



قسم ادارة الاعمال

المرحلة الرابعة

إدارة المحافظ الاستثمارية

تحليل وتقييم الأوراق المالية

أستاذ المادة

م.م نسيم خضير عباس

الفصل الثاني: تحليل وتقييم الأوراق المالية

مقدمة

نتطرق في هذا الفصل إلى اساليب تحليل وتقييم الأوراق المالية وذلك لتحديد المزيج الاستثماري الأمثل من الأوراق المالية التي تتضمنها المحفظة وهي تعتبر المرحلة الثانية من مراحل تكوين وإدارة المحفظة الإستثمارية.

فيوجد هناك نظريتين لدراسة وتحليل تحركات أسعار الأسهم، الأولى يطلق عليها بالنظرية التقليدية لأسعار الأسهم، والتي تشير أن السبب الأساسي في حركة أو تغير أسعار الأسهم يكمن في التغير المتوقع في عوائد الأسهم، وبالتالي فإن كل العوامل الأساسية التي من شأنها أن تؤثر على عوائد الشركات ستؤثر لاحقاً على توزيعاتها وبالتالي على أسعار أسهمها.

وأن هذه العوامل تتضمن العديد من المتغيرات الاقتصادية مثل التضخم، عرض النقود، أسعار الفائدة، سعر الصرف، الناتج القومي الإجمالي، مستوى النشاط الاقتصادي.....إلخ، لذلك فإن كل العوامل المؤثرة على عوائد الأسهم يمكن اعتبارها مؤثرة على أسعار الأسهم.

ومن هذه النظرية يمكن استخلاص طريقة تحليل تعرف بالتحليل الأساسي والذي يبحث في العوامل المؤثرة على القيمة الحقيقية للسهم، وذلك عن طريق تحليل البيانات والمعلومات الاقتصادية بهدف التنبؤ بما ستكون عليه ربحية المنشأة، إضافة إلى التعرف على حجم المخاطر التي تتعرض لها تلك الربحية، حيث تمثل الربحية وحجم المخاطر المعلومات الأساسية لتحديد القيمة الحقيقية للسهم.

فالتحليل الأساسي يبحث في العوامل التي تؤثر على الربحية وحجم المخاطرة وصولاً إلى رأي بشأن مستوى السعر السوقي فيما إذا كان أعلى أو أدنى من القيمة الحقيقية.

ويقسم التحليل الأساسي إلى ثلاث مراحل المرحلة الأولى وتعنى بالظروف الاقتصادية العامة، أو دراسة الاقتصاد الكلي، أما المرحلة الثانية فتركز على التحليل الجزئي للقطاع أو الصناعة التي تنتمي إليها الشركة، وأخيراً المرحلة الثالثة فتعنى بتحليل المركز المالي للشركة نفسها مصدرة السهم.

أما النظرية الثانية فيطلق عليها نظرية الثقة وهي تشير إلى أن العامل الأساسي في حركة أسعار الأسهم هو التغيير في ثقة المستثمرين بمستقبل هذه الأسعار والعوائد وتوزيعات الأرباح، وتختلف هذه النظرية عن السابقة في أنها تركز على الناحية السيكلوجية بدلاً من الاعتماد على المؤشرات الاقتصادية الأساسية، كما هو الشأن في النظرية الأولى.

إن الأهمية التي اكتسبتها نظرية الثقة تتمثل في قيامها بتفسير بعض التغيرات المرتبطة بأسعار الأسهم، والتي لم تفسر من خلال النظرية السابقة، فهي تستخدم لتفسير انخفاض أسعار الأسهم مثلاً في الوقت الذي يشهد فيه الاقتصاد تصاعداً مستمراً، ومن هذه النظرية يمكن استخلاص طريقة التحليل الفني والتي تهتم بتفسير حركة أسعار الأسهم في الأجل القصير، من خلال العوامل المؤثرة من داخل السوق والمرتبطة بنشاط المضاربين، حيث تفترض طريقة التحليل الفني، أن أفضل وسيلة لتحديد التغيرات الحاصلة في أسعار السهم، هي ملاحظة التقلبات السابقة لهذه الأسعار.

من الذي يقوم بالتحليل الأساسي والفني؟

إن المحللين الماليين الأساسيين والمحللين الماليين الفنيين، هم الذين يقومون بالتحليل الأساسي والفني ، ويوجد في معظم الدول المتقدمة مؤسسات مهنية تهتم بتحليل الأسواق المالية، كما أن هناك شهادات ورخص في التحليل المالي تمنح للمحلل المالي القانوني المعتمد في العديد من الدول، مما يزود المستثمرين بالثقة في التعامل معهم والأخذ بتوصياتهم ونصائحهم.

ويتطلب التحليل المالي الأساسي كفاءات ومهارات وخلفيات معينة في مجالات المحاسبة والاقتصاد والتنظيم والأساليب الكمية وبحوث العمليات، لأنه يعد عملاً معقداً متعدد الجهات يتطلب علماً واسعاً وخبرة كبيرة، وتكمن صعوبة التحليل في أنها لا تستثني أي عامل مؤثر داخل المراحل الثلاث المتمثلة في تحليل متغيرات الاقتصاد الكلي ثم تحليل ظروف القطاع الذي تنتمي إليه الشركة ثم تحليل ظروف الشركة المصدرة للورقة المالية.

في حين أن أساليب التحليل الفني فهي عبارة عن خرائط ومؤشرات يسهل تعلمها وتطبيقها بواسطة أي مستثمر مهما كان مستوى ثقافته.

- لماذا يقوم بالتحليل الأساسي والفني؟ وكيف؟

يهدف التحليل الأساسي والفني إلى الإجابة على الأسئلة التالية:

- لماذا تتغير أسعار الأوراق المالية؟

- ومتى نشترى أو نبيع الأوراق المالية؟

وبينما يتكفل التحليل الأساسي بالإجابة على السؤالين الأول والثاني يختص التحليل الفني بالإجابة على السؤال الثاني.

ولا بد من تحديد مستوى كفاءة السوق المالي قبل إجراء التحليل وذلك لتحديد طريقة التحليل التي يمكن الاعتماد عليها أساسي أو فني.

وذلك لان التحليل الأساسي: يقوم على أساس فرضية أن السوق كفاء عند المستوى الضعيف أو المتوسط على أقل تقدير أي تتوفر به البيانات والمعلومات الاقتصادية والمالية سوى على مستوى الاقتصاد أو الصناعة أو الشركات، في هذه الحالة يمكن للمحلل إتباع مدخل التحليل الأساسي وذلك لاستغلال الفروقات بين القيمة السوقية والقيمة الحقيقية وتحقيق أرباح غير عادية.

حيث يهدف المحلل الأساسي إلى محاولة التعرف على الأوراق المالية ذات الخلل سعري، أي التي قيمتها الحقيقية تختلف عن قيمتها السوقية، ويتم التعرف على هذه الأوراق المالية باستخدام التحليل الأساسي، وذلك بتقدير أرباح الشركة وتوزيعاتها المستقبلية ودرجة المخاطر المحيطة لتقدير معدل العائد المطلوب، وذلك محاولة من المحلل الأساسي لتحديد القيمة الحقيقية أو العادلة للورقة المالية ومقارنتها بالقيمة السوقية، وإذا كان سعر السوق مرتفع عن القيمة الحقيقية يقال أن سعر الورقة مغالي فيه ويكون قرار عدم الشراء وقرار بيع إذا كان يملك المستثمر الأوراق المالية، أما إذا كان السعر السوقي أقل من القيمة الحقيقية يقال أن سعر الورقة قاصر ويكون قرار شراء وعدم البيع إذا كان يملك المستثمر تلك الأوراق.

اما التحليل الفني: يقوم على أساس فرضية أن السوق غير كفاء أي عدم توفر بيانات ومعلومات ويمكن الاعتماد في هذه الحالة على مدخل التحليل الفني الذي يعتمد على بيانات من السوق نفسه وهي عبارة عن السعر وحجم التداول.

ويمكن للمستثمر من خلال التحليل الفني معرفة متى يشتري أو يبيع الأوراق المالية، وذلك على حسب اتجاه السوق حيث يقوم بالشراء في بداية الصعود ويقوم بالبيع في بداية الهبوط، وذلك عن طريق استخدام مجموعة من الخرائط والرسوم البيانية ومؤشرات ترشد المستثمر متى يتخذ قرار شراء ومتى يتخذ قرار بيع.

وعلى الرغم من تلك الفروق بين التحليل الأساسي والتحليل الفني إلا أنه يمكنهم من العمل مع بعضهم البعض لتحقيق فائدة متبادلة، حيث من الممكن الاقتراب من تحليل السوق من كلا الاتجاهين الأساسي والفني.

حيث يمكن للمحلل الأساسي استخدام إحدى أدوات التحليل الفني لأنها تمتاز باليسر والسهولة وذلك للتأكد من تحليله، حيث يمكنه ذلك باستخدام بعض من أدوات التحليل الفني عن طريق أحد أنظمة الكمبيوتر للتأكد من عدم دخوله في صفقات تعاكس نتائج مؤشرات التحليل الفني.

أولاً: التحليل الأساسي:

1- مفهوم التحليل الأساسي

أن التحليل الأساسي يحاول أن يحدد لنا القيمة الحقيقية للورقة المالية والعوامل المؤثرة في هذا الشأن، وذلك ليتمكن عندها تفسير تحركات الأسعار بالسوق وزيادة الطلب والعرض، أي يحدد التحليل الأساسي الأوراق المالية التي تستحق أن تشتري والتي قيمتها الحقيقية يفوق سعرها السوقي، وتلك التي يجب أن تباع والتي سعرها السوقي يفوق قيمتها الحقيقية، هذه هي باختصار الوظيفة الأساسية للتحليل الأساسي، أي يقوم التحليل الأساسي إذن على مناقشة العلاقة التي تنشأ بين السبب والنتيجة على مستويات الاقتصاد الكلي و الصناعة والشركة.

ومن ثم يمكن القول أن مفهوم التحليل الأساسي: هو تحليل ظروف الاقتصاد الكلي، ومن ثم تحليل ظروف القطاع الذي تنتمي إليه الشركة، ومن ثم تحليل ظروف الشركة نفسها، وذلك بهدف التنبؤ بالأرباح المستقبلية ودرجة المخاطرة المحيطة ومعدل العائد المطلوب، وذلك من أجل تحديد القيمة الحقيقية للورقة المالية للشركة.

فالمحلل الأساسي يحاول التنبؤ بالعائد المستقبلي الذي يمكن ان يتحصل عليه مالك الورقة المالية، أي يدرس كافة المتغيرات التي تؤثر على قيمة المبيعات وعلى تكاليف التشغيل والتكاليف المالية للتنبؤ بالعائد المستقبلي المتمثل في بالفوائد المستحقة لحاملي السندات أو حصة السهم من الأرباح لحاملي الأسهم وبالمخاطر المحيطة بالعائد المتوقع وذلك حتى يتمكن المحلل من تقدير القيمة الحقيقية للورقة المالية باستخدام النماذج الرياضية على حسب خصائص كل ورقة، حيث أن بناء المحفظة يتطلب تحليل وتقييم الأوراق المالية كل على حده وتحديد المرغوب فيها حسب السياسة المستهدفة لكي يتم تكوين أفضل المحافظ.

إن عملية التقييم تعنى بالمحافظة على السعر التوازني وتلافي أي خلل أو انحراف سلبي قد يطرأ على إيجابية العلاقة التي يفترض أن تسود بين العائد والمخاطرة المحتملة من خلال بيع أو شراء أية أوراق مالية، وذلك ببيع الأوراق المالية التي سعرها السوقي يفوق قيمتها الحقيقية، وشراء الأوراق المالية التي سعرها السوقي أقل من قيمتها الحقيقية.

فعملية التقييم هو ذلك الإجراء المنظم الذي يتحدد عن طريقه القيمة الحقيقية، وذلك باستخدام مجموعة من النماذج الرياضية التي تعتمد على التدفق النقدي المستقبلي في

البسط ومعدل العائد المطلوب في المقام، وأن معدل العائد المطلوب هو حاصل جمع العائد الخالي من المخاطرة وبديل المخاطرة.

فمعدل العائد المطلوب يعكس لنا العلاقة الطردية بين العائد والمخاطرة، حيث كلما ارتفعت المخاطرة ارتفع معدل العائد المطلوب أو سعر الخصم الذي يستخدم في خصم التدفقات النقدية المستقبلية.

ولأن القيمة الحقيقية هي خارج قسمة التدفق النقدي المستقبلي على معدل العائد المطلوب، فهذا يعني أنه كلما ارتفع بسط المعادلة المتمثل في التدفق النقدي المستقبلي ارتفعت القيمة الحقيقية للورقة المالية والعكس صحيح، وأيضاً كلما انخفض المقام المتمثل في معدل العائد المطلوب ارتفعت القيمة الحقيقية للورقة المالية والعكس صحيح.

وأن التدفق النقدي المستقبلي والعائد المطلوب تؤثر فيه العديد من المتغيرات مثل كفاءة السوق وخبرة وكفاءة المستثمر وقدرته على اتخاذ القرار الرشيد والمتغيرات الاقتصادية والسياسية وأثرها على أداء الشركات وكفاءة إدارة الشركة وقدرتها على تحقيق الأرباح.

وأن دور المحلل المالي الأساسي هو تحليل الظروف الاقتصادية العامة، وتحليل ظروف الصناعة، وتحليل ظروف الشركة، أي تحليل المركز المالي الحالي للشركة عن طريق النسب المالية والمركز المالي المستقبلي عن طريق التنبؤ بالقوائم المالية التقديرية، وذلك بهدف التنبؤ بالتدفقات النقدية المستقبلية والعائد المطلوب والذي يعتبر كمدخل لتقييم الأوراق المالية والتوصل إلى القيمة الحقيقية للورقة المالية.

وفي هذا البحث سنتناول بالتفصيل لكيفية الوصول إلى القيمة الحقيقية لكل نوع من الأوراق المالية (أسهم عادية – أسهم ممتازة- السندات طويلة الأجل).

ونود أن ننوه بأن هناك مسميات عديدة لمناهج عديدة لتقييم الأوراق المالية ، إلا أن كل تلك المناهج في النهاية تصب في منهج وحيد هو منهج التدفقات النقدية المخصومة، وهذا ما يجرى تطبيقه مع اختلاف مسمى العائد المتوقع ومعدل الخصم أو معدل العائد المطلوب.