

محاضرة 7: العائد والمخاطر وعلاقتها بالقرارات المالية

سنقوم بداية بدراسة العائد والمخاطر ثم ندرس طرفا علاقة العائد والمخاطر بالقرارات المالية

اولا: ماهية العائد

1- تعريف العائد:

لقد ذهب العديد من الباحثين والكتاب إلى إعطاء تعارف متعددة حول مفهوم العائد منطلقين بذلك من الزاوية التي ينظرون إليها.

- من وجهة النظر الاقتصادية فيعرف العائد على انه "الغلة" أو العائد هو المكافأة الذي يمني المستثمر نفسه بالحصول عليها مقابل تخليه عن منفعة أو إشباع في المستقبل .
 - أما من وجهة النظر المحاسبية والمالية فينظر إلى العائد بأنه الزيادة في الإيرادات المتحققة عن تكاليف الموجودات المستخدمة في خلقها وهو الربح المحاسبي الظاهر بكشف الأرباح والخسائر وبهذا فإن الفرق بين الإيرادات الفعلية والنفقات الفعلية وهو ما يعبر عنه بالعائد إما صافي ربح أو صافي خسارة .¹
 - وينظر إليه Nothrup على انه ما يحصل عليه المستثمر من مبالغ بعد عودة مبلغ الاستثمار مضافا إليه مبلغ معين يمثل الربح وهي نتيجة عادلة نتيجة تحمله للمخاطر .
 - أما رياضيا فان مجموع العائد على الاستثمار هو مجموع التوزيعات النقدية أي على سبيل المثال، الأرباح أو دفعات الفائدة ، بالإضافة إلى التغيير في قيمة الاستثمار، مقسوما على قيمته من بداية المدة .²
- من خلال التعارف السابقة للعائد فيمكن أن يعرف العائد على انه بالإضافة إلى رأس المال المستثمر أو الأرباح التي يحصل عليها المستثمر في أصل معين وخلال مدة زمنية معينة كمكافأة عن تحمل مخاطرة الاستثمار .

1- مطر، محمد، " إدارة الاستثمارات الإطار النظري والتطبيقات العملية"، ط4، دار وائل للنشر ، عمان الأردن 2009

2- خصائص العائد:

الدراسة الحالية أن العائد يحمل الخصائص الآتية :

- ان العائد يرتبط بنتيجة النشاط وقد يكون ربحا أو خسارة.
- يعتبر العائد بمثابة التعويض الذي يحصل عليه كمكافأة تحمل للمخاطرة التي قد ترافق العمل.
- يتسم العائد بحالة عدم التأكد لان تحققه غير مضمون قد يتعرض العمل إلى خسارة بدلا من الربح. ويمكن تقسيم عوائد الموجودات إلى ثلاثة أشكال وهي كالآتي:
- **توزيعات الأرباح:** قد يكون العائد على شكل أرباح موزعة إذ ما كان الأصل المستثمر يمثل حق ملكية وبالتالي فان حامل السهم هو شريك في الحصول على الأرباح الموزعة إذا كانت سنة مربحة وكذلك يتحمل المخاطرة المتمثلة بالخسارة إذ ما تعرض الاستثمار في سنة معينة إلى خسارة
- **الفوائد :** قد يأخذ العائد شكل دفع الفائدة على فترات متقطعة إذا كانت الأصول تمثل أموالاً مقترضة مثل السندات , وان دفع الفائدة قد يكون ثابت أو متغير , ولكن سواء كان ثابت أو متغير،فانه سوف يدفع للمقرض لطالما القرض غير مسدد³
- **الأرباح الرأسمالية:** أما الشكل الثالث للعائد، والذي قد يكون أقل وضوحا من أي من هذه الأشكال ، وهو العائد الذي يأتي من التقدير في القيمة الرأسمالية للأصل. وان كثير من المستثمرين يستثمرون باسهم المنشآت ليس فقط للحصول على الأرباح الموزعة على الأسهم سنويا ولكن لأنهم يتوقعون قيمة الأسهم سوف ترتفع مع مرور الوقت , وبعبارة أخرى إذا استطاع المستثمر بيع السهم بسعر أعلى من مبلغ الشراء فان الفرق بينهما يمثل الربح الرأس مالي

3- أنواع العائد:

هناك أنواع متعددة من العائد , وان أكثر التقسيمات شيوعا وقبولا من المفكرين والباحثين هي كالتالي:

- **معدل العائد المتحقق أو الفعلي :** يشير معدل العائد السنوي المتحقق أو الفعلي على الاستثمار إلى معدل العائد الفعلي المتحقق عن النشاط التشغيلي للمنشأة الذي يحسب من بيانات كشف الدخل السنوي والميزانية العمومية السنوية للمنشأة , وكما عرف بأنه التغير في ثروة المستثمر في نهاية المدة عما كانت عليه في بداية المدة . وعرف أيضا على انه المبلغ الفعلي المستلم من الاستثمار بالأسهم العادية والاحتفاظ بها لفترة زمنية معينة .

1- Howells Peter & Bain Keith " **Financial market and institution**" 5th ed, published , prentice hall , 2007. P 193

- **معدل العائد المتوقع** : يعرف العائد المتوقع على انه المتوسط الموزون لنتائج العائد المحتمل إذ تكون كل نتيجة مرتبطة باحتمال حدوثها , وعرف العائد المتوقع أيضا بأنه القيمة التي يتوقعها المستثمر للعوائد المحتملة حدوثها عند الاستثمار في مشروع معين أو هو العائد الدوري الذي يتوقع الحصول عليه من كل دينار مستثمر في موجودات المنشأة .
- **معدل العائد المطلوب** : هو أدنى عائد يمكن أن يقبل به المستثمر مقابل تحمله للمخاطرة وان هذا العائد يعتمد على درجة المخاطرة التي يصاحبه , أو هو الحد الأدنى لمعدل العائد المقبول من المستثمرين قبل أن يذهب المال إلى الاستثمار وفي مستوى معين من المخاطرة .
- **العائد الرأس مالي**: يعرف العائد الرأسمالي بأنه العائد الذي ينتج عن الفرق بين سعر الشراء الحالي وسعر البيع في فترة لاحقة. وكذلك يعرف بأنه العائد المتحقق نتيجة ارتفاع القيمة السوقية للموجود المستثمر، في نهاية المدة عما كانت عليه عند شراء الموجودات في بداية المدة .⁴
- **العائد الدوري**: هو العائد المتحقق للمستثمر من خلال امتلاكه للموجود , أو هو العائد الإجمالي للوحدة الاقتصادية والذي يحصل عليه المستثمر على شكل أرباح موزعة بشكل دوري

ثانيا: ماهية المخاطر

1- تعريف الخاطر:

لقد تم تعريف المخاطرة في اختصاصات متعددة ومختلفة

- **في اللغة** فإن الخطر مستوحى من كلمة لاتينية هي RESCARE أي RISQUE والتي تدل على الارتفاع في التوازن و حدوث تغير ما بالمقارنة مع ما كان منتظرا و الانحراف عن المتوقع
- **أما مصطلحا** هو ذلك الالتزام الذي يحل في جوانبه الريبة وعدم التأكد المرفقين باحتمال وقوع النفع أو الضرر حيث يكون الضرر إما تدهورا أو خسارة.
- بينما في قاموس الخطر فقد عرفت بأنها التعرض للخسارة أو الضرر أو تعرف المخاطرة بأنها نتائج القرارات المالية والاقتصادية التي هي دائما تكاد تكون غير معروفة في الوقت الذي يتم اتخاذ القرارات⁵
- بصورة عامة تعرف المخاطر على أنها درجة من عدم اليقين من قبل المستثمر حول العائدات المستقبلية التي يمكن الحصول عليها من قبل المستثمر من خلال الاستثمار في أصل معين.

1- Howells Peter & Bain Keith " Financial market and institution" , le meme reference p194

1- بريكهام , اوجين و ايرهارت , ميشيل " الإدارة المالية النظرية والتطبيق العملي " تعريب سرور علي إبراهيم سرور , الكتاب الأول , دار المريخ للنشر – الرياض 2009 ص22

- عرفت المخاطرة أيضا على أنها الحالة التي يوجد فيها احتمال الانحراف عن النتائج المرجوة التي يتوقع أو يأمل بالحصول .

2- أنواع المخاطر:

إن التقسيمات العامة للمخاطرة التي اعتمد عليها عدد من الباحثين هي:

- **المخاطرة النظامية :** يمكن تعريف المخاطر النظامية أو ما تسمى بمخاطرة السوق هي المخاطر التي لا يمكن القضاء عليها ولا يمكن توقع وقت وقوع الحدث فيها , وبالتالي فإن هذا النوع من المخاطرة لا يمكن تخفيضها أو القضاء عليها عن طريق عملية التنويع . ويشتمل هذا النوع من المخاطرة بالضرر وف الاقتصادية و السياسية والاجتماعية لان المنشآت سوف تتأثر جميعها بهذه العوامل ولكن بدرجات متفاوتة

- **مصادر المخاطرة النظامية:** يمكن تصنيف أو تحديد مصادر المخاطرة المنتظمة كالتالي:

- **مخاطر أسعار أو معدلات الفائدة :** هي حساسية التغير في قيمة الموجود للتغيرات في أسعار الفائدة في السوق. , وبالتالي فان التغير في سعر الفائدة يؤثر ارتفاعا أو انخفاضا على الأصول الاستثمارية المتاحة وتتعرض للمخاطرة الناتجة عن الاختلاف بين العائد المتوقع ومعدلات العائد الفعلية نتيجة تأثير التغير في سعر الفائدة في السوق خلال مدة الاستثمار
- **مخاطر انخفاض القوة الشرائية :** إن السبب الرئيسي لانخفاض القوة الشرائية هو معدلات التضخم التي قد يعاني منها بلد معين , وهذا يعني أن القوة الشرائية بالنسبة لرأس المال المستثمر في الوقت الحالي تختلف عن قدرته بعد مرور سنة أو أكثر على الاستثمار نتيجة ارتفاع معدلات التضخم , وان الاستثمارات التي تكون معدلات الفائدة فيها ثابتة مثل السندات تكون أكثر عرضة لهذا النوع من المخاطرة
- **المخاطرة الغير نظامية :** هي المخاطرة التي تصيب شركة معينة أو قطاع معين وتكون مستقلة عن النشاط الاقتصادي , وتتمثل هذه العوامل بالإضراب العمالي في شركة محددة و الأخطاء الإدارية وبذلك يكون هذا النوع من المخاطرة مستقلة ليس لها علاقة بالسهم .

إن المخاطرة الغير نظامية تتسم بالخصائص الآتية:

- يمكن تجنب المخاطرة الغير نظامية بالتنويع.
- تنشأ المخاطرة الغير نظامية عن عوامل تنفرد بها المنشأة ويقنصر تأثيرها على المنشأة نفسها فقط .

- تقاس المخاطرة الغير نظامية بمعامل التباين.⁶

• مصادر المخاطرة الغير نظامية :

- **مخاطر الإدارة :** وهي المخاطرة التي تنشأ بسبب سوء تصرف إدارة المنشأة أو هي مقدار الأخطاء التي ترتكبها الإدارة التي تؤثر على العوائد المستقبلية للمنشأة بالرغم من قوة المركز المالي للمنشأة وجودة المنتجات أو الخدمات التي تقدمها
- **مخاطر الصناعة :** تعرف مخاطر الصناعة بأنها المخاطر التي تنتج نتيجة عوامل عديدة تؤثر على قطاع صناعي معين ويكون هذا التأثير واضح وملحوس دون أن تؤثر هذه المخاطرة على قطاع آخر
- **مخاطر الرفع التشغيلي:** تقاس مخاطر الرافعة التشغيلية من خلال قسمة التكاليف الثابتة للشركة على تكاليفها المتغيرة , فترتفع مخاطرة الرافعة التشغيلية كلما ارتفع الوزن النسبي للتكاليف الثابتة في رأس مال المشروع .
- **مخاطر الرفع المالي :** تزيد مخاطر الرافعة المالية أي شركة مع زيادة استخدامها للتمويل بالديون مقارنة بحقوق الملكية , و تقاس الرافعة المالية عادة بنسبة الديون إلى حقوق الملكية أو النسبة بين الديون و إجمالي الأصول, و مع افتراض تثبيت كافة الأمور و الأشياء الأخرى فإن قابلية عوائد حملة الأسهم للتباين تزيد مع استخدام المنشأة للرافعة المالية, و هو ما يطلق عليه مخاطر الرافعة المالية. مع قيام المنشأة باستخدام المزيد من الرافعة المالية ترتفع مصاريف الفائدة الثابتة بها, و هذه الزيادة تؤدي إلى رفع نقطة التعادل الخاصة بها , وتنقسم مخاطر الرفع المالي إلى قسمين هما التمويل الداخلي أو تمويل الملكية و التمويل الخارجي أو تمويل الاقتراض.
- **المخاطرة الكلية :** وتعرف بأنها التباين الكلي في معدل العائد على الاستثمار في الأوراق المالية أو أي استثمار آخر , وتشمل هذه المخاطرة حاصل جمع كل من المخاطرة النظامية والمخاطرة الغير نظامية لأي استثمار.⁷

ثالثا: علاقة العائد والمخاطر بالقرارات المالية

باعتبار أن الهدف الرئيسي الذي تسعى إليه الإدارة المالية هو تعظيم ثروة الملاك , والتي تأتي من تعظيم القيمة السوقية لهذه الثروة , وتعظيم هذه الثروة هو محصلة القرارات المالية سواء كانت قرارات التمويل أو الاستثمار, وتؤثر القرارات المالية من خلال تأثيرها على حجم العائد المتوقع الحصول عليه , وأيضا بتأثيرها على حجم المخاطر التي تتعرض لها .

1- بريكهام , اوجين و ايرهارت , ميشيل " الإدارة المالية النظرية والتطبيق العملي" , مرجع سبق ذكره ص 228

1- بريكهام , اوجين و ايرهارت , ميشيل , مرجع سبق ذكره ص 228

1- العلاقة بين العائد والمخاطرة :

لقد تم تفسير العلاقة بين العائد والمخاطرة وفق نظريتين وهما نظرية المنفعة ونظرية المبادلة

• **نظرية المنفعة للعلاقة بين العائد والمخاطرة :** يعتبر قانون المنفعة من بين الأساليب التي قدمت تفسير جيد لهذه العلاقة في ظل السلوكيات المختلفة للمستثمرين وكيفية اختيار الاستثمار الأمثل , فالمستثمر عندما يحقق عائد فإنه يحقق منفعة ويلبي إشباع من اشباعاته . كما أن هذه النظرية بنيت على فرضية المنفعة الحدية للعائد على الاستثمار وبنص هذا الافتراض على انه يوجد لكل مستثمر منحنى منفعة معين يبين ميل وسلوك المستثمر اتجاه عائد الاستثمار والمخاطر المترتبة عليه , ومن خلال منحنى العلاقة بين العائد والمخاطر نجد أن هناك علاقة طردية بين العائد والمخاطر , بحيث لا يتحمل المستثمر أي جزء من المخاطرة إلا إذا حصل على زيادة في العائد , وتتوقف درجة العوائد والمخاطر على نوعية وطبيعة المستثمر .

• **المبادلة بين العائد والمخاطر :** لا بد لأي قرار مالي سواء كان فرار استثمار أو قرار تمويل إن يتحمل قدر من العوائد والمخاطر , ويختلف حجمها حسب درجة قبول المستثمر للمخاطرة , ومن أهم العوامل التي تتحكم في هذه القرارات ما يلي :

- نوعية المستثمر
- أهداف المستثمر من العملية
- حجم الأموال المتاحة
- حجم المحفظة الاستثمارية

ولاتحاد القرار لا بد من القيام بعملية المبادلة بين العائد والمخاطرة , فعلى المستثمر أن يحدد توليفة الموازنة لديه بين العائد والمخاطرة , من خلال تقديره للعائد المتوقع الحصول عليه والذي يخلق الرضا وفقا لدرجة الخطر المقبولة لديه, لذا يعتبر العائد من أهم العوامل التي تدخل في عملية اتحاد القرارات المالية , ومما سبق نجد أن العلاقة بين العائد والمخاطر هي علاقة تعويضية أو توازنية وذلك انه كلما ارتفعت المخاطر المترتبة عن القرار المالي لا بد من تعويضه .⁸

2- نماذج اختيار القرارات المالية:

ظهرت مجموعة من النماذج التي قدمت تفسيرات مقبولة لاختيار القرارات المالية على أساس الموازنة في العلاقة بين العائد والمخاطرة نذكر منها :

- **نموذج تسعير الأصول الرأس المالية CAPM** : قدم هذا النموذج "وليام شارب" سنة 1964 م , وقيس هذا النموذج مخاطر الورقة المالية عن طريق تحديد حساسية التغير في عائد الورقة المالية بالنسبة للتغير في عائد السوق
- **خط سوق الأوراق المالية SML** : هو المنحنى الذي يمثل معادلة نموذج تسعير الأصول الرأس المالية , وهو عبارة عن خط مستقيم الذي يوضح العائد المطلوب لكل مستوى من مستويات المخاطر السوقية (بيتا)
- **نموذج تسعير المراجعة** : يقوم هذا النموذج على أساس إدخال تأثير العوامل الخارجية التي تؤثر على أسعار الأوراق المالية وكذا العوامل الداخلية الخاصة بكل شركة.⁹