

1-3- تسعير الأصول Capital Asset Pricing

يشير مفهوم تسعير الأصول إلى كيفية تقييم هذه الأصول مع الأخذ في الاعتبار المخاطر المتوقعة المرتبطة بها. وبوجه عام، فمن المتفق عليه أن المستثمر يطلب عائداً أعلى للاستثمارات المرتبطة بمخاطر أعلى، وقد كرست الجهود والوقت من قبل المهتمين بدراسات التمويل لقياس الخطر وتحديد أسلوب للمفاضلة بين العائد المتوقع والمخاطر المتوقعة – وهذا ما يطلق عليه سعر الخطر - بشكل يكاد يكون أكبر من الاهتمام بالموضوعات الأخرى، وقد نتج عن هذه الأبحاث والدراسات مجموعة من الأطر التي تصف العلاقة بين عمليات التنوع والخطر والعائد المطلوب. ومن أشهر الأطر ما يطلق عليه نموذج تسعير الأصول Capital Asset Pricing Model CAPM والصورة الأكثر عمومية منه والمعروفة بنظرية تسعير المراجعة Arbitrage Pricing Theory APT.

وقد تم الافتراض في هذه الأطر أن الخطر نفسه يعتمد على تذبذب العائد. ومن ثم فكلما زاد تذبذب العائد الخاص بأصل مالي معين كلما زاد الخطر المرتبط بهذا الأصل. ويعتمد كل من نموذج تسعير الأصول CAPM ونظرية تسعير المراجعة APT على فكرة مؤداها أن التذبذب Variability الكلي لعائد الأصل ينتج من مصدرين رئيسيين:

– المصدر الأول: مخاطر السوق الذي يوجد فيه الأصل، وهذه المخاطر لا تقتصر على منشأة معينة او على أصل معين ولكن تؤثر في جميع المنشآت وجميع الأصول بدرجة أو بأخرى. وهذا النوع من المخاطر قد جرى العرف على تسميته في الدراسات المالية بمخاطر السوق Market Risks أو المخاطر المنتظمة Systematic Risks. وتتبع هذه النوعية من المخاطر من متغيرات السوق نفسه سواء كانت متغيرات اقتصادية في المقام الأول وكذلك المتغيرات السياسية والاجتماعية المرتبطة بسوق مجتمع أو دولة معينة، وهذا النوع من المخاطر لا يمكن تحاشيه طالما يتم العمل داخل هذا السوق المحدد بغض النظر عن سياسة التنوع Diversification التي يتم اتباعها.

– المصدر الثاني: ما يسمى بالمخاطر الفردية individual Risk أو ما يسمى بالمخاطر غير المنتظمة Unsystematic Risk وتلك المخاطر ترتبط بأصل معين أو منشأة معينة داخل السوق مثل الاضطرابات والاختراعات

الجديدة المرتبطة بمنشأة معينة. (مع هذا النوع من المخاطر فإن المستثمر يستطيع إدارته عن طريق اتباع سياسة جديدة للتنوع وبما يمكنه من تكوين تشكيلة استثمارات ما يطلق عليه محفظة Portfolio فإذا نجح المستثمر في ذلك فإنه يستطيع تخفيض هذه المخاطر الخاصة إلى أقل حد ممكن).
إن هذه التفرقة بين مخاطر السوق وبين المخاطر الخاصة تقدم الأساس النظري لتسعير الخطر في الشركات المتعددة الجنسيات.

2- آلية حساب نموذج تسعير الأصول CAPM:

نعتمد نموذج CAPM لقياس مخاطر السوق المنتظمة، ورغم وجود بعض الانتقادات لهذا النموذج فإنه يشكل أداة مفيدة تساعد المستثمرين في تحديد العائد الذي يستحقونه مقابل الأموال التي يخاطرون بها في استثمار ما.

$$R_a = R_{rf} + \beta_a * (R_m - R_{rf})$$

حيث

R_a = Expected return on a security

معدل العائد المتوقع للورقة المالية

R_{rf} = Risk-free rate

معدل العائد الخالي من الخطر

R_m = Expected return of the market

العائد المتوقع للسوق

β_a = The beta of the security

بيتا للورقة المالية المدروسة

$(R_m - R_{rf})$ = Equity market premium

علاوة (فائض) سوق الأسهم

معدل العائد الخالي من الخطر: مفهوم نظري لعائد على استثمار ذو مخاطر معدومة، وهو بذلك يمثل العائد الذي يتوقعه المستثمر من استثمار مخاطره معدومة بالمطلق خلال فترة زمنية معينة. وغالبا ما يتم اعتباره مساوي لعائد

السندات الحكومية الأمريكية Government Bonds لمدة عشرة سنوات أي 1.69%. وذلك بافتراض أننا نحسب المؤشر في السوق الأمريكية.

هذا الرقم متغير لذلك ننصح الطالب بمراجعة الموقع التالي للحصول على معلومات محدثة عن هذا العائد في الولايات المتحدة وغيرها:

<https://www.bloomberg.com/markets/rates-bonds>

العائد المتوقع للسوق: وهو العائد المتوقع على محفظة السوق، وتوجد عدة طرق لحسابه حيث تنشر بعض الأسواق توقعات مستقبلية، أو نعتمد كما هو شائع الأرقام التاريخية للعائد لسوق معين في السنوات العشر الماضية كأن نعتمد مؤشر S&P 500 Index الذي يقيس أداء 500 شركة أمريكية ضخمة مدرجة في الأسواق المالية الأمريكية. ولتسهيل الأمر سنعتمد معدل 8% في مقررنا هذا.

بيتا للورقة المالية المدروسة: يقيس معامل بيتا (Beta Coefficient) مدى التذبذب العام بالسوق، فعندما تكون قيمة بيتا للسهم أو السند أعلى من 1، فمن المتوقع أن يتحرك السعر باتجاه أعلى من السوق. وبالعكس عندما تكون قيمة بيتا أقل من 1، فمن المتوقع أن يتحرك السهم أو السند باتجاه أقل من السوق. فعلى سبيل المثال، إذا كانت قيمة بيتا 1.5 فإن ذلك يعني بأن العائد على السهم من المتوقع أن يتحرك بمقدار مرة ونصف مقدار العائد من السوق. فإذا كان عائد السوق بمقدار 10% فإن عائد السهم بالمعدل سوف يكون 15%. وللمزيد من الوضوح، نقول إن معامل بيتا (Beta Coefficient) هو مقياس نسبي لحساسية عائد السهم إلى عائد إجمالي سوق الأسهم.

فإذا كانت البيتا للسهم أكثر من 1، فهذا يعني أن السهم على درجة عالية من التذبذب وله علاقة إيجابية بإجمالي سوق الأسهم. وإذا كانت البيتا للسهم أقل من 1، فهذا يعني أن السهم أكثر ثباتاً عن المتوسط، أو ذو علاقة بسيطة بإجمالي السوق. أما إذا كانت البيتا للسهم أقل من صفر، فهذا يعني أن للسهم علاقة عكسية مقارنةً بأداء إجمالي سوق الأسهم.

وسنقوم بضرب الأمثلة التالية على سبيل التوضيح: بيتا 1.5 تعني أن السهم يتحرك 50% أكثر من إجمالي السوق، وفي نفس الاتجاه. بيتا 0.5 تعني أن السهم يتحرك 50% أقل من إجمالي السوق، وفي نفس الاتجاه. بيتا (-1) تعني أن السهم يتحرك 100%، لكن في عكس اتجاه إجمالي السوق.

للحصول على معامل بيتا لأي مؤشر (محسوب شهرياً لمدة 3 سنوات) يمكن زيارة الموقع:

<https://finance.yahoo.com>

يوجد جهة اليمين مستطيل للبحث مكتوب في Quote Lookup، وفيه نكتب اسم الشركة ولتكن Facebook أو Apple أو New York Times، بضغط زر الإدخال نحصل على معلومات كاملة ومحدثة عن المؤشر بما فيها معامل بيتا (ملاحظة: يمكن استخدام رمز الشركة FB، أو AAPL، أو NYT للحصول على نفس النتيجة)

مثال: لنفترض توفر المعلومات التالية عن سعر أحد الأسهم:

معدل العائد الخالي من الخطر $R_{rf} = 3\%$

العائد المتوقع للسوق $R_m = 8\%$

معامل بيتا $\beta_a = 1.5$

المطلوب: حساب معدل العائد المتوقع للورقة المالية باستخدام نموذج تسعير الأصول CAPM.

الحل:

$$R_a = R_{rf} + \beta_a * (R_m - R_{rf})$$

بالتعويض: $R_a = 0.03 + 1.5 * (0.08 - 0.03) = 0.105 = 10.5\%$

بالاعتماد على العائد المتوقع للسوق $R_m = 8\%$ احسب معدل العائد المتوقع لورقة مالية لشركة عالمية تختارها في السوق الأمريكية باستخدام نموذج تسعير الأصول CAPM. احرص على أن تكون المعلومات حول معدل العائد الخالي

من الخطر R_{rf} ومعامل بيتا β_a دقيقة ومحدثة بالاعتماد على المواقع أعلاه.

3- السوق المالي العالمي The Global Financial Marketplace:

يمكن القول إن الأسواق المالية الآن قد أصبحت أكثر كفاءة عن طريق التكامل بين التطور الكبير في مجال الاتصالات وتكنولوجيا المعلومات، وقد ساعد هذا التكامل على إيجاد بنية تحتية إلكترونية Electronic Infrastructure تمكن من نمذجة العالم في شكل سوق كبير واحد للأفكار، والبيانات، ورأس المال. وكل هذه المكونات تتحرك ويتم تبادلها بمعدل سريع جداً بين أجزاء هذا السوق العالمي الواحد، ولا يحتاج الآن الأمر أكثر من دقيقتين من إلقاء رئيس الجمهورية، أو رئيس وزراء أو البنك المركزي أو أي مصدر مؤثر آخر بمعلومات معينة حتى يتم التعامل بأسعار جديدة لبيع وشراء العملات، والأوراق المالية والتي تم تحديدها - الأسعار الجديدة - بنا على هذه المعلومات التي لم ينقض على الإلقاء بها من مصدرها الأساسي في مكان ما في العالم أكثر من دقيقتين.

إن نتيجة ذلك هي استمرارية التعديل الشامل في السياسات الاقتصادية للدول المختلفة، تلك السياسات الاقتصادية التي تعتبر المحدد الأساسي للقيمة العملة الدولية معينة في وقت معين. ولعل أبرز مثال على ذلك استجابة وتأثر الأسواق العالمية السريع بنتيجة انتخابات الرئاسة الأمريكية - وتغير الأسعار - لتعكس السياسة المتوقعة اتباعها حتى من قبل أن يتم تطبيق هذه السياسة أو حتى مجرد الإعلان الكامل عنها بشكل رسمي. كما يمكن ملاحظة ترقب الأسواق المالية العالمية لأية تصريحات من جيروم باول رئيس الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي وخاصة فيما يتعلق بأسعار الفائدة.

كل هذه الارتباطات والتكاملات تشكل أحد أهم تجليات العولمة. نعمل في مجموعات ونستخدم الانترنت والمراجع المناسبة لتحديد مفهوم العولمة، وأنواعها، وأسبابها، ونتائجها. نخصص جزءاً من محاضرة لاحقة لمناقشة المعلومات التي جمعتموها.