

الفصل الثاني

تقييم الأسهم العادية

obeikandi.com

تمهيد:

تباين أهداف المستثمرين الماليين من وراء استثمارهم في الأوراق المالية، إلا أن الهدف العام والمرتبط بطبيعة الاستثمار أيا كان نوعه هو المتعلق بتعظيم المكاسب والمنافع من وراء ذلك، من خلال زيادة قيمة ومردودية تلك الأوراق المالية، الأمر الذي يؤدي بالتبعية إلى زيادة ثروتهم، ولتحقيق ذلك لابد من توفر أدوات تساعد المستثمر في اتخاذ القرارات المرتبطة بالاستثمار في الأوراق المالية.

وتعتبر عملية تقييم الأسهم العادية من التحديات التي تواجه الأطراف المتعاملة في سوق الأوراق المالية، كون أن مهمة تقييمها تنصب على تحديد القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقع أن يحصل عليها حملة الأسهم، وتوصف هذه التدفقات بصعوبة تحديد حجمها وتوقيت الحصول عليها، لذلك يستخدم معظم محللي الأوراق المالية نماذج لأغراض تحديد القيمة الحقيقية للسهم. ومن ثم يصبح تبني تحليل الأوراق المالية المرتكز على العوامل الأساسية وبدرجة أكبر وأشمل على نماذج التقييم أمراً ضرورياً لذلك، حيث أن ابتعاد المتعاملين في السوق عن قواعد التقييم من شأنه أن يؤدي لاتخاذ قرارات استثمارية غير رشيدة، مما يؤدي إلى انخفاض كفاءة السوق وارتفاع درجة الخطر النظامي، ما يترتب عنه ارتفاع في معدل العائد المطلوب وانخفاض جاذبية السوق للاستثمار فيه.

وسنحاول في هذا الفصل تناول تقييم الأسهم العادية من خلال عرض ماهية الأسهم العادية والقيمة، محددات القيمة السوقية للأسهم العادية في المبحث الأول. والمداخل المستخدمة في تحليل الأسهم بالتطرق لكل من التحليلين الفني والأساسي في المبحث الثاني. أما المبحث الثالث فيتضمن مختلف نماذج تقييم الأسهم العادية بدءاً بنموذج خصم توزيعات الأرباح، نموذج مضاعف الربحية، بالإضافة إلى عدة نماذج بديلة أخرى.

المبحث الأول: الأسهم العادية

تعتبر الأسهم من أكثر الأوراق المالية شيوعاً وتداولاً في السوق المالي، إذ تمثل مصدر تمويل طويل الأجل، فهي لا ترتب على الشركة المصدرة لها أي نوع من الالتزامات كما هو الحال بالنسبة للسندات، فالمساهم لا يحصل على نصيبه من التوزيعات إلا إذا تحققت أرباح وتقرر توزيعها، وهناك أنواع عديدة للأسهم إلا أن الدراسة ستتناول الأسهم العادية.

المطلب الأول: ماهية الأسهم العادية

1- مفهوم السهم العادي :

يعرف السهم العادي بأنه جزء من رأس مال الشركة، وهو يمثل حق المساهم ممثلاً بالنقود لتحديد مسؤوليته ونصيبه من الربح، وعادة ما يكون رأس مال الشركة المساهمة مقسماً إلى أجزاء متساوية يسمى كل منها سهماً¹.

كما يعتبر السهم العادي أيضاً بأنه أداة ملكية ذو صفة مالية قابل للتداول، لحامله الحق في الحصول على عوائد غير ثابتة بجانب حصته في موجودات الشركة والمثبتة في شهادة السهم².

2- خصائص الأسهم العادية:

تتميز الأسهم العادية بخصائص عديدة أهمها:

1- طاهر حيدر جردان، (1997): مبادئ الاستثمارات، دار المستقبل للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، ص 19.
2 - أرشد فؤاد التميمي، (2010): الأسواق المالية إطار في التنظيم وتقييم الأدوات، الطبعة العربية، دار اليازوري، عمان، الأردن، ص 154.

- قابليتها للتداول بالطرق التجارية، كالمناولة من يد الى أخرى كما هو الحال بالنسبة للأسهم لحاملها، أو بالقيود في سجل الشركة كالأسهم الإسمية، أو عن طريق عملية التظهير كالأسهم لأمر.
- تعد مخزنا للقيمة لكون قيمتها تتزايد مع تزايد نجاح الشركة المصدرة لهذه الأسهم.
- الأسهم العادية متساوية القيمة ولا يجوز اصدار أسهم بقيم مختلفة.
- يعد السهم العادي أداة ملكية وليس أداة اقتراض.
- إن عائد السهم السنوي يتحدد بمدى تحقيق الأرباح وقرار التوزيع على المساهمين الذي يتخذ من قبل الهيئة العامة.
- يمارس المساهم دور انتخاب الممثلين والرقابة على الإدارة التنفيذية بحدود عدد الأسهم التي يملكها.
- يحصل حامل السهم العادي على حقوقه المالية من الدخل أو الموجودات بعد الوفاء بكافة الإلتزامات المترتبة على الشركة.
- تتحكم في القيمة السوقية للسهم العادي قوى العرض والطلب، فهي بالتالي عرضة للتقلبات السعرية¹.

3- الآثار المترتبة عن التمويل بالأسهم العادية:

تتميز عملية التمويل عن طريق الأسهم العادية بالعديد من المزايا بالنسبة للشركة المصدرة، ورغم المزايا إلا أن هذا التمويل لا يخلو من العيوب، وتتمثل أهم الآثار على الشركة فيما يلي:

1- فيصل محمود الشواورة، مصدر سبق ذكره، ص 80.

3-1- مزايا التمويل عن طريق الأسهم العادية:

- الشركة المصدرة للأسهم العادية ليست مجبرة قانوناً بإجراء توزيعات على المساهمين بشكل دوري، إذ ترتبط عملية توزيع الأرباح بتحقيق الشركة لنتائج إيجابية، وكذلك بسياسة الأرباح التي تحددها الجمعية العامة. هذا ما يجعل الشركة التي تلجأ إلى التمويل عن طريق الأسهم العادية تتعرض إلى مخاطر مالية أقل من تلك التي تلجأ إلى التمويل عن طريق أسهم ممتازة أو سندات، والتي تكون مجبرة لدفع أقساط الفائدة بشكل دوري وإلا يتم الاعلان عن افلاسها.
- الأسهم العادية مصدر تمويلي دائم للشركة، حيث لا يحق لحاملها استرجاع قيمتها من مصدرها.
- تنخفض نسبة الرفع المالي للشركة نتيجة لإصدارها مزيداً من الأسهم العادية، هذا ما يؤدي إلى الرفع من قيمتها الإقتراضية.
- تعتبر الأسهم العادية من أنسب مصادر التمويل لحيازة الأصول الثابتة¹.

3-2- مساوئ التمويل عن طريق الأسهم العادية:

- إلى جانب الميزات السابقة يعترى التمويل بالأسهم العادية بعض العيوب أهمها:
 - يؤدي التمويل بإصدار الأسهم العادية إلى توسيع قاعدة الملكية، وينعكس ذلك على إدارة الشركة، وأحياناً السيطرة على قرارات مجلس الإدارة، واحتمال تغيير طريقة إدارة الشركة بما يتلاءم مع توجهات الأعضاء الجدد، وذلك في حالة ارتفاع نسبة مساهمتهم في رأس المال.

1- عاطف وليم أندراوس، (2006): التمويل والإدارة المالية للمؤسسات، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، ص376.

- عدم تخفيض العبء الضريبي على الشركة عند استخدام التمويل بإصدار الأسهم، ذلك أن الأرباح الموزعة لا تضاف إلى مصاريف الشركة عند تقدير الدخل الخاضع للضريبة، أي لا يمكن خصم الأرباح الموزعة من الضريبة.

- إن إصدار الأسهم العادية والاكتماب فيها بواسطة المؤسسات المالية يكون مقابل عمولات ومصاريف تتحملها الشركة المصدرة.

- إن ارتفاع نسبة مساهمة حق الملكية في هيكل رأس المال قد يؤدي إلى ارتفاع تكلفة رأس المال، وبالتالي انخفاض العائد على رأس المال¹.

أما من وجهة نظر المستثمر، فمن أبرز عيوب الأسهم العادية أن حاملها ليس له الحق في المطالبة بالتوزيعات إذا حققت الشركة أرباحاً ولم تقرر توزيعها، أو في حالة عدم تحقيقها لأرباح.

4- تصنيف الأسهم العادية :

يمكن تصنيف الأسهم العادية حسب طريقة تداولها وطبيعة الاستثمار فيها كما يلي :

4-1- من حيث طريقة تداولها :

تصنف الأسهم العادية من حيث تداولها في سوق الأوراق المالية إلى²:

1- دريد كامل آل شبيب، (2007): مقدمة في الإدارة المالية المعاصرة، دار المسيرة، عمان، الأردن، ص 205-206.

2- دريد كامل آل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، مصدر سبق ذكره، ص 245-246.

4-1-1- السهم لحامله :

يكون السهم لحامله عند اصداره بشهادة لا تحمل اسم صاحبه أو مالكة، والهدف من ذلك تحقيق المرونة العالية في التداول في سوق الأوراق المالية، اذ تنتقل الملكية إلى المشتري بمجرد استلامه شهادة السهم.

4-1-2- السهم الاسمي :

يتم اصدار هذا النوع من الأسهم بإسم مالكةا الذي يثبت على الشهادة، بالإضافة إلى تسجيل اسمه بسجلات الشركة، ولذلك عند انتقال ملكية السهم من مستثمر إلى آخر يجب تسجيل هذا الانتقال بسجل المساهمين في الشركة المصدرة.

4-1-3- السهم الإذني أو لأمر :

في هذا النوع من الأسهم يتم ذكر اسم مالكة في شهادة الاصدار مقترنا بشرط الأمر، والمقصود بذلك أن يتم انتقال الملكية بواسطة تظهير الشهادة دون الحاجة للرجوع للشركة المصدرة.

4-2- من حيث طبيعة الاستثمار :

تصنف الأسهم العادية من حيث طبيعة الاستثمار إلى:

4-2-1- الأسهم الناجحة Blue Chip Stocks :

تصدر هذه الأسهم عادة شركات رائدة في صناعتها، وكثيرا ما تضع المؤشرات التي تقيم بها الشركات الأخرى، وتتمسم بكفاءة الادارة وتقديم منتجات مختلفة ذات جودة عالية ومميزة، كما تمتاز بسعرها المرتفع وبعاثد مقسومها المنخفض وبالقدرة على دفع مقسوم مستقر لسنوات الأداء الجيد والسيئ لمدة طويلة، اذ تعد

استثمارات جاذبة خاصة للمستثمرين الباحثين عن عوائد مستقرة وقابلة للتنبؤ، تباع بمضاعف أرباح عال ولها (بيتا) مقارنة للواحد، ويُصبح المستثمر بالبحث عن الانخفاضات الحادة والكبيرة في أداء السوق لشراءها، لأن أسعارها ترتفع وتستعيد الخسائر.

4-2-2- أسهم المضاربة Speculative Stocks :

تشتري أسهم المضاربة على أمل تزايد أسعارها مستقبلا، وبدلا من استناد قرارات المستثمرين على البيانات التاريخية الخاصة بالشركة فإن مشتري هذا السهم يراهن على أن ما قد يستجد من معلومات سوف يؤثر إيجابا على نمو الشركة ويزيد من سعر السهم، وتميل قيم هذه الأسهم ومضاعفات أرباحها للتقلب كثيرا عند استلام معلومات جديدة تتعلق بمستقبل الشركة، وتكون (بيتا) هذه الأسهم دائما أكبر من الواحد، لذلك على المستثمرين فيها التهيؤ لاحتمال تحقق خسائر، ولا يُتَظَر تحقق الأرباح على الدوام¹.

4-2-3- أسهم النمو Growth Stocks :

هي أسهم شركات تنمو مبيعاتها وعوائدها بسرعة تفوق نسبة نمو الاقتصاد، حيث تقوم هذه الشركات باستثمار كل أرباحها في عملية دفع نموها ولا توزع الأرباح لاستخدامها في تمويل توسعاتها، فبالرغم من أن هذه الشركات لا توزع أرباحها إلا نادرا فقيمتها ترتفع مع الزمن بشكل كبير، وهذه الزيادة في القيمة تعوض المساهم أحيانا أضعاف ما فاته من توزيعات الأرباح².

1 - محمد علي ابراهيم العامري، (2010): الإدارة المالية المتقدمة، دار اثناء، الأردن، ص 474-475.

2 - محمد أحمد عبد النبي، مصدر سبق ذكره، ص 61.

4-2-4- أسهم الدخل Income Stocks :

هي تلك الأسهم التي تتميز بتوزيع الأرباح بصورة مستمرة مقارنة بالشركات الأخرى، فطبيعة هذه الأسهم هي استمرارية حصول حاملها على الإيرادات الجارية من توزيع الأرباح بمعدل أكبر من متوسط السوق، ويفضلها المستثمرون الراغبون في الحصول على دخل نقدي جاري، والمستثمر المحافظ مثل : فئة المتقاعدين، صناديق الادخار، وحدات الضمان، وحدات التقاعد، إذ أن هذه الشرائح من المستثمرين تحتاج إلى سيولة نقدية مستمرة لتحقيق أهدافها.

4-2-5- الأسهم الدورية Cyclical Stocks :

تتميز هذه الأسهم بارتفاع درجة العلاقة بين أرباحها وإيراداتها والدورات الاقتصادية من رواج وكساد التي يمر بها الاقتصاد وتقلبات الظروف فيه، فعندما يكون رواج ويرافقه نمو اقتصادي فإن هذه الأسهم تحقق ربح، أما عند الركود تحقق خسارة، ومن أمثلة ذلك شركات صناعة مواد البناء والسيارات.

4-2-6- الأسهم الدفاعية :

تتميز الأسهم الدفاعية باستمرارية حصول حاملها على العوائد الجارية حتى في مرحلة ركود يمر بها الاقتصاد، وذلك لطبيعة منتجاتها التي لا تتأثر بالركود لأن الطلب عليها غير مرن مثل : صناعة الأغذية، صناعة الأدوية... إلخ¹.

المطلب الثاني: ماهية القيمة

يتطلب تحليل الأسهم وتحديد القيمة الحقيقية أكثر من مجرد صيغة كمية، إذ أن التحليل من أجل اتخاذ القرار الاستثماري من عدمه يتطلب متابعة لأداء الأسهم في

1- دريد كامل آل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، مصدر سبق ذكره، ص 249.

السابق ومن ثم بناء التوقعات العقلانية، ونظرا لأن ذلك يتطلب رؤية قيمة السهم من أوجه مختلفة، وإزالة الالتباس بين مداخل تحديد القيمة¹.

1- مفهوم القيمة:

تعد القيمة بالنسبة للمؤسسة شيئا مجردا يقوم بقياسها خبير باستعمال طرق مختلفة، لذا نجد أنها تحمل نوعا من الذاتية تبرز جليا عندما يقدم أكثر من خبير على قياسها ويتم التوصل إلى قيم متباينة لنفس الشركة، إن هذا التعدد في القيمة ناتج عن أمرين على الأقل هما²:

- تنوع طرق قياس القيمة، الأمر الذي يتيح للخبير عدة بدائل.
- الغرض من وراء عملية التقييم.

إلا أنه على الخبير المقيم الاجتهاد في الوصول إلى القيمة الحقيقية للشركة التي ترضي مختلف الأطراف المعنية بها (المشتري، البائع، المستثمرون الحاليون والمتوقعون، المسيرين).

2- أنواع قيم الأسهم العادية:

1-2- القيمة الإسمية Par Value :

وهي القيمة المثبتة في شهادة السهم، والتي في الغالب تحدد وفقا لقانون الشركات في البلد المعني، لذلك يطلق عليها بالقيمة القانونية. وهي قيمة متساوية

1 - محمود محمد الداغر، الأسواق المالية (مؤسسات، أوراق، بورصات)، دار الشروق، عمان، 2005، ص164.

2، سويسسي هواري، تقييم المؤسسة ودوره في اتخاذ القرار في إطار التحولات الاقتصادية بالجزائر، مصدر سبق ذكره، ص36.

لجميع الأسهم المصدرة والتي من خلالها تحدد نسبة مساهمة المستثمر في رأس مال الشركة.

2-2- القيمة الدفترية Book Value :

وهي القيمة المثبتة في سجلات الشركة وتمثل حق الملكية في الميزانية العمومية. وتعتبر هذه القيمة مؤشرا لقوة حقوق المالكين، لذلك فإن نموها من المؤشرات المهمة للمستثمر التي تدل على قدرة الشركة في التوسع والاستمرار. وعليه فإن الاعتقاد السائد بين المتعاملين في سوق الأوراق المالية هو أن السهم العادي يجب أن يباع بأكثر من قيمته الدفترية على الأقل في الأجل الطويل. وبمعنى آخر مضاعف القيمة الدفترية للسهم العادي (سعر اغلاق السهم إلى قيمته الدفترية) يجب أن يكون أكبر من الواحد الصحيح للدلالة على جاذبية أسهم الشركة¹.

2-3- القيمة السوقية Market Value :

تمثل القيمة السوقية للسهم القيمة النقدية المدفوعة من قبل المستثمر عند أية لحظة زمنية معينة، والتي تحدد بفعل عوامل العرض والطلب في سوق الأوراق المالية. ومن المفضل لدى المستثمر أن تكون هذه القيمة أعلى من القيمة الدفترية، إذ أن السهم الذي يباع بأدنى من قيمته الدفترية يوحي للمستثمر بأن الجهة المصدرة للسهم تعاني من صعوبات ومشاكل مالية².

وتعتبر القيمة السوقية المؤشر الذي يُرتكز عليه في اتخاذ قرارات البيع والشراء، كونها تمثل مؤشر هام لتقييم الشركة. وتعكس ما يتم تحقيقه من أرباح أو خسائر

1 - أرشد فؤاد التميمي، الأسواق المالية اطار في التنظيم وتقييم الأدوات مصدر سبق ذكره، ص 160.

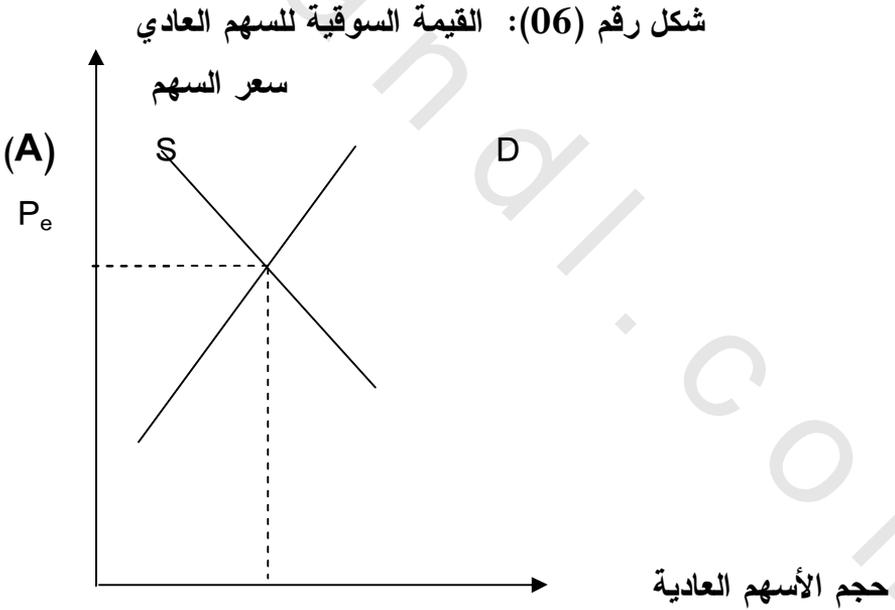
2 - أرشد فؤاد التميمي وأسامة عزمي سلام، مصدر سبق ذكره، ص 38.

وقدرتها على النمو، وكلها عوامل اذا تحققت تزيد من القيمة السوقية للأسهم ويزيد الاقبال عليها¹.

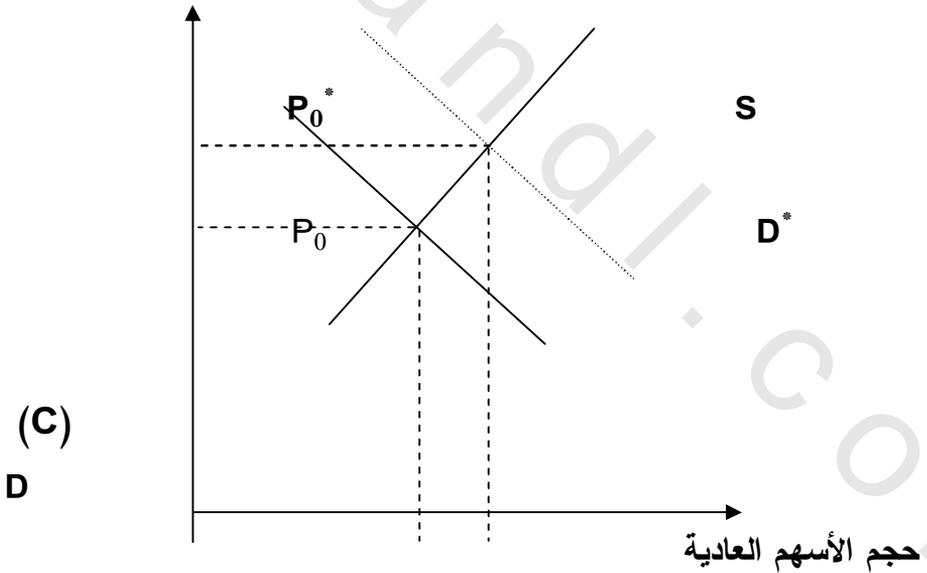
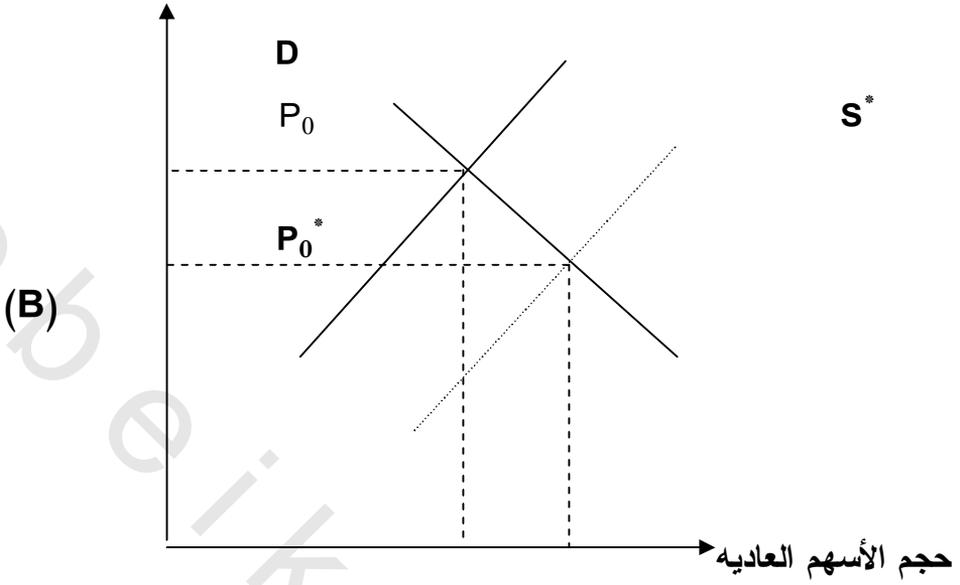
لذا يمكن القول أن القيمة السوقية للسهم تتقلب وفقا لسلوك المستثمر وتبعا للوضع المالي والظروف الاقتصادية التي تواجه الجهة المصدرة للسهم، إلى جانب العرض والطلب عليه.

وتحدد العلاقة بين العرض والطلب نظريا قيمة السهم، وأفضل مؤشرين لتمثيل هذه العلاقة هما الأسعار السائدة وحجم التداول للأسهم خلال مدة زمنية محددة، كما موضح في الشكل رقم (06):

شكل رقم (06): القيمة السوقية للسهم العادي



1- الياس بن ساسي ويوسف قريشي، مصدر سبق ذكره، ص 438.



المصدر : محمد علي العامري، الادارة المالية المتقدمة، دار إثراء، الأردن، 2010، ص477.

يتضح أن القيمة السوقية للسهم (سعر السهم) تتحدد عند نقطة تقاطع كمية عرض الأسهم العادية (S) والطلب عليها (D)، والنقطة P تمثل سعر التوازن للسهم الواحد الذي من خلاله يمكن تحديد اتجاهات السوق وحالات الارتفاع والانخفاض به، وعليه فإن أي تحرك لمنحنيات العرض والطلب نحو الأعلى أو الأسفل، يمينا أو يسارا، يؤدي إلى التغير في سعر السهم (PE) كما موضح في الشكل السابق في كل من (B) و (C)، ويشير هذا التغير إلى استجابة السعر للتغيرات في البيئة الصناعية والاقتصادية للشركة المعنية¹.

2-4- القيمة الحقيقية Intrinsic Value:

هي تلك القيمة التي تبرزها حقائق مالية واقتصادية تتمثل بقيمة موجودات الشركة، ومقسوم الأرباح المتوقع توزيعه ومعدلات النمو المتوقعة، لذلك فهي القيمة المخصصة للتدفقات النقدية بمعدل العائد المطلوب من قبل المستثمرين. يطلق عليها أيضا القيمة العادلة (Fair Value)، القيمة النظرية (Theoretical Value)، القيمة الصحيحة (True Value)، فإذا ما تحققت هذه القيمة في سوق الأوراق المالية فإنها تعبر عن حالة التوازن، لتعكس مدى استجابة السوق للمعلومات الجديدة بهدف تصحيح اتجاهات الأسعار السوقية نحو قيمتها الحقيقية².

إن القيمة الحقيقية للسهم هي ما يهتم المستثمر بالدرجة الأولى على اعتبار أنها تمثل ما يجب أن تكون عليه قيمة السهم. ويقوم المستثمر عادة بإجراء مقارنة بين القيمة الحقيقية المحسوبة وسعر السهم في السوق، فإذا كان سعر السوق أعلى من القيمة الحقيقية معني ذلك أن السهم مقيم بأكثر مما يجب ولا يصلح للاستثمار، أما إذا كان سعر السهم في السوق أقل من القيمة الحقيقية فإن ذلك يعني أن السهم مقيم بأقل مما

1- محمد علي ابراهيم العامري، مصدر سبق ذكره، ص 477.

2 - عدنان تايه النعيمي وأرشد فؤاد التميمي، (2009): الإدارة المالية المتقدمة، الطبعة العربية، دار اليازوري، عمان، ص 130.

يجب، وأنه يصلح للاستثمار، لأن سعر السوق سوف يرتفع مع الوقت ليصل إلى القيمة الحقيقية، مما يحقق ربحاً رأسمالياً للمستثمر.

إن الاختلاف بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية ناتج عن عدة أسباب أهمها المضاربات في سوق الأوراق المالية، عدم توفر المعلومات عن أداء الشركة، الإفصاح Disclosure غير الكافي عن المعلومات من قبل الشركة، تحليل خاطئ للمعلومات من قبل المستثمرين، والبطء في

ردة فعل السوق من حيث تعديل سعر السهم وفقاً للمعلومات الواردة، وهذا الاختلاف يخلق فرصاً للربح والاستفادة من عمليات شراء وبيع الأسهم في المدى القصير¹.

لذا فإن الغرض الأساسي في تحليل القيمة الحقيقية ومقارنتها بالسعر السائد في السوق ودراسة أنماطها الحالية والمتوقعة هو تحديد فيما إذا كان السهم ذا تسعير مُضخَّم أو مُخفَّف.

2-5- القيمة التصفية Liquidation Value :

تمثل هذه القيمة مقدار التدفق النقدي الذي يحصل عليه حامل الورقة المالية عند انتهاء عمليات الشركة وتصفياتها وبيع أصولها، وعلى هذا الأساس تمثل القيمة عند التصفية أدنى قيمة للورقة المالية أو السهم².

1- حمداوي الطاوس، مصدر سبق ذكره، ص 34-35.
2- محمد صالح الحناوي وآخرون، (2007): تقييم الأسهم والسندات مدخل الهندسة المالية، المكتب الجامعي الحديث، الاسكندرية، مصر، ص 57.

3- العوامل المؤثرة على قيمة السهم العادي :

تتقلب أسعار الأسهم في سوق الأوراق المالية بسبب التغير في العديد من العوامل، أهمها:

3-1- الوضع المالي والتجاري للشركة المصدرة للأسهم :

إذا تحسن المركز المالي للشركة وزادت قيمة أصولها ومبيعاتها سوف ينعكس ذلك في شكل زيادة لأرباحها، مما يؤدي إلى زيادة الطلب على الأسهم التي تصدرها هذه الشركة، وبالتالي ترتفع أسعار أسهمها في السوق، والعكس يحدث عندما يتعرض المركز المالي إلى مشاكل فتتخفف قيمة الأصول وينخفض نصيب الشركة في السوق.

3-2- الأوضاع الاقتصادية والسياسية للبلاد:

تتمتع الأسهم التي تصدرها الشركات التي تتبع دول تحقق معدل نمو مرتفع ومستقر في الناتج القومي الاجمالي بوجود استقرار في أسعارها، الأمر الذي يؤدي إلى زيادة الطلب على أسهم شركات هذه الدول، ومن ثم ارتفاع أسعار أسهمها بالمقارنة مع الدول الأخرى التي لا يتحقق فيها ما سبق. كما سيؤثر الاستقرار السياسي من عدمه على التقلبات في سوق الأوراق المالية عموماً، وفي الدولة التي تعتبر غير مستقرة أو بها أزمات سياسية خصوصاً، مما يدفع المتعاملين إلى توقع تغيرات في ظروف السوق وتقلب في أسعار الأوراق المالية وارتفاع درجة المخاطرة.

3-3- الحركة العامة للسوق:

تتأثر أسعار الأسهم ارتفاعاً وانخفاضاً لما تشهده سوق الأوراق المالية من تقلبات في حجم العرض والطلب على الأسهم، ومن المناورات التي يقوم بها

المضاربون بهدف التأثير على الأسعار، فكلما زادت التقلبات كلما زادت حدة التذبذبات في أسعار الأسهم وزادت المخاطر في السوق.

3-4- كميات التداول:

وهي من أهم العوامل اليومية التي تؤثر في أسعار الأسهم ارتفاعا وانخفاضا، ومن واجب المستثمر أن يتابع متوسط كميات التداول لكل شركة قبل أن يقرر شراء أو بيع أسهم هذه الأخيرة.

3-5- الشائعات:

وهي أخبار كاذبة تروجها بعض الجهات المغرضة، وهم المضاربون لتحقيق أهداف خاصة بهم وتحقق مصالحهم فقط على حساب كافة المتعاملين والاقتصاد ككل، ولكن ينبغي ملاحظة أن الشائعات وإن كانت تؤثر على السعر اليومي وعلى أسهم الشركات الضعيفة فقط، ولكن في الأجل الطويل لا يوجد لها أثر لأنه يتلاشى مع الزمن¹.

المطلب الثالث: محددات القيمة السوقية للأسهم العادية

يعتبر العائد مؤشر أساسي للاستثمار بالأسهم العادية، فهو مقياس مناسب لترتيبها والمفاضلة بينها، ويرتبط هذا الأخير بالمخاطرة التي تمثل عنصرا مهما يؤخذ بعين الاعتبار عند اتخاذ أي قرار استثماري.

1- السيد متولي عبد القادر، مصدر سبق ذكره، ص 151-152.

1- عائد السهم العادي:

يعرف العائد بأنه المكافأة التي يحصل عليها المستثمر تعويضا عن فترة الاستثمار والمخاطرة المحتملة من توظيف أمواله بالأسهم العادية، وشكل العائد إما يكون مقسوم أرباح نقدي يقرر من قبل ادارة الشركة طبقا لأرباحها وسيولتها، أو عوائد رأسمالية قد يتحصل عليها المستثمر من فروقات الأسعار في سوق الأوراق المالية. ويميز المستثمر بين العائد المتحقق، العائد المتوقع والعائد المطلوب.

1-1- العائد المتحقق :

يطلق عليه أيضا عائد فترة الاحتفاظ، يوصف بأنه أكثر مقاييس عوائد الأسهم واقعية ودقة، حيث يأخذ بعين الاعتبار الأرباح الموزعة والأرباح الرأسمالية، ويقاس اقتناء المستثمر لسهم كان قد اشتراه بمبلغ معين ثم يبيعه بعد ذلك، فإن العائد لفترة الاحتفاظ لهذا السهم هي¹:

$$R_i = (P_t - P_{t-1} + D) / P_{t-1} \dots (1-2) \dots$$

حيث:

R_i : عائد السهم

P_t : سعر السهم في الفترة t

P_{t-1} : سعر السهم في الفترة $t-1$

D : التوزيعات النقدية

1- محمد محمود الخطيب، (2010): الأداء المالي وأثره على عوائد أسهم الشركات، دار حامد للنشر، عمان، ص 80.

1-2- العائد المتوقع:

يقصد به المتوسط الموزون لاحتمالات العوائد التي يمكن تحقيقها وفقا لاعتقادات متخذ القرار (المستثمر) للطبيعة الاقتصادية المطلوب التنبؤ بها للاستثمارات ذات المخاطرة، ويحسب بالصيغة الآتية :

$$E(R) = \sum_{t=1}^n R.P \dots\dots\dots (2-2)$$

حيث :

R : عائد السهم

P_r : احتمالية حدوث هذا العائد

أي أن متخذ القرار يعتمد على نظرية الاحتمالات في تحديد عائد السهم، وبموجبها يضع توزيعات احتمالية تكون دالة لوصف العوائد الممكن تحقيقها طبقا لدرجة احتمال حدوثها.

1-3- العائد المطلوب Required Rate of Return:

هو العائد الذي يرغب المستثمر في الحصول عليه بما يتلاءم مع مستوى المخاطر التي سيتعرض لها الأصل أو أداة الاستثمار، فهو يمثل أدنى عائد يعوض المستثمر عن عملية تأجيل الاستهلاك ودرجة المخاطر المصاحبة للاستثمار، ويقصد بالمخاطر هنا المخاطر النظامية التي تزداد بزيادة معدل العائد على الأموال المستثمرة، وسوف يقبل المستثمر توظيف أمواله في نوع من الاستثمارات المقترحة إذا كان معدل

العائد المتحقق أعلى من العائد المطلوب¹. ويمكن حسابه وفق الصيغة الرياضية الآتية:

معدل العائد المطلوب = المعدل الخالي من المخاطر + علاوة الخطر

2- مخاطرة السهم العادي:

يمكن تعريف المخاطرة بأنها احتمالات وقوع الخسائر، ومخاطر الاستثمار بالأسهم العادية تعني احتمال أن يكون العائد المتحقق أقل من المتوقع، وكلما زاد الاحتمال فإنه مؤشر لزيادة المخاطرة، وقد يربط البعض المخاطرة بعدم التأكد (أي عدم امتلاك المستثمر المعلومات الكافية لوضع التوزيعات المحتملة للعوائد المتوقعة، حيث أن نسبة تحقق هذه التوزيعات تعكس ارتفاع أو انخفاض المخاطرة.

يتضح مما تقدم أن المخاطرة تنطوي على مفهوم مالي لأن مضمونها ينحصر باحتمالية تحقق عوائد السهم، لذلك فقد أصبحت معيارا مهما يُسترشد به عند توظيف الأموال بالأوراق المالية لدورها في تحديد سعر السهم ومعدل العائد المطلوب².

ويتعرض المستثمر في الأوراق المالية عموما والأسهم العادية خصوصا إلى المخاطر التالية:

- المخاطرة غير النظامية Unsystematic Risk

- المخاطرة النظامية Systematic Risk

- محمد صالح الحنلوي وآخرون، (2003): الاستثمار في الأوراق المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية، ص185.

2- أرشد فؤاد التميمي، أسامة عومي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية، مصدر سبق ذكره، ص 51.

2-1- المخاطرة غير النظامية:

يطلق عليها المخاطرة القابلة للتنوع. ويقصد بها ذلك الجزء من المخاطرة الكلية المرتبطة بعوامل خاصة بالشركة التي أصدرت السهم، حيث تؤثر سلبيًا على قيمة السهم السوقية مثل: انخفاض مبيعات الشركة وأرباحها أو تعرضها لمشاكل قانونية أو مشاكل بيئية¹.

2-2- المخاطرة النظامية:

هي ذلك الجزء من المخاطر التي يتعرض لها السهم والتي سببها عوامل تؤثر على السوق ككل، لذلك يطلق عليها أيضًا مصطلح مخاطر السوق، وهذه المخاطر لا يمكن إزالتها أو التقليل منها عن طريق تنويع الاستثمارات لأنها تتعلق بنظام السوق ككل وليس بشركة معينة، فهي تؤثر على جميع الشركات على اختلاف أنواعها وأنشطتها. ويعتبر معامل بيتا (β) من أكفأ مقاييس هذا النوع من المخاطر، فهو يقيس مدى تأثير عائد الشركة بالتغيرات التي تطرأ على عائد السوق.

3- نموذج تسعير الأصول الرأسمالية (CAPM):

3-1- مفهوم نموذج (CAPM):

يمثل نموذج تسعير الأصول الرأسمالية Capital Asset Pricing Model (CAPM) من أفضل النماذج تمثيلًا للمبادلة بين العائد والمخاطرة وقياس معدل العائد المطلوب، إذ قدم هذا النموذج من قبل شارب عام 1964 على خلفية نظرية المحفظة الحديثة التي قدمها ماركويتز عام 1952، ليكون هذا النموذج مؤشرًا مرجعيًا

1- أسعد حميد العلي، (2010): الإدارة المالية "الأسس العلمية والتطبيقية"، دار وائل للنشر، عمان، ص 321.

Benchmark لتقييم الاستثمارات وعائدها المتوقع¹، وعليه فإن العائد المطلوب يحسب حسب هذا النموذج وفقا للعلاقة التالية:

$$E(R) = R_f + B_i (R_m - R_f) \dots \dots \dots (3-2)$$

حيث:

$E(R)$: معدل العائد المطلوب.

R_f : معدل العائد الخالي من المخاطرة.

B_i : المخاطرة النظامية.

R_m : معدل العائد لمحظة السوق.

3-2- افتراضات النموذج:

من أجل تطبيق هذا النموذج هناك عدة فرضيات يجب مراعاتها، وتكمن الفكرة الأساسية لهذه الفروض في أن المستثمرين متشابهون في تفكيرهم وأسلوبهم في المحافظة على ثرواتهم وعدم حبههم للمخاطر، وتتمثل في²:

- لا يستطيع المستثمر التأثير في السوق بمفرده.

- جميع المستثمرين يخططون للاستثمار في الأسهم لنفس الفترة الزمنية.

- لا يدفعون ضرائب أو عمولات عند تبادل الأسهم.

1 - أرشد فؤاد التميمي، مصدر سبق ذكره، ص 165 - 166.

2 - Bodie Jack , (2004) : Essentials of investments, Mc Graw Hill, USA, p 221.

- المستثمرون يكونون محافظ ماليه من جميع الأسواق العالمية ويتحملون مخاطر غير محدودة.

- جميع المستثمرين عقلانيون في تكوين المحافظ المالية.

- جميعهم يقومون بتحليل الأوراق المالية بنفس الطريقة ويتشاركون نفس وجهة النظر الاقتصادية.

وتقوم هذه الافتراضات بتجاهل التعقيد الموجود في الحياة الواقعية، ولكنها تقودنا بشكل واضح إلى طبيعة التوازن في سوق الأوراق المالية.

3-3- معامل بيتا β :

يتم قياس المخاطر النظامية من خلال إيجاد قيمة معامل بيتا الذي يربط حساسية معدل عائد السهم بمعدل عائد السوق، ويمكن قياسه بالمعادلة التالية:

$$\beta_{X1} = \frac{\text{cov}(R_X, R_m)}{\sigma^2 R_m} \dots \dots \dots (4 - 2)$$

فكلما كان الانحراف المعياري للعائد على السهم بالنسبة للعائد على السوق كبيراً، كلما كانت المخاطر المرتبطة بالسهم كبيرة، ومدى معامل ارتباط بيتا ما بين (1) و(1+) ¹، فإذا كان معامل بيتا الأصل الاستثماري يساوي (1)، فهذا يعني تغير عائد الشركة يكون مطابقاً للتغيرات التي تطرأ على عائد السوق وفي هذه الحالة تتطابق مخاطر الشركة مع مخاطر السوق، أما إذا كان معامل بيتا الأصل أكبر من (1) فإن التغير في عائد الشركة أكبر من التغير في عائد السوق وتكون مخاطر الشركة أكبر من مخاطر السوق، أما إذا كان بيتا السهم أقل من (1) فعندها تكون مخاطر الشركة أقل من مخاطر السوق ².

1- Feaber Esme, (2008) : All about stock, Mc grow, 3ed edition, USA, p 196.
2- قاسم نايف علوان وابراهيم محمد الزعلوك، (2005): أثر تغير العائد المتوقع على العائد المطلوب في ظل نموذج CAPM (دراسة تطبيقية)، مجلة العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير (العدد 05)، جامعة سطيف، ص 07.

المبحث الثاني : المداخل المستخدمة في تحليل الأسهم

تعتبر المعلومات والبيانات المتاحة للمستثمرين والخاصة بالأوراق المالية عاملاً أساسياً لاتخاذ قرارات الاستثمار، لذا فإن القيام بتحليل عميق لهذه البيانات يؤدي إلى استخلاص نتائج من شأنها أن تساعد على اتخاذ القرارات الاستثمارية المناسبة، وتشير أدبيات الاستثمار المالي إلى وجود مدخلين لتحليل الأوراق المالية هما:

- مدخل التحليل الفني Technical Analysis

- مدخل التحليل الأساسي Fundamental Analysis

المطلب الأول: مدخل التحليل الفني

يلجأ معظم المستثمرين والمحللين إلى التحليل الفني باعتباره مدخل مكمل للتحليل الأساسي، وذلك لاعتماده على استخدام معلومات الماضي للتنبؤ بأسعار الأسهم مستقبلاً على افتراض أن القيمة السوقية تتحدد وفقاً لقوى العرض والطلب، وأن قوى العرض والطلب محكومة بالعوامل الاقتصادية وتوقعات المستثمرين، بالإضافة إلى أن الأسعار تتحرك باتجاه عام ولفترة من الزمن وأي تغيرات في الاتجاه العام ما هي إلا رد فعل طبيعي لعلاقة العرض والطلب¹.

وفي هذا الصدد لا يركز التحليل الفني - على عكس التحليل الأساسي - على مسألة تحديد القيمة الحقيقية للورقة المالية بقدر ما يهتم بحركة الأسعار (أي حركة التداول) التاريخية، بهدف رصد نمط لتلك الحركة يمكن من خلاله تحديد التوقيت المناسب لاتخاذ القرار الاستثماري.

1- فيصل محمود الشواورة، مصدر سبق ذكره، ص 67.

يعتمد التحليل الفني على فكرة أساسية هي أن التاريخ يعيد نفسه في سوق الأوراق المالية، فإذا نتج عن المعلومات المنشورة في فترة ما نمط معين من التغير في الأسعار لعدة مرات، فإنه يمكن افتراض حدوث نفس النتائج في حالة ظهور هذا النمط والأحداث المقترنة به في المستقبل. وتأسيساً على فلسفته في تفسير حركة الأسعار، لا يعترف التحليل الفني بافتراضات كفاءة السوق، إذ أن الأسعار والعوائد يمكن التنبؤ بها من خلال تطوير مجموعة من قواعد التداول بناء على الأنماط التاريخية لحركة مؤشر السعر، فالسوق السعودية عادة ما تستمر لفترة تتراوح بين ثلاث وخمس سنوات بعدها تتجه الأسعار نحو الهبوط، وعند حدوث انخفاض كبير وملحوس في أسعار السوق يصبح من الممكن أن تتجه أسعار الأسهم نحو الارتفاع مرة أخرى¹.

ويقوم هذا المدخل على جملة من الافتراضات تتمثل فيما يلي²:

- تتحدد القيمة السوقية للسهم على أساس العرض والطلب.

- تتحكم في قوى العرض والطلب عوامل متعددة بعضها موضوعي والبعض الآخر غير موضوعي، حيث تتضمن العوامل الموضوعية المعلومات المالية الخاصة بالورقة المالية، بينما تتمثل العوامل غير الموضوعية التي لا تتفق مع التحليل الأساسي، على سبيل المثال: مزاج المستثمرين، التخمين...، وتؤدي آلية السوق دور الموازنة بين هذه العوامل لتحديد الأسعار الملائمة.

- يتيح السوق بصفة آلية ومستمرة وزناً لكل متغير من المتغيرات التي تحكم العرض والطلب، سواء الموضوعية منها أو غير الموضوعية، ليتم بشكل تلقائي تحديد الأسعار الملائمة.

1- رفيق مزاهدية، (2007): كفاءة سوق الأوراق المالية ودورها في تخصيص الاستثمارات - دراسة حالة سوق الأسهم السعودية، مذكرة مقدمة لنيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، جامعة باتنة، ص 73.
2- هوارى سويسى، (2007): أهمية تقييم المؤسسات في اتخاذ قرارات الاستثمار المالي، مجلة الباحث، (العدد 05)، جامعة ورقلة، ص 108.

- باستثناء التقلبات الطفيفة التي تحدث في الأسعار من وقت لآخر، فإن الحالة العامة تقضي بأن أسعار الأسهم تميل إلى التحرك في اتجاه معين وتستمر لفترة زمنية طويلة.

- يرجع التغير في اتجاه أسعار الأسهم في الأساس إلى التغير في العلاقة بين العرض والطلب، اذ يمكن معرفة أسباب ذلك من خلال تتبع ما يجري داخل السوق.

ومن بين الأدوات المستخدمة في التحليل الفني، نذكر مايلي :

1- مؤشر القوة النسبية: Relative Strength Index

يهتم مؤشر القوة النسبية بمقارنة سعر السهم في الأيام التي يكون فيها مرتفعا بسعره في الأيام التي يكون فيها منخفضا، ويحسب هذا المؤشر بالصيغة التالية :

$$RSI = 100 - [100/(SI+1)] \dots\dots\dots(5-2)$$

حيث :

SI : تمثل نسبة متوسط الأسعار المرتفعة خلال 14 يوما إلى متوسط الأسعار المنخفضة خلال الفترة ذاتها.

وتتراوح قيمة مؤشر القوة النسبية بين (0 و100%). وكلما ارتفعت قيمة مؤشر القوة النسبية كان ذلك دليلا على ارتفاع سعر السهم، وبالتالي تحقيقها للعوائد الرأسمالية خلال الفترة المدروسة، وللإشارة فإن مؤشر القوة النسبية لا يستخدم عادة لتحديد توقيت بيع أو شراء السهم بقدر ما يستخدم للمقارنة بين الشركات المختلفة داخل السوق أو داخل القطاع الواحد، ومن ثم تحديد أسهم الشركات الأكثر جاذبية للاستثمار¹.

1- رفيق مزاهدية، مصدر سبق ذكره، ص 77.

2- المتوسطات المتحركة: Moving Averages :

تعتبر المتوسطات المتحركة من أكثر أدوات التحليل الفني انتشارا واستخداما، فبدلاً من استخدام أسعار الاغلاق أو أعلى أو أدنى الأسعار في يوم تداول معين، يلجأ المحللون الفنيون إلى استخدام ما يعرف بالمتوسطات الحسابية لتلك الأسعار المحسوبة خلال فترات زمنية محددة، وفيما يخص الفترة الزمنية فإنه لا توجد فترة مثالية لاستخدامها في حساب المتوسطات المتحركة، إذ يستخدم عادة فترة تتراوح بين 5 أيام و200 يوم، حيث يقرر المحلل الفني الفترة الملائمة بالنسبة للشركة التي يقوم بتحليلها. أما أكثر المتوسطات المتحركة استخداماً فهي: 5، 10، 20، 50، 100، 200 يوم، كما أن تمثيل المتوسطات المتحركة بيانياً يتم باستخدام الأنواع المختلفة للرسوم البيانية كما هو الحال بالنسبة لسعر الاغلاق.

ويعتبر المحلل الفني أن سهم الشركة يكون مناسباً للشراء إذا تمكن متجه السعر اختراق متجه المتوسط المتحرك من الأسفل، بحيث يكون سعر الاغلاق فوق متجه المتوسط المتحرك، كما يعتبر المحلل الفني أن الورق المالية يجب بيعها إذا قام متجه السعر باختراق متجه المتوسط المتحرك من أعلى وكان سعر الاغلاق تحت هذا المتوسط¹.
ويحسب المتوسط المتحرك حسب الصيغة التالية :

$$MA_t = \frac{\sum_{i=t-n+1}^t P_i}{n} \dots\dots\dots (6-2)$$

حيث :

n : عدد الأيام أو الأسابيع

t : المدى الزمني لحساب المتوسط المتحرك (n=t).

Pi : سعر الاقفال أو قيمة المؤشر في اليوم i أو الأسبوع.

1- سامي خطاب، عبد الرؤوف رابعة، التحليل المالي وتقييم الأسهم ودور الإفصاح في تعزيز كفاءة سوق الأوراق المالية، ورقة عمل مقدمة خلال الندوة المنظمة من طرف هيئة الأوراق المالية و السلع، بورصة أبو ظبي، دبي، الشارقة، مارس 2006، ص 27.

3- استخدام الخرائط :

يغلب كثيرا على عمل الفنيين استخدام الخرائط وهذا ما يفسر ارتباط تسميتهم بها، وتفيد الخرائط كثيرا في نقل المعلومات والمؤشرات التي تتبع سلوك الأسعار في الماضي، مما يتيح للمحلل رؤية أدق لتلك المعلومات فيما لو كانت في شكل أرقام، وتفيده بذلك في استنتاج التحاليل المفضية إلى تحديد أوقات الارتفاع والانخفاض ومدة ذلك... الخ. اذ توجد أنواع كثيرة من الخرائط كخرائط الأعمدة، النقطة والشكل، ويستعمل كل نوع للغرض الذي يحاول المحلل الوصول إليه¹.

المطلب الثاني: التحليل الأساسي

هو أسلوب يستخدم لتقدير قيمة السهم وذلك بتحليل البيانات المالية الأساسية للشركة، بمعنى أن هذا التحليل يأخذ بعين الاعتبار تلك المتغيرات ذات العلاقة المباشرة بالشركة مثل: الإيرادات، توزيعات الأرباح، مبيعات الشركة وغيرها. وهناك بعض الانتقادات لاعتماد هذا الأسلوب في تقدير قيمة سهم الشركة، وهو أنه غير علمي لأنه من الصعب الحصول على صورة واضحة عن الشركة باستخدامه في ظل غياب أو عدم اعتبار متغيرات نوعية عن الشركة ووضع الشركة التنافسي في السوق. وبالرغم من هذه الانتقادات إلا أن التحليل الأساسي هو من الأدوات الشائعة التي تستخدم على نطاق واسع².

يقوم هذا التحليل على فرضية أن الأسعار الأوراق المالية تعكس صورة النشاط الاقتصادي على مستوى كل من الاقتصاد الكلي ثم اقتصاديات القطاع أو

1- هواري سويسبي، أهمية تقييم المؤسسة في اتخاذ قرارات الاستثمار المالي، مصدر سبق ذكره، ص 109.

2- ابراهيم الكراسنة، ارشادات في تقييم الأسهم والسندات، صندوق النقد الدولي، معهد السياسات الاقتصادية، أبو ظبي، 2005، ص 15.

الصناعة التي تنتمي اليه الشركة المصدرة للسهم، والانتهاؤ بظروف ونشاط الشركة نفسها¹.

ويهتم بالتحليل الأساسي المستثمرون الحاليون أو المحتملون، سواء الأفراد أو المؤسسات، ويهدف إلى :

- التعرف على القيمة العادلة لأسهم الشركة.
- تقييم القوة الأيرادية للشركة والعائد على الاستثمار فيه.
- تقييم هيكل رأس المال.
- تقييم مديونية الشركة في الأجل القصير والطويل.
- تقييم الفرص المستقبلية للاستثمار في الشركة ومعدلات النمو المتوقعة.
- تقدير التدفقات النقدية المستقبلية والتنبؤ بالعسر المالي أو تعثر الشركة².

ويستند التحليل الأساسي إلى مدخلين، المدخل الأول هو التحليل الكلي فالجزئي أو التحليل من أعلى إلى أسفل، ويتضمن ثلاث مراحل، الأولى تركز على الظروف الاقتصادية العامة بهدف التعرف على التغيرات المحتملة في الظروف الاقتصادية والتأثير المحتمل على سوق الأوراق المالية. المرحلة الثانية خاصة بتحليل ظروف الصناعة في محاولة لمعرفة الصناعات الواعدة، إما بسبب الظروف الاقتصادية، أو بسبب التطور التكنولوجي، أو أسباب أخرى. أما المرحلة الثالثة فتتناول التحليل على مستوى الشركة بهدف معرفة أفضل الشركات، والتي يوصي المحلل بالاستثمار في أوراقها المالية. ويستند التحليل الثاني إلى التحليل الجزئي فالكلي أو من أعلى إلى أسفل³.

1- محمد مطر وفايز تيم، (2005): إدارة المحافظ الاستثمارية، دار وائل، عمان، ص 133.

2- سامي خطاب، عبد الرؤوف ربابعة، مصدر سبق ذكره، ص 40.

3- نادية أمين محمد علي، (2007): تحليل أسواق الأوراق المالية، ورقة مقدمة لمؤتمر أسواق الأوراق المالية و البورصات، جامعة الامارات العربية المتحدة، أسبوط، ص 9-10.

1- التحليل الاقتصادي الكلي :

يهدف إلى التعرف على الظروف الاقتصادية المحيطة وتوجهات الحكومة وأولوياتها من خلال تحليل طبيعة السياسة النقدية، والتي تتمثل في ضبط عرض النقد ومدى تأثير ذلك على نسبة الفائدة السائدة في الأسواق من خلال تحديد الاحتياطات النقدية، ونسبة إعادة الخصم، والدخول في عمليات السوق المفتوحة. كذلك السياسات المالية المتمثلة في طبيعة السياسة الضريبية، الانفاق العام، كيفية تمويل العجز في الميزانية، احصاءات الناتج المحلي الإجمالي، معرفة هيكل أسعار الفائدة ومعدلات التضخم، ومدى احتمالات حدوث الدورات الاقتصادية من كساد ورواج¹.

2- التحليل الاقتصادي القطاعي :

تعد عملية تشخيص وضعية القطاعات المختلفة للاقتصاد مرحلة أساسية لاختيار القطاع أو القطاعات الواعدة. فعملية اختيار الأوراق المالية للشركات تتأثر بالدرجة الأولى بجالة القطاع الذي تنشط فيه بشكل عام، ذلك أن تحليل القطاع يوفر للمحلل معلومات هامة كحجم الطلب في السوق على منتجات القطاع، حالة المنافسين، بالإضافة إلى معرفة السياسات الاقتصادية للدولة تجاه القطاعات، إذ قد تكون بعض القطاعات تتلقى تحفيزات جبائية لتشجيع الاستثمار، وعند تحليل القطاع يجب التركيز على عدة جوانب، نأخذ منها على سبيل المثال مايلي² :

- طبيعة ونوع النشاط الذي يمارسه القطاع.

- معرفة القيود المفروضة على القطاع من طرف الحكومة، اتجاهاتها، حدودها ودرجة تأثيرها على النشاط الممارس في هذا القطاع.

1- دريد كامل آل شبيب، الاستثمار والتحليل الاستثماري، مصدر سبق ذكره، ص 244.

2- هواري سويبي، تقييم المؤسسة ودوره في اتخاذ القرار في اطار التحولات الاقتصادية بالجزائر، مصدر سبق ذكره، ص 167-168.

- معرفة درجة التقدم التكنولوجي، وآفاق الاستمرار والتطور لهذا القطاع.

- معدلات الأداء المختلفة للقطاع وتأثير العوامل الاقتصادية المختلفة عليه، مثل العرض والطلب.

- تتبع تطور حجم المبيعات (الطلب) ومتوسط الأسعار المتعلقة بها وهيكل أسعار المنتجات الخاصة بالقطاع.

- ظروف العمل داخل القطاع ومتوسط تكاليفه.

- معرفة نسبة السعر إلى العائد PER للقطاع... الخ.

3- التحليل على مستوى الشركة :

ترتبط الأسهم العادية بالشركة المصدرة لها بعلاقة ذات دلالة اقتصادية، إذ تعكس القيمة السوقية للورقة المالية عوامل الضعف أو القوة للشركة، سواء ما يرتبط بموقعها الحالي أو بأدائها التاريخي أو برمجيتها، أو توازن مركزها المالي. ومن أهم أدوات تحليل المركز المالي للشركة نجد النسب المالية.

المطلب الثالث: الفرق بين التحليل الفني والتحليل الأساسي

يوضح الجدول رقم (1) أهم الفروق الجوهرية بين التحليل الفني والتحليل الأساسي

وجه المقارنة	التحليل الأساسي	التحليل الفني
المفهوم	- هو التحليل الذي ينصب على الظروف الاقتصادية العامة وظروف الصناعة وظروف الشركة.	- هو التحليل الذي ينصب على ظروف السوق (أسعار الأوراق المالية، حجم التداول وغيرها).

<p>الهدف</p> <p>- دراسة متغيرات السوق في الماضي والدورات، وذلك لأغراض التنبؤ باتجاهات السوق في المستقبل في مرحلة مبكرة لاتخاذ قرارات الاستثمار في الأوراق المالية.</p>	<p>- تقييم العوائد والمخاطرة لاتخاذ قرارات الاستثمار والإقراض.</p> <p>- تحديد الأسهم المسعرة بأقل من قيمتها الحقيقية لضمها لمحفظه المستثمر.</p>	
<p>الافتراضات</p> <p>- تتحدد القيمة السوقية للأوراق المالية من خلال تفاعل قوى العرض والطلب.</p> <p>- العوامل التي تحكم العرض بعضها منطقي والبعض الآخر غير منطقي.</p> <p>- أن السوق أفضل متنبئ لنفسه.</p> <p>- أن سوق رأس المال غير كفاء.</p>	<p>- أن سوق رأس المال كفاء.</p> <p>- يمثل هذا النوع من التحليل ضمان لعدم الوقوع في أخطاء استثمارية فادحة عند اتخاذ قرارات الاستثمار.</p>	
<p>مصادر البيانات الخاضعة للتحليل</p> <p>- أسعار الأوراق المالية.</p> <p>- حجم التداول.</p> <p>- عدد الصفقات وحجمها.</p> <p>- سلوك المستثمرين.</p> <p>- عمليات البيع على</p>	<p>عوامل اقتصادية عامة مثل:</p> <p>- الناتج القومي، أسعار الفائدة، أسعار الصرف، النفقات الرأسمالية.</p> <p>- عوامل متعلقة بالصناعة مثل: دورة حياة المنتج،</p>	<p>عوامل السوق نفسه مثل:</p>