

أهمية بناء محفظة الأوراق المالية بالاعتماد على أسلوب التحليل الأساسي

أ.د. حشماوي محمد

جامعة الجزائر 3

أ. سعيدي حنان

جامعة الجزائر 3

الملخص :

يهدف هذا المقال إلى إبراز أهمية التحليل الأساسي كخطوة أساسية في بناء وتشكيل محفظة الأوراق المالية، كونه يضيف طابعا موضوعيا على القرارات الاستثمارية المتعلقة بحيازة أو عدم حيازة تلك الأوراق المالية المشكلة للمحفظة، وذلك قصد تعظيم عوائد هذه الأخيرة وتقليل المخاطر المرتبطة بها. حيث يتبع أسلوب التحليل الأساسي منهجية متسلسلة في تحليل وتقييم الأوراق المالية فهو يقوم أولا بدراسة شاملة للمتغيرات التي من شأنها أن تؤثر على أسعار الأوراق المالية ثم ينتقل لتقييم الأوراق المالية بهدف الوصول لتحديد قيمتها الحقيقية والتي تكون موافقة للمعلومات التي تم تحليلها ودراستها، وتساعد هذه القيمة المستثمر في فحص العديد من البدائل الاستثمارية المتاحة و اتخاذ قراره الاستثماري المناسب والمتضمن مقارنة القيمة الحقيقية المتوصل إليها مع القيمة السوقية للورقة المالية وقت التقييم.

الكلمات المفتاحية: محفظة الأوراق المالية ، التحليل الأساسي ، تقييم الأوراق المالية.

Résumé :

Cet article vise à souligner l'importance de l'analyse fondamentale comme étape essentielle dans la construction et la mise en forme du portefeuille des titres financiers, car il donne un caractère objectif aux décisions d'investissement liées à la détention ou non de ces titres, afin de maximiser les rendements de ces derniers.

La méthode d'analyse fondamentale suit une méthodologie séquentielle dans l'analyse et l'évaluation des titres, elle étudie d'abord les variables qui influent sur les prix des titres financiers puis évalue les titres afin de déterminer leur valeur réelle, en accord avec les informations analysées et étudiées. Cette valeur aide l'investisseur à examiner plusieurs alternatives d'investissement disponibles pour prenant les décisions d'investissement appropriées, notamment en comparant la valeur réelle obtenue avec la valeur actuelle du titre financier au moment de l'évaluation.

Mots-clés: Portefeuille des titres financiers, analyse fondamentale, l'évaluation des titres financiers.

مقدمة :

توفر سوق الأوراق المالية للمستثمر أدوات وطرق عديدة للاستثمار ، حيث تتيح له القيام بعملية استثمارية فردية في أداة مالية واحدة، غير أنه ونتيجة لما قد تتضمنه هذه الطريقة من مخاطر فإن المستثمر يلجأ إلى تشكيل أو بناء محفظة الأوراق المالية المكونة من أصلين أو أكثر من أجل تخفيض درجة المخاطر التي يمكن أن يتعرض لها نتيجة التركيز على أداة استثمارية واحدة. وتعد عملية اختيار الأوراق المالية المكونة للمحفظة أهم خطوة من خطوات الاستثمار لأنها تعد الأساس في الحصول على أكبر عائد وبأقل درجة من المخاطرة، ولذلك لا بد من توفر أدوات منهجية تساعد صاحب المحفظة في اتخاذ القرارات المرتبطة ببناء محفظته، ومما سبق يجعل من أسلوب التحليل الأساسي الخطوة الهامة في سبيل اختيار الأوراق المالية المراد الاستثمار فيها والمكونة للمحفظة والذي يستند على دراسة وتحليل متغيرات البيئة الخارجية والداخلية للشركات المصدرة لتلك الأوراق المالية وذلك للوقوف على الفرص والمخاطر التي تواجهها ونقاط الضعف التي تعاني منها، ومن خلال هذا التحليل يمكن للمستثمر التعرف بدقة على أثر تلك المتغيرات في حجم التدفقات الخارجة والداخلية من وإلى الشركة.

وعلى ضوء ما سبق يمكننا طرح الإشكالية التالية :

إلى أي مدى يمكن الاعتماد على أسلوب التحليل الأساسي في بناء وتشكيل محفظة الأوراق المالية ؟

بناء على هذه الإشكالية يتم صياغة الفرضية التالية:

يعد التحليل الأساسي الأسلوب الأنسب لاختيار الأوراق المالية المكونة لمحفظة الأوراق المالية.

وللإلمام بالموضوع والإجابة على الإشكالية المطروحة تم الاعتماد على خطة البحث التالية:

- أولاً: مدخل للتعريف بمحفظة الأوراق المالية

- ثانياً: المحددات المهنية المتبعة في بناء محفظة الأوراق المالية

- ثالثاً: التحليل الأساسي كأسلوب يعتمد عليه في بناء محفظة الأوراق المالية

أولاً : مدخل للتعريف بمحفظة الأوراق المالية :

تعتبر محفظة الأوراق المالية إحدى أهم أدوات الاستثمار والتي سوف نتطرق إليها من خلال النقاط التالية:

1- مفهوم وأهداف محفظة الأوراق المالية :

هناك عدة مفاهيم لمحفظة الأوراق المالية نذكر منها:

-محفظة الأوراق المالية هي عبارة عن سلة من الأوراق المالية لشركات مختلفة يتم اختيارها وتوزيعها من مختلف الأنشطة الصناعية والتجارية لكي تعطي أعلى عائد وتقلل مخاطر الاستثمار إلى أقل حد ممكن⁽¹⁾.

- كما تعرف محفظة الأوراق المالية على أنها تشكيلة من الأوزان النسبية للأوراق المالية بعبارة أخرى

هي مجموعة النسب للأوراق المالية المملوكة لمستثمر ما والتي تساوي في مجملها 100 %⁽²⁾.

1- رزق عادل محمد، الاستثمار في البنوك والمؤسسات المالية من منظور إداري ومحاسبي ، دار الطبعة للنشر، الإسكندرية، مصر، 2004، ص 70.

2- Jacques Hamon, Bourse et gestion de portefeuille, Economica, 2 édition, Paris, 2005, p151.

- هي مصطلح يطلق على ما يمتلكه الفرد من الأسهم والسندات، والهدف من امتلاك هذه المحفظة هو تنمية القيمة السوقية لها، وتحقيق التوظيف الأمثل لما تمثله هذه الأصول من أموال⁽¹⁾.
- ويتضح من خلال المفاهيم السابقة أن محفظة الأوراق المالية هي عبارة عن تشكيلة أو خليط من الأوراق المالية التي يتم اختيارها بدقة بغرض تعظيم عائدها وتدنية مخاطرها، والتي يتم إدارتها من قبل مدير الذي يسعى لتحقيق جملة من الأهداف تتمثل في:
- الحفاظ على رأس المال الأصلي من خلال التنويع في الأوراق المالية وبالتالي تنويع درجة المخاطرة والعائد ويعتبر هذا الهدف أساسي لجميع المستثمرين بغض النظر عن ثرواتهم وطموحاتهم الاستثمارية، فالحفاظ على رأس المال الأصلي ضروري لاستمرار المستثمر بالسوق.
- تحقيق مستوى مقبول من السيولة، إذ أن اختيار مكون يتميز بالاستقلال النسبي من الأوراق المالية ذات الدخل الثابت فضلا عن الأوراق سريعة التسويق مثل أسهم الشركات الكبرى كفيل بتوفير تدفق نقدي مستمر كما يعطي إمكانية التغيير في مكونات المحفظة.
- نمورأس المال المستثمر عن طريق تنويع واختيار أوراق الشركات ذات النمو المحتمل مستقبلا.
- تقليل المخاطر بتنويع المستثمر لاستثماراته مما يقلل من تعرضه للمخاطر.

2- القيود والضوابط المرتبطة بتكوين محفظة الأوراق المالية :

يقوم المستثمر عند تكوينه لمحفظته تحديد القيود والضوابط التي يخضع لها عند تكوينها، والتي تتمثل فيما يلي⁽²⁾:

2-1- ضوابط وقيود زمنية :

أي المدى الزمني الذي يرغب صاحب المحفظة الاستثمار فيه وقد تكون هذه المدة قصيرة، ومتوسطة أو طويلة الأجل، حيث كلما زادت مدة الاستثمار كلما تنوعت الأوراق المكونة للمحفظة.

2-2- ضوابط وقيود مالية أو رأسمالية :

تتمثل في حجم ونوع الأموال المتاحة للمستثمر التي من خلالها يتم شراء وحيازة الأوراق المالية والقيام بعمليات التنويع في المحفظة، حيث كلما كانت الموارد المالية المتاحة لمسير المحفظة كبيرة كلما كانت قدرته على شراء مزيج مناسب من الأوراق المالية كبيرة.

2-3- ضوابط وقيود الحاجة إلى تسهيل المحفظة :

كثيرا ما يضع صاحب المحفظة قيودا على مدير المحفظة في شكل إمكانية تسهيل كامل المحفظة أو جزءا منها بشكل فجائي أو في الآجال القصيرة لاعتبارات معينة، مما يجعل مدير المحفظة يختار أنواع معينة من الأوراق المالية التي تمكنه من تحقيق هذا الهدف.

1- حسين عصام، أسواق الأوراق المالية (البورصة)، دار أسامة للنشر والتوزيع، عمان الأردن، الطبعة الأولى، 2007، ص 203.

2- محسن أحمد الخضري، كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة، ايترك للنشر والتوزيع، القاهرة، الطبعة الثانية، 1999، ص ص 68-70.

2-4- ضوابط وقيود ضريبية والزامية :

على المستثمر الأخذ بعين الاعتبار في تكوين محفظته القوانين والتشريعات التي تعطي مزايا وإعفاءات ضريبية للأوراق المالية أو لشركات بذاتها أو مناطق جغرافية معينة ، حتى لا يتفاجئ بها.

2-5-ضوابط وقيود المخاطرة:

إن درجة تقلب المخاطر تتنوع 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.

2-6-ضوابط وقيود نفسية ومعنوية :

تتأثر اتجاهات وقرارات المستثمرين بالتفضيلات والميولات والنوازع العاطفية لكل منهم وبالتالي فهي تؤثر في تكوين المحفظة للمستثمر.

3- أنواع محفظة الأوراق المالية :

تتنوع المحافظ المالية إلى الأنواع التالية⁽¹⁾:

3-1-محافظ الدخل أو العائد :

هي تلك المحافظ التي تهدف إلى تحقيق أعلى عائد بأقل درجة من المخاطر، وتحصل على الدخل النقدي من الأوراق المالية التي يحتفظ بها المستثمر في محفظته لأغراض تحقيق العائد من الفوائد التي تدفع للسندات أو التوزيعات النقدية للأسهم الممتازة أو الأسهم العادية ذات المخاطر المنخفضة، وعلى هذا فإن وظيفة محافظ العائد هي تحقيق أعلى معدل للدخل الثابت والمستقر للمستثمر وتخفيض المخاطر بقدر الامكان.

3-2- محافظ الربح أو النمو :

وهي المحافظ التي تشمل الاستثمار في الأوراق المالية التي تحقق ربح رأسمالي، كالاستثمار في أسهم المضاربة التي تتغير أسعارها في السوق المالي وتحقق نموا متواصلا في الأرباح الرأسمالية للمحفظة نتيجة ارتفاع الأسعار من خلال المضاربات أو الاستثمار في صناديق النمو التي تهدف إلى تحقيق تحسن في القيمة السوقية للمحفظة . إن شراء الأسهم التي ينتظر لها نمو عال ضمن محفظة الربح يتطلب تطبيق الأسس العامة في إدارة المحافظ الاستثمارية وأن تتمتع إدارة مثل هذه المحافظ بالنشاط والمتابعة المستمرة ومراقبة السوق والظروف الاقتصادية وحركة الأسعار في الأسهم بصورة دقيقة وواضحة، حيث إن مفهوم الربح يفترض تحقيق عوائد أعلى من تلك التي يحققها السوق بشكل عام، ولذلك فإن اختيار هذه المحفظة يتطلب عناية كبيرة لتحقيق هذا الهدف.

1- دريد كمال آل شبيب، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار الميسرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان الأردن، الطبعة الأولى، 2010، ص ص 21-23.

3-4- المحافظ المتنوعة :

وهي المحافظ التي تضم مجموعات متنوعة من الأوراق المالية مختلفة العائد والمخاطر ، فقد تكون مجموعة تحقق إيرادات جارية ورأسمالية أو إيرادات جارية فقط أو إيرادات رأسمالية فقط، وعادة تسمى إدارة هذه المحافظ بالإدارة الرشيدة ويفضلها المستثمر الرشيد الذي يوازن بين العائد والمخاطر.

4- سياسات تكوين محفظة الأوراق المالية :

يراعي المستثمر عند بناء محفظته السياسة التي يرغب في إتباعها لاختيار الأوراق المالية التي تكون تلك المحفظة وذلك على أساس الهدف الذي يسعى إليه ، وهناك ثلاث استراتيجيات رئيسية لتكوين وإدارة المحفظة تتمثل في⁽¹⁾:

4-1- الاستراتيجية الفعالة :

تهدف هذه الاستراتيجية بشكل رئيسي في الحصول على أرباح رأسمالية نتيجة ارتفاع الأسعار السوقية لمكونات المحفظة، وهذه المحفظة تسمى محفظة رأس المال وتمتاز بالمخاطرة العالية وفي الغالب تتكون من الأسهم العادية وتحقق هذه المحافظ أفضل النتائج في الأوقات التي يتوقع فيها ارتفاع أسعار الأسهم.

4-2- الاستراتيجية المتوازنة :

تحقق هذه الاستراتيجية استقرار نسبي في العائد عند مستويات مقبولة من المخاطرة، إذ أن مكونات المحفظة في إطار هذه السياسة متنوعة من أسهم عادية، أسهم ممتازة وسندات بحيث تؤمن فرص الحصول على دخل مستقر نسبيا في حدود لا تمنع مدير المحفظة من الاستثمار في فرص تحقق له عائد رأسمالي، وتتميز تلك الاستراتيجية في أنها تجمع بين الهجومية والدفاعية وقاعدتها الأساسية الملائمة بين السيولة والأمان والدخل.

4-3- الاستراتيجية السلبية :

يرتكز هدف المدير في ظل هذه الاستراتيجية في تحقيق الأمان والحد من المخاطرة قدر الإمكان، وتعتبر أنسب الأدوات المالية لتحقيق هذه السياسة هي الأدوات ذات الدخل الثابت مثل الأسهم الممتازة والسندات، ويطلق على هذه المحافظ بمحافظ الدخل لأنها تؤمن ثبات واستمرارية الحصول على الدخل كما أنها توفر عنصر الأمان لرأس المال المستثمر.

ثانيا : المحددات المهنية المتبعة في بناء محفظة الأوراق المالية

يعتمد بناء وتكوين محفظة الأوراق المالية على ثلاثة عناصر أساسية تتمثل في: التنوع ، العائد المحقق وخطر الأوراق المالية المكونة للمحفظة .

1- فؤاد عبد الحميد النواجحة ، قدرة نماذج تسعير الأصول الرأسمالية في تحديد أسعار أسهم الشركات المدرجة في بورصة فلسطين- دراسة تحليلية مقارنة، دراسة مقدمة لاستكمال متطلبات الحصول على درجة الماجستير في المحاسبة والتمويل، الجامعة الإسلامية غزة، كلية التجارة، فلسطين، 2014، ص 31 .

1- التنوع في محفظة الأوراق المالية⁽¹⁾ :

يعتبر التنوع في مكونات المحفظة من أهم أعمال المدير حيث يترتب على التنوع الجيد حصول أكبر قدر من العوائد بأقل درجة من المخاطرة ، فمبدأ المحفظة يركز على التنوع الذي يوفر للمحفظة سمة الأمان النسبي. وللتنوع استراتيجيات مختلفة في بناء المحافظ وهي كالتالي:

1-1- التنوع البسيط :

يقوم هذا النوع على مبدأ أنه كلما زادت الأوراق المالية التي تحتوي عليها المحفظة زاد تنوعها وبالتالي تقل خطورتها الكلية فيتحقق الأمان النسبي بشكل أكبر في مواجهة مخاطر الاستثمار ، فالمحفظة المكونة من ثلاث أوراق أقل خطورة من المحفظة ذات الورقتين.

2-2- تنوع ماركويتز :

تقوم فكرته على أساس أن مخاطر المحفظة لا تتوقف على مخاطر الاستثمار بل على العلاقة التي تربط بين أدوات الاستثمار المكونة للمحفظة، فإن كانت العلاقة بينهما طردية فالمخاطر تكون أكبر مما لو كانت العلاقة عكسية أو مستقلة، فمثلا انخفاض قيمة أسهم الشركات العقارية سيؤثر في قيمة أسهم شركات مواد البناء كالاسمنت والحديد لوجود علاقة بينهما ، بينما لا يؤثر هذا الانخفاض في أسهم شركات الغزل والنسيج.

3-1- التنوع الجغرافي أو الدولي :

وهو التنوع من خلال الاستثمار في أوراق مالية موجودة في أكثر من دولة ، ويمتاز هذا النوع بتنوع الأصول التي تتكون منها المحفظة وتنوع رأس المال في أكثر من دولة وتنوع العملات، وبسبب الاستثمار في أكثر من دولة تنوع العملات التي تقيم بها هذه الأدوات، فيكون الاستثمار في الأصول والعملات معا.

2- عائد محفظة الأوراق المالية :

يختلف عائد محفظة الأوراق المالية عن عائد الورقة الفردية، إذ يمثل مجموع المنافع الإضافية التي تدرها الأوراق المشكلة لها ، ويتحدد عائد المحفظة في ضوء العائد المتوقع من الأوراق المالية لهذه المحفظة، ويمثل العائد المتوقع للمحفظة العائد المتوقع لكل مكون من مكوناتها مرجحة بأوزان مساهمته برأس مال المحفظة⁽²⁾. ويمكن حساب العائد المتوقع للمحفظة بالعلاقة التالية⁽³⁾:

$$E(R_p) = \sum_{i=1}^n (W_i R_i) p_i$$

1 - - معهد الدراسات المصرفية لدولة الكويت، المحفظة الاستثمارية،، نشرة توعوية إضاءات، السلسلة السادسة، العدد 11، يونيو 2014، ص 03.

2 - أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية تحليل وإدارة، دار الميسرة، عمان، الطبعة الأولى، 2004، ص199.

3- MondherBellalah, Gestion de portefeuille (analyse quantitative de rentabilité et des risques), -pearsoneducation, Paris , 2004, p12.

حيث:

$E(R_p)$: العائد المتوقع للمحفظة .

W_i : وزن الورقة المالية إذا دخل المحفظة.

R_i : عائد الورقة المالية i .

p_i : احتمال حصول العائد i .

n : عدد الاحتمالات .

3- مخاطر محفظة الأوراق المالية :

تبعاً لمفهوم محفظة الأوراق المالية يتحمل المستثمر مخاطرة عند بناء محفظته حيث تختلف هذه المخاطرة من المخاطرة التي قد تتعرض لها ورقة مالية واحدة ويعود سبب ذلك إلى وزن مساهمة كل ورقة مالية في مخاطرة المحفظة. وعليه يمكن تعريف مخطر محفظة الأوراق المالية على أنه إمكانية خسارة بعض أو كل استثمارات المحفظة ، أو درجة الانحراف والبعد عن العائد أي دالة لتقلب العوائد المتوقعة من جراء توظيف موارد مالية في محفظة استثمارية معينة⁽¹⁾.

وتنقسم مخاطر المحفظة إلى قسمين هما مخاطر منتظمة ومخاطر غير منتظمة:

3-1- المخاطر المنتظمة :

هي المخاطر العامة التي تؤثر على عوائد كافة الأوراق المالية بغض النظر عن المؤسسة المصدرة لتلك الأوراق أو القطاع التي تنتمي إليه، ويكون مصدر هذه المخاطر التغيرات التي تطرأ على الظروف الاقتصادية والسياسية والاجتماعية، فهي بذلك تتجاوز إطار المحفظة المالية لتصل إلى إطار السوق وعليه فهي تعرف باسم مخاطر السوق والتي يصعب على المستثمر التخلص منها أو تخفيضها بالتنوع في مكونات المحفظة إلا أنه يكمن توقعها بناءً على تحليل الوضعية الاقتصادية العامة.

وللمخاطر المنتظمة عدة مصادر تتمثل فيما يلي :

- **مخاطر سعر الفائدة:** يقصد بمخاطر سعر الفائدة قابلية التباين في العائد الناتج عن حدوث تغيرات في مستوى أسعار الفائدة، وتميل كل أسعار الفائدة السوقية إلى الارتفاع أو الانخفاض معاً على المدى الطويل ، وهذه التغيرات في أسعار الفائدة تؤثر على أسعار الأوراق المالية ذات الدخل الثابت مثل السندات أكثر من تأثيرها على الأسهم العادية⁽²⁾، ومنه تتجه أسعار هذه الأوراق المالية إلى عكس اتجاه سعر الفائدة.

- **مخاطر السوق:** تشير المخاطر السوقية إلى التحرك العام في أسعار الورقة المالية، حيث تتحرك هذا لأسعار معاً استجابة لأحداث خارجية (هذه الأحداث غير مرتبطة بصفة أساسية بالشركات

1- فلاح حسن الحسيني، مؤيد عبد الرحمان الدوري، إدارة البنوك: مدخل كمي واستراتيجي معاصر، دار وائل للنشر والتوزيع، رام الله فلسطين، 2000، ص 124.

2- طارق عبد العال حماد، إدارة المخاطر « أفراد - إدارات - شركات - بنوك ، الدار الجامعية، الاسكندرية، مصر، 2003، ص 368.

المعنية) ، فعندما يحدث التحرك في السوق الخاص بالسهم صعودا أو هبوطا لا يستطيع المستثمر فعل شيء لتجنب هذه التقلبات القصيرة الأجل في أسعار الأسهم المصاحبة لتلك الأحداث⁽¹⁾.

- **مخاطر القوى الشرائية:** يقصد بمخاطر القوى الشرائية فرصة تراجع القوى الشرائية للمدخرات أو الثروة المستثمرة بسبب التضخم، وتؤثر مخاطر القوى الشرائية في الأوراق المالية ذات الدخل الثابت، وذلك عندما يتجاوز معدل التضخم معدلات الفائدة الثابتة أما الأسهم العادية فهي تميل إلى التغير بدرجة أقل من مخاطر القوى الشرائية فهي تحوط جزئي لمخاطر التضخم⁽²⁾.

3-2- المخاطر غير المنتظمة :

هي المخاطر الناتجة عن عوامل تتعلق بالشركة أو قطاع معين وتكون مستقلة عن العوامل المؤثرة في النشاط الاقتصادي ككل، وعليه فهي مستقلة عن محفظة أوراق السوق أي مرتبطة بتكوين محفظة أوراق مالية معينة، ويمكن للمستثمر حماية نفسه من المخاطر غير المنتظمة تنوعا قطاعيا وذلك بالاستثمار في عدد مختلف من الأوراق المالية الصادرة عن قطاعات مختلفة، أو تنوع في الأوراق المالية المكونة للمحفظة بعدم الاقتصار على أوراق قطاع واحد أو شركة واحدة.

وتتمثل أهم مصادر المخاطر غير المنتظمة فيما يلي:

- **مخاطر الأعمال:** تشير هذه المخاطر إلى درجة التقلب أو التذبذب في عائد العمليات التشغيلية للشركة المستثمر في أسهمها، والذي ينعكس على مقدار العائد المتوقع من الاستثمار الذي ينتظره المستثمر، وتنشأ مخاطر الأعمال بسبب طبيعة الأداء التشغيلي ومتغيراته، وبيئة التشغيل والتي تعد انعكاسا لمجموعة من العوامل سببها السياسات الإدارية والظروف الاقتصادية وتغيرات طلب المستهلكين والتغير في ظروف المنافسة والتي تسهم جميعها في تذبذب عائد العمليات التشغيلية ، ومن العوامل التي تؤثر في مخاطر الأعمال التغير في حجم الطلب على منتجات الشركة، التغير في أسعار بيع منتجات الشركة، التغير في أسعار المدخلات ودرجة الرفع التشغيلي.

- **مخاطر الإدارة :** يقصد بها الأخطاء التي يرتكبها المديرون والتي تؤثر على مسار الشركة ومستقبلها وبالتالي التأثير على عائد الاستثمار، فاتخاذ قرارات خاطئة قد يؤثر على أرباح الشركة وبالتالي على أسعار أسهمها، كما يمكن للأخطاء الإدارية غير المعتمدة في التسيير إلى الاقتراب من حالة إشهار الإفلاس، وفي بعض الأحيان يمكن للممارسات الخاطئة وغير المشروعة لإدارة شركة ما إلى منع تداول أسهمها في سوق الأوراق المالية .

- **مخاطر الصناعة :** هي تلك المخاطر التي تنتج عن ظروف وعوامل خاصة بقطاع معين أو بصناعة معينة دون أن يكون لها تأثير هام خارج هذا القطاع، ومن الأمثلة على هذه المخاطر وجود صعوبة في توفير المواد الأولية اللازمة للصناعة ووجود خلافات مستمرة بين العمال وإدارة المصنع وكذلك التأثيرات الخاصة للقوانين الحكومية المتعلقة بالرقابة على التلوث، وتأثيرات المنافسة الأجنبية على الصناعة

1- عبد الغفار حنفي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية: أسهم- سندات- وثائق الاستثمار- الخيارات، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2005، ص 197.

2- المرجع السابق ، ص 369.

المحلية، ومن المخاطر أيضا تغير أذواق المستهلكين أو ظهور اختراعات أحدث تؤدي إلى تحول المستهلكين عن منتجات الشركة .

- **مخاطر الإفلاس:** تنشأ مخاطر الإفلاس عن عدم قدرة الشركة على تسديد التزاماتها اتجاه الغير نتيجة التغير في سلامة مركزها المالي عند تنفيذ اقتراح استثماري، أو نتيجة توسع في أنشطتها، إذ قد تقترب أو تبتعد من مخاطر التوقف عن السداد وهو ما ينعكس على القيمة السوقية لأوراقها المالية.

ثالثا : التحليل الأساسي كأسلوب يعتمد عليه في بناء محفظة الأوراق المالية

عند قيام المستثمر ببناء محفظته لأول مرة يتطلب عليه اتباع خطوات محددة ومرتبطة بطريقة منطقية تساعده في اتخاذ قراراته المتعلقة بحيازة أو عدم حيازة الأوراق المالية المكونة لمحفظته، إذ تتمثل الخطوة الأولى في وضعه للاستراتيجية الملائمة للاستثمار تتضمن هذه الاستراتيجية تحديد أهدافه وقيمة الثروة التي سيقوم بتخصيصها للاستثمار الجديد وتحديد مستويات العائد المتوقع الحصول عليه في مقابل المخاطر التي يتحملها.

بعد تحديد المستثمر استراتيجيته الاستثمارية يجد نفسه في الخطوة الثانية في مواجهة تشكيلة واسعة من الأوراق المالية التي ينبغي عليه الاختيار فيما بينها و التي تتناسب وسياسته الاستثمارية ، ويتم ذلك بعد قيامه بعملية تحليل وتقييم لتلك الأوراق المالية ، ويعتمد في عملية التحليل والتقييم هذه على أساليب التحليل التي تساعده على معرفة خصائص الأوراق المالية المستهدفة والعوامل التي تؤثر عليها للوصول للقيمة الحقيقية للورقة المالية واكتشاف فرص تحقيق الأرباح ومن ثم توجيه القرارات بشكل سليم.

وفي ضوء ذلك يجد مدير المحفظة نفسه مجبرا على القيام بدراسة شاملة للمتغيرات التي من شأنها أن تؤثر في أسعار الأوراق المالية ، من دراسة للاقتصاد ككل ، دراسة القطاع التي تنتمي إليه الأوراق المالية، بالإضافة إلى دراسة وتحليل الشركة نفسها مصدرة الأوراق المالية ، وهذا للتوصل إلى التقييم العادل لها ودراسة العوائد المتوقعة المرتبطة بتلك العوائد وهذا ما يسمى بالتحليل الأساسي.

1- مفهوم التحليل الأساسي :

يطلق على أصحاب التحليل الأساسي بالأساسيين وهو يعني هذا التحليل بتحليل البيانات والمعلومات الاقتصادية والمالية بهدف التنبؤ بما ستكون عليه ربحية الشركة، بالإضافة للتعرف على حجم المخاطر التي تتعرض لها تلك الربحية ، وتمثل تلك المعلومات الأساس في تحديد السعر الذي ينبغي أن يباع به السهم الذي تصدره المنشأة⁽¹⁾، وهو يعتمد على الاعتقاد القائل أن قيمة السهم يعكس قوة الشركة المصدرة له لذلك يهتم بدراسة نقاط قوة وضعف هذه الشركة وذلك من خلال الدراسة المالية والدراسة الاقتصادية والدراسة القطاعية⁽²⁾.

1- منير ابراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، توزيع منشأة المعارف، الاسكندرية، 1999، ص 159.
2- Lawrence Gitman, Michael Joehnk, Gérard Desmulières , Frédéric Herbiñ, Octave Gokung, Geoges Langlois ,Investissement et marchés financiers, Pearson éducation,, 9eme édition, Paris, 2005, p298.

ويهدف التحليل الأساسي للوصول للقيمة الحقيقية أو العادلة للورقة المالية ومقارنتها بالقيمة السوقية ، وهذا ما يساعد المستثمر في اختيار مكونات محفظته من أوراق مالية، فإذا كانت القيمة السوقية للورقة المالية أكبر من قيمتها الحقيقية، يقوم المستثمر بتجن بهذه الورقة المالية، لأنها قيّمت بأكثر من قيمتها الحقيقية، أي أن قيمة هذه الورقة مبالغ فيها، أما إذا كانت القيمة السوقية للورقة المالية أقل من قيمتها الحقيقية هنا يكون أمام المستثمر فرصة استثمارية جيدة وبالتالي عليه اقتناء هذه الورقة.

2- مداخل التحليل الأساسي :

يوجد أسلوبان متعارف عليهما لدى المحللين في تتبع أسلوب التحليل الأساسي وهما أسلوب التحليل الكلي فالجزئي، وأسلوب التحليل الجزئي فالكلي⁽¹⁾:

2-1- أسلوب التحليل الكلي فالجزئي :

أو كما يطلق عليه التحليل من أعلى إلى أسفل ، تكون نقطة البداية في هذا الأسلوب هي الظروف الاقتصادية وأن تكون نقطة النهاية هي تحليل ظروف المنشأة ذاتها، وفي المرحلة الأولى من هذا التحليل يكون التركيز على تحليل الظروف الاقتصادية بهدف التعرف على التغيرات المحتملة في الظروف الاقتصادية في الدولة ، والتأثير المحتمل لتلك التغيرات على سوق رأس المال، يتبع ذلك تحليل ظروف الصناعة في محاولة لمعرفة الصناعة أو الصناعات الواعدة، إما بسبب الظروف الاقتصادية التي يحتمل أن تسود في المستقبل ، أو بسبب تطور تكنولوجي أو تغير اجتماعي، أو بسبب أي متغير آخر يحتمل أن يكون له تأثير على الصناعة. وفي المحطة الأخيرة يأتي التحليل على مستوى المنشأة بهدف معرفة أفضل المنشآت داخل الصناعات الواعدة التي يوصى بالحلل بالاستثمار في الأوراق المالية التي تصدرها.

2-2- أسلوب التحليل الجزئي فالكلي :

أو التحليل من أسفل إلى أعلى ،تكون نقطة البداية فيه هي تحليل ظروف المنشآت الفردية ، يتبعه تحليل الصناعة أو القطاع الذي تتبعه المنشأة ، وبذلك تكون المحطة الأخيرة هي تحليل الظروف الاقتصادية التي في ظلها تمارس الصناعات المختلفة نشاطها.

ولاختيار أحد الأسلوبين أو الجمع بينهما يجب على المحلل الأخذ بعين الاعتبار نقطتين أساسيتين وهما⁽²⁾:
- أن يراعي قيد تكاليف العملية، بحيث يحاول استعمال الأسلوب الذي يتيح له الوصول إلى اكتشاف الاستثمارات ذات الجاذبية وبأقل التكاليف الممكنة، كون أن زيادة هذه الأخيرة ستقلل من هامش الأرباح المتوقعة.
- ولا بد أن يدرك المحلل المالي بأن اختياره لأي أسلوب والوصول إلى القيمة المعطاة للسهم، ما هو إلا رأي يحمل صفة الموضوعية إذا كان محل إجماع وقبول عامين لدى المتعاملين في السوق، سواء كانوا المستثمرين أو المحللين الماليين، لأنه إن لم يدرك السوق- فيما بعد- بأن القيمة الحقيقية هي تلك القيمة

1- منير ابراهيم هندي، مرجع سبق كره ، ص ص 159-160.

2- هوارى السويسي، أهمية تقييم المؤسسات في اتخاذ قرارات الاستثمار المالي، مجلة الباحث، العدد الخامس، جامعة ورقلة ، 2007، ص 110.

المتوصل إليها في تحليله فإنه لا يمكنه تحقيق أرباح إضافية.

3- مراحل التحليل الأساسي :

- ينتهج أسلوب التحليل الأساسي منهجية متسلسلة في تحليل وتقييم الأوراق المالية بغية الوصول إلى القيمة الحقيقية للورقة المالية المستهدفة والتي على إثرها يتم اتخاذ قرار الاستثمار المناسب في الأوراق المالية، ويتم في ظل أسلوب التحليل الأساسي من الأعلى إلى الأسفل إتباع المراحل أو الخطوات التالية :
- تحليل العوامل الكلية للاقتصاد (التحليل الاقتصادي).
 - تحليل العوامل المرتبطة بالقطاع (التحليل القطاعي).
 - تحليل العوامل المرتبطة بالشركة المستهدفة (تحليل الشركة).
 - تقييم الأوراق المالية للشركة المستهدفة.

3-1- التحليل الاقتصادي :

يعتبر التحليل الاقتصادي الخطوة الأولى في منهج التحليل الأساسي حيث يهدف هذا التحليل إلى تحليل الظروف الاقتصادية الكلية للتنبؤ بالحالية الاقتصادية ومدى تأثيرها على الاستثمار في سوق الأوراق المالية ، ويهتم هذا التحليل بدراسة مؤشرات اقتصادية كثيرة يمكن أن تكون أساسا للتنبؤ بحركة الأسعار طالما يمكن اعتبار مؤشرات أسعار الأوراق المالية انعكاسا للظروف الاقتصادية المتوقعة أن تسود في المستقبل . ومن أهم هذه المؤشرات نجد :

- السياسة المالية :

تشمل السياسة المالية إدارة الضرائب والنفقات العامة والمديونية بواسطة الدولة⁽¹⁾، بهدف التحكم في النشاط الاقتصادي وتوجيهه، فإذا لجأت السلطات المالية إلى إتباع سياسة مالية توسعية عن طريق تخفيض معدل الضريبة على أرباح الشركات من شأن هذا الإجراء أن يترك أثرا إيجابيا على أرباحها الصافية حيث ترتفع هذه الأخيرة وهذا ما ينعكس على أسعار هذه الشركات بارتفاعها، غير أن تخفيض معدل الضريبة آثار سلبية أيضا أهمها تقلص موارد ميزانية الدولة، مما قد يضطر الحكومة إلى اللجوء إلى التمويل بالعجز ، وهو ما يتسبب عادة في حدوث موجات تضخمية وعليه تأمل الحكومة أن يكون التأثير الإيجابي لتخفيض الضريبة والمتمثل في زيادة أرباح المنشآت أكبر من التأثير السلبي المتمثل في انخفاض القيمة الحقيقية لتلك الأرباح والناجم عن حدوث التضخم. وإذا ما حدث ذلك تكون النتيجة المتوقعة اتجاه صعودي في حركة أسعار الأسهم، أما إذا حدث العكس وكانت الآثار السلبية لتخفيض معدل الضريبة أكبر من تأثيرها الإيجابي، حينئذ يتوقع أن تتجه الأسعار نحو الهبوط⁽²⁾. ويتجلى هنا دور التحليل الأساسي في التنبؤ بالتأثير النهائي المتوقع لتخفيض أو رفع معدل الضريبة على أرباح الشركات. أما إذا قررت السلطات المالية زيادة الإنفاق الحكومي في بعض القطاعات فإن هذا الإجراء سوف يؤدي إلى زيادة إيرادات هذه القطاعات وبالتالي يتوقع أن يكون اتجاه تصاعدي في حركة أسعار الأسهم المدرجة في تلك القطاعات⁽³⁾، وعليه عادة ما يقوم المحلل بتحديد القطاعات التي تأثرت بقرار زيادة الإنفاق الحكومي.

1- عبد العزيز فهمي هيكل، موسوعة المصطلحات العربية، دار النهضة العربية، القاهرة، مصر، 1980، ص 323.

2- منير ابراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، ص 162.

3- نفس المرجع السابق، ص 164.

وعلى العموم يجب على المحلل دراسة السياسة المالية التي تتبعها الدولة لمعرفة مدى تأثيرها على حركة أسعار الأسهم.

- السياسة النقدية :

يستخدم البنك المركزي أدوات السياسة النقدية للتأثير على عرض النقود وبالتالي التأثير على النشاط الاقتصادي بشكل عام والتأثير على أسعار الأوراق المالية بشكل خاص إما بطريقة مباشرة من خلال عمليات السوق المفتوحة أو بطريقة غير مباشرة عن طريق سياسات منح الائتمان .

فالتشديد في منح الائتمان عن طريق رفع أسعار الفائدة سوف يؤدي بوجه عام إلى انخفاض أسعار الأسهم بسبب انخفاض أرباح الشركات والعكس فالتسهيل في منح الائتمان سوف يؤدي إلى رفع من أسعار الأسهم ، وعليه فالسياسة النقدية تعد مؤشرا هاما يمكن الاعتماد عليه في التنبؤ باتجاه أسعار الأوراق المالية.

- معدل التضخم:

التضخم هو الارتفاع المستمر في المستوى العام للأسعار في الاقتصاد ، فقد يؤدي الارتفاع غير المتوقع في هذا المعدل إلى ترك أثر سلبي على الأوراق المالية نظرا لأن الإعلان عن ارتفاع معدل التضخم يعني توقع المزيد من الزيادة في ذلك المعدل من قبل المستثمرين مما يؤدي الى ارتفاع معدل العائد المطلوب على الاستثمار وانخفاض القيمة السوقية للسهم.

- حجم الناتج الوطني الخام:

يؤدي الإعلان عن زيادة غير متوقعة في حجم النشاط الاقتصادي إلى زيادة التفاوض بشأن مستقبل الاقتصاد مما سيزيد من حركة التعامل بالأسهم وبالتالي ارتفاع أسعارها، حيث أن المعدلات المرتفعة للناتج تخلق فرص استثمارية للشركات مما تزيد من مبيعاتها وهذا ما يؤدي الى زيادة التعامل بأسهما وبالتالي ارتفاع في قيمتها .

- معدلات الفائدة :

نظرا للعلاقة العكسية بين سعر الفائدة والقيمة السوقية للأسهم يؤدي الارتفاع في سعر الفائدة إلى انخفاض سعر الأسهم مما يدفع المستثمر إلى بيع الأسهم والاتجاه نحو الاستثمار في سوق السندات للاستفادة من مزايا معدلات الفائدة المرتفعة ، وإلى جانب آخر يمكن أن يأخذ الأمر اتجاها عكسيا إذ كلما اتجهت معدلات الفائدة نحو الانخفاض كلما كان ذلك مؤشرا ايجابيا للتحويل من سوق السندات إلى سوق الأسهم نظرا لارتفاع العوائد الاستثمار في هذه الأخيرة.

-تحليل المتغيرات الدولية:

يولي المحللون الأساسيون اهتماما بالغا بتحليل الأوضاع العالمية كون أنها تترك آثارا على اقتصاديات الدول الأخرى وعلى حركة أسعار أسهمها ، مثل الأحداث السياسية العالمية والأزمات المالية العالمية.

3-2- التحليل القطاعي:

تعد مرحلة تحليل ظروف القطاع الخطوة الثانية في التحليل الأساسي، إذ كما تبين أن التغير في الظروف الاقتصادية لها تأثير على أسعار الأوراق المالية وقد يشمل هذا التأثير جميع القطاعات ، كما قد يمس قطاعا أو عدة قطاعات ، ومهما يكن نطاق التأثير فإن درجته تختلف من قطاع لآخر. فتحليل القطاع

(الصناعة) يمكنّ المستثمر من اختيار القطاعات (الصناعات) التي يتوقع لها الازدهار والنمو والربحية في ظل التطورات الاقتصادية الكبيرة. وعليه تعد عملية تشخيص وضعية القطاعات المختلفة للاقتصاد مرحلة أساسية لاختيار القطاع أو القطاعات الواعدة، فعملية اختيار الأوراق المالية للشركات تتأثر بالدرجة الأولى بحالة القطاع الذي تشط فيه بشك لعام، إذ أن تحليل القطاع يوفر للمحلل معلومات هامة كحجم الطلب في السوق على منتجات القطاع، حالة المنافسين، حواجز الدخول والخروج، بالإضافة إلى معرفة السياسة الاقتصادية للدولة تجاه القطاعات، إذ قد تكون بعض القطاعات تلقى تحفيزات جبائية لتشجيع الاستثمارات فيها. إذا فتحليل القطاع وجمع المعلومات عنه تساعد المحلل في أخذ صورة أولية عن الشركات المنتمية لنفس القطاع، إذ أنها ستكون متقنة ومتشابهة في الخصائص، وتكون عرضة في أحيان كثيرة لنفس المخاطر المرتبطة بالقطاع مما تساعده في توقع المخاطر والمردودية المرتبطتين بالشركة.⁽¹⁾

وعند تحليل القطاع يجب على المحلل التركيز على عدة نقاط أهمها:

- التحليل التاريخي للبيانات التاريخية عن مبيعات وأرباح القطاعات للتنبؤ بمستقبل هذه القطاعات.
- تحليل حجم الطلب وحجم العرض على منتجات القطاع .
- تحليل ظروف المنافسة داخل القطاع .
- معرفة درجة التقدم التكنولوجي لهذا القطاع وطبيعة المنتج الذي يقدمه.
- معرفة أثر تدخل الحكومة في شؤون القطاع .
- ضرورة معرفة مدى تناسب سعر السهم مع الأرباح المتوقعة.

3-3- تحليل الشركة :

يعد تحليل ظروف الشركة الخطوة الثالثة في إطار منهج التحليل الأساسي ، حيث يهتم المحلل المالي بتحليل الوضع المالي التاريخي للمؤسسة بهدف تحديد ربحيتها ومدى نموها، وقوتها المالية وقدرتها على منافسة غيرها من المؤسسات المنتمية لنفس القطاع، مما يساعد على اتخاذ القرار الاستثماري، ويعتبر التحليل المالي للقوائم المالية والتحليل بالنسب المالية أهم الأدوات المستعملة في تحليل المركز المالي للشركة:

- التحليل المالي للقوائم المالية :

يعرف التحليل المالي على أنه مجموع الأدوات التي تسمح بمعرفة الوضعية المالية السابقة والحالية للشركة لمساعدة متخذ القرار في تسيير وتقييم الشركة⁽²⁾. كما تعرف القوائم المالية على أنها مجموعة كاملة من الحسابات تتضمن: الميزانية، قائمة حساب النتيجة، قائمة تدفقات الخزينة، قائمة تغير الأموال الخاصة والملاحق، والهدف من هذه القوائم تقديم المعلومات عن الوضعية والأداء المالي من أجل اتخاذ القرارات الاقتصادية.⁽³⁾

ولدراسة وتحليل القوائم المالية يكون أمام المحلل أسلوبين للتحليل هما أسلوب التحليل الهيكلي وأسلوب التحليل الأفقي ويبقى الاختيار بين الأسلوبين بما يلائم الغرض من التحليل⁽⁴⁾:

1- هوارى السويسي، مرجع سبق ذكره، ص 110.

2- Josette Peyrard, Analyse financière, vuibert entreprise, 7ème édition, paris, 1998, p 03.

3- Pascal Barneto, "Normes IAS/IFRS, Application Aux Etats Financiers", DUNOD, 2ème édition, Paris ,2006, P:261.

4- طارق عبد العال حماد، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية، الدار الجامعية، الاسكندرية، 2000، ص ص 87-90.

- التحليل الهيكلي للقوائم المالية: يقوم التحليل الهيكلي للقوائم المالية على التعرف على النسبة التي يمثلها بند معين ضمن مجموعة كلية أو مجموعة فرعية مثال ذلك نسبة النقدية إلى إجمالي الأصول أو إلى إجمالي الأصول المتداولة، ويطلق على هذا التحليل اسم التحليل الرأسي.

- التحليل الأفقي للقوائم المالية: يتم فيه عملية مقارنة القوائم المالية عن طريق وضع بيانات الميزانيات أو قوائم الدخل أو بيانات التدفقات النقدية جنباً إلى جنب ثم فحص التغيرات التي حدثت على كل عنصر داخل تلك القوائم من عام لآخر وعبر السنوات.

- تحليل النسب:

يعتبر تحليل النسب أكثر أدوات التحليل المالي استخداماً فهي تعبر عن علاقاتها بين بنود القوائم المالية، حيث تفيد في إعطاء معلومات عن أداء المؤسسة وهيكلها وتمويلها ودرجة جاذبيتها الاستثمارية، ويفضل عادة عند تحليل الوضع المالي للشركة الاعتماد على عدة نسب لتكوين صورة واضحة عن الوضع المالي للشركة وهذا لمساعدة المستثمرين من تقييم أداء الشركة واتخاذ القرارات في سوق الأوراق المالية . ويوجد العديد من النسب المالية يمكن حصر أهمها في النسب التالية:

- نسب السيولة: تقيس قدرة الشركة على الوفاء بالتزاماتها قصيرة الأجل.
- نسب النشاط: تستخدم لتقييم مدى قدرة الإدارة في استخدام موجوداتها.
- نسب الربحية: تقيس هذه النسب قدرة الشركة على توليد الأرباح من المبيعات وكذا قدرتها على توليد الأرباح من الأموال المستثمرة في الشركة.
- نسب الاقتراض: تقيس مدى اعتماد الشركة على الأموال المقترضة في تمويل احتياجاتها.
- نسب السوق: تقيس تأثير أداء الشركة على أسعار أسهما في السوق.

3-4- تقييم الأوراق المالية :

تمثل النماذج المستعملة في تقييم الأوراق المالية منهجاً لتحديد القيمة الحقيقية للورقة المالية طالما أن قرار الاستثمار يتخذ حاضراً فإن القيمة الحالية تعتبر الأساس الموضوعي للوصول إلى تقييم حقيقي للورقة المالية، ويتحدد قرار الاستثمار بمقارنة القيمة الحقيقية للورقة المالية بقيمتها السوقية للتأكد مما إذا تم تسعيره بشكل مناسب أم لا، فإذا كانت القيمة الحقيقية للورقة المالية أقل من قيمته السوقية يعني ذلك أن هذا الأصل مقيم بأكثر مما يجب أن يكون عليه فمن غير المناسب الاستثمار في هذه الورقة ، أما إذا كانت القيمة الحقيقية للورقة المالية أكبر من قيمتها السوقية فإن ذلك يعني أن هذا الأصل مقيم بأقل مما يجب أن تكون عليه في السوق، وعليه من المناسب الاستثمار في هذه الورقة لأن سعرها السوق سيرتفع مع مرور الوقت ليصل إلى قيمته الحقيقية وهو ما يتيح للمستثمر تحقيق أرباح رأسمالية.

وتختلف طرق تقييم الورقة المالية باختلاف نوعها وعليه سوف نتطرق إلى طريقة تقييم السهم وطريقة تقييم السندات فيما يلي:

– تقييم الأسهم :

يشير أصحاب التحليل الأساسي إلى نموذج مضاعف الربحية بالنموذج العملي أو الواقعي في تحديد القيمة الحقيقية للسهم وذلك نظرا لكثرة وشيوع استعماله من طرف العديد من المحللين الماليين والمتعاملين في السوق من جهة، ومن جهة أخرى لسهولة تطبيقه وفهمه بالمقارنة بطرق أخرى، ويعرف هذا النموذج بنسبة سعر السهم إلى ربحيته أو المضاعف ولذلك يتم احتساب هذا النموذج لمعرفة القيمة التي يكون المستثمر مستعدا لدفعها للحصول على سهم الوحدة الاقتصادية حيث يحسب هذا المضاعف من خلال سعر السهم السوقي على ربحيته، أما إذا كانت نسبة مضاعف الربحية معروفة مسبقا وتم ضربها بقيمة الأرباح المتوقعة على السهم في الفترة القادمة يمكن الحصول على تقدير لما يجب أن تكون عليه قيمة السهم الحقيقية في السوق المالي. وبناء على ما سبق فإن القيمة العادلة للسهم تحدد من خلال مضاعف السعر إلى ربحيته، حيث يتم توضيح هذا النموذج من خلال المعادلة الآتية⁽¹⁾:

$$V = \sum_{t=1}^n \frac{(m)(E_n)}{(1+k)^n}$$

حيث أن:

m : مضاعف قيمة السهم في السوق إلى ربحيته والذي يحسب بضرب (حاصل قسمة قيمة السهم على السوق على ربحيته في السوق) في 2 .

E_n : ربحية السهم العادي والتي تحسب من خلال قسمة صافي الربح على عدد الأسهم.

k : معدل العائد المطلوب .

V : القيمة الحقيقية .

إن معدل العائد المطلوب هو أدنى معدل عائد على الاستثمار يطلبه المستثمرون لتعويضهم عن تحمل المخاطرة وتأجيل الاستهلاك المالي للمستقبل، ويقاس بالمعادلة التالية:

$$K = Rf + B(Rm - Rf)$$

حيث أن :

K : معدل العائد المطلوب على الورقة المالية.

Rf : العائد الخالي من المخاطرة ويتم الرجوع في ذلك إلى العائد على أذونات الخزينة.

Rm : معدل عائدا السوق.

B : معامل بيتا والذي يحسب بالتباين المشترك لعائد الورقة المالية مع عائد السوق مقسوما على تباين عائد السوق.

(Rm - Rf) : علاوة مخاطرة السوق وحينما تضرب هذه الأخيرة في بيتا تعطي علاوة مخاطرة الورقة المالية.

1- كرار سليم عبد الزهرة، حسنين كاظم عوجه، حسنين راغب طلب، قياس القيمة العادية للأسهم باستعمال نموذج مضاعف الربحية (دراسة تطبيقية في المصارف العراقية الخاصة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية)، مجلة الفري للعلوم الاقتصادية والإدارية، المجلد 9 العدد 29، جامعة الكوفة، العراق، 2013، ص 203.

- تقييم السندات :

نقصد بتقييم السندات تحديد قيمته الحقيقية وتمثل هذه الأخيرة القيمة الحالية للتدفقات النقدية المتوقعة معبرا عنها بالفوائد الدورية والقيمة الاسمية للسند التي يتم استردادها عند نهاية تاريخ الاستحقاق ، وتحسب القيمة الحقيقية للسندات بالمعادلة التالية⁽¹⁾ :

$$P = \sum_{t=1}^n \frac{C}{(1+i)^t} + \frac{VF}{(1+i)^n}$$

حيث أن :

P : القيمة الحقيقية للسند .

C : مقدار الفائدة الدورية .

VF : القيمة الاسمية للسند .

i : معدل الخصم وهو ذاته معدل العائد المطلوب على الاستثمار في السند .

الخاتمة :

تمثل عملية بناء أو تكوين محفظة الأوراق المالية وسيلة من الوسائل الاستثمار الجيد التي تمكن المستثمرين من تلبية رغباتهم في الملائمة بين الربحية والسيولة والأمان وبالتالي زيادة ثروتهم، ولتحقيق ذلك لابد من الاختيار الجيد للأوراق المالية المكونة للمحفظة بالاعتماد على أسلوب التحليل الأساسي الذي يقوم بدراسة شاملة للمتغيرات والمعلومات الاقتصادية بهدف التنبؤ بما ستكون عليه ربحية الشركة المصدرة للأوراق المالية وحجم المخاطر المرتبطة بها، بشأنها للوصول إلى تحديد القيمة الحقيقية التي ينبغي أن تباع بها أوراقها المالية بإتباع آلية التقييم للحكم على جدوى الاستثمار من عدمه من خلال مقارنة القيمة الحقيقية بالقيمة السوقية. فإذا كانت القيمة الحقيقية للورقة المالية أقل من قيمتها السوقية فيكون تسعير الورقة المالية بأكثر مما يجب وعليه لابد على المستثمر تجنب الاستثمار في هذه الورقة، أما إذا كانت القيمة الحقيقية للورقة المالية أكبر من قيمتها السوقية فتكون الورقة قد سَعُرَت بأقل مما يجب وهذا ما يتيح للمستثمر تحقيق عوائد مرتفعة عند شرائه للورقة.

ولا يقتصر الاعتماد على التحليل الأساسي في بناء المحفظة لأول مرة بل يبقى الاعتماد عليه مستمرا في إدارة وتقييم المحفظة، لأن ما كان جذابا من الأوراق المالية قد لا يكون كذلك والعكس صحيح في ظل التدفق المستمر للمعلومات الجديدة، وبذلك يعد التحليل الأساسي نوع من التحاليل التي تضمن عدم الوقوع في أخطاء استثمارية عند اتخاذ قرارات الاستثمار.

1- Lawrence Gitman, Michael Joehnk, Gérard Desmuliers , Frédéric Herbin, Octave Gokung, Georges Langlois , op.cit, p494.

قائمة المراجع :

- رزق عادل محمد، الاستثمار في البنوك والمؤسسات المالية من منظور إداري ومحاسبي ، دار الطبعة للنشر، الإسكندرية، مصر، 2004.
- حسين عصام، أسواق الأوراق المالية (البورصة)، دارأسامة للنشر والتوزيع، عمان الأردن، الطبعة الأولى، 2007.
- محسن أحمد الخضري، كيف تتعلم البورصة في 24 ساعة، ايترك للنشر والتوزيع، القاهرة، الطبعة الثانية، 1999.
- دريد كمال آل شبيب، إدارة المحافظ الاستثمارية، دار الميسرة للنشر والتوزيع والطباعة، عمان الأردن، الطبعة الأولى، 2010.
- أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية تحليل وإدارة ، دار الميسرة، عمان، الطبعة الأولى، 2004.
- فلاح حسن الحسيني، مؤيد عبد الرحمان الدوري، إدارة البنوك: مدخل كمي واستراتيجي معاصر، دار وائل للنشر والتوزيع، رام الله فلسطين، 2000 .
- طارق عبد العال حماد، إدارة المخاطرأفراد - إدارات - شركات - بنوك ، الدارالجامعية، الإسكندرية، مصر، 2003، ص368.
- عبد الغفار حنفي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية: أسهم- سندات- وثائق الاستثمار- الخيارات، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2005.
- منير ابراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، توزيع منشأة المعارف، الاسكندرية، 1999.
- عبد العزيز فهمي هيكمل، موسوعة المصطلحات العربية، دار النهضة العربية ، القاهرة، مصر، 1980.
- طارق عبد العال حماد، التحليل الفني والأساسي للأوراق المالية، الدار الجامعية ، الاسكندرية، 2000.
- فؤاد عبد الحميد النواجحة ، قدرة نماذج تسعير الأصول الرسمالية في تحديد أسعار أسهم الشركات المدرجة في بورصة فلسطين- دراسة تحليلية مقارنة، دراسة مقدمة لاستكمال متطلبات الحصول على درجة الماجستير في المحاسبة والتمويل، الجامعة الاسلامية غزة، كلية التجارة، فلسطين، 2014.
- هوارى السويسي، أهمية تقييم المؤسسات في اتخاذ قرارات الاستثمار المالي، مجلة الباحث، العدد الخامس، جامعة ورقلة ، 2007.
- كرار سليم عبد الزهرة، حسنين كاظم عوجه، حسنين راغب طلب، قياس القيمة العادية للأسهم باستعمال نموذج مضاعف الربحية (دراسة تطبيقية في المصارف العراقية الخاصة المدرجة في سوق العراق للأوراق المالية)، مجلة الغزي للعلوم الاقتصادية والادارية، المجلد 9 العدد 29، جامعة الكوفة، العراق، 2013.
- معهد الدراسات المصرفية لدولة الكويت، المحفظة الاستثمارية، نشرة توعوية إضاءات، السلسلة السادسة، العدد 11، يونيو 2014.
- Jacques Hamon, Bourse et gestion de portefeuille, Economica, 2 édition, Paris, 2005.

- MondherBellalah, Gestion de portefeuille (analyse quantitative de rentabilité et des risques),pearsoneducation, Paris , 2004.
- Lawrence Gitman, Michael Joehnk, Gérard Desmuliers , Frédéric Herbin, Octave Gokung, Geoges Langlois ,Investissement et marchés financiers, 9eme édition, Pearson éducation, Paris, 2005.
- Josette Peyrard, Analyse financière ,vuibert entreprise,7ème édition, paris, 1998.
- Pascal Barneto, «Normes IAS/IFRS, Application Aux Etats Financiers», DUNOD, 2ème édition, Paris ,2006.