

## المحاضرة الثانية: خصوصية المخاطر المالية

### 1.3. العائد

أ- **تعريف العائد:** هناك تعريف عدة للعائد تختلف حسب زاوية النظر اليها، ويمكن التعبير عن العائد بأنه صافي التدفقات النقدية الناتجة عن استثمار معين، والذي يتم قياسه بالأرقام المطلقة أو بمقدار نسبته الى الأموال التي أنتجته، كما أن توقيتات هذا العائد أمر مهم بسبب القيمة الزمنية للنقود، وعليه فمفهوم العائد يتضمن:

✓ حجم التدفق النقدي الصافي معبراً عنه كنسبة مئوية أو رقم مطلق.

✓ توقيت الحصول على التدفق.

كما يجب التأكد من حجم المخاطرة المصاحبة لهذا العائد، سواءً من حيث حجم العائد ودرجة ثباته وانتظامه، فكلما زادت درجة عدم التأكد في العائد كلما زادت المخاطرة المصاحبة له. أي أن العائد يُشير الى العائد الذي يحققه المستثمر بعد احتفاظه أو بيعه لأصل استثماري معين، وبذلك فهو قد يتضمن العائد الجاري أو العائد الرأسمالي أو الإثنين معاً، ويطلق عليه أيضاً العائد التاريخي لأنه يعتمد في حسابه على بيانات موجودة سابقاً.

ب- **أنواع العائد:** هناك أنواع متعددة تختلف باختلاف نواع الاستثمار التي سعى اليه الشركات الى تحقيقه وهي:

✓ **العائد الجاري:** يتمثل العائد الجاري في التدفق النقدي سواءً كان توزيعات الأرباح أو الفوائد السنوية للسندات.

✓ **العائد الرأسمالي:** يتحقق مرة واحدة عند بيع الورقة المالية وهو الفرق بين سعر شراء وسعر بيع الورقة المالية، ويحسب كما يلي:

$$* \text{العائد الرأسمالي} = \text{سعر البيع } (V_1) - \text{سعر الشراء } (V_0)$$

$$* \text{معدل العائد الرأسمالي} = \frac{\text{سعر البيع} - \text{سعر الشراء}}{\text{سعر الشراء}} * 100$$

✓ **العائد الإجمالي (الفعلي أو المتحقق):** يُشير العائد الاجمالي الى العائد الجاري والعائد الرأسمالي، ويمثل العائد

الذي يحصل عليه المستثمر عند الاستثمار، وهناك من يطلق عليه اسم العائد التاريخي أو العائد الفعلي أو العائد

المتحقق فعلاً، ويحسب بالعلاقة الرياضية التالية: **العائد الفعلي = التوزيعات + سعر البيع - سعر الشراء**

**ملاحظة:** يكون العائد الجاري +، -، أما العائد الرأسمالي 0، +، -

$$* \text{معدل العائد الفعلي أو المتحقق} = \frac{\text{التوزيعات} + \text{سعر البيع} - \text{سعر الشراء}}{\text{سعر الشراء}} * 100$$

✓ **العائد المطلوب:** يمثل الحد الأدنى للعائد الذي سيقبله المستثمر لامتلاك أصل ما كتعويض عن مستوى معين

من المخاطر المرتبطة بجيازة السهم، إذا كان معدل العائد المتوقع أعلى من المطلوب فان المستثمر يقبله، وإذا

كان معدل العائد المتوقع أقل من أو يساوي العائد المطلوب من الأصل فإن المستثمر يرفضه. ويكون هذا

العائد دائماً مرتبط بالعائد الخالي من المخاطر، بحيث يجب أن العائد المطلوب أكبر دائماً من العائد الخالي من المخاطر، ويمكن أن تضاف للعائد الخالي من المخاطر كل من نسبة التضخم وعلاوة المخاطر حيث:

$$\text{معدل العائد المطلوب} = \text{المعدل الخالي من المخاطر} + \text{نسبة التضخم المتوقع} + \text{علاوة المخاطر}$$

- العائد الخالي من المخاطرة: هو سعر الفائدة على السندات الحكومية قصيرة الأجل، وفي حالة عدم وجودها يستعمل سعر الفائدة على الودائع.

- علاوة المخاطرة: تُشير علاوة المخاطر الى النسبة التي يطلبها المستثمر مقابل المخاطر التي يتحملها في عملية الاستثمار، ويمكن اعتبارها أنها العائد الذي يحصل عليه المستثمر مقابل المخاطر التي يتحملها باستثماره ذلك.

✓ العائد المتوقع: يمثل العائد المتوقع إما متوسط العوائد المتحققة فعلاً خلال فترات سابقة، أو مجموعة عوائد الورقة المالية مرجحة باحتمال حدوثها حسب طبيعة الحالة الاقتصادية وفقاً لاعتقادات المستثمر، أي أن العائد يُحسب وفق الصيغتين التاليتين:

- اذا كانت البيانات تاريخية: العائد المتوقع يساوي الى مجموع العائد الى عددها. حيث:

$$E(R) = \frac{\sum_{i=1}^n Ri}{n}$$

$E(R)$ : العائد المتوقع  $\sum_{i=1}^n Ri$ : مجموع العوائد  $n$ : عدد السنوات أو المشاهدات أو الحالة

مثال: توفرت لديك معطيات حول العائد المتحقق فعلاً لسهم شركة الجوهره خلال سنوات مختلفة ومتتالية.

10	10	10	16	16	10	5	-5	0	5	عائد السهم
----	----	----	----	----	----	---	----	---	---	------------

المطلوب: أحسب العائد المتوقع لهذه الورقة المالية؟

الحل:

$$E(R) = \frac{\sum_{i=1}^n Ri}{n} = \frac{5+0-5+5+10+16+16+16+10+10+10}{10} = \frac{77}{10} = 7.7$$

- اذا كانت عوائد الورقة المالية محتمل وقوعها: العائد المتوقع يساوي مجموع العائد المتوقع مضروب في احتمال وقوعه. حيث:

$$E(R) = \sum_{i=1}^n P(Ri) * Ri$$

$E(Ri)$ - العائد المتوقع للورقة المالية	$P(Ri)$ - احتمال تحقق العائد في كل سنة أو حالة أو مشاهدة
$n$ - عدد السنوات أو المشاهدات أو الحالة	$Ri$ - العائد المتوقع في كل سنة أو مشاهدة أو حالة

مثال:

فيما يلي التوزيع الاحتمالي تبعاً لواقع العوائد المحتمل حدوثها للورقة المالية - أ -

احتمال تحقق العائد	العائد المحتمل	الحالة الاقتصادية
0.2	20%-	كساد
0.3	15%	عادية
0.4	25%	ازدهار
0.1	30%	تضخم

المطلوب: أحسب العائد المتوقع للورقة المالية؟

الحل:

$$E(R) = \sum_{i=1}^n P(Ri) * Ri$$

$$E(R) = 0.2*(-20) + 0.3*15 + 0.4*25 + 0.1*30 + 30*0.1 = 13.5\%$$

✓ معدل العائد الحقيقي للورقة المالية: العوائد التي ذكرناها سابقاً هي عوائد اسمية ولتحويل العوائد الاسمية الى عوائد حقيقية يجب استبعاد التضخم حيث أن:

$$\text{معدل العائد الحقيقي للورقة المالية} = \frac{\text{العائد الاسمي للورقة المالية} + 1}{1 + \text{معدل التضخم المتوقع}}$$

مثال: اذا كانت معدل التضخم 5% وكان العائد الاسمي للورقة المالية هو 3%.

المطلوب: حساب المعدل الحقيقي للورقة المالية؟

$$\text{الحل: - معدل العائد الحقيقي للورقة المالية} = 1 - \frac{1 + 0.03}{1 + 0.05} = -0.019$$

يتضح من خلال حساب المعدل العائد الحقيقي للورقة المالية أن التضخم يؤدي الى تآكل العوائد وهو ما توضحه القيمة السالبة للورقة المالية.

### 1.3 مفهوم المخاطر المالية

تعرف المخاطرة على أنها درجة التقلب في العائد المتوقع، بمعنى آخر المخاطرة هي احتمال اختلاف العائد الفعلي للاستثمار قياساً بالعائد المتوقع من ذلك المستثمر، فالأول هو العائد الحقيقي من الاستثمار المتاح.

### 2.3 أنواع المخاطر المالية

هناك أنواع كثيرة من المخاطر التي المستثمرين في السوق المالي، ومهما اختلفت الأنواع إلا أن ذلك لا يعني أنها مستقلة عن بعضها البعض، وهي عادة مرتبطة ببعضها البعض، وتصنف من حيث ارتباطها بالمؤسسة الى مخاطر نظامية ومخاطر غير نظامية.

أ- **مخاطر نظامية (مخاطر عامة):** تعرف كذلك بالمخاطر العامة، وهي المخاطر التي تتولد عن العوامل العامة المشتركة التي ترتبط بالظروف الاقتصادية والسياسية العامة الشاملة لجميع النظام الاقتصادي، وهي ذلك الجزء من التقلب في العوائد الناجم عن العوامل المؤثرة في النظام الاقتصادي ككل، وتصيب كافة الشركات في السوق وبدرجات متفاوتة ومن دون أن يكون للإدارة قدرة على تجنبها، مثل: مخاطر أسعار الفائدة، مخاطر القيمة الشرائية (التضخم)، مخاطر الدورة الاقتصادية (كساد، رواج)، مخاطر طبيعية كالكوارث، مخاطر سياسية وأي أحداث عامة وهامة محلياً أو عالمياً تؤثر على الوضع الاقتصادي للدولة.

- **مخاطر السوق:** تعرف مخاطر السوق على أنها المخاطر الناتجة عن التحركات العكسية في القيمة السوقية لأصل ما (سهم، سند، فرض، عملة) أو عقد مشتق مرتبط بهذه الأصول، وبعبارة أخرى هي المخاطر المرتبطة بحالة عدم التأكد من تحقيق المؤسسة لأرباح نتيجة تغير ظروف السوق، وتندرج مخاطر السوق ضمن المخاطر النظامية.

- **مخاطر أسعار الفائدة:** هي المخاطر الناتجة عن تعرض المنشأة للخسائر نتيجة تحركات معاكسة في أسعار الفوائد في السوق، إذ أن ارتفاع أو انخفاض سعر الفائدة له تأثير معاكس على أسعار الأوراق المالية، حيث أن ارتفاع سعر الفائدة يؤدي إلى انخفاض أسعار الأسهم والسندات لأن المستثمر العادي في هذه الحالة سوف يفضل بيع الأوراق المالية التي يملكها ووضع ثمنها كوديعة في البنك تدر عليه عائد أكبر، وأن أي تغيير في أسعار الفائدة سوف يكون له تأثير على أسعار الأوراق المالية طويلة الأجل بشكل أكبر من تأثيره على أسعار الأوراق المالية قصيرة الأجل.

- **مخاطر التضخم:** بعض الأشخاص وتفادياً لخسارة جزء من استثماراتهم في الأسواق المالية تجدهم يضعون أموالهم في حسابات ادخار، ولكن ما يعتبر ضماناً وأماناً في مدة زمنية قصيرة قد يعتبر خطراً يهدد الأموال مع مرور الوقت، وهو ما يجلب نوعاً من المخاطر تتمثل في خطر التضخم، وهو ما يعني تدني القيمة الحقيقية لهذه الأموال فالمال تضعف قيمته تماماً بما يقارب نسبة التضخم التي تطرأ على الاقتصاد العام للدولة، ومثال على ذلك إرتفاع تكلفة المعيشة في الوقت الراهن مقارنة عنه في سنوات مضت. وأكثر الأدوات الاستثمارية التي تتأثر بهذه المخاطر هي الأدوات التي تتمتع بمعدلات فائدة ثابتة كالوديعة الثابتة في المصرف أو حسابات التوفير، أو الاستثمار في السندات.

- **مخاطر سعر الصرف:** يشمل العائد على الاستثمار في أسواق رأس المال الأجنبية العائد المتحقق نتيجة التغير سعر صرف العملة المستثمر بها، وبالتالي فعائد الأوراق المالية الأجنبية يشمل علاوة خطر سعر الصرف. كما أن حجم المخاطر يتوقف على تقلبات أسعار الصرف وعلى ارتباط عائد السهم وأسعار الصرف. لذلك فالمستثمرون يبحثون عن تنويع محافظهم الاستثمارية بشراء الأسهم من الدول التي تكون دوراتها التجارية منخفضة أو سالبة الارتباط مع الدورات التجارية لبلد المستثمر.

- **المخاطر السياسية:** هي تلك المخاطر المرتبطة بالأحداث السياسية لدولة معينة تؤثر وبشكل كبير على قرار الاستثمار، فهي قد تحول المستثمر إلى مضارب، وتدفع الكثير من المستثمرين إلى التخلص السريع من الأوراق المالية التي يجوزهم تجنباً للمخاطر التي قد تصيب هذا الاستثمار مثل الحروب العسكرية، الإرهاب، الاغتيالات السياسية، الفضائح السياسية، التصريحات السياسية وغيرها من الأحداث ذات الطابع السياسي.

ب- **المخاطر غير نظامية:** هي مخاطر تكون مصادرها خاصة منفردة تتعلق باستثمار أو مشروع معين أو قطاع محدد وتحدث في أوقات غير منتظمة ولأسباب خارجة عن ظروف السوق وتلعب الإدارة دوراً فاعلاً في التأثير عليها ولا يتأثر بها السوق بشكل عام، وفي حالة حدوثها فإن آثارها تكون جسيمة وتكون درجة المخاطر عادة مستقلة عن الظواهر الاقتصادية بشكل عام، وعلى العموم تتأثر المخاطر بعوامل يمكن السيطرة عليها إذا توفرت الكفاءة الجيدة في الإدارة العليا والتمويلية للمشروع، ولذلك يمكن تجنبها عن طريق التنوع.

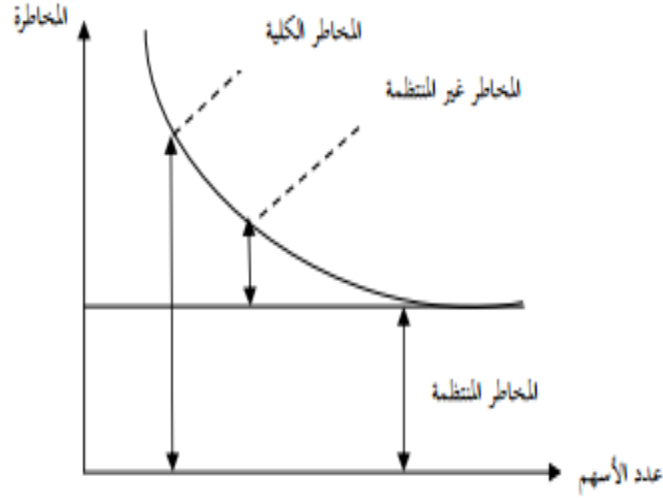
ومن المخاطر غير النظامية التي قد تحدث في شركة ما نجد:

- حدوث إضراب عمال في تلك الشركة أو في القطاع الذي تنتمي إليه تلك الشركة.
- ظهور اختراعات جديدة منافسة لما تنتجه الشركة.
- الحملات الإعلانية من المنافسين.
- تغير أذواق المستهلكين بالنسبة لسلعة هذه الشركة.
- ظهور قوانين جديدة تؤثر على تلك الشركة.
- يترتب عن الأخطاء الإدارية في المؤسسات كأخطاء عدم التحوط للأحداث غير متوقعة والارتباط بعميل واحد اختلال بين العائد المتوقع من الاستثمار والعائد الفعلي، بالرغم من قوة المركز المالي لهذه المؤسسات، فهذا النوع من الأخطاء قد يتسبب انخفاض معدل العائد الفعلي.

وبناءً على ذلك يمكن التفرقة بين الخطرين وفق الجدول التالي:

المخاطر غير نظامية	المخاطر النظامية
<ul style="list-style-type: none"> <li>- تنشأ بفعل عوامل تخص الشركة ذاتها .</li> <li>- تؤثر فقط في الشركة المعنية.</li> <li>- يمكن تجنبها عن طريق التنوع وذلك بالاستثمار في عدة بدائل استثمارية.</li> <li>- يمكن قياسها من خلال مقاييس التشتت.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- تنشأ بفعل عوامل مشتركة تشمل النظام الاقتصادي كله</li> <li>- تؤثر في جميع الشركات العاملة</li> <li>- لا يمكن تجنبها بالتنوع ولكن يمكن الحد من شدتها من خلال دراسة وتقدير العائد المتوقع .</li> <li>- يمكن قياسها من خلال معامل بيتا.</li> </ul>

ج- المخاطر الكلية: تمثل المخاطر الكلية اجمالي المخاطر التي يتعرض لها عائد الاستثمار، ويقصد بها التقلب الكلي في العائد على الاستثمار، بمعنى أن التوزيع الاحتمالي للعائد يعكس حجم المخاطر الكلية التي تطوي عليها عائد الاستثمار، والمخاطر الكلية هي حاصل جمع المخاطر النظامية والمخاطر غير النظامية للشركة، ويمكن توضيح العلاقة بينهما من خلال الشكل التالي:



يتضح من خلال الشكل أن المخاطر غير النظامية تنحدر بسرعة كلما زادت عدد الموجودات الاستثمارية للمحفظة ويعود السبب في ذلك الى تقليل المخاطر غير نظامية بزيادة عدد استثمارات المحفظة، الى أن يتم تقليل المخاطر غير نظامية الى أدنى حد ممكن، اذ تصبح المخاطر الكلية عند ذلك مساوية تقريباً الى المخاطر النظامية التي لا يمكن استبعادها عن طريق التنويع.