على الإقتصاديات المعاصرة أدت إلى وجود إستثمارات كبيرة الحجم تتطلب أموال ضخمة وطاقات كبيرة، كما عرفت تنوعا في المتعاملين الإقتصاديين سواء كانوا أفراد أو مؤسسات، حيث يتميزون بامتلاكهم لفوائض مالية ولهم فرص أوعدة إختيارات لتوظيف وإستثمار هذه الفوائض، ولعل أهم تلك الفرص المتاحة في الإقتصاد المعاصر هو الإستثمار في الأوراق المالية.

إن تحول نمط التمويل من التمويل غير المباشر إلى التمويل المباشر يبين لنا مدى أهمية الأسواق الرأسمالية كأحد أطراف النظام المالي، إذ أصبحت أسواق رأس المال هي المكان الذي يجمع بين الوحدات ذات العجز والوحدات ذات الفائض، كما أصبحت تمثل المصدر الرئيسي لتمويل المنشآت الإقتصادية الخاصة منها و العمومية، وكذا الجماعات المحلية و الدولة وهذا ما أدى إلى تنوع الأدوات المالية بها، الأمر الذي أدى بالأطراف المتدخلة فيها إلى العمل على الإستفادة من فرصة تنويع إستثماراتهم من هذه الأدوات المالية، وبالتالي تكوين محفظة الأوراق المالية.

تعتبر محفظة الأوراق المالية كتوليفة لمجموعة من البدائل الإستثمارية التمويلية، حيث يسعى المستثمر وهو بصدد تكوينها إلى العمل على الحصول على مزيج من الأوراق المالية المنوعة تنوعا يضمن له التخفيف من المخاطر، وبالتالي لتكوين محفظة الأوراق المالية لابد من مراعاة عدة عوامل على رأسها العائد، الخطر، و التنويع وذلك بغرض الحصول على المحفظة الكفأة، هذا وتأتي بعد مرحلة التكوين مرحلة الإدارة، هذه الأخيرة التي تتطلب معرفة علمية وخبرة كبيرة في مجال الإستثمار في الأوراق المالية، كما أن إستراتيجيتها تتغير بتغير الأهداف المرجوة منها.

إن تعدد الإختيارات بين مختلف الأوراق المالية أدى إلى إهتمام الكثير من الباحثين الإقتصاديين بهذا الموضوع، وهذا ما نتج عنه الكثير من النظريات والنماذج وعلى رأسها نظرية

ماركوبتز التي تعتمد على على الإختيار بين الحوافظ البديلة ليتم تعيين المحفظة المثالية الخطيرة،و تعتبر أن تعيين هذه الأخيرة يستند على ثلاثة عوامل رئيسية وهي العائد ، الخطر ، والتنويع، وبعد إسقاط نتائج ماركوبتز على الأصول الخطيرة تم التوصل إلى حد كفاء جديد، الأمر الذي أدى إلى ظهور نمذج تسعير الأصول الرأسمالية، حيث يقوم على أساس تسعير المخاطر ويعتبر أن عائد المحفظة المالية تابع لخطرها المنتظم وأن محفظة السوق هي المحفظة المثالية و التي على أساسها يتم تحديد المحفظة الكفاءة، إلا أن الإنتقادات التي وجهت إلى النموذج فيما بعد خاصة ما تعلق بالعوامل المؤثرة على العائد أدت إلى ظهور نموذج العوامل، ثم نظرية التسعير بالمراجعة، إذ تعتبر أن عائد المحفظة المالية يتأثر بعدة عوامل أخرى و أنه يتم تحديد المحفظة الكفاءة عن طريق عمليات الترجيح التي تتم في السق المالي.

إن نموذج تسعير الأصول الرأسمالية جعل طلاب الإدارة المالية يسلكون طريقا آخر، وهو قياس أداء المحفظة المالية ، إذ تم التوصل إلى عدة مقاييس منها المقاييس التقليدية و المقاييس الحديثة.

نظرا لما تتطلبه إدارة المحفظة المالية من خبرة وكفاءة بقواعد الإستثمار في الأوراق المالية، ونظرا لعدم توفر الخبرة لدى المستثمر صاحب المحفظة المالية، أصبح هذا الأخير يوكل مهمة الإدارة إلى جهات مختصة و محترفة تملك المعرفة النظرية اللازمة و الخبرة العملية الكافية والأدوات الفنية الكافية من عقول و وسائل إلكترونية مبتكرة و معلومات صحيحة وحديثة تمكنها من إدارتها إدارة فعالة، وعلى رأس تلك الجهات نجد البنوك التجارية.

إن التغيرات الحالية جعلت من البنوك التجارية أهم هيئة يمكنها القيام بإدارة المحفظة المالية سواء الخاصة بها أو الخاصة بعملائها، هذا وتجدر الإشارة إلى أن نطاق عمل البنك التجاري كمدير لمحفظة عملائه لا يتوقف عند هذا الحد فقط، إذ يمكنه تقديم خدمات أخرى كحفظ الأوراق المالية

مسك حسابات عملائه المتعلقة بالأوراق المالية، الإشراف على عمليات التسوية و المقاصة المتعلقة
بموجودات المحفظة المالية...

إن أهمية الموضوع تبرز من خلال دراسة المحفظة المالية ومكوناتها المتنوعة، هذه الأخيرة
التي تكون تابعة لمؤسسات ذات أنشطة مختلفة وهي في حاجة إلى موارد مالية، وحتى تلبي حاجتها
هذه فهي تلجأ إلى أصحاب الفوائض المالية، الأمر الذي يؤدي إلى تجنب تكديس الأموال و تعطلها
من جهة، ومن جهة أخرى تحقيق عوائد و أرباح مرتفعة سواء لصالح المؤسسات المستثمرة أو
لصالح أصحاب الفوائض، مع العلم أن مسألة الحصول على العوائد المرتفعة مرهون بخبرة و
دراية كبيرة في مجال الإدارة المالية، مما يؤدي بهم الأمر إلى البحث عن مؤسسات مختصة في
مجال تكوين المحافظ المالية وإدارتها بفعالية وكفاءة.

ولعل الغرض من هذا البحث هو إبراز الدور الذي تلعبه البنوك التجارية في مجال إدارة
المحافظ المالية، باعتباره دور جديد و وظيفة حديثة أصبحت تزاولها البنوك اليوم، حيث فرضتها
عليها التغيرات المحلية العالمية، الأمر الذي أوجب على البنوك التجارية التوجه إلى مجالات حديثة
وكذا إحداث تغيرات جوهرية على مستواها من ناحية الأداء والسياسات والعمليات والنتائج و
التوجهات بغرض زيادة فعالية تعاملها وتوسيع هامش ربحها، والهدف من كل ذلك هو محاولة
تجنب أصحاب الأموال (أفراد، مؤسسات، أو بنوك أو غيرها) المخاطر المحتملة و تحقيق العوائد
المجزية، الأمر الذي يتطلب منا بحث مثل هذا الموضوع من خلال طرح التساؤلات التالية:

- ما هو الدور الذي تقوم به البنوك التجارية في مجال إدارة المحافظ المالية؟
- كيف يمكن للبنك أن يدير محفظة الأوراق المالية بفعالية؟
- ما هي التقنيات والإستراتيجيات المتبعة في إدارة المحفظة المالية؟
- وما هي المؤشرات التي يمكن أن تبين لنا الأداء الجيد للإدارة؟
- ثم هل هناك إختلاف بين إدارة محفظة البنك و إدارة محفظة العملاء؟

وكل ذلك إنطلاقاً من فرضنا القائل بأن البنوك تقوم بدور فعال في إدارة المحفظة المالية، ولا فرق بين محفظتها ومحفظة العملاء .

لقد وقع إختيارنا على موضوع إدارة المحفظة المالية على مستوى البنك التجاري بسبب الأهمية البالغة التي يكتسبها مثل هذا الموضوع في الوقت الراهن المحتكم إلى السوق المحفوف بالمخاطر في جميع المجالات، مع تزايد أهمية الأسواق المالية في الإقتصاد العالمية فضلاً عن تزايد عدد الأوراق المالية و تنوعها، وكذا نقص الخبرة لدى الكثير من المستثمرين، الأمر الذي يشكل منه موضوعاً خصباً للبحث و الدراسة.

سوف نحاول معالجة موضوع البحث و الإجابة على التساؤلات المطروحة، ومن ثم تمحيص فرضية بحثنا، بالإستناد على بعض الدراسات والابحاث التي تناولت الموضوع باتباع المنهج الوصفي التحليلي ومنهج الإنتقال من العام إلى الخاص، حيث نقوم بإستقراء البحوث و الدراسات التي لها علاقة بالموضوع، ثم نحاول إسقاط ذلك على الواقع من خلال إستعراض حالة تطبيقية ممثلة في حالة بنك BNP PARIBAS

لذلك كله إرتأينا أن نتناول موضوع بحثنا من خلال خطة ممثلة بثلاث فصول، نستعرض محتواها على النحو التالي بيانه:

الفصل الأول: متعلق بأساسيات حول إدارة محفظة الأوراق المالية، حيث نتناول فيه ماهية المحفظة المالية، فالعوامل المؤثرة في تكوين المحفظة المالية، ثم يتم عرض لمفاهيم متعلقة بإدارة المحفظة المالية.

الفصل الثاني: وقد خصص لتناول أهم النظريات والنماذج المتعلقة بإدارة المحفظة المالية، حيث يتم التطرق إلى أول نظرية وهي نظرية المحفظة المالية الخاصة "بماركوفيتز"، والتي على أساسها تم التوصل إلى نموذج تسعير الأصول الرأسمالية، ثم نتطرق إلى نموذج العوامل و

نظرية التسعير بالمراجعة، و في الأخير يتم عرض بعض المؤشرات التي تستعمل لقياس أداء إدارة محفظة الاوراق المالية والتي تم إشتقاقها من النظريات والنماذج.

أما الفصل الثالث: فهو متعلق بهيآت إدارة محفظة الأوراق المالية، حيث يتم فيه التعرف على مختلف الجهات المسؤولة عن إدارة المحفظة المالية، ثم يتم التركيز على البنوك التجارية باعتبارها أهم جهة مسؤولة عن هذه المهمة، إذ سنتطرق إلى دور البنك فيما يخص إدارة محفظته المالية وكذا دوره في إدارة محفظة عملائه، وفي الأخير يتم إسقاط ذلك على الواقع من خلال دراسة حالة بنك BNP PARIBAS مبرزين الدور الذي يقوم به هذا البنك في مجال إدارة محفظته المالية و محفظة عملائه مع محاولة قياس أداء البنك لمحفظته المالية.

وقد خلصنا إلى بعض النتائج التي تتسجم و طبيعة الموضوع، وتعتبر إجابة على التساؤل المطروح على الأقل من وجهة نظرنا، مع العلم أننا تعرضنا لبعض الصعوبات و أبرزها الترجمة، و قلة المعطيات والبيانات اللازمة لإتمام الدراسة التطبيقية بشكل خاص.

الفصل الأول: أساسيات حول إدارة المحفظة المالية

الفصل الأول: أساسيات حول إدارة المحفظة المالية

إن التمايز الموجود بين نمط الإنفاق ونمط توزيع الدخل، أدى إلى ظهور وحدات فائض و وحدات إنفاق، وبالتالي أصبحت رؤوس الأموال تنتقل بينهما وكل ذلك بغرض الحصول على عائد معقول، الأمر الذي أدى إلى ضرورة تواجد سوق تجمعهما.

ومن هنا ظهرت أسواق رأس المال، وكذلك ظهر الإستثمار في الأوراق المالية ، وأصبح هذا الأخير من المواضيع المهمة، إذ يقوم على ضرورة الحصول على أعلى العوائد مع التقليل من المخاطر قدر المستطاع ، وهذا الأمر لا يتحقق إلا بتحقيق تنويع جيد للموارد بما يضمن توزيعاً للمخاطر . ولما كان التنويع يقلل من المخاطر أصبحت هذه الأوراق تجمع فيما يسمى بالمحفظة المالية أو محفظة الأوراق المالية، هذه الأخيرة التي تعتبر كسياسة استثمارية تقوم على فكرة المزج بين البدائل الاستثمارية الأكثر فعالية وذلك عن طريق إدارتها إدارة محكمة.

وفي هذا الفصل سيتم التعرف على أساسيات حول المحفظة المالية من خلال التطرق إلى ماهية المحفظة المالية وذلك عن طريق التطرق لتعريفها، أهدافها، مكوناتها، آليات تكوينها، وأنواعها، ثم بعد هذا سيتم التعرف على العوامل المؤثرة في تكوين المحفظة المالية، هذه الأخيرة التي تتمثل في العائد، الخطر، والتنويع، وفي آخر الفصل سيتم التطرق إلى إدارة المحفظة المالية.

المبحث الأول: ماهية المحفظة المالية

يعتبر موضوع الحوافظ المالية كتطوير لعلم الاستثمار، جاء ليبي الحاجات الجديدة للمستثمرين الذين يعتبرون الاستثمار في الأوراق المالية، بمثابة خط الدفاع الأول للوقاية ضد المخاطر المحتملة.

المطلب الأول: التعريف بالمحفظة المالية والهدف من تشكيلها:

تحتل محفظة الأوراق المالية مكانة بارزة في أسواق رأس المال، وتزداد أهمية مكانتها من يوم لآخر نظرا للتطورات الهامة التي تشهدها هذه الأسواق ولتنوع أدائها المالية، الأمر الذي أدى إلى زيادة الإهتمام بها أكثر فأكثر.

1- تعريف المحفظة المالية:

تعرف المحفظة المالية على " أنها مجموعة إختيارات من الأوراق المالية، تشكل مزيجا متجانسا من هذه الأوراق، يتم إختيارها بعناية وبدقة فائقة، لتحقيق مجموعة من الأهداف والغايات، لذلك نجدها تتكون من عدد مناسب من الأوراق المالية (أسهم، سندات، صكوك...) تتباين وتختلف من حيث القيمة، معدل العائد المتولد عنها، مدة إستحقاقها".⁽¹⁾

كما تعرف "بأنها مجموعة من الأصول المالية أو الأوراق المالية المنقولة، التي يمسكها المستثمر بغرض المتاجرة والاستثمار، أي بغرض تنمية قيمتها السوقية وتحقيق التوظيف الأمثل لما تمثلها هذه الأصول من أموال".⁽²⁾

وعليه يمكن القول بأن محفظة الأوراق المالية هي عبارة عن توليفة لمجموعة أوراق مالية تختلف في قيمتها عائدها، مدة إستحقاقها، نوعها...، يتم إختيارها بدقة بالاعتماد على خاصية التنوع، وذلك بغرض تعظيم عائدها وتدنيه خطرها أي تحسين العلاقة (عائد - خطر)، ولذلك نجد أن المحفظة المالية عادة ما تتكون من عدد مناسب من الأوراق المالية (أسهم، سندات، مشتقات مالية... الخ) تتباين وتختلف فيما بينها من حيث قيمتها، معدل العائد المتولد عنها، ومدة استحقاقها.

2- الهدف من تشكيل محفظة الأوراق المالية:

(1) محسن أحمد الخضيرى: كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة، إيتراك للنشر و التوزيع، مصر الجديدة، 1999، (ص65).

(2) محمد صالح الحناوي: تحليل و تقييم الأسهم و السندات، مؤسسة النشر الجامعية، مصر، 2005، (ص267).

إن هدف أي مستثمر من بناء أو تشكيل محفظة أوراق مالية هو تحقيق منافع إضافية، إلا أن الأمر هنا 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 خطر ممكن عند مستوى عائد ثابت، وبالتالي فإن الهدف الرئيسي للمستثمر وهو يشكل محفظته المالية هو الحصول على أحسن ثنائية (خطر/ عائد) ممكنة⁽¹⁾

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

2-1- تعظيم الربح:

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

2-2- تحقيق أمان مستقبلي:

وهذا بتشكيل محفظة تتكون من أوراق مالية تعمل بمثابة إحتياطي 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.

2-3- تحقيق النمو:

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

2-4- تحقيق مكانة في المجتمع الاقتصادي:

Lawrenle Gitman, Michael Joelink : **Investissement et marchés financiers**, person éducation, 9^{ème} édition, paris

⁽¹⁾,2005,(p162)

⁽²⁾ محسن أحمد الخضيرى: مرجع سابق، (ص ص135-138).

من خلال حيازة مجموعات متنوعة من الأسهم والسندات يتم تدويرها بشكل كفاء وفعال ، مما يكسبه مكانة مرموقة في المجتمع.

2-5- 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.

2-6- 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 وفقا لإحتياجات وطبيعة المستثمر صاحب المحفظة.

المطلب الثاني: آليات تكوين محفظة الأوراق المالية:

لتكوين محفظة مالية مطابقة تماما لرغبة المستثمر وإحتياجاته لابد من التحديد المسبق للقيود والضوابط المفروضة على تكوينها، بالإضافة إلى مبادئ ومراحل تشكيلها.

1- قيود تكوين محفظة أوراق مالية: ويمكن التمييز بين القيود التالية⁽¹⁾:

1-1- قيود زمنية:

ونعني بها تحديد المدى الزمني الذي يرغب المستثمر صاحب المحفظة أن يستثمر خلاله، أي بمعنى تحديد نوع المدى الزمني الملائم له (قصير أم متوسط).

1-2- قيود مالية أو رأسمالية:

أي إمكانية المستثمر المالية وحجم ونوع الأموال التي تكون بحوزته والمخصصة لشراء وحيازة الأوراق المالية، بالإضافة لمدى توفر الأموال للمستثمر حتى يتمكن من إنتهاز الفرص الجيدة دون الاضطرار لبيع ما بحوزته.

1-3- قيود متعلقة بمدى الحاجة لتسييل المحفظة:

وذلك بشكل مفاجئ أو في أجل قصير الأمر الذي يؤدي بالمستثمر إلى التخلص من بعض الأوراق المالية، وفي هذه الحالة لابد عليه أن يختار الأوراق المالية الأكثر قابلية للتداول.

1-4- قيود ضريبية وإلتزامية:

وهذا مرتبط بالقوانين والتشريعات التي قد تمنح إعفاءات ضريبية معينة لأوراق مالية معينة أو لنوع

⁽¹⁾ محسن أحمد الخضيرى: مرجع سابق، (ص 69).

معين من الشركات أو لمناطق جغرافية معينة، أو لأنشطة معينة، لذا لا بد على المستثمر أن يكون على إطلاع بها حتى لا يتفاجئ بتغييرها.

1-5- قيود ومحددات المخاطر:

إن درجة تقلب المخاطر تتنوع وتختلف من استثمار لآخر، ومن ورقة مالية لأخرى، ومن درجة خطر معين لآخر، لذا لا بد على المستثمر أن يكون على علم بهذه المخاطر ومدى تأثيرها على العائد.

2- ضوابط تكوين محفظة أوراق مالية:

وبجوار قيود ومحددات تكوين المحفظة يجب على المستثمر أن يلتزم بالضوابط التالية⁽¹⁾:

- يجب على المستثمر أن يعتمد على رأسماله الخاص في تمويل محفظته المالية دون اللجوء إلى الإقتراض.

- 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 و كل ذلك يتم وفقا لقدرة المستثمر على تحمل مثل هذه المخاطر.

- يجب على المستثمر بين الفترة و الأخرى أن يجري تغيرات في مكونات المحفظة إذا ما تغيرت ظروفه بشكل يسمح له بتحمل مخاطر اكبر، أو بالعكس حسب ظروف السوق، أو إذا ما اتضح انخفاض أداء أحد الأسهم بصورة لافتة للنظر، أو قد تتحسن القيمة السوقية لعدد من الأسهم التي تتكون منها المحفظة لترتفع قيمتها النسبية بشكل يؤدي إلى زيادة مستوى مخاطر المحفظة عما هو مخصص له، مما يجعل مسألة إعادة تشكيل مكونات المحفظة المالية مسألة لا مفر منها.

- 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 إنخفضت المخاطر.

3- مبادئ تكوين محفظة مالية ناجحة:

هناك عدة مبادئ لا بد للمستثمر - صاحب المحفظة أو القائم على تشكيلها - أن يراعيها عند تكوينه للمحفظة المالية وذلك ليحصل على تشكيلة أوراق مالية ناجحة، سنذكر بعض منها على سبيل الذكر لا على سبيل الحصر:

(1) - حسام الدين: كيف تبني محفظتك الاستثمارية، مننديبات الخليج، (ص3)، أنظر إلى الموقع:

3-1- مبدأ القياس الكمي:

ويعني إمكانية قياس قيمة العائد المتوقع من الأوراق المالية المشكّلة للمحفظة المالية، و بالمقابل إمكانية قياس درجة الخطر التي تنطوي عليها المحفظة المالية، و لقياس العائد و الخطر لا بد من توفر المعلومات الكافية عن العائد و المعطيات الاقتصادية المتوقعة في المستقبل ، و التي يعتمد عليها في تقييم العائد المتوقع من المحفظة المالية ككل. (1)

3-2- مبدأ الشمول:

ويقصد به إشمال المحفظة المالية على معظم الأوراق المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية من أسهم،سندات، سندات حكومية،اذونات الخزينة...، وذلك حتى يتم تحقيق عائد مرتفع و مستقر نسبيا بأقل مخاطرة ممكنة.

3-3- مبدأ الارتباط:

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

3-4- مبدأ الجودة:

ونقصد بجودة ورقة مالية ما إمكانية بيعها أو شرائها في السوق دون أية عوائق ودون خسارة، وتتوقف جودة الورقة المالية عن بعدها عن المخاطرة الناتجة عن تقلبات السوق، كما يمكن القول أن توافر جودة في الورقة المالية يعني توافر وزيادة في قابلية السوق وتحسن فرص ترويجها

3-5- مبدأ التنوع:

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

- تنوع قطاعي (تنوع قطاعات، النشاط الاقتصادي).

- تنوع سوقي (أسواق حاضرة /مستقبلية، أسواق محلية /أجنبية)

-التنوع في الأوراق المالية (أسهم/ سندات/....).

- التنوع في نوعية الورقة المالية:

• أسهم ممتازة/ أسهم عادية.(2)

(1) محمد إسماعيل حميد: أسواق رأس المال و بورصة الأوراق المالية ومصادر تمويل المشروعات، دار النهضة العربية،(ص324).
(2) سعيد سيف النصر: دور البنوك التجارية في استثمار أموال العملاء، مؤسسة شباب الجامعة،مصر، (ص107).

•سندات الشركات/ سندات حكومية.

•سندات متغيرة الفائدة/ سندات ثابتة الفائدة.

•سندات المساهمة / شهادات الاستثمار .

4- مراحل بناء المحفظة المالية: إن إختيار المحفظة المالية يتم عبر ثلاث مراحل⁽¹⁾:

4-1- إختيار الأفق الزمني:

يمكن القول بأن نماذج المحفظة تحدد مدة زمنية معينة لحمل الأسهم، ولا يتم خلال هذه المدة أية صفقة للأسهم، وقد تم تحديد الحد الأدنى للأفق الزمني مع المعلومات المتوفرة، وتكلفة تحليل تلك المعلومات ب 06 أشهر إلى سنة وقد يمتد إلى سنتين، وتحت أغلب الظروف فإن أفق السنة الواحدة هو الحل الملائم، إذ يمكن التنبؤ بالتغيرات الاقتصادية بشكل دقيق بحيث تكون تقديرات العائد و تكلفة التحليل قريبة من الواقع، ويذهب في هذا الاتجاه كل من **rich** و **kritzman** حيث يؤكدان على ضرورة وجود مدة زمنية مناسبة وتنمية الاستثمار ليصل إلى مرحلة توليد العائد.

4-2- تهيئة المدخلات الحساسة:

تعتبر هذه المرحلة أي مرحلة تهيئة المعلومات والمدخلات الحساسة من أهم المراحل، باعتبار أن مخرجات هذه المرحلة تكون مدخلات للمرحلة التالية في بناء وتشكيل المحفظة المالية التي تحقق رغبات المستثمر من حيث العائد والخطر، ولذلك يعد التحديد الدقيق للمتغيرات التي تقيس العائد المتوقع والمخاطرة للورقة المالية ذات أمر مهم جدا فيما يتعلق بإجراءات بناء المحفظة.

4-3- نموذج تقدير المحفظة:

هناك العديد من الدراسات التي قام بها الباحثون والكتاب والتي أسفرت عن نماذج ونظريات في مجال بناء وإدارة المحافظ المالية، هذه الأخيرة التي تساعد مدير المحفظة على بناء محافظ مالية وإدارتها، بناء على رغبات المستثمرين و مراقبة التطورات التي تحدث على خصائص المحفظة نتيجة لتطورات خصائص مكوناتها.

المطلب الثالث: أنواع المحافظ المالية و مكوناتها

نظرا لإتساع الأسواق الرأسمالية و كذا تنوع الأدوات المتاحة بها، تعددت أنواع المحافظ المالية، وكذلك تعددت الأوراق المالية المكونة لها.

(1) -شهاب الدين حمد النعيمي: إدارة المعرفة وتطور وسائل بناء المحفظة المالية، المؤتمر السنوي العلمي الرابع، جامعة الزيتونة الأر دنية، 26-28 أبريل 2004، (ص ص 7-8).

1-أنواع المحافظ المالية:

يمكننا تقسيم المحافظ المالية بحسب نوع الأوراق المالية التي تحتويها، وتبعاً للأهداف المرجوة منها، ودرجة المخاطرة التي يمكن أن تتحملها إلى⁽¹⁾:

1-1-محافظ العائد المنتظم (الدخل):

يتأتى الدخل النقدي للأوراق المالية التي يحتفظ بها المستثمر لأغراض العائد من الفوائد التي تدفع للسندات أو التوزيعات النقدية للأسهم الممتازة أو العادية، وعلى هذا فإن الهدف من هذه المحافظ هو تحقيق أعلى معدل للدخل النقدي المنتظم، الثابت والمستقر وتخفيض المخاطر بقدر الإمكان، وهنا يتحتم على الجهة المكونة للمحفظة المالية إختيار الأوراق المالية التي تدرأعلى عائد، لذا يتم التركيز على السندات التي تحقق أعلى فائدة بأقل وقت بالإضافة إلى الأسهم التي توزع أرباح عالية قليلة الخطورة.

وعليه يعتبر الهدف الرئيسي من هذا النوع من المحافظ هو الحصول على تشكيلة تحقق دخلاً شهرياً أو سنوياً، ويتم هذا باختيار الجزء الأكبر من الأرباح المحققة.

1-2-محافظ الربح (النمو):

وهي المحافظ التي تشمل الأسهم التي تحقق نمواً متواصلاً في الأرباح وما يتبع ذلك من إرتفاع في أسعار الأسهم، وبالتالي تحسين القيمة السوقية للمحفظة، ويتناسب هذا النوع مع أهداف المستثمر الذي يسعى إلى تحقيق عائد مرتفع إلا أنه يتحمل درجة مخاطرة مرتفعة.

وعليه فإن هذه المحافظ تهتم بالاستثمار في أسهم الشركات التي تنمو أرباحها بسرعة بعد أخرى، هذه الأخيرة التي نجد معظمها في قطاعات جد متطورة وهي من المؤكد لها خصائص معينة .

- لها إستثمارات جيدة ومتطورة.
- لها قيمة سوقية مرتفعة.
- لها معدل مردودية جد عالي.
- هيكل مالي متوازن.
- قدرة تمويل ذاتي كبيرة جداً... الخ.

1-3-محافظ الربح و العائد (المختلطة):

تقع هذه المحفظة في الوسط بين محفظة العائد ومحفظة الربح، وهي تهدف لحماية رأس المال مع تأمين دخل معين، لذا فهي تجمع بين أوراق مالية لا تتحمل المخاطر، وأوراق مالية تحقق دخلاً

⁽¹⁾ - Josette Peyrard : **La Bourse**, Vuibert, France, 1998, (pp 211-213).

كبيراً وتتضمن مخاطر عالية، ويعتبر هذا النوع المفضل لدى المستثمر الذي يتطلع إلى المزج بين العائد والخطر.

1-4- المحافظ التقليدية:

هذا النوع من المحافظ يهتم بزيادة رأس المال مع الحصول على نتائج جيدة مقارنة بالسوق، وهذا يعني تحمل درجة معينة من المخاطر.

هذه المحافظ تتكون في معظمها من أسهم، وتتميز عن المحافظ السابقة في أنها محافظ حركية تعمل على البحث عن الفرص الجيدة لاستغلالها في السوق.

1-5- المحفظة المهاجمة:

هي محافظ تطمح لتحقيق فوائض في القيمة مع تحمل مخاطرة كبيرة، لذا فهي تعتبر محافظ حركية تزيد من إستغلال الفرص

1-6- المحفظة الحذرة:

هذا النوع من المحافظ يهدف إلى تأمين وضمان زيادة في رأس المال و في نفس الوقت تحقيق عائد معين، ولهذا فهي تعتمد في تشكيلها على محاولة التوفيق بين إنتظام العوائد ونمو الدخل، وفي الوقت نفسه يجب أن يطبق بعض التحكيم بين الدخل والعائد المحقق في المدى القصير، والدخل والعائد المحقق في المدى الطويل.

1-7- المحفظة المضاربة:

تركز على تحقيق عوائد سريعة وكبيرة مع تحمل مخاطر كبيرة، لذا فهي تتكون من الأسهم المضاربة أي التي تخضع لعمليات مضاربة كبيرة. وفي الأخير تجدر الإشارة إلى أنه مهما كان نوع المحفظة المالية فإن كل الأنواع تشترك في عدة أهداف أبرزها:

- المحافظة على رأس المال الأصلي.
- إستقرار تدفق الدخل وفقاً لحاجات الأفراد المختلفة ووفقاً لطبيعة المحفظة المالية.
- النمو في رأس المال.
- المخاطر التي يتعرض لها المستثمر.
- القابلية للسيولة والتسويق.

2- مكونات المحفظة المالية:

تتكون المحفظة المالية من مجموعة من الأوراق المالية كالأسهم السندات ، أدونات الخزينة... وغيرها من الأوراق المالية التي تصدرها الشركات والبنوك والدولة وغيرها من الهيئات العامة، وفيما يلي عرض لمختلف الأوراق المالية التي تكون المحفظة المالية:

2-1- الأوراق المالية التي تمثل ملكية الشركة:

وفي هذا الصدد يمكن التمييز بين الأسهم العادية والأسهم الممتازة.

2-1-1 الأسهم العادية:

أ- تعريف الأسهم العادية:

إن "السهم هو عبارة عن ورقة مالية قابلة للتداول ذات دخل متغير تصدرها شركة أسهم تضمن حق الشريك في هذه الشركة".⁽¹⁾

كما يعرف السهم " بأنه قيمة منقولة ممثلة بنسبة ملكية يمتلكها شخص ويقوم بتداولها، وتسمح له بأن يكون مساهم أو شريك بالشركة ".⁽²⁾

وكلمة سهم تعني حق الشريك في الشركة، كما تعني الصك المثبت لهذا الحق، وأنه جزء من أجزاء متساوية من رأس المال يعطى مقابل إشتراك المساهم في الشركة، وهو ينطوي على حق ملكية وحق دائنية في آن واحد، ويكون قابل للتداول عن طريق القيد في دفاتر الشركة.

يتم إصدار السهم العادي بقسيمة إسمية تحدد في العقد التأسيسي للشركة ويكون الإكتتاب في السهم العادي من خلال إكتتاب عام أو إكتتاب محدد (مغلق)، ويمكن أن يكون السهم لحامله (au porteur) أو إسمي (normatif).

ب - أنواع الأسهم العادية: هناك عدة معايير يتم اعتمادها في تقسيم الأسهم كما يلي:

* - من حيث طبيعة الحصة المقدمة: مميزين:

- الأسهم النقدية : هي الأسهم التي تدفع قيمتها نقداً، وتسمى أيضا بأسهم رأس

المال.⁽³⁾

- الأسهم العينية: هي الأسهم التي تمثل حصصاً عينية في رأس مال الشركة، إذ أن

البعض قد يقدم حصة عينية مالية كعقار أو منقول مقابل الحصول على ما يقابل قيمتها من الاسهم، ويتمتع حملة الاسهم العينية بنفس حقوق أصحاب الاسهم النقدية.

⁽¹⁾-Blanche Souci-roubi : *Lexique de banque*, dalloz, 1983, (p 03).

⁽²⁾-Cenec : *Dixequo de l'entreprise*, Dunod ,Bordas, paris, 1980, (p04).

⁽³⁾ -سعيد سيف النصر: مرجع سابق، (ص ص 114-115).

-**حصص التأسيس:** وهي صكوك لا تمثل حصة في رأس المال وإنما تعطي لحاملها الحق في أرباح الشركة، وهذه الصكوك يتم منحها لبعض المؤسسين مقابل التنازل عن إلتزام منحتة الحكومة، أو حق من الحقوق المعنوية كبراءة الإختراع.

***- من حيث تداولها (الشكل) وتضم:**

-**الأسهم لحاملها:** وهي التي لا تحمل إسم صاحبها، وعليه تنتقل الملكية بمجرد التسليم والتسلم دون الرجوع إلى الشركة، إلا أن صاحب هذا السهم لا يتمتع بكل حقوق صاحب السهم، فهو لا يحق له التصويت، أو الحضور في الجمعيات العامة.

- **الأسهم الإسمية:** وهي التي يدون عليها إسم صاحبها ولا تثبت ملكيتها بالنسبة للشركة إلا بقيد إسم المالك في دفاترها، وعند بيعها يتعين إثبات ذلك في دفاتر الشركة وذلك بتوقيع البائع على تنازل لصالح المشتري ليدون إسمه ضمن دفاتر الشركة من جديد.

-**الأسهم لأمر:** من المحتمل أن تصدر الشركة أسهما لأمر وتشتترط فيها أن تكون كاملة الوفاء، أي دفعت كل قيمتها الإسمية، مما يجعلها لا تتعقب تداولها ولا يمكنها التعرف على المساهم الأخير الملزم برصيد القيمة التي لم تدفع من قيمة السهم⁽¹⁾.

***- أنواع أخرى للأسهم العادية:** بالإضافة إلى هذه الأنواع هناك أنواع أخرى للأسهم العادية وسنذكر منها ما يلي:

- **الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية:**ترتكز فكرة هذا النوع من الأسهم بإصدار أسهم خاصة بأقسام إنتاجية للشركة وهذا زيادة على الأسهم العادية الخاصة بالشركة، ويكون إصدار هذه الأسهم مرتبط بأرباح القسم الإنتاجي للشركة وقد كانت شركة "جينرال موتور" أول من أصدر هذا النوع، وهذا بإدخالها إلى أسواق رأس المال نوعين إضافيين من الأسهم هما:

-نوع أطلق عليه فئة **E (E class)** يرتبط فيها التوزيعات بالأرباح التي يحققها قسم إنتاج أنظمة المعلومات الإلكترونية.

- نوع أطلق عليه فئة **H(Hclass)** ترتبط فيها التوزيعات بالأرباح المحققة في قسم إنتاج أجهزة الطائرات المروحية.

-**الأسهم العادية ذات التوزيعات المخصصة:** إن التوزيعات التي يحصل عليها حملة الاسهم العادية لا تعد من النفقات التي تخصم قبل حساب الضريبة.

(1) -شمعون شمعون: البورصة بورصة الجزائر، أطلس النشر، الجزائر، (صص 13-14).

-**الأسهم العادية المضمونة:** ظهر هذا النوع في الولايات المتحدة الأمريكية، وتعطي تلك الأسهم لصاحبها الحق في مطالبة الشركة بالتعويض في حال إنخفاض القيمة السوقية للسهم إلى حد معين خلال فترة محددة بعد الإصدار.

-**الأسهم العادية القابلة للبيع مرة ثانية للشركة المصدرة:** أي أن المشتري يشتري أسهما جديدة معروضة في السوق الأولية، ويستلم معها حق بيعها مرة ثانية للشركة التي أصدرتها، ويقوم المستثمر بتطبيق هذه الخاصية إذا كان سعر السهم في السوق الثانوية أقل ولم يحقق له الهدف المرجو منه، وبالتالي فهذه الخاصية توفر الحماية الكافية للمستثمر⁽¹⁾.

ج - خصائص الأسهم العادية:

*- عدد الأسهم العادية محدد في القانون الأساسي للشركة المساهمة، وعادة ما يتم إصدار عدد أقل من العدد المحقق في القانون الأساسي حتى تترك مجالاً للتصرف في عدد الاسهم المتداولة للجمهور.

*- الأسهم العادية أسهل من السندات من حيث الوصف لكنها أصعب من حيث التحليل، كما تعتبر الأسهم العادية غير محدودة العمر ولا الأرباح على عكس السندات.

*- للسهم العادي عدة قيم (قيمة إسمية، دفترية وسوقية).

*- يحق للشركة المساهمة سحب جزء من أسهمها من التداول وهذا بشرائها من حاملها، كما يمكن لأي مستثمر الحصول على أكبر عدد من أسهم الشركة.

*- يحصل حملة الأسهم على أرباح تتوقف على مقدار أرباح الشركة المحققة وتأتي بعد السندات والأسهم الممتازة في الترتيب من حيث الأولوية في الأرباح.

د - حقوق المساهمين العاديين: للمساهم العادي عدة حقوق من بينها:

*- **الحق في الأرباح الموزعة:** يحق للمساهمين بإعتبارهم ملاك الشركة الحصول على جزء من الأرباح التي حققتها، إلا أن الشركة غير ملزمة بتوزيع الأرباح سنويا حيث يحتفظ بجزء أو بكل الأرباح المحققة، مع العلم أن القانون يجبر الشركات على الاحتفاظ بنسبة معينة من أرباحها كاحتياطي قانوني.

(1) -صلاح السيد جودة: بورصة الأوراق المالية (علميا و عمليا)، مؤسسة و مطبعة الإشعاع الفنية، الطبعة الاولى، الإسكندرية، 2000، (ص 247-248).

*- **الحق في التصويت في الجمعية العامة:** باعتبار المساهمين ملاك الشركة فلهم الحق في إختيار مجلس الإدارة الذي يتولى قيادة الشركة، يتم التصويت على أساس أن لكل سهم صوت.

*- **حق نقل الملكية:** للمساهم الحق في التصرف في أسهمه بكل حرية.

*- **حق حضور الجمعيات العامة:** إن هذا الحق يمكن المساهمين من تسيير شركتهم، وقد تكون هذه الجمعيات طارئة أو عادية.

*- **حق الأولوية في الاكتتاب:** للمساهمين القدامى الحق في شراء الأسهم العادية الجديدة أو الأوراق المالية القابلة للتحويل ، وذلك بما يوافق النسبة التي يمتلكونها من الأسهم العادية القديمة، وهذا الحق يجعلهم يتفادون ظاهرة التمييع.*

*- **حق الاطلاع على وثائق الشركة وسجلاتها:** للمساهمين الحق في الإطلاع ومراجعة دفاتر وسجلات الشركة ، وإذا رفضت الإدارة يمكن للمساهمين طلب ذلك عن طريق المحكمة.

*- **حق الحصول على حصة من موجودات الشركة بعد التصفية:** أي بعد تسديد الديون و دفع نصيب حملة الأسهم الممتازة.

2-1-2- الأسهم الممتازة:

أ- تعريف الأسهم الممتازة:

هي عبارة عن مستند ملكية له قيمة دفترية، قيمة إسمية، قيمة سوقية شأنه في ذلك شأن السهم العادي، ولحامل السهم الممتاز الأولوية على حامل السهم العادي، وذلك سواء في الربح الموزع سنويا أو في إقتسام أصول الشركة عند إفلاسها أو عند تسييل أصولها.⁽¹⁾

ب- أنواع الأسهم الممتازة: نميز بين عدة أنواع من الأسهم الممتازة كما يلي:

*- **أسهم ممتازة قابلة للتحويل إلى أسهم:** وهي التي تعطي الحق لحاملها بتحويلها إلى أسهم عادية.

*- **أسهم ممتازة ذات توزيعات متغيرة.**

*- **أسهم ممتازة مجمعة للأرباح:** وهي الأسهم التي يتم تجميع الأرباح غير الموزعة عليها من سنة سابقة، لعدم كفايتها مع أرباح هذه السنة، وبذلك لا يحرم صاحب السهم الممتاز من حقه في التوزيعات.

* التمييع: معناه التخفيض من سلطة المساهمين القدامى.

(1) -نوزاد الهيئي، مقدمة الأسواق المالية، دار الشط للأعمال الفنية و الإخراج الصحفي، طرابلس، 1998، (ص56).

كفايتها

*- أسهم ممتازة غير مجمعة للأرباح: في إطارها يحرم صاحبها من الأرباح لعدم

*- أسهم ممتازة لها الحق في التصويت في الجمعية العامة للمساهمين .

*- أسهم ممتازة قابلة للاستدعاء: وهذا عن طريق دفع مبلغ يفوق قيمتها الإسمية.

*- أسهم ممتازة مضمونة من جهة خارجية: كالحكومة أو أي مؤسسة مالية.

*- أسهم ممتازة قابلة للسداد: لها تاريخ إستحقاق.

*- أسهم ممتازة لحاملها .

- أسهم ممتازة مشاركة في الأرباح وغير مشاركة للأرباح.

ج- خصائص الأسهم الممتازة:

*- الأولوية في الحصول على الأرباح بنسبة معينة: إلا أنها تأتي بعد أصحاب

الديون من حيث الأولوية.

*-خاصية التجميع: أي تجميع الأرباح وبالتالي عدم توزيع الأرباح لسنة أو أكثر، مما

يؤدي بالشركة المصدرة إلى دفع تلك الأرباح المتأخرة قبل توزيع الأرباح على المساهمين العاديين.

*- إمكانية الإستدعاء والإستبدال: بالرغم من أن الأسهم الممتازة تعتبر مستند ملكية

ليس له تاريخ إستحقاق، إلا أن الشركة بإمكانها إسترداد تلك الأسهم، وهذا إما بشرائها أو بإستبدالها بأسهم عادية.

*- إمكانية مشاركة المساهمين العاديين في الأرباح: أي مشاركة المساهمين العاديين

في الأرباح المتبقية، وهذا بعد حصول كل من حملة الأسهم الممتازة وحملة الأسهم العادية أيضا على أرباحها.

2-2- الأوراق المالية التي تمثل ديننا : وتتضمن كلامن:

2-2-1- السندات الخاصة بالشركات:

أ- تعريف السند: يعرف السند على أنه صك قابل للتداول يثبت حق حامله فيما قدمه من

مال على سبيل القرض للجهة المقرضة، وحقه في الحصول على الفوائد المستحقة وإقتضاء دين

في الوقت المحدد لانتهاء مدة القرض⁽¹⁾

* في إطار الأسهم المشاركة في الأرباح، يتم تحديد حد أدنى للأرباح المشاركة و إنطلاقا منها يتم حساب نسبة معينة من الأرباح، ولكل زيادة عن الحد الأدنى المحدد يستفيد أصحاب هذه النوع.

وعليه فإن السند يلزم المصدر بدفع فوائد ثابتة للدائن (المكاتب) مهما كانت النتيجة، كما يلزمه أيضا بتسديد قيمة القرض عندما يحين أجل إستحقاقه، والذي يتم الإتفاق عليه عند إبرام العقد، كما قد يتم تسديده قبل تاريخ الإستحقاق وذلك حسب الإتفاق، هذا وقد يتضمن الإتفاق إمكانية تحويل هذه السندات إلى أسهم تحت شروط معينة، بالإضافة إلى شروط أخرى ، وفي المقابل لا يحق للدائن (المقرض) المشاركة في إدارة الشركة، كما لا يحق له حضور الجمعيات العامة أو التصويت فيها.

ب- أنواع السندات: يمكن تقسيم السندات إلى عدة أنواع حسب المعيار المتبع:

*- حسب نوع الإصدار: نميز بين:

- سندات مصدرة بالقيمة الاسمية: وهي السندات التي تصدر بقيمة إسمية معينة مدونة على السند، هذه القيمة هي التي تتعهد الجهة المصدرة بتسديدها عند آجال إستحقاقها.

-سندات مصدرة بعلاوة: وهي السندات التي يتم إصدارها بقيمة إسمية معينة، على أن تتعهد الجهة المصدرة بتسديد قيمة السند مضافا إليه مبلغ معين يسمى علاوة ، وهي تعتبر إحدى السياسات التي تقوم بها الشركة التي تعمل على تشجيع المدخرين على الإكتتاب في سنداتها، فالسندات في هذه الحالة تباع بقيمة أقل من القيمة الإسمية.

- سندات مصدرة بخصم الفوائد مقدما: حيث يدفع المستثمر قيمة السند الإسمية مخصوم منها الفوائد، وعليه يتم إصدار السند بقيمة أقل من القيمة الإسمية، وعند الرد تلتزم الشركة برد قيمته الإسمية ، فالفارق بين القيمة الإسمية والقيمة التي أصدر بها تسمى بخصم الإصدار.

- سندات مصدرة بالأصبغة: وهي سندات يمنح لها مبالغ كبيرة عند إستهلاكها، ويتم إختيارها بطريقة القرعة، وهذه المبالغ تزيد بكثير عن القيمة الإسمية للسند .

*- حسب العملة التي تحرر بها السندات:

-سندات تحرر بالعملة الوطنية للجهة المصدرة.

-سندات تحرر بالعملة الأجنبية بالنسبة للجهة المصدرة.

*- حسب أجل الاستحقاق : نجد هناك:

- سندات قصيرة الأجل: التي لا يتعدى أجل إستحقاقها سنة، و يتعامل بها في

سوق السند.

-سندات متوسطة الأجل: يزيد أجل إستحقاقها عن سنة و لا يتعدى 7 سنوات.

- سندات طويلة الأجل: وهي التي يزيد أجل إستحقاقها عن 7 سنوات

-سندات مؤبدة.

(1) سعيد سيف النصر، مرجع سابق، (ص117).

* - حسب طريقة السداد: نميز بين:

- سندات تسدد قبل تاريخ الإستحقاق: حيث يتم إستدعاء السندات قبل تاريخ الإستحقاق عن طريق الإختيار العشوائي أو القرعة.
- سندات غير قابلة للإستدعاء قبل تاريخ الإستحقاق: يتم تسديد قيمة السندات قبل تاريخ الإستحقاق.

-سندات قابلة للتداول: أي سندات سوقية.

- سندات غير قابلة للتداول: أي سندات غير سوقية.

* - حسب أسلوب تحديد أسعار الفائدة: هناك نوعين من السندات كما يلي:

- سندات بمعدل فائدة ثابت: حيث يحدد سعر الفائدة قبل التعاقد، مهما كانت النتيجة ربح او خسارة.

- سندات ذات معدل فائدة متغير (عائم): وقد استحدث هذا النوع في الثمانينات بغرض مواجهة موجة التضخم التي أدت إلى رفع معدلات الفائدة، وبالتالي إنخفاض القيمة السوقية للسندات، وعادة ما يحدد سعر فائدة مبدئي يستمر العمل به لمدة ستة أشهر على أن يعاد النظر فيه دوريا كل نصف سنة بهدف تعديله .

* - حسب الحقوق التي يتمتع بها المالكين: وفي هذا الصدد نجد:

- سندات قابلة للتحويل إلى أسهم: ويستفيد حملة هذا النوع من السندات من الفوائد الثابتة في حالة تسجيل الشركة تدهور طويل نسبيا، والتحول إلى مساهم و الحصول على أرباح عندما تتحسن طبيعتها المالية.

- سندات مرتبطة بالذهب: أي بالتغيرات الطارئة على أسعار الذهب.

- سندات المشاركة في الأرباح: وهذا حسب ما ينص عليه العقد.

- سندات مرتبطة بمعيار نقدي: تتغير قيمة السند بتغير القوة الشرائية للنقود.

- سندات مرتبطة بمعيار إقتصادي: كمعدل الإنتاجية في الشركة المصدرة، متوسط

أسعار منتجاتها.

* - حسب نوع الضمان: هناك نوعين:

- سندات مضمونة: ببعض الأصول كالأراضي، المباني: الآلات، الأوراق المالية التي تكون محفظة الشركة...، وهذا النوع من السندات يجعل حاملها محميا بصراحة في وثيقة أو إتفاق الإصدار.

- **سندات غير مضمونة:** على عكس السندات المضمونة ، فهذا النوع لا تكون فيه السندات مرتبطة بأصول الشركة، ولذلك يتضمن عقد الإصدار عدم قيام الشركة بأي عمل قد يضر حملة السندات، كعدم إصدار مثل هذه السندات مرة أخرى.
بالإضافة إلى هذه الأنواع ، هناك أنواع أخرى مستحدثة للسندات، نذكر منها على سبيل المثال⁽¹⁾:

- **السندات التي لا تحمل معدل كوبون:** تباع هذه السندات بخصم على القيمة الإسمية على أن يسترد صاحب السند القيمة الإسمية للسند عند تاريخ الإستحقاق، ويتمثل مقدار العائد الذي يحققه المستثمر في الفرق بين ما دفعه لشراء السند، و سعر البيع في حالة ما إذا باعها.

- **السندات بكوبونات الإكتتاب:** وهي سندات ذات معدلات ثابتة تسمح لحاملها في تاريخ معين و بسعر محدد سابقا في عقد الإصدار بالحصول على سندات لنفس الشركة، إذ يرفق بكل سند قديم كوبون يمكن إستبداله بسند جديد عندما تمر فترة تحديدها، وبمجرد الإنتهاء من عملية الإصدار الأولي يتم تسجيل الكوبونات في البورصة بصورة مستقلة عن السندات المرافقة.

- **السندات ذات الدخل:** لحامل السند الحق في الحصول على فوائد بنسبة محددة من الدخل الذي تحققه الشركة، إلا أن هذا الحق يلغى في حالة عدم تحقيق الشركة لأرباحا، وعليه فهذه السندات تتشابه مع الأسهم إلى حد كبير.

ج- خصائص السندات:

*- السند ورقة مالية يتضمن إسم المقترض ، مبلغ القرض، عدد السندات المصدرة، القيمة الاسمية للسند سعر الإصدار، السعر الواجب دفعه للحصول على السند(قد يكون السند مصدر بعلاوة إصدار، علاوة تسديد، أو إصدار متكافئ).

*- يحصل حملة السندات على دخل ثابت سنويا يتمثل في الفائدة سواء حققت الشركة

ربحا أم لا.

*- للسند تاريخ استحقاق، فيه تلتزم الشركة بإرجاع القيمة الإسمية لحاملها.

*- السند قابل للتداول.

*- لا يحق لحامل السند المشاركة في الجمعية العامة للمساهمين.

⁽¹⁾ لمزيد من التفصيل إرجع:- نوزادالهيبي:مرجع سابق،(ص66).
- منير إبراهيم هندي: أدوات الإستثمار في أسواق رأس المال،المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، 2003 ،(ص
ص 54-60).

*- لحملة السند الحق في الحضور في جمعيات حملة السندات والإطلاع على الوثائق التي تنشر لجمعيات حملة السندات.

*- عند التصفية يكون لحامل السند الأولوية في الحصول على مستحقاته قبل حامل الأسهم العادية، لكن لا يحق له الحصول على الأرباح التي تقرر توزيعها على حملة الأسهم.

2-2-1- السندات الحكومية: هي عبارة عن أوراق مالية تصدرها الحكومة لتمويل مشاريع ذات منافع إجتماعية كالمدراس والمستشفيات مثلا، أو لمعالجة بعض المشاكل الاقتصادية أو غيرها من المشاكل الهيكلية طويلة الأجل، وعليه فهي خاصة بالمدى الطويل جدا، وتتميز هذه الأوراق بدرجة ضمان ودرجة سيولة كبيرتين.⁽¹⁾

2-2-2- أذونات الخزينة:

عبارة عن أوراق مالية حكومية قصيرة الأجل، لا يزيد أجل استحقاقها عن سنة، وذلك لغرض تمويل عجز في الميزانية العامة عن طريق القضاء أو على الأقل التخفيض من حدة التضخم، وتتميز أذونات الخزينة بسهولة التصرف فيها دون أن يتعرض حاملها لخسائر رأسمالية، وعادة ما يباع الأذن بخصم أي بسعر أقل من القيمة الإسمية، وفي تاريخ الإستحقاق تلتزم الخزينة بدفع القيمة الإسمية المدونة على الأذن، والفارق عبارة عن العائد الذي يجنيه المستثمر، و إذا ما قرر حامل الأذن التخلص منه قبل تاريخ إستحقاقه فإنه يضمن على الأقل إسترداد القيمة التي سبق و أن دفعها لشرائه.⁽²⁾

2-3- الأوراق المالية التي تجمع بين الملكية والدين:

وهي تمثل أوراق مالية هجينة، حيث تجمع بين خصائص الأسهم و السندات، فبالإضافة إلى الأسهم الممتازة التي صنفت من طرف البعض من الأوراق المالية الهجينة، فإنه من الممكن إضافة أوراق مالية أخرى، من بينها:

2-3-1- سندات المساهمة:

وهي شهادات قابلة للتداول تصدر من طرف شركات المساهمة، يتكون دخلها من جزء ثابت وجزء متغير حسب النتائج المحققة.

2-3-2- سندات بقسيمة الإكتتاب في الأسهم:

أوراق مالية تجمع بين صفات الأسهم و صفات السندات، حيث يمكن لحملتها الإكتتاب في أسهم الشركة المعنية، بحيث يحصل على قسيمة تابعة لسنداته ، وتؤهله للإكتتاب في سهم أو عدد من

(1) جبار محفوظ: الأوراق المالية المتداولة في الأسواق المالية، دار هومة، الجزائر، (ص 62).

(2) - منير إبراهيم هندي: أدوات الإستثمار في أسواق رأس المال، مرجع سابق، (ص 67-68).

الأسهم بسعر محدد وفي فترة زمنية معينة، وبالتالي فحامل هذه السندات يمكن أن يصبح في فترة قادمة من المساهمين العاديين بالإضافة لكونه دائن بالنسبة للشركة.

2-3-3- شهادات الإستثمار: عبارة عن ورقة مالية تصدرها الشركات العاملة في مجال تلقي الأموال لإستثمارها، و تمثل مقابل للأموال التي تلقتها الشركة من المدخر، و يتحصل بمقتضاها على نصيبه من الأرباح الموزعة أو يتحمل الخسائر المحتملة، وللمدخر الحق في إسترداد قيمتها في نهاية الأجل المتفق عليه، وتختلف شهادات الإستثمار عن الأسهم، في أن حاملها لا يحق له التصويت شأنه في ذلك شأن حملة السندات.

2-4- المشتقات المالية:

لقد قام المهندسون الماليون بإستحداث أدوات إستثمار مالية جديدة، إضافة إلى الأدوات القديمة تسمى هذه الأدوات " المشتقات المالية"، وقد أخذت هذا الإسم وذلك لأن قيمتها مشتقة من قيمة مرجعية كقيمة السهم العادي أو السند أو غيرها، وقد بدأ إستعمال المشتقات المالية مند بداية السبعينات من القرن العشرين وتطور إستعمالها مع مرور الزمن حتى أصبحت هناك أسواق خاصة بها، ويهدف إستعمالها إلى التحوط من خلال نقل المخاطر الناتجة عن عدم ثبات الكثير من الأصول كما يستعمل لغرض المضاربة⁽¹⁾، وتنقسم المشتقات المالية إلى:

2-4-1- الاختيارات : les option :

أ- تعريف الإختيارات:

نوع من العقود التي تعطي لحامله الحق في بيع أو شراء أصل معين بسعر محدد يسمى سعر التنفيذ وفي تاريخ معين (أو خلال فترة محددة) مقابل مبلغ معين يدفعه محرر العقد (البائع) للمشتري يسمى علاوة الإختيار، وقد تشمل الإختيارات الأسهم، كما قد تشمل العملات الأجنبية والأدوات المالية الأخرى و السلع.

ويعتبر الخيار من الوسائل التي يبيعها المستثمر بهدف التقليل من المخاطر التي تهدد إستثماراته سواء كانت أسهم أو عملات أو أية سلعة أخرى⁽²⁾.

ب- أنواع الإختيارات: وتنقسم عقود الاختيارات إلى عدة أنواع حسب عدة معايير:

***- حسب تاريخ التنفيذ:**

-الاختيار الأمريكي: يعطي لصاحبه الحق في شراء أو بيع عدد من الاوراق

(1) - زياد رمضان: مبادئ الإستثمار الحقيقي و المالي، دار وائل للنشر، عمان، 1992، (ص89).

(2) - زياد رمضان، محفوظ جودة، الاتجاهات الحديثة في إدارة البنوك، دار وائل للنشر، عمان، 2002، (ص91).

المالية ، أو أصول أخرى على أن يتم تنفيذ هذا العقد في أي وقت يشاء، وذلك خلال الفترة الممتدة

من إبرام العقد حتى تاريخ إستحقاق العقد.

- الاختيار الأوروبي: يعطي الحق لصاحبه في شراء أو بيع عدد من الأوراق

المالية أو أصول أخرى، على أن يتم تنفيذ العقد في تاريخ إستحقاقه.

*-حسب ملكية الأوراق المالية:

-الاختيار المغطى: حق إختيار شراء أو بيع أو كلاهما معا، حيث يملك محرر

العقد فعلا الأوراق المالية التي تم الإنفاق عليها.

-الاختيار غير المغطى: حق إختيار شراء أو بيع أو كلاهما، وفيه لا يملك

المستثمر فعلا الأوراق المالية المتعاقد عليها⁽¹⁾.

*-حسب طبيعة العقد:

-إختيار الشراء: إتفاق بين مشتري الإختيار و محرره، يعطي للمشتري الحق في

شراء عدد معين من الأصول في أوقبل تاريخ معين وبسعر معين متفق عليه مسبقا، عادة ما يكون هو السعر الجاري في تاريخ إبرام العقد ويكون ثمن العقد ثمنا رمزيا.

إن هذا الإختيار لايعطي لمشتريه الحق في أي شيء ملموس طالما لم يتم تنفيذه ، فليس

لحامله أي حق مباشر في أرباح الجهة المصدرة، ونضيف أنه يستحيل وجود إختيار الشراء على سهم شركة معينة، إلا إذا كانت توقعات المشتري و توقعات المحرر بشأن السعر المستقبلي للأسهم مختلفة.

-إختيار البيع: عقد بين طرفين مشتري الإختيار ومحرر الإختيار، موضوعه إختيار بيع

عدد من الأوراق المالية لطرف ثاني بسعر متفق عليه مقدما وخلال فترة زمنية معينة، أو عند تاريخ معين، ويتيح إختيار البيع فرصة لحامله و ذلك لحماية نفسه من خطرإنخفاض القيمة السوقية للأصول التي يمتلكها ، والملاحظ أن مشتري حق إختيار بيع يتوقع إنخفاض أسعار الأوراق المالية التي يمتلكها، بينما يراهن محرر إختيار البيع على إنخفاض الأسعار، و يقوم المستثمر بممارسة حقه في البيع بالسعر المتفق عليه إذا تحققت تنبؤاته، أما إذا لم تتحقق تنبؤات المستثمر فسيستخدم حقه في عدم تنفيذ العقد، ويفضل بيع الأوراق المالية.

(1) - محمد صالح الحناوي، السيد عبد الفتاح عبد السلام: المؤسسات المالية(البورصة و البنوك التجارية)،الدار الجامعية الإبراهيمية،2000 (ص

-**الاختيار المزدوج:** عقد بين طرفين مشتري الاختيار ومحرر الاختيار، موضوعه اختيار بيع أو شراء عدد من الأوراق المالية بسعر محدد مسبقا و بتكلفة مساوية لضعف تكلفة الاختيار العادي، وهنا يمكن للمستثمر أن يتقدم كبائع أو كمشتري لتنفيذ الاختيار، وذلك حسب تغيرات أسعار الأوراق المالية، كما يتم تحديد سعرشراء أكبر وسعر بيع أصغر من سعر السوق في تاريخ إبرام العقد⁽¹⁾.

2-4-2- عقود المستقبلية: يعرف العقد المستقبلي بأنه التزام بيع أو شراء أصل معين بسعر محدد مسبقا وفي تاريخ مستقبلي محدد، حيث يتم الاتفاق على السعر والأصل والكمية عند تاريخ توقيع العقد، لكن الدفع والتسليم يتم في المستقبل⁽²⁾.

2-4-3- عقود الخيارات المستقبلية: عقود مشتقة من العقود المستقبلية ويعرف بأنه عقد بين طرفين موضوعه إعطاء حق اختيار شراء أو بيع عقود مستقبلية مختلفة بأسعار محددة مسبقا أو في تواريخ مستقبلية محددة مسبقا، وبذلك يكون السعر المستقبلي للمستقبليات هو سعر التنفيذ في عقود الخيارات السابقة .

2-4-4- صكوك الشراء اللاحق لأسهم الشركة: حق اختيار يعطي لصاحبه حق الاكتتاب خلال فترة زمنية معينة وبسعر محدد في أسهم الشركة، وبالتالي فهي شهادة يمكن لصاحبها تحويلها إلى سهم أو أكثر حسب رغبته.

ونشير إلى أن هذه الأوراق بأنواعها وبالإضافة إلى أنواع أخرى تشكل لنا المحفظة المالية، إلا أن اختيار نوع دون آخر أو التركيز على نوع دون آخر لا يتم بطريقة عشوائية، بل هناك عوامل تتحكم فيه وهذا ما سيتم التطرق إليه في المبحث الموالي

لمبحث الثاني: مقومات تكوين محفظة أوراق مالية

يحكم تكوين المحفظة المالية عدة مقومات وعوامل هامة تتمثل في العائد المحقق، خطر الأوراق المالية المكونة للمحفظة والتنويع، وهي العوامل التي يجب على الراغبين في تكوين محافظ مالية أن يضعوها في الحساب حتى يتحقق الهدف المرجو من الاستثمار .

المطلب الأول: العائد

من الصعب على المستثمر تحديد عائد المحفظة المالية بدقة وذلك لأنه يعمل في عالم يتميز بقدر كبير من عدم التأكد بشأن المستقبل، لذا فإن العائد الذي سيتم تعيينه هو عائد متوقع وليس عائد فعلي.

(1) - لمزيد من التفصيل إرجع:

- Bernard Bellatanie : La Bourse(mecanisme et financement d'entreprise), université de Lyon, 2éme édition , 1985, (p120).

(2) - زياد رمضان:مرجع سابق،(ص117).

1- تعريف العائد:

يعرف العائد على " أنه النسبة المئوية لما يذره رأس المال من إيراد، فالعائد الإجمالي البسيط على سند ما هو المقدار السنوي الذي يتلقاه حامل السند في شكل فائدة، أما العائد الصافي البسيط فهو العائد الإجمالي البسيط مطروح منه ضريبة الدخل"⁽¹⁾.

ويقال بأن "العائد الإجمالي الصافي على سهم ليس المقصود به الأرباح الصافية فقط، وإنما أيضا القيمة الإضافية المحققة، بالإضافة إلى الأرباح الرأسمالية التي قد تنتج عن إعادة بيعه"⁽²⁾.

2- أشكال العوائد المالية وأنواعها:

2-1- أشكال العوائد: تأخذ عوائد الأوراق المالية عدة أشكال من بينها:

2-1-1- توزيعات الأرباح: إذا كانت الورقة المالية تمثل ملكية في الشركة كالسهم.

2-1-2- الفوائد: إذا كانت الورقة المالية تمثل ديناً بالنسبة للشركة ، كالسندات فحاملها

يتحصل على الفائدة المتفق عليها.

2-1-3- الأرباح الرأسمالية: وتنتج عن إعادة بيع الأوراق المالية، فالفرق بين سعر

الشراء وسعر البيع يمثل ربح.

2-2- أنواع العوائد المالية: نميز هنا بين:

2-2-1- العوائد الفعلية: أي التي حققها المستثمر فعلا بين شرائه و بيعه للأوراق المالية

وقد تكون عوائد إرادية أو رأسمالية أو مزيجا بينهما.

2-2-2- العوائد المتوقعة:

صعبة التحديد لأنها تعتمد على المستقبل وبالتالي فهي متعلقة بحالة عدم التأكد، لذا فمن الممكن أن يضع المستثمر إطار للتوزيع الاحتمالي، أي يقدر الاحتمالات الممكنة ووزن كل احتمال وقيمة العائد المتوقع في ظلّه.

2-2-3- العوائد المطلوبة أو المرغوب فيها: وعادة ما تكون متناسبة مع مستوى الخطر

الذي سيتعرض له ⁽¹⁾.

⁽¹⁾ حسين عمر: الموسوعة الإقتصادية، دار الفكر العربي، الطبعة الرابعة، القاهرة، 1992، (ص236).

- Bertrand Jacquillat , Bruno Solnik : **Marchés Financiers** :Gestion de portefeuille et des risques, Dunod,

⁽²⁾ Paris, 1998 p(81-8).

⁽¹⁾ - زياد رمضان: مرجع سابق، (ص293).

3- عائد المحفظة المالية:

3-1- تعريف عائد المحفظة المالية:

إن عائد المحفظة المالية يختلف عن عائد الورقة المالية الفردية، فهو عبارة عن مجموع المنافع الإضافية التي تدرها الأوراق المشككة لها، هذه الأخيرة التي تنتج عندما يكون سعر بيع هذه الأوراق أكبر من سعر شرائها، أو عندما يتم استبدالها بأوراق أخرى وذلك عند الترقية الملائمة.⁽²⁾ وفي هذا الصدد لا بد أن نميز بين عائد المحفظة الفعلي وبين عائد المحفظة المتوقع، إلا أن العائد الذي يشكل محور اهتمام المستثمرين هو العائد المتوقع، هذا الأخير الذي يعتبر أهم ناتج ومحصلة لذا أصبح يصاغ في شكل توزيع احتمالي، وفي هذا الشأن نميز بين توزيع احتمالي موضوعي و توزيع ذاتي (شخصي) ، فأما التوزيع الاحتمالي الموضوعي فيعتمد على بيانات تاريخية موضوعية، أما التوزيع الاحتمالي الذاتي أو غير الموضوعي فيتم تشكيله عن طريق وضع تخمينات شخصية ثم يتم تخصيص احتمالات لها.

3-2- حساب عائد المحفظة المالية:

نميز بين نوعين من عوائد المحفظة عائد فعلي و عائد متوقع ، و بما أن المحفظة المالية هي مجموع أوراق مالية لذا فإن عائدها هو مجموع عوائد المحفظة المالية، وعليه فلا بد أن نتطرق أولاً لعائد الأوراق الفردية، إلا أنه لا بد أن نبرز أن العائد الفعلي للأوراق المالية يستند على بيانات تاريخية فعلية، و بالتالي فإن طريقة حسابه سهلة أما حساب العوائد المتوقعة فيعتمد على توزيع احتمالي، أي تقدير عدد الاحتمالات الممكنة ووزن كل احتمال، و فيما يلي عرض لعائد الأوراق المالية ثم عائد المحفظة المالية.

3-2-1- العائد التاريخي:

يتطلب الأمر لحساب العائد التاريخي لمحفظة الأوراق المالية كلا من عائد الأوراق المالية المكونة للمحفظة المالية و أوزانها النسبية، لأن العائد التاريخي للمحفظة المالية هو عبارة عن الوسط المرجح لعوائد تلك الأوراق المالية المكونة لهذه المحفظة، ويحسب العائد التاريخي للمحفظة بالعلاقة التالية⁽¹⁾:

⁽²⁾ محمد صالح الحناوي، نهال فريد مصطفى، جلال إبراهيم العبد: الإستثمار في الأوراق المالية و مشتقاتها: مدخل التحليل الأساسي و الفني،الدار الجامعية، الإسكندرية، 2004-2005، (ص216).

- Mondher Bellalah, Gestion de portefeuille(analyses quantitative de rentabilité et des risques,Pearson education, 2004, (p12).

$$R_p = \sum w_i R_i$$

حيث : R_p : القيمة المتوقعة للعائد

W_i : الوزن النسبي للورقة المالية i

R_p :العائد التاريخي للمحفظة p

N : عدد الأوراق المالية المكونة للمحفظة المالية.

3-2-2- العائد المتوقع للمحفظة المالية: يحسب بالعلاقة التالية⁽²⁾:

$$E (R_p) = (W_1R_1) P_1+ (W_2R_2) P_2+.....+ (W_nR_n) P_n \\ = \sum w_iR_iP_i$$

حيث:

W_i : وزن الورقة المالية (j) داخل المحفظة

R_i : عائد الورقة المالية (j)

P_i : احتمال حصول العائد (j)

N : عدد الاحتمالات.

المطلب الثاني: خطر المحفظة المالية

إن تحديد خطر المحفظة المالية و تحليل أسبابها هو العامل الثاني بعد العائد لتحديد القيمة السوقية للمحفظة المالية .

1- تعريف خطر المحفظة المالية:

للمخاطرة عدة تعريفات تعكس و جهات نظر الباحثين المختلفة، ولقد تم تعريف الخطر في قاموس (webster) وبيستر" بأنه إمكانية التعرض للخسارة أو الضرر أو المجازفة"⁽¹⁾، و بالتالي فالمخاطرة يتضمن احتمال حصول أحداث غير مرغوب فيها.

⁽²⁾-Ibd,(p 12).

كما يعرف خطر الاستثمار في الأوراق المالية "بأنه تذبذب العائد المتولد، أو عدم التأكد من حتمية حصول العائد، أو من حتمية حجمه أو وزنه أو انتظامه أو من جميع هذه الأمور مجتمعة معا".⁽²⁾

و الخطر كذلك" هو إحصائية أن تكون نتائج التنبؤات خاطئة ، فإذا كانت هناك إحصائية مرتفع بأن تكون التنبؤات خاطئة ، فإن هذا يدل على أن درجة المخاطرة عالية أيضا أما إذا كانت الاحتمال منخفض فإن درجة المخاطرة ستكون منخفضة أيضا"⁽³⁾.

وعادة ما يقترن مفهوم الخطر بحالة عدم التأكد، لذا لا بد أن نميز بين مفهومي الخطر (risque) وعدم التأكد (incertitude)، فالخطر يمكن قياسه عن طريق توفر معلومات تاريخية، أما عدم التأكد فتتسأ عند عدم توفر هذه المعلومات وبالتالي يتم اللجوء إلى وضع تقديرات و تخمينات حول العائد. وبالتالي يمكن إعطاء تعريف لخطر المحفظة المالية بأنه عبارة عن درجة الانحراف والبعد عن العائد، أي أنه عبارة عن دالة لتقلب العوائد المتوقعة من جراء توظيف موارد مالية في محفظة استثمارية معينة.⁽⁴⁾

2- أنواع المخاطر:

يمكن لعائد المحفظة المالية أن يتعرض لعدة مخاطر يتم جمعها فيما يسمى بالمخاطر الكلية، هذه الأخيرة التي تنقسم بدورها إلى مخاطر منتظمة ومخاطر غير منتظمة.

2-1- مخاطر منتظمة:

وتسمى أيضا بمخاطر السوق غير القابلة للتوزيع و المخاطر التي لا يمكن تجنبها، وتعرف المخاطرة المنتظمة بأنها ذلك الجزء من التغيرات الكلية في العائد التي تنتج من خلال العوامل المؤثرة على أسعار كافة الأوراق المالية، لذا فهي تتجاوز إطار المحفظة المالية لتصل إلى إطار السوق، ومن ثم فمصدرها ظروف عامة اقتصادية عامة كالكساد أو ظروف سياسية مثلا، مما يصعب على المستثمر التخلص منها أو التحكم فيها، إلا أنه من الممكن التقليل منها عن طريق تنويع وتوزيع الأوراق المالية، كالإستثمار في أسواق عالمية أي إقتناء أوراق مالية صادرة عن عدة دول وليس من سوق دولة معينة، هذا الأمر يتطلب من المستثمر أن يكون على دراية بظروف عدد كبير من الاسواق الدولية، وأن تكون لديه إتصالات قوية مع سماسرة هذه الأسواق و مستشارين ماليين فيها، أو الإستثمار في صناعات وقطاعات مختلفة.

(1) حماد طارق عبد العال: دليل المستثمر في بورصة الأوراق المالية، كلية التجارة جامعة عين شمس، مصر، (ص260).

(2) زياد رمضان، مرجع سابق، (ص284).

(3) محمد صالح الحناوي: الإدارة المالية و التمويل، الدار الجامعية، الإسكندرية، (ص270).

(4) -فلاح حسن الحسيني، مؤيد عبد الرحمن الدوري: إدارة البنوك: مدخل كمي و إستراتيجي معاصر، دار وائل للنشر و التوزيع، رام الله، 2000،

2-2- مخاطر غير منتظمة:

يطلق عليها تسميات متعددة منها المخاطر التي يمكن تجنبها أو المخاطر القابلة للتنويع، المخاطر الخاصة، أو مخاطر الإستثمار في ورقة مالية أو شركة معينة، أو قطاع معين. وتعرف المخاطر غير النظامية بأنها ذلك الجزء من المخاطر الكلية التي تكون فريدة وخاصة بشركة أو بقطاع معين⁽¹⁾، وهذه المخاطر مستقلة عن محفظة السوق أي مرتبطة بتكوين محفظة أوراق مالية معينة.

ويمكن للمستثمر التخلص من المخاطر المنتظمة بتنويع محفظة الأوراق المالية الخاصة به تنويعا قطاعيا، أو تنويعا في الأوراق المالية المكونة للمحفظة المالية، بحيث يتم الإستثمار في عدد مختلف من الأوراق المالية الصادرة عن عدة قطاعات، وفي نفس الوقت تنويع الأوراق داخل القطاع الواحد، وعدم الإقتصار على أوراق قطاع واحد أو شركة واحدة.

2-3- المخاطر الكلية:

تعرف المخاطر الكلية بأنها التباين الكلي في معدل العائد على الإستثمار في محفظة الأوراق المالية أو في مجال إستثماري آخر، كما تعرف بأنها حاصل جمع المخاطر المنتظمة والمخاطر غير المنتظمة.

3- مصادر الخطر:

تنقسم مصادر الخطر حسب نوعها إلى مصادر الخطر المنتظم، ومصادر الخطر غير المنتظم.

3-1- مصادر الخطر المنتظم: وتشمل:

3-1-1- خطر سعر الفائدة:

أي التقلبات الناجمة في عوائد الأوراق المالية نتيجة للتغيرات الحاصلة في مستويات معدلات الفائدة، وينتج هذا الخطر عندما تتغير أسعار الفائدة في السوق بصفة عامة مما يؤدي إلى التأثير في عوائد كل الأوراق المالية، والسبب في ذلك أن قيمة الورقة المالية هي القيمة الحالية لدخل الورقة المالية، وحيث أن سعر الفائدة في السوق هو سعر الخصم المستخدم في حساب القيمة الحالية للأوراق المالية، فإن أسعار كافة الأوراق المالية تميل إلى التحرك في إتجاه معاكس للتغيرات الحادثة في مستوى اسعار الفائدة.

إن هذا النوع من المخاطر يصيب كافة الإستثمارات بصرف النظر عن نوع وظروف الإستثمار ذاته، ويعتقد البعض أنه بالإمكان تفاديه بشرائهم للسندات قصيرة الاجل، بحيث لا تتعرض للتقلبات

(1) -محسن أحمد الخضيري: مرجع سابق،(ص-ص75-76).

الشديدة في أسعارها السوقية، مقارنة بالأوراق المالية ذات آجال الإستحقاق الأطول، إلا أن الإستثمار في السندات قصيرة الأجل قد يتعرض لسلسلة من عمليات إعادة الإستثمار قصيرة الأجل بعوائد سوقية متغيرة باستمرار، وبهذا قد تتأثر العوائد نتيجة حدوث تغيرات في سعر الفائدة لا يمكن تفاديها بسهولة.

3-1-2- خطر القوة الشرائية:

أي تعرض الأموال المستثمرة لانخفاض في قيمتها الحقيقية أي في قوتها الشرائية، ويحدث هذا بسبب التضخم، ويصل هذا النوع من المخاطر إلى أقصاه إذا تعلق الأمر بالأوراق المالية ذات الدخل الثابت كالسندات.

وقد يرى البعض إلى الاسهم العادية على أنها محمية من التضخم، أي أنها تحمي من يفتيتها من مخاطرة القوى الشرائية غير أن هذا غير صحيح، ذلك أن الأسهم العادية قد تتأثر بدرجة أقل مقارنة بالسندات، إلا أنها لا تؤدي دائما إلى زيادات حقيقية في القوى الشرائية أثناء التضخم، ومن ثم فإنها توفر تحوط جزئي فقط من التضخم.

3-1-3- خطر السوق:

يحدث نتيجة لتقلبات تطرأ في سوق رأس المال وأنتيجة لأسباب إقتصادية، إجتماعية، أو سياسية، ... في الدولة أو في دول أخرى، تربطها بالدولة المعنية علاقات عمل ويؤثر هذا النوع من المخاطر على وجه الخصوص على الأسهم العادية، أما السندات والأسهم الممتازة فهي أقل عرضة لأن قيمتها الحقيقية يمكن تقديرها بدقة أكبر مقارنة بقيمة الأسهم.

3-1-4- خطر الرفع المالي:

يزيد الرفع المالي لأي إستثمار بزيادة التمويل بالديون مقارنة بحقوق الملكية⁽¹⁾، ويعتبر هذا الخطر مصدر من مصادر الخطر المنتظم إذا تعلق الأمر بتغيرات دورية في مبيعات الشركة أثناء دورة الأعمال، فنتيجة للمغالاة في الاعتماد على الديون يزيد التقلب في الأرباح، وهذه التقلبات الدورية في الأرباح تتعكس في صورة تقلبات منتظمة في أسعار الأسهم.

3-1-5- خطر الرفع التشغيلي:

وينتج هذا الخطر نتيجة لإرتفاع التكاليف الثابتة الناجمة عن الإحتفاظ المستمر بالأصول الثابتة سواء زاد أو نقص مستوى المخرجات، ويعتبر كمصدر للمخاطرة غير المنتظمة إذا تعلق الأمر

(1) حماد طارق عبد العال، مرجع سابق، (ص273).

بالتغيرات غير الدورية الممكن حدوثها أثناء دورة الأعمال، وبالتالي نتيجة لإرتفاع التكاليف الثابتة فإن هذا سيؤثر على العوائد و الأرباح الدورية، أي يؤدي إلى إحداث تقلبات منتظمة في أسعار الأسهم.

3-2-2- مصدر الخطر غير المنتظم:

هناك عدة مصادر للمخاطرة غير المنتظمة، من بينها ما يلي:

3-2-1- خطر الرفع المالي:

يمكن إعتبار خطر الرفع المالي مصدر للمخاطرة غير المنتظمة، في حالة ما إذا كانت تأثيرات الرافعة المالية على الخطر غير المرتبط بدورة العمل، كأن يحدث تراجع في مبيعات الشركة لسبب غير منتظم و غير محتمل، يؤدي بدوره إلى إنخفاض أسعار أسهمها، وبما أن الشركة تعتمد على الديون في تمويلاتها مما يزيد الأمر تعقيدا، وعليه فإن الخطر في هذه الحالة يكون نتيجة خطر رفع مالي غير منتظم.

3-2-2- خطر الرفع التشغيلي:

بدوره يمكن أن يكون كمصدر للمخاطرة غير المنتظمة، أي يمكن أن يؤثر على العوائد غير المنتظمة ، وهذا إذا تعلق الأمر بالتغيرات غير الدورية التي من الممكن أن تطرأ، ومن ثم التأثير في عوائد حملة الاسهم و الذي ينجم عنه مباشرة تغير في أسعار الأسهم، وكل هذا ينشأ مع إرتفاع التكاليف الثابتة نتيجة الإحتفاظ بالأصول الثابتة لمدة طويلة.

3-1-6- مخاطر الإدارة:

ونقصد بها أخطاء الإدارة المحتمل أن يرتكبها أفراد فريق الإدارة والتي تؤدي إلى إحداث تأثيرات غير منتظمة في العوائد المستحقة للمستثمرين، ومن أخطاء الإدارة الشائعة عدم الإستعداد لمواجهة الأزمات و إنعدام البصيرة و الحكمة في التعامل مع الأزمات، وبالتالي تحدث تأثيرات غير منتظمة في العوائد المستحقة للمستثمرين.

3-1-7- خطر الصناعة:

خطر مرتبط بالنشاط الاقتصادي الذي يمارسه المشروع أي بالصناعة التي يعمل فيها المشروع كوجود صعوبة في توفير المواد الأولية، وجود خلافات بين العمال التأثيرات الخاصة بالقوانين الحكومية كالمعلقة بالرقابة على التلوث مثلا، وعليه يحدث ضررا كبيرا للأرباح والقيم السوقية لأسهم المنشآت المتضررة.

ونشير في الأخير إلى أن هناك أنواع أخرى من المخاطر كخطر الأعمال، خطر التمويل، خطر إصدار الأوراق المالية... الخ.

4- قياس خطر المحفظة المالية:

إذا كانت مخاطر المحفظة المالية ماهي إلا محصلة مخاطر الاستثمارات الفردية، فإن الأمر يقتضي التعرض إلى طرق قياس خطر الأوراق المالية الفردية أولاً ثم التطرق لطرق قياس خطر المحفظة المالية.

1-4- قياس خطر الاستثمارات الفردية: هناك عدة مقاييس خاصة بالمخاطر غير أننا سنميز

بين المخاطر التاريخية والمخاطر المتوقعة

1-1-4- المخاطر التاريخية: في هذا الصدد نميز بين المخاطر المنتظمة والمخاطر

غير المنتظمة.

أ- المخاطر المنتظمة:

تقاس المخاطر المنتظمة عن طريق الانحراف المعياري، هذا الأخير الذي يقيس لنا

مدى تشتت القيم عن وسطها الحسابي أي يقيس مدى تقلب العائد عن الوسط الحسابي لذلك العائد.

ويحسب بالعلاقة التالية:⁽¹⁾

$$\sigma = \sqrt{\frac{\sum (R_i - \bar{R})^2}{n-1}} \quad \text{حيث:}$$

R_i : عائد الورقة المالية

\bar{R} : الوسط الحسابي للعائد

N : عدد السنوات التي تتوافر فيها البيانات عن العائد.

كما يوجد مقياس آخر له دلالة هو التباين: "variance" وهو عبارة عن مربع الانحراف المعياري وهذا يعني انه يمكن التوصل لقيمة أي منهما بدلالة الآخر، أما عن دلالة هذا المقياس فهو ينحصر بين الصفر و الواحد أي $0 < \delta < 1$ ، فكلما كان (δ) صغير كلما دل ذلك على قلة المخاطر⁽¹⁾، بالإضافة إلى هذين المقياسين هناك مقياس آخر نسبي يتم قياس المخاطر به يتمثل في معامل الاختلاف. ويتم حسابه وفق العلاقة التالية⁽¹⁾:

الانحراف المعياري

معامل الاختلاف =

القيمة المتوقعة للتدفقات النقدية

مريكية، دار النهضة العربية،

⁽¹⁾ منير إبراهيم هندي: الفكر الـ

⁽¹⁾ -إيهاب دسوقي، إقتصاديات

القاهرة، 2000، (ص22).

ويقيس معامل الاختلاف حجم المخاطر لكل 1 % متوسط العائد على الاستثمار، وكلما كان صغير دل ذلك على قلة المخاطر، مع العلم أن هذا المقياس يفضل استخدامه بدلا عن الانحراف المعياري في الحالات التي يغطي فيها هذا الأخير نتائج مضللة.

ب- المخاطر غير المنتظمة:

يعبر عن الانحراف المعياري للمحفظة المالية برقم مطلق وبما أن الأرقام المطلقة من الصعب تفسيرها، لذلك فقد تم استخدام مقياس بديل للخطر، وهذا المقياس هو ما يعرف بمعامل بيتا. ومعامل بيتا هو مقياس لدرجة تقلب عائد معين في علاقته بمتوسط عائد السوق أو عائد مجموعة (عينة) من الأسهم الممثلة للسوق ككل، ومثل هذا السهم يميل عائدته إلى الحركة صعودا ونزولا وبشكل يتوافق مع حركة عائد السوق، ويمكن قياس حركة هذا السوق بواسطة بعض المؤشرات كمؤشر داوجنز الصناعي لعينة من 30 سهم ومؤشر ستاندر و بور لعينة من 500 سهم، ويتم قياس معامل بيتا لأي ورقة مالية وفق المعادلة التالية⁽²⁾:

$$\beta_i = P_{im} \delta_i \delta_m / \delta_m^2$$

$$= \text{Cov}(R_i, R_m) / \text{Var}(R_m)$$

حيث:

β_i : معامل بيتا للسهم (i).

P_{im} : معامل الارتباط بين العائد السوقي وعائد السهم (i)

δ_i : الانحراف المعياري للورقة.

δ_m : الانحراف المعياري لعائد السوق.

δ_m^2 : تباين عائد السوق ويرمز له أيضا بالرمز $\text{Var}(R_m)$

4-1-2- المخاطر المتوقعة:

⁽²⁾ Pascal Grandin : *Mesure de performance des fonds ;methode et resultat*, Economica, France, 1998, (p15).

يتم حسابها وفقا لعدة طرق إلا أن أكثرها شيوعا هي الانحراف المعياري المتوقع، هذا الأخير الذي هو عبارة عن المتوسط المرجح للانحرافات المتوقعة عن العائد، و يحسب بالعلاقة التالية⁽¹⁾:

$$\delta = \sum (R_i - \bar{R})^2 \cdot P_i$$

حيث:

P_i : إحتمال حدوث العائد R_i

R_i : العائد على الورقة المالية i

\bar{R} : متوسط العائد.

4-2- قياس خطر المحفظة المالية:

إن خطر المحفظة المالية أو درجة التقلب في عائدها لا يتوقف على مخاطر الأوراق المالية المشكلة لها، بل يتوقف أيضا على طبيعة الارتباط بين عوائد تلك الأوراق المالية. وقد إعتد الإحصائيون على مقياسين لقياس درجة خطر محفظة الأوراق المالية و المتمثلان في التغيرات "covariance"، و معامل الارتباط "coefficient de corrélation" حيث يتم حساب تباين معدل عائد ورقتين ماليتين بطريقتين كما يلي⁽²⁾:

$$\text{Cov}(a,b) = \frac{(\overline{R_a - R_a})(\overline{R_b - R_b})}{N-1}$$

حيث:

$\text{Cov}(a,b)$: تباين عائد الورقتين الماليتين (a) و (b)

R_a : عائد الورقة المالية (a)

R_b : عائد الورقة المالية (b)

N : عدد السنوات.

(1) -فلاح حسن حسيني، مؤيد عبد الرحمن الدوري، مرجع سابق، (ص175).

(2) -Pascal Grandin, OP cit, P(15)

كما يمكن تقدير التغيرات بالإعتماد على معامل الارتباط كما يلي:

$$\text{Cov}(a,b)=\delta_a X_a \delta_b X_b P_{ab}$$

P_{ab} : معامل الارتباط بين معدلي عائد الورقتين (a) و (b)

δ_a : الانحراف المعياري لعائد الورقة (a)

δ_b : الانحراف المعياري لعائد الورقة (b)

وعليه يتم حساب خطر محفظة مالية مكونة من ورقتين ماليتين كالتالي:

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

و بالتعويض بما يساويها تصبح العلاقة كما يلي:

$$+2(X_a \delta_a X_b \delta_b P_{ab}) \delta_b^2 X_b^2 + \delta_a^2 X_a^2 = \delta_p^2 X_p^2$$

اما عن معامل الارتباط P_{AB} فيحسب بالعلاقة التالية:

$$P_{ab} = \frac{\text{Cov}(a, b)}{\delta_a \delta_b}$$

حيث:

ومن خلال علاقة الارتباط الموجودة بين عوائد الأوراق المالية المشكلة للمحفظة (أي معامل الارتباط) نميز بين 3 حالات: (1)

الحالة الأولى: معدلات الفوائد مرتبطة ببعضها البعض بشكل طردي. وفي هذه الحالة كلما زاد عائد الورقة المالية (a) يزيد عائد الورقة المالية (b) ومنه يكون معامل الارتباط مساوي للواحد ($P_{ab}=+1$) مما يجعل علاقة خطر المحفظة المالية كالتالي:

$$+2X_a X_b \delta_a \delta_b P_{ab} \delta_b^2 X_b^2 + \delta_a^2 X_a^2 = \delta_p^2 X_p^2$$

$$) \delta_b^2 X_b^2 + \delta_a^2 X_a^2 = (\delta_p^2 X_p^2)$$

(1) - Bertrand Jacquillat, Brunc

الحالة الثانية: عوائد الأوراق المالية مرتبطة فيما بينها عكسياً: أي أن ارتفاع عائد الورقة المالية (a) يؤدي إلى انخفاض عائد الورقة المالية (b) وهذا ما يجعل معامل الارتباط مساوي لـ (1-) أي $P_{ab} = -1$ ، ومنه فخطر المحفظة المالية يصبح كالتالي:

$$\delta_p^2 = X_a^2 \delta_a^2 + X_b^2 \delta_b^2 - 2X_a X_b \delta_a \delta_b$$

وفي هذه الحالة يمكن تجنب كل المخاطر المحتملة.

الحالة الثالثة: عوائد الأوراق المالية غير مرتبطة تماماً: وفي هذه الحالة يكون

$P_{ab} = 0$ ، وعليه تصبح المحفظة المالية كالتالي:

$$\delta_p^2 = X_a^2 \delta_a^2 + X_b^2 \delta_b^2$$

الحالة الرابعة: معامل الارتباط بين عوائد الأوراق المالية محصورة بين "0" و "1".

المطلب الثالث: التنويع La diversification

يعتبر التنويع العامل الثالث الذي يحكم تكوين محفظة أوراق مالية ناجحة وذلك لأنه يساهم في تخفيض مخاطرها.

1- تعريف التنويع:

يقصد بالتنويع المتعلق بتشكيلة الأوراق المالية ذلك التنويع الذي ينجم عنه تخفيض المخاطر التي

يتعرض لها العائد دون أن يترتب على ذلك تأثير عكسي على حجم ذلك العائد⁽¹⁾، كما يعتبر من أهم العوامل المعتمدة في السياسة الاستثمارية عموماً، إذ أنه إذا لم يكن بالإمكان تجنب جميع المخاطر فإنه على الأقل يمكن تجزئتها وحصرها في نسبة مقبولة⁽²⁾.

(1) - منير إبراهيم هندي: الفكر الحديث في مجال الإستثمار، مرجع سابق، (ص318).

(2) - سعيد سيف النصر، مرجع سابق، (ص102).

إن مبدأ التنويع لا يعني مجرد تنويع الأوراق المالية فحسب، وإنما ينبغي أن يضمن توزيع المخاطر للأموال المستثمرة وذلك بتوزيع الاستثمارات على أكبر عدد ممكن من الأوراق المالية المتنوعة تنوعاً نوعياً وجغرافياً.

2- أسس التنويع: هناك عدة أسس للتنويع من أهمها تنويع جهة الإصدار، وتنويع تواريخ الاستحقاق.

2-1- تنويع جهة الإصدار:

أي عدم الاقتصار على أوراق مالية صادرة عن شركة واحدة، وعدم الاقتصار على نوع واحد من الأوراق المالية، بالإضافة إلى التنويع الدولي، وفي هذا الصدد نميز بين التنويع السانج وتنويع ماركويتز "MARKWITZ".

2-1-1- التنويع السانج البسيط:

يقوم أسلوب التنويع السانج أو البسيط على فكرة أساسية مفادها، أنه كلما زاد تنويع الأوراق المالية التي تضمها المحفظة المالية كلما انخفضت المخاطر التي يتعرض لها، إلا أن المغالاة في التنويع يؤدي إلى إحداث آثار عكسية وهذا ما بينه كل من افانز "EVANS" وآرشر "Archer"⁽³⁾، حيث توصلنا إلى إلى الآثار التالية:
- صعوبة إدارة المحفظة المالية.

- تحمل تكاليف عالية نتيجة البحث الدائم عن إستثمارات جديدة أكثر ضماناً.

- إتخاذ قرارات غير صائبة نتيجة كثرة الأوراق المالية.

- إرتفاع متوسط تكاليف الشراء وذلك لأن زيادة التنويع يعني شراء كميات قليلة

من كل نوع من الأوراق المالية، مما يؤدي إلى إرتفاع متوسط العمولات المدفوعة للسماسة.

2-1-2- تنويع ماركويتز*:

إذا كان التنويع السانج يقضي بالاختيار العشوائي للأوراق المالية فإن تنويع ماركويتز يقضي بضرورة الاختيار الدقيق لتلك الأوراق المالية، وبالتالي فهو يعتمد على فكرة أساسية تقوم على أساس أن خطر المحفظة المالية لا يتوقف على مخاطر الأوراق المكونة لها فحسب وإنما أيضاً على الترابط بين عوائد هذه الأوراق.

2-2- تنويع تواريخ الاستحقاق:

(3) - منير إبراهيم هندي: الفكر الحديث في مجال الإستثمار مرجع سابق، (صص 272-274).
* - سيتم التطرق له بالتفصيل في الفصل الموالي.

إن العلاقة بين أسعار الفائدة في السوق و بين القيمة السوقية لأوراق المالية تشير إلى أن تقلب أسعار الفائدة يترتب على تقلبات أكبر من قيمة السندات طويلة الأجل مقارنة بالسندات قصيرة الأجل، لذا فصاحب المحفظة تواجهه مشكلة توزيع مكونات المحفظة بين هذين النوعين من السندات⁽¹⁾، ولأجل ذلك سنميز بين ثلاث أنواع من أساليب التنويع:

2-2-1- الأسلوب الهجومي:

أي قيام المستثمر بالتحول من السندات قصيرة الأجل إلى السندات طويلة الأجل وفقاً للاتجاهات المتوقعة، فإذا أشارت التوقعات إلى ارتفاع أسعار الفائدة فإن المستثمر سيسارع لبيع السندات طويلة الأجل ليعيد استثمار حصيلتها في شراء سندات قصيرة الأجل وإذا تحققت التنبؤات فسوف يستخدم عائد استثماراته الجديدة ولن ينتظر حتى حلول استحقاقها، والعكس صحيح.

2-2-2- تدرج تواريخ الاستحقاق:

أي توزيع مكونات المحفظة المالية بين أوراق مالية ذات تواريخ استحقاق متدرجة، حيث يقوم بوضع حد أقصى لتاريخ الاستحقاق الذي باستطاعته قبوله ثم يضع هيكل لتواريخ الاستحقاق يوزع على أساسه أوراقه المالية المقسمة إلى أجزاء متساوية، وبهذا يشكل محفظة تتكون من مجموعات أوراق مالية - وهذه الأوراق عبارة عن سندات- لا تستحق في نفس الوقت مما يؤدي إلى توفير مرونة في عملية التنويع.

2-2-3- التركيز على الأوراق قصيرة الأجل و طويلة الأجل: دون الاستثمار في الأوراق

المالية المتوسطة الأجل، وهذا لأن الأوراق المالية قصيرة الأجل مخصصة لمواجهة طلبات السيولة، أما الأوراق طويلة الأجل فهي مخصصة لزيادة الأرباح، بينما الاستثمارات متوسطة الأجل فلا تسهم لا في السيولة ولا في الأرباح.

3- علاقة التنويع بالمخاطر الكلية:

لقد سبق تقسيم المخاطر الكلية إلى مخاطر منتظمة ومخاطر غير منتظمة، وعليه سيتم التعرف على العلاقة الموجودة بين التنويع وكلا من المخاطر المنتظمة و المخاطر غير المنتظمة.

3-1- علاقة التنويع بالمخاطر المنتظمة:

بما أن المخاطر المنتظمة هي المخاطر التي تصيب كافة الأوراق المالية بصرف النظر عن الجهة المصدر لها، لذا فإن من الصعب التخلص منها أو تخفيضها بتنويع مكونات المحفظة تنويعاً

(1) - منير إبراهيم هندي: الفكر الحديث في مجال الاستثمار، مرجع سابق، (صص 272-274).

بسيطاً، إلا أنه من الممكن التخفيف منها وذلك عن طريق إتباع أسلوب ماركويتز، أي بتكوين محفظة أوراق مالية معامل الارتباط بينها سالب.

3-2- علاقة التنويع بالمخاطر غير المنتظمة:

بما أن المخاطر غير المنتظمة تصيب شركة معينة أو قطاع معين أو نوع معين من الأوراق المالية، لذا فمن الممكن تجنبها عن طريق التنويع وعدم التركيز على إصدارات شركة واحدة أو نوع واحد من الأوراق المالية.

هذا و تجدر الإشارة في الأخير إلى أن المحفظة المالية و تكوينها ما هي إلا مرحلة تمهيدية لمرحلة تابعة لها وهي إدارتها، هذه الأخيرة التي تنطلق من خلال عمليات البيع والشراء لمكونات المحفظة المالية، و هذا ما سيتم التطرق إليه في المبحث الموالي.

المبحث الثالث: إدارة محفظة الأوراق المالية

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

المطلب الأول: التعريف بإدارة المحفظة المالية والهدف منها

إن تحقيق الأهداف المسطرة من وراء تكوين محفظة الأوراق المالية تتطلب دراية وخبرة كبيرة بأحوال السوق الرأسمالية، لذا فإدارة المحفظة المالية هي علم قائم بذاته.

1- التعريف بإدارة المحفظة المالية:

إدارة المحفظة المالية هي " عبارة عن فن له أصوله وقواعده، كما تعتبر كعلم له نظرياته ومناهجه، وهي في نفس الوقت خبرة تكتسب وتتطور وتزداد مع مرور الوقت، فبقدر ما تخضع لتخطيط ودراسة

وعمليات تدوير لأوراقها المالية وتنظيم لمكوناتها وتواريخ إستحقاق أوراقها ومتابعة لعملياتها، فإنها بصورة أو بأخرى تخضع لعوامل شخصية متعلقة بمدير المحفظة ومدى درجة علمه وخبرته في هذا المجال".⁽¹⁾

تبدأ مرحلة إدارة الحوافظ المالية بعد تكوينها، وهذا بغرض تحقيق الأهداف الاستثمارية المختلفة التي يسعى المستثمر إلى الوصول إليها، وتقوم إدارة المحفظة على التخطيط الواعي والسليم لمكوناتها، كما تقوم على تنظيمها من حيث عوامل الترتيب وفقاً للأولويات.

-Alain choienel, Gérard Rouyer, Préface de :LaGestion de portefeuille, Revue :Marché financier (structure et acteur), collection de banques ITB , (p353).

2- أهداف إدارة المحفظة المالية:

ترتبط إدارة المحفظة المالية بإدارة عمليات الاستثمار في الأوراق المالية المتداولة في أسواق رأس المال من خلال عمليات البيع والشراء بغرض الوصول إلى عائد معين يتناسب مع درجة المخاطرة المصاحبة، حيث لكل ورقة مالية خصائصها التي لا بد من مراعاتها عند تكوين وإدارة المحفظة، وبناء على هذا يمكن ذكر أهم أهداف إدارة المحفظة المالية فيما يلي:

2-1- تحقيق عائد مرتفع: عن العائد الذي يحقق رأسمال المشروع وبالنظر إلى المخاطر التي ينطوي عليها هذا الاستثمار، حيث أن هذه الأخيرة تلعب دور كبير في توجيه المدخرات الأكثر أمانا.

2-2- توفير السيولة الكافية لمواجهة الأزمات

2-3- مواجهة العسر المالي.

2-4- الحفاظ على رأس المال الأصلي: على مدير المحفظة المالية أن يبتغي أفضل الأوراق المالية، أي التي تمكنه من حماية رأسماله وتمنعه من الوصول إلى الخسارة مع العمل على زيادته وتنميته⁽¹⁾.

2-5- استمرار التدفقات النقدية: وذلك عن طريق تكوين حواظ مالية تشتمل على أوراق مالية ذات دخل شبه ثابت كالسندات مثلا.

2-6- توفير قدر من التنوع: هذا الأخير الذي يعتبر أهم هدف يطمح للوصول إليه أي مدير محفظة أوراق مالية وذلك لأنه من شأنه تخفيض المخاطر والاعتبارات الفنية.

المطلب الثاني: العوامل و الإعتبارات الفنية المؤثرة في إدارة المحفظة المالية:

هناك عدة عوامل تتحكم في إدارة حواظ الأوراق المالية من أهمها:

1- العوامل المؤثرة في إدارة المحفظة المالية:

1-1- معدل الفائدة:

يرتبط التعامل بالأوراق المالية بمدى الرغبة بالاحتفاظ بالورقة المالية وهذا أمر يتوقف على

العائد

الذي من الممكن أن تدره هذه الورقة، ولهذا فان عملية إدارة المحافظ المالية تقوم على متابعة تطوير العائد الذي تحققه أوراق المحفظة ومقارنته بالعائد السائد في السوق، كما تقوم على متابعة الأوراق

(1) - فلاح حسن الحسيني: مؤيد عبد الرحمن الدوري: مرجع سابق، (ص160).

المالية الجديدة المتداولة في السوق الأولية وعوائدها، لان هذا الأمر يؤثر على قرار الاحتفاظ أو التخلي عن الأوراق القديمة.

كما تتأثر إدارة الحوافظ المالية بمدى التقلب الذي من الممكن أن يحدث لسعر الفائدة سواء تعلق الأمر بالمجال الطويل أو القصير، وعادة ما تمر أسعار الفائدة بتقلبات أكثر حدة في المجال القصير، وذلك لخضوعه لتأثيرات المتغيرات الظرفية قصيرة الأجل وهي كثيرة ومتنوعة، في حين يعتبر الأجل الطويل أقل عرضة لتقلبات سعر الفائدة، وذلك لأنه مرتبط بالتغيرات الهيكلية وهي بطيئة وقليلة.

1-2- سعر الورقة المالية ذاتها:

أي القيمة السوقية للورقة، حيث تتحدد انطلاقاً من تقلبات العائد ومقارنته بالعائد السائد في السوق، وكلما كان سعر الورقة المالية في السوق في تزايد تراكمي كلما زاد الاحتفاظ بها، وذلك لأن الزيادة التراكمية التي تطرأ على القيمة السوقية للورقة تشجع المستثمرين على طلبها نظراً لما تحقق من ربح رأسمالي.

1-3- تأثير الكوبون:

كلما إقترب موعد دفع الكوبون كلما إرتفع سعر الورقة المالية وبالتالي زيادة الطلب عليها.

1-4- تأثير التضخم (تراجع القوة الشرائية للورقة المالية):

نظراً إلى ان التضخم يفقد النقود قيمتها فإن الاحتفاظ بالنقود دون استثمار أمر غير رشيد، لذلك نجد أن الأفراد يقبلون على الاستثمار في الأصول العينية والأوراق المالية في أوقات التضخم على عكس فترات الانكماش.

2- الاعتبارات الفنية في إدارة المحفظة المالية:

إن التعامل الحقيقي في محفظة الأوراق المالية و تدويرها وإدارتها تخضع لمجموعة من الاعتبارات الفنية من بينها مايلي:

1-2- الاعتبارات الزمانية و المكانية : فأما الاعتبارات الزمانية فنقصد بها تأثير التوقيت و

المرحلة الزمانية في قرارات الاحتفاظ أو التخلص من الأوراق المالية ، أما الاعتبارات المكانية فتتعلق

بالمخاطر التي يتعرض لها الاستثمار في سوق معين أو في دولة معينة أو في مكان معين من دولة ما.

2-2- مستوى جودة الورقة المالية:

نعني بجودة الورقة المالية قابليتها للتداول دون التعرض للمخاطر، ويتم الحكم على جودة ورقة مالية ما من خلال تحليل البيانات المتوافرة عنها⁽¹⁾.

2-3- السلطات والصلاحيات المخولة لمدير المحفظة المالية:

وذلك لإجراء الارتباطات الحاضرة والمستقبلية، بالإضافة إلى حدود المبالغ المالية التي له الحق في التعامل بها.

2-4- السياسات المالية والنقدية للدولة:

كسياسة التوسع في الإصدار النقدي وفي الإنفاق الحكومي الجاري والاستثماري، أو سياسة تخفيض الكتلة النقدية ومالها من تأثير على أسعار الأسهم وعوائد السندات.

المطلب الثالث: أشكال إدارة المحفظة المالية و أنواعها:

بإمكان المستثمر الاختيار بين عدة إختيارات لإدارة محافظهم المالية، سنذكر منها ما يلي:

1- الأشكال المختلفة لإدارة المحفظة المالية:

1-1- الإدارة الفردية:

يمكن للمستثمر أن يدير المحفظة المالية بنفسه إلا أن هذا يتطلب توفر الوقت اللازم حتى يتمكن من متابعة تحركات الأوراق المالية في السوق، وبالتالي يقوم باتخاذ قرار البيع أو الشراء⁽²⁾، بالإضافة إلى توفر الخبرة والتخصص اللازمين لتحقيق الأهداف المرغوب فيها مع تخفيض المخاطر قدر الإمكان.

1-2- الاستعانة بمستشار متخصص:

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

1-3- إبرام عقد لإيداع الأوراق المالية: (le contrat de dépôt des titres) أي إبرام

عقد بين المستثمر صاحب المحفظة المالية وأحد البنوك أو المؤسسات المالية لإيداع أوراقه المالية

⁽¹⁾-Mondher Bellalah :Opcit, (p07).

⁽²⁾ Josette Peyrard, op cit, (p204

على أن يتم ردها عند الطلب، ولا يباشر المودع لديه بأية عمليات متعلقة بإدارة هذه الأوراق، إلا إذا كانت ضرورية لحفظ حقوق صاحب المحفظة، أما إدارة المحفظة المالية فيتولاها المستثمر بنفسه⁽³⁾.

1-4- الإدارة الجماعية:

حيث يقوم المستثمر في هذه الحالة بتوظيف أمواله في هيئات التوظيف الجماعي "organisation de placement collectif et des valeurs mobilières" OPCVM وذلك لما توفره من أمان نظرا للخبرة التي تتمتع بها، بالإضافة إلى تقادي التسيير الذاتي للمحافظ المالية، الأمر الذي يتطلب إماما واسعا بالنشاط المالي في السوق المالي.

1-5- عقد إدارة : Le mondat de gestion

يجوز للمدخر أن يفوض أحد الشركات المتخصصة في إدارة محفظته إدارة كاملة، حيث يترك لها وضع خطة الاستثمار وتنفيذها ويتم ذلك بموجب عقد يطلق عليه عقد وكالة، أي إدارة في ظل وكالة gestions sous mondat، ويعتبر هذا الشكل من الأشكال المفضلة لدى المستثمرين مالكي المحافظ المالية، مع العلم أن القائم على هذا الشكل من أشكال الإدارة يمكن ان يكون شركة متخصصة في إدارة المحافظ المالية ، أو بنك تجاري أو مسير للمحافظ المالية⁽¹⁾....

2-سياسات إدارة محفظة الأوراق المالية:

تختلف السياسات المتبعة في إدارة الحوافظ المالية باختلاف أهداف وغايات المحفظة ، فقد تهدف المحفظة إلى تحقيق الربح السريع مع تحمل مخاطرة عالية، أو تهدف إلى تحقيق الربح القليل مع الأمان والاستقرار، كما قد يكون هدفها هو الحصول على عائد معقول مع مخاطر تتناسب مع هذا العائد، وعلى هذا الأساس يمكن التمييز بين السياسات التالية:

2-1- السياسة الهجومية (المخاطرة):

يعتمد على هذه السياسة إذا كان هدف المستثمر هو تحقيق الأرباح السريعة مع تحمل مخاطر عالية، وعلى هذا تكون مكونات المحفظة عبارة عن الأسهم النامية التي تحقق أرباح عالية، لكن هذه الأسهم تتطوي على مخاطر كبيرة بسبب تأثرها بمجموعة من المتغيرات الاقتصادية وغير الاقتصادية كالمضاربة، وعادة ما تطبق السياسة الهجومية في فترات الرواج أين تحقق الأسهم الخسارة أرباحا عالية.

(3) هشام فضلي: إدارة محافظ الأوراق المالية لحساب الغير، دراسة قانونية مقارنة، دار الجامعة، مصر الجديدة، 1999، (ص ص3-4).

(1) - فلاح حسن الحسيني، مؤيد عبد الرحمن الدوي، مرجع سابق، (ص ص 3-4)

فالمستثمر بإتباعه هذه السياسة يهدف إلى زيادة رأس المال أكثر مما يهدف إلى الحفاظ على إستمرارية الدخل المحقق، وخير مثال على هذه السياسة هو تكوين محفظة مختلطة.

2-2- السياسة الدفاعية (المحفظة):

وهي على عكس السياسة السابقة (الهجومية) حيث في هذه الحالة يهدف المستثمر من وراء تكوين محفظته إلى تحقيق أرباح شبه ثابتة بقليل من المخاطرة، لذلك تكون محتويات المحفظة عبارة عن أصول مالية ذات دخل ثابت مثل السندات والأسهم الممتازة وأسهم الشركات الكبيرة الراسخة المستقرة التي لا تتأثر كثيرا بالمتغيرات الاقتصادية، وتقلبات أسواق الأوراق المالية، ويستحسن إتباع هذه السياسة في فترات الكساد لأن الانخفاض الذي قد يحدث في أسعار أسهم الشركات الكبيرة يكون أقل من ذلك الانخفاض الذي قد يحدث في أسعار أسهم الشركات النامية.

2-3- السياسة الدفاعية الهجومية (المتوازنة):

تجمع هذه الساسة بين السياستين السابقتين، يهدف المستثمر من وراء هذه السياسة إلى تكوين محفظة تحقق له استقرار نسبي في عائد المحفظة بما يضمن له دخل معقول عند مستويات معقولة من الخطر، ووفقا لهذه السياسة يتم تقسيم مخصصات المحفظة المالية إلى قسمين، قسم يوجه للإستثمار في الأوراق المالية ذات العائد المرتفع والمخاطر العالية، وقسم يوجه للإستثمار في الأوراق المالية ذات الدخل شبه الثابت، ويفضل اعتماد هذه السياسة في حالة عدم وضوح الرؤية المستقبلية.

3-3- سياسة التحوط:

وفي هذه السياسة يلجأ المستثمر إلى تكوين محفظة مالية وقائية، أي تتكون من المشتقات المالية وذلك بغرض نقل المخاطرة الناتجة عن عدم ثبات أسعار العديد من العناصر، كأسعار الفائدة وأسعار الصرف وأسعار الأسهم، كما قد يلجأ البعض إلى التعامل بها لغرض المضاربة.⁽¹⁾ و يمكن للمستثمر أن يعتمد على الخيارات على الأسهم في إدارة محفظته المالية، وذلك من خلال الإستراتيجيات التالية⁽²⁾:

3-3-1- شراء خيار شراء:

يلجأ المستثمر إلى هذا النوع وذلك لأنه يتميز برفع مالي كبير، ويمنح إمكانية الإستفادة من ارتفاع الأسعار، ذلك أن شراء خيار لا يتطلب سوى دفع مكافأة تمثل نسبة صغيرة من سعر الأصل، مما يجعل إمكانية التعرض للمخاطرة منخفضة، كما يعتبر شراء خيار شراء حلا ملائما لمستثمر يتوقع ارتفاعا في الأسعار، لكنه لا يملك الاموال الكافية لشراء الأصل مما يتيح له الوقت الكافي للحصول على

(1) -زياد رمضان، محفوظ جودة: مرجع سابق، (ص287).

-Mondher Bellalah, Yves Simon : **Option , Contrat à terme et gestion des risques** , 2ème édition ,

(2)Econmica, Paris, 2003.

الأموال اللازمة وفي نفس الوقت الإستفادة من الإرتفاع المسجل في الأسعار، إلا أن الأمر هنا يتطلب الحذر والدقة الشديدة لإختيار هذا الخيار .

وحتى يتمكن المستثمر أو المسؤول عن إدارة المحفظة المالية من الإستفادة من الخيار بشكل جيد، لابد عليه أن يسيطر على الأرباح والخسائر الناجمة عن الوضعية التي يكون فيها الخيار .
ففي حالة إنخفاض قيمة الخيار نتيجة إنخفاض سعر الأصل، فلا بد على المستثمر أن يقوم ببيع خيار الشراء، أما في حالة إرتفاع سعر الاصل ، فعلى المستثمر أن يستفيد قدر الممكن من الوضعية ، ولا يقوم ببيع الخيار أو ينفذه إلا بعد التأكد من أن سعر الأصل وصل إلى أقصى قيمة لها .

3-3-2- بيع خيار شراء:

أي أن المستثمر يلتزم بتسليم الأصل وإستلام سعر التنفيذ، ويستعمل هذا النوع من الخيار في حال توقع المستثمر بإنخفاض في سعر الأصل ،مع العلم بأن إمكانية إنخفاض قيمة الأصل محل العقد تمكن المستثمر من إعادة شراء خيار الشراء، وبيع الاصل ،أما إذا إرتفع سعر الاصل فيمكنه إعادة شراء خيارات الشراء وبيع خيارات شراء أخرى جديدة بسعر تنفيذ مرتفع.

3-3-3- شراء خيار بيع:

يستعمل المستثمر هذا النوع من الخيارات إذا توقع إنخفاض في سعر الاصل ، أو إذا أراد التأمين على المحفظة المالية، أو لحماية بيع خيارات الشراء، وحتى يتمكن المستثمر من تحقيق ذلك لابد عليه ان يعتمد في إختيار سعر تنفيذ الخيار و كذا إستحقاقه على التنبؤ الأقرب للواقع فيما يتعلق بتغير إتجاه سعر الاصل.

3-3-4- بيع خيار بيع:

يعتمد المستثمر على هذا النوع من الادوات المالية إذا كان يرغب في إرتفاع في عائد محفظته المالية، وبالتالي العمل على شراء الأصل محل العقد بسعر أقل أو يساوي سعر اليوم، فإذا إنخفضت اسعار السوق يقوم بتنفيذ البيع و يخسر ، إلا أنه يعوضها جزئيا من المكافأة المحصل عليها، اما إذا إرتفعت الاسعار فسيتم التخلي عن الخيار، وبالتالي يكون الربح هنا عبارة عن مبلغ مكافأة بيع الخيار .

خلاصة:

إن المحفظة المالية عبارة عن سياسة إستثمارية تقوم على فكرة المزج بين البدائل الإستثمارية الأكثر فعالية وذلك بتحقيق قدر من التنوع، بغرض توفير نوع من الحماية ضد مخاطر تقلبات القيمة الإسمية لمكونات هذه المحفظة.

عند تكوين محفظة الاوراق المالية يجب الاخذ بعين الإعتبار مجموعة من العوامل من أهمها العائد، الخطر الكلي الذي ينقسم إلى خطر منتظم لا يمكن التغلب عليه بالتنوع و خطر غير منتظم يمكن التغلب عليه بالتنوع، و التنوع الذي كلما كان كفاً كلما كانت إمكانية تحقيق الأرباح محققة علماً أن هذا الحكم يتوقف على مدى الترابط الموجود بين أوراق المحفظة المالية والذي يقاس بمعامل الارتباط.

ينقسم كلا من العائد والخطر إلى العوائد والمخاطر التاريخية و المستقبلية، إلا أن المستثمر يولي إهتمامه أكثر بالقيم المستقبلية ويرجع ذلك لصعوبة تحديدها فهي تعتمد بالدرجة الأولى على التوزيع الإحتمالي.

بعد التكوين تأتي مرحلة الإدارة، هذه الأخيرة التي تعتبر كفن له أصوله وخبرته تكتسب مع مرور الوقت، وعلم له نظرياته ومناهجه، فإستراتيجيتها تتغير بتغير الأهداف المرجوة منها وهذا ما سيتم التعرف عليه في الفصل الموالي.

الفصل الثاني: الإطار

النظري لإدارة المحفظة المالية

الفصل الثاني : الإطار النظري لإدارة المحفظة المالية

وطرق قياس أدائها

بعد التطرق إلى المفاهيم الأولية الخاصة بالمحفظة المالية وإدارتها ، لابد أن نتعرض إلى الإطار النظري الخاص بها ، ففي هذا الفصل سيتم التطرق إلى بعض النظريات والنماذج التي تعرضت إلى هذا الموضوع.

هناك العديد من الباحثين الذين وجهوا إهتمامهم إلى موضوع المحافظ المالية وعلى رأسهم "Markwitz"، هذا الأخير الذي يعتبر أول من تعرض إلى ذلك في محاولة منه للوصول إلى طريقة للتخفيض من المخاطر التي تتعرض لها المحافظ المالية، إذ توصل إلى نموذج (معدل-تباين) وعلى إثره ظهرت نماذج ونظريات أخرى من أهمها نموذج تسعير الأصول الرأسمالية ويعتبر ثاني نموذج ، حيث أدى بدوره إلى ظهور نظريات ونماذج أخرى وفي الفصل الموالي سيتم التطرق إلى أهم ما توصل له الباحثين في مجال الإدارة المالية وذلك من خلال ثلاث مباحث ، ففي المبحث الأول سنعرض نظرية المحفظة ونموذج تسعير الأصول الرأسمالية و ذلك لما لهما علاقة ببعضهما، وفي المبحث الثاني سنتطرق إلى نظرية التسعير بالمراجعة وذلك بعد المرور بنماذج العوامل، أما في المبحث الثالث فسيتم عرض مختلف الطرق والنسب و المقاييس التي تقيس أداء المدير في إدارة المحفظة المالية.

المبحث الأول : نظرية المحفظة ونموذج تسعير الأصول الرأسمالية

أظهرت الدراسات العلمية مدى التطور الذي حدث في وسائل تكوين وإدارة الحوافظ المالية ، حيث تم الانتقال من الأساليب المعقدة إلى الأساليب البسيطة الفهم، التي تساعد مدير المحفظة على بناء وإدارة المحافظ بناء على رغبات المستثمرين ، ومراقبة التطورات التي تحدث على مستوى المحفظة نتيجة لتطورات خصائص موجوداتها، فبعد نموذج ماركويتز " Modél de Markwitz " -النموذج الأول في تلك الوسائل - الذي إتصف بالتعقيد وتوالت بعده البحوث في هذا الشأن ، إذ قام " شارب " Sharpe بتطوير نموذج بديل لنموذج ماركويتز ، بحيث يعتمد على إستجابة السوق كمقياس للمخاطر النظامية " Beta " (1).

(1) - شهاب الدين النعيمي، مرجع سابق ، ص (10)

المطلب الأول : نظرية المحفظة

في نهاية الخمسينات وبداية الستينات بدأ المهتمون بشؤون الإستثمار، يركزون على المخاطر التي تتعرض لها المحفظة المالية، وقد بدأ ذلك في أعمال هاري ماركويتز " Harry Markwitz "

1- الإطار النظري لنظرية المحفظة

1-1- التعريف بالنظرية: لقد قام " ماركويتز " بتطوير طريقة لحل مشكلة المحفظة المالية من خلال مقالة له سنة 1952 بعنوان " journal of finance " حيث قدم مقارنة تسمى بمقاربة (معدل - تباين) ، والذي نال عليها جائزة نوبل سنة 1990 .⁽²⁾

وتعرف نظرية المحفظة بأنها نظرية معيارية تعني بالقرارات المالية الرشيدة التي يتخذها المستثمرون لإيجاد التوازن بين عائد وخطر الاستثمار في موجودات معينة (مادية أو مالية)⁽³⁾.

وتصف هذه النظرية المستثمر بالرشد، إذ يسعى لاختيار الاستثمار الكفاء من بين البدائل المتاحة له كما تستند على أسس النظرية الاقتصادية في تفسير سلوك المستهلك لتفسير سلوك المستثمر ، وبالتالي فطبقا للنظرية الاقتصادية نجد أن المستهلك يهدف إلى الموازنة بين منفعته وسعر شرائه لسلعة معينة بهدف الحصول على أكبر قدر ممكن من المنفعة في حدود دخل محدود علما أن المستهلك يتبع مبدأ الرشد الإقتصادي لبناء محفظته المالية ، وبهذا يصبح المستثمر الرشيد هو المستثمر الذي يوازن بين العائد والخطر للإستثمارات البديلة ليحصل على أكبر عائد ممكن في حدود موارده المتاحة .⁽¹⁾

كما تعتبر نظرية المحفظة بأنها نظرية الإختيار بين بين المشاريع الخطرة ، وبالتالي فهي نظرية للمخاطر تهتم بالضرورة بتكوين محافظ مالية أقل خطورة وهذا بالإعتماد على مبدأ التنويع ، إلا أن هذا لا يعني أبدا إزالة الخطر كله وإنما التقليل منه فقط .⁽²⁾

1-2 - إفتراضات النظرية :

تقوم نظرية المحفظة على عدة فروض أساسية ، من أهمها مايلي:

2) François watier : **analyse de moyenne – variace d'un portefeuille multivariè actualisé en contexte multi - periodique** , canada , consulte sur le site : [www.agro-montpellier . Fr / WP / 101 020](http://www.agro-montpellier.fr/WP/101020) , PDF pp (1-2) .

⁽³⁾ فلاح حسين الحسيني مؤيد عبد الرحمن الدوري، مرجع سابق، (ص104).

⁽¹⁾ - فلاح حسين الحسيني ، مؤيد عبد الرحمن الدوري ، مرجع سابق ، ص (155)

⁽²⁾ -Marie agnès leutenegger : **Gestion de portefeuille et theorie des marchés financiers** , economica 2^e édition , Paris 1999 , p (39) .-

- يهدف المستثمر إلى تعظيم المنفعة المتوقعة لفترة واحدة ، كما يعكس منحى المنفعة الخاص بالمستثمر تناقص المنفعة الحدية لثروته.

- ينظر المستثمر إلى البدائل الاستثمارية من منظور التوزيع الاحتمالي للعائد المتوقع

من

الاستثمار عبر الزمن.

- يستند القرار الاستثماري على متغيرين أساسيين هما العائد والخطر ويعتبر منحى المنفعة دالة للعائد المتوقع وأيضا للانحراف المعياري للعائد .

- إن محفظة "ماركويتز" تتكون من أوراق مالية خطيرة فقط .

- ينظر المستثمر إلى كل المخاطر على أساس كونها تقلب في العائد المتوقع .

- يقوم المستثمر بتشكيل محفظته المالية بالاعتماد على موارده الذاتية .

- إن المستثمر يقيم البدائل الاستثمارية على أساس تغطية للمخاطر .

بمعنى أنه إذا كان في مفاضلة بين بديلين استثماريين يتولد عنهما نفس العائد ، فسوف يختار أقلها خطرا وفي ذات السياق نجد أن المفاضلة بين إقتراحين لهما نفس المستوى من المخاطر ، سوف يسفر الإختيار على أعلاهما عائد .

تشير فروض نظرية المحفظة إلى أن العائد المتوقع والخطر هما متغيران أساسيان و مهمان لكي

يتم إختيار المحفظة المالية المناسبة ، فإذا كانت لدينا محفظتين "a" و "b" فإنه ينتج مايلي⁽¹⁾ :

أ- إذا خير المستثمر الرشيد بين محفظتين استثماريتين لهما نفس العائد مع إختلاف

في درجة خطر كل منهما فإنه سبختار المحفظة ذات المخاطرة الأقل أي إذا كان:

-عائد المحفظة "a" يساوي عائد المحفظة "b" $R_a = R_b$

-خطر المحفظة "a" وهو عبارة (δ_a) ، أقل من خطر المحفظة "b"، أي (δ_b)

. $\delta_a < \delta_b$ ، فإن المحفظة "a" تعتبر أقل من المحفظة "b" .

ب- إذا خير المستثمر بين محفظتين استثماريتين لهما نفس درجة المخاطرة مع إختلاف في

العائد المتوقع منهما، فسيختار المحفظة ذات العائد الأعلى:

$$R_b < R_a$$

$$\delta_a = \delta_b$$

وبالتالي فإن المحفظة "a" أفضل من المحفظة "b".

(1) Mondher Bellalah ,OP cit ,P (19) .-

إن هذه العلاقات الخاصة بإختيار المحفظة المالية الأفضل يمكن أن تمثل فيما يسمى بمنحنيات السواء " Les courbes d'indifférence " .

2- دالة المنفعة ومنحنى السواء :من خلال الافتراضات السابقة خلص ماركويتز إلى إمكانية بناء

توليفات من الأوراق المالية على أساس العائد والخطر ، ومن بين هذه التوليفات توجد توليفة مسيطرة تسمى بالحد الكفاء⁽¹⁾ .

1-2- دالة المنفعة : founction d'utilité

إن المستثمر العقلاني لابد أن يكون لديه فكرة عن العائد أو المخاطرة المتوقعة ، وعلى إفتراض أن المستثمر قادر على تحديد إحتتمالات مختلف العوائد الممكنة الناتجة عن الإستثمار المعني ، وبالتالي يمكنه تحديد توزيع إحتتمالات لمختلف هذه العوائد وهذا يعني أنه توجد علاقة تسمح بتصنيف توزيع الإحتتمالات لمختلف العوائد والتي تسمى بدالة المنفعة⁽²⁾ ، أي أن المنفعة المتوقعة هي المكاسب الكلية المتولدة عن الإستثمار ، وبما أن ماركويتز إفتراض في نظريته أن المستثمر يسعى إلى الحصول على أكبر عائد ممكن ومن ثم فإن المستثمر يسعى إلى تعظيم منفعته بهدف الحصول على أكبر المكاسب من خلال الإستثمار في المحفظة المالية ، وتجدر الإشارة إلى أن تعظيم المنفعة لا يعتبر مرادفا لتعظيم الثروة ، فتعظيم الثروة يعني أساسا بتعظيم العائد من الإستثمار، وتعظيم المنفعة أمر مختلف فالمنفعة هي محصلة العائد والمخاطر وليست محصلة العائد فقط ، ومن المعلوم أن تعظيم الثروة الناجم عن تعظيم العائد يعكس إيجابيا على المنفعة غير أن هذه الأخيرة تتأثر عكسيا بالمخاطر التي يتعرض لها العائد ، وبناء عليه فإنه لو كان التأثير السلبي للمخاطر يفوق التأثير الإيجابي للعائد فإن المنفعة المتوقعة سوف تقل عن الثروة المتوقعة المترتبة عليه⁽³⁾ .

وبما أن المخاطرة تعتبر متغير له أهمية بالنسبة للمستثمر فإن هدف المستثمر لابد أن يتركز على تعظيم المنفعة لكن في ظل قيد المخاطر التي يمكن للمستثمر أن يتحملها أو يتغلب عليها ، وحتى نبرز مفهوم هذه العلاقة لابد من التعرض لمختلف أنواع المستثمرين .

1-1-2- المستثمر الذي يبحث عن المخاطر : وهو المستثمر الذي يبحث عن إستثمارات

تحقق له عوائد كبيرة بغض النظر عن المخاطر التي يواجهها فتكون المنفعة التي يحصل عليها

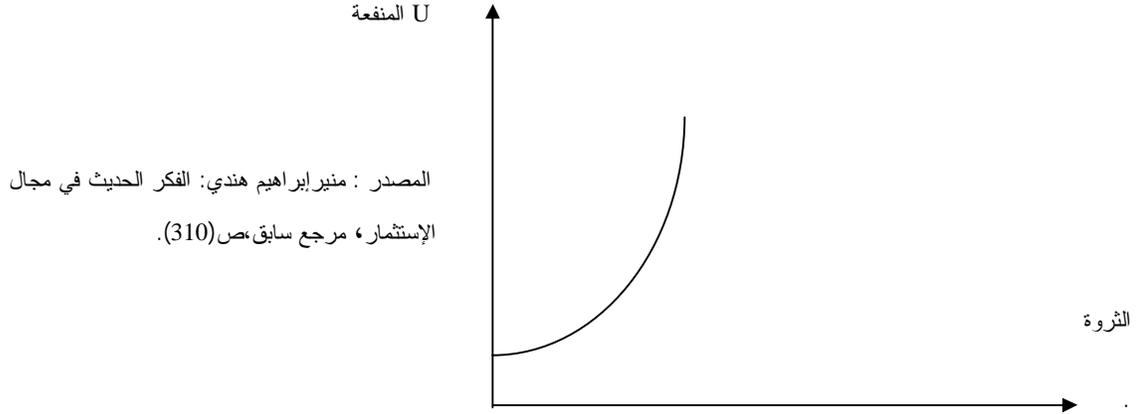
(1)- منير إبراهيم هندي ، الفكر الحديث في مجال الاستثمار ، مرجع سابق ، ص (309)

(2)- جمال ناجي: إدارة محفظة الأوراق المالية ، المؤسسة الجامعية للدراسات والنشر والتوزيع ، لبنان ، 1998 ، ص (66-67)

(3)- منير إبراهيم هندي ، الفكر الحديث في مجال الاستثمار ، مرجع سابق،(صص310-311).

المستثمر والناتجة عن كل وحدة إضافية من الثروة هي في إزدياد مضطرد ، وبالتالي يكون هدفه هو الحصول على أكبر قدر من المنفعة بغض النظر عن حجم المخاطر التي تواجهه ، ويمكن تمثيل دالة المنفعة الخاصة بهذا المستثمر من خلال المنحنى التالي:

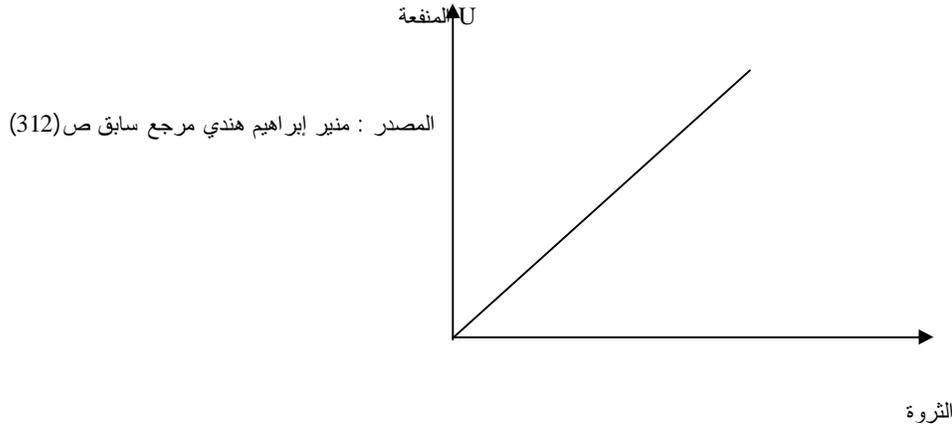
شكل رقم (1): دالة المنفعة لمستثمر يبحث عن المخاطر



من الشكل يتضح بأن المنفعة التي يحصل عليها المستثمر من استثمارات أكبر بكثير من الزيادة التي يضيفها الاستثمار إلى ثروته .

2-1-2- المستثمر الذي لا يبالي بالمخاطر : تكون المنفعة التي يجنيها هذا المستثمر من إستثمارات مساوية للزيادة التي يضيفها الإستثمار إلى ثروته ، وتكون دالة المنفعة الخاصة بهذا المستثمر عبارة عن دالة خطية، وهذا يعني أنه على إستعداد لقبول المزيد من المخاطر إذا كان يقابلها زيادة متساوية في العائد ، ويمكن تمثيل هذه الحالة في الشكل الموالي .

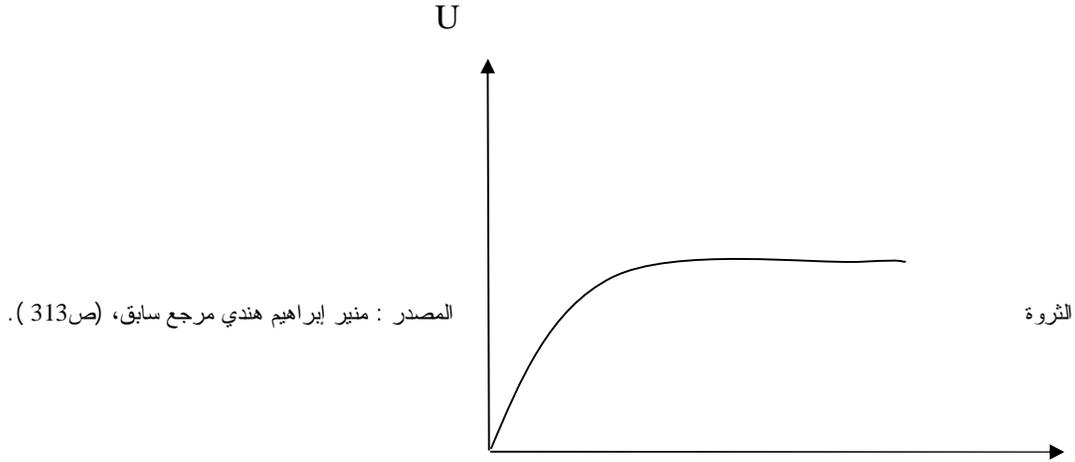
شكل رقم 2- دالة المنفعة لمستثمر لا يبالي بالمخاطر



3-1-2 - المستثمر الذي يبغض المخاطر :

وهذا المستثمر يطلب قدرا متزايدا من العائد في مقابل زيادة وحدة واحدة من المخاطر ، وبالتالي فهو يحصل على منفعة تتزايد بمعدل متناقص وهذا نتيجة إضافة وحدة إضافية من الثروة ، وهذا يعني أنه يرفض تحمل المزيد من المخاطر ، ولكنه يعني أنه يقبل تحمل المزيد من المخاطر إذا كان يصاحبها زيادة وحدة كل منهما زيادة في الثروة (العائد) بمعدل يفوق الزيادة التي صاحبت وحدة المخاطرة السابقة، و يمكن تمثيل هذه الحالة في الشكل الموالي :

شكل رقم 3 : دالة المنفعة لمستثمر يبغض المخاطر



ويطلق الإقتصاديون على المستثمر الذي يحصل على منفعة تتزايد بمعدل متناقص نتيجة إضافة وحدة واحدة من الثروة بالمستثمر الرشيد ، وهذا لأنه يطلب المزيد من العائد في مقابل زيادة معينة في المخاطر ، وتكون منفعته الحدية متناقصة أي ميل دالة المنفعة متناقص باعتبار أن المنفعة الحدية هي المشتقة الأولى لدالة المنفعة الكلية .

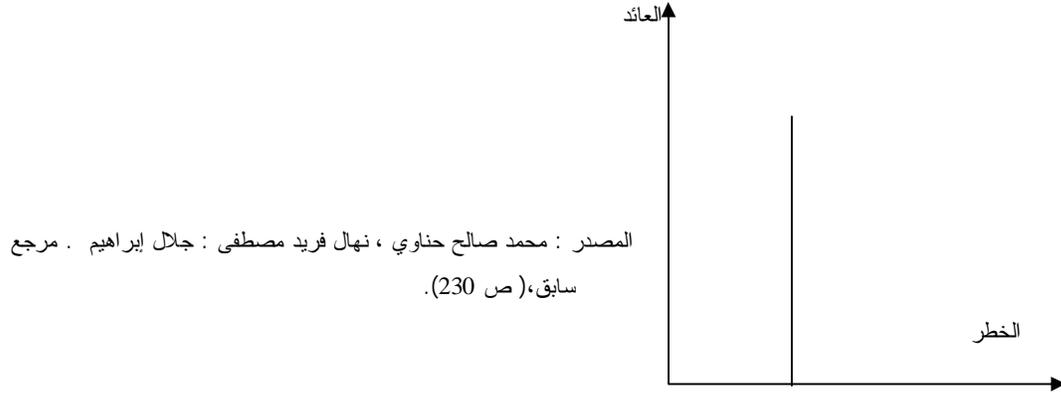
1-2-2 - تعريف منحنى السواء :

يرتبط إختيار أفضل توليفة من الأوراق المالية (محفظة الأوراق المالية) بمفهوم منحنيات السواء ، ويعرف منحنى السواء على أنه المحل الهندسي لجميع التوليفات الممكنة من الأوراق المالية التي لها نفس الجاذبية بالنسبة للمستثمر⁽¹⁾ وتتباين هذه التوليفات على المنحنى من حيث نسبة الموارد المالية المخصصة لكل ورقة مالية تتكون منها التوليفة ، كما يعتبر المنحنى علاقة بين العائد والخطر الذي يفضله المستثمر وهذا ما يؤكد أن منحنى السواء يتغير شكله بتغير المستثمر كما يلي :

(1) - هارون الطاهر، بلمرابط أحمد : التحليل الإقتصادي الجزئي ، منشورات جامعة باتنة ، الجزائر، 1997، (ص 43) .

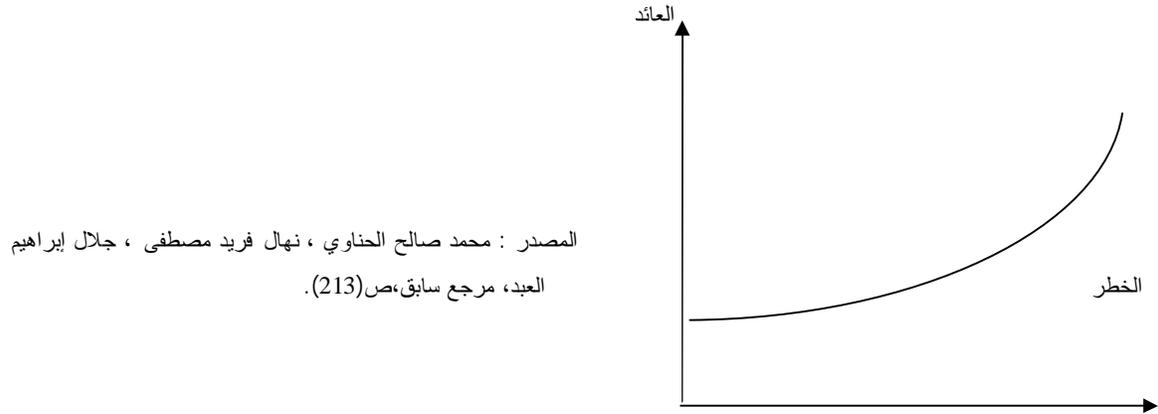
* **المستثمر الذي يتجنب الخطر تماما** : بما أن المستثمر يبغض المخاطرة تماما مما يؤدي إلى عدم القدرة على تحمل أي مخاطرة ، وبالتالي يبقى الخطر ثابت ، في حين يزيد العائد .

شكل رقم 4 : **المستثمر يتجنب المخاطر تماما**



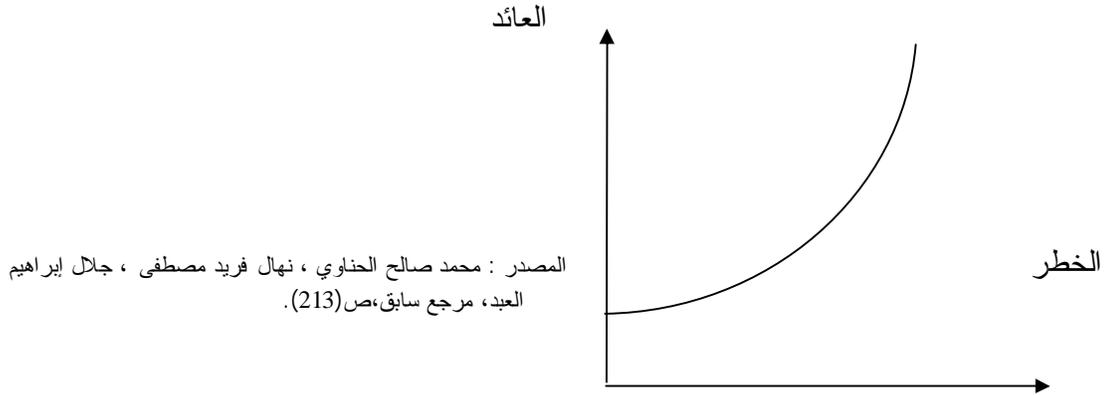
* **المستثمر الذي يحب المخاطرة** : وهذا ما يجعله يبحث عن العائد المرتفع بغض النظر عن الخطر المرتفع .

شكل رقم 5 : **منحنى سواء لمستثمر يحب المخاطرة** :



• **المستثمر المتحفظ** : هذا النوع من المستثمر يكره المخاطرة ، وبالتالي فهو يبحث عن أي زيادة في درجة المخاطرة التي تصاحبها زيادة في العائد بمعدل أكبر، كما هو ممثل في المنحنى التالي:

شكل رقم 6 : منحني سواء لمستثمر متحفظ :



2-2-2- فرضيات منحنيات السواء : تتطوي منحنيات السواء على فرضيتين هما :

أ- **فرضية عدم التشبع** : يقصد بها أن المستثمر لا يضره أبدا أن يحصل على المزيد من العائد ، ولو كان أمام بديلين فإنه يختار البديل الذي يحقق له عائدا أكبر من الآخر ، وذلك مع بقاء العوامل الأخرى ثابتة .

ب- **فرضية كراهية المخاطرة** : إن المستثمر يبغض المخاطر ويعني هذا لو أتاحت له المفاضلة بين إستثمارين متساويين من حيث العائد ، فسوف يختار أقلها مخاطرة .

3- الحد الكفاء :

1-3- مفهوم الحد الكفاء : إن تعدد الأوراق المالية يمكن المستثمر من بناء عدد غير محدود من التوليفات التي تتفاوت من حيث مكوناتها، ومن حيث نسبة الموارد المالية المخصصة لكل ورقة ، أو من

الناحيتين معا ، إلا أن المستثمر يقوم بتكوين محفظة مالية واحدة فقط وحتى يتم إختيارها لا بد أن تكون هناك أسس للمفاضلة بين الحوافظ المالية ، وتتمثل هذه الأسس في :

- إختيار التوليفة - محفظة الأوراق المالية - التي تحقق له أقصى عائد في ظل مستوى معين من الخطر .

- إختيار التوليفة التي تتعرض لمخاطر أقل في ظل مستوى معين من العائد .

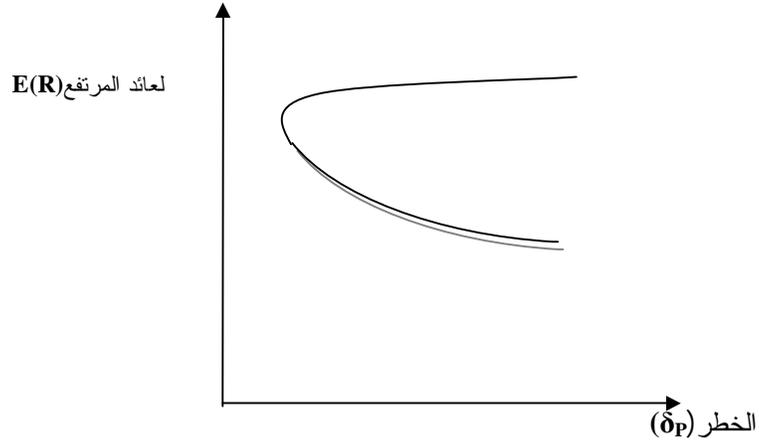
ويطلق على المحافظ الذي تتوفر فيها هذين الشرطين بالحد الكفاء ، وعليه يمكن أن نعرف الحد الكفاء " على أنه مجموع التوليفات من الأوراق المالية التي تحقق من أجل مستوى خطر معين أكبر قدر ممكن من العائد أو العكس من أجل مستوى معين من المخاطرة أقل قدر ممكن من المخاطرة" (1).

(1) - Bertrand jacquillat , Bruno solnik , Op cit ,P (120)

2-3 - التمثيل البياني للحد الكفاء :

في البداية لابد أن نذكر أن كل ورقة مالية تعرف من خلال عائدها المتوقع وإنحرافها المعياري عن هذا العائد أو بتباينها ، وبالتالي لتمثيل أي محفظة مالية ببيانها لابد أن تؤخذ على أنها توليفة بين العائد والمتوقع منها $E(R_p)$ والإنحراف المعياري الخاص به δ_p (2) إذا أخذنا بعين الإعتبار هذه المعلومات بالإضافة إلى شروط الحد الكفاء سيتم تمثيله بيانيا كما يبدو في الشكل الموالي :

شكل رقم 7 : الحد الكفاء



Source : Soufi menouar , Opan , P (26)

والآن وباستخدام القواعد النظرية يمكن تحديد المجموعة الكفاءة من بين التوليفات المقترحة في الشكل رقم (7) ، فمن الواضح أن التوليفة (b) تحقق الشرط الأول للنظرية ، ذلك أن العائد المحقق هو أقصى عائد ممكن على ضوء ذلك الحجم من المخاطر، وإذاتم النظر إلى الخط العمودي المار بالنقطة (b) نجد أنه لا توجد أي توليفة تحقق مثل هذا المستوى من العائد في ظل هذا الخطر (خطر النقطة (b)) ، وبالتالي فأول محفظة تنتمي إلى الحد الكفاء هي المحفظة (b) .

وإذا تأملنا أكثر نجد أن النقطة «F» تمثل المحفظة التي تحقق الشرط الثاني أي محفظة أخرى تمثل هذا الشرط ، وإذا أمدد خطا أفقيا عند ذلك المستوى الذي يمر بالنقطة «F» فلن نجد محفظة أخرى تحقق ذات المستوى من العائد عند مستوى أقل من المخاطر، كما لن نجد مستوى أعلى من النقطة «F» .

(2) - Soufi Menouar : gestion de portefeuille : Busniss- Risk , Risque financier, Risque de change, office des publications universitaires , Alger ,2003 ,(P 25) .

أما باقي النقاط التي تقع بين (b) و «F» أي النقاط «E»، «E'»، «E''» فهي محافظ تحقق عائد أقل من عائد المحفظة «F» وأكثر من عائد المحفظة (b)، وفي الوقت نفسه تحقق أقل خطر من خطر المحفظة «F» وأقل خطر المحفظة⁽¹⁾(b). وبهذا فإن الحد الكفاء يقع بين النقطتين «F» و (b) وماعدا ذلك فهي محافظ لا تتسم بالكفاءة .

3-3 – المحفظة المثلى : إن نظرية ماركويتز عنت بالأصول الخطرة ، لذا فإن المحفظة

المثالية التي توصل إليه هي محفظة خطرة مثلى .

3-3-1- تعريفها : نقول عن محفظة مالية أنها مثالية بالنسبة لمجموعة المحافظ الأخرى

وهذا إذا كانت تتميز بدرجة عائد أكبر عند مستوى معين من الخطر ، وإذا كانت تتميز بدرجة مخاطرة أقل عند مستوى معين من العائد⁽²⁾.

3-3-2- تحديد المحفظة المثلى : بعد التعرض إلى دالة المنفعة والإستعانة بها لتحديد

التوليفات التي تمثل الحوافظ المالية الكفاءة أي الحد الكفاء ، بقي علينا أن نحدد موقع المحفظة الخطرة المثلى " *Portefeuille risqué effecient* " وهذا الأمر يحتم علينا أن نذكر المستثمر الذي يبغض المخاطر، لتتوصل إلى أن المحفظة المثلى تمثل النقطة التي يبدأ فيها الحد الكفاء في التناقص أي يصل العائد عندها في حدها الأعظمي، أما بيانها فإن المحفظة المثلى تمثل بنقطة تماس منحنى السواء مع الحد الكفاء عل إعتبارها أن العائد يصل إلى أقصى قيمة له في حدود مستوى معين من الخطر⁽¹⁾ عند هذه النقطة كما هو مبين في الشكل الموالي:

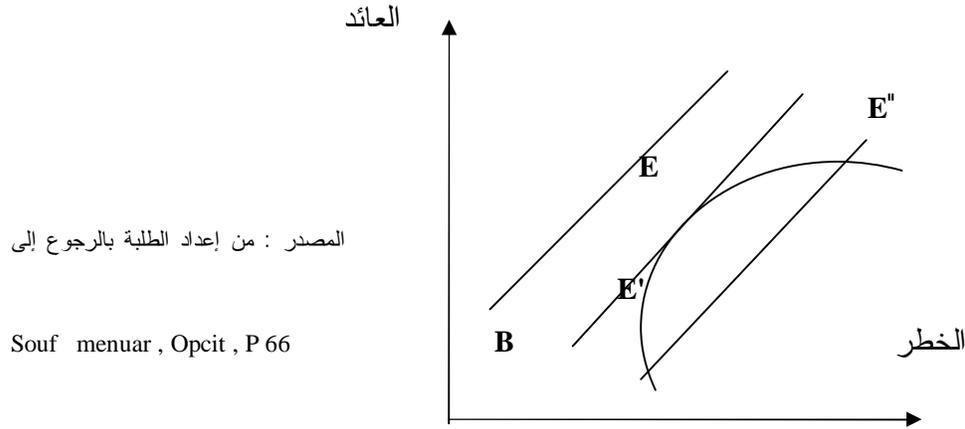
⁽¹⁾ أنظر إلى: -إبراهيم هندي: الفكر الحديث في مجال الإستثمار، مرجع سابق،(صص 315-318).

-Soufi Menouar, OP cit, (p26).

⁽²⁾ -Soufi Menouar, OP cit, (p30).

⁽¹⁾ -Mondher Bellalah,OP cit, p(18).

شكل رقم 8 : المحفظة الخطرة المثلى



وبين الشكل أن هناك نقطة واحدة يحدث عندها التماس وتمثل المحفظة المثلى ، أي أنها لا توجد أي محفظة أخرى يمكن اعتبارها مثلى ، وبالتالي فالمحفظة المثالية هي المحفظة « E » .

المطلب الثاني: تطبيق نظرية المحفظة في ظل إستثمار خالي من الخاطر :

إن نظرية "ماركوفيتز" جاء بها ليلقي الضوء على المحفظة التي تتكون من أوراق مالية خطيرة، وعلى المحفظة التي يكونها المستثمر بالإعتماد على موارده الذاتية دون اللجوء إلى موارد خارجية ، وبعد إجتهد من طلاب الإدارة المالية تم إسقاط أفكار ماركوفيتز فيما يخص هذين المبدئين .

1- مفهوم الإستثمار الخالي من المخاطر :

إن الإستثمار الخالي من المخاطر هو الإستثمار الذي يكون صاحبه على علم ويقين بقيمته التي سيصل إليها في نهاية المدة المخصصة له⁽²⁾، وبما أن تحليل ماركوفيتز يمتد لفترة واحدة مما يجعل إنحرافه المعياري ومعامل تغايره مساويان للصفر، وبالتالي يمكن كتابة العائد المتوقع والإنحراف المعياري لمحفظة مكونة من مزيج من إستثمار خالي من المخاطرة "a" وإستثمار خطير "b" كما يلي⁽¹⁾:

⁽²⁾ Ibid, P 20.

⁽¹⁾ - Mélanie Langlois , mesure de la contribution d'un actif au risque financier d'un porte feuille , Aout 2003 , consulte sur lesite : [http // www. Wiver – orleans .Fr /Leo / activites sieutique / Dr 2006 – 03 Beliendo . PDF . P15](http://www.Wiver-orleans.Fr/Leo/activites_sieutique/Dr_2006-03_Beliando.PDF)

العائد المتوقع للمحفظة:

$$E_p = X_a E(b) + X_b E(b)$$

الإنحراف المعياري :

$$\delta_p^2 = X_b^2 \delta_b^2$$

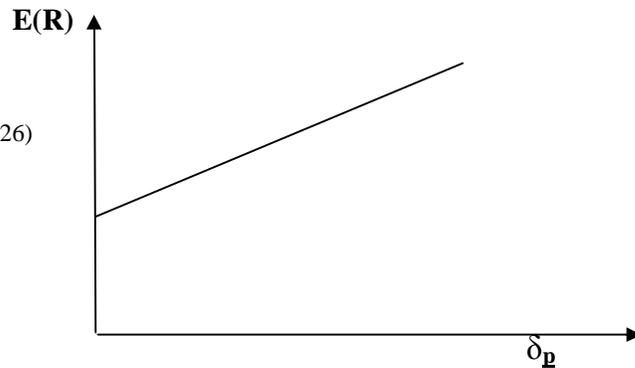
إن المقصود بالإستثمار الخالي من المخاطر هو إما قيام المستثمر بالإقتراض أي باللجوء إلى موارد خارجية غير موارد الذاتية، أو بلجونه إلى الإستثمار في أصول خالية من المخاطر كالأوراق المالية ذات الدخل الثابت ، سواء كانت صادرة عن هيئات حكومية (سندات حكومية ،سندات الخزينة) أو عن هيئات مؤسسية (سندات الشركات) .

إن كون الورقة المالية ذات دخل ثابت لا يعتبر أنها ورقة خالية من المخاطر، إلا في حالة توفر شرط وهو توافق تاريخ إستحقاق الورقة المالية مع مدة الإستثمار فيها وهذا لتفادي خطر سعر الفائدة⁽²⁾.

2- تأثير إسقاط فرضيتي الإقتراض والإقتراض على منحنى السواء :

إن إسقاط فرضيتي "ماركويتز" فيما يخص الإقتراض والإقتراض يعني تكوين مزيج بين أوراق مالية تتسم بالخطورة (الأسهم) وأوراق مالية لا تتسم بالخطورة (سندات)، وتختلف الحوافظ فيما بينها من حيث نسبة توزيع هذين النوعين داخل المحفظة ، فهناك حوافظ تكون نسبة الأصول الخطيرة بها أكبر من نسبة الأصول الخالية من الخطر وحوافظ تكون بالعكس ، وأيضا حوافظ تكون بها نسبة النوعين من الأوراق المالية متساوي وهذا ما يجعل منحنى السواء عبارة عن خط مستقيم كما هو موضح في الشكل التالي :

شكل رقم 9 : منحنى السواء الخاص بالأصول غير الخطرة



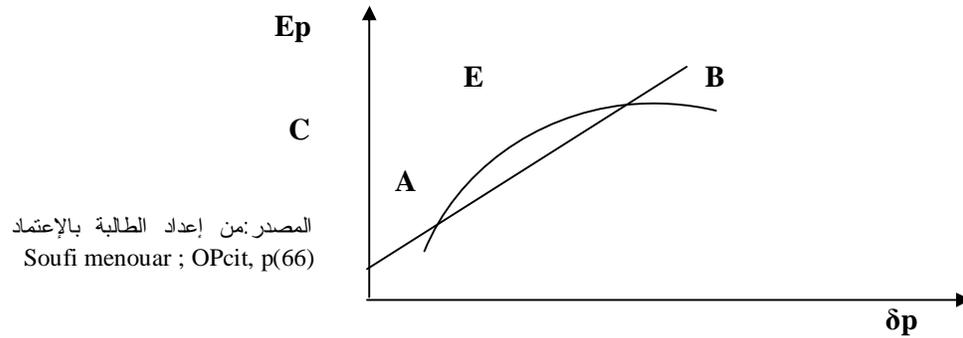
Source : Monther Bellalah , Op cit , P(26)

(2) — لمزيد من المعلومات إرجع إلى : منير إبراهيم هندي ، الفكر الحديث في مجال الإستثمار ، مرجع سابق ، ص (330-333)

أما إفتراض إمكانية الإقتراض فهذا يجعل المستثمر يلجأ إلى مصادر خارجية لتمويل حاجاته التمويلية مع العلم أن لجوئه إلى هذا النوع من التمويل يتحكم فيه سعر الفائدة ، أي أنه يقترض أموالاً سعر فائدتها أكبر مقارنة بسعر الفائدة في حالة الإقتراض ، وهذا ما يجعله يلجأ إلى إستثمار حصيلة الإقتراض في أصول خطيرة لما تحققه من عائد أكبر .

إن هذا الأمر يجعل الحد الكفاء المقعر جهة اليسار - الذي تم التطرق إليه في تحليل ماركويتز - باقي على حاله ويمثل لجوء المستثمر إلى الإقتراض ، أما الحد الكفاء في حالة تطبيق حالتي الإقتراض والإقراض فهو متغير مقارنة بحد ماركويتز وهذا ما يتضمنه الشكل الموالي :

كل رقم 10 : الحد الكفاء في حالة تطبيق حالتي الإقتراض والإقتراض :



إن الحد الكفاء يتمثل في الخط المستقيم (CE) والجزء من المنحنى المقعر "AE" .

4-3- الحد الكفاء والمحفظة المثالية :

إن تطبيق إمكانية الإقتراض والإقراض يعني قيام المستثمر ببناء محفظة تتكون من أوراق مالية خالية من المخاطر وأوراق مالية خطيرة ، وهذا ما يؤدي إلى تغير الحد الكفاء مقارنة بما توصل إليه ماركويتز ، وبالتالي فإن المحفظة المالية تمثل نقطة تماس الخط المستقيم مع المنحنى المقعر ، وتعتبر هذه النقطة هي النقطة الوحيدة المشتركة بين حدود المجموعة الكفاءة الخاصة بماركويتز وبين حدود المجموعة الكفاءة في حالتي الإقتراض و الإقراض معاً، وحسب التمثيل البياني رقم (11) فإن هذه النقطة ممثلة بالنقطة "E" تتميز بأعلى عائد ممكن عند كل وحدة من المخاطر مقارنة بالحوافز الأخرى .

إن نظرية ماركويتز إتمدت على فرضية إحتواء المحفظة المالية على أوراق مالية تتميز بالخطورة إلا أنه الواقع غير ذلك ، وبهذا فإن إفتراض إمكانية الإقتراض و الإقتراض ، نقطة مهمة لم يتطرق لها "ماركويتز" ، وبالتالي فعند تطبيق هذه الإمكانية على نظرية ماركويتز أدى إلى حصولنا على حد كفاء في صورة أخرى ، الأمر الذي أدى إلى وضع الأساس لنموذج تسعير الأصول

الرأسمالية ، هذا الأخير الذي يعتبر كإمتداد لنظرية ماركويتز وهذا ما سيتم التطرق إليه في المطلب الموالي .

المطلب الثاني : نموذج تسعير الأصول الرأسمالية .

Modél d'évaluation des actifs financier (Medaf)

يعتبر نموذج تسعير الأصول الرأسمالية إمتدادا لنظرية ماركويتز ، حيث تم التوصل إليه من خلال إسقاط إفتراضات ماركويتز فيما يخص حالي الإقراض والإقتراض ، ويعتبر هذا النموذج من النماذج المعروفة بشكل واسع وأكثر إستعمالا في مجال إدارة المحفظة المالية .

1- الإطار النظري للنموذج :

لقد توالى البحوث في شأن إدارة الحوافظ المالية ، وهذا بعد نظرية ماركويتز التي تعتبر كحجر الأساس لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية⁽¹⁾ .

التعريف بالنموذج :

يعتمد هذا النموذج على فكرة العلاقة الطردية بين العائد والمخاطرة ، وقد قدم شارب "Sharp" هذا النموذج أول مرة عام 1964 لإستخدامه كأساس لتقييم الإستثمارات في الأوراق المالية⁽¹⁾،بالإضافة إلى هذا هناك جهودا رائدة قد بذلت في مجال هذا النموذج وقد كان ذلك من طرف (Linter سنة 1965) و جان موسن (Mossin) سنة 1966، وإيجوان فاما (Fama) سنة 1968 ، وقد حصل Sharp في مقابل هذا الإجتهد الرائع على جائزة نوبل لتصبح حصيلة نظرية المحفظة جائزتين نوبل ، واحدة حصل عليها ماركويتز بتوصله للحد الكفاء للمحافظ الخطرة والتي أدخل عليها تعديلات فيما بعد ، وجائزة ثانية حصل عليها شارب Sharp الذي إعتد على نظرية المحفظة للوصول إلى نموذج تسعير الأصول الرأسمالية⁽²⁾ .

إن المبدأ الأساسي للنموذج هو محاولة المستثمرين تفادي المخاطر مما يؤدي بهم إلى محاولة

⁽¹⁾ - Christian Hurson , constantin Zoudounidis , gestion de portefeuille et analyse multicritère , economica , 1998 .France ,(P 10) .

⁽¹⁾ - فلاح حسين الحسيني ، مؤيد عبد الرحمن الدوري ، مرجع سابق ،(ص 157) .

⁽²⁾ Denis Bouyssou , jean le foll , Medaf et nouveaux modèles de décision dans le risque , 1996 consulte sur le sites , <http://01.lamade.duphine. Fr / . boyssou / le foll . Pdf> , (P 2) .

التعويض عنها ، وهذا ما يجعل المخاطرة يقابلها أعظم عائد متوقع لها وإذا لم يتم تحقيق هذا فإن هذا يعتبر الدافع الأساسي للجوء المستثمر إلى إستثمار خالي من المخاطر .

2-1- إفتراضات النموذج : يقوم النموذج على مجموعة من الإفتراضات أهمها :

* يقيم المستثمر المحافظ البديلة على أساس عائدها وخطرها .
* يقيم المستثمر الورقة المالية لفترة واحدة ، مما يتيح الفرصة أفضل لتقدير العائد على الإستثمار خالي من المخاطر .

* إن المستثمر يعطي الأولوية للعائد ويبغض المخاطر أي يسعى دوما إلى تعظيم ثروته.

* توقعات العائد والخطر متماثلة عند جميع المستثمرين⁽³⁾.

* إن السوق كامل وهذا يعني أنه لا توجد ضرائب على الأرباح و لا تكلفة للمعاملات ومعادلات الفائدة الخاصة بالأقراض والإقتراض مساوية بالإضافة إلى أن المعلومات تصل إلى المستثمرين بسرعة وبدون تكلفة .

2- بناء النموذج : إن نموذج تسعير الرأسمالية يعنى أساسا بتسعير المخاطر وهذا يقوم على

علاقة خطية بين العائد والخطر يطلق عليها بخط سوق رأس المال " **La droite de marchés des Capitaux** ، ويمثل في نفس الوقت حدود المجموعة الكفاءة .

2-1- المحفظة الخطرة المثلى :

من بين الإفتراضات التي يقوم عليها النموذج هوتجانس توقعات المستثمرين بشأن العوائد المتوقعة والانحرافات المعيارية لعوائد الأوراق المالية ، وكذا تجانس توقعاتهم بشأن التغيرات بين عوائدها بالإضافة إلى إفتراض بغضهم للمخاطر ، وهذا ما يؤدي إلى وجود إتفاق عام بين المستثمرين بشأن المحفظة الخطرة المثلى .

وفي ظل إفتراض النموذج فإن هذه المحفظة لا بد أن تشتمل على كافة الأسهم المتداولة في سوق رأس المال ، بحيث تفي باحتياجات كافة المستثمرين وبالتالي يمكن القول بأن هذه المحفظة هي محفظة تشتمل على كافة الأوراق المالية الخطرة المتداولة في السوق، وأن نسبة الإستثمار في كل ورقة يتوقف على قيمتها النسبية لذا يطلق عليها إسم محفظة السوق ، مع العلم أن تقدير عائدها وخطرها يستند إلى بعض مؤشرات الأسهم كمؤشر ستاندرأند بور، مؤشر توليفة الأسهم المتداولة في بورصة نيويورك

⁽³⁾ - François watier, OP cit,(p2).

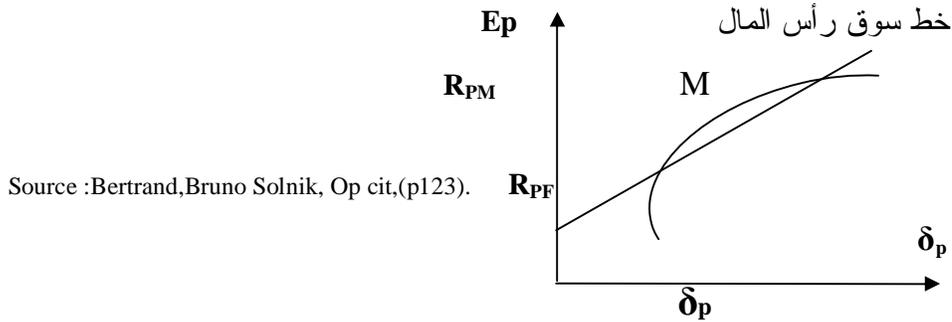
مؤشر ولشير ، مؤشر داو جونز "Dow Jones" ، وتعتبر أهمية هذه المحفظة بالنسبة للنموذج في أنها ضمن المجموعة الكفاءة و على أساسها يشتق خط سوق رأس المال.

2-2 - خط سوق رأس المال :

إن المجموعة الكفاءة في نموذج تسعير الأصول الرأسمالية لن يتغير عن المجموعة الكفاءة التي تم التوصل إليها عندما تم إسقاط فرضيتي الإقراض والإقتراض على نموذج ماركويتز ، إلا أن الجديد في الأمر هو أن المحفظة الخطرة المثلى التي يعبرها هذا الخط هي محفظة السوق ، ويطلق على هذا الخط بالمجموعة الكفاءة لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية Medaf كما يسمى بخط سوق رأس المال

إن الاسم الدقيق لهذا الخط في حقيقة الأمر هو خط تسعير السوق للمخاطر وهذا لأن الخطر حدده المستثمرون في السوق باعتبار أن معدل العائد على الإستثمار الخالي من المخاطر متساوي ، وأنهم جميعا مصررون على الإستثمار في محفظة السوق ، وبما أن كل نقطة على الخط تعكس حجم العائد و الخطر الخاص بالمحفظة، فإنه إذا تم قسمة مقدار العائد الذي يتحصل عليه المستثمر في مقابل المخاطر التي تنطوي عليها المحفظة التي تشكلها على حجم تلك المخاطر سيصل إلى حجم العائد لكل وحدة من وحدات الخطر، وبالتالي يصل إلى تسعير السوق لوحدة المخاطر التي تنطوي عليها تلك المحفظة⁽¹⁾ ويمكن تمثيل خط سوق رأس المال كما يلي :

رقم (11) : خط سوق رأس المال



من الشكل يبدو أن خط سوق رأس المال هو عبارة عن خط مستقيم يمر بالمحور العمودي الخاص بالعائد المتوقع في النقطة R_{PF} التي تمثل العائد الخالي من المخاطر ، وبالتالي فإن معادلته من الشكل :

$$Y = a + Xb$$

حيث :

⁽¹⁾ Mondher Bellalah , Op cit , P (38-39)

$E(R_P)$: يمثل y

δ_P : يمثل X

R_{PF} : يمثل a

مما يجعل المعادلة من الشكل :

$$E(R_P) = R_{PF} + \delta_P b$$

حيث :

$E(R_P)$: يمثل المتغير التابع وهو قيمة عائد المحفظة الكفأة .

R_{PF} : يمثل نقطة تقاطع الخط المستقيم مع المحور العمودي R .

δ_P : المتغير المستقل ويمثل خطر المحفظة الكفأة .

b : يمثل ميل الخط ، ويمكن إيجاده عن طريق إختيار نقطتين من الخط ولتكن " M " و R_{PF} .

و يحسب كما يلي :

$$b = \frac{R_{PM} - R_{PF}}{\delta P_M}$$

ويطلق على المعامل b أي الميل b بمعامل بيتا (β) ، مما يجعل المعادلة تكتب بالشكل

التالي (1) :

$$E(R_P) = \frac{R_{PM} - R_{PF}}{\delta P_M} \delta_P + R_{PF}$$

وتعتبر هذه المعادلة بمعادلة نموذج تسعير مخاطر الأصول الرأسمالية (**Medaf**) ، ويمكن

تقسيمها إلى شقين :

- الشق الأول : يمثل العائد الخالي من المخاطر R_{PF} .

- الشق الثاني : يمثل العائد الذي يعوض المستثمر عن المخاطر التي

ينطوي عليها إستثماره أي سعر المخاطر ويتمثل في :

(1) Monsieur de poisson :OP cit, P 119 .

$$\frac{R_{PM}-R_{PF}}{\delta_p}$$

$$\delta_{PM}$$

ونشير إلى أن خط سوق رأس المال هي علاقة توازن بين عائد وخطر محافظ كفاءة ، أي محافظ تم التخلص فيها من المخاطر غير المنتظمة فقط ، مما يعني أن هذا الخط يقوم بتسعير السوق للمخاطر المنتظمة الخاصة بالمحفظة الخاصة .

2-3- خط سوق الأوراق المالية :

سبق أن تعرضنا إلى نوعين من المخاطر مخاطر منتظمة ومخاطر غير منتظمة ، فبالنسبة للمخاطر غير المنتظمة فيمكن للمستثمر أن يتخلص منها بواسطة التنويع وبالتالي فلا تعويض له عنها ، أما فيما يخص المخاطر المنتظمة فهي التي يتم التعويض عنها .

فوفقا لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية ، فقد تم التوصل إلى طريقة لتسعير المخاطر المنتظمة للحواظ ، أما بالنسبة للأوراق المالية الفردية فإن من المفيد التعرض إلى المخاطر المنتظمة ولا يوجد مقياس أكثر ملاءمة من معامل بيتا (β) ، هذا الأخير الذي هو عبارة عن مقياس نسبي يقيس درجة إستجابة الورقة المالية تجاه السوق ويمكن حسابه بالعلاقة التالية : (2)

$$\beta = \frac{\text{Cov}(I,M)}{\sigma_M^2}$$

حيث :

$\text{cov}(i,m)$: يمثل تباين الورقة المالية والسوق

σ_M^2 : تباين عائد السوق .

مع العلم أن :

$$\text{Cov}(i,m) = \rho_{iM} \sigma_i \sigma_M$$

هذا فيما يخص المخاطر المنتظمة لعائد الورقة المالية ، أما إذا تعلق الأمر بالمحفظة المالية فإن العلاقة السابقة - معامل بيتا - تصبح كما :

$$\beta_M = \frac{\text{Cov}(M,M)}{\sigma_M^2} = \frac{\sigma_M \sigma_M \rho_{MM}}{\sigma_M^2}$$

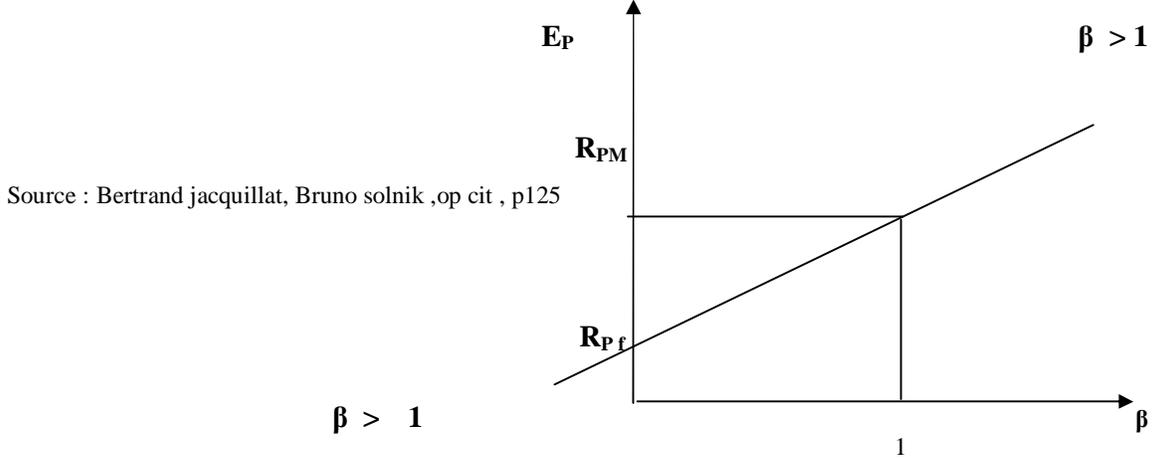
وبما أن معامل الارتباط الخاص بالسوق مع نفسه مساوي الواحد الصحيح، فإن معامل بيتا لمحفظه السوق (β_M) يصبح⁽¹⁾:

$$\beta = \frac{\delta_M \delta_M(1)}{\delta_M^2} = \frac{\delta_M^2}{\delta_M^2} = 1$$

وبالتالي فإن معامل بيتا لمحفظه السوق مساوية للواحد ، وعلى هذا الأساس أي باعتبار معامل بيتا لمحفظه السوق مساوي للواحد ، وأيضا هو مقياس للمخاطر المنتظمة يمكن التوصل إلى النتائج التالية :

- إذا كان معامل بيتا لمحفظه مالية أكبر من الواحد فإن عائدها يفوق عائد محفظه السوق .
 - إذا كان معامل بيتا لمحفظه مالية مساوية للصفر فإن عائدها المتوقع يعادل تماما العائد الخالي من المخاطر .
 - إذا كان معامل بيتا لمحفظه مالية أقل من الواحد فإن عائدها أقل من العائد الخالي من المخاطر .
- وعلى ضوء المعلومات السابقة يمكن أن نستنتج العلاقة بين العائد المتوقع ومعامل بيتا (β) من خلال المنحنى التالي :

شكل رقم 12 : خط سوق الأوراق المالية



⁽¹⁾ -Jean-pierre Berdot, Danniell Goyeau, Jaques Léonrd, les fondements de la rotation sectorielle des portefeuilles, revue d'économie financière, N78 (p346).

وتجدر الإشارة إلى أنه لو تم إجراء مقارنة بين خط سوق رأس المال وخط سوق الأوراق المالية سيتم التوصل إلى أن خط سوق رأس المال هو عبارة عن علاقة بين تباين المحفظة وعائدها، ويكشف لنا عن التوازن بين عائد المحفظة الكفاءة المتوقع وخطرها، أما خط سوق الأوراق المالية فهو عبارة عن علاقة بين معامل بيتا والعائد المتوقع، ويكشف لنا عن التوازن بين العائد المتوقع والخطر الخاص بالإستثمارات الكفاءة وغير الكفاءة .

إن الفرق بين خط سوق رأس المال وخط سوق الأوراق المالية يكمن في أن الأول هو علاقة بين تباين المحفظة وعائدها ويوضح التوازن الموجود بين العائد المتوقع والخطر المتعلق بالمحفظة الكفاءة، أما الخط الثاني فهو علاقة بين معامل بيتا والعائد المتوقع ويوضح لنا التوازن الموجود بين العائد المتوقع والخطر الخاص بالمحفظة الكفاءة والمحفظة غير الكفاءة .

3- إنتقادات وإختبارات نموذج تسعير الأصول الرأسمالية :

هناك العديد من طلاب الإدارة المالية الذين شككوا في إفتراضات النموذج، كما يوجد من حاول إيجاد إجابة على هذه الشكوك وذلك عن طريق إختبار مصداقية النموذج .

1-3- الإنتقادات الموجهة لإفتراضات النموذج :

هناك عدة إنتقادات وجهت إلى بعض الإفتراضات التي قام عليها النموذج، ونذكر منها مايلي

3-1-1- إسقاط فرضية تساوي معدل الفائدة على الإقراض والإقتراض :

إن قيام المستثمر بالإقراض والإقتراض بمعدل فائدة متساوي يبدو أمر غير منطقي، فإفتراض الإقراض بمعدل مساوي لمعدل العائد الخالي من المخاطر يبدو أمرا واقعا وكمثال عن ذلك أدونات الخزينة التي تتميز إلى حد بعيد بقلّة المخاطر أو تقريبا إنعدامها، أما الإقتراض بهذا المعدل فيبدو أمرا غير منطقيًا، بل أن العائد على الإقتراض يكون أكبر⁽¹⁾.

3-1-2 - إسقاط فرضية الإقراض والإقتراض بمعدل العائد الخالي من المخاطر :

لقد شكك الطلاب في صحة هذا الإفتراض بل وشككوا حتى في ما يسمى بمعدل العائد على الإستثمار الخالي من المخاطر، وعلى رأسهم بلاك (Black (1972)⁽²⁾، الذي إعتبر أن أدونات الخزينة ليست أوراق مالية خالية من المخاطر وذلك لما تتعرض له من خطر التضخم، وبالتالي يمكن إستبدال هذا التعبير بالإستثمار ذو معامل بيتا مساوي للصفر ($\beta=0$) .

(1) - منير إبراهيم هندي: الفكر الحديث في مجال الإستثمار، مرجع سابق، ص (390 - 391)

(2) Mondher Bellalah , op cit , p 88.

3-1-3- إسقاط فرضية تنويع ماركيتز :

بما أن النموذج يقوم على فرضية تنويع ماركويتز لتكوين المحفظة المالية أي أنه يتجاهل التنويع الساذج ، إلا أن الواقع أثبتت أن هناك فئة من المستثمرين لا تعيهم المحفظة المثالية، مما يعني عدم مبالتهم بتنويع ماركويتز .

3-1-4- إسقاط فرضية تجانس التوقعات :

أي توصلوا إلى أن هناك إختلاف في توقعات المستثمرين بشأن العوائد وإنحرافات المعيارية وتباينها ، مما يؤدي إلى إختلاف الحوافظ المثالية باختلاف المستثمرين .

3-1-5- إسقاط فرضية السوق الكامل : إن إسقاط هذه الفرضية يعني إسقاط عدة فروض

أخرى كإسقاط فرضية عدم وجود تكاليف للمعاملات ، وإسقاط فرضية الضرائب ، إسقاط فرضية وصول المعلومات إلى جميع المستثمرين .

3-1-6- إنتقادات أخرى :

بالإضافة إلى هذه الإنتقادات هناك إنتقادات أخرى كالإنتقادات الموجهة إلى مكونات محفظة السوق ، تأثير التضخم، تأثير السيولة ، تأثير التوقيت ، تأثير الحجم ، تأثير الصناعة ...، وكلها عوامل تؤدي إلى التأثير في العائد المتوقع وهذا مغاير لما توصل إليه النموذج، حيث أقر هذا الأخير بأن العائد المتوقع يتغير بتأثير من معامل بيتا فقط .

3-2- إنتقاد رول (R . Roll) :

لقد قدم ريتشارد رول سنة 1977 سلسلة من المقالات المشهورة تناول فيها إنتقاد نموذج تسعير الأصول الرأسمالية بطريقة مغايرة ، كما تطرق من خلالها إلى طريقة مغايرة لإختبار النموذج ولقياس أداء الحوافظ المالية .

ركز على أن وجود محفظة السوق على حدود المجموعة الكفاءة هو الأمر الذي أدى إلى وجود علاقة خطية بين العائد المتوقع ومعامل بيتا ، إلا أنه من الممكن أن نطبق هذه العلاقة على أي محفظة توجد على الحد الكفاء، مما يجعل إمكانية إختبار النموذج أو إستعماله بطريقة علمية يلزم علينا أولاً أن نتأكد من أن هذه المحفظة هي فعلا كفاءة أي فعلا هي محفظة السوق⁽¹⁾ ، بالإضافة إلا أنه إعتبر بأن النموذج يقوم على إفتراضات ماركويتز ، أي أن المحفظة المكونة هي محفظة تتكون من أوراق مالية فقط في حين رول يؤكد بأن الواقع يبين بأن محفظة السوق يمكن أن تتكون أيضا من ذهب ،

⁽¹⁾ Bertrand Jacqui llat , Bruno solnik ,OPcit ,(p 136) .

أحجار كريمة ، عقارات، رأس المال البشري ... ، لذا فهو يؤكد على إستعمال مصطلح محفظة الأوراق المالية بدلا من محفظة السوق الكفاءة⁽¹⁾.

3-3- إختبار نموذج تسعير الأصول الرأسمالية : (Medaf)

3-3-1- إختبار الميل والتقاطع :

من أولى الدراسات التي إهتمت باختبار النموذج هي دراسة جورج دوقلاص **George Douglas** سنة 1969 ، حيث توصل إلى أن تقاطع خط سوق رأس المال مع محور العائد المتوقع يختلف باختلاف معدل العائد على الإستثمار الخالي من المخاطر، ونفس النتيجة توصل إليها **" Miller "** ميلر و **" Sholes "** سنة 1972 ودراسة أخرى لميلر **" Miller "** و **" Jensen "** سنة 1972 ، حيث أكدت هذه الدراسة على أن التقاطع يكون عند معدل عائد يفوق معدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر ، وهذا ما بينه **Black "** وزملائه من خلال تعرضهم إلى أدونات الخزينة، هذه الأخيرة التي اعتبروها كأوراق مالية ذات معامل بيتا مساوي للصفر وليست كأوراق ذات معدل عائد على الاستثمار الخالي من المخاطر تماما ، وقد حاولا فاما **" Fama "** و **" Mac Beth "** سنة 1979⁽²⁾ التحقق من هذا وتوصلا إلى أن معدل العائد عند نقطة التقاطع يختلف عن معدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر .

3-3-2- إختبار معامل بيتا كمحدد على العائد للاستثمار :

نعلم أن نموذج تسعير الأصول الرأسمالية يقوم على اعتبار معامل بيتا **" B "** مقياس مناسب للمخاطر وبالتالي فهو عبارة عن دالة عائد الاستثمار بالنسبة للأسهم ، كما يقوم أيضا على تنويع ماركويتز الذي يتخلص من المخاطر غير المنتظمة ، فيما تبقى المخاطر المنتظمة التي يحصل في مقابلها على تعويض لازم يتمثل في العائد .

وقد قدم اختبار لهذه النتائج من طرف بلوم **" Blume "** وفرندس **" Friands "** سنة 1975 حيث تضمنت دراستهما كلا من الاستثمار في الأسهم والعقارات والموارد البشرية ، وبهذا توصلا إلى أن هذه المحافظ لم تكن متنوعة تنويعا يضمن لنا التخلص من المخاطر غير المنتظمة كليا ، كما أثبتت دراسة أخرى لنفس الباحثين أن توقعات المستثمرين ليست متجانسة ، وأن تقييم مخاطر المحفظة غير مقبول وأخذ معامل بيتا (**B**) ليس المتغير الوحيد الذي يتحدد على ضوءه معدل العائد على الاستثمار ،

⁽¹⁾ منير إبراهيم هندي : الفكر الحديث في مجال الإستثمار ، مرجع سابق ، (ص 429).

(2) . (p 88) Bid - i .

كما توجد دراسة أخرى لكولي "cooly" وزملائه سنة 1977 توصل من خلالها إلى أن هناك مقاييس أخرى لتحديد العائد إلى جانب معامل "B" كالتواء و التفرطح⁽¹⁾ .

3-3-3- اختبار خط السوق :

أي كونه مستقيماً أو منحنياً و في هذا الصدد كشفت دراسة لكارول ووي سنة 1988 و فاما " Fama " وماكبث " Mac beth " سنة 1973 بأن خط سوق رأس المال هو خط منحنى وليس مستقيم إلا أن هناك دراسات أخرى أثبتت العكس حيث كشفت دراسة لمكلياني و بوق سنة 1974 أن العلاقة هي خطية - أي أن خط سوق رأس المال هو خط مستقيم - ولكنها لا تملك دلالة إحصائية⁽²⁾

لقد قدم روول عدة مقالات وأبحاث حول نموذج تسعير الأصول الرأسمالية ، مما جعل هذا النموذج ينطور في اتجاهين .

- الاتجاه الأول : إهتم بالمنهجية الأكثر فعالية ، والأقل حساسية لاختبار محفظة السوق

بزعامة "جيبون" "Gibbons" و"فارسون" "Ferson" سنة 1985 و"شانكان" "Shanken" ، حيث كان اهتمامهم ينصب حول قياس أداء المحفظة .

- الاتجاه الثاني : اعتمد على نموذج تسعير الأصول الرأسمالية لتطوير نماذج

ونظريات أخرى ، وذلك مع مراعات الانتقادات الموجهة له ، ومن أهم هذه النظريات نظرية التسعير بالمراجعة .

وبالتالي فإن نموذج تسعير الأصول الرأسمالية خلص إلى أن المخاطر المنتظمة هي دالة للعائد المتوقع و أن هذه المخاطر تقاس بمعامل بيتا ، إلا أن الواقع يثبت أن العائد المتوقع هو محصلة العديد من العوامل وليس عامل واحد ، إذ قد يتأثر العائد بتغيرات الدخل القومي، معدل التضخم، تغيرات على مستوى الإنتاج الصناعي...، وغيرهم من العوامل، بالإضافة إلى هذا يبدو أن نموذج MEDAF تجزم بأن محفظة السوق هي محفظة كفاءة، إلا أن الواقع لا يدل دوماً على ذلك، هذا ما أدى إلى ظهور نظرية التسعير بالمراجعة ، هذه الأخيرة التي تعتبر بأن عائد المحفظة المتوقع يتأثر بعدة عوامل من بينها المخاطر ، وفي المبحث الموالي سيتم التعرض إلى هذه النظرية بالتفصيل .

(1) - منير إبراهيم هندي: الفكر الحديث في مجال الإستثمار ، مرجع سابق ، (ص 426)

(2) Mondher Bellalah, OP cit, (pp 88-91).

المبحث الثاني : نموذج العوامل ونظرية التسعير بالمراجعة :

نتيجة للانتقادات الموجهة لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية خاصة فيما تتعلق بالعوامل المؤثرة في عائد الإستثمار في المحفظة المالية ، حيث تم التوصل إلى أن العائد المتوقع يتأثر بالعديد من المتغيرات مما أدى إلى ظهور نماذج ونظريات جديدة وعلى رأسها نموذج العوامل ونظرية التسعير بالمراجعة " arbitrage pricing theory "

المطلب الأول: نموذج العوامل

يوضح هذا النموذج العوامل التي تحدد العائد على الإستثمار خلال فترة زمنية معينة وقد تتغير هذه المحددات من فترة إلى أخرى⁽¹⁾ .

1-نموذج العامل الواحد :

إن المقصود بهذا النموذج هو وجود عامل واحد مشترك يحدد العائد المتوقع عن الإستثمار في أي ورقة مالية وقد يكون هذا المعامل معدل نمو الدخل القومي ، أو معدل الإنتاج الصناعي ، أو أي متغير آخر⁽²⁾ ، ويحكم هذا النموذج ثلاث متغيرات أولها معامل يقيس مدى حساسية عائد الورقة المالية للعامل أي وزن تأثير العامل (β') ، والثاني يتمثل في العائد المتوقع في حال كون قيمة العامل المؤثر مساوية للصفر ويرمز له بالرمز (α) ، أما العامل الثالث فهو العائد الإضافي العشوائي (ϵ_i) ، بالإضافة إلى عاملين إضافيين هما القيمة المتوقعة للعامل نفسه ودرجة تقلب معدل العائد ، وبهذا يمكن صياغة معدل العائد المتوقع من الاستثمار في ورقة مالية كما يلي :

$$E(R_i) = \alpha_i + \beta'_i I_i + \epsilon_i$$

حيث :

$E(R_i)$: معدل العائد المتوقع على الإستثمار في الورقة المالية (i) .

(α_i) : عائد متوقع لا يرتبط بتأثير العامل المحدد للعائد .

(β'_i) : معامل حساسية العائد تجاه العامل المحدد للعائد .

(I_i) : العامل المحدد .

(ϵ_i) : الخطأ العشوائي .

⁽¹⁾ نزيل دسوقي: مرجع سابق: (ص27).

⁽²⁾ - Bertrand jacquillat , Bruno Solnik, op cit,(p 134).

ومن المتوقع أن يساوي ϵ_i الصفر ($\epsilon_i=0$) أي لا يوجد عائد متوقع للعائد الإضافي.
 أما انحرافه المعياري المرتبط بالورقة المالية فيكون (δ_{ϵ_i}) ، وبالتالي لصياغة خطر هذه الورقة
 يكتب إنحرافها المعياري كما يلي :

$$\delta_i^2 = \beta' I_i^2 \delta I_i^2 + \delta^2 \epsilon_i$$

أما التغيرات بين ورقتين مالييتين (**i**) و (**j**) فيتمثل في⁽¹⁾ :

$$\text{Cov} (i,j) = \beta'_i \beta'_j \delta I_i^2$$

حيث :

. **cov(i,j)** : تغير الورقتين (**i**) و (**j**) .

. β'_i : حساسية الورقة (**i**) تجاه العامل .

. β'_j : حساسية الورقة (**j**) تجاه العامل .

. δI_i^2 : تباين المعامل المؤثر في العائد .

مع افتراض أنه لا يوجد ارتباط بين العامل المؤثر في العائد والخطأ العشوائي ϵ_i ، و لا يوجد
 ارتباط بين الخطأ العشوائي للورقتين أي بين (ϵ_i) و (ϵ_j) .

وإذا اعتبرنا أن العامل المشترك هو عائد محفظة السوق ، أي أنه $I_i = (R_{PM} - R_F)$ ، أي يتم

إسقاط النموذج على نموذج تسعير الأصول الرأسمالية فينتج ما يلي⁽¹⁾:

$$E(R_i) - E(R_F) = \alpha_i + (R_{PM} - R_F) \beta'_i + \epsilon_i$$

حيث :

. $E(R_i)$ عائد الورقة المالية (**i**) المتوقع .

. R_F : العائد على الإستثمار الخالي من المخاطر .

ويمكن صياغة هذه المعادلة أيضا كما يلي :

$$E(R_i) = \alpha_i + (R_{PM} - R_F) \beta'_i + \epsilon_i + R_F$$

$$E(R_i) = \alpha_i + \beta'_i R_{PM} - \beta'_i R_F + \epsilon_i + R_F$$

$$E(R_i) = \alpha_i + R_F (I - \beta'_i) + \beta'_i R_{PM} + \epsilon_i$$

⁽¹⁾ Mondher Bellalah, OPcit, p(90).

⁽¹⁾ - منير إبراهيم هندي: الفكر الحديث في مجال الإستثمار ، مرجع سابق ، (ص 492).

1-1- التنوع في نماذج العوامل :

حسب ماركويتز يعمل التنوع على التخلص من المخاطر غير المنتظمة لتبقى فقط المخاطر المنتظمة ، وإذا ماتم إتباع نفس المنطق في نماذج العوامل مع فارق واحد هو أن التنوع يعمل هنا على التخلص من المخاطر التي لا ترتبط بالعامل المشترك بدلا من المخاطر غير المنتظمة ، مما يعني أن خطر المحفظة يكمن صياغته كما يلي⁽²⁾:

$$\delta_p^2 = \sum (W_i \beta'_i)^2 \delta_i^2 + \sum W_i^2 \delta_{\epsilon_i}^2$$

حيث :

δ_p^2 : خطر المحفظة المالية الكلية .

i : الورقة المالية .

n : عدد الأوراق المالية في المحفظة المالية

δ_i : المخاطر المرتبطة بالعامل .

W_i : وزن كل ورقة (i) داخل المحفظة .

$\delta_{\epsilon_i}^2$: المخاطر المرتبطة بالورقة (i) والتي يكون مصدرها المنشأة المصدر لتلك

الورقة.

إذا ما تأملنا هذه الصياغة نجد أن الخطر يتألف من قسمين : القسم الأول خاص بالمخاطر المرتبطة بالعامل ، والقسم الثاني خاص بالمخاطر المرتبطة بظروف المنشأة نفسها ، وبالتالي فالتنوع في نماذج العوامل يعمل على تخفيض المخاطر المرتبطة بالمنشأة ، أما المخاطر المرتبطة بالعامل المشترك فلا يمكن أن نتوقع لها أن تنخفض بفعل التنوع .

2- نموذج العوامل المتعددة :

يشير نموذج العوامل المتعددة إلى تأثير الأوراق المالية المكونة للمحفظة المالية بعوامل عديدة ، كالتوزيعات بخصوص أسعار الفائدة ، معادلات التضخم ، معدلات النمو الإقتصادي ، وقد يكون النموذج خاص بعاملين فقط ، كما قد يكون خاص بأكثر من عاملين .

1-2- نموذج العاملين :

إذا اعتبرنا أن عائد الورقة المالية يتأثر بعاملين ، ولكل من العاملين معامل حساسية متعلق به فيمكن صياغة العائد المتوقع والخطر الخاص بالورقة المالية (i) كمايلي:

بصاغ العائد:

⁽²⁾ Mondher Bellalah ,op cit,(p91

$$E(R_i) = \alpha_i + (\beta'_{I_1} \times I_1) + (\beta'_{I_2} \times I_2) + \varepsilon_i$$

حيث :

I_1 ، I_2 : يمثلان العاملان اللذان يؤثران على عوائد كافة الأوراق المالية المتداولة في

السوق .

أما الخطر فيصاغ :

$$\delta_i^2 = \beta'_{I_1} \delta_{I_1}^2 + \beta'_{I_2} \delta_{I_2}^2$$

حيث : $\delta_{I_1}^2$, $\delta_{I_2}^2$ يمثلان تباين العاملين (I_1) و (I_2) على التوالي .

2-2- نموذج العوامل لأكثر من عاملين :

أي أن عائد الورقة المالية يتأثر بعدة عوامل مشتركة ، إلا أن هذا لا يعني بالضرورة أنها تؤثر على كافة الأوراق المالية ، بل تؤثر في أوراق مالية صادرة عن منشآت تعمل في قطاع معين دون آخر، وهنا تبرز أهمية تحليل المستثمر ومدى قدرته على تحديد النموذج الملائم ، وهذا بتعيين عدد من العوامل وقيمة كل واحد منها ، وأيضا بالتأكد من عدم وجود علاقة قوية بين العوامل حتى لا يخل ذلك بنتائج النموذج ، ويمكن صياغة النموذج كما يلي⁽¹⁾ :

$$E(R_i) = \alpha_i + (\beta'_{I_1} \times I_1) + (\beta'_{I_2} \times I_2) + \dots + (\beta'_{I_n} \times I_n) + \varepsilon_i$$

$$E(R_i) = \alpha_i + \sum (\beta_{I_j} \times I_j) + \varepsilon_i$$

حيث:

n : عدد العوامل التي تؤثر في العائد المتوقع للورقة المالية.

أما حجم المخاطر فتصاغ ب :

$$\delta_i^2 = (\beta'_{I_1} \times \delta_{I_1}^2) + (\beta'_{I_2} \times \delta_{I_2}^2) + \dots + (\beta'_{I_n} \times \delta_{I_n}^2)$$

$$\delta_i^2 = \sum (\beta'_{I_j} \times \delta_{I_j}^2)$$

إذا ما تم تطبيق النموذج على المحفظة المالية نستنتج الصياغة التالية :

$$E(R_p) = \alpha_p + (\beta'_{I_1} \times I_1) + (\beta'_{I_2} \times I_2) + \dots + (\beta'_{I_n} \times I_n)$$

$$\delta_p^2 = (\beta'_{I_1} \times \delta_{I_1}^2) + (\beta'_{I_2} \times \delta_{I_2}^2) + \dots + (\beta'_{I_n} \times \delta_{I_n}^2).$$

3- نموذج العوامل القطاعية :

⁽¹⁾ Bertrand jacquillat , OP cit, p 136 .

إن بناء هذا النموذج يقوم أساسا على تصنيف أوراق المحفظة المالية وفقا للقطاع الإقتصادي الذي تنتمي إليه الشركة المصدرة⁽¹⁾، ومن ثم لابد أن نعين عدد القطاعات التي يتضمنها النموذج ويمكن صياغة النموذج بالنسبة لورقة مالية (i) كما يلي :

$$E (R_i) = \alpha_i + (\beta' I_1 \times I_1) + (\beta' I_2 \times I_2) + \dots + (\beta' I_n \times I_n)$$

حيث :

I_1, I_2, \dots, I_n : تمثل العوامل القطاعية المؤثرة في عائد الورقة المالية .

وحسب هذا النموذج نجد أن كل ورقة مالية يتأثر عائدها بعامل واحد وهو العامل المرتبط بالقطاع الذي تنتمي إليه الشركة المصدرة لتلك الورقة ، وكذلك نجد أن معامل الارتباط بين هذه العوامل لابد أن يكون صغير جدا ، لأنه كلما كان كبيرا كلما دل على أن درجة الارتباط كبيرة ، وبالتالي فلا يمكن إعتبار هذه العوامل قطاعية أصلا .

هذا وتجدر الإشارة إلى أن معظم الدراسات التطبيقية أشارت إلى وجود حوالي خمسة عوامل أساسية تؤثر في عوائد الورقة المالية وسعرها في السوق ، وقد حدد " رول و روس " Roll و Ross " هذه العوامل كما يلي :

- 1-التغير في معدل التضخم المتوقع .
- 2-التغير غير المتوقع في التضخم .
- 3-التغير غير المتوقع في الإنتاج الصناعي .
- 4-التغير غير المتوقع في علاوة الخطر .
- 5-التغير غير المتوقع في هيكل وشروط معدلات الفائدة .

بالإضافة إلى أن هناك بعض الدراسات التي حددت العوامل كما يلي :

- 1-المخاطر المهملة .
- 2-هيكل وشروط معدلات الفائدة .
- 3-التضخم والإنكماش .
- 4-مخاطر السوق الكاملة .

وفي الأخير نشير إلى أن نماذج العوامل ليست بنماذج توازن ، بل هي نماذج وجدت نتيجة للانتقادات الموجهة لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية ، تبين بأن العائد المتوقع هو محصلة عدة

⁽¹⁾ إيهاب الدسوقي ، مرجع سابق ، ص 26

عوامل تؤثر فيه ، وهذا الأمر أدى إلى ضرورة إيجاد نموذج توازن يأخذ بعين الإعتبار التصحيحات التي أجريت على نموذج تسعير الأصول الرأسمالية ، لذا سيتم التطرق في المطلب الموالي لنموذج التسعير بالمراجعة هذا الأخير الذي يعتبر نموذج عوامل ونموذج توازن في نفس الوقت .

الثاني: نموذج التسعير بالمراجعة

إن نموذج تسعير الأصول الرأسمالية هو عبارة عن نموذج خاص بالاقتصاد الجزئي الكلاسيكي حيث يقوم على تعظيم منفعة كل مستثمر، عكس نموذج التسعير بالمراجعة (APT) الذي يعتمد على منطق المراجعة.

تقوم نظرية التسعير بالمراجعة على نفس مبادئ نماذج العوامل ، إلا أن الاختلاف الموجود يتمثل في أن نظرية تسعير المراجعة تدرج التوازن بين اهتماماتها على عكس نماذج العوامل¹.

1- الإطار العام لنظرية التسعير بالمراجعة:

1-1- التعريف بنظرية التسعير بالمراجعة: تعد نظرية تسعير المراجعة نظرية للتوازن

تحكم العلاقة بين عائد الورقة المالية والمتغيرات المؤثرة في ذلك العائد، وقد تم عرضها من طرف ستيفن روس (ROSS) سنة 1976 ، وهي تعتبر بمثابة بديل لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية⁽¹⁾، بمعنى أدق فإن نموذج تسعير الأصول الرأسمالية هو حالة خاصة من نظرية تسعير المراجعة⁽²⁾. إن مكونات نظرية التسعير بالمراجعة لا تختلف عن مكونات نماذج العوامل، إلا أن الاختلاف الأساسي يكمن في أن نظرية التسعير بالمراجعة هي نظرية توازن شأنها في ذلك شأن نموذج تسعير الأصول الرأسمالية، أي أنها تحكم العلاقة بين عائد الورقة المالية والعوامل المؤثرة على هذا العائد كما هو موضح في المعادلة التالية:

$$E(R_i) = a_i + b'_{i1}I_1 + b'_{i2}I_2 + \dots + b'_{in}I_n + e_i$$

حيث تمثل:

(1) - منبر إبراهيم هندي: الفكر الحديث في مجال الإستثمار، مرجع سابق، ص (515)

(2) - محمد صالح الحناوي ، مرجع سابق، ص (321)

$E(R_i)$: معدل العائد المتوقع على الورقة المالية (i).

a_i : العائد المتوقع على الورقة غير المرتبط بالعوامل.

I_1, I_2, \dots, I_n : العوامل المشتركة لكل الأوراق المالية وعددها n .

e_i : العائد المتوقع على الورقة الإضافي المرتبط بها.

$b'_{i1}, b'_{i2}, \dots, b'_{in}$: معاملات حساسية العائد المتوقع للورقة (i) للعوامل.

وعليه فوفقاً لنظرية تسعير المراجعة فإن العائد ينقسم إلى جزئين: جزء غير منتظم، وجزء منتظم يتأثر فيه العائد بمجموعة من العوامل المشتركة وكل عامل مرتبط بمعامل حساسية، هذا الأخير الذي يلعب بالنسبة للعامل نفس الدور الذي يلعبه بالنسبة لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية، إلا أن العامل هنا هو السوق⁽¹⁾.

1-2- افتراضات نظرية التسعير بالمراجعة:

قام روس "Stiven Ross" سنة 1976 بتقديم مقاربة مختلفة لتسعير الأصول الرأسمالية تعتمد على منطق المراجعة⁽²⁾، حيث حدد من خلالها الفروض الثلاث التي بنيت عليها النظرية:

- اتسام سوق رأس المال بالمنافسة الكاملة، مما يعني عدم وجود تكلفة للمعاملات، أو تكلفة للإفلاس، أو تكلفة في شكل ضرائب كما لا توجد قيود على البيع على المكشوف.
- محصلة عائد الورقة المالية يخضع لعدد من العوامل.
- يسعى المستثمر دائماً إلى تعظيم ثروته⁽³⁾.

وقد أضاف هارينجتون "Harington" و إلتون وجريبر "Elton" et "Gruber" ثلاث فروض أخرى :

- تجانس توقعات المستثمرين بشأن عدد وماهية العوامل المؤثرة في عائد الورقة المالية.
- لا توجد مخاطر تحيط بفرص المراجعة .
- تساوي بين معدل الإقراض ومعدل الإقتراض.

(1)- Christian Hurson , Constantain Zopounidis. OP cit , P (12)

(2)- Mondher Bellalah. O Pcit, P (92).

(3) - إيهاب دسوقي مرجع سابق ، ص (28)

2- التوازن في نظرية تسعير المراجعة:

حسب نظرية تسعير المراجعة فإن الأوراق المالية التي تتعرض لنفس العوامل تحقق نفس العائد وهذا ما يسمى بقانون السعر الواحد، وعند عدم حدوث هذا القانون تبدأ عملية المراجعة ، حيث يقوم المراجحون باندفاع لشراء الورقة ذات العائد المتوقع أن يرتفع وبيع الورقة ذات العائد المتوقع أن ينخفض، والنتيجة هي ارتفاع سعر الورقة المالية الأولى وبالتالي انخفاض عائدها، وانخفاض سعر الورقة الثانية وبالتالي ارتفاع عائدها، وتستمر العملية إلى أن يتساوى عائد الورقتين أي تختفي أرباح المراجعة وذلك بتساوي عائد الورقتين، وفي الأخير يصبح عائد الورقة المالية عبارة عن عائد يعوض عن المخاطر المصاحبة للعوامل ، بالإضافة إلى عائد مقابل الزمن أي عائد على استثمار خالي من المخاطر⁽¹⁾ ، وعليه فنظرية تسعير المراجعة هي نظرية توازن .

إن اعتماد قانون السعر الواحد في نظرية تسعير المراجعة يجعل المستثمرين أصحاب المحافظ المالية يقومون بعملية مراجعة لا تتطوي على أية مخاطرة ، وهذا نتيجة قيامهم ببيع وشراء الحوافز المالية دون اللجوء إلى استخدام مواردهم الذاتية ، ولعل الطريق الملائم للقيام بعملية المراجعة هو البيع على المكشوف ، أي قيام المراجح ببيع المحفظة الخاصة بالمستثمر (أ) إلى مستثمر(ب) وهذا بعد أن توقع أن سعرها سينخفض في المستقبل، فإذا صحت التوقعات فإن هذا المراجح سوف يقوم بشراء محفظة المستثمر (أ) مما يجعل المراجح يربح الفرق بين السعر القديم والسعر الجديد المنخفض دون أن يستعمل موارده الخاصة هذا من جهة، ومن جهة أخرى فإن الحوافز التي كان متوقعا أن ينخفض سعرها والتي تم بيعها سوف يرتفع عائدها بانخفاض سعرها فعلا، على عكس الحوافز التي تم شراؤها، حيث يرتفع سعرها وبالتالي ينخفض عائدها ، وبهذه الطريقة يحدث توازن في السوق يتحقق بزوال فرص المراجعة أي عندما تختفي أرباحها ، وهذا ما يؤدي إلى وجود علاقة خطية بين العائد المتوقع من الاستثمار ومعامل حساسية ذلك العائد للعوامل المؤثرة فيه.

وتجدر الإشارة على أن المراجح يقوم ببيع محفظة لا يملكها أي يقوم بتمويل شراء المحفظة البديلة للمحفظة الأولى، مما يجعله يتفادى كليا المخاطر ويحقق عائد ناجم عن الفرق بين عائدي المحفظتين وهو عائد خالي من المخاطر وهذا ما يطلق عليه في ظل هذه النظرية بالمحفظة ذات المعامل بيتا المساوي للصفر ($\beta = 0$) .

3- اختبار نظرية تسعير المراجعة -APT- : إن الفرق الجوهرى بين نظرية تسعير المراجعة

ونموذج تسعير الأصول الرأسمالية هو أن نموذج "MEDAF" يشمل على متغير وحيد ومعلوم يؤثر

(1) - منير إبراهيم هندي: الفكر الحديث في مجال الاستثمار، مرجع سابق، ص (516)

في العائد وهو المخاطر المنتظمة ، أما عائد نظرية تسعير المراجعة فيتأثر بأكثر من متغير ، إلا أنه لا يمكن تحديد ومعرفة هذه المتغيرات لكن هذا الأمر لا يمنعنا من القيام باختبار مصداقية النظرية. إن اختبار صلاحية النظرية يتطلب تقدير معامل حساسية كل عامل، ولكي نقوم بهذا الأمر لابد من تحديد العوامل (I) الملائمة وفي مقدمة الطرق التي تحظى بقبول عام هو ذلك المدخل الذي يتم فيه تقدير قيمة كل من I, β_I في آن واحد.

3-1 - اختبار النظرية بتحديد العوامل ومعاملات الحساسية : إن اختبار نظرية تسعير المراجعة وفق هذا المدخل يعني الاعتماد على أسلوب للتحليل الإحصائي يطلق عليه التحليل العاملي وبالاعتماد على هذا التحليل يتم تصنيف المتغيرات التي تؤثر على عائد المحفظة المالية في مجموعات يطلق عليها عوامل، وهذا التحليل يتوصل إلى تحديد عدد العوامل وأيضا إلى تحديد معاملات الحساسية.

ومن أبرز الدراسات التطبيقية لهذا المدخل تلك التي أجراها رول و روس (Roll & Ross) وخرجا من التحليل العاملي بأربعة عوامل تؤثر على عوائد الأوراق المالية ، وهذا خلال الفترة الممتدة بين (1980-1984)⁽¹⁾، وقد تمثلت هذه العوامل في التغيرات غير المتوقعة في كل من التضخم المتوقع وغير المتوقع ، معدل نمو الإنتاج الصناعي ، هيكل الأجل لأسعار الفائدة ، والتي تقاس بالفرق بين معدل فوائد السندات طويلة الأجل وقصيرة الأجل - ومكافأة مخاطر تأثير السداد - وتقاس بالفرق بين عائد السندات مرتفعة الجودة ومنخفضة الجودة - حيث يؤثران العاملان الأول والثاني على التدفقات النقدية وبالتالي على التوزيعات ومعدل نموها ، أما العامل الثالث والعامل الرابع فيؤثران على المعدل الذي تخصص به تلك المكاسب⁽²⁾ .

هذا وتجدر الإشارة إلى أن التحليل العاملي يتم وفقا لمراحل ، ففي المرحلة الأولى يتم تعيين العوامل التي تؤثر على حركة العوائد ويتعلق الأمر بالعوامل الإحصائية، أما المرحلة الثانية فيتم من خلالها البحث عن إمكانية قياس قوة تأثير العامل أو ما يطلق عليه بمعامل الحساسية ، كما تجدر الإشارة إلى أن (Ross & Roll) رول و روس لم يقدموا هذه الدراسة فقط بل قدما دراسة أخرى في نفس السياق سنة 1986 وهذا بالاشتراك مع شين " chen " ، بالإضافة إلى اختبار آخر أجراه كلا من براون " Brown " و وينستان " weinstein " سنة 1980 و شين " chen " سنة 1983⁽³⁾ .

(1) - Bertrand Jacquillat , Bruno Solnik , OPcit P (139)

(2) - منير إبراهيم هندي: الفكر الحديث في مجال الإستثمار، مرجع سابق، ص (551)

(3) - Bertrand Jacquillat , Bruno Solnik , OPcit P (140)

3-2- اختبار النظرية من خلال تحديد العوامل وفقا للفكر النظري: إن أول انتقاد وجه إلى طريقة الاختبار السابقة هو أن تحديد العوامل لم يتم وفقا للفكر النظري، بل هي نتائج تجربة عدد من العوامل حددها لنا التحليل العملي وهذا اعتمادا على علاقات إحصائية بين مختلف مكونات كل عامل، وهذا يقودنا إلى الوصول إلى عوامل من الصعب تفسير كيفية تأثيرها على العائد ، لذا اقترح فرنسيس Francis سنة 1986 عدة عوامل عن طريق الاستعانة بفكر نظري وفي مقدمة هذه العوامل:

- مخاطر تأجيل السداد.
- مخاطر سعر الفائدة.
- مخاطر السوق .
- مخاطر القوة الشرائية.
- مخاطر الإدارة.
- مخاطر استدعاء الورقة المالية .
- مخاطر تحويل الورقة المالية.
- مخاطر تسويق الورقة المالية.
- المخاطر السياسية.
- مخاطر الصناعة⁽¹⁾.

ومن الملاحظة أن مجمل هذه المخاطر تنقسم إلى مخاطر منتظمة ، ومخاطر غير منتظمة ، إلا أن هذا الأمر غير وارد في نظرية تسعير المراجعة وهذا لأنها تعتبرها مخاطر تؤثر في كافة الأوراق المالية.

إلا أن تحديد العوامل بهذه الطريقة لا يعد اختبارا للنظرية بل لابد من تحويلها إلى صفات معينة يمكن قياسها ومن أمثلة ذلك معدل التوزيعات النقدية، معامل بيتا (β) ، مستوى جودة الأوراق المالية - يستخرج من المنشورات الصادرة عن البورصة -...، حيث يمكن اعتبار كل مثال من هذه الأمثلة على أنها معاملات حساسية عائد المحفظة ، وبالتالي لاختبار أي محفظة مالية مستخدمة كعينة للنموذج لابد من توفر كلا من معامل حساسية عائدها لكل صفة معينة، وأيضا متوسط معدل العائد على الاستثمار في كل ورقة مالية ، ثم يتم تقدير تسعير السوق لكل وحدة من وحدات المخاطر التي تنطوي عليها تلك الصفقة وهذا اعتمادا على معادلة النظرية (ATP).

(1) - منير ابراهيم هندي، مرجع سابق، ص (553)

وهكذا يبدو أن نظرية التسعير بالمراجعة هي نظرية شاملة جاءت لتجيب على الإنتقادات التي وجهت إلى النظريات والنماذج التي سبقتها، فهي من جهة تؤيد ما جاء ماركويتز في نظريته أي تساند رأيه القائل بأن الخطر غير المنتظم هو عبارة عن محصلة نوعين من المخاطر، خطر غير منتظم يمكن تجنبه بالتنوع و خطر منتظم لا يمكن تجنبه بالتنوع، ويمكن تقديره بالإنحراف المعياري عن العائد المتوقع، ومن جهة أخرى يؤيد التعديلات التي طرأت على تحليل ماركويتز والتي قادت إلى الوصول إلى نموذج تسعير الأصول الرأسمالية، هذه الأخيرة التي توصلت إلى أن الخطر المنتظم للمحفظة المالية هو دالة للعائد المتوقع ولعوامل أخرى، وبهذا تصبح هذه النظرية هي النظرية الشاملة والجامعة للنماذج والنظريات التي سبقتها.

المبحث الثالث: قياس أداء المحفظة المالية

بعد التعرف على الأسس والقواعد التي يجب إتباعها لإدارة المحفظة المالية بالشكل السليم، لابد من التأكد من أن المدير قد قام بدوره بشكل جيد، أي أنه استطاع تحقيق أرباحا كافية و بالتالي لابد من تقييم إدارته.

المطلب الأول : الطرق التقليدية لقياس أداء المحفظة المالية

تتعدد طرق تقييم و قياس أداء محفظة الأوراق المالية إلا أن أهمها هي ثلاثة طرق قدمت من طرف ترينور "Treyner" سنة 1965 و شارب "Sharpe" سنة 1966 ، و جونسون "Jensen" سنة 1968، و تعد هذه الطرق من الطرق التقليدية الأولى في هذا المجال و التي رغم تعرضها إلى عدة انتقادات في الأبحاث الحديثة إلا أنها لا زالت تعتبر من أهم الطرق المشهورة⁽¹⁾.

1- التعريف بالطرق التقليدية لقياس أداء الحوافظ المالية :

1-1 - طريقة شارب (1966) La méthode de Sharp:

(1) Mondher Bellalah , OP cit , P (261)

إن مؤشر شارب للأداء هو عبارة عن عرض للعلاقة بين العائد المتوقع للمحفظة جيدة التنويع و خطرها في صورة نسبة⁽²⁾، و يطلق على المؤشر إسم العلاوة على التقلب في العائد⁽³⁾، و يرمز لها بالرمز S_r ويحسب بالعلاقة التالية:

$$S_p = \frac{R_p - R_F}{d_p}$$

حيث:

S_p : مؤشر شارب لقياس أداء المحفظة المالية (P).

R_p : متوسط معدل العائد خلال فترة القياس.

R_F : معدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر.

d_p : مخاطر المحفظة مقاسه بالانحراف المعياري لعوائد المحفظة.

إن المقدار $(R_p - R_F)$ يمثل مقدار العائد الإضافي للمحفظة أو ما يسمى علاوة الخطر، ولا بد أن نشير إلى أن مؤشر شارب يقوم على أساس قياس المخاطر الكلية - باعتماده على الانحراف المعياري في قياس الخطر - التي تتكون من مخاطر منتظمة ومخاطر غير منتظمة، وبذلك يمكن القول أن مؤشر شارب يحدد في الواقع العائد الإضافي الذي تحققه المحفظة المالية نظير كل وحدة واحدة من المخاطر الكلية التي ينطوي عليها الاستثمار في هذه المحفظة.

إن المحفظة التي تحمل أكبر قيمة ممكنة لمؤشر شارب هي المحفظة ذات الأداء الجيد (Le portefeuille le plus performant)، وهذا لأنها تحقق أكبر معدل عائد عند نفس المستوى من الخطر

وبهذا فإن المؤشر يسمح بإعطاء ترتيب بين محافظ مالية تختلف فيما بينها في مستوى الخطر⁽¹⁾.

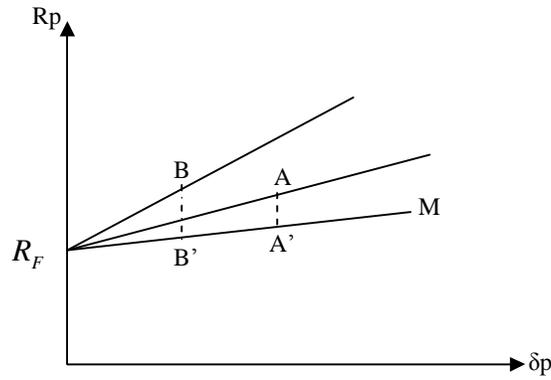
⁽²⁾ Pascal Grandin :OPcit, P (27).

⁽³⁾ محمد صالح الحناوي ، تحليل الأسهم والسندات ، 2005 ، ص (282).

⁽¹⁾ - Monsieur de poisson , OP cit ,P (125).

إن مؤشر شارب يعتمد على خط سوق رأس المال كمرجع لقياس الأداء، حيث يسمح بمقارنة العلاوة المتوقعة على خطر المحفظة المدارة مع انحرافها المعياري أو مخاطرها الكلية، كذلك يسمح مؤشر شارب بمقارنة قيمته الخاصة بالمحفظة مع قيمته الخاصة بالسوق وهذا لمعرفة إذا ما كان العائد المتوقع للمدير يكفي لتعويض الخطر الواقع، ولتوضيح الفكرة أكثر نفترض أن هناك مدير محفظة مالية له هدف معين و تهدده مخاطر، وبالتالي فأمامه إستراتيجيتين لإدارة المحفظة ، إما أن يستثمر جزء من المبلغ في محفظة السوق وجزء في أصول خالية من المخاطر ، وإما أن يختار أصول خطيرة ، وبذلك يكون الفرق بين الإستراتيجيتين موضح في الشكل الموالي :

شكل رقم (13): التمثيل البياني لمؤشر شارب للأداء



Source : pascal Grandin , opcit, P(28)

من خلال الشكل يمكن القول أن:

- مؤشر شارب يساوي ميل كلا من الخطوط "B R_F" ، "A R_F" ، "M R_F" .
- أداء المحفظة "A" أفضل من أداء المحفظة "A" التي هي عبارة عن توليفة بين محفظة السوق و الأصول الخالية من المخاطر مع العلم أن درجة مخاطرتها متماثلة $d'_{A'} = d_A$
- أداء المحفظة "B" أفضل من أداء المحفظة "B" التي هي عبارة عن توليفة

بين

محفظة السوق و الأصول الخالية من المخاطر، أما درجة مخاطرتها فهي متماثلة⁽¹⁾.

(1) - Pascal Grandin, OP cit, PP (27-28).

• إن المدير الكفاء لا بد له أن يختار المحفظة ذات الأداء الجيد، لذا نجده يختار بين "A" و "B" إلا أنه و باستعمال مؤشر شارب يختار المحفظة "B" و هذا لأن الفارق (B-B') أكبر من الفارق (A-A')، أي أن مؤشر شارب للمحفظة B أكبر من مؤشر شارب للمحفظة "A".

و منه فإن المسير إذا أراد قياس أداء محفظته، لابد عليه أن يقارن بين مؤشر شارب للمحفظة و مؤشر شارب للسوق، وعندما يكون المؤشر الخاص بالمحفظة أكبر من المؤشر الخاص بالسوق فهذا يعني أن أداء المحفظة أفضل من أداء السوق.

وكننتيجة يمكن الوصول إليها هي أن كل محفظة تقع على خط سوق رأس المال فإن مؤشر شارب الخاص بها يساوي مؤشر شارب الخاص بالسوق ، و كذلك كل محفظة تقع على خط يكون أعلى من خط سوق رأس المال فهذا يعني أن هذا الخط يتميز بميل أكبر من ميل خط سوق رأس المال ، وبالتالي يكون مؤشر شارب للمحفظة أكبر من مؤشر شارب للسوق⁽²⁾.

وتجدر الإشارة إلى أن أسلوب شارب لا يمكن استخدامه إلا في المقارنة بين تلك الحوافظ ذات الأهداف المتشابهة وتخضع لقيود متماثلة، كأن تكون هذه المحافظ مكونة من أسهم فقط أو سندات فقط، كذلك إن مقياس شارب يعتمد على الانحراف المعياري لقياس مخاطر المحفظة، ويرى البعض أن فكرة التنويع إذا ما توفرت داخل المحفظة فإن ذلك يعني القضاء على المخاطر غير المنتظمة وتبقى فقط المخاطر المنتظمة والتي تقاس بمعامل بيتا $(\beta)^{(3)}$.

1-2- طريقة ترينور (1965) Méthode de Treynor: اقترح ترينور في مقال له سنة

1965 طريقة لقياس أداء المحفظة المالية، معتمدا في ذلك على علاقة نموذج تسعير الأصول الرأسمالية "MEDAF" التالية:

$$E(R_p) = R_F + b_p (E(R_M) - R_F)$$

⁽²⁾ -Mondher Bellalah, OP tict , PP (262 ,263)

⁽³⁾ - محمد صالح الحناوي، مرجع سابق ، ص ص (282-285)

فعندما يتساوى العائد المحقق مع العائد المرغوب - مع العلم أن معامل بيتا الخاص بمحفظة السوق مساوي للواحد ($\beta=1$) - يمكن كتابة معادلة نموذج تسعير الأصول الرأسمالية بالصيغة التالية⁽¹⁾:

$$(b_M = 1) \text{ لأن}$$

$$\frac{R_p - R_F}{b_F} = \frac{R_M - R_F}{b_M}$$

وهذه العلاقة توضح تساوي نسبة الفرق بين عائد المحفظة التي تتميز بالتنوع الجيد، والعائد الخالي من المخاطر بالنسبة للمخاطر المنتظمة مع الفرق بين عائد محفظة السوق والعائد الخالي من المخاطر، على اعتبار أن معامل بيتا للمحفظة مساوي للواحد. لقد قدم ترينور طريقة لقياس أداء المحفظة المالية معتمدا فيها على أساس الفصل بين المخاطر المنتظمة والمخاطر غير المنتظمة، حيث يفترض أن المحافظ تم تنوعها تنوعا جيدا، وبالتالي تم القضاء على المخاطر غير المنتظمة وعلى هذا الأساس يتم فقط قياس المخاطر العامة (المنتظمة) باستخدام معامل بيتا (b) كمقياس لمخاطر المحفظة وفق العلاقة التالية⁽²⁾:

$$T_p = \frac{R_p - R_p}{b_p}$$

حيث:

R_p : عائد المحفظة p.

T_p : مؤشر ترينور لقياس الأداء.

R_F : العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر.

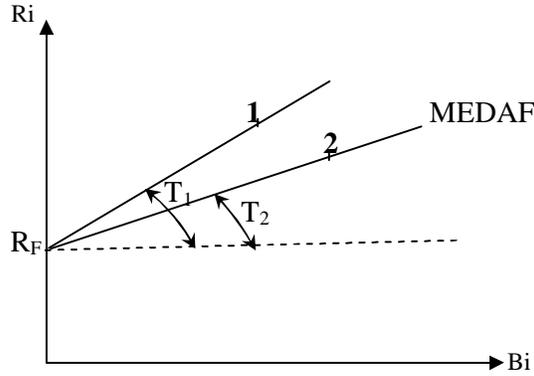
⁽¹⁾- Bertrand Jacquillat , Bruno Solnik , OP cit, P (186)

⁽²⁾ - Frédéric Herbie, Cat Herive Barillet. Octave Jokung, Pierre N'Gahane, Finance et placement , Arnand calin , Avril,1998,P(99).

b_p : معامل بيتا للمحفظة.

إن الحوافظ المالية ذات أكبر قيمة للمؤشر هي أحسنهم أداء وبالمقابل كل محفظة ذات قيمة أكبر من الفارق $(R_M - R_F)$ تعتبر أحسن أداء من محفظة السوق على اعتبار أن معامل بيتا مساوي للواحد ويمثل المنحنى التالي طريقة ترينور لقياس الأداء.

شكل رقم (14): قياس الأداء بطريقة ترينور



Source : Bruno jacquillat
bruno solnik, op cit,P(187)

إن المحفظة "1" تعتبر أحسن المحافظ أداء خلال فترة القياس مقارنة بالمحفظة "2" وهذا لأن

T_1 أكبر من T_2 .

إن مؤشر ترينور (T_p) في هذا الرسم البياني هو بمثابة ميل للخط الذي يمر بالعائد الخالي من المخاطر ليصل إلى المحفظة "P"، ولذلك نجد أن ميل المحفظة "1" أكبر من ميل المحفظة "2" على اعتبار أن هذه الأخيرة تقع على خط سوق رأس المال الخاص بنموذج تسعير الأصول الرأسمالية ، وبالتالي تكون المحفظة "1" ذات قيمة أكبر لمؤشر ترينور وهذا ما يعني أن أداء المحفظة (1) أحسن من أداء المحفظة (2).

1-3- مؤشر جونسون (1968) Indice de Jensen: إن مؤشر شارب لتقييم الأداء هو بمثابة تريينور وهذا لأنهما يعتمدان على نموذج تسعير الأصول الرأسمالية، والموضع بالنسبة لخط سوق رأس المال أما بالنسبة لمؤشر جونسون فالموضع مختلف⁽¹⁾.

قام جونسون سنة 1986 بتطوير طريقة أداء المحفظة المالية معتمدا في ذلك على عائد المحفظة

المالية الذي لم يفسره نموذج تسعير الأصول الرأسمالية أو على العائد غير العادي⁽²⁾، وتوصل إلى أن الواقع يبين أن بناء محفظة مالية متنوعة تنوعا جيدا يقضي على المخاطر غير المنتظمة أمر مستحيل ، بل من الممكن أن تحوي هذه المحفظة على جزء من المخاطر غير المنتظمة التي من الصعب التخلص منها وهذا ما أغفله تسعير الأصول الرأسمالية.

حسب جونسون " Jensen " ، فإن قياس أداء المحفظة يعتمد على تقدير القدرة التنبؤية " **capacité prédictive** " للمسؤول عن إدارة المحفظة ، أما مؤشر جونسون فهو عبارة عن مقياس مطلق لا يستعمل لقياس أداء المحفظة المعينة بالنسبة لمؤشر محفظة السوق، كما لا يعتبر كمقياس لإجراء ترتيب لأداء عدة عوامل حوافظ مالية على عكس المؤشرين السابقين . وقد رمز جونسون لمؤشره بالمعامل ألفا (a) كما هو مبين في المعادلة التالية⁽³⁾:

$$a_p = (R_p - R_F) - [b_p (R_M - R_F)]$$

حيث:

a_p : معامل جونسون لقياس أداء المحفظة المالية (p)

R_F : معدل عائد الاستثمار الخالي من المخاطر.

R_M : معدل عائد محفظة السوق.

b_p : معامل بيتا (β) للمحفظة المالية (p) .

R_p : معدل عائد المحفظة (p).

⁽¹⁾ - Bertrand Jacquillat , Bruno Solnik ,OP cit, P(180).

⁽²⁾ - Mondher Bellalah, OP tict , P(265).

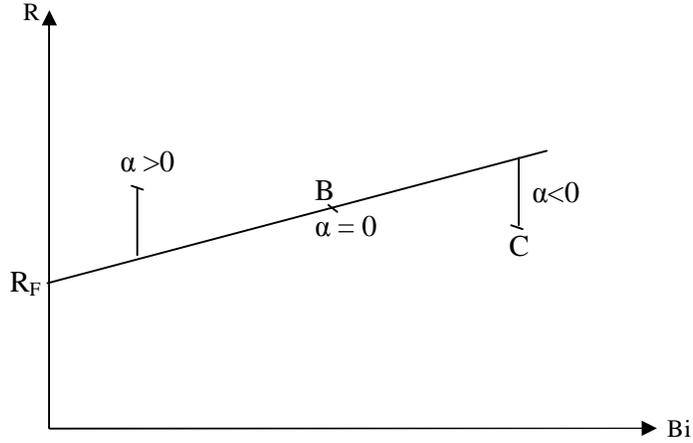
⁽³⁾ Pascal Grandin, ,OP cit, P(29).

وتقوم فكرة النموذج على إيجاد الفرق بين مقدار للعائد فالمقدار الأول فهو يمثل الفرق بين عائد المحفظة والعائد على الاستثمار الخالي من المخاطر ويطلق على هذا المقدار بالعائد الإضافي ، أما المقدار الثاني فيمثل حاصل ضرب معامل بيتا (β) في الفرق بين عائد محفظة السوق وعائد الاستثمار الخالي من المخاطر.

ويطلق على هذا المقدار بعلاوة خطر السوق أما الفرق بين المقدارين الأول والثاني فيمثل العائد غير المفسر من طرف نموذج تسعير الأصول الرأسمالية، وتشير المعادلة السابقة إلى أن كون معامل ألفا (α) موجب فهذا يعني الأداء الجيد للمحفظة، وعندما يكون معامل ألفا سالب فيشير هذا إلى الأداء السيئ للمحفظة وأما كون معامل ألفا معدوما فيدل ذلك على أن عائد المحفظة لا يختلف عن عائد السوق وبالتالي عائد التوازن⁽¹⁾.

إن معامل ألفا (α) بيانيا يمثل بالمسافة العمودية التي تفصل بين العائد الذي تحققه المحفظة وخط سوق رأس المال، ويمثل الرسم البياني التالي طريقة جونسون في قياس أداء المحفظة المالية.

شكل رقم (15): قياس أداء المحفظة الخاصة بجونسون



Source : Bruno jacquillat
bruno solnik, op cit,P(30)

من الشكل البياني يمكن التوصل إلى ما يلي :

(1) - محمد صالح الحناوي ، مرجع سابق، ص (298).

*معامل ألفا الخاص بالمحفظة " A " موجب وهذا لأن الفرق بين عائد المحفظة "A"

وعائد السوق موجب وبالتالي فداء الحفظة " A " جيد .

*معامل ألفا الخاص بالمحفظة " B " معدوم وهذا لأن الفرق بين عائد المحفظة " B "

وعائد السوق معدوم ، وبالتالي فداء المحفظة هو عائد توازن .

*معامل ألفا الخاص بالمحفظة " C " سالب ، وهذا لأن الفرق بين عائد المحفظة

" C " وعائد السوق سالب ، وبالتالي فداء المحفظة " C " سيء .

2- المقارنة بين الطرق التقليدية لقياس أداء الحوافظ المالية: إن القيام بالمقارنة بين نسبتي كلا

من شارب " Sharp " و ترينور " Treynore " ممكنة جدا ، وهذا لأن هناك اختلاف واحد

وواضح جدا وهو المقام⁽¹⁾، حيث نجد أن مقام نسبة شارب هو الخطر الكلي والمعبر عليه بالانحراف

المعياري⁽²⁾ " δp " أما مقام نسبة ترينور فهو عبارة عن الخطر المنتظم والمعبر بمعامل بيتا " βp "، أما

فيما يخص طريقة الاختيار بين الطريقتين فهو مرتبط بكيفية توزيع المستثمر لأصوله، فإذا قام

باستثمار كامل المبلغ المخصص له في محفظة مالية واحدة ففي هذه الحالة ولقياس أداء محفظته فلا بد

عليه أن يعتمد على مؤشر شارب، وهذا لأنه يتضمن الخطر الكلي للمحفظة، وبالمقابل إذا قام المستثمر

باستثمار جزء فقط من المبلغ المخصص للاستثمار ، فإن المستثمر لابد عليه في هذه الحالة أن يستعين

بمؤشر ترينور لقياس أداء محفظته ، و على كل حال فكلتا الطريقتين تقدمان نتائج قريبة من بعضهما

البعض إذا طبقت على محفظة مالية متنوعة تنوعا كفاء ، أي يكون الخطر الكلي لأي محفظة مساويا

تقريبا لخطر السوق ، و بالتالي ففي هذه الحالة فإن مؤشري كلا من شارب " δp " و ترينور " Tp "

سيكونان قريبان من عامل واحد و هو مؤشر خطر السوق⁽³⁾ .

إن مؤشري شارب و ترينور قريبين أيضا من مؤشر جونسون ، و هذا ما يدل على أنه من

الممكن إظهار العلاقة الموجودة بين مؤشري جونسون و ترينور ، فإذا قمنا بقسمة العبارة الخاصة

بمعامل ألفا (αp) لجونسون على المعامل (βp) فسنحصل على العلاقة التالية :

$$\frac{a_p}{b_p} = \frac{R_p - R_F}{b_p} - (R_M - R_F)$$

(1) - Pascal Grandin, OP cit, P(3)

(2) -Mondher Bellalah, OP cit, P(267)

(3) - Bertrand Jacquillat , Bruno Solnik ,les marchés financiers et la gestion de portefeuille , 2^{ème} édition Dunod,

و يمكن كتابة المعادلة بالشكل التالي:

$$\frac{R_p - R_F}{b_p} = \frac{a_p}{b_p} + (R_M - R_F)$$

وكما يبدو فإن الطرف الأول من المعادلة يمثل مؤشر ترينور و بالتالي تصبح المعادلة كما يلي:

$$T_p = \frac{a_p}{b_p} + (R_M - R_F)$$

وهذه العلاقة الأخيرة تبين أن مؤشر ترينور عبارة عن علاقة خطية لمؤشر جونسون، وهذا لأن العبارة $(R_M - R_F)$ ثابتة⁽¹⁾.

وبنفس الطريقة يمكن إظهار العلاقة بين مؤشر جونسون ومؤشر شارب، فإذا قمنا بتعويض قيمة (b_p) بعبارتها الإحصائية

$$b_p = \frac{d_p \cdot d_M \cdot P_{pM}}{d_M^2}$$

نجد:

$$(R_p - R_F) \left(\frac{d_p \cdot d_M \cdot P_{pM}}{d_M^2} \right) (R_M - R_F) + a_p =$$

وإذا كانت المحفظة " P " منوعة تنوعاً كفاء يكون معامل الارتباط بين محفظة السوق (m) والمحفظة " P " مساوي للواحد $(P_{pM} = 1)$ وهذا ما يجعل العلاقة كالتالي:

$$(R_p - R_F) \left(\frac{d_p \cdot d_M}{d_M^2} \right) (R_M - R_F) + a_p =$$

وإذا قسمت العلاقة على الانحراف المعياري للمحفظة " P " أي " δp " فسنحصل على:

⁽¹⁾ - Bertrand Jacquillat , Bruno Solnik, opcit, P(191)

$$S_p = \frac{R_p - R_F}{d_p} = \frac{a_p}{d_p} + (R_M - R_F) \left(\frac{d_M d_p}{d^2_M d_p} \right)$$

$$S_p = \frac{R_p - R_F}{d_p} = \frac{a_p}{d_p} + \frac{(R_M - R_F)}{d_M}$$

وبالتالي فإن النتيجة هي الحصول على مؤشر شارب ، فإذا كانت العبارة $\frac{(R_M - R_F)}{d_M}$ ثابتة

فهذا يجعل مؤشر شارب في علاقة خطية مع مؤشر جونسون.⁽¹⁾

3 - تجزئة فاما LA décomposition de Fama

إن الطرق السابقة لقياس أداء المحفظة المالية لم تأخذ بعين الاعتبار المعاملات التفسيرية الخاصة بها، وبالمقابل يمكن تجزئة أداء كل محفظة إلى عدة عناصر مع الأخذ بعين الاعتبار نوعية المسؤول عن

الإدارة ويعود الفضل إلى هذا التحليل وهذه التجزئة في أداء المحفظة المالية إلى فاما Fama سنة 1972.

لقد قدم فاما نموذجا لتقييم أداء الحوافظ المالية يقوم على أساس المفاضلة بين الحوافظ المتماثلة في مستويات الخطر كما يقوم على أساس التنبؤ بمنحنى السوق المتوقع، كما توصل إلى تجزئة الأداء إلى عنصرين: الانتقائية La sélectivité والخطر Le risque.⁽²⁾

فالانتقائية تقيس أداء المحفظة التي يقوم بتكوينها المدير، وهذا بالنسبة إلى محفظة لها نفس مستوى الخطر وتقع على خط سوق رأس المال، أما الخطر فيقيس الأداء الإضافي للمحفظة وهذا بقياس خطر المحفظة بالمقارنة مع محفظة تم تكوينها بشكل ساذج.

فإذا افترضنا وجود محفظة مالية " P " عائدها (R_p) وخطرها المنتظم (b_p) ووجود توليفة (x) تتكون من $x\%$ من الأصول الخالية من المخاطر و $(1-x\%)$ من محفظة السوق " M " وبالتالي يمكن التعبير عن عائد هذه التوليفة كمايلي:

⁽¹⁾ - Mondher Bellalah, OP cit, PP (267 – 268)

⁽²⁾ - محمد صالح الحناوي ، مرجع سابق، ص (290).

$$R_c = xR_F + (1 - x)R_M$$

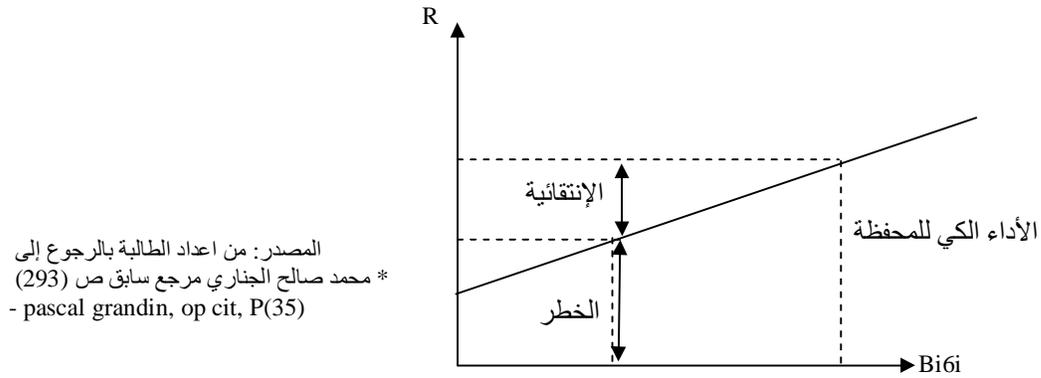
ومهما تكن قيمة "x" فإن هذه المحفظة تقع على الحد الكفاء، ويجدر بنا الإشارة أن نوضح بأن خطر السوق الخاص بالمحفظة "P" يعرف بالعلاقة $b_p S_M$ حيث يعبر عنه بالرمز b'_p ، وبالتالي لتقدير أداء المحفظة "P" لابد من إجراء مقارنة بين عائدها و عائد التوليفة "C" التي تتميز بخطر مساوي لخطر المحفظة ($b_c = b_p$) ، وبهذا يمكن القول أن الفرق بين عائد المحفظة "P" والتوليفة "C" تقيس ما سماه "فاما" بانتقائية الأصل ، و بذلك فحسب "فاما" يمكن تجزئة الأداء الكلي

للمحفظة و ذلك بإظهار انتقائية المدير و الخطر كما هو موضح في الصياغة التالية⁽¹⁾:

$$R_p - R_F = [R_p - R_c(b'_p)] + [R_c(b'_p) - R_F]$$

حيث يقيس الجزء الأول العائد الناجم عن انتقاء الأصول، أما الجزء الثاني فهو مخصص لقياس العائد الناجم عن الخطر و لتوضيح تجزئة "فاما" يمكننا عرضها في المنحنى التالي :

شكل رقم (16): تجزئة قاما



3-1 - الانتقائية :

(1) - Pascal Grandin, opcit, P P(34-35).

إن الانتقائية عبارة عن مقياس لكيفية اختيار و انتقاء المحفظة و تمثل الفرق بين عائد المحفظة و عائد محفظة السوق ، و لقد تم تجزئتها بدورها إلى عائد انتقائية صافية و عائد التنويع "K" فالانتقائية الصافية تقيس فائض العائد الذي يحققه مدير المحفظة بالمقارنة مع المحفظة المنوعة تنوعاً جيداً و كفاً و التي يكون خطرها مساوي لخطر السوق ، أما عائد التنويع فيقيس العائد الإضافي الناجم عن عملية التنويع⁽²⁾.

إن عائد الانتقائية هو جزء من مكونات عائد المحفظة المالية ، حيث يتميز بعائد تنويع موجب و هذا لأن معامل الارتباط بين المحفظة و عائد السوق تكون دوماً أقل من الواحد ، أما عائد الانتقائية الصافي ففي غالب الأحيان يكون سالب، هذا ما يدل على أن المدير قد شكل محفظة مالية تتكون من أوراق مالية لا تحقق زيادة في العائد تضاهي الزيادة في الخطر الذي من الممكن أن تتعرض له ، و من الواضح أن هذه الانتقائية الصافية تعوض التنويع الذي تكون قيمته دوماً موجبة مما يدل على أن الانتقائية الكلية تكون سالبة.

3-2- الخطر :

يعتبر الخطر الجزء الثاني في علاقة " فاما " لقياس أداء المحفظة ، و يتم قياسه بإجراء مقارنة بين عائد المحفظة المراد تقييمها و عائد المحفظة المنوعة تنوعاً ساذجاً ، و يمكن أن يتجزأ هذا الخطر بدوره إلى عاملين يظهران كنتيجة لاختيارات المستثمر من جهة، و اختيارات المدير المسئول عن المحفظة المالية من جهة أخرى ، و بالتالي يصبح الخطر عبارة عن خطر المدير و خطر المستثمر :

$$\text{الخطر} = \text{خطر المدير} + \text{خطر المستثمر}$$

و نشير إلى أن تساوي خطر المحفظة المقيمة مع خطر المحفظة المنوعة تنوعاً ساذجاً يعني عدم وجود مخاطر للمدير ، أما إذا كان هناك فرق بينهما فإن مخاطر المدير تتمثل في العائد الذي يجب عليه تحقيقه حتى يعوض مخاطر قراراته⁽¹⁾.

(2) - Mondher Bellalah, OP cit , P (161)

(1) - العديد من المراجع :- محمد صالح الحناوي ، مرجع سابق ، ص (37).

- Mondher Bellalah,, OP cit, P (284).

- Pascal Grandin,OP cit, P P(37).

المطلب الثاني : الانتقادات الموجهة للطرق التقليدية

لقد تم توجيه عدة انتقادات لطرق قياس و تقييم أداء الحوافظ المالية ، و نميز بين الانتقادات الأساسية القاعدية ، و بين الانتقادات التقنية.

1- الانتقادات القاعدية :

لقد قام " رول RoII " سنة 1977 بتوجيه عدة انتقادات للطرق التقليدية لقياس أداء الحوافظ المالية و أولها الإنتقاد الموجه إلى طرق كل من ترينور و جونسون ، حيث انتقد "رول" استعمال نموذج تسعير الأصول الرأسمالية لقياس أداء المحفظة المالية ، و خاصة ما يتعلق بالافتراضات التي بنيت عليها المؤشرين فيما يتعلق بإمكانية قياس أداء محفظة السوق و أنها تعتبر كفاءة، كما أكد "رول" على إمكانية إيجاد مؤشر يتضمن المعامل المرغوب فيه ، وذلك من أجل كل محفظة وليس بالضرورة محفظة السوق ، وأيضا من الممكن الوصول إلى أداء المحفظة المرغوب فيه سواء سالب أو موجب وذلك بعد اختبار دقيق للمؤشر⁽¹⁾.

أما ثاني انتقاد وجهه "رول" فقد كان مهم جدا ويتعلق بالمعطيات التاريخية التي على أساسها يتم حساب العائد في الوقت الذي تنص النظرية على إيجاد عوائد مستقلة ، كما وجه انتقاد آخر يتعلق بعدم وجود تطابق بين أداء المحفظة وأداء المؤشر، حيث نجد بأن المحفظة المدارة تتحمل تكاليف الصفقة أو تكاليف إعادة استثمار الأرباح ، وهذا غير مطابق في المؤشر.

وتجدر الإشارة إلى أن قياس أداء قدرات المدراء المسؤولين على الإدارة تعتبر عملية صالحة لمدة معينة فقط ، حيث لا يمكن أن تبين الفرق بين الفرص الحقيقية وقدرة التسيير.

2- الانتقادات التقنية: هناك العديد من الإنتقادات التقنية ، نذكر منها:

1-2- الانتقادات الخاصة بقياس معامل بيتا:

وهي مرتبطة بعدم ثباته ، إذ أن معامل بيتا المقاس في فترة معينة يختلف عن معامل بيتا المقاس في فترة موالية، مما يؤدي إلى الوقوع في أخطاء.

2-2- الانتقادات الموجهة لتقدير نموذج تسعير الأصول الرأسمالية:

إن تطبيق نموذج تسعير الأصول الرأسمالية التطبيقي ، يختلف عن نموذج تسعير الأصول الرأسمالية النظري، وحسب الاختبارات التي أجريت فإنه في معظم الحالات نجد أن التقديرات أدت إلى الحصول على خط سوق رأس المال ، المتميز بارتفاع مستوى وقيمة العائد على الاستثمار الخالي

(1) - Pascal Grandin, opcit, P (43).

من المخاطر مقارنة بالعائد على الاستثمار الخالي من المخاطر الخاص بسوق رأس المال النظري وأيضاً بميل أقل من ميل النموذج النظري⁽²⁾.

1-2-3- الانتقاد الموجه لمؤشر جونسون "Jensen":

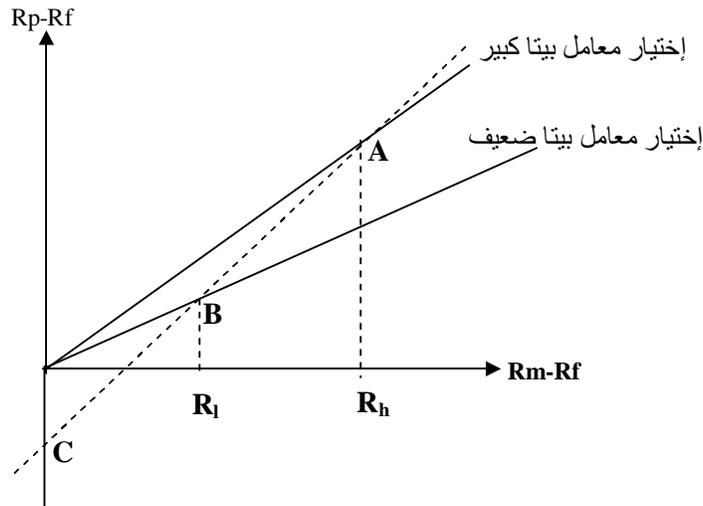
لقد تم انتقاد مؤشر جونسون على وجه الخصوص وهذا لأنه المؤشر الذي يهتم بتقدير الخطر المنتظم بالاعتماد على إستراتيجيات **Market-Timing**، هذه الأخيرة التي تهتم بتصحيح المحفظة وهذا انطلاقاً من توقعات المدير الخاصة بتطورات السوق.

إن هذا الانتقاد صادر عن جونسون نفسه، أدماتي "Admati" "Ross" روس ، ديبفيق "Dybvig" ، قرينبلات "Grinblatt" ، وتيتمان "Titman" ، حيث قاموا بتوضيح الدليل على هذا الانتقاد كما يلي:

لنفترض أن مدير محفظة مالية له إمكانية الاختيار بين محفظتين وهذا حسب مستوى معامل بيتا، وقد تم تمثيل هذه المحافظ في المنحنى الموالي:

شكل رقم (17): تمثيل خاص بحالة معامل ألفا وجونسون سالب بالنسبة ل

MARKET-TIMING



Source : Pascal Grandin,
Op cit,P(51).

كما نفترض أن المدير يتحصل على معلومات مهمة حول حالة السوق ، ونفترض أيضاً إمكانية أن المستثمر بإمكانه استقبال إشارة خاصة بتحسين السوق أكثر من المعدل "Rh" و إشارة خاصة

⁽²⁾ Ibd,(p48).

بتدهور وضعية السوق بأقل من المعدل "RL" ، فإذا استقبل الإشارة الأولى فإنه يختار الاستثمار في محفظة تتميز بمعامل بيتا مرتفع ، أما إذا استقبل الإشارة الثانية فإنه سيختار الاستثمار في محفظة تتميز بمعامل بيتا ضعيف ، وهاذين الاختبارين يقعان في الشكل على النقطتين "A" و "B" على الترتيب .

وأي ملاحظ لا يعلم بهذه الإستراتيجية ويرغب في تقدير خطر هذه المحفظة، فسيواصل إلى العلاقة التي تم عرضها بواسطة الخط المتقطع الذي يربط بين النقطتين ، مما يؤدي إلى الحصول على النقطة "C" التي تمثل نقطة تقاطع الخط المتقطع مع المحور العمودي ذات المعامل ألفا سالب ، إلا أن هذا الحكم يعتبر غير عادل في حق التوليفة أ والمحفظة "C" وهناك انتقادات أخرى لم يتم التطرق إليها .

المطلب الثالث: الطرق الحديثة لقياس أداء الحوافظ المالية:

إن مجمل الانتقادات السابقة لم تبق بدون جواب حيث تم التوصل إلى مجموعة تصحيحات أو طرق جديدة تعتبر كطرق بديلة للطرق السابقة.

1-طريقة كورنال La methode de cornell (1979):لم يعتمد كورنال في قياس أداء الحوافظ المالية لا على معامل بيتا ولا على المحفظة الكفاءة، بل إعتد على مبدأ رئيسي بديل يرتبط بالمدير صاحب الأداء الجيد ، حيث إعتبر كورنال هذا النوع من المدراء بأنه النوع الذي يختار أصول مالية تكون محفظته المالية وتحقق عائدا أكبر من العائد المعتاد ، فالطريقة تعتمد على قياس العائد غير العادي وبالتالي يكفي دراسة مكونات وتغيرات محفظته المالية حتى يتم الحكم على هذا المدير⁽¹⁾ .
وحتى يتم تطبيق هذه الطريقة لأبد من تعيين كلا من العائد الحقيقي والعائد العادي* وهذا لأن هناك بعض المدراء يشتركون أصولا عوائدها غير عادية وموجبة .

إن تحليل كورنال يعتمد على مستثمرين يعلمون كل المعلومات اللازمة ومستثمرين لا يمكنهم الحصول على أية معلومات ، لذا فهذه الطريقة تسمح بترتيب المدراء ، مع العلم أن كفاءة المدير

(1) - Mondher Bellalah, OP tict , P (271)

وأدائه يعتمد على توفر المعلومات إلا أنها تتميز بمساوى من أهمها أنها تتطلب العديد من المعلومات والحسابات.

2-2- قياس قرينبلاط و تيتمان (1989) La mesure de Grinblatt et Titman :

لقد اقترحا كلا من قرينبلاط وتيتمان سنة 1989 مقياسا يعتبر كتطوير أو تحسين لمؤشر جونسون، وقد عرف هذا المقياس باسم " positive period weighting mesure " حيث يحسب بالمتوسط المرجح بالأوزان للفرق بين عائد المحفظة الواقعة على الحد الكفاء والعائد الخالي من المخاطر، مع العلم أن مجموع الأوزان مساوي للواحد و الفرق بين العائدين - عائد المحفظة الكفاء والعائد الخالي من المخاطر - مساوي للصفر، وبالتالي يكون المؤشر كما يلي⁽²⁾:

$$GB = \sum_{t=1}^T W_t (R_{pt} - R_{Ft})$$

حيث :

W_t : الوزن في نسبة مخصصات المحفظة في الفترة t .

R_{pt} : عائد المحفظة في الفترة t .

R_{Ft} : العائد الخالي من المخاطر خلال الفترة t .

إن الهدف المرجو من هذا المقياس هو الحكم على المدير ، فإذا كان مساوي للصفر فهذا يعني أن المدير لا يملك معلومات كافية، وإذا كان موجب فهذا خاص بمدير حاصل على معلومات كافية حول أمور السوق، إلا أن لهذا المقياس عيوب من أهمها طريقة تحديد سلسلة الأوزان للفرق بين عائدي المحفظة الكفاء والعائد الخالي من المخاطر ، حيث بالإمكان وجود عدة سلاسل أوزان ترجيح تستوفي الشروط اللازمة، لذا فمن الصعب اختيار السلسلة المناسبة ، إلا أن هناك طريقة توصل لها كلا من كامبي و قلان " Cumby " و " Glen " لتعيين السلسلة الملائمة، وتتضمن هذه الأخيرة تعيين لمجموعة من الافتراضات من أهمها ما يتعلق بدالة المنفعة الخاصة بالمدير بغرض الحصول على تنظيم معادلات تسمح بالحصول على السلسلة المناسبة.

2-3- نموذج هنريكسن ومارتون سنة (1981) Le model de Henrikson et Marton

Marton

(2) - Pascal Grandin, OP cit, P (52).

لقد اقترح كلا من هنريكسون ومارتن سنة 1981 في مقال لهما طريقة لقياس أداء المحفظة المالية تفصل بين الأداء المرتبط باختيار وانتقاء المدير ، والأداء المرتبط بتوقيت السوق Market-Timing ، فالانتقائية مرتبطة بكفاءة المدير في اختيار القيم ذات الأداء الجيد مقارنة بأداء السوق مع الأخذ بعين الاعتبار الخطر، أما فيما يخص بتوقيت السوق Market-Timing فهو مرتبط بكفاءة التوقع بتغيرات السوق.

لقد افترضنا كلا من هنريكسون ومارتون فرضية أن معامل بيتا المقدر خاص بورقنين ماليين فقط حيث تكون قيمته كبيرة إذا توقع المدير تحسن ظروف السوق ، أما قيمته الصغيرة فتتحقق إذا توقع المدير تدهور ظروف السوق، وبهذا صيغ النموذج كالتالي:

$$R_{it} - R_{Ft} = \alpha_i + b_{i1}(R_{mt} - R_{Ft}) + b_{i2}(R_{mt} - R_{Ft})D + e_{it}$$

حيث:

R_{it} : عائد المحفظة خلال الفترة " t "

R_{Ft} : معدل العائد الخالي من المخاطر خلال الفترة " t "

R_{mt} : عائد السوق خلال الفترة " t "

D : متغير يأخذ القيمة "1" عندما يكون عائد السوق أكبر من العائد الخالي من المخاطر

ويأخذ القيمة "0"

α_i, b_{i1}, b_{i2} : معالم النموذج.

e_{it} : العائد الإضافي " الانحراف المعياري "

وكننتيجة منطقية: إذا كان عائد السوق أقل من العائد الخالي من المخاطر فإن معامل بيتا الخاص بالمحفظة سيكون b_{i2} ، وفيما يخص تقدير المعامل ، إذا كان توقع مدير المحفظة لظروف السوق جيد فإن المعامل b_{i2} سيكون موجب ، وبالمقابل يثبت المدير انتقاؤه الجيد عن طريق المعلم α_i الذي يكون موجب كما هو الحال في نموذج جونسون⁽¹⁾.

2-4- نموذج فاما وفرانش (1993) Le modèle de Fama et French

(1) - Kamel LAARADH , Les marchés des investisseurs institutionnels sont-ils efficients : cas des fonds de pension et des unit trusts britanniques, Document de recherche n° 2006-04, France, 2005, consulte le site : [http : // www.univ-orleans.fr/leo/activite_scientifique/dr,2006-04_laordh.PdF.P\(5\)](http://www.univ-orleans.fr/leo/activite_scientifique/dr,2006-04_laordh.PdF.P(5)).

هناك عدة مقاييس لقياس أداء الحوافظ المالية التي تركز على نماذج العوامل تم عرضها ضمن نماذج فاما وفرانش سنة 1993 ، وكرهات سنة 1997...الخ، وقد استعمل فاما وفرانش نموذج بثلاث عوامل كما يلي⁽²⁾:

$$R_i - R_F = a_i + b_i(R_{qi} - R_F) + z \cdot SMB + h \cdot HML + g_i$$

حيث: R_i : عائد الورقة المالية (i)

R_F : العائد الخالي من المخاطر.

R_{qi} : عائد المؤشر المنسوب لسوق الأسهم.

SMB : العامل الذي يكون عنده عائد المحفظة المرجحة مؤلف من شراء أوراق مالية ذات رأس مال ضعيف وبيع أوراق مالية ذات رأس مال كبير.

HML : العامل الذي يكون عنده عائد المحفظة المرجحة مؤلف من شراء أوراق مالية ذات

نسبة (book to market) عالية وبيع أوراق مالية ذات نسبة (book to market) صغيرة.

h, S, b, a : معالم النموذج.

g_i : العائد الإضافي.

وقد تم إسقاط نفس هذا النموذج من طرف كاهارت سنة 1997 ليحصل على نموذج بأربع عوامل.

2-5- مقياس كونور وكوراجكزيك سنة 1986 la mesure de performance de

Cannor et Korajczyk

إن مقياس كونور وكوراجكزيك سنة 1986 يصف دالة خطية بين الفرق بين عائد المحفظة والعائد الخالي من المخاطر ومجموعة K عوامل عامة بالمحفظة P ، وبهذا يمكن صياغة النموذج كما يلي:

$$R_p - R_F = a_r + b_{r1}F_1 + \dots + b_{iK}F_K$$

حيث: R_r : عائد المحفظة p

⁽²⁾ - Mondher Bellalah, OP cit , P (271).

R_F : العائد الخالي من المخاطر.

F_K : العائد المرتبط بالعامل K .

b_{p_k} : معامل حساسية المحفظة P للعامل K .

a_i : العائد غير المفسر بالنموذج.

عند التوازن لا وجود لمعاملات a بالنسبة لكل الحوافظ المالية ، وكون العامل (a) ألفا سالب فهذا يعني أن قدرات المدير الانتقائية رديئة.

2-6- نموذج مازوي وترينور (1966) :Modèle de Mazuy et Trynor

إن نموذج مازوي وترينور يركز على ما يسمى بالسوق Market-Timing حيث قاما بتطوير نموذج شبيه تقريبا بنموذج جونسون، فإذا تم توقع وجود تحسن في السوق فهذا يؤدي إلى فقدان نسبة من محفظة السوق أكثر من نسبة الأصل الخالي من المخاطر، وإذا تم توقع وجود تراجع في السوق فهذا يؤدي إلى فقدان نسبة من محفظة السوق أقل من نسبة الأصل الخالي من المخاطر ، أما عن النموذج فقد صيغ بالعلاقة التالية:

$$(R_{pt} - R_{Ft}) = a_i + b_i(R_{mt} - R_{Ft}) + d_r(R_{mt} - R_{Ft})^2 + e_r$$

حيث:

R_{pt} : عائد المحفظة خلال الفترة t .

R_{mt} : عائد محفظة السوق في الفترة t .

R_{Ft} : معدل العائد الخالي من المخاطر.

a_r, b_r, d_r : معامل النموذج.

e_i : العائد الإضافي .

إن كون المعامل d_r موجب فهذا يعني قدرة المدير على التوقع بتغيرات السوق الكبيرة⁽¹⁾.

2-7- مقياس بلوك وفرانش (2002) : La mesure de Block et French

إن هذا النموذج يأخذ بعين الاعتبار وزن كل سهم داخل المحفظة هذا الأخير الذي يمكن أن يؤثر على العائد إيجابيا، إذا قام المسير (باختيار من أجل كل سهم عالي العائد وزن كبير) باختيار نسبة

(1). Kamel LAARADH , Op cit , p(5).

كبيرة من الأسهم ذات العوائد العالية لتكوين محفظته مقارنة بالأسهم ذات العوائد الأقل ، وكل هذا يتم بفعالية إذا تم في الوقت الملائم ، ويمكن صياغة النموذج بالاعتماد على مؤشرين هما value weighted و equally weighted كما يلي⁽²⁾.

$$R_i - R_{Fi} = a + b(Rvw_i - R_{Fi}) + h\overline{Re}w_i + e_i$$

حيث:

Rvw_i : عائد المؤشر value weighted .

$\overline{Re}w_i$: عائد المؤشر equally weighted .

ولتسويق عوائد المؤشر equally weighted لابد من إجراء الفرق بين عوائد المؤشرين equally weighted و value weighted كمايلي:

$$\overline{Re}w_i = Re w_i - Rvw_i$$

ونخلص إلى أن هذين المؤشرين لابد أن يكون معا وأن يتم تقديرهما معا بغرض تقييم أداء الاستثمار في الحافظة المالية، وبالمقابل فإن الغرض الحالي لمسيري الحوافظ المالية هو تكوين محافظ تتميز بقيمة كبيرة لمؤشر equally weighted .

2-8- قياس أداء المحفظة انطلاقا من نموذج التسعير بالمراجعة:

إن قياس أداء المحافظ المالية المعتمدة على نموذج تسعير المراجعة شبيه بطريقة جونسون فيما يخص المبدأ، وتتص هذه الطريقة على أن الفرق بين عائد المحفظة والعائد على الاستثمار الخالي من المخاطر هو عبارة عن توليفة مرتبطة ب K عوامل عامة وعامل خاص بالمحفظة ، وقد تم عرض النموذج بالصيغة التالية⁽¹⁾:

$$R_{pt} - R_{Ft} = a_r + b_{r_1} F_1 + \dots + b_{r_K} F_K$$

حيث:

R_{r_p} : عائد المحفظة p .

⁽²⁾ Mondher Bellalah, opcit , P (273).

⁽¹⁾ Pascal Grandin, opcit, P (55-56).

R_{Ft} : العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر.

F_K : العائد المرتبط بالعامل k .

b_{r_k} : معامل حساسية المحفظة للعامل p للعامل k .

a_r : العائد غير المفسر بالنموذج.

عند التوازن من أجل كل المحافظ تكون معاملات ألفا (a) مساوية للصفر ،أما إذا كانت

موجبة فهذا يدل على أن المسئول عن الإدارة له قدرات تسيير عالية.

خلاصة:

إن إدارة المحفظة المالية هي علم قائم بذاته له قواعده وأصوله وذلك بدءاً بنظرية ماركويتز التي تقوم على أساس المفاضلة بين الحوافظ المالية البديلة ، ليتم تعيين الحد الكفاء ، ثم المحفظة الكفاءة التي تتكون من أصول خطرة فقط، وبإدخال فرضية احتواء المحفظة المالية على الأصول الخطيرة والأصول غير الخطيرة، تم الحصول على حد كفاء جديد ، وبظهور هذا الحد الكفاء الجديد نشأ نموذج تسعير الأصول الرأسمالية، الذي يقوم على أساس تسعير المخاطر التي ينطوي عليها الاستثمار ، وعلى ضوء هذا النموذج ، اشتق كلا من خط سوق رأس المال وخط سوق الأوراق المالية.

إن توجيه انتقادات من طرف طلاب الإدارة المالية آنذاك خاصة ما تعلق بالعائد المتوقع وعلاقته بالخطر المنتظم ، أدى إلى بناء نموذج جديد وهو نموذج العوامل ، هذا الأخير الذي يعتبر أن عائد المحفظة المالية هو محصلة مجموعة من العوامل المؤثرة فيه، إضافة إلى الخطر الذي توصل إليه نموذج تسعير الأصول الرأسمالية، الأمر الذي أدى إلى ظهور صياغة جديدة للعائد المتوقع ، إلا أن هذا النموذج لا يعتبر نموذج توازن وكننتيجة لذلك ظهرت نظرية التسعير بالمراجعة ، هذه الأخيرة التي سارت على نفس خطى نموذج العوامل ، وأضافت له طريقة الحصول على المحفظة المثالية وذلك عن طريق قيام المراجحون بعمليات الترجيح ، وكننتيجة أيضاً لنموذج تسعير الأصول الرأسمالية هناك من الطلاب من سلكوا طريقاً آخر معتمدين فيه على النموذج و هو قياس أداء الحوافظ المالية ، والحكم على كفاءة المدير و مدى قدرته على تحقيق النتائج الجيدة، ولأجل ذلك تم استعراض طرق تقليدية وعلى ضوءها تم الوصول إلى طرق حديثة.

الفصل الثالث: هيأت

إدارة محافظة الأوراق

المالية

الفصل الثالث، هيآت إدارة محفظة الاوراق المالية

بعدها تم التعرف على محفظة الاوراق المالية، وإدارتها، مختلف النظريات والنماذج المتعلقة بإدارة المحفظة المالية، سيتم التعرف في الفصل الموالي على الجهات المسؤولة عن هذه الإدارة، والتي تعتبر البنوك التجارية أبرزها ، حيث يمكن لهذه الأخيرة ان تتولى إدارة محفظتها المالية الخاصة بها، كما يمكنها إدارة محفظة عملائها، نظرا لعدم توفر الخبرة والقدرة لديهم من جهة ، وكذلك بسبب قدرة البنوك على القيام بهذه الوظيفة بفعالية.

كما سنقوم بدراسة حالة البنك Bnp paribas، هذا الاخير الذي يعتبر بنك عريق

الفرنسي

ومن البنوك الرائدة في أوروبا و العالم، حيث سيتم التعرف على الدور الذي يقوم به في مجال إدارة الحوافظ المالية، وذلك من خلال إبراز دوره في إدارة محفظته، و كذلك محفظة عملائه، كما

سيتم

معرفة وضعية محفظته المالية ومدى قدرته على تحقيق العوائد من خلال الإستثمار فيها.

المبحث الأول :الجهات المسؤولة عن إدارة و تكوين المحافظ

المالية

هناك العديد من المستثمرين الذين يرغبون في الاستثمار في الأوراق المالية و بالتالي يجدون أنفسهم أمام العديد من الخيارات تختلف من حيث درجة العائد و المخاطرة، و لا بد عليهم من إعداد محافظ مالية تتصف بالتوازن، إلا أن نقص الخبرة لديهم يجعلهم يلجؤون إلى جهات مختصة في هذا المجال ، وإن كانت هذه الجهات عديدة إلا أن أكثرها شيوعا هي :

-صناديق الاستثمار

-شركات الاستثمار

-البنوك التجارية

المطلب الأول : صناديق الاستثمار

نتناول صناديق الإستثمار من خلال جانبين:

- تعريف صناديق الإستثمار

- تصنيفات الإستثمار

1-تعريف صناديق الاستثمار :

تعتبر صناديق الاستثمار من الوسائل الهامة لاستثمار الأموال استثمارا مشتركا ، إذ أنها تتولى تجميع مدخرات الراغبين في استثمار أموالهم في الأوراق المالية ، ثم تقوم بتوجيه هذه المدخرات نحو بيع و شراء أوراق مالية متنوعة محققة بذلك الفرصة لكل المدخرين صغارا و كبارا في أن يستثمروا أموالهم استثمارا مشتركا و متنوعا تقل فيه المخاطر من ناحية ، و توفر عليهم الجهد و الوقت في البحث عن أفضل الأوراق المالية التي تتناسب مع مدخراتهم من ناحية أخرى، خاصة بالنسبة لهؤلاء المستثمرين الذين لا تتوافر لديهم الخبرة الكافية للاستثمار الجيد في الأوراق المالية ، و كذا صغارا المدخرين الذين يعجزون في حالات كثيرة عن إستثمار أموالهم القليلة استثمارا مناسباً لقلتها، أو لعدم درايتهم و

قدرتهم على إجراء عمليات التحليل لميزانيات لشركات لاختيار أفضل الأوراق المالية التي تناسبهم⁽¹⁾.

وعليه فصناديق الاستثمار هي تشكيلات من الأوراق المالية المختارة بدقة وعناية ليناسب كل منها أهداف فريق معين من المستثمرين المحتملين ، أما جمهورها المستهدف فهم أساسا المستثمرين الذين لا تتوافر لديهم موارد مالية كافية لبناء محفظة خاصة من الأوراق المالية، و المستثمرين الذين قد تتوافر لديهم الإمكانيات المالية لكن تنقصهم الخبرة و المعرفة، أو لا يتوافر لديهم الوقت الكافي لإدارة تلك التشكيلة المالية.

وتقوم هذه الصناديق على فكرة مقتضاها قيام المدير المؤسس و هو إما أن يكون شركة متخصصة في هذا المجال أو بنك تجاري بشراء أوراقا مالية تابعة لشركات أخرى تقسم إلى وحدات صغيرة تابعة للمدخرين، ثم تقسم حصيلة البيع على كمية هذه الأوراق التي تتكون منها محفظة الأوراق المالية التي يتعامل فيها الصندوق ، ويصدر بعدها الصندوق لكل مشترك شهادات مشاركة تعادل قيمة تشكيلة الأوراق المالية و على أساس هذه الشهادات تقسم الأرباح ، و يحق لكل حامل الشهادة أن يبيعها و ينقل ملكيتها إلى شخص آخر .

2-تصنيف صناديق الاستثمار: تصنف صناديق الاستثمار إلى عدة أنواع تبعا لمكونات المحفظة أهدافها، طبيعة نهايتها .

1-2-1 - تبعا لمكوناتها المحفظة المالية :

1-1-2 - صناديق الأسهم:

يقصد بها صناديق تتكون من أسهم فقط و في هذا الصدد توجد الصناديق التي تركز على أسهم عادية تصدرها شركات تتسم بدرجة عالية من النمو⁽¹⁾، وصناديق تركز على أسهم منشآت تعمل في صناعة معينة...الخ ، كما نجد الصناديق التي تدار باستمرارية و الصناديق التي تحظى بقدر ضئيل من الإدارة .

2-1-2 - صناديق السندات :

و هي صناديق تقتصر على السندات فقط و تتميز فيما بين صناديق تتكون من سندات تصدرها منشآت الأعمال و السندات الحكومية ، و بين صناديق تتكون من سندات مرتفعة الجودة و صناديق تتكون من سندات تتباين فيما بينها من حيث درجة الجودة .

2-1-3 - الصناديق المتوازنة:

⁽¹⁾ سعيد سيف النصر مرجع سابق ص (235) .
⁽¹⁾ - منير إبراهيم هندي: إدارة المنشآت المالية، منشأة المعارف ، الإسكندرية، 1994، ص (342-343)

هي صناديق تشمل على مزيج من أسهم و سندات ، أي أوراق مالية ذات عائد متغير كالأسهم العادية و أوراق مالية ذات دخل ثابت.

2-1-4- صناديق سوق النقد* :

يقصد بها الصناديق التي تتكون من الأوراق المالية قصيرة الأجل التي تتداول في سوق النقد، ومن أمثلتها: أدونات الخزينة ،شهادات الإيداع ، الكمبيالات المصرفية، و يكون الهدف منها هو

تحقيق الضمان و الأمان لأنها صادرة عن الحكومة أو المؤسسات المالية.(1)

بالإضافة إلى ما سبق هناك أنواع اخرى لصناديق الإستثمار،كالصناديق التي تتكون من السندات و الاسهم الممتازة ، الصناديق التي تتكون من إستثمارات في صناديق اخرى، إضافة إلى الصناديق ذات السحبات الخاصة.

2-2-2- تصنيف صناديق الاستثمار تبعا لأهدافها : نميز :

2-2-2-1- صناديق النمو :

هدفها تحقيق تحسن في القيمة السوقية للأوراق المالية التي يتكون منها الصندوق ، لذا فهي تشتمل على الأسهم العادية التابعة لمنشآت تعمل في مجال الصناعات التي تتميز بدرجة عالية من النمو.

2-2-2-2- صناديق الدخل :

هي صناديق يعتمد على عائد استثماراتها في تغطية تكاليف المعيشة ، لذا فهي تتكون من سندات و أسهم منشآت كبيرة و مستقرة .

2-2-2-3- صناديق الدخل و النمو :

هي صناديق تتناسب مع المستثمرين الذين يعتمدون جزئيا على عائد استثماراتهم في تغطية تكاليف معيشتهم ، و يرغبون في الوقت ذاته في تحقيق نمو في

* لقد ظهرت الصناديق لأول مرة في الولايات المتحدة الأمريكية سنة 1973 و هذا عندما وصل العائد المتولد عن الاستثمار فيها مستوى لم يتم الوصول إليه من قبل .

(1) -أنظر إلى:-منير إبراهيم هندي: صناديق الاستثمار في خدمة صغار و كبار المدخرين، منشأة المعارف، الإسكندرية ،1999، ص ص 33-37)

- غازي فلاح المومني: إدارة المحافظ الاستثمارية الحديثة، دار المناهج، الطبعة الثالثة،عمان، 2003،(ص

.(29)

-شريط صلاح الدين، بورصات الأوراق المالية ،عالم الكتب ،الطبعة الثالثة،2003 (ص ص 91-94) .

الأرباح و المبيعات، و لذلك نجدها تتكون من الأسهم التي تحقق نمو في الأرباح و السندات و أسهم الشركات المستقرة الناجحة التي تحقق دخلا شبه ثابت .

2-2-4- صناديق إدارة الضريبة : و هي الصناديق التي لا تقوم بتوزيع أرباح

المستثمرين

بل تقوم بإعادة استثمارها في مقابل حصول المستثمرين على أسهم إضافية لما يعادل قيمتها ، أي يحصل على أسهم مجانية في الصندوق تعادل قيمتها قيمة هذه الأرباح غير الموزعة، فالمستثمر في هذه الصناديق لا يدفع أي ضريبة و هذا لأنه لم يتم توزيع أرباح عالية .

2-3-3- تبعا لطبيعة نهايتها: تصنف إلى:

2-3-1- صناديق الاستثمار المغلقة:

هي صناديق خاصة بفترة محددة من المستثمرين، لها هدف و عمر محدد حيث يحتفظ بها لمدة معينة ثم توزع عوائدها على المستثمرين، وتتاح هذه الصناديق بصورة دورية بين الحين والآخر، وذلك كلما تبين للقائمين على إدارة الصندوق أن هناك فرصة متاحة للاستثمار في مجال محدد، ويتميز هذا الصندوق بعدد ثابت من الأسهم يتم التعامل عليها في الأسواق المفتوحة، فمعظم هذه الصناديق التي تستثمر في أسهم عادية أو ممتازة عادة ما تتبع حصتها بعد خصمها من القيمة الصافية للأصول، وهذا هو الأمر الذي يشجع على الاستثمار فيها⁽¹⁾.

2-3-2- صناديق الاستثمار المفتوحة:

ونعني بها مفتوحة لدخول و خروج المستثمرين، وأنها تقوم بعرض أوراق مالية جديدة باستمرار، وبالتالي فعدد الأوراق المالية يتغير باستمرار، وبإمكان المدخر شراء أسهم هذا الصندوق، كما يمكنه بيعها بعد أخطار قصير قد لا يتجاوز الأسبوع.

2-4-2- مزايا صناديق الاستثمار:

إن الاستثمار في أسهم صناديق الاستثمار يوفر العديد من المزايا بالنسبة للمستثمرين ، أو بالنسبة للاقتصاد الكلي ، و من أهم هذه المزايا ما يلي⁽²⁾:

2-4-1- الاستفادة من خبرات الإدارة المحترفة :

إن صناديق الاستثمار تحقق عائد أكبر من العائد الذي قد يحققه المستثمر لو قام بإدارة أموال بنفسه ، و ذلك لأن هذه الصناديق تدار بكفاءة عالية من طرف مستشارين

(1) عبد الغفار حنفي : الأسواق المالية (البنوك و شركات التأمين و البورصات و صناديق الاستثمار) ، مركز الاسكندرية للكتاب، الطبعة الأولى 1999، ص(269)

(2) - منير إبراهيم هندي: صناديق الاستثمار في خدمة المدخرين، مرجع سابق، (صص33-37).

إستراتيجيين محترفين وباحثين متميزين، إضافة إلى إنخفاض عمولة السمسرة و تكاليف عملية الإستثمار بصفة عامة نظرا لضخامة الصفقات التي تبرمها صناديق الإستثمار .

2-4-2- تخفيض المخاطر نتيجة التنوع الكفاء :

يساهم التنوع الكفاء لمكونات صناديق الإستثمار في تخفيض المخاطر التي يتعرض لها المستثمرون فيها ، إذ أن اغلب المستثمرين و مهما كانت قدراتهم المالية ليس بإمكانهم تكوين محفظة مالية تتضمن أعداد و أنواعا مختلفة من الأوراق المالية كتلك التشكيلات التي تكونها صناديق الإستثمار .

2-4-3- توفير قدر من المرونة و الملاءمة للمستثمرين: وذلك من خلال

صناديق الإستثمار ذات النهاية المفتوحة، هذه الأخيرة التي تعمل على تحويل إستثمارات المستثمرين من صندوق لآخر مقابل رسوم ضئيلة يدفعها ، و بالتالي فهي توفر نوع من المرونة في التعامل مع المستثمرين الذين تتغير أهدافهم و قراراتهم الإستثمارية على مر الزمن ، كما أن هذا النوع من الصناديق تقوم باسترداد أسهمها التي يرغب المستثمرين في التخلص منها .

2-4-4- تنشيط حركة أسواق رأس المال : إن صناديق الإستثمار و هي تبني

تشكيلاتها من الأوراق المالية المتداولة في سوق رأس المال ، تعمل على زيادة الطلب الكلي على الأوراق المالية ، و بالتالي المساهمة في تنشيط حركة تلك الأسواق ، و أيضا زيادة العرض من الأوراق المالية المتداولة و ذلك عند عرض أسهمها للتداول .

المطلب الثاني : شركات الإستثمار :

1-تعريف شركات الإستثمار:

هي شركات تتلقى الأموال من مستثمرين من مختلف الفئات لتقوم بإستثماراتها في محافظ من الأوراق المالية التي تناسب كل فئة ، و يتم تحديد نصيب كل مستثمر بعدد من الحصص في المحفظة و تتكون المحافظ المشكلة من أوراق مالية قابلة للتداول كالأسهم ، السندات ، أدوات الخزينة ...، و لا يحق للمستثمر أن يمتلك أي ورقة مالية داخل المحفظة بل لديه الحق فقط في حصة⁽¹⁾

2-تصنيف شركات الإستثمار : يصنف قانون شركات الإستثمار الأمريكي تلك الشركات

إلى ثلاث مجموعات كما يلي :

2-1 شركات الشهادة الاسمية :

(1) - منير إبراهيم هندي:إدارة المنشآت المالية، مرجع سابق، ص ص(322-323)

في هذه الشركات يقوم المستثمر بشراء شهادة يحدد فيها المبلغ المستحق الذي يتميز بأنه له تاريخ معين ، و بالتالي تصبح العلاقة بين المستثمر و الشركة علاقة دائن بدين.

2-2- ودائع وحدة الاستثمار :

يتم تكوينها بواسطة كفيل غالبا ما يكون بيتا للمسمرة ، حيث يقوم هذا الأخير بشراء أوراقا مالية، و بالتالي يشكل محفظة مالية ثم يقوم بإيداعها لدى أمين - عادة ما يكون بنك تجاري - يصدر شهادات قابلة للاسترداد لبيعها للجمهور ، بحيث تعطي هذه الشهادات لحاملها الحق في الحصول على حصة من فوائد السندات بالإضافة إلى حق في استرجاع مبلغه عند حلول أجل استحقاقها⁽²⁾.

2-3- شركات الاستثمار المدار : وتنقسم بدورها إلى :

2-3-2-1- شركات الاستثمار المدار ذات النهاية المفتوحة : عبارة عن صناديق

مشتركة يتم خلالها إعادة شراء حصص الأسهم من ملاكها و في أي وقت يرغب حامل الأسهم، بالإضافة إلى ذلك قدم شركات الاستثمار ذات النهاية المفتوحة حصص من الأسهم بأي كمية للمستثمرين في أي وقت يشاءون⁽³⁾.

2-3-2-2 شركات الاستثمار ذات النهاية المغلقة:

في ظل هذه الشركات يوجد عدد ثابت من الأسهم يتم التعامل بها بيعا و شراء في الأسواق المفتوحة، أي أن الشركة غير مستعدة لإعادة شراء أسهمها، و بالتالي لا بد للمستثمر أن يلجأ إلى استثمار لبيع أوراقه المالية .

المطلب الثالث : البنوك التجارية

1- نطاق نشاط البنك التجاري في مجال إدارة الحوافظ المالية:

نظرا لما تملكه البنوك التجارية من خبرة في مجال إدارة الأموال و استثمارها ، إضافة إلى ما تملكه من أجهزة متخصصة و إمكانيات مادية متنوعة و متطورة، و نظرا إلى أن العميل قد لا يكون لديه الوقت الكافي لإدارة أموال ،أولا تكون لديه القدرة على ذلك سواء من ناحية الخبرة أو الإمكانيات التكنولوجية المتطورة، لذلك يعهد بعض العملاء إلى البنوك التجارية كأمناء استثمار لإدارة حوافظهم المالية و تقديم بعض الخدمات الاستشارية في مجال

(2) -عبد الغفار حنفي، مرجع سابق،(ص269).

(3) -عبد الغفار حنفي رسمية،ركي قريباوص: الأسواق و المؤسسات المالية" بنوك تجارية، أسواق الأوراق المالية، شركات

التأمين، شركات الاستثمار"، مصر، 2004،(ص39)

الإدارة و الاستثمار⁽¹⁾، و بالتالي أصبحت المهمة الرئيسية للبنك التجاري كأمين استثمار هي إدارة محفظة الأوراق المالية إدارة استشارية سواء تم ذلك لصالح المحافظ المعهود إليه بإدارتها من قبل جهات أخرى، حيث يصبح البنك في هذه الحالة أمينا على موجودات هذه الحوافظ يحركها وفقا للسياسة الاستثمارية و الإستراتيجية التي تنتجها تلك الجهات ، و ذلك وفقا للتعليمات و التوجيهات التي تصدر إليه أو سواء تم ذلك لصالح المحافظ التي يكونها البنك بنفسه⁽²⁾ كما إن هذا لا ينفي أن يقوم البنك باستثمار أمواله في الأوراق المالية ، و بالتالي يكون محفظته المالية الخاصة به و في هذه الحالة يكون لديه كامل القرارات المتعلقة بالمحفظة⁽³⁾ .

2- عمليات البنك التجاري على الأوراق المالية: يمكن للبنك التجاري أن يقوم بتكوين و إدارة محفظته المالية الخاصة به ، أو الخاصة بعملائه سواء كانوا عملاء مدخرين صغارا أو شركات و مؤسسات غير بنكية ، بالإضافة إلى خدمات متعلقة بتقديم النصح و المشورة حول الإصدارات الجديدة و عمليات أخرى مرتبطة بالحفظ و المقاصة .

2-1- تكوين و إدارة محفظة مالية خاصة به : يعتبر الإ استثمار في الأوراق المالية المصدر الثاني لاستخدامات أموال البنك و هذا بعد القروض ، حيث يتم توجيه جزء من موارده إلى الاستثمار في الأوراق المالية ، وهذا لعدم كفاية طلبات الاقتراض ، أو لاستخدام هذه الأصول كخط دفاع ضد مخاطر نقص السيولة

2-2- تكوين و إدارة صناديق الاستثمار : من الممكن أن تكون صناديق الاستثمار على مستوى البنك التجاري، أي أن البنك يقوم بتكوينها وذلك من خلال تجميع أموال المستثمرين و تكوين صناديق الاستثمار ، كما يمكنه أن يقوم بإدارتها بنفسه لصالحهم من خلال إدارة مستقلة على مستواه مقابل عمولة.

2-3- القيام بعمليات السمسرة :

يقوم البنك التجاري في نطاق دوره كبنك استثمار بتقديم خدمات السمسرة في الأوراق المالية ، و ذلك عن طريق الوساطة بين المستثمرين و الجهة المصدرة .

2-4- تقديم النصح و المشورة :

(1) - محمد توفيق سعودي : الوظائف غير التقليدية للبنك التجاري (دور البنك كأمين استثماري)، دار الأمين للنشر و التوزيع الطبعة الأولى القاهرة 2000ص(63).

(2) - سعيد سيف النصر مرجع سابق ص (364).

(3) - عقيل جاسم عبد الله: النقود و المصارف، الجامعة المفتوحة، الطبعة الأولى ، 1994، (صص 254-255).

يقوم البنك بتقديم نصائح و إرشادات لعملائه حول إصداراتهم الجديدة ، وذلك لما يتوفر لديه من معلومات حديثة عن السوق الرأسمالي ، و عن تغيرات العرض و الطلب على الأموال ، كما يمكنه أن يقدم إستشارات و نصائح حول نوع و حجم الأوراق المالية المرغوب فيها في السوق و ذلك على ضوء أوضاع الشركات التي أصدرتها ، كما يقدم إستشارات حول التوقيت المناسب للإصدار و سعر الإصدار و ما إذا كانت هناك بدائل تمويلية أكثر ملائمة ، إضافة إلى مشاركته في إختيار إجراءات القبول .

2-5- القيام بخدمات الاكتتاب :

حيث أن هناك شركات ترغب في إصدار أوراق مالية جديدة بغية زيادة رأسمالها أو تمويل إحتياجاتها ، لذا فهي تقوم بطرح أوراق مالية للاكتتاب عن طريق البنوك التجارية⁽¹⁾ ، و تشمل خدمات الاكتتاب التي يقدمها البنك الترويج للاكتتاب ، ضمان تغطية الاكتتاب بالكامل ، شراء الإصدار، و التوزيع الفعلي للإصدارات .

2-6- إدارة محافظ عملائه :

تقوم البنوك التجارية من خلال عملها كأمين استثمار بإدارة حوافظ الأوراق المالية الخاصة بالغير ، سواء قام بتكوينها بنفسه أو أوكلت له مهمة الإدارة فقط ، وفي هذا الصدد تميز بين ثلاثة أنواع من الإدارات حسب أسلوب تكوين المحفظة المالية⁽²⁾ .

2-6-1 المحافظ ثابتة التكوين (الجامدة) :

يكون عمل البنك فيها سهل لأن البنك يدير المحفظة وفقا لقواعد ثابتة و معينة و مقررة في نظامها الأساسي ، إلا أنه بالمقابل يكون مقيد الحركة ، لأنه لا يمكنه مواجهة تقلبات السوق وهذا لعدم وجود حرية في اتخاذ أي قرار .

2-6-2 المحافظ شبه ثابتة التكوين :

هذا النوع من المحافظ يعطي للبنك نوع من الحرية في إختيار الأوراق المناسبة من بين الصكوك التي يتم إدراجها في القائمة ، لكن الاختيار السيئ لهذه الأوراق قد يعود بالمضرة على المشاركين في المحفظة المالية .

2-6-3 المحافظ مرنة التكوين :

(1) - عبد الحق بوعتروس: الوجيز في البنوك التجارية (عمليات. تقنيات و تطبيقات)، قسنطينة، 2000، ص(172).

(2) - أنظر إلى : - سعيد سيف النصر: مرجع سابق،(ص ص 267-279).

- محمد توفيق سعود: مرجع سابق، (ص ص 91-92).

تتيح للبنك نوع من الحرية في إختيار الأوراق الربحة في السوق و نقلها من القائمة الفرعية إلى القائمة الأصلية التي يتم وضعها لتكوين هذا النوع من المحافظ، وبالتالي فإدارة هذا النوع من المحافظ يعتبر أسهل نوع بالنسبة للبنك، كونه يتمتع بحرية كافية لاتخاذ القرارات الملائمة .

وبالتالي فإدارة المحفظة المالية تتم على مستوى عدة جهات إلا أن أبرز جهة و أكثرها شيوعا هي البنك التجاري، هذا الأخير الذي يقوم بدورين في مجال إدارة الحوافظ المالية ، إما بدور إدارة محفظته الخاصة به أو بإدارة محفظة عملائه ، و في المبحثين المواليين سيتم التطرق إلى هذين الدورين بطريقة مفصلة .

المبحث الثاني : خدمات البنك في مجال إدارة محافظ الأوراق المالية

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

المطلب الأول: إدارة البنك لمحفظة أوراقه المالية :

1- أهداف محفظة البنك وأولويات الاستثمار:

إن الاستثمار في الأوراق المالية على مستوى البنك التجاري، وتكوين حوافظ مالية وإدارتها، تأتي في المرتبة الثانية بعد القروض من حيث توظيفات للبنك، وذلك لما يحقق له من أرباح، وحتى يصل البنك التجاري باستثماراته في الأوراق المالية إلى أهدافه لا بد أن تكون لديه أولويات معينة⁽¹⁾.

1-1- أهداف محفظة البنك:

إن الآلية التي يتبعها البنك للاستثمار في المحفظة المالية هي الموازنة بين الربحية والسيولة، وتجنب التعرض لمخاطر الإفلاس، بالإضافة إلى المحافظة على علاقة جيدة مع كبار المودعين.

1-1-1 الربحية:

إن ترك البنك لأموال مجمدة أو ترك المدخرين أموالهم مودعة لدى البنك التجاري لا يعد إستثمارا مهما مضى الوقت، ولهذا يتم إستثمارها في مجالات متعددة أهمها محفظة

(1) - منير إبراهيم هندي: إدارة البنوك التجارية (مدخل إتخاذ القرار)، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، الطبعة الثالثة، 2002، (ص 291).

الأوراق المالية، هذه الأخيرة التي يكون أهم هدف من تكوينها هو الحصول على عائد مجزي والذي يتحقق في صورة أرباح رأسمالية وفوائد.

إن إدارة البنك تسعى لتحقيق عائد مرتفع للمساهمين، وفي نفس الوقت يعد البنك مسؤولاً تجاه المودعين في الحفاظ على سلامة أموالهم، وتختلف متطلبات الربحية من بنك لآخر، حيث تتأثر بالظروف البيئية وأنواع الودائع وعلاقة الودائع برأس المال، وبالتالي فإن البنك يهدف من وراء تكوين محفظة مالية إستثمارية تحقيق أقصى عائد بقدر الموارد المالية المتاحة.

1-1-2- السيولة :

إن المقصود بالسيولة هي قدرة البنك على الوفاء بمسحوبات المودعين، وتلبية إحتياجات المقترضين في نفس الوقت دون اللجوء إلى بيع أوراق مالية لخسائر كبيرة أو الاقتراض بمعدلات فائدة مرتفعة، وبالتالي فاستثمار موارده في محفظة مالية يتيح له إمكانية تحويلها إلى نقود سائلة في وقت قصير لمواجهة ما قد يطرأ عليها من سحبات غير متوقعة.

1-1-3- تجنب الإفلاس:

يتعرض البنك للإفلاس عندما تكون قيمة أصوله أقل من قيمة خصومه، ويحدث هذا عندما يتعرض لخسائر رأسمالية كبيرة تفوق حقوق الملكية لديه⁽¹⁾، ناجمة عن بيع أوراق مالية بقيمة أقل من القيمة التي سبق أن اشترت بها، وبالتالي فتملك البنك للمحفظة المالية يعني إستعمال مكوناتها في حالة وقوعه في مشكلة إفلاس، بالإضافة إلى تحقيق دخل إضافي يجنب الإفلاس.

1-1-4- المحافظة على علاقة جيدة مع كبار المودعين:

إن المقصود بكبار المودعين هي الدولة، حيث يهدف البنك إلى توثيق العلاقة معها، وذلك من خلال الاستثمار في الأوراق المالية وتكوين حوافظ مالية، إذ قد تصر الحكومة على البنك أن يوفر لها رهونات لودائعها في شكل سندات حكومية، وبالتالي يصبح البنك مجبر على إستثمار جزء من موارده لشراء السندات بالرغم من انخفاض عائدها، إلا أنه من الممكن تعويض ذلك من خلال الأرباح المتولدة من إستثمار ودائع الحكومة.

1-2- أولويات الاستثمار في البنك التجاري:

إن المقصود بالاستثمارات الخاصة بالبنك هي الاستثمارات التي تخرج عن مفهوم الاحتياطي الوقائي للسيولة وبالتالي التي تتم بعد توفير متطلبات السيولة، ويعد منح القروض المطلوبة أي أنها استثمار للأموال الفائضة، وبهذا الفصل يمكن القول أن حساب الاستثمار

⁽¹⁾ - منير إبراهيم هندي: إدارة البنوك التجارية (مدخل اتحاد القرار)، مرجع سابق، (ص 291).

يختلف عن الاحتياطي الوقائي في مسألة تاريخ الاستحقاق، مع افتراض ثبات جودة الأوراق المالية و قابليتها للبيع إلا أنه من الناحية العلمية كثيرا ما يشار إلى أن محفظة البنك هي عبارة عن الأصول التي تكون الاحتياطي الوقائي و حساب الاستثمار⁽¹⁾.

ومن أجل ذلك أصبح على البنك أن يقوم بإجراء مفاضلة بين مختلف الأوراق المالية المتاحة و ذلك وفقا لمقتضيات الضمان التي لا بد أن يوفرها البنك .

1-2-1 السندات التي تصدرها الحكومة :

نظرا لمحاولة البنك الوصول إلى مستوى ضمان معين يعمل البنك على الابتعاد عن الاستثمارات التي يتعرض عائدها الدوري لتقلبات شديدة، و بذلك تتعرض قيمتهما السوقية لانخفاض كبير قد يترتب عليه فشل البنك في إسترداد ما سبق أن إستثمره .

و وصولا لهذه الغاية لا بد على البنك ان يضع ضمن أولويات إستثماراته الأوراق المالية التي تمثل ديننا كالسندات ، وفي هذا السياق لا بد أن نميز بين السندات التي تصدرها الحكومة، و السندات التي تصدرها الشركات، فإذا كان الهدف هو حماية أموال البنك وأموال المودعين من التعرض للمخاطر ، فان على البنك ان يضاعف إستثماره في السندات التي تصدرها الحكومة (سندات حكومية ، اذونات الخزينة) وأن يضعها في مقدمة استثماراته الموجهة للسندات ، و حيث أن هذا النوع من الأوراق المالية يتميز بدرجة ضمان كبيرة و بالتالي بقدرة كبيرة في إسترداد قيمة مضافة إلى ذلك، فلا بد على البنك أن يميز بين ما يناسب ظروفه ، وذلك من خلال التمييز بين الأوراق المالية من حيث تواريخ استحقاقها ، إذ أن الأوراق الصادرة عن الحكومة تتمايز فيما بينها من حيث تواريخ إستحقاقها، لذا فعلى البنك أن يختار ما يسهل له التصرف فيها بالبيع قبل تاريخ الاستحقاق دون أن يتعرض لأي خسائر⁽²⁾، كما و تجدر الإشارة إلى أن هذه الأوراق تتسم عن غيرها باحتمال أن يكون العائد المتولد عنها معفى من الضريبة ، وأنها من الممكن إستعمالها كرهن لودائع الحكومة .

1-2-2-2 الاستثمار في رأس مال البنك المركزي : يعتبر الاستثمار في رأس

مال البنك المركزي على نفس الجاذبية مع السندات الحكومية .

1-2-3 الاستثمار في البنوك التجارية :

(1) - عبد المطلب عبد الحميد: البنوك الشاملة "عملياتها و إدارتها"، الدار الجامعية، الإسكندرية،(ص150)

(2) - منير إبراهيم هندي: إدارة البنوك التجارية (مدخل إتخاذ القرار)، مرجع سابق،(ص253) .

إن الاستثمار في شهادات الإيداع القابلة للتداول و التي تصدرها البنوك التجاري ، تأتي في المرحلة الثالثة بعد السندات الحكومية و الاستثمار في رأس مال البنك المركزي، حيث توفر الضمان للبنك و لمودعيه، كما أن تفاوت تواريخ استحقاقها يتيح للبنك أن يختار ما يناسبه، بالإضافة إلى أنها تخضع لشروط الحد الأقصى لمعدل الفائدة المفروض من البنك المركزي ، و بالتالي يحقق البنك من ورائها عائد مرتفع⁽¹⁾.

1-2-4- الاستثمار في سندات مؤسسات الأعمال :

يأتي الاستثمار في السندات الصادرة عن مؤسسات الأعمال بعد الاستثمار في السندات الحكومية و الاستثمار في رأس مال البنك المركزي ، و الاستثمار في شهادات الإيداع القابلة للتداول و الصادرة عن البنوك التجارية ، و تحتل هذا الترتيب لما توفره من ضمان ، إلا أنه لا بد أن نميز بين سندات مؤسسات الأعمال المضمونة و غير المضمونة ، حيث تعود الأولوية للسندات المضمونة.

1-2-5- الاستثمار في الأسهم : تعتبر الأسهم آخر الأوراق المالية جاذبية

بالنسبة للبنوك التجارية وذلك لما تحتويه من مخاطر، إذ تعد من الأوراق المالية ذات العائد المتغير نميز بين الأسهم إلا أن للأسهم الممتازة الأولوية عن الأسهم العادية .

2- قواعد وضع سياسات إدارة محفظة البنك و العوامل المؤثرة فيها :

كما سبق فان سياسات إدارة المحفظة المالية هي متنوعة ومن أهمها السياسة الدفاعية الهجومية المتوازنة ...، وحتى يتم وضع هذه السياسات يقوم البنك التجاري بمراعاة مجموعة من القواعد والعوامل المؤثرة.

1-2-1- قواعد وضع سياسات إدارة محفظة البنك:

رغم تشابه البنوك في الأهداف الاستثمارية، إلا أن هناك مجموعة من القواعد وهي بمثابة معايير تبنى عليها هذه السياسات من بينها ما يلي⁽²⁾:

1-2-1-1 ضرورة توفر الأموال اللازمة للاستثمار: بما أن البنك يعمل في سوق

متغيرة، لذا فان طبيعة التزاماته تتغير بتغير الاستثمار، فالمبالغ المودعة الجارية يمكن التحكم فيها، أما الودائع لأجل والسندات فمن الصعب التحكم فيها، الأمر الذي يجبر البنك على

-Gerard rouyer, Alain Choienel, Preface de Michel Freyche, **technique actuelles et financement**, revue Banque et L'Entreprise, 3ème édition, centre de formation de la profession bancaire,

⁽¹⁾Juillet,2001,(p148-153).

⁽²⁾ - عبد المطلب عبد الحميد: مرجع سابق،(صص160-164) .

ضرورة توفير الأموال اللازمة، وبالتالي هنا تختلف السياسة المتبعة من طرف البنك على حسب قدرته على توفير الأموال اللازمة للاستثمار.

2-1-2 جودة الأوراق المالية*: إن جودة الأوراق المالية تعمل على تقليل المخاطر، وبالتالي يمكن لهذا النوع من الأوراق المالية أن يكون إحتياطات السيولة التي قد يلجأ اليها البنك إلى تضييعها عند الحاجة، وبالتالي في هذه الحالة نجد البنك ينتهج سياسة دفاعية، وفي هذه الحالة تصبح الأوراق المالية الحكومية و السندات التي تصدرها المنشآت هي الأوراق من الدرجة الأولى.

2-1-3- تنوع الأوراق:

بشكل يؤدي إلى الحصول على عائد مرتفع بأقل خطر ممكن، وبالتالي فالاعتماد على التنوع يعني انتهاج سياسة تركز على المخاطرة والربحية، حيث تقوم البنوك حالياً وفي هذا المجال باستخدام البرامج على الحاسوب الآلي لتحليل الظروف المحيطة بالمجتمع، ومدى تأثيره على العائد وأسعار الفائدة في المستقبل، وبالتالي تحدد المزيج الأمثل من هذه الأوراق وعندما تتغير الظروف وراء تحسين أفضل الإيرادات من خلال المزيد من التنوع.

2-1-4- معيار هيكله آجال استحقاقات الاستثمار:

إن درجة المخاطرة ترتبط ارتباطاً وثيقاً بتاريخ الاستحقاق، فكلما زادت المدة زاد احتمال التغير في معدلات الفائدة السوقية، وبالتالي التأثير في القيمة السوقية للأوراق المالية، ومن ذلك تحاول البنوك التجارية هيكله استحقاقات محفوظاتها ضد التغيرات في معدلات الفائدة، وهناك طريقتان لذلك:

أ- الاستحقاقات المتتابعة:

وفي ظل هذه الطريقة يقوم البنك بتنويع استثماراته باستحقاقات متتابعة، بحيث لا تكون هناك فجوة بين الاستحقاقات المختلفة، وبالتالي يبقى العائد ثابت خلال فترة طويلة.

ب- الاستحقاقات المتتالية: وبهذه الطريقة يقوم البنك بتنويع استثماراته بين القصيرة والطويلة، وبهذا يعمل على الفصل بين الاستحقاقات متوسطة الأجل والاستحقاقات طويلة الأجل، ففي حين تعمل الإستحقاقات قصيرة الأجل على توفير السيولة المطلوبة بأقل خطر ممكن، فإن الاستحقاقات طويلة الأجل توفر الربحية.

وبمراعاة هذه القواعد يمكن للبنك أن يضع إستراتيجية ملائمة لإدارة محفظته المالية.

* - جودة الرقعة المالية تعني قابلية الرقعة المالية للبيع دون أي عائق

2-2- العوامل المؤثرة في بناء سياسة الاستثمار: هناك بعض العوامل المؤثرة في

صياغة إستراتيجية معينة لإدارة محفظة البنك يمكن ذكر مايلي⁽¹⁾:

2-2-1 طبيعة هيكل الودائع:

لكل نوع من الودائع خصائصه المميزة، لذا فعند وضع السياسة الخاصة بالاستثمار في الأوراق المالية فلا بد من البحث عن الاستثمار المناسب لكل نوع من الودائع، فإذا كانت نسبة ودايع الأفراد هي الأكبر بين مجموع الودائع فان البنك يتبع سياسة استثمارية طويلة المدى نظرا لما تتميز به هذه الودائع من استقرار، وعلى عكس هذه الودائع نجد ودايع الشركات والمؤسسات الكبيرة تتميز باستقرار أقل مما يفرض على البنك إتباع سياسة استثمارية أقل مدى.

2-2-2 مركز حقوق المساهمين:

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

وبالتالي فمركز حقوق المساهمين يؤثر على الودائع من جهة، ويؤثر على استخدام و توظيف البنك لأمواله من جهة أخرى، فالبنك الذي يتمتع بمركز قوى لحقوق المساهمين يستطيع أن يجابه قدر أكبر من المخاطر في استثماراته.

2-2-3 سياسة الإقراض:

لسياسة الإقراض الأثر الواضح في اختيار البنك لسياسته الاستثمارية الملائمة وذلك من زاويتين:

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

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

(1) - عبد المطلب عبد الحميد: مرجع سابق، (ص ص 165-173)

2-2-4- متطلبات الربحية والسيولة:

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

2-2-5- توفر الاستثمارات الملائمة:

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

- تحليل هيكل السوق الخاص بالأوراق المالية.

-تحليل قروض البنك.

-تحليل هيكل ودائع البنك وتغيراته.

2-2-6- القيود القانونية وتوجيهات سياسة الدولة:

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

2-2-7-توفر الموارد البشرية الفنية لإدارة الاستثمار:

وذلك لأن إدارة المحفظة المالية هي عملية مستمرة، تستلزم المتابعة المستمرة للأسواق والأسعار، وإجراء تتيؤات وإستقراء الإحصاءات، وذلك لاتخاذ القرار المناسب لذا فالعامل البشري مهم جدا لأن أي خطأ يكلف البنك الكثير من الخسائر.

3- خطوات إدارة المحفظة المالية:

إن إدارة المحفظة المالية تتم عبر خطوات معينة لكنها غير ثابتة فهي تختلف من بنك لآخر، وهذا حسب ظروف البنك وأسلوب إدارته وحجم توظيفها، ولا يوجد نمط واحد للخطوات التي ينبغي على كل بنك إتباعها بنفس الترتيب والتسلسل، وهذا راجع لطبيعة عمل هذه الخطوات لأنها متداخلة ومتشابكة فيما بينها، وفيما يلي استعراض لأهم هذه الخطوات:

3-1- تحديد الأهداف:

حيث يجب على البنك أن يحدد ويضع الأهداف التي يسعى إلى تحقيقها، وعلى إدارة البنك مراعاة أن تكون هذه الأهداف واضحة ومحددة من حيث الكم والنوع والوقت والمكان بالإضافة إلى ضرورة كونها قابلة للقياس⁽¹⁾.

وعادة ما تتمثل أهداف البنك من خلال تملك محفظة مالية أو الاستثمار في الأوراق المالية في تحقيق أقصى عائد وضمان تلبية حاجة البنك للسيولة، وتجنب التعرض لمخاطر الإفلاس⁽²⁾.

3-2- تحليل الظروف الاقتصادية الحالية والمستقبلية:

على الرغم من انه لا يمكن إجراء تنبؤات دقيقة عن الظروف الاقتصادية العامة كأسعار الفوائد، ومعدلات التضخم، إلا انه يمكن استخدام هذه التنبؤات كمؤشرات تساعد على اتخاذ القرار الرشيد⁽¹⁾، فقرار الاختيار بين شراء أوراق مالية طويلة الأجل أو قصيرة الأجل يتوقف على توقعات صعود ونزول معدلات الفائدة ومعدلات التضخم في المستقبل.

3-3- دراسة ظروف البنك الداخلية: فيما يتعلق في المجالات التالية:

3-3-1- التوفيق: بين متطلبات الربحية ومتطلبات السيولة، وإيجاد التوازن بينهما.

3-3-2- تقدير احتمالات الرهن:

أي تقدير احتمالات لجوء البنك إلى رهن الأوراق المالية في حالة الاقتراض، وكذلك دراسة الشروط المفروض توفرها في هذه الأوراق من حيث جودتها، تواريخ إستحقاقها....

3-3-3- تحديد نسبة الخطر المقبولة:

أي قيام البنك بتحديد النسبة المقبولة لمستوى المخاطر بالنسبة له وبالنسبة للمحفظة المالية، وهذه الأخيرة تتوقف على العوامل التالية:

- أ- مستوى الطلب على القروض، حيث كلما كانت كبيرة كلما كانت درجة إقبال البنك على استثمار أمواله في أوراق مالية ذات مخاطر عالية ضعيفة.
- ب- توفر الخبرات والمهارات المتخصصة في عمليات الاستثمار، ومن ثم القدرة على تدنية المخاطر.

(1) زياد رمضان، محفوظ جودة: مرجع سابق، (ص292).

(2) منير إبراهيم هندي: إدارة البنوك التجارية (محل إتخاذ القرار)، مرجع سابق، (ص291).

(1) زياد رمضان، محفوظ جودة: مرجع سابق، (ص294).

ج- هامش الأمان المتمثل في نسبة حقوق الملكية إلى الأصول الخطرة حيث كلما كان كافي كلما تشجع البنك على شراء أوراق مالية جيدة فقط.

3-4-4- وضع السياسات العامة للمحفظة:

حبذا لو كانت مكتوبة، حيث إنها تمثل الإطار العام الذي يسترشد به القائمون على إدارة المحفظة المالية وتتمثل هذه السياسات في:

3-4-4-1- تحديد حجم المحفظة المالية:

حيث يعتمد هذا الحجم على مستوى الطلب على القروض ومقدار الربح المتوقع تحقيقه من تكوينها.

3-4-4-2- وضع أسس تنويع الأوراق المالية المكونة للمحفظة المالية:

والتي ينبغي أن تراجع ويعاد دراستها بين حين وآخر على ضوء المستجدات والمتغيرات في الظروف الاقتصادية والسياسية وظروف السوق.

3-4-4-2- وضع ضوابط وسياسات عامة لعمليات البيع والشراء:

وهذا لمالها من تأثير على نتائج أعمال المحفظة ومن أمثلتها:

- أ- عدم البيع أثناء انخفاض أسعار السهم في السوق.
- ب- عدم الشراء حين يرتفع سعر السهم في السوق.
- ج- زيادة كميات البيع في فترات هبوط الأسعار عند توقع انخفاضها.
- د- زيادة كميات الشراء في فترات هبوط الأسعار عند توقع ارتفاعها.
- هـ- عدم إجراء أي عملية بيع أثناء انتشار حالات الذعر في السوق.
- و- توزيع عمليات البيع والشراء على فترات زمنية معينة منتظمة خلال دورات أسعار الأسهم*.

3-5- التنفيذ والمتابعة: ونقصد بالتنفيذ لعمليات الشراء والبيع الفعلي لمحتويات

المحفظة على ضوء الأهداف المحددة والسياسات العامة الموضوعة، لذا يجب على الإدارة العليا للبنك أن تتأكد من أن المسؤولين متاهيين للمهمة وبكل مرونة حتى تستطيع اتخاذ القرارات اللازمة في الوقت المناسب، بالإضافة إلى قيامها بعملية المتابعة وتقييم الأداء حتى

* - حيث يقوم المستثمر بشراء أسهم بنفس القيمة حين تنخفض أسعارها، وبناء عليه يحسب تكلفة شراء السهم على أساس متوسط أسعار الشراء لهذه الفترات، وتسمى هذه السياسة بمتوسط التكلفة بالدولار.

تطمئن على كفاءة الإدارة، وتستطيع أن تكتشف الأخطاء قبل وقوعها ومعالجتها والعمل على الحد منها بعد وقوعها.

المطلب الثاني: إدارة البنك لمحفظه عملائه.

كما عرفنا فيما سبق أن البنك يمكن أن يقوم بإدارة محفظه عملائه، وذلك لما تميز به من خبرة في هذا المجال، وكما نعلم فإن إدارة المحفظه الماليه تتم على مستوى السوق الثانوي، لذا فإن البنك يقوم باستقبال أوامر البيع ولشراء من العملاء وتمريها إلى الوسطاء في عمليات البورصة، كما يمكن أن يقوم باتخاذ قرارات البيع والشراء دون الرجوع إلى عملائه، وذلك حسب الاتفاق المبرم بينه وبين عملائه بالإضافة إلى ذلك يمكن أن يقتصر دور البنك على حفظ محافظ الأوراق الماليه التابعه لعملائه فقط، وبالتالي فإن البنك وفي نطاق نشاطه المتعلق بمحافظ عملائه يمكنه أن يقوم بدور أمين استثمار، كما يمكنه أن يقتصر على أمين حفظ فقط.

1- دور البنك التجاري كأمين حفظ (إيداع):

إن تخوف أصحاب المحافظ الماليه من تلفها أو ضياعها أو سرقتها يؤدي بهم إلى إيداعها لدى البنك التجاري بقصد حفظها، وتلك هي إحدى الخدمات التي قدمتها البنوك منذ ظهور الأوراق الماليه، وقد تطورت هذه الخدمة خلال القرن التاسع عشر حيث شهد تعدد وتطور هذه الأوراق⁽¹⁾، وبهذا أصبح البنك التجاري يقوم بحفظ موجودات حوافظ الأوراق الماليه، يمسك حساباتها، وينفذ أوامر العميل بشأنها، ويحافظ على الحقوق المتصلة بها.

1-1- التعريف بنظام إيداع الأوراق الماليه:

إن المقصود بإيداع المحافظ الماليه لدى بنك تجاري، لا يعني الالتزام بالمحافظة المادية عليها فقط، وإنما أيضا المحافظة القانونيه على حقوق العميل المرتبطة بهذه الأوراق⁽²⁾، فإيداع المحفظه الماليه لدى البنك ليس الغرض منه مجرد الحفظ، وإلا ليستأجر العميل خزانه حديدية في البنك لان استئجار الخزائن يكون في الحالات التي تتعلق بأوراق ماليه لا تولد حقوقا، وتحتاج إلى متابعة او رعاية مستمره، كالمذكرات الشخصية، أو مستندات الملكية العقارية، ولذلك فعملية الإيداع تتطلب من البنك الالتزام والمتابعة المستمره، وهذا للمحافظة على

(1) - عاشور عبد الجواد عبد الحميد: دور البنك التجاري في خدمة الأوراق الماليه، دار النهضة القاهره، 2003، (ص42)
(2) - سعيد سيف النصر: مرجع سابق، (ص279).

الحقوق الناشئة عن هذه الأوراق المودعة، مما يببر حصوله على أجر أكبر من الأجور الذي يتقاضه من إيجاره لخزائنه⁽³⁾.

يقوم البنك أمين الحفظ باستخدام نظام الحافظ الأمين الالكتروني الخاص به لتعريف عملائه وفتح حساب لهم، وحفظ الأوراق المالية الخاصة بهم، وتحويل الأوراق المالية المودعة بين الحسابات، إضافة إلى الاستفسار عن حركة وأرصدة عملائه من الأوراق المالية، وتسليم الأوراق المالية إلى الوسيط المالي البائع، واستلام الأوراق المالية من الوسيط المشتري وذلك نيابة عن عملائه.

إن عملية الحفظ تتم بموجب عقد وديعة يلتزم من خلاله كلا من العميل والبنك بالتزامات معينة.

1-2-1- التزامات البنك التجاري في ظل نظام الإيداع: بموجب العقد المبرم مع العميل

يلتزم البنك بعدة التزامات من أهمها:

1-2-1-1- الالتزام بتسليم محفظة الأوراق المالية والمحافظة عليها:

على البنك التجاري بوصفه مودعا لديه أن يتسلم المحفظة المالية محل عقد الإيداع والتي تتضمنها القائمة التي حددها العميل، ويسجل فيها جميع بيانات هذه الأوراق المشكلة للمحفظة المالية، ولا بد على البنك أن يلتزم ماديا وقانونيا.

فمن الناحية المادية لا بد عليه أن يقوم باتخاذ جميع التدابير الضرورية لتأمين الأوراق وعدم تعرضها للسرقة أو الضياع أو إطلاع الغير عليها، كما يجب عليه أن يقوم بالاحتفاظ بها نفسه أي لا يتخلى عن حيازتها وحفظها للغير، إلا إذا نص العقد على غير ذلك، كما يجوز للبنك أن يتخلى عنها إذا تم الحجز عليها وصدر قرار ببيعها، أو إذا كانت هناك توترات سياسية بالمنطقة التي يوجد بها البنك التجاري فيضطر إلى نقلها إلى بنك آخر.

أما من الناحية القانونية فعليه أن يتخذ كل الإجراءات القانونية للحفاظ عليه فإذا فقدت الأوراق المالية أو سرقت فلا بد عليه أن يقوم بالإجراءات اللازمة⁽¹⁾

إن عملية الاحتفاظ هذه لا تعني وضع المحفظة المالية في خزائن آمنة، بل لا بد على البنك أن يقيد بها في حساب لديه باسم العميل بغرض تسهيل خدمة هذه الأوراق وقيد العمليات التي تتم بشأنها⁽²⁾، حيث قد يدون هذا الحساب في دفتر خاص، وبالتالي يخصص فيه صفحة

(3) - علي جمال الدين عوض، عمليات البنوك من الوجهة القانونية، دار النهضة العربية، 1979، القاهرة، 2000، (ص ص 935-936)

(1) - Ripert (Georges) Roblot (Remé), *traité droit commercial*, tom2, paris , 1994, (p554).

(2) - مصطفى كمال طه: القانون التجاري، دار المطبوعات الجامعية، الإسكندرية، 1999، ص (495).

لكل نوع من الأوراق المالية المودعة والخاصة بعميل معين، وقد يدون هذا في كشف يوضع في نفس الملف وهو كأى حساب مصرفي يتضمن جانبين (دائن/مدين) حيث تقيد فيه كل من عمليات السحب والإيداع.

1-2-2- التزم البنك بعدم استعمال المحفظة المالية المودعة:

لا يجوز للبنك ان يستعمل موجودات المحفظة الودعة لديه، وهذا دون تلقي إذن من صاحبها، فلا يجوز له أن يحل محل الموجودات المودعة لديه أوراق مالية أخرى، كما لا يمكن له أن يرهنها كضمان لدين عليه ولو كان ينوي استعادتها من الدائن المرتهن قبل موعد ردها⁽³⁾، أو يستخدمها بأية طريقة أخرى.

1-2-3- الالتزام بقبض مستحقات العميل والمحافظة على حقوقه:

بما أن المحفظة بحوزة البنك فمن الصعب على صاحبها أن يتحصل على عوائدها مباشرة أو بمباشرة هذه الحقوق بنفسه وسحب موجودات المحفظة في كل مرة يحتاج فيها إلى أموال، ومن ثم يلتزم البنك بقبض مستحقات الأوراق المالية وعوائدها وأرباحها وقيمتها إذا استحققت أو استهلكت، ويقوم بتقييدها في حساب المودع، كما يجب عليه المحافظة على كل الحقوق المتصلة بها، كاستبدالها مثلا، أو إضافة كوبونات الأرباح المرفقة بالسهم... الخ.

1-2-4- الالتزام بإخطار العميل والحصول على التعليمات:

لا بد على البنك أن يبلغ عميله بكل أمر يتعلق بالمحفظة المالية التي في حوزته، أو يحصل على موافقته في أي قرار يتخذه بشأنها.

1-2-4- الالتزام برد موجودات المحفظة المودعة لديه:

بما أن البنك يقبل الأوراق المالية كودائع لديه، فلا بد عليه أن يلتزم بردها في موعدها للشخص المعني وبنفس الموجودات، ولتوضيح هذا سيتم التطرق لكل إلتزام على حدى كما يلي:

أ- الإلتزام برد الوديعة في موعدها: على البنك أن يرد محفظة الأوراق

المالية في الموعد المتفق عليه، فإذا لم يتفق على موعد معين فإن الرد سيكون بمجرد أن يطلب صاحب المحفظة محفظته، وبما أن عملية الرد تأخذ بعض الوقت وهذا لاتخاذ إجراءات، لذا لا بد أن يتم إخطار البنك التجاري بذلك قبل مدة معينة حتى يتاح له التحضير لذلك.

⁽³⁾ - علي جمال الدين عوض: مرجع سابق، (ص ص 948-949).

ب - الالتزام برد نفس الموجودات التي سبق أن أودعت لديه: على البنك أن يقوم برد الأوراق المالية المودعة لديه لأنه مدين برد شيء معين بالذات، فلا يجوز أن يرد أوراقا مالية من نفس النوع وتحمل أرقاما أخرى، حتى وإن كانت الأوراق المحفوظ بها لديه سندات لحاملها وكان لديه مثلها⁽¹⁾ فإذا هلكت الأوراق المالية فلا يجوز إجبار العميل بقبول أوراق مالية أخرى غيرها، وهذا قد يضر بمصلحته في حالة إفلاس البنك⁽²⁾.

غير أن هذا الالتزام يجوز الاتفاق عليه بين البنك وصاحب المحفظة أي من الممكن أن يتفق على إمكانية رد البنك أوراقا مالية مغايرة للأوراق المحفوظة بها.

ج - الالتزام برد الموجودات إلى الشخص المتفق عليه: فقد يقوم البنك برد الموجودات إلى مودعها، أو لمن ينوبه، أو لمن يعينه نوابه.

1-3- الالتزامات العميل:

يلتزم العميل المودع لموجودات المحفظة المالية لدى البنك التجاري بعدة التزامات ومن أبرزها:

- الالتزام بتسليم محفظة الأوراق المالية.

- الالتزام بدفع اجر الحفظ والعمولات والمصاريف.

وفيما يلي توضيح أكثر لهذه الالتزامات.

1-3-1- الالتزام بتسلم محفظة الأوراق المالية للبنك التجاري:

كما سبق الإشارة له بأن إيداع موجودات المحفظة المالية في البنك يتم بموجب عقد يلزم المودع بتسليم البنك الأوراق المالية فور إتمام العقد حتى يتمكن البنك من تنفيذ التزامه بالحفظ، وللبنك مصلحة في سرعة إتمام هذا التسليم لأنه يحصل على عمولة حساب حتى ولو استردها العميل، ومن ثم يجوز للبنك إجبار العميل على تسليمه للمحفظة المالية، وإن لم يتم ذلك فإنه يطالب بتعويض يعادل العمولة التي سبق الاتفاق عليها، أي التي كان سيحصل عليها إذا تم التسليم.

1-3-2- الالتزام بدفع الأجر والمصاريف والعمولات: يلتزم البنك بحفظ الأوراق

المالية نظير أجر يدفع له من طرف عميله المودع لديه ويسمى بأجر الحفظ، هذا الأخير الذي يحدد باتفاق بين الطرفين، وعادة ما ينفرد البنك في تحديده وهذا لأنه يتناسب مع عدد وقيمة الأوراق المالية المحفوظ بها، حيث يكون مرتفعا كلما كانت الأوراق لحاملها، لأن مخاطر

(1) جمال الدين عوض: مرجع سابق، (ص955).

(2) عاشور عبد الجواد عبد الحميد: مرجع سابق، (ص90).

حفظها أكبر من مخاطر حفظ الأوراق المالية الاسمية، بالإضافة إلى إلتزامه بدفع أجر الأعمال المرتبطة بعملية الحفظ في حد ذاتها كقبض أرباح وفوائد الأوراق المالية المودعة لديه، قبض قيمتها إذا استحققت أو استهلكت، تقديم الأوراق للاستبدال أو لوضع أختام من طرف الجهة المصدرة لها، أو لإضافة أرباح جديدة... الخ، وكل هذه الأعمال تدخل في إطار عملية الحفظ ولا يحق للبنك أن يطالب بأجر منفصل عنها.

أما فيما يخص المصاريف فإن العميل ملزم بدفع جميع المصاريف التي أنفقها البنك في سبيل المحافظة على الوديعة مثل: مصاريف المعارضة التي يقوم بها البنك في حالة تعرض الأوراق المالية للسرقة، المصاريف التي يتحملها البنك لتنفيذ أوامر المودع (كأوامر نقل المحفظة المالية إلى بنك مراسل في الخارج، أمر الحضور في الجمعية العامة للشركة المصدرة بدلا عنه... الخ)، وبالتالي فالعميل مجبر على دفع مصاريف فتح حساب الوديعة (الاحتفاظ) وكل المصاريف الإضافية الأخرى.

وبالإضافة إلى الإلتزام بدفع العمولات العادية للبنك، ومن أمثلتها عمولة بيع وشراء الأوراق المالية، عمولات الاكتتاب في أسهم الشركات عند تأسيسها أو عند زيادة رأسمالها...، وبالتالي فالبنك يطالب عميله بأن يدفع له عمولة عن كل عمل يقوم به خارج نطاق عمله كأمين حفظ للمحفظة المالية، لذا فهناك فرق بين الأجر، العمولة، والمصرف.

2- دور البنك كأمين استثمار:

إن عمل البنك في مجال الحواظ المالية لا يقتصر فقط على دوره كأمين حفظ بل يتعدى إلى دوره كأمين استثمار، فللبنك أن يمسك حسابات عميله ويديرها ويجري المقاصة والتسوية للعوائد والأرباح المالية الناشئة عن تداولها وينقل ملكيتها عن طريق القيد الدفترى، وحتى تتم العملية لا بد أن تتم في شكلها القانوني، وذلك بموجب إتفاق مكتوب وعقد صريح وواضح.

2-1- التعريف بأمانة الاستثمار والعناصر المكونة لها:

2-1-1- تعريف أمانة الاستثمار: تعرف أمانة الاستثمار " بأنها مسؤولية تعطي

لطرف معين،

وتنشأ عن الثقة الممنوحة لإدارة الأملاك بحرص، مراعيًا في ذلك شروط الاتفاق⁽¹⁾.

كما تعرف أمانة الاستثمار على " أنها علاقة تنشأ نتيجة نقل الملكية لشخص يعد مسؤولاً

عن

(1) - عبد المطلب عبد الحميد: مرجع سابق، (ص180).

الممتلكات، ويقوم بالاحتفاظ بها وإدارتها لصالح مالكيها⁽²⁾.
وبالتالي فأمانة الاستثمار تنشأ عندما يكون سند الملكية، وحق الإدارة في يد طرف
(مؤسسة أو بنك أو أي طرف آخر)، والمستفيد طرف آخر أو أطراف أخرى.
وفي هذا الصدد نجد أن البنوك التجارية تخصص قسم أو إدارة خاصة كجهاز
متخصص في إدارة عمليات الاستثمار في إطار أمانة الاستثمار الناشئة بين العملاء والبنك.

2-1-2 العناصر الرئيسية المكونة لأمانة الاستثمار:

حسب التعاريف السابقة، يمكن أن نوجز مختلف العناصر التي تظهر ضمن أمانة
الاستثمار فيما يلي⁽³⁾:

أ- منشئ الأمانة:

وهو الطرف الذي يعطي ثقته للغير وعلى أساسها تنشأ أمانة الاستثمار، وتحدد هذه
الثقة نتيجة إتفاق بين هذا الطرف والطرف الآخر، أما عن الثقة فهي تنشأ لحظة الاتفاق.

ب- أمين الاستثمار:

وهو الطرف الذي يحظى بثقة الغير بخصوص تسلم الأموال وإدارتها، وفي هذه الحالة
هو البنك التجاري.

ج- المستفيد:

وهو الطرف المنصوص عليه صراحة والذي لصالحه يعطي المنشئ ثقته للغير.

د- ممتلكات الأمانة:

لا يمكن أن تقام أمانة الاستثمار إلا في حالة وجود ممتلكات، وهي تبين بموجب الاتفاق
بين منشئ الأمانة وأمين الاستثمار.

1-2-5 شروط الأمانة:

وهي الشروط التي بموجبها تنقل الثقة إلى طرف ما لصالح طرف آخر، وهي أيضا
الشروط التي تحدد حقوق وواجبات أمين الاستثمار

2-2 - عقد إدارة محفظة أوراق مالية

1-2-2 التعريف بالعقد:

(2) - عاشور عبد الجواد عبد الحميد: مرجع سابق، (ص 151).

(3) -choinel Gerard Rouyer : OP cit, p (399)

إن إدارة محفظة الأوراق المالية من طرف بنك تجاري لحساب الغير يتم بموجب اتفاق مكتوب *en vertu d'une convention écrite* و هو عقد وكالة (**contrat**) موقع من الطرفين (العميل و البنك)، و يتفق الطرفان على أمور عديدة من بينها تحديد الهدف من الإدارة، تحديد نطاق الوكالة المعطاة للبنك، تحديد مواعيد و طرق إخطار العميل، تحديد أجر و عمولة البنك، تحديد رغبات العميل و قدرته على تحمل المخاطر ...، فهذا العقد يحدد العمليات التي يترك القرار بشأنها لاختيار البنك و تلك التي يحتفظ بها لصالح صاحب المحفظة فالعميل يجوز أن يعطي للبنك كامل الحرية ليدير المحفظة كما يترأه له دون أن يكون ملتزماً بإتباع تعليمات العميل، فليس من حق هذا الأخير أن يفرض على البنك إبرام صفقات شراء أو بيع أوراق مالية معينة، لأن البنك يضع خطة إجمالية للاستثمار تحقق له التوازن و يتم تحديدها في عقد الوكالة، إلا أن هناك حالات يتدخل العميل فيها و لا تكون في إطار عقد إدارة المحفظة بل في إطار اتفاق آخر، كاتفاق تقديم النصح أو اتفاق المساعدة في الإدارة، و من حق البنك في مثل هذه الحالات أن لا يستجيب لنصائحه و هذا إذا كانت لا تحقق مصلحته⁽¹⁾.

ويمكن للعقد أن يحدد العمليات التي يترك فيها للبنك حرية القرار بشأنها وفي هذه الحالة أيضاً يتمتع البنك أيضاً بحرية واسعة، ومن أمثلة هذه القرارات عمليات الشراء، الاكتتاب، وسداد قيمة الأوراق المشتراة أو المكتتب فيها، عمليات الاستبدال...، ولا بد أن يتطرق العقد للحالات التي تتضمن الصفقات الآجلة على المحفظة المالية أو الصفقات ذات الخيار وغيرها من الصفقات المشروطة، وهذا ليتم توضيح المخاطر لأن مثل هذه الصفقات تتضمن مخاطر عالية.

وفي الأخير إن عقد إدارة محفظة الأوراق المالية ما هو إلا توضيح لحقوق وواجبات طرفي العقد ومن ثم تفادي التصادم بينهما.

2-2-2- دور البنك التجاري مدير المحفظة قبل التعاقد:

يجمع عقد إدارة المحفظة بين مهني محترف متخصص في الاستثمار في الأوراق المالية، و عميل يهدف إلى توظيف مدخراته في هذا الاستثمار للحصول على أكبر منفعة ممكنة، وقد يكون جاهلاً بقواعد الاستثمار في بورصة الأوراق المالية والمخاطر التي تحيط به، لذا فإن البنك التجاري ملزم بالتزامات معينة وهذا قبل أن يتم التعاقد، من بينها⁽²⁾:

(1) عاشور عبد الجواد عبد الحميد: مرجع سابق، (ص 160)

(2) - هشام فضلي: مرجع سابق ص ص (39-42)

أ- لا بد على البنك أن يعلم عميله إعلاما صحيحا وصادقا بكل المعلومات الجوهرية المتصلة بالعقد المراد إبرامه معه، وبطبيعة الاستثمار في الأوراق المالية، وبالمخاطر المتعلقة به وبالاستثمار في الأسواق الفورية والأجلة.

ب- يجب على البنك أن يوضح لعميله ويعلمه ببعض المعلومات التي من الممكن ان يجهلها كتعريفه بأنواع أسواق المال، أنواع الأوراق المالية المتداولة، ويقدم له المشورة والنصيحة التي من شأنها تخفيض المخاطر وزيادة المنفعة لصاحب المحفظة.

ج- على البنك أيضا أن يقوم بتحذير العميل أو لفت إنتباهه إلى أي أثر سلبي في العقد وفي الشيء محل العقد.

2-3- مسك حسابات موجودات محفظة الأوراق المالية وإدارتها:

يتلخص دور البنك التجاري في مجال مسك حسابات موجودات المحفظة المالية بقيامه بإجراء قيد دفترى للأوراق المالية التي يتم إيداعها، حيث يتضمن: نوع الورقة المالية، قيمتها الاسمية، بيانات الجهة المصدرة، تاريخ الإيداع...، ثم يقوم البنك بتعديل قيود الأوراق المالية بالخصم وبالإضافة حسب تعليمات العميل وأوامره بالبيع أو الشراء أو التحويل، بحيث يمثل رصيد الحساب ما يملكه العميل فعلا من كل نوع الأوراق المالية ، ولا بد على البنك مدير المحفظة أن يفصل بين أوراقه المالية الخاصة به و الحسابات الخاصة بها ، وبين الأوراق المالية المملوكة للغير و أوراقه المالية.

وفضلا عن مسك حسابات الأوراق المالية على النحو السابق فإن البنك يمسك حساب نقدي للعميل المودع، يخصص لإضافة أو خصم المدفوعات الناشئة عن التعامل في الأوراق

المالية ، ويسمى هذا الحساب باسم حساب شبكات العميل *compte- chèque du client* كما يقوم البنك في مجال دوره كمالك حسابات محافظ الأوراق المالية الخاصة بعملائه بموافقات أصحابها بكشف حسابي و تفصيلي بصفة دورية، و يتضمن هذا الأخير كل العمليات التي يتم تنفيذها و رصيد كل نوع من الأوراق المالية ، كما يقوم بتقديم له شهادة تبرر عدد و نوع الأوراق المالية المقيدة في حسابه و البيانات المرتبطة بها ، وهذا بناء على طلبه⁽¹⁾ .

أما عن إدارة هذه الموجودات فإن البنك يزاولها على مستوى إدارة مستقلة تابعة مباشرة لأحد أفراد الإدارة العليا في البنك ، ومن ثم فإن الإدارة في البنك تتم وفقا لتنظيم مستقل يمثله ممثلين على درجة من الخبرة و المعرفة في هذا المجال، كما يقوم البنك بوضع لائحة مكتوبة

(1)- عاشور عبد الجواد، مرجع سابق، (ص ص191-194).

تبين مسؤوليات و صلاحيات هؤلاء الممثلين، و تتضمن أيضا بيان الدورة المستندية الواجب إتباعها منذ تقدم العميل للعمل مع البنك حتى إتمام العملية و إخطار العميل ، بالإضافة إلى هذه اللائحة يقوم البنك بوضع نظام لتسجيل المراسلات المتبادلة بين البنك و عملائه و نظام للرقابة الداخلية و المراجعة الدورية التي يتم تطبيقها على كل من المديرين و العاملين بما يكفل سلامة عميله و ممتلكاته .

2-4- تداول الأوراق المالية :

إن عملية تداول موجودات المحفظة المالية في البورصة لا تتم بين الباعين و المشترين، بل بين سماسرة البورصة المعتمدين و الذين يمثلون أصحاب الشأن ، فالسمسار الباع يمثل الباع و السمسار المشتري يمثل المشتري ، أما الباع و المشتري فلا علاقة بينهما و لا يعرف أحدهما الآخر هؤلاء السماسرة هم عبارة عن شركات متخصصة حاصلة على ترخيص وتلعب دور الوسيط في تداول الأوراق المالية ، فالبنك المسؤول عن تداول الأوراق المالية المكونة للمحفظة المالية ، يقوم بدور كبير في عملية تحويل أوامر البورصة (سواء أمر شراء، بيع، استبدال... الخ) ، وهذا من خلال تلقي أوامر البورصة ثم تحويلها إلى سمسار فتفيدها ، فأما تلقي أوامر البورصة فيكون من العميل مصدر الأمر بشروط وخصائص معينة ، و فور تلقي البنك هذه الأوامر يقوم بقيدها في دفاتره بتسلسل حسب تاريخ و ساعة ورودها ، إضافة إلى أن البنك في هذه المرحلة يكون ملزم بتقديم بعض التوضيحات العملية فيها يخص شروط و نوع الأوامر حتى لا يقع خطأ ، ويكون أيضا مجبر على أن يحيط عميله علما بالنتائج مع إعطائه تفصيلا تاما عنها⁽¹⁾ ، تلي مرحلة إصدار الأمر مرحلة تحويله إلى سمسار معين باسم عميله، و أخيرا يتم تنفيذ الأمر من طرف السمسار ثم يبلغ البنك بذلك ، و تختلف هذه المراحل حسب نوع الأمر الذي يتلقاه البنك بين أمر شراء و أمر بيع كالتالي :

2-4-1 دور البنك في حالة شراء :

يتضح دور البنك من خلال تتبع مراحل عملية التداول و التي تتم كمايلي :

- يصدر العميل إلى البنك أمر شراء مكتوب و موقع منه ، يتضمن على الأخص نوع و كمية الأوراق المالية التي يريد العميل شراء ها.
- يقوم البنك باستلام الأمر و بمطابقة بيانات العميل و المشتري الواردة في أمر شراء مع البيانات المسجلة لديه .

(1) - عبد الغفار حنفي: إدارة البنوك و تطبيقاتها، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، (ص 145).

- يقوم البنك بتوريد أمر الشراء بالسكرتارية أو بالإدارة المستقلة القائمة على إدارة المحافظ .

- تسجيل البنك أمر الشراء و إثباته بدفتر الشراء و إعطائه رقما تسلسليا .

- التصديق على توقيع العميل .

- حجز المبلغ المطلوب للشراء و عمولة البنك و المصروفات من حساب

العميل الجاري .

- نقل الأمر بعد ذلك إلى السمسار المشتري الذي يختاره العميل و يبلغه

بالنوع المطلوب شراؤه و السعر و الكمية .

- يرمز ليوم التنفيذ بالحرف (T) و خلاله تقوم البورصة بإرسال بيانات

عمليات الشراء المنفذة بجلسة التداول إلى شركات السمسرة، لتقوم هذه الأخيرة بإرسالها إلى

البنك مدير المحفظة.

- خلال اليومين الأول والثاني بعد يوم التنفيذ (T+2) ، (T+1) يقوم البنك

بمطابقة عمليات الشراء المتعلقة به مع أوامر العملاء المشترين المسجلة لديه، وإرسال موافقته

أليا مع استلام كمية الأوراق المالية المشتراة لإضافتها في حساب العميل المشتري ،على ألا

يتجاوز ذلك اليوم الثاني بعد يوم التنفيذ (T+2).

2-4-2- دور البنك التجاري في حالة البيع:

- يصدر العميل إلى البنك أمر البيع مكتوب وموقع منه، ويتضمن نوع وكمية

الأوراق المالية التي يريد العميل بيعها.

- يستلم البنك أمر البيع ويطابقه بالبيانات المسجلة لديه عن العميل البائع.

- يقوم البنك بتوريد أمر البيع إلى السكرتارية.

- يسجل أمر البيع على نظام إدارة حسابات الأوراق المالية لديه.

- يرسل أمر البيع إلى السمسار البائع الذي اختاره ومرفوق ببيانات توضح

وجود رصيد من الأوراق المالية لديه للعميل البائع ، وأن هذا الرصيد يكفي لتنفيذ العملية مع

حجز الكمية التي تغطي العملية.

- تنفيذ عملية البيع بواسطة السمسار البائع.

- في نفس يوم التنفيذ (T) تقوم البورصة بإرسال بيانات عمليات البيع

المنفذة بجلسة التداول إلى البنك فور انتهاء الجلسة، وذلك من خلال نظام الحاسب الآلي ليقوم

البنك بعد ذلك بموافاة عميله بعمليات البيع.

- خلال اليومين الأول والثاني بعد يوم التنفيذ (T+2) ، (T+1) يقوم البنك بمطابقة بيانات عمليات البيع المتعلقة به مع أمر العملاء البائعين المسجلة لديه، ويقوم بتحويل الأوراق المالية محل البيع إلى السمسار البائع على ألا يتجاوز ذلك اليوم الثاني بعد يوم التنفيذ⁽¹⁾.

2-5- التسوية والمقاصة:

هناك أكثر من جهة تتدخل في عمليات المقاصة والتسوية على الأوراق المالية التي يتم تداولها في البورصة ، ففضلا عن أجهزة البورصة التي تتولى تنفيذ الصفقات ، البنك المسؤول عن إدارة المحفظة المالية، السماسرة التي تتوسط بين البائعين و المشترين، هناك بنوك تقوم بعملية التسوية النقدية و هيئة في البورصة مهمتها تنظيم عمليات مقاصة المعاملات حول القيم المنقولة .

ان البنك التجاري يقوم بدور عضو تسوية إذا تم الاتفاق على ذلك و إلا ينتهي دوره عند حد التداول فقط ، فإذا قام بهذا الدور فهذا يعني أنه سيقوم بتسوية مالية على حسابه مباشرة في بنك المقاصة ، وهذا عن طريق فتحه لدى أحد هذه البنوك حساب تسوية ، و حساب جاري ، على اعتبار أن بنك المقاصة تحدد من طرف الهيئة في البورصة القائمة على التسوية و المقاصة ، حيث تقوم هذه الأخيرة بالاطلاع و الخصم و الإضافة من و إلى حسابات البنك المدير لدى بنك المقاصة لتسوية عمليات تداول الأوراق المالية و لتوضيح دور البنك في عمليات التسوية و المقاصة سنعرض المراحل التي تتم بها فيما يلي :

- تقوم هيئة البورصة القائمة على التسوية و المقاصة بتحويل الأوامر محل العملية من حساب العميل البائع لدى بنكه المدير إلى حساب العميل المشتري لدى بنكه المدير.
- يتم خصم قيمة عمليات التداول التي تتم تسويتها من الحساب النقدي الخاص بالمشتري و إضافتها إلى حساب البائع لدى هيئة التسوية و المقاصة في البورصة .
- تسليم بنوك المقاصة كشوف حساب إجمالية ويومية لكل عضو من أعضاء التسوية تتضمن ناتج التسوية الدائن أو المدين، وذلك عن طريق ملف على النظام الآلي مرفقا به طبعة معتمدة من الهيئة القائمة على التسوية يطلق عليها بكشوف التسوية، وتقوم بنوك المقاصة فور استلامها هذه الكشوف بإضافة الأرصدة الدائنة إلى حساب عضو التسوية لديها وخصم الأرصدة المدينة منها.

(1) - راجع : - عبد الغفار حنفي: مرجع سابق، (ص44).

- عاشور عبد الجواد عبد الحميد: مرجع سابق،(ص237-241).

- تسليم كل عضو من أعضاء التسوية (السمسار) كشف حساب تفصيلي يتضمن جميع عمليات التداول التي تمت تسويتها لحساب البائع والتي تمت تسويتها على حساب المشتري وبعدها يقوم السمسار بإخطار العميل بتمام تسوية عملية البيع أو الشراء الخاصة به.

-تسليم البنك المدير البائع كشوف حساب تفصيلية بالعمليات التي تمت تسويتها بخصم أوراق مالية من أرصدة عميله لديه، وفور استلام البنك من هيئة التسوية والمقاصة في البورصة كشوف حساب التسوية، يقوم بإصدار كشف حساب للعميل يوضح رصيده من الأوراق المالية لديه بعد عملية البيع والعكس إذا كانت العملية هي عملية شراء⁽¹⁾. وبهذا يمكن القول أن البنوك التجارية تعتبر من أهم الهيئات المسؤولة عن إدارة المحفظة المالية و ذلك سواء كانت إدارة محفظته المالية أو محفظة عملائه، ويبدو أن البنوك اعتبرت كأهم مدير للمحفظة المالية وذلك لما تمتلكه من خبرة و حسن معرفة و دراية بهذا المجال، إذ تعتمد على أحدث الطرق العلمية التنبؤية للتنبؤ بالخطر، فهي تضع إستراتيجية محكمة لتحقيق أعلى العوائد و الأرباح وبالتالي إدارتها بفعالية، وحتى لا تبقى دراستنا نظرية سيتم إسقاطها على الواقع من خلال المبحث الموالي و ذلك من خلال دراسة حالة بنك BNP PARIBAS، أي دراسة مدى الدور الذي يقوم به البنك في هذا المجال و إذا ما يتم أدائه بفعالية أم لا.

المبحث الثالث: دور بنك BNP Paribas في إدارة محفظة الأوراق المالية وتقييم أدائها :

عرفنا فيما سبق و من خلال التطرق للجانب 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 عائد المحفظة المالية يتأثر بالدرجة الأولى بخطرها 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

PARIB

مبرزين الدور الذي يقوم به البنك في مجال إدارة محفظته المالية وكذا محفظة عملائه ، إذ

(1) - عاشور عبد الجواد عبد الحميد: مرجع سابق، ص (242).

عن طريق تقارير البنك سيتم حساب كلا من العائد والخطر بالإعتماد على صيغة الإنحراف المعياري ، كما سيتم حساب معامل الارتباط و ذلك لمعرفة مدى الترابط الموجود بين أوراق المحفظة المالية و بالتالي الحكم على مدى كفاءة التنوع بين أوراق المحفظة المالية، وفي الأخير سيتم قياس أداء محفظة البنك من خلال الإعتماد 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 يتسن 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 5 قارات على مستوى 85 دولة ، ويزاول نشاطات متعددة ب **110.000** مساعد ، و قد احتل المرتبة الأولى في المنطقة الأوروبية سنة **2006** ، إذ بلغت الزيادة في منتجاته الصافية بما يعادل **20.4 %** كما يعتبر من أهم البنوك الفرنسية و الأوروبية 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 .

المطلب الأول: التعريف بالبنك BNP PARIBAS

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

1- لمحة تاريخية BNP Paribas :

يعتبر بنك P Paribas من أهم المؤسسات الفرنسية ، وأولى البنوك الأوروبية ، وهو عبارة عن وسيط مالي أوروبي لمختلف الخدمات البنكية **Leader européen**، حيث يتميز بتواجد مميز ومتطور 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 :

1-1- خلال 1820-1872: خلال هذه الفترة مر البنك بعدة مراحل من أهمها :

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

- إنشاء بنك باريس **la BANQUE de Paris** سنة 1869 .

بعد 1848 وفي ظل أزمة إقتصادية ومالية لم تجد التجارة المساعدة المعتادة لدى البنكين لتنفيذ عمليات الخصم، فأسست الحكومة المؤقتة للجمهورية الثانية المكتب الوطني للخصم **Comptorie national d'éscompte de Paris (CNEP)** بباريس وكان ذلك في 8 مارس 1848 كما أنشئ أيضا المكتب الوطني للخصم لميلوز (**CNEM**) في 28 مارس سنة 1848 .

- تحرير المكتب الوطني للخصم لميلوز من طرف سلطة الدولة ليصبح

إسمه مكتب الخصم لميلوز سنة 1854.

1-2- المرحلة 1870-1918 : بعد الهزيمة الفرنسية سنة 1870 وضم

الألزاس وموسال لألمانيا تميز مكتب الخصم لميلوز بوضعية خاصة، حيث مقره الإجتماعي بألمانيا ، ويتداول به رؤوس أموال فرنسية، الأمر الذي أدى إلى تقسيمه إلى قسمين وجمع الشبائيك المتواجدة في فرنسا في فرع مستقل سمي البنك الوطني للقرض **La Banque Nationale de crédit**.

- تقسيم مكتب خصم ميلوز بين فرنسا وألمانيا ، وجمع الشبائيك المتواجدة في

فرنسا في فرع مستقل يسمى بالبنك الوطني للقرض **la Banque National de crédit**

- دمج بنك باريس **la Banque de Paris** ، وبنك القرض والوديعة التابع

لهولندا **la Banque de crédit et des dépôts de pays – Bas** سنة 1872 .

- في سنة 1901 إنشاء البنك الفرنسي للتجارة والصناعة **la Banque**

(BECI) Française pour le commerce et l'industriè ، بمساهمة كل من بنك

باريس وهولندا ، والمكتب الوطني لباريس والشركة العامة **(Société générale)** ، و بعد

ذلك تمت حيازته من طرف البنك الوطني للقرض **(BCN)** .

3-1- خلال 1918-1929:

- تم دمج البنك الوطني للقرض **(BCN)** مع البنك الفرنسي للتجارة والصناعة

(BFCI) سنة 1922.

4-1- خلال 1929-1945:

تأثر نشاط مكتب الخصم لميلوز بالأزمة الاقتصادية سنة 1929 إلا أن سياسته الحذرة جعلته أقل

تضررا ، حيث إحتل المرتبة الثالثة لبنوك الودائع سنة 1945.

- دمج مكتب الخصم لميلوز **(CEM)** ، وبعد الأزمة الاقتصادية العالمية تعرض

البنك لمشاكل أدت به إلى تصفية سنة 1932 ، ليعود في صورة أخرى جديدة باسم البنك

الوطني للتجارة والصناعة **la Banque national pour le commerce et**

(BNCI) l'industrie .

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

5-1- خلال 1945-1981:

- وفي سنة 1946 تم تأمين 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 **la Banque de Paris et des pays – bas**

(BPPB) أن يكون بنك أعمال فرنسي سنة 1945 وذلك لأنه البنك الذي لم يتم تأميمه .

- تأسيس مؤسسة فرنسية تعمل على توفير العملات الأجنبية وتمويل التجارة

الخارجية سنة 1946 ، تحمل اسم الإتحاد المالي للمؤسسات الفرنسية والأجنبية **L'union**

(UFEFE) financière d'entreprises française et étrangère .

- اندماج (EFEF) مع **La Banque Française d'acceptation** ،

وأدى إلى إنشاء 4 شركات جديدة ، تم تكتلها في شركة واحدة سنة 1959 سميت بالشركة

البنكية **(La compagnie Bancaire (BC)** .

- في 1966 تم دمج كلا من البنك الوطني للتجارة والصناعة (BNCI)

والمكتب الوطني للخصم بباريس في مؤسسة واحدة تحمل اسم البنك الوطني لباريس **La**

. Banque National de Paris

- في 1968 تم إعادة هيكلة الشركة المالية لباريس و هولندا و تم تقسيمها

إلى أربعة فروع رئيسية.

6-1 - خلال 1995-1981:

- 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 خصخصة الشركة المالية لباريس وهولندا سنة 1987 ، تم

خصخصة البنك الوطني لباريس سنة 1993.

7-1- خلال 2000-1999:

- تم اندماج الشركة المالية **Paribas** ، والبنك **Paribas** ، والشركة البنكية

(La compagnie Bancaire) لتصبح مجموعة أطلق عليها اسم **(Le groupe**

Paribas) في 12 ماي 1998 .

- وفي سنة 1999 ، وهي أهم محطة تاريخية للبنك ، حيث تم عرض مشروع

دمج **(Paribas)** والشركة العامة **(La société générale)** ، وبعد ذلك أصدر البنك

الوطني بباريس **(BNP)** عرضين لشراء الشركة العامة والمجموعة **Paribas** .

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

* 37 % من رأس المال ل **(BNP)** .

* 32 % من حقوق التصويت ل **(SG)** .

* 65 % من رأس المال ل **(Paribas)** .

* 65 % من حقوق التصويت ل Paribas .

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

. 2000

2- النشاطات العملية لنشاط بنك BNP Paribas : يقدم بنك BNP Paribas

مجموعة من النشاطات البنكية والمالية على المستوى الوطني والدولي ، وذلك من خلال ثلاث أقطاب (Pole) مهمة وهي⁽¹⁾ :

- (BFI) بنك التمويل و الاستثمار La Banque d'investissement et

.de financement

- (BDP) بنك التجزئة La Banque de détail .

- بنك إدارة الأصول والخدمات AMS Asset Management and

services

1-2- بنك الاستثمار والتمويل (BFI) : يعتمد هذا القطب في نشاطاته على هيئة

تسمى (ECEP) Energy comme odities export Project ويضم نشاطه ما يلي:

- نشاطات متعلقة بالسوق ، وتقديم نصائح و مشورات للمؤسسات فيما يتعلق

بالإصدارات .

- تقديم تمويلات متخصصة ، ومن بينها :

* تمويل المشاريع .

* تمويل التجارة الخارجية .

* تمويل قطاع المواد الأولية .

* تمويل المشاريع في مجال الطاقة .

* تمويل المؤسسات الإعلامية .

- تقديم خدمات متعلقة بالبنك التجاري .

2-2- بنك التجزئة (BD) ، ويشمل :

1-2-2 - بنك التجزئة بفرنسا ، وذلك من خلال شبكة تضم 2200 وكالة BNP

Paribas في فرنسا ، وبنك بريطانيا ، وبنك BNP للتنمية PNP de developpement

⁽¹⁾ -Rapport Annuel 2005 de Banque BNP PARIBAS ,(pp9-15).

2-2-2- بنك التجزئة في العالم La Banque de détail à l'international

، ويضم نشاطات البنك المتعلقة بالبنك خارج فرنسا ، وبصفة خاصة في غرب أمريكا و الهواي عن طريق (Bank West) ، وكذلك من ناحية البحر الأبيض المتوسط الإفريقي وكل الأسواق الناشئة وراء البحر (Outre mer) وذلك برعاية (BNPI) و (SFOM) .

3-2-2 - الخدمات المالية المتخصصة ، وتضم العديد من الخدمات منها :

أ- قروض الاستهلاك **crédit à la consommation** وذلك برعاية (CTELME) وهي عبارة عن قروض تستجيب لحاجات العائلات من نوع قروض الاستهلاك .

ب- قرض الإيجار المتعلق بالعتاد والآلات والتجهيزات ، ويتم ذلك عن

طريق الشركة المتخصصة (PNP Paribas lease Group).

ج- قروض عقارية حيث يعتبر من المختصين في تمويل المساكن

. (coral) **Courtage et conseil de Produit dèpagne**

د- التأجير طويل المدى و إدارة حظائر السيارات بفصل (Arval PHH)

(Arus , Artegy) حيث يعمل على تأجير المركبات الحقيقية ، المركبات الصناعية ، حظائر الإعلام الآلي .

4-2-2- البنك على المباشر (La Banque en direct) .

3-2 - إدارة الأصول والخدمات (Asset Management and services):

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 :

1-3-2 - الإدارة المؤسسية والخاصة : gestion institutionnelle et

privée ، وينقسم إلى :

أ- إدارة الأصول : BNP Paribas asset Management :

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 نوعية العملاء (مؤسسات ، أفراد) 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 .

ب- السمسرة و الإدخار : cortal consors :

يعد من أولى المختصين في هذا المجال ، نظرا للخبرة التي اكتسبها سواء تعلق الأمر بالتوظيف قصير الأجل ، أو بهيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة OPCVM .

ج- نشاطات الخدمات العقارية BNP Paribas immobilier :

منتشر في أوروبا من خلال ثمانية دول ، وفي الولايات المتحدة الأمريكية (نيويورك) .

2-3-2- التأمين : (BNP Paribas Assurance) :

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

2-3-3- خدمات الأوراق المالية : BNP Paribas Securities services

:

يعتبر البنك رائد في مجال خدمة الأوراق المالية الخاصة بالشركات والمؤسسات المالية العالمية ، وعن طريق BNP Paribas Securities Services يستجيب البنك لاحتياجات المستثمرين والعملاء ، حيث يوفر مايلي:

أ- تصريف وحفظ جميع أنواع الأوراق المالية .

ب- إدارة وتسوية الأوراق المالية .

ج- تسيير السيولة .

د- خدمات الإصدار Services au émetteurs et la titrisation

ه- خدمات المقاصة .

وقد احتل البنك المرتبة الأولى ضمن أمناء الحفظ الأوروبيين ، والمرتبة الخامسة عالميا سنة 2004 حسب مجلة Institutional Investor magazine ، وحسب مجلة " Global Ivester " أعتبر البنك أحسن أمين حفظ .

3- مؤشرات رأس مال البنك BNP Paribas :

1-3- رأس المال الاجتماعي Le capital social :

SOURCE :Rapport Annuel de BNP PARIBAS 2005 , (p82).

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 AXA بنسبة 5.7%.

2-3- سوق الأسهم Le marché des actions :

بعد الدمج الذي حدث في 23 ماي 2000 بين PNP و Paribas ، أصبح السهم BNP عبارة عن BNP PARIBAS ، إلا أن رمزه في السوق (Eroclear France) لم يتغير ، حيث بقي (13110) لكن سرعان ما تغير في 2003 ، إذ أصبح يحمل إسم Code ISIN (FR0000 13 1104) ، وقد تم تسجيل أسهم BNP 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 (Tokyo) (

إن سهم BNP Paribas دخل في تكوين مجموعة من المؤشرات ، حيث تم إدخاله في تكوين مؤشر بورصة باريس CAC 40 في 17 نوفمبر 1993 وفي تكوين مؤشر Euro Stoxx في 1 نوفمبر 1999 ، وفي تكوين مؤشر بورصة نيويورك Dow Jones Stoxx منذ 18 سبتمبر 2000 ، و مؤخرا دخل البنك ضمن مجموعة من المؤشرات من بينها⁽¹⁾ :
Dj ST STOXX ، le dj Si world ، le FTSE 4 Good ، L'Aspi Euro zone ، و مؤخرا 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 و التي يتم على أساسها تقييم أداء المحفظة المالية الخاصة بالبنك، كما تساعد متخذ القرار على اتخاذ القرار الملائم سواء بالبيع أو بالشراء وفي الوقت المناسب .

⁽¹⁾ Rapport Annuel2005, (pp75-76).

3-3- علاقة المؤشرات بسعر بنك BNP Paribas :

إن مؤشرات السوق تستعمل كعينة لمقارنة تغيراتها بتغيرات سهم المؤشرات ، فنجد أن سهم **BNP Paribas** 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 **CAC 40** قد حقق ارتفاع يقدر **23.4** خلال سنة **2005** ، ومؤشر **Euro Stoxx 50** سجل ارتفاع ب **20.7 %** ، أما مؤشر **Euro Stoxx Bank** و **Dj** فقد شهد ارتفاع يقدر ب **21.17 %** ، وبالتالي فبنك **BNP Paribas** يقيس تغيرات سعر سهمه خلال فترة معينة ثم يجري مقارنة مع المؤشرات الكفأة في البورصة.

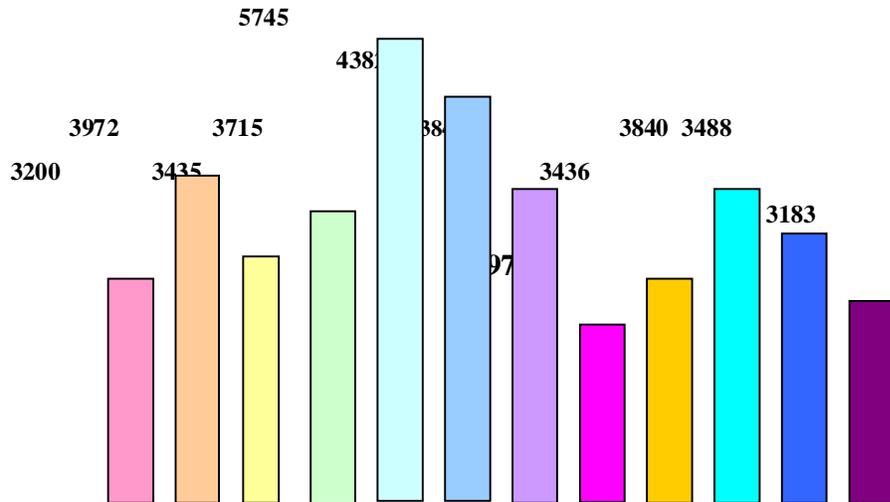
3-4- رسملة السهم : إن رسملة سهم BNP Paribas في البورصة ارتفعت إلى

57.29 مليار أورو ، وذلك في **30** ديسمبر **2005** ، و بهذا احتل البنك المرتبة الخامسة في مؤشر **CAC 40** وفيما يتعلق بمؤشر **Dj Euro Stoxx 50** فقد احتل المرتبة الحادية عشر .

3-5- حجم التداول : لقد بقي حجم تداول السهم على حاله ، فنجد أن حجم التداول

بالنسبة لسنة **2005** يقدر ب **3768874** سهم يوميا ، أما بالنسبة لسنة **2004** فنجد بأنه قد تم تداول **3827601** سهم يوميا ، وفيما يلي الشكل الذي يوضح حجم التداول اليومي بملايين الأورو .

شكل رقم (19) : حجم التداول - المعدل اليومي بملايين الأوراق سنة 2005 :



ديسمبر نوفمبر أكتوبر سبتمبر أوت جويلية جوان ماي أبريل مارس فيفري جانفي
المصدر: التقرير السنوي 2005 لبنك BNP PARIBAS ، (ص 83).

2-6- خلق القيمة في البورصة : La création de valeur boursière

إن خلق القيمة بالنسبة للمساهم يقيم بمقارنة الإستثمار في سهم BNP ثم Paribas خلال فترة معينة مع توظيفين خاليين من المخاطر يتمثلان في :
أ- التوظيف في الدفتر A لصندوق الادخار .
ب- التوظيف في سندات الخزينة متوسطة الأجل .

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

* نجد بأن توظيف مبلغ 94.5 أورو في 1 جانفي 2001 في دفتر A 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.

* أما توظيف مبلغ 94.5 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 إرتفاع يقدر ب 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 A لصندوق الادخار يعادل 46.36 أورو للسهم الواحد ، أي : (164.13 – 117.77) ، ويمكن توضيح ذلك أكثر من خلال الشكلين المواليين .

الشكل رقم (20) استثمار مبلغ 94.5 أورو لمدة 5 سنوات

VRET A

المصدر : التقرير السنوي 2005 للبنك،(ص85).

4- مخاطر البنك :

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

1-4- خطر القرض : يعرف خطر القروض 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 .

2-4- خطر التأمين : وهو الخطر الناشئ عن كل الاختلافات الممكنة بين الحوادث المتوقعة والحوادث الحقيقية .

3-4- 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 .

4-4- خطر السوق والتمويل :

4 - 1-4- 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 الأولية ، وأسعار المشتقات المالية ، وأسعار كل أصل تفاوضي كالأصول الثابتة (السيارات مثلا) ، 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 إستثمارية ، تفاوضية).

ويمكن القول أن خطر السوق يضم المجموعات التالية :

- الخطر الكلي لمعدل الفائدة المتعلق بإدارة الأصول و وال خصوم، 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 الأصول غير المالية كالأصول الثابتة .
- خطر السيولة الناشئ عن عدم قدرة البنك على الحصول على التمويل اللازم بطريقة تسمح له بالقيام بأداء جميع التزاماته .

4-4-2- قياس مخاطر السوق :

يتم تقدير مخاطر السوق من طرف **BNP Paribas** بالاستعانة بطريقة (**Var**) **Valeur at Risque** أو كما يطلق عليها البنك إسم (**Gear**) **Gross Earning at Risque** ، ونجد بأن هذه الطريقة أخذت في التطور بطريقة تأخذ بعين الاعتبار مختلف النشاطات ، وتبدو ميزة هذا النموذج تبدو 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 أقل من قيمة الخطر ، وهذا ناجم عن الإدارة المتحفظة للبنك والتنوع الملاحظ في الأدوات المالية مما يجنب البنك المخاطر ، ويبدو هذا النموذج (**Gear**) صلب ، وذلك لأن مجال الثقة الخاص به هو 99 % (بمعنى أنه على مدى 10 أيام فإن الخسائر المحتملة يجب أن تكون أقل ب 99 % من قيمة « **Gear** ») الموافقة أي أن الخسائر المسجلة لا يجب أن تتجاوز (**Gear**) بأكثر من مرتين أو ثلاث مرات في السنة⁽¹⁾ .

5- تصنيفات البنك لأوراقه المالية :

إن البنك **BNP Paribas** يستثمر في مجموعة من الأدوات المالية، بحيث يقوم بتصنيفها إلى خمس مجموعات كما يلي:

5-1- محفظة تداول **PorteFeuille de transaction** :

وتشتمل هذه المحفظة جميع الأوراق المالية، التي تدخل في إطار النشاط التفاوضي، أي التي يكتسبها أو يبيعها البنك في أجل لا يزيد عن 6 أشهر، وتكوين هذه المحفظة ليس بغرض استعمالها لتغطية المخاطر ، وإنما بغرض الاستفادة من تقلبات الأسعار فقط .

5-2- محفظة توظيف **Partefeuille de placement** :

⁽¹⁾ -Rapport Annuel 2005,(p183).

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
2709	2323	2609	2160	3872	3027	2421	3477	اشترابات ومساهمات مالية في مؤسسات تابعة *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

من إعداد الطالبة بالاعتماد على تقارير سنوية للبنك BNP Paribas 1999 -

2006.

1-2- تحليل محفظة البنك BNP Paribas: إن تحليل محفظة الأوراق المالية

الخاصة بالبنك يعني التطرق إلى:

- أولويات إستثماراته داخل المحفظة.

- دراسة تطور المحفظة.

أ- التنوع و أولويات الاستثمار في محفظة بنك BNP Paribas:

يعمل البنك على إستثمار أمواله الفائضة في أوراق مالية متنوعة معتمدا في ذلك على عاملي الربحية، و الضمان ، ولأجل تحقيق هذا يعمل البنك على تنوع الأوراق المالية بحيث تشمل محفظته المالية على عدة أنواع من الأوراق المالية (سندات الحكومة ، سندات الخزينة، سندات و أوراق 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 يخفض من المخاطرة فإنه يضع أولويات إستثمارية لمحفظته المالية.

إن بنك **BNP Paribas** يستثمر أكبر قدر من أمواله المخصصة للاستثمار في الأوراق المالية في السندات الحكومية، وتليها الاستثمار في أسهم البنك المركزي إذ تعود الأولوية للسندات الحكومية ثم سندات الخزينة، وقد قدرت نسبة هذه الأوراق المالية من مجموع أوراق المحفظة المالية ب **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 فتراجع إلى السندات الصادرة عن الشركات وجميع الأوراق المالية التي تكون بمعدل عائد ثابت، نظرا لما تتميز به من ضمان أقل من درجة الضمان الذي توفره سندات الحكومة ، أما الأولوية الثالثة فتراجع 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 الأخيرة للمساهمات والحصص في الشركات الحليفة، هذه الأخيرة التي قدرت نسبتها من مجموع الأوراق المالية المكونة للمحفظة بما يقدر ب **06 %** وكما يبدو فإن هذه النسبة آخذة في الإنخفاض مع مرور السنوات، ويمكن توضيح تطور أولويات الاستثمار في محفظة بنك **BNP Paribas** خلال الفترة **1999-2006** من خلال الجدول الموالي:

جدول رقم (2):تطور أولويات الإستثمار في محفظة بنك **BNP PARIBAS**

الوحدة: %

2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	1999	السنة
								الأوراق المالية
%40,8	%47,7	%47,7	%48,2	%52	%43	%43	%40	سندات حكومية و أوراق مالية أخرى شبيهة
%22,9	%16,3	%24,4	%24,8	26,2 %	29,6 %	%23	%37	سندات وأوراق مالية أخرى ذات عائد ثابت
%33,5	%30,7	%26,4	%23,7	14,1 %	21,9 %	%28	%17	أسهم وأوراق مالية أخرى ذات عائد متغير
%2,8	%5,3	%2,3	%3,3	%7,7	%5,5	%6	%6	اشتراكات ومساهمات مالية في مؤسسات حليفة

المصدر: من إعداد الطالبة بالرجوع إلى تقارير البنك PNP Paribas

ب - 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 تراجع في قيمة الأموال الموجهة إلى الاستثمار في الأوراق المالية، وقد قدر هذا التراجع بـ **28%** مقارنةً بنهاية ديسمبر **2001**، ويرجع هذا التراجع إلى سوء وضعية سوق رأس المال وتراجع محفظة التداول، وأيضاً تراجع في عوائد الأسهم والأوراق المالية ذات العائد المتغير بما يقدر بـ **46.8%**، كما نسجل تراجع في عوائد السندات و الأوراق 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 و السندات بنسبة **30%** و **31.1%** على الترتيب، أما فيما يتعلق بسنة

2004 فقد شهد البنك تحسنا ب 26.8% في قيمة المحفظة المالية ، و يبقى البنك محافظ على مستواه و يعمل دوما على زيادة استثماراته، وفي سنة 2005 عرفت سندات الحكومة ارتفاعا ملحوظا و كذلك الحال بالنسبة للأسهم حيث ارتفعت ب 28.5% مقارنة مع السنة السابقة، و استمر البنك في زيادة قيمة محفظته المالية في سنة 2006 خاصة ما تعلق بالأسهم و الأوراق المالية ذات العوائد المتغيرة.

1-3- عوائد محفظة بنك BNP PARIBAS:

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

جدول رقم (3): عوائد محفظة بنك BNP PARIBAS الوحدة:

مليون أورو

المجموع	عائد الأسهم طويلة المدى و المساهمات في الشركات التابعة	عائد أسهم التوظيف	عائد الاوراق ذات العائد الثابت و أوراق أخرى شبيهة	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 الطالبة بالإعتماد على تقارير البنك 1999-2006.

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

ور البنك Bnp paribas في إدارة حوافظ عملائه:

بالإضافة إلى قيام البنك باستثمار أمواله وتكوين محفظة أوراق مالية وإدارتها فهو يقوم بتقديم خدمات للعملاء، ومن أهم هذه الخدمات إدارة أصول الغير.

2-1 - إستراتيجية بنك Bnp paribas في إدارة أصول عملائه:

إن البنك يقوم بإدارة أصول عملائه سواء تعلق الأمر بالعملاء الأفراد أو عملاء في شكل مؤسسات، كما يقدم خدمات استثمارية تتعلق بالمقاصة وحفظ الحوافظ المالية، وذلك على مستوى قطب (AMS)، وبطبيعة الحال فلا بد له أن يتبع إستراتيجية معينة، للوصول إلى الأهداف المرجوة وفيما يلي بعض النقاط الإستراتيجية التي يتبعها البنك:

2-1-1-1-2- تعزيز قوته فيما يتعلق بإدارة الأصول خاصة في عمق الأحواض الاستثمارية العالمية الرئيسية (الولايات المتحدة الأمريكية، القارة الأوروبية، آسيا، المملكة المتحدة).

2-1-1-2- التوفير لكل أنواع العملاء (مؤسسات أفراد) وفي كل أنحاء العالم إدارة كفاءة لأصولهم المالية، وذلك بالنسبة لكل أنواع الأوراق المالية.

2-1-1-3- تحقيق نوع من المردودية وذلك برفع العائد وتخفيض المخاطر، عن طريق تحقيق نوع من التنوع سواء في نوعية الأوراق المالية المدارة أو في نوعية العملاء.

2-2 - الأنواع المختلفة لإدارة محفظة العملاء:

لقد تطرقنا في الجانب النظري إلى أن إدارة البنك لحوافظ عملائه يتم بموجب عقد إدارة، وذلك بناء على اتفاق يتم بينهما وعلى أساسه يعين مختلف الشروط والاتفاقات التي تتم بها الإدارة، حيث يتم الاتفاق حول شروط العقد وذلك من خلال النقاط التالية:

-الهدف من التوظيف في المحفظة المالية، هذا الأخير الذي قد يكون العائد المنتظم وتطور رأس المال، أو التوازن بين العائد المنتظم وتطور رأس المال، أو الاختيار بين العائد المنتظم وتطور رأس المال.

- تحديد العملة المفضلة (أورو، دولار...)

- تحديد مستوى الخطر المقبول من طرف العميل.

-تحديد الأفق الزمني.

بالإضافة إلى شروط أخرى كالاحتياجات للسيولة، الوضعية الضريبية... إلخ، وتجدر الإشارة إلى أن هناك عدة أنواع من الإدارة، وكل نوع يتم بموجب أنواع من العقود، ويمكن أن نذكر منها يلي:

2-2-1- الإدارة التي تعتمد على التنوع: La gestion diversifiée :

تعمل هذه الإدارة على تحقيق عائد للمحفظة المالية، بالنظر إلى مؤشر السوق، كما تسمح بالعمل على الوصول إلى المحفظة المثالية وذلك حسب تغيرات السوق التي توحى بالتحسن، حيث يتم هذا بتكوين محفظة مالية متنوعة تنوعاً مثالياً، ويمكن أن يتفق على هذا النوع من الإدارة بموجب نوعين من العقود كما يلي:

أ- **عقد رأس المال: Mondat fonds** : بموجب هذا العقد يتم الاتفاق بين العميل وبنك Bnp paribas على تكوين توليفة من الأوراق المالية التي تجمع بين جميع أنواع الأوراق المتاحة، حيث يتم تحديدها بالاستناد على مقاربات معينة كما يلي:

أ-1- **الأسهم**: يتم تحديد الأسهم بموجب عدة مقاربات.

*- **المقاربات الجغرافية**: لتحديد نوعية العملة، وأهم المناطق الجغرافية الاستثمارية الخاصة بالبنك، وعادة ما تكون: الولايات المتحدة الأمريكية، اليابان، بريطانيا، قارة أوروبا، سويسرا، وبعض الأسواق الناشئة.

*- **ومقاربة نوعية الإدارة**: وتحدد وفقاً لعدة معايير من بينها:

-رسملة البورصة: طويلة المدى "large caps"، متوسط

المدى "mid caps"، قصير المدى "small caps".

-نوعية القيم: (قيمة سوقية "value stock"، تطور السوق "

"grouth stock، و core diversifired و quant)

أ-2- **السندات**: يتم إختيارها بموجب مقاربتين.

*- **مقاربة خطر القروض**

*- **مقاربة خطر سعر الفائدة**

ب- **عقد: Mondat symphony** يعمل هذا العقد على توفير إدارة ديناميكية

مرنة، تتغير وفق تغير ظروف السوق وذلك بغرض الوصول إلى القرارات الملائمة، ومن أهم هذه القرارات:

ب-1-قرار الشراء

ب-2- قرار اختيار الورقة المالية

ب-3-قرار تحديد الكمية الواجب شراؤها

2-2-2- الإدارة المتعلقة بأنواع الأوراق المالية:

وفي هذا النوع من الإدارة، يتم التركيز على تحديد هيكله ملائمة ومرنة للمحفظة

المالية، كما

توفر للعميل حرية اتخاذ قرار قيام البنك بإدارة السندات فقط أو الأسهم فقط المكونة للمحفظة المالية

وتتم هذه الإدارة بالاعتماد على عدة أنواع من العقود من أهمها:

أ- **عقد Mondat cash plus**: هذا العقد مخصص لإدارة السندات ويلتزم هذا

العقد بتحقيق عائد مماثل لعائد مؤشر سندات، الحكومة لمدة 5-7 سنوات، حيث يتم هذا

بتخفيض خطر السندات مقارنة مع نفس خطر المؤشر، ويدوم هذا العقد لمدة 3 سنوات، حيث

يعتمد على عدة استراتيجيات استثمارية، كما يستعمل عدة أنواع من السندات من بينها:

أ-1- **التوظيف الكلاسيكي للسندات**: أي يعتمد هذا التوظيف على الاستثمار

في سندات الحكومة القديمة.

أ-2- **التوظيف في الأوراق المالية ذات العائد المرتفع**: مع تنوع في

المخاطر المنتظمة ويسمى ها النوع من التوظيف بـ: Fonds high yield

أ-3- **التوظيف في السندات الحكومية الناشئة**: وهذا ما يسمى بالديون الناشئة

" Dettes emergents"

أ-4- **التوظيف في السندات الأخرى** (التي تصدرها الشركات).

2-2-3- الإدارة المحمية: La gestion protégée :

تعمل هذه الإدارة على توظيف الأوراق المالية داخل المحفظة المالية توظيفا، يسمح

بتوفير أكبر قدر ممكن من الأمان لرأس مال العميل، ويتم ذلك بموجب عقد يسمى بعقد الهدوء

Mondat sérénité

إن عقد الهدوء يوفر لمحفظة العميل الحماية اللازمة، وذلك بإدارة مخاطر الاستثمارات

الخطيرة كالأسهم، وتتم هذه الحماية عبر ميكانيزم معين يوفر حماية بنسبة 100% خلال فترة

الاستحقاق، ويعمل على مراقبة المخاطر وتحديد طبيعتها.

2-2-4- الإدارة ذات العائد المطلق: Absolute return

تهدف هذه الإدارة إلى تحقيق مردودية موجبة وذلك مهما كانت ظروف السوق، ويتم ذلك بالاستعانة بتقنيات فعالة، ويمكن أن تتم هذه الإدارة بموجب عدة أنواع من العقود من بينها:

أ- عقد Mondat cash dynamic

يعمل هذا العقد على تحقيق عائد نقدي مرتفع ودرجة مخاطرة منخفضة وذلك لمدة 12 شهراً، حيث يتم ذلك بالاعتماد على عدة إستراتيجيات و عدة أدوات مالية منها:

أ-1- رأسمال نقدي ديناميكي:

بغرض الحصول على عائد نقدي مرتفع في إطار إستراتيجية محكمة، وذلك مهما كانت ظروف السوق.

أ-2- رأسمال Fonds alternatifs

وهو عبارة عن أدوات مالية توفر تغاير "Décorrélation" بالنسبة للأصول التقليدية (أسهم، سندات).

أ-3- رأسمال في شكل سندات ذات عائد متغير:

يسمح بتوفير معامل ارتباط ضعيف مع مؤشرات السندات القديمة، وبالتالي فهو يحقق مردودية موجبة مهما كانت ظروف السوق.

ب- عقد Mondat cash advanced

وهو عبارة عن عقد يوفر للعميل مردودية مرتفعة بالنسبة إلى السندات مع تحقيق درجة مخاطرة ضعيفة خلال 18 شهراً، معتمداً في ذلك على نفس أدوات عقد Cash dynamaic مع إضافة أداة أخرى وهي رأسمال في شكل أسهم لتحقيق ارتباط ضعيف مع مؤشر الأسهم القديمة.

ج- عقد: Mondat alternatifs

يعمل هذا العقد على توفير عائد مرتفع مهما كانت ظروف السوق مع العمل على تحقيق درجة خطورة ضعيفة لسندات طويلة الأجل فترة إستحقاقها 10 سنوات، ويتم ذلك بالاعتماد على مجموعة من الأدوات من بينها:

ج-1- رأسمال Fonds hedge funds

وهي الأدوات التي توفر ارتباط ضعيف مع الأصول القديمة سواء الأسهم ، أو السندات.

ج-2- رأسمال ديناميكي نقدي

ج-3- رأسمال في شكل معادن ثمينة **Fonds metaux précieux**: حيث

تحقق إرتباط ضعيف مع سوق الأسهم، كما يسمح بتحقيق تنوع كفاء للأصول.

د- عقد **Mondat equity alpha**: يوفر هذا العقد إدارة لأصول العملاء ذات

مردودية سنوية عالية تعادل 8% لاستثمار يدوم 24 شهراً، كما يحقق درجة مخاطرة ضعيفة وذلك مهما كانت ظروف السوق، كما يعمل على اختيار الأسهم التي تدخل في تكوين المؤشرات ذات درجة سيولة عالية ودرجة شفافية مرتفعة. ويتم ذلك بالاعتماد على عدة استراتيجيات من بينهما:

د-1- الإستراتيجية المتعلقة بالقيمة.

د-2- إستراتيجية **Monentun** التي تمكن البنك من معرفة اتجاهات تغيرات

السوق قصيرة وطويلة المدى بالاعتماد على مختلف المعلومات المتوفرة.

د-3- إستراتيجية التغطية: بالاعتماد على عقود المستقبلات.

وتجدر الإشارة إلى أن البنك **Bnp paribas** يوفر خدمة لعملائه الخاصين، أي لشريحة خاصة من العملاء وذلك عن طريق عقد يسمى بعقد " **First** "، حيث يقوم قطب البنك الخاص **Bnp paribas privée** بتوفير رأسمال جماعي **Fonds commun** **placement** تابع لمجموعة من عملاء البنك، بحيث يساهم كل عميل مستثمر بجزء من مدخراته لتكوين هذا الرأسمال الجماعي، وبالتالي يتم تكوين محفظة أوراق مالية يتم إدارتها عن طريق البنك الخاص **la banque prévee**.

2-3- تحليل حوافظ أصول العملاء:

سيتم تحليل الأصول التي يقوم بإدارتها بنك **Bnp paribas** وذلك من خلال التعرف

على:

- قيمة الأصول التي يقوم بإدارتها وتطورها خلال الفترة 1999 - 2006

- التنويع (تنويع عملاء / تنوع في الاوراق المالية).

2-3-1- دراسة تطور قيمة أصول العملاء المدارة: لقد شهد البنك تطورا

ملحوظاً في قيمة وحجم الأصول التي يقوم بإدارتها لحساب عملائه، كما شهد تطورا في

تقنيات هذه الإدارة، وفيما يلي عرض لتطور قيمة هذه الأصول خلال فترة 1999 - 2006

جدول رقم (4):تطور أصول العملاء المدارة 1999-2006

الوحدة:مليون أورو

السنوات	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
قيمة الأصول المالية المدارة	209	165	272	255	276	343.1	429.7	491.5

SOURCE : Rappports Annuels BNP PARIBAS 1999-2006.

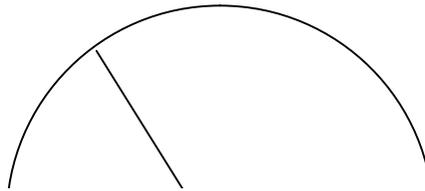
وحسب نتائج الجدول رقم (4) فإنه يتضح بأن البنك يعمل على زيادة الأصول المدارة لصالح عملائه من الأوراق المالية، وذلك لما يوفره من خبرة وتطوير في هذا المجال، سواء تعلق الأمر بإدارة أصول الأفراد (العملاء المعنيين). **BNP PRIBAS parivate banking** أو إدارة أصول المؤسسات **BNP PARIBAS asset management**

BNP كما يعود سبب هذه الزيادة المتواصلة إلى عمله كأمين استثمار على مستوى جميع أسواق العالم، خاصة منها المتطورة كالولايات المتحدة الأمريكية وبريطانيا، سويسرا، اليابان...، حيث احتل المرتبة الأولى على مستوى أوروبا في هذا المجال، وكما يبدو فإن قيمة الأصول عرفت تطور وزيادة مستمرة، عدا سنة 2002 التي شهدت تراجع ويرجع ذلك إلى الوضع السيء الذي آلت إليه الأسواق المالية، وتعرض الأسواق الرأسمالية لأزمة تدهور في أسعار الأسهم بصفة عامة مما أدى إلى تراجع الاستثمارات، وبالتالي انخفاض قيمة أصول العملاء.

2-3-2- التنوع: عند الحديث عن التنوع فإننا نقصد عدة أشكال له، كالتنوع في الأسواق المالية، التنوع في العملاء، التنوع الجغرافي، التنوع القطاعي...، إلا أن دراستنا للتنوع سنقتصر على نوعين فقط وهما التنوع في الأوراق المالية، والتنوع في العملاء، ويرجع ذلك لعدم توفر المعلومات الكافية.

أ- تنوع الأوراق المالية: إن مسألة تنوع الأوراق المالية، أي هيكل المحفظة المالية تعتبر أهم خطوة في إدارة الحوافظ المالية، إذ أن التنوع من شأنه تخفيض المخاطر غير المنتظمة، ف فيما يتعلق ببنك **Bnp paribas** فإنه يتعامل بعدة أنواع من الأوراق المالية من أهمها: السندات، الأسهم، أوراق أخرى ذات عائد ثابت، وأوراق أخرى ذات عائد متغير، وأوراق متنوعة...إلخ، وفيما يلي عرض لنسب التنوع الحاصل على مستوى الأوراق المالية الخاصة بعملاء لسنة 2006.

شكل رقم (21) التنوع في الأوراق المالية



محافظ سندات وأوراق	محافظ أسهم
مالية ذات عائد ثابت	وأوراق أخرى
%33	ذات عائد متغير
محافظ	%29
Alternatifs	
%18	محافظ متنوعة
%20	

المصدر: تقرير بنك Bnp paribas لسنة 2006. ص (76)

ب- تنويع العملاء:

إن البنك يقدم خدمة إدارة حوافظ أصول العملاء المالية لنوعين من العملاء، عملاء أفراد (عملاء خاصين)، عملاء مؤسسات، وعملاء توزيع خارجي Distribution externe متبعاً في ذلك سياسة تنويع معينة تختلف من سنة إلى أخرى، حسب ظروف البنك، ولتوضيح ذلك سيتم عرض نسبة توزيع إدارة البنك لمختلف عملائه كما يلي:

شكل رقم: (22) تنويع العملاء

مؤسسات وشركات	%28
أفراد (عميل خاص)	%61
Distribution externe الموزع الخارجي	%11

Source: rapport d'etat financier de Bnp paribas 2006, P(75).

وحسب الشكل فإن البنك يقوم بتخصيص نسبة كبيرة من جهوده في الإدارة لإدارة أصول العملاء من النوع الخاص، أي النسبة الأكبر لخدمة البنك الخاص، التي تتم في شكل

توظيفات رأسمال مشترك (FCP) هذه الأخيرة التي يتم تكوينها بواسطة جمع مدخرات عملاء البنك، ويرجع سبب ارتفاع الإدارة المنجزة لهذا النوع من العملاء إلى العمولة المرتفعة نوعاً ما مقارنة بعمولة البنك من إدارة أصول المؤسسات، بالإضافة إلى حرية التصرف في الحوافظ المكونة من هذه المدخرات.

4-2- تقديم خدمات أخرى للعملاء:

بالإضافة إلى إدارة المحافظ المالية التابعة للعملاء ، يقدم البنك خدمات أخرى إضافية تتعلق بالأوراق المالية كخدمات الحفظ، التسويق المحاسبية، المقاصة...إلخ.

إن بنك **Bnp paribas** يقدم هذه الخدمات عن طريق ما يسمى بـ **Bnp paribas securitrés services**، حيث يوفر لعملائه معظم الخدمات المتعلقة بالدورة الاستثمارية في الأوراق المالية، وعن طريق هذا الدور احتل البنك المرتبة الأولى على مستوى أوروبا وفرنسا كحافظ أمين سنة 2005. والمرتبة الرابعة عالمياً حسب ترتيب مجلة **" Institutional Investor Magazine "** كما اختير من طرف مجلة **" The Banker "** كـ **" Global securities house of the year "**

2-4-1- عمليات الحفظ (الإيداع): يعتبر **Bnp paribas securitrés services**

من أهم البنوك الدولية التي تقوم بتقديم خدمات متعلقة بحفظ وإيداع الأوراق المالية التابعة لغيره.

إن أكثر من نصف نشاط البنك كحافظ أمين، يزوال خارج فرنسا، وبالضبط في أهم الأماكن الأوروبية: كألمانيا، بلجيكا، إسبانيا، اليونان، إيرلندا، ليكسمبورغ، هولندا، البرتغال، سويسرا، المملكة المتحدة، كما اقترحت خدمات في هذا المجال في تركيا، وذلك في إطار الاتفاق المبرم مع (**Garanti Bank**)، وفيما يلي عرض لتطور قيمة الأصول المودعة لدى بنك **Bnp paribas**:

جدول رقم(5): تطور قيمة الأوراق المالية المودعة لدى بنك **BNP PARIBAS**(99-

2006)

الوحدة: مليون

أورو

السنوات	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
قيمة الأصول	1000	1400	2000	1811	2000	2473	3058	3614

المودعة								
%18.2+	%24+	%18+	%15+	- %09	%42+	%37+	%50+	نسبة الزيادة

المصدر: تقارير البنك 1999-2006.

ومن خلال الجدول (رقم 5) يتضح أن نسبة الزيادة تقريبا موجبة خلال الفترة 99 - 2006 عدا سنة 2002 التي شهدت تراجعاً في قيمة الأصول من 2000 مليار أورو إلى 1811 مليار أورو سنة 2002، ويرجع السبب في ذلك إلى التقهقر الملحوظ الذي عرفه السوق الرأسمالي وسوء المناخ الاستثماري، مما أثر على توقعات المستثمرين، وبالتالي تقهقر أسعار الأوراق المالية خاصة الأسهم والأوراق الشبيهة لها ذات العائد المتغير مما أدى بالمستثمرين إلى محاولة التخلص من أوراقهم المالية، وبالتالي انخفاض نسبة الأوراق المودعة لدى البنوك، أما فيما يخص السنوات الموالية أي 2003-2006 فقد شهدت ارتفاعاً ملحوظاً وذلك بسبب خبرة البنك وعمله المتواصل على تحسين خدماته كأمين إيداع بالإضافة عمله على تدعيم تواجد في جميع الأسواق الرأسمالية العالمية، وهذا ما يدل على فعالية إدارة البنك للمحفظة المالية

2-4-2 - معالجة الصفقات: يقوم البنك بتقديم خدمات متعلقة بمعالجة الصفقات المبرمة معالجة محاسبية، أي يقوم بإدارة حسابات العميل الخاصة بالأوراق المالية المودعة لديه. ولقد شهدت هذه الخدمة تطوراً ملحوظاً حيث تمت إدارة حسابات عملاء بما يعادل 299 مليار أورو سنة 2004، و 520 مليار أورو سنة 2005، و 623 مليار أورو سنة 2006، ويرجع سبب هذه الزيادة الواضحة إلى حيازة "Bnp paribas securitrés services" لفرع إدارة حسابات أصول العملاء والتابعة لمجموعة أسترالية خاصة بالخدمات المالية، ويسمى هذا الفرع باسم (Cogent) حيث تمت حيازته بالضبط في 2 سبتمبر 2002، أما فيما يتعلق بقيمة الصفقات التي قام البنك بتسويتها محاسبياً وتقييدها فيمكن عرضها من خلال الجدول التالي:

الجدول رقم (6) :قيمة الصفقات المعالجة محاسبيا (99-2006)

الوحدة: مليون أورو

2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	1999	السنوات
-	26.8	23.1	23.4	25.8	22.5	14.9	10	قيمة الصفقات المعالجة محاسبيا والمقيدة
%19+	%16+	%16+	%14+	%14+	%51+	%45+	%60	نسبة الزيادة

المصدر: من إعداد الطالبة بالإعتماد على تقارير بنك BNP PARIBAS.

بالإضافة إلى عمليات الحفظ والمعالجة والحسابات المتعلقة بالأوراق المالية، يقوم بنك Bnp paribas بخدمات مقاصة لصالح العملاء، إلا أنه لم يتسنى لنا الحصول على المعلومات الكافية حول دوره في هذا الشأن.

2-4-3- علاوات ومصاريف إدارة البنك لحواظ الغير: بما أن بنك Bnp paribas يقوم بتقديم خدمات لعملائه، فإنه يتقاضى مقابل ذلك عمولات ويتحمل أيضا أعباء، سواء تعلقت هذه الأخيرة بأعباء بشرية، أعباء مالية، أعباء فنية... إلخ، أما العلاوات فيمكن حصرها في

- علاوات الإدارة والحفظ: وتشمل

- علاوة الحفظ ،

- علاوة إدارة هيئات التوظيف الجماعي للقيم المنقولة،

- علاوة إدارة الحواظ المالية التابعة للعملاء،

- علاوات أخرى متعلقة بتسيير وحفظ الأوراق المالية.

- علاوات على العمليات على الاوراق المالية لصالح العملاء وتضم:

- علاوة لشراء أو بيع الأوراق المالية،

- علاوة توظيف أو إعادة شراء الأوراق المالية الصادرة عم هيئات التوظيف

الجماعي للقيم المنقولة،

- علاوات أخرى متعلقة بالعمليات على الأوراق المالية،

وفيما يلي عرض للعلاوات التي حصل عليها البنك خلال الفترة 1999 - 2004، أما

سنتي 2005 و2006 فقد تعذر علينا الحصول عليها.

جدول رقم (7): علاوات إدارة حوافظ العملاء والخدمات المالية

الوحدة: مليون أورو

2004	2003	2002	2001	2000	1999	السنوات العلاوات
						علاوات الحفظ والإدارة
188	170	184	213	265	123	* علاوة الحفظ
818	732	739	990	809	307	* علاوة إدارة
						opcvm
168	200	218	221	132	62	* علاوة إدارة الحوافظ (محاسبيا)
30	32	30	36	45	13	* علاوات أخرى
						علاوات العمليات على الأوراق المالية لصالح العملاء
256	257	302	422	704	397	* علاوة شراء أو بيع
131	124	302	175	366	116	* علاوة توظيف أو إعادة شراء أوراق opcvm
271	273	248	288	184	127	* علاوات أخرى
1862	1788	1860	2285	2505	1145	المجموع

Source: rapports annuels de Bnp paribas 99 – 2004

ولتوضيح نسبة علاوات بنك Bnp paribas المتحصل عليها من خلال تقديمه لخدمات الإدارة والإيداع والمقاصة، وغيرها من الخدمات المتعلقة بالأوراق المالية سيتم عرض الجدول التالي:

جدول رقم (8): نسبة علاوات إدارة الأوراق المالية والخدمات المتعلقة

الوحدة:

مليون أورو

2004	2003	2002	2001	2000	1999	السنوات العلاوات

1862	1788	1860	2285	2505	1145	علاوات إدارة الأوراق المالية وخدمات أخرى
4687	4293	4178	4384	4446	3198	مجموع علاوات البنك
%39.7	%41.65	%44.52	%52.12	%56.34	%35.8	نسبة علاوات إدارة الأوراق المالية والخدمات المتعلقة بها

من إعداد الطالبة بالاستعانة بتقارير البنك

1999 - 2004.

وبالتالي نجد بأن البنك Bnp paribas يتحصل على نسبة كبيرة من العمولات نتيجة إدارته لأوراق عملائه وتقديم خدمات مالية، وذلك بالنظر إلى مجموع عمولات البنك، وهذه النسبة في زيادة مستمرة نظر لخبرة البنك في هذا المجال.

المطلب الثالث: تقييم أداء محفظة بنك BNP PARIBAS

إن تقييم أداء محفظة بنك BNP PARIBAS يعني الحكم على أداء إدارة البنك لمحفظته المالية، إلا أن قياس الأداء يعتمد على عائد المحفظة المالية، خطرها، وبالتالي لابد من حساب كلا من العائد والخطر المتعلق بالمحفظة المالية، علما أن خطر المحفظة المالية المقصود به هنا هو الخطر الكلي، هذا الأخير الذي يتأثر بمدى الترابط الموجود بين موجودات المحفظة أو بالأحرى مدى قدرة البنك على التنويع بين أوراق محفظته، ويمكن قياس هذا الترابط عبر معامل الترابط فلو أن معامل الارتباط مساوي للواحد يدل على وجود ارتباط تام بين عوائد الأوراق المالية داخل المحفظة، أما إذا كان معامل الارتباط أقل من الواحد فهذا يعني أن العلاقة عكسية بين عوائد الأوراق المالية، وإذا كان معامل الارتباط مساوي للصفر فإن هذا يدل على عدم وجود ارتباط بين عوائد الأوراق المالية، وإذا كان معاملات الارتباط محصور بين (1) و(-1) فهذا يدل على وجود ارتباط لكنه غير تام، وبالتالي سيتم التخلص منه بالتنويع.

وعليه فمن خلال هذا المطلب سيتم تطبيق نظرية المحفظة الخاصة بماركوفيتز والتي تستند على مقارنة (معدل-تباين)، حيث اهتم بحساب العائد الكلي الذي يقاس بالانحراف المعياري، أما فيما يتعلق بقياس أداء المحفظة المالية فسيتم الاعتماد على مؤشر شارب، نظرا لملاءمته مع نظرية المحفظة، إذ أنه يعتمد على الانحراف المعياري في حسابه.

إن ماركوفيتز اعتمد على نوعين من الأوراق المالية ذات العائد المتغير لحساب الانحراف

المعياري، ونفس الشيء سيتم تطبيقه لحساب الانحراف المعياري لمحفظة بنك BNP

PARIBAS إذ يتم حسابه بين عوائد أسهم التوظيف و عوائد الأوراق المالية طويلة المدى و الحصاص في المؤسسات التابعة، وسيتم حساب هذا بالإعتماد على معلومات إحصائية خلال الفترة الممتدة بين 1999-2006، وقد تم إختيار سنة 1999 سنة أساس، وذلك لأنه يمثل تاريخ إنشاء البنك في صورته الحالية، أي باندماج كل من **BNP et PARIBAS**، بالإضافة إلى أن هذه السنة تمثل تاريخ بدء التقييم بالعملة الأوروبية الموحدة.

1- حساب عائد المحفظة المالية:

إن عائد المحفظة المالية هو عبارة عن الوسط المرجح لعوائد الأوراق المالية التي تكون هذه المحفظة، ويحسب بالعلاقة التالية⁽¹⁾:

$$R_p = \sum W_i R_i$$

R_i : عائد الورقة المالية

n : مجموع الأوراق المالية داخل المحفظة المالية.

بالرجوع إلى الجدول رقم (3) يمكن الحصول على:

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

$$R_p = 16317.96 + 109.62 + 71.1$$

$$R_p = 16498.68$$

2 - 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 المالية طويلة المدى و عوائد الأوراق (R_a) الانحراف المعياري لكلا من عوائد الأسهم (R_b) ذات العائد المتغير.

2-1- حساب الانحراف المعياري لعوائد الأوراق المالية الفردية: سيتم حساب

الانحراف المعياري لعوائد الأوراق المالية الفردية معتمدين في ذلك على الجدول الموالي:

⁽¹⁾-Mondher Bellalah, OPcit, (p12).

جدول رقم(9):حساب الإنحراف المعياري للمحفظة المالية الوحدة: %

السنوات	Ra	Rb	$(Ra-\bar{Ra})^2$	$(Rb-\bar{Rb})^2$	Ra-Ra	Rb-Rb	(Ra-Ra)	(Rb-Rb)
1999	320.	43.1	0.0324	2.3409	-0.18	-1.53	0.2754	
2000	450.	46.3	0.0025	0.25	-0.05	0.5	-0.025	
2001	29.1	35.4	0.6241	1.9321	0.79	1.39	1.0981	
2002	220.	01.3	0.0784	0.0025	-0.28	0.05	-0.014	
2003	120.	71.2	0.1444	0.0625	-0.38	-0.25	0.095	
2004	410.	53.2	0.0081	0.1849	-0.09	-0.43	0.0387	
2005	430.	51.2	0.0049	0.2025	-0.07	-0.45	0.0315	
2006	820.	70.3	0.1024	0.5476	0.32	0.74	0.2368	
المجموع	06.4	70.23	0.9972	5.523			1.7365	

مصدر: من إعداد الطلبة بالإعتماد على تقارير بنك BNP PARIBAS

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 لعائد الأوراق المالية طويلة المدى ذات العائد المتغير هو:

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

أما فيما يتعلق بالإنحراف المعياري فيحسب بالعلاقة التالية⁽¹⁾ :

$$\delta_a = \sqrt{\frac{\sum (R_{at} - \bar{R}_a)^2}{n-1}} = \sqrt{\frac{0.9972}{7}} = 0.3774 = 37.74\%$$

ومنه فإن فإنحراف عائد الورقة المالية (R_a) مساوي لـ 0.3774 أي ما يعادل النسبة 37.74%

$$\delta_b = \sqrt{\frac{\sum (R_{bt} - \bar{R}_b)^2}{n-1}} = \sqrt{\frac{5.523}{7}} = 0.8882 = 88.82\%$$

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

2-2- خطر المحفظة المالية:

إن خطر المحفظة المالية يقدر بالعلاقة التالية(2):

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

على اعتبار أن التغيرات بحسب بالعلاقة التالية:

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

ومنه فخطر المحفظة المالية يقاس بـ

$$\delta_p^2 = (0.27)^2 (0.3774)^2 + (0.03)^2 (0.8882)^2 + 2(0.2480)$$

⁽¹⁾ -منير إبراهيم هندي، الفكر الحديث في مجال الإستثمار، مرجع سابق، (ص283).

⁽²⁾ -Pascal Grandin, OPcit, (p15).

$$\begin{aligned}
&= (0.0729) (0.1424) + (0.0009) (0.7888) + 0.4960 \\
&= 0.0103 + 0.0007 + 0.4960 \\
&= 0.5063
\end{aligned}$$

و منه فالإنحراف المعياري أو الخطر الكلي للمحفظة يقدر ب:

$$\sqrt{\delta^2} = 0.7115 = 71.15\%$$

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.

2-3- معامل الارتباط بين عوائد أوراق المحفظة المالية:

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

$$P = \frac{\text{Cov}(a,b)}{\delta_a \delta_b} = \frac{0.2480}{(0.03743)(.08882)} = 0.74$$

حسب نتيجة معامل الارتباط يمكن القول أن:

كون معامل الارتباط موجب فإن ذلك يعني أن عوائد الأسهم في علاقة إرتباطية موجبة،

ولكنه إرتباط غير تام، مما يعني أنه يمكن تدنية المخاطر دون تخفيض في العائد وذلك من خلال

التنويع بين مختلف الأوراق المالية، وبالتالي فالبنك قد حقق نتيجة جيدة فيما يتعلق بارتباط أوراق

المحفظة المالية..

3-قياس أداء محفظة البنك:

لقياس أداء المحفظة يتم الإستعانة بمؤشر شارب الذي يعتمد على النسبة بين فرق عائدي المحفظة و عائد الاوراق المالية الخالية من المخاطر، وبين الإنحراف المعياري لعائد المحفظة المالية، ويمكن حسابه كما يلي:

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

و نعلم بأن:

Rp :عائد المحفظة المالية ويساوي: 16498.68

Rf: العائد على الإستثمار الخالي من المخاطر و يساوي: 4692

δ_p الإنحراف المعياري عن العائد ويساوي : 71.15

وبالتالي فإن مؤشر شارب يصبح:

$$S_p = \frac{16498.68 - 4692}{71.15} = \frac{11806.68}{71.15} = 165.89$$

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

خلاصة:

من خلال ماتقدم يتبين لنا بأن إدارة المحفظة المالية تعتمد أساسا على الخبرة في مجال الإدارة المالية، وعلى الدراية الواسعة بتغيرات السوق الرأسمالي، وإذا لم تتوفر هذه الشروط في المستثمر المالي صاحب المحفظة المالية لابد عليه أن يلجأ إلى مختصين في هذا المجال، وما من مختص أفضل من البنوك التجارية وذلك لما تتميز به من خبرة .

إن قيام البنك بهذا الدور يعني توليه دور أمين إستثمار على محافظ الغير، يقوم بتولي عمليات البيع و الشراء المتعلقة بأصول المحفظة المالية وكذا إتخاذ القرارات التي يراها تعود بالنفع على أصحاب الحوافظ المالية، إضافة إلى هذا يمكنه تقديم خدمات اخرى في نفس المجال كأمين إيداع ، كمالك حسابات كما يقوم بعمليات المقاصة على الاوراق المالية، بالإضافة إلى هذا كله فان البنك التجاري يقوم بإدارة إستثماراته الخاصة من خلال تكوين محفظة الأوراق المالية و إدارتها.

أما فيما يتعلق بنك BNP PARIBAS و حسب الدراسة التي أجريناها ، يمكن القول البنك يقوم بإدارة محفظته المالية ومحفظة عملائه معتمدا في ذلك على إستراتيجية محكمة ، حيث يعمل على التركيز على التنوع في الأوراق المالية المكونة للمحفظة المالية، وكذا التنوع الجغرافي، والتنوع في العملاء، وهو بهذا يقوم بإدارة المحافظ المالية بفعالية ودليل ذلك النتائج التي تحصلنا عليها من خلال حساب الخطر عن طريق الإنحراف المعياري ، هذا الأخير الذي يعتمد على معامل الارتباط ، وبهذا توصلنا إلى أن خطر محفظة البنك أقل من خطر الأوراق المكونة لها، وسبب ذلك هو الارتباط غير التام بين موجودات المحفظة، مما يعني أن البنك يحقق إدارة فعالة لمحفظته المالية.

الخاتمة:

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

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

بعد تكوين محفظة الأوراق المالية تأتي مرحلة الإدارة، هذه الأخيرة التي تتطلب الخبرة و الدراية بتغيرات الظروف الإقتصادية وذلك بغرض تحقيق أهداف الإستثمار المرجو تحقيقها، مما يؤدي إلى تغيير سياسة الإدارة حسب نوع الهدف.

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

إن قلة الوقت الدراية والخبرة بإدارة المحفظة المالية لدى المستثمرين، جعلهم يبحثون عن من ينوب عنهم في الإدارة، ومامن يقوم بهذا الدور بفعالية أحسن من البنوك التجارية.

إن إمتلاك البنوك للأجهزة الفنية المتخصصة، والخبرات الشخصية والإمكانيات المادية المتعددة يمكنها من القيام بإدارة المحافظ المالية، حيث تتميز بقدر كبير من المسؤولية و الحرص مما يساعدها على حماية أموال المحفظة المالية من المخاطر، مستعينة في ذلك بمختلف النماذج والنظريات العلمية المتعلقة بإدارة محافظ الأوراق المالية، إذ يمكن للبنك أن يقوم بدور أمين إيداع بحيث يقتصر دوره على حفظ الأوراق المالية و تقييد حسابات صاحبها الخاصة بها، كما يمكنه القيام بدور أمين إستثمار بحيث يمكنه يقوم بحفظ موجودات المحفظة و إدارتها، أي الإشراف على تداول الأوراق المالية و مسك حساباتها، كما يمكنه أن يقدم خدمات أخرى متعلقة بالتسوية و المقاصة.

مما سبق يمكن تلخيص النتائج المتوصل إليها في النقاط التالية:

- إن الإستثمار في الأوراق المالية بمثابة توظيف متجانس لمجموعة من البدائل الإستثمارية الأكثر فعالية تقوم على فكرة المزج بين مجموعة من الأوراق المالية التي يتم إختيارها بعناية وبدقة لتحقيق مجموعة من الاهداف والغايات.
- لتكوين محفظة الأوراق المالية لابد من مراعاة العديد من الإعتبارات العامة والإدارية الفنية، ككفاءة أسواق رأس المال، إتجاهات أسعار الفائدة على القروض، معدل التضخم، والقوى الشرائية للنقود، الحالة الإقتصادية العامة للدولة، حجم الإدخار الوطني، ظروف الصناعة و الشركات المصدرة للأوراق المالية في الماضي و الحاضر اللازمة لتقييم البدائل الإستثمارية المتاحة.
- يحكم تكوين المحفظة المالية عدة مقومات و عوامل هامة تتمثل في العائد المحقق، خطر موجودات المحفظة المالية، وأيضاً التنويع.
- إن العوائد والمخاطر التي يمكن للمستثمر أن يحددها ، وبالتالي يبني على أساسها سياسته الإستثمارية هي متوقعة و ليست فعلية، لذا فهي تستند إلى توزيع إحتمالي.

- إن الخطر المتعلق بالمحفظة المالية هو عبارة عن خطر كلي يحسب عن طريق الانحراف المعياري، و يقسم إلى خطر غير منتظم يمكن التغلب عليه عن طريق التنويع، وخطر منتظم لا يمكن تجنبه بالتنويع ويحسب بمعامل بيتا.

- بعدما يتم تكوين محفظة الأوراق المالية تبدأ مرحلة إدارتها، هذه الأخيرة التي يمكن أن تتم على عدة أشكال، و تتغير سياستها بتغير أهدافها.

- يعتبر موضوع إدارة المحفظة المالية محط إهتمام العديد من الباحثين، مما أسفر الأمر على ظهور العديد من النظريات و النماذج، التي اهتمت بالعلاقة بين عائد المحفظة المالية و خطرها. يعمل التنويع على التخفيض من المخاطرة و الحصول على محفظة مالية كفأة، ويمكن قياسه عن طريق معامل الارتباط.

- إنطلاقاً من النظريات والنماذج المتعلقة بموضوع المحفظة المالية توصل الباحثون إلى مجموعة من المقاييس التي تمكننا من قياس الأداء الجيد للمحفظة، وعلى رأسها مقاييس كلا من شارب، جونسون، وترينور.

- يلجأ صاحب المحفظة المالية إلى هيآت مختصة في إدارتها إدارة فعالة، ومن أهم هذه الهيآت نجد البنوك التجارية.

- يبدو لنا تضاعف أهمية دور البنك في إدارة المحافظ المالية بعد التعديلات الحديثة لتشريعات الأوراق المالية، هذه الأخيرة التي غيرت طريق إدارتها، فمثلاً هناك بعض القوانين التي قررت إزالة وإلغاء الصكوك المادية للأوراق المالية، وتحويل هذه الأوراق إلى مجرد قيود في الحسابات الدفترية.

- ترتبط محفظة الأوراق المالية بإدارة عمليات الإستثمار في الأوراق المالية المتداولة في أسواق رأس المال وذلك من خلال عمليات البيع والشراء لهذه الأوراق المالية لتحقيق عائد معين

يتناسب والمخاطرة المصاحبة لعملية الإستثمار، هذه الأخيرة التي يتم التقليل منها عن طريق توزيع مخاطر الإستثمار على عدد من الأوراق المالية عن طريق التنويع.

- يعتبر الإستثمار في الأوراق المالية على مستوى البنوك التجارية المصدر الثاني لإستخدامات أمواله وذلك بعد القروض، و يستعمله البنك كخط دفاع ضد مخاطر نقص السيولة، نظرا لميزة تلك الأصول بإمكانية بيعها أو التصرف فيها عند الحاجة.

- للبنك أن يقوم بإدارة محفظة عملائه بموجب عقد وكالة سواء تعلق الأمر بأمين إستثمار أو أمين إيداع، كما يمكنه أن يدير محفظته الخاصة به.

- تستفيد البنوك من عوائد محافظها المالية من خلال العمل على تخفيض مخاطرها، أما بالنسبة لمحافظ عملائها فهي تستفيد من العلاوات التي يتقاضاها نتيجة تأديتها لخدمة الإدارة، وبالتالي فالبنك التجاري يعمل على تعظيم عوائد محافظ عملائه بغرض إستقطاب أكبر قدر ممكن من المحافظ.

- تقوم البنوك بدور فعال في مجال إدارة المحافظ المالية، مستعينة في ذلك باستراتيجية محكمة و ملائمة و ذلك سواء تعلق الامر بمحفظتها أو محفظة عملائه.

- بالنسبة لبنك Bnp paribas الذي هو محل دراستنا ، فإنه يقوم بإدارة محفظته المالية و المنوعة (تنويعا جغرافيا، قطاعيا، تنويع في الأوراق المالية...) إدارة فعالة، كما يقوم بإدارة محفظة عملائه معتمدا في ذلك على سياسة التنويع ، سواء فيما يتعلق بتنويع العملاء (أفراد أو مؤسسات)، أو التنويع الجغرافي(فرنسا،ربريطانيا العظمى، الولايات المتحدة الأمريكية، آسيا...)،وهو في بحث مستمر عن الهيئات العالمية الرائدة في مجال إدارة المحفظة المالية، كما يعتمد على عدة طرق ووسائل علمية للتنبؤ بالمخاطر خلال نموذج داخلي خاص بالبنك حتى يتمكن من إدارتها إدارة فعالة.

- 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 خطرنا عن طريق الإنحراف المعياري وأثبتت النتيجة أن خطر المحفظة

المالية أقل من خطر أوراقها المالية و أرجعنا ذلك إلى التنويع ، هذا الأخير الذي تم الحكم على مدى كفايته بحساب معامل الارتباط، حيث توصلنا إلى أنه موجب ومعنى هذا أن هناك ارتباط بين مكونات المحفظة المالية إلا أنه غير تام، وكل هذا يدل على أن البنك يقوم بإدارة محفظته إدارة ناجحة، وهو في جهد مستمر في العمل على تطوير أساليبه من خلال الإعتقاد على الطرق العلمية الأكثر تطوراً .

أما عن الآفاق المستقبلية لدور البنوك في مجال إدارة المحفظة المالية، فيمكن تقديم مجموعة من الإقتراحات و التوصيات كما يلي:

- لا بد على البنوك أن تقوم بدراسة عميقة و تنبئية للمخاطرة التي تهدد أوراق المحفظة المالية لأن إدارة المحفظة المالية تعتمد على التحليل المستقبلي.
- لا بد على البنوك أن تعتمد على المشتقات المالية في إدارة المحفظة المالية.
- لا بد على البنوك أو الجهات المسؤولة عن إدارة المحفظة المالية أن تعمل على تطبيق شروط الإتفاق المنصوص عليها في عقد الإدارة، وأن تكون على إطلاع بالتشريعات و التعليمات حتى لا تتضارب المصالح.
- يجب على الإدارة العليا لإدارة المحافظ المالية التابعة للبنك التجاري أن يكون على إطلاع بالمخاطر حتى لا يقع في ملابسات مع العميل صاحب المحفظة.
- لا بد على البنوك أن تحقق تنويع في الأوراق المالية بما يتوافق و توزيع المخاطر.
- من الضروري توفير تنسيق بين الجهاز المصرفي و سوق رأس المال في سياسات أسعار الفائدة على الودائع في البنوك و التي عادة ما تكون منافسة للأوراق المالية، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة نسبة الإستثمار في محفظة الأوراق المالية.
- توفير الإستقرار السياسي وذلك لتوفير نوع من الثقة في نفوس المستثمرين، وبالتالي تحسين المناخ الإستثماري.
- العمل على التحكم في التضخم والتخفيف من الجباية، وتوحيد المعاملات الضريبية للأوراق المالية.
- العمل على تطوير البورصة وذلك بتنشيط سوق القيم المنقولة ، السوق السندي، سوق قيم الخزينة.

- زيادة التنوع في الأوراق المالية المتداولة في سوق رأس المال.
- تطوير نظام التداول و نظام التسوية والتسليم للأوراق المالية، وذلك من خلال تنظيم وظيفة البنوك التجارية كماسكي حسابات.
- العمل على تطوير المؤتمن المركزي على السندات، وبالتالي الإنتقال من مادية الأوراق المالية إلى لامادية الاوراق المالية.
- تحسين وتطوير وسائل الإتصال المالي.
- تشجيع سوق غير نظامية فيما بين الوسطاء و السماسرة، لزيادة عدد الشركات المصدرة للاوراق المالية، وبالتالي توفير نوع من التنوع في الأوراق المالية المتداولة.

ملخص:

يجذب الإستثمار غير المباشر أي توظيف الإدخار من خلال إمتلاك الصكوك المالية قطاع كبيرا من المدخرين، الأمر الذي أدى بهم إلى تكوين محفظة الأوراق المالية، وتتنوع الاشكال التي يلجأ المستثمر إليها في تكوين محفظته وإدارتها، فإذا كان خبيراً بمسائل الإستثمار المالي فإنه سيعتمد على قدراته الذاتية في إدارة المحفظة بإصدار أوامر بيع وشراء الصكوك المالية تنفيذها في البورصة، أما إذا كان المستثمر مفتقدا لعنصري الخبرة و التخصص في أسس الإستثمار المالي وقواعده، فسيصبح من الصعب عليه أن يدير محفظته إدارة ناجحة، لذا أصبح من الضروري عليه أن يستعين بالغير، وما من مختص أفضل من البنوك التجارية.

لقد أصبحت البنوك التجارية تقوم بدور فعال في مجال إدارة المحافظ المالية، سواء الخاصة بها أو الخاصة بعملائها، نظرا لما تملكه من أجهزة فنية مختصة و خبرات شخصية تمكنها من حماية أموالها و أموال عملائها، بالإضافة على إعتماها على الطرق و التقنيات الحديثة التي توفر القدرة على التنبؤ بالمخاطر.

إن قيام البنك التجاري بإدارة محافظ الأوراق المالية، مكنه من إحتلال مكانة بارزة في سوق رأس المال، إذ أصبح يقوم بهذا الدور بفعالية، كما أصبح عنصر مهم يعمل على تنشيط التعامل بالاوراق المالية.

لقد هدفت هذه الدراسة إلى معرفة مدى الدور الذي تقوم به البنوك التجارية في مجال إدارة الحوافظ المالية، ومدى قدرتها على أدائه بفعالية، أي مدى قدرتها على تحقيق أعلى العوائد وأدنى المخاطر معتمدة في ذلك على سياسة التنويع الكفاء.

الكلمات المفتاحية: العائد، الخطر، التنويع، إدارة المحفظة المالية، البنوك التجارية.

Résumé:

L'investissement indirect attire un grand nombre du secteur de l'épargne, ce qui les a formés un portefeuille des titres qui constitue un refuge des investisseurs, si toutefois ils ont des connaissances dans le domaine d'investissement des titres et le contrôle des ventes et achats de ces titres dans la bourse, si par contre l'investisseur ignore l'élément principal dans l'incapacité de bien gérer son portefeuille.

Pour cela l'assistance des banques commerciales est le meilleur secours pour cette tâche.

La possibilité de bien gérer revient aux banques rôle qui lui revient de droit pour ses propres capitaux ou ceux de ces clients vu la compétence de ces employés et les moyens techniques qu'elles possèdent. C'est aussi que les banques commerciales occupent le premier plan dans le marché des capitaux grâce à leur efficacité dans ce domaine.

Le but de cette étude démontre le rôle des banques commerciales dans la gestion de portefeuille et sa possibilité de réussite dans le domaine financier avec plus de profit et moins de risques.

Mots clés :

Revenu, Risque, diversification, Gestion de portefeuille, Banques commerciales.

Abstract :

The indirect investment ie the employment of savings through owning cheques, attracted a large number of savers. This leads them to create or make financial porte-folio.

In return ,the investor uses various ways to make and manager his financial porte-folio. If he is an expert of financial investment, hr will count on his own capaciities to manage his porte –folio by ordering to buy and sell cheques in order to carry out them in the stock exchange. But if he lacks of experience and speciality in the large of the financial investment and its rules, he will be obliged to ask for the others' assistance but no one, specialyed in this field, is better than the trade banks.

Nowadays trade banks are playing an important roles either concerning the management of their own porte-folio or the ones of their customers', due to their owners hip of special apparatuses and their money and their customers'. In addition to all this , they cant on the modern ways and techniques which provide them with the ability to predict risks.

The management of financial porte-folio by the trade banks make them hold an important place in the capital's market . Nowadays , they are playing their role successfully, they become a very important element which encourages the use of financial sheets.

This study, aimed to know the big role played by the trade banks , in the Field of the management of the financial porte-folio and their capacity to play it successfully ie their, capacity to carry out more incomes and less risks while themselves on the policy of the diversity between the financial sheets which make the porte-folio.

Key words:

Income, Risk, diversification, porte-folio management , trade bank.

a-LES LIVRES :

1-Bertrand Bellatanie, La bourse (Mecanisme et financement d'entreprise), Université de Lyon, 2ème édition, 1985.

2- Bertrand Jacquillat, Bruno Solnik, Marché financiers et gestion de portefeuille et des risques, Dunod, Paris, 1976.

3- Bertrand Jacquillat, Bruno Solnik, Marché financiers et gestion de portefeuille et des risques, Dunod, Paris, 1998.

4-Blanche Souci-Roubi, Lexique de banque, Dalloz, 1993.

5-Cenec : Dixequo de l'entreprise, Dunod, Bordas, Paris, 1980.

6-Christian Hurson , Constantin Zopounidis : Gestion de portefeuille(analyse multicritère, Economica), France,1998.

7-Frédéric Herbien, Cat Herive Barllet, Octave Jokung ,Peirre N'gahane : Financement et placement, Armand Calin, 1998.

8-Josette Payrard, La bourse, Vuibert, France, 1998.

9-Lawrenle Gitman, Michael Joelinik : Investissement et marchés financiers, Pearson éducation , 9ème édition, Paris, 2005.

10-Marie Agnés Leutengger : Gestion de portefeuille et théorie des marchés financiers, Economica, 2ème édition, Paris, 1999.

11-Mondher Bellalah : Gestion de portefeuille(analyse quantitative de la rentabilité et des risques, Pearson éducation, France, 2004.

12- Mondher Bellalah, Yves Simon : option, contrat à terme et gestion des risques, 2ème édition, Economica, Paris, 2003.

13-Pascal Grandin : Mesure de performance des fonds(méthode et résultats), Economica, France, 1998.

14-Ripert Georges, Roblot Remé : Traité droit commercial, Tome 2, Paris, 1994.

15-Soufi Menouar, Gestion de portefeuille : Busniss Risk, Risque financier, Risque de change, Office des publications Universsitaires, Algé, 2003.

B- LES REVUES :

16-Alain Choienel, Gerard Rouyer, Préface de J.F. theodore, La gestion de portefeuille, Revue " le marrché financier :structure et acteur", Collection banque ITB.

17 -Gerard Rouyer, Alain Choienel, Préface de Michel Freyche, Techniques actuelles et financement, revue Banque et L'Entreprise, 3 éme édition, centre de formation de la profession bancaire, juillet,2001,(p 148-153).

18-Jean-Pierre Berdot,Danniel Goyeau,Jaques Léonrd,les fondements de la rotation sectorielle des portefeuille,revue d'économie financière,N° 78 (p346).

C-INTERNET :

19-Denis Bouyssou, Gean Le foll : Medaf et nouveaux midéles de décision dans le risque, 1996, [www://| 1.lamade danphine.fr/le folle.pdf](http://www.1.lamade danphine.fr/le folle.pdf).

20-François watier : analyse de moyenne- variance d'un portefeuille multivarie actualisé en context multipériodidique.canad [.www.agro-montepelliers.fr/SF ds/cd/textes/watiers.pdf](http://www.agro-montepelliers.fr/SF ds/cd/textes/watiers.pdf).

21-Kamel Lakradh: Les marches des investisseurs institutionnels sont- ils éfficients: cas des fonds de persion et orleons.fr/activité scientifique/dr.2006-04 leardh.pdf.

22-Melanie Langlais : Mesure de la contribution d'un actif au risque financier d'un portefeuille, aout 2003. [http// :www.Wiver-orleans.fr/teo/activités scientifique/dr 2006-03 Beliando](http://www.Wiver-orleans.fr/teo/activités scientifique/dr 2006-03 Beliando).

23-Monssieur de persson : economie financiere et gestion de portefeuille, France,2005-2006. [www.Florion.iplo, neuf.fr/ quittard/pdf/M arché financier](http://www.Florion.iplo,neuf.fr/quittard/pdf/M%20arch%C3%A9%20financier) d'après uncode f.2005.

24-www.Bnp Paribas.com

D-LES RAPPORT :

25- Rapports Annuels de BNP PARIBAS banque 1999-2005.

26-Etat Financier de BNP PARIBAS 2006.

المراجع باللغة العربية:

أ - الكتب:

- 1- أحمد بوراس: أسواق رؤوس الأموال، مطبوعات جامعة منتوري، قسنطينة، 2002-2003.
- 2- إيهاب دسوقي: إقتصاديات كفاءة البورصة " المفاهيم الاساسية للإستثمار في البورصة - البورصة المصرية الإمبريكية -"، دار النهضة العربية، القاهرة، 2000.
- 3- جمال ناجي: إدارة محفظة الأوراق المالية، المؤسسة الجامعية للدراسات و النشر والتوزيع ، لبنان، 1998.
- 4- زياد رمضان: مبادئ الإستثمار الحقيقي و المالي، دار وائل للنشر، عمان، 1992.
- 5- زياد رمضان، محفوظ جودة: الإتجاهات الحديثة في إدارة البنوك، دار وائل للنشر، عمان، 2002.
- 6- سعيد سيف النصر: دور البنوك في إستثمار أموال العملاء، مؤسسة شباب الجامعة، مصر .
- 7 - شريط صلاح الدين: بورصات الأوراق المالية، عالم الكتب، الطبعة الأولى، 2003.
- 8- شمعون شمعون، البورصة بورصة الجزائر، أطلس النشر، الجزائر.
- 9- صلاح السيد جودة، بورصة الأوراق المالية (علميا وعمليا)، مؤسسة و مطبعة الإشعاع الفنية، الطبعة الأولى، الإسكندرية، 2000.
- 10- طارق عبد العال، دليل الإستثمار في بورصة الأوراق المالية، كلية التجارة، جامعة عين شمس، مصر .
- 11 - عاشور عبد الجواد عبد الحميد: دور البنوك في خدمة الأوراق المالية، دار النهضة، القاهرة 2003.
- 12- عبد الحق بوعتروس: الوجيه في البنوك التجارية (عمليات، تقنيات، تطبيقات)، قسنطينة، 2004.
- 13 - عبد الغفار حنفي: الأسواق المالية (البنوك، شركات التأمين، البورصات، صناديق الإستثمار)، مركز الإسكندرية للكتاب، الطبعة الأولى، الإسكندرية، 1999
- 14- عبد الغفار حنفي، رسمية قرياقص: الأسواق و المؤسسات المالية " بنوك تجارية، أسواق الأوراق المالية، شركات التأمين، شركات الإستثمار) ، مركز الإسكندرية للكتاب، مصر، 2004.

- 15- عبد المطلب عبد الحميد: البنوك الشاملة"عملياتها و إدارتها"،الدار الجامعية، الإسكندرية.
- 16- عقيل جاسم عبد الله: النقود و المصارف، الجامعة المفتوحة، الطبعة الأولى،1994.
- 17- علي جمال الدين عوض: عمليات البنوك من الوجة القانونية،دار النهضة العربية1979، القاهرة،2000.
- 18-غازي فلاح المومني:إدارة المحافظ الإستثمارية الحديثة،دار المناهج، الطبعة الثالثة، عمان،2003.
- 19-فلاح حسن الحسيني: مؤيد عند الرحمن الدوري،إدارة البنوك" مدخل كمي إستراتيجي معاصر"،دار وائل للنشر والتوزيع، رام الله،2000.
- 20-محسن أحمد الخضيري: كيف تتعلم البورصةفي24ساعة،إيتراك للنشر و التوزيع،مصر الجديدة،1999.
- 21-محفوظ جبار:الأوراق المالية التداولية في الأسواق المالية، دار هومة، الجزائر،2003.
- 22-محمد إسماعيل حميد:أسواق رأس المال و بورصة الأوراق المالية و مصادر تمويل المشروعات، القاهرة،1999.
- 23-محمد توفيق سعودي: الوظائف غير التقليدية للبنك التجاري (دور البنك كأمين إستثمار)، دار وائل للنشر و التوزيع، الطبعة الاولى، القاهرة،2000.
- 24-محمد صالح الحناوي،تحليل و تقييم الاسهم والسندات،مؤسسة النشر الجامعية،مصر،2005.
- 25- محمد صالح الحناوي: الإدارة المالية و التمويل،الدار الجامعية، الإسكندرية.
- 26- محمد صالح الحناوي:نهال فريد مصطفى،جلال إبراهيم العبد، الإستثمار في الاوراق المالية و مشتقاتها"مدخل التحليل الفني و الاساسي، الدار الجامعية، الإسكندرية،2004-2005.
- 27-مصطفى كمال طه: القانون التجاري:دار المطبوعات الجامعية،الأسكندرية،1999.
- 28- منير إبراهيم هندي:إدارة المنشآت المالية، منشأة المعارف،الإسكندرية،1994.
- 29-منير إبراهيم هندي:إدارة البنوك التجارية(مدخل إتخاذ القرارات)، منشأة المعارف، الإسكندرية.
- 30- منير إبراهيم هندي:الأوراق المالية و أسواق راس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية،2002.
- 31- منير إبراهيم هندي:صناديق الإستثمارفي خدمة صغار و كبار المدخرين، منشأة المعارف، الإسكندرية،1999.
- 32- منير إبراهيم هندي:الفكر الحديث في مجال الإستثمار، منشأة المعارف، الإسكندرية،1999.

33-نوزاد الهيتي:مقدمة الاسواق المالية،دار الشط للاعمال الفنية و الإخراج الصحفي
طرابلس،1998.

34-هارون الطاهرلمرابط أحمد، التحليل الإقتصادي الجزئي، منشورات معبباتنةالجزائر،1997.

35-هشام فضلي،إدارة محافظ الاوراق المالية لحساب الغير"دراسة قانونيةمقارنة"،
دارالجامعة،مصر الجديدة،1999.

ب-المؤتمرات :

36-شهاب الدين حميد النعمي،إدارة المعرفة و تطور بناء المحفظة المالية، المؤتمر السنوي
العالمي الرابع،جامعةالزيتونة الأردنية،26-28أفريل2004.

ج-الموسوعات :

37-حسين عمر : الموسوعة الإقتصادية، دارالفكر العربي، الطبعة الرابعة، القاهرة،1992.

د-الأنترنيت :

38- حسام الدين: كيف تبني محفظتك الإستثمارية،منتديات الخليج:

WWW.thegolbiz.com/show_thrrad_pht? = 111151.