

المحاضرة الرابعة : تقنيات التعامل و تسعير الأوراق المالية في البورصة

- 1- تقنيات التعامل
 - 1-1- التعامل بالمناداة
 - 1-2- التعامل بالأدراج
 - 1-3- التعامل بالصندوق
 - 1-4- التعامل بالمقابلة
- 2- أوامر بورصة الأوراق المالية
 - 2-1- مفهوم الأمر
 - 2-2- أنواع الأوامر
- 3- عمليات بورصة الأوراق المالية
 - 3-1- العمليات الآنية
 - 3-2- العمليات الآجلة
 - 4- كيفية تسعير ورقة مالية
- 4-1- دور المعلومات في تسعير ورقة مالية
 - 4-2- آليات التأثير على أسعار الأسهم
- 5- أنواع التحليل المستعملة في التنبؤ بأسعار الأوراق المالية
 - 5-1- التحليل الأساسي
 - 5-2- التحليل الفني.

مقدمة : إن عملية تسعير الورقة المالية في البورصة لا تختلف كثيرا عنها في الأسواق العادية حيث يلتقي الباعة و المشترين للأوراق المالية و يتنافسون في الحصول عليها و بذلك تتفاعل قوى العرض و الطلب و تتحدد الأسعار لمختلف الأدوات المالية و تتم هذه العملية بعدة تقنيات :

1- تقنيات التعامل : و تسمى أيضا تقنيات التسعير *technique de cotation* التي تشرف عليها سلطات البورصة بمساعدة الوسطاء الماليين بغرض تحديد أسعار الأدوات المالية و تهدف هذه التقنيات إلى تنظيم عمليات البيع و الشراء و متابعة أسعار الأوراق المالية إضافة إلى الحفاظ على استقرار البورصة و استمرار عمليات التداول بها بعيدا عن الأزمات المالية.

1-1- التعامل بالمناداة : *cotation la crie*

تتم هذه العملية بتلاقي المتعاملين وجها لوجه داخل صالة البورصة و عقد الصفقات بمناداة بعضهم البعض فينادي الباعة بأن لديهم الأوراق المالية التي يجوزهم مستعملين بعض الألفاظ المتفق عليها مما ينشأن عرض و طلب على كل ورقة مالية متداولة ثم يتم تحديد سعرها التوازني الذي تباع به و هكذا تتم تسعير باقي الأوراق المالية المدرجة و المقيدة في البورصة¹.
* و نظرا لكثرة المتعاملين و قلة خبرة المستثمرين في الأوراق المالية فان المقابلات الشفوية أصبحت تتم بين الوكلاء أو الوسطاء الماليين و بعد التفاوض على سعر معين يقوم المسعر أو الموظف لدى سلطات البورصة بتسجيل ذلك السعر على سبورة معدة خصيصا لهذا الغرض في انتظار تغير هذا السعر بتغير العرض و الطلب و هكذا دواليك تتم العملية بالنسبة لباقي الأوراق المالية المتداولة في السوق الثانوية.

1-2- التعامل بالأدراج : *cotation par casier*

تختلف هذه الطريقة عن سابقتها في كونها تتم بطريقة كتابية و ليست شفوية، إذ تسجل كافة الأوامر الخاصة بورقة مالية معينة على بطاقة وتوضع في الدرج حيث يخصص درج لكل ورقة مالية في البورصة سواء كانت أوامر بيع أو شراء. و يوضع الدرج تحت تصرف وسيط مالي متخصص في تلك الورقة المالية حيث يقوم بمتابعة الصفقات المتعلقة بها و تحديد أسعارها.

1-3- التعامل بالصندوق: يكمن جوهر هذه الطريقة في تركيز كافة أوامر الشراء و البيع للورقة المالية المعنية في صندوق واحد موجود لدى سلطات البورصة (*SBF*) و ليس في درج تابع للوسيط المالي المتخصص، لتتكفل بعد ذلك الهيئة المكلفة بالتسعير بفرز مجموع هذه الأوامر و الوصول إلى سعر توازني يعلن عنه لكافة المتعاملين و يحقق عدالة التداول لجميع الأطراف، و يلجأ إلى هذه الطريقة في الوضعيات المعقدة في البورصة، أو إن شهدت هذه الأخيرة مشكلة تسعير ورقة مالية بالطريقة السابقة حيث تستدعي الوضعية دقة أكثر و رقابة من قبل الجهات المختصة حتى يكون السعر المحدد يحقق رضا جميع الأطراف و يحافظ على عدالة السوق و توازنه.

1-4- التعامل بالمقابلة : هذه الطريقة تقع بين الطريقة الشفوية و الطريقة الكتابية اللتين سبق شرحهما، حيث يتم تسجيل الأوامر على سجلات بالإضافة إلى لقاء المتعاملين و إتباع الطريقة الشفوية في عقد الصفقات.

¹ - كما يستعملون إشارات اليد مع المناداة، و ذلك بوضع الساعد أفقيا في إيماء الجسم في حالة الشراء و رأسيا في حالة البيع.

◀● إلا أن طرق التسعير قد تطورت بفعل التقدم التكنولوجي حيث أصبحت كل البورصات و خاصة في الدول المتقدمة تستخدم و سائل الإعلام الآلي و شبكات الانترنت لإتمام الصفقات المالية و التي أصبحت تعقد بواسطة التسجيلات الآلية للحاسوب و بدون حضور المستثمر أو حتى وكيله، كما أصبح الحاسوب يعالج الأوامر و يعطي سعر التوازن تلقائيا كلما تغيرت ظروف السوق مما يوفر نوع من الاستمرارية في التعامل مع وصول أوامر العرض و الطلب إلى البورصة.

ومن المهم أن نشير عند هذه النقطة أن السعر لا يتحدد عن طريق الطرق السابقة الذكر فقط فقد يتدخل صناع السوق بشراء الأوراق المالية التي قل الطلب عليها أو بيع الأوراق المالية التي قل عرضها مما يوفر سيولة في سوق البورصة يجعلها دائما سوق نشطة و حيوية.

2- أوامر بورصة الأوراق المالية:

يجري التعامل في السوق المنظمة حصرا بالوسطاء إذ تتحدد علاقة المستثمر أو الزبون مع الوسيط بموجب توكيل يتضمن تعليمات عقد الصفقة سواء في حالة البيع أو الشراء.

2-1- مفهوم أمر البورصة : يقصد بأمر البورصة التوكيل الذي يعطي لأحد الوسطاء عقد صفقة بيع أو شراء للأوراق المالية، هذا التوكيل عادة يجرى بشكل مكتوب أو شفاهة بأي وسيلة من وسائل الاتصال المتاحة كالهاتف، الفاكس أو الانترنت، وعند تحرير أي أمر يجب أن يتضمن الشروط التالية :

- ✓ تحديد نوع الورقة المالية موضوع الصفقة.
- ✓ الجهة المصدرة للورقة المالية.
- ✓ سعر الورقة و كمية الأوراق المطلوبة.
- ✓ في حالة السندات تحديد تاريخ الإصدار، معدل الفائدة، و الأجل و فئة السند.
- ✓ في حالة الأسهم تحديد فيما إذا كان ممتازا أو عاديا.
- ✓ تحديد نوع السوق فوري أو آجل.

2-2- أشكال أوامر البورصة : تتاح أمام المستثمر أوامر ذات أشكال متعددة تتوافر بها شروط الأمر و من هذه الأشكال نذكر :

أ- الأمر بالسعر المحدد : بموجب هذا الأمر يحدد الزبون للوسيط السعر الذي يشتري به السهم أو سعر البيع مسبقا، و مثل هذا السعر يمثل الحد الأدنى في حالة البيع و الحد الأعلى في حالة الشراء. و من مساوئ هذا الأمر أنه لا تتاح الفرصة لتنفيذه بالرغم من الفوارق القليلة بين السعر المحدد بالأمر و السعر المعروض في السوق.

ب- أمر السوق : بموجب هذا الأمر يقوم الوسيط بتنفيذ الصفقة بالأسعار السائدة في السوق هذه الأوامر تقتضي من الوسيط أن يظهر مهاراته و كفاءته في تنفيذ الصفقة بالسعر الأفضل و هذا أسهل و أدق أمر يصدره الزبون و يبقى ساري المفعول ما لم يلحق أمر آخر من قبل الزبون.

ج- الأمر بالسعر الأول أو سعر الافتتاح : يلزم هذا الأمر الوسيط بتنفيذ الصفقة بأول سعر يظهر على لوحات البورصة و يكون في الغالب هذا الأمر أثناء التداول أو في بداية الجلسة، و تكمن صعوبة تنفيذ هذا الأمر في التقلبات السريعة التي تحدث في أسعار الأوراق المالية لذلك يتطلب السرعة و المتابعة المستمرة عند التنفيذ.

د- الأمر بالسعر التقريبي : يعتبر هذا الأمر أكثر مرونة بالنسبة للسعر الثابت إذ يترك الزبون للوسيط حرية تنفيذ الصفقة أعلى بقليل عند سعر الشراء أو أدنى بقليل عند سعر البيع.

هـ- الأمر بالسعر الأفضل : يعطي هذا الأمر المرونة و الحرية في تنفيذ الصفقة، و هنا يلعب توقيت إصدار الأمر دورا مهما في تحديد السعر الأفضل فإذا كانت بداية الجلسة يصبح سعر الافتتاح هو الأفضل، كما أن مهارة الوسيط و ظروف السوق تلعب دور كذلك في تحديد السعر الأفضل.

و- الأمر مع التوقف عند سعر معين : تعطي مثل هذه الأوامر إلى الوسطاء للحد من خسائر الأرباح أو الخسائر الرأسمالية فإذا اشترى أحد المستثمرين سهما بسعر 1000 دج و ارتفع إلى 1500 دج فإنه حقق ربح قدره 500 دج للسهم الواحد و يرغب المستثمر في حمايتها فيصدر أمرا إلى الوسيط ببيع السهم إذا انخفض إلى 1400 دج و بذلك يقلل من خسائر الأرباح، أما للحد من خسائر الرأسمالية يصدر الزبون أمرا ببيع السهم إذا انخفض من 1000 دج إلى 800 دج للسهم الواحد، و بذلك تصبح الخسارة 200 دج للسهم مقبولة من قبل الزبون.

3- عمليات بورصة الأوراق المالية : أسهمت تكنولوجيا المعلومات و الاتصال في تطوير و تكامل بورصات الأوراق المالية فانعكس ذلك على تنوع عملياتها و الأوراق المالية المتداولة فيها، مما أتاح الفرصة لعموم المستثمرين محليين و أجانب للتعامل بالعمليات الآنية و المستقبلية، وفيما يلي مضمون هذه العمليات.

3-1- العمليات الآنية : Spot operation

تسمى أيضا بالأسواق العاجلة، التي تنصب عملياتها على التعامل نقدا و التسليم الفوري للأوراق المالية موضوع التعامل و يتحمل الوسيط هنا مسؤولية التنفيذ السريع و الدقيق للصفقة و بما ينسجم و ظروف السوق المالية. أما العمر الزمني لهذه العملية فيكون بالأيام و الأسابيع أو شهر كحد أعلى، و يجوز تمديده للشهر اللاحقة بموافقة أطراف الصفقة و لجنة البورصة و في كل الأحوال شروط هذه العملية تخضع لطبيعة السوق في البلد المعني من حيث تكامله و درجة نضوجه.

3-2- العمليات الآجلة : Forward Operation

يطلق عليها أيضا بالأسواق المستقبلية أو العقود المستقبلية و مضمون هذه العمليات يعطي الحق لحاملها شراء و بيع كمية من الأوراق المالية بسعر محدد مسبقا على أن يتم التسليم المادي لموضوع الصفقة و الدفع مستقبلا.

و نشأت هذه الأسواق أو العمليات بهدف تجنب مخاطر تغير سعر الورقة المالية، و تصنف هذه العمليات ضمن عمليات المضاربة، فالبائع يكون مضاربا بالهبوط فهو يبيع أسهما يتوقع أن تحبط أسعارها عند موعد التصفية و المشتري مضاربا بالصعود فهو يعقد الصفقة لتوقعاته بارتفاع أسعار السهم موضوع الصفقة.

فعلى سبيل المثال يتوقع أحد المستثمرين انخفاض سعر أحد الأسهم من 1000 ون إلى 900 ون للسهم خلال ستة أشهر القادمة فهو يبيع أسهم بالسعر السائد 1000 ون على أن يتم تنفيذ الصفقة و تصفيتها بعد ستة أشهر حيث يتوقع

هبوط السعر الى 900 ون، وإذا ما حصلت التوقعات يربح البائع فرق السعر 100 ون ، أما لو حصل العكس و ارتفع السعر يوم التصفية إلى 1100 ون فالمشتري هنا يكتفي بالمطالبة بالفرق و هو 100 ون للسهم الواحد.

4- كيفية تسعير الورقة المالية في البورصة : يقصد بسعر الورقة المالية القيمة السوقية للأصول المالية المتداولة التي تتحدد عن طريق قانون العرض و الطلب مثله مثل سوق السلع و الخدمات، إذ كلما ارتفعت عدد أوامر الشراء أي الطلب الخاص بورقة مالية معينة مع بقاء مستوى العرض كما هو ارتفع سعرها و بالعكس إذا انخفض العدد فان السعر ينخفض، نفس المنطق ينطبق على عدد أوامر البيع فكلما ارتفع عرض الأوراق المالية مع بقاء مستوى الطلب على ما هو عليه فان سعر الورقة المالية ينخفض و في الحالة العكسية يرتفع، هذا خاص بكل ورقة مالية مدرجة في البورصة. و تتم هذه العملية عن طريق ترتيب أوامر شراء و طلب الأوراق المالية ابتداء من السعر الأفضل كما هو مبين في الجدولين التاليين :

ب- أوامر البيع (العرض)

أ- أوامر الشراء (الطلب)

السعر دج	عدد الأوراق	رقم الأمر	السعر دج	عدد الأوراق	رقم الأمر
بالسعر الأفضل	800	10	بالسعر الأفضل	100	30
502	200	11	498	1100	31
501	500	12	499	1000	32
500	1500	13	500	800	33
499	1800	14	501	220	34
498	2000	15	502	1150	35

إن ما يميز هذين الجدولين السابقين هو زيادة الطلب بانخفاض السعر و زيادة العرض بزيادة السعر. و هذا أمر منطقي في سوق تسوده المنافسة، و لتحدي السعر الذي تتداول به الورقة المالية يكمن ترتيب البيانات السابقة كما يلي :

الطلب (الشراء)			السعر	العرض (البيع)		
رقم الأمر	عدد الأوراق المطلوبة عند كل سعر	العدد المتراكم للأوراق المطلوبة		العدد المتراكم للأوراق المعروضة	عدد الأوراق المعروضة عند كل سعر	رقم الأمر
10	800	800	الأفضل	----	----	----
11	200	1000	502	4370	1150	35
12	500	1500	501	3220	220	34
13	1500	3000	500	3000	800	33
14	1800	4800	499	2200	1000	32
15	2000	6800	498	1200	1100	31
----	----	----	الأفضل	100	100	30

و يمكن تمثيل هذه المعطيات بيانيا وعندها يمكن أن نوضح بدقة أن السعر التوازني قدر بـ 500 دج عندما تتساوى الكمية المعروضة و المطلوبة من الأوراق المالية عند 3000 ورقة.

4-1- دور المعلومات في تسعير الورقة المالية :

فإذا كانت توقعات المستثمرين تشير إلى التفاؤل بمستقبل الاستثمارات و عوائدها وفقا لطبيعة المعلومات المستلمة سواء المتعلقة بالاقتصاد ككل كمعدل النمو الاقتصادي أو على مستوى القطاع و الشركة المصدرة للورقة المالية كزيادة القدرة على التمويل الذاتي أو زيادة الأرباح الموزعة، فإن هذا يؤدي إلى ارتفاع عدد أوامر الشراء أي زيادة الطلب ومن ثم ارتفاع سعر الورقة المالية، وهذا ما يدل على أن التسعير المنخفض لا يعكس القيمة الحقيقية للورقة المالية.

أما إذا كان التشاؤم يسيطر على التوقعات فهذا يدل على وجود تسعير مضخم أي أن سعر الورقة المالية فوق قيمتها الحقيقية أو القيمة العادلة مما يؤدي إلى ارتفاع عدد أوامر البيع و بالتالي عرض كميات كبيرة من أجل تجنب أو الحد من الخسائر المحتملة الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض الأسعار².

و نشير هنا : على الرغم من أهمية المعلومات و دورها في تحديد سعر الورقة المالية إلا أنه لا يجب استبعاد سلوك المستثمر الذي تحكمه عوامل شخصية تعكس رغباته و ميوله في تفسير المعلومات لتعبر عن طموحاته و مخاوفه اتجاه حركة الأسعار مستقبلا. و لنجاح عملية التسعير أي أن الأسعار تبقى عند قيمتها العادلة فإن هناك بعض العوامل التي تدفع السوق الكفاء إلى توفير آلية سريعة تحافظ على القيمة الحقيقية للأسعار الأوراق المالية.

4-2- آليات التأثير على أسعار الأسهم :

هناك بعض الآليات تستخدمها الشركات في التأثير على أسعار الأسهم سواء نحو الارتفاع أو الانخفاض و بآليات معين نذكر أهمها³:

➤ **إعادة شراء الأسهم :** إذا كانت الموارد المالية المتاحة للشركة تفوق الاحتياجات الاستثمارية فقد يكون من الأفضل توزيع الفائض على المساهمين وقد يكون التوزيع في صورة نقدية أو في صورة إعادة شراء الشركة لأسهمها، و يؤدي ذلك الإجراء إلى انخفاض عدد الأسهم و بالتالي ارتفاع ربحية السهم⁴ و قيمته السوقية و لتوضيح ذلك نأخذ المثال التالي :

لنفرض أن شركة ما حققت أرباحا مقدارها 2.25 مليون دولار و أن عدد السهم القائمة لدى هذه الشركة تبلغ 900 ألف سهم تباع بسعر 70 دولار للسهم، و ترغب الشركة إجراء توزيعات قدرها 1.8 مليون دولار، فما أثر ذلك على كل من قيمة سهم الشركة و ربحيته؟

♦ سعر سهم الشركة كان 70 دولار.

نصيب السهم من الأرباح هو $900000/1800000 = 2$ دولار، فتصبح قيمة السهم $70+2=72$ دولار.

♦ عدد الأسهم التي تستطيع الشركة شراءها هي :

$180000/72 = 25000$ سهم ، أما عدد الأسهم القائمة بعد الشراء ستكون : $900000-25000 = 875000$ سهم.

ربحية السهم كانت قبل إعادة الشراء $2250000/900000 = 2.5$ دولار

♦ أما بعد الشراء ستكون : $2250000/875000 = 2.57$ دولار.

2 - مجموعة من المراجع :

- د. جبار محفوظ : تنظيم و إدارة البورصة ، الجزء الثالث، الطبعة الأولى 2002 ، دار هومة - الجزائر، ص 118.

- أرشد فؤاد التميمي، أسامة عزمي سلام : مرجع سبق ذكره، ص 133.

3 - د. إبراهيم كراسنة : إرشادات في تقييم الأسهم و السندات ، صندوق النقد العربي معهد السياسات الاقتصادية، أبو ظبي، يوليو 2005، ص 10.

4 - ربحية السهم الواحد، E.P.S تقدم الشركات المتداولة في البورصة معلومات عن ربحية السهم العادي الواحد بعد استبعاد أرباح الأسهم الممتازة إن و جدت و ذلك في قائمة الدخل التي تعد عن الفترة، و ذلك لما لهذا الرقم من أهمية في قياس العديد من المؤشرات المالية.

إذ يلاحظ أن ربحية السهم قد ارتفعت بعد إعادة الشراء و لكن ما هي الفائدة التي عادت على المساهمين من جراء سياسة التوزيع المتبعة، و يكون قرار الخيار بين الحصول أو عدم الحصول على توزيعات نقدية، فالمستثمر الذي بحاجة إلى توزيعات نقدية يمكنه أن يبيع جزء مما يملكه من الأسهم، أما المستثمر الذي لا يحتاج إلى توزيعات نقدية فيمكنه الاحتفاظ بالسهم في الوقت الذي ترتفع قيمته السوقية.

ومن الجدير بالذكر أن بعض السلطات الرقابية تفرض قيود على عملية إعادة شراء الشركات لأسهمها و ذلك من أجل حماية حقوق الدائنين و بعض حملة الأسهم : فمثلا إعادة الشراء تتطلب الموافقة المسبقة من السلطات الرقابية ذات العلاقة و كذلك ضرورة أن تكون إعادة الشراء من الأرباح التي حققتها الشركة و لا يجوز إعادة الشراء عن طريق الإقراض.

➤ التوزيعات في صورة أسهم : *Stock Dividends*

يقصد بالتوزيعات في صورة أسهم إعطاء المستثمر عدد من الأسهم بدلا من إعطائه توزيعات نقدية و عادة ما يشار إلى تلك الأسهم بالأسهم المجانية و يتحدد نصيب كل مستثمر من هذه التوزيعات بنسبة ما يملكه من أسهم الشركة، ومن مميزات هذا النوع من التوزيعات هو عدم لجوء الشركة إلى دفع أموال نقدية إلى المساهمين، ومن بين الآثار الجوهرية لهذه السياسة هو انخفاض القيمة السوقية للسهم، لذا تلجأ إليها الشركات عندما ترتفع القيمة السوقية للسهم بدرجة كبيرة يخشى معها تناقص عدد المستثمرين الراغبين في شراء أسهمها كما يؤدي هذا الإجراء أيضا إلى انخفاض ربحية السهم.

فمثلا لو كان سعر سهم شركة ما 30 دولار و لدى مساهم في هذه الشركة 200 سهم، معنى ذلك أن ثروة هذا المساهم تبلغ $30 * 200 = 6000$ دولار، و لو قررت هذه الشركة توزيع 10% أسهم مجانية، فسيكون نصيب هذا المساهم $200 * 0.1 = 20$ سهم، و تصبح قيمة السهم $6000 / 220 = 27.3$ دولار، ومن هنا نلاحظ أن القيمة السوقية للسهم قد انخفضت من 30 دولار للسهم الواحد إلى 27.3 دولار للسهم⁵.

➤ اشتقاق الأسهم : *Stock Split*

قد تلجأ الشركة إلى تخفيض القيمة الاسمية للسهم مما يضاعف عدد الأسهم التي يتكون منها رأس المال و هو ما يطلق عليه باشتقاق الأسهم أو تقسيم الأسهم و أحيانا تفتيت الأسهم، و تختلف هذه السياسة مع سابقاتها في أنها تهدف في النهاية إلى تخفيض القيمة السوقية للسهم، بما يسمح بزيادة الطلب عليه و بالتالي يترك أثره الايجابي على مستوى سيولته، ذلك أن زيادة عدد الأسهم نتيجة الاشتقاق لا يؤدي في حد ذاته إلى زيادة أرباح الشركة، و عليه يتوقع أن يؤدي تقسيم السهم إلى انخفاض نصيب السهم من الأرباح و التوزيعات، و هذا الأمر يؤدي في النهاية إلى انخفاض القيمة السوقية للسهم مما يحقق له سيولة أفضل⁶.

5- أنواع التحليل المستعملة في التنبؤ بأسعار الأوراق المالية :

⁵ - إبراهيم كراسنة، مرجع سبق ذكره، ص 12.

⁶ - إبراهيم كراسنة، مرجع سبق ذكره، ص 13.

يعتبر الاستثمار في الأوراق المالية عملية ذات مخاطر عديدة أهمها مخاطر تقلب الأسعار، لذلك يلجأ المستثمرون لأكثر من طريقة لاختيار الأوراق المالية التي يرغبون الاستثمار فيها، فبخلاف الطريقة العشوائية يوجد التحليل الأساسي و التحليل الفني، فالأول يركز على المؤسسة و المحيط و الذي تتطور فيه، في حين يركز التحليل الفني على الأداء السوقي للأوراق المالية في الماضي من خلال معرفة الاتجاهات السعرية و التغيرات التي تحدث في الأسعار.

5-1- التحليل الأساسي : يطلق على أصحابه بالأساسيين *Fundamentalists* يعني تحليل البيانات و المعلومات المالية و الاقتصادية، بهدف التنبؤ بما ستكون عليه ربحية المنشأة، بالإضافة إلى التعرف على حجم المخاطر التي تتعرض لها تلك الربحية، و تمثل تلك المعلومات الأساس في تحديد السعر الذي ينبغي أن يباع به السهم الذي تصدره المنشأة⁷. و يركز التحليل الأساسي على الظروف الاقتصادية مثل مستوى التوظيف و النمو الاقتصادي و الظروف المالية كالتغيرات في أسعار الفائدة، و يبحث هذا المدخل أيضا في مدى قدرة المنشأة على كسب ربحيتها و إمكانية نموها، و مصادر تمويلها، و يقارن المحللون الماليون الذين يستخدمون هذه الطريقة بين المنشآت التي تتمتع بوضع مالي أفضل و إمكانية نمو قوية و يتم التركيز في ظل هذا المدخل على الأداء الاقتصادي للمنشأة و إمكانية تحسين و وضعها النسبي في نطاق الصناعة التي تعمل بها، و تعتبر النسب و البيانات المالية و الملاحظات الذكية هي الأدوات الأساسية للمدخل الأساسي⁸.

لكي يتم تحديد السعر المناسب لسهم أي مؤسسة فيجب على محل الأوراق المالية التنبؤ بالربح و التوزيعات للمؤسسة موضوع التحليل و يشكل هذا الجوهر التحليل الأساسي و الذي يعني تحليل المحددات المؤثرة في سعر السهم كتلك الخاصة بالأرباح المتوقعة، و لا شك أن نجاح المؤسسة في مجال النشاط الذي تنتمي إليه يحدد بالتوزيعات التي تدفع لحملة الأسهم و السعر المطلوب للسهم في السوق، كما أن مستقبل المؤسسة مرتبط بالحالة الاقتصادية العامة، لذلك يجب عند تحليل قيمة المؤسسة أو السهم الأخذ بعين الاعتبار البيئة و الظروف التي تعمل فيها المؤسسة، حيث نجد أن الظروف الاقتصادية العامة و ظروف الصناعة لها تأثير كبير على بعض الشركات عن الشركات الأخرى و ينعكس بالتالي على الأرباح⁹.

و في الأخير نقول أن التحليل الأساسي هو التحليل الذي يهدف إلى إيجاد السعر العادل للورقة مالية ما ابتداء من تحليل العوامل المؤثرة على سعرها، مع العلم أن العوامل التي تؤثر على سعر السهم هي نفسها العوامل التي تؤثر على الربحية المتوقعة للمؤسسة، و الرسم البياني التالي يوضح الإطار العام للتحليل الأساسي للأوراق المالية.

و في ظل التحليل الأساسي يهتم المستثمر بما يلي¹⁰ :

◀ الأرباح المستقبلية

◀ نصيب السهم من الربح الموزع سنويا.

7 - منير إبراهيم هندي، أساسيات الاستثمار في الأوراق المالية، منشأة المعارف، الإسكندرية، 1999، ص 159.

8 - طارق عبد العال حماد، التحليل الفني و الأساسي للأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2002، ص 4.

9 - عبد الغفار حنفي، الاستثمار في الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، 2000، ص 256.

10 - مروان شموط، كنجو عبود كنجو، أسس الاستثمار، الشركة العربية المتحدة للتسويق و التوزيعات، القاهرة، مصر، 2008، ص 304.

المخاطر المنتظمة و غير المنتظمة.

و من ثم يمكن القول أن مفهوم التحليل الأساسي هو الأداة التنبؤية للظروف الاقتصادية العامة، و تحليل الصناعة التي ينتمي إليها المشروع، و تحليل التقارير المالية للشركة بهدف التعرف على درجة نمو المشروع و قدرته على تحقيق أرباح مستقبلية و أثر ذلك على سعر السهم.

آلية التحليل الأساسي و خطواته :

يقوم التحليل الأساسي على مناقشة العلاقة بين السبب و النتيجة *Cause Effect Relationship* على مستويات ثلاثة :

- الاقتصاد في مجموعه.
- السوق بقطاعاته.
- الشركة أو الوحدة المؤسسية المفردة.

و تكمن صعوبة التحليل الأساسي في أنها لا تستثني أي عامل مؤثر داخل المستويات الثلاثة المشار إليها، وعموما يمكن استعراض خطوات هذا التحليل على النحو التالي :

للم تحديد الأهداف التي يطلب من عملية التحليل تحقيقها، و قد تأتي أهداف التحليل في صيغ كلية حين يكون ذلك هو المطلوب، أما حين يكون الأمر متعلق بقرارات استثمارية معينة على التحليل الأساسي أن يقدم لمتخذ القرار وصفا أكثر وضوح يتضمن استنتاجات يبني عليها القرارات الاستثمارية إيجابيا أو سلبيا. ومع ذلك فإن التحليل الأساسي لغاية الاستثمار يتطلب الإشارة إلى الأوضاع العامة المحيطة بالقرار الاستثماري على شكل أطر و حقائق كلية *Aggregates Facts* تكون في العادة نقطة البداية التي يدخل منها المحلل الأساسي إلى التفاصيل الخاصة بقضية أو مجموعة من القضايا المحددة.

للم بعد تحديد هدف التحليل، يشرع القائمون عليه في عملية تجميع و تركيز الإحصائيات و المعلومات اللازمة لإنجاز عملية التحليل، و تأتي هذه البيانات في مصادر متعددة كالتقارير الحكومية الرسمية، و ما تنشره المجلات و الدوريات المتخصصة، و مؤسسات البحث العلمي، و من أسواق الأوراق المالية، و الجهاز المصرفي، و بيوت السمسة، و الشركات المالية، و من التقارير السنوية للشركات و وحدات الإنتاج المختلفة، أو غير ذلك من المصادر المحلية و الدولية.

للم ثم يشرع المحلل في دراسة البيانات المتجمعة بالتفصيل للتحقق من طبيعة الآثار التي تكون لها في قيمة السلعة أو أداة استثمارية معينة، بمعنى أن يصل المحلل إلى تلك العلاقة التي تربط بين معلومات معينة و سلعة معينة، و هذه العلاقة هي التي ستحدد في النهاية شكل التنبؤات و التوقعات الخاصة بحركة الأسعار و مداها، و ذلك عندما يقوم المحلل بمناقشة الفرضيات و المعطيات التي يكون قد استقر عليها التحليل.

كما نشير في الأخير أن التحليل الأساسي : يقوم على افتراض أن السوق كفاء بالمستوى الضعيف للكفاءة *Weak form efficient Capital Market* و أنه لا يمكن تحقيق ربح غير عادي من خلال دراسة المعلومات التاريخية، كما أنه لا يمكن أيضا الاعتماد فقط على المعلومات داخل سوق الأوراق المالية -أسعار الأوراق المالية و أحجام التداول- بل يجب

دراسة المعلومات الخارجية على مستوى الظروف الاقتصادية و ظروف الصناعة التي تنتمي إليها الشركة المصدرة للأوراق المالية لتحديد القيمة الحقيقية للورقة المالية و مقارنتها مع القيمة السوقية لاتخاذ قرار بالشراء من عدمه حيث يجب شراء الورقة المالية إذا كانت قيمتها الحقيقية أكبر من قيمتها السوقية حيث تكون الورقة مسعرة بأقل مما يجب *Undervalued* و بالعكس يجب عدم شراء الورقة أو بيعها لو كانت القيمة السوقية أكبر من القيمة الحقيقية أي أنها مسعرة بأكبر مما يجب ¹¹*Overvalued*.

5-2- التحليل الفني : يمكن تعريف التحليل الفني على أنه ذلك التحليل الذي يرصد الحركة التاريخية المسجلة لسعر معين باعتبارها الوسيلة لفهم الحركة القادمة¹². و قد استخدمنا كلمة تاريخية هنا لأن التحليل يهتم فقط برصد الماضي ليتوقع المستقبل، فهو ينظر إلى الخلف ليرى أمامه، و ليعطي الإشارات اللازمة بناء على ذلك فان هذا هو الفرق الجوهرى بين هذا التحليل و التحليل الأساسي الذي يدرس المستقبل ليرى الحاضر، أو يدرس الحاضر في أحسن الأحوال ليقرر شكل الحاضر و المستقبل.

و يعرف أيضا على أنه مجموعة من الطرق التي تقترح استراتيجيات مفيدة ابتداء من معالجة المعلومات المتواصلة للأسعار في الماضي¹³، و يؤدي التحليل الفني وظيفته بدراسة التشكيلات التي يتخذها الرسم البياني داخل خرائط المتابعة اليومية *Charts* لحركة سعر سلعة معينة في السوق، ومن استنتاج شكل الحركة التالية لذلك السعر، حيث يركز التحليل الفني على بيانات السوق المنشورة و يركز على العوامل الداخلية عن طريق تحليل التحركات في السوق، و يقدم المحلل الفني خدمة مهمة و هي التوقيت بتحديد التوقيت المناسب لعمليات الشراء و البيع للأسهم عموما¹⁴

11 - محمد عبده محمد مصطفى، مرجع سبق ذكره ، ص38.

12 - مروان شموط، كنجو عبود كنجو، مرجع سبق ذكره، ص 318.

¹³ - Jean-laurent Viviani, *Gestion de Portefeuille, Edition : Dunod, Paris, 1997, P 238.*

14 - مروان شموط، كنجو عبود كنجو، مرجع سبق ذكره، ص 318.